

## 目录

---

<b>一、特朗普 2.0：从“去通胀”到“再通胀”？</b> .....	<b>5</b>
(一) “特朗普交易”中，隐含了多少“通胀预期”？ .....	5
(二) 不考虑特朗普 2.0，美国内生性通胀的粘性有多强？ .....	7
(三) 考虑特朗普 2.0，美国“再通胀”压力有多大？ .....	11
<b>二、海外大类资产&amp;基本面&amp;重要事件：特朗普宣布上任后对墨西哥、加拿大、中国加征关税</b> .....	<b>13</b>
(一) 大类资产：中东地缘冲突缓和，联储降息预期升温 .....	13
(二) 特朗普宣布上任后对墨西哥、加拿大、中国加征关税 .....	18
(三) 美联储：降息应“循序渐进” .....	19
(四) 地产：10月美国新屋销售弱于市场预期 .....	20
(五) 产出：10月美国耐用品新订单弱于市场预期 .....	20
(六) 收入：10月美国居民收入增速提升 .....	21
(七) 就业：美国失业金申领人数低于市场预期 .....	21
<b>三、全球宏观日历：关注美国 11 月就业数据</b> .....	<b>23</b>
<b>风险提示</b> .....	<b>24</b>

## 图表目录

图表 1: 特朗普胜率与美债利率.....	5
图表 2: 特朗普胜率与美元指数.....	5
图表 3: 9 月以来, TIPS 上行幅度大于通胀预期 .....	5
图表 4: 期限溢价推动显著, 反映美国财政预期 .....	5
图表 5: 10 月美国 PCE 通胀反弹.....	6
图表 6: 特朗普 2.0 在减税、移民、贸易等领域主张进一步强化 .....	6
图表 7: 2024 年美国去通胀呈现“两头慢, 中间快”的特征 .....	7
图表 8: 健康保险通胀冲高后趋于缓和 .....	8
图表 9: 美国车辆保险通胀在今年年初冲高后回落 .....	8
图表 10: 今年 1-4 月全球油价坚挺, 而后回落, 反映供需两侧因素.....	8
图表 11: 两种未来油价情景假设下, 2025 年能源对 CPI 同比拉动中枢只相差 0.2 个百分点.....	8
图表 12: 今年以来, 美国车辆通胀温和改善 .....	9
图表 13: 房租通胀可能在未来几个季度展现韧性 .....	9
图表 14: 美国 2025 年 CPI 通胀预测 .....	10
图表 15: 美国 CPI 权重.....	10
图表 16: 特朗普不同政策对美国 CPI 影响 .....	11
图表 17: 劳动生产率增速下行或阻碍实际工资涨幅.....	12
图表 18: 劳动生产率增速下行或支撑通胀粘性 (%) .....	12
图表 19: 市场定价的 2025 年美联储约降息 3 次.....	12
图表 20: 关税 1.0 时间轴与美联储政策的“转向” .....	12
图表 21: 当周, 发达市场股指全线上涨 .....	13
图表 22: 当周, 新兴市场股指涨跌分化 .....	13
图表 23: 当周, 美国标普 500 行业多数上涨.....	13
图表 24: 当周, 欧元区行业涨跌分化 .....	13
图表 25: 当周, 恒生指数全线上涨.....	14
图表 26: 当周, 行业方面涨跌分化.....	14
图表 27: 当周, 发达国家 10Y 国债收益率全线下行 .....	14

图表 28: 当周, 美、英、德 10Y 国债利率下行 .....	14
图表 29: 当周, 新兴市场 10Y 国债收益率走势分化 .....	15
图表 30: 当周, 土耳其、巴西 10Y 利率上行.....	15
图表 31: 当周, 美元升值, 其他货币兑美元多数下跌 .....	15
图表 32: 当周, 美元贬值, 欧元兑美元升值 .....	15
图表 33: 当周, 主要新兴市场兑美元多数上涨.....	15
图表 34: 当周, 美元兑雷亚尔和韩元走势.....	15
图表 35: 当周, 人民币兑美元升值、兑日元升值 .....	16
图表 36: 当周, 美元兑人民币贬值 .....	16
图表 37: 当周, 大宗商品涨跌分化.....	16
图表 38: 当周, WTI 原油、布伦特原油共振下跌 .....	17
图表 39: 当周, 焦煤价格下跌, 螺纹钢价格上涨 .....	17
图表 40: 当周, LME 铜铝价格走势分化.....	17
图表 41: 当周, 通胀预期下行至 2.26% .....	17
图表 42: 当周, COMEX 金银价格共振下跌 .....	17
图表 43: 当周, 10Y 美债实际收益率下行至 1.92% .....	17
图表 44: 特朗普贸易战可选工具箱对比 .....	18
图表 45: 欧盟、墨西哥等均是美国潜在贸易战对象.....	19
图表 46: 美国自欧盟进口占比达 19% .....	19
图表 47: 本周美联储官员表态 .....	19
图表 48: 市场对美联储政策利率预期 (BP, 截止 11 月 30 日) .....	19
图表 49: 美国 10 月新屋销售 61 万套, 市场预期 72.5 万套, 对应利率上行压力 .....	20
图表 50: 10 月美国耐用品新订单环比 0.2%, 弱于市场预期的 0.5% .....	20
图表 51: 10 月美国居民个人可支配收入增速向上, 转移支付拉动上升 .....	21
图表 52: 当周初申领失业金人数 (非季调) .....	21
图表 53: 当周持续申领失业金人数上升 (非季调) .....	21
图表 54: 截止 11 月 23 日当周, 美国失业金申领人数 21.3 万人 (季调) .....	22
图表 55: 全球主要宏观经济数据日历 .....	23

通胀预期并非“特朗普交易”的主要宏观逻辑。2025年，经济的内生力量或推动美国继续缓慢“去通胀”，但叠加特朗普关税 2.0 和驱逐移民政策后，是否会转变为“再通胀”压力？

## 一、特朗普 2.0：从“去通胀”到“再通胀”？

### (一) “特朗普交易”中，隐含了多少“通胀预期”？

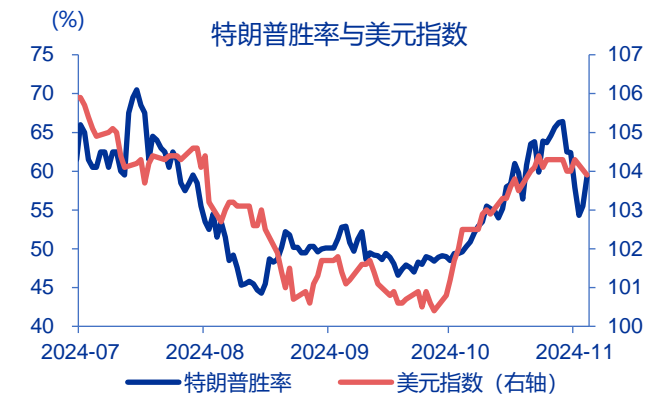
下半年海外市场波动剧烈，9月以来美债利率、美元指数上行，其实是“特朗普交易”驱动，通胀并非主线。大选落地之前，特朗普胜率与美元指数、美债利率走势有较强关系。进一步拆分美债利率上行结构，一方面，9月以来 TIPS 利率上行幅度远超隐含通胀预期，显示市场对美联储、经济预期是主导美债利率上行的主要因素。另一方面，9月以来期限溢价上行幅度明显强于短期利率预期，显示市场对美国财政预期驱动美债利率上行。近期美债利率的回落也是阶段性反映美联储降息预期升温，以及贝森特财长预期。

图表 1：特朗普胜率与美债利率



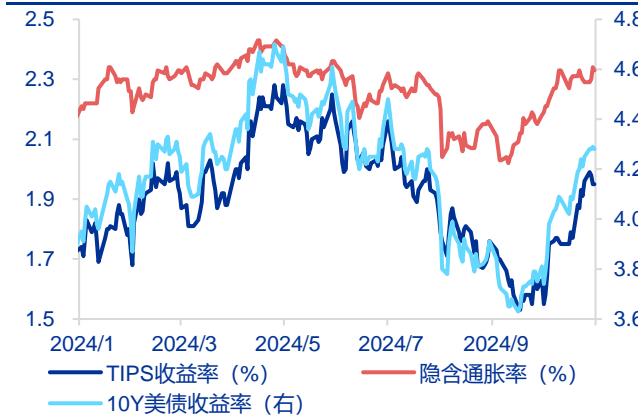
资料来源：彭博、申万宏源研究

图表 2：特朗普胜率与美元指数



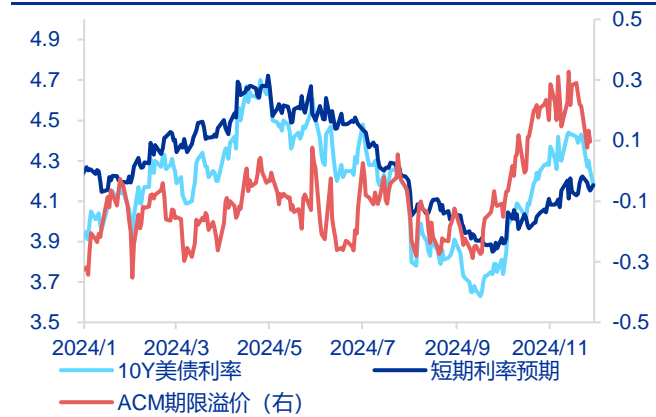
资料来源：彭博、申万宏源研究

图表 3：9月以来，TIPS 上行幅度大于通胀预期



资料来源：CEIC、申万宏源研究

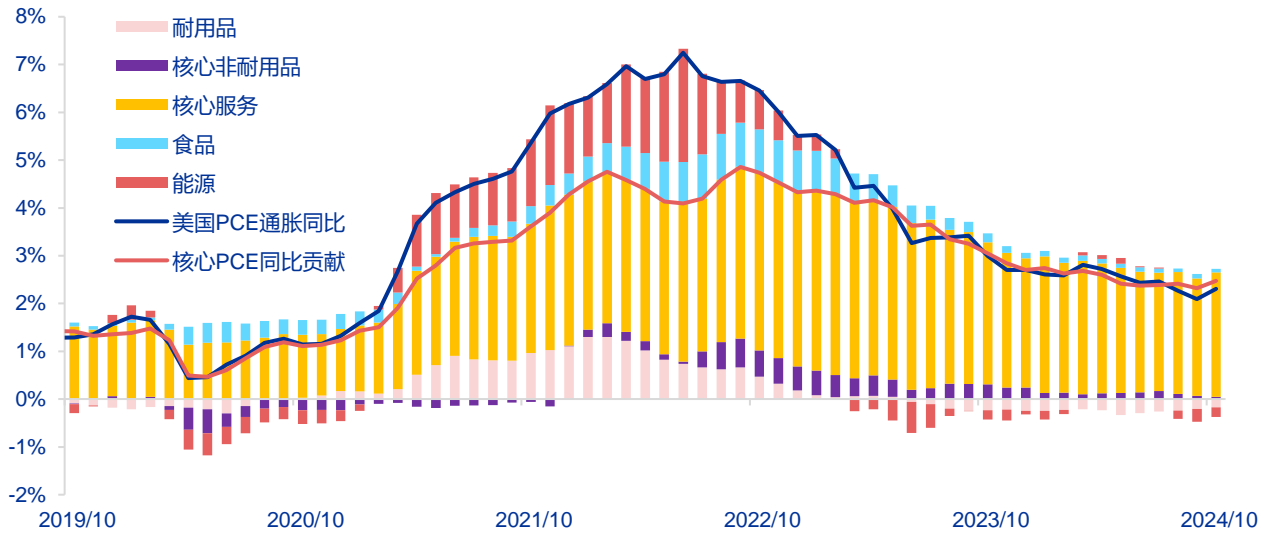
图表 4：期限溢价推动显著，反映美国财政预期



资料来源：CEIC、申万宏源研究

但是，近期公布的数据显示，短期内美国通胀压力仍在持续加大，且特朗普政策对于推升通胀的含义可能更大，未来美国通胀对于市场主线的影响是否还有带发酵？美国通胀是处于“最后一英里”的黄昏，还是“二次通胀”的前夜？1) 10月美国PCE通胀同比2.3%，较9月回升0.2个百分点，服务通胀走强是主要驱动力。同时，10月美国居民实际可支配收入同比2.7%，也较上月进一步提升。2) 特朗普政策组合中，减税、驱逐移民、关税三大政策均可能推升通胀，唯有传统能源政策可能降低油价，但是能够抵消多少通胀压力？

图表 5：10月美国 PCE 通胀反弹



资料来源：CEIC，申万宏源研究

图表 6：特朗普 2.0 在减税、移民、贸易等领域主张进一步强化

政策领域	特朗普1.0 (2016-2020)	特朗普2.0 (2024竞选)	政策主张变化
税收政策	减税，通过《减税和就业法案》2017年，减少公司和个人所得税	进一步减税，尤其针对高收入人群	强化
贸易政策	“美国优先”，退出TPP，对中国发动贸易战，加征301关税	强调对中国保持高压态势，扩大贸易战规模，提议对中国加征60%关税，对全球征收10%的关税	强化
监管政策	放松金融监管，撤销《多德-弗兰克法案》的部分规定，减少对能源、环境、劳动等领域的联邦监管	推动进一步减税，继续减少联邦监管，尤其是能源和制造业	强化
能源政策	支持能源独立，支持化石燃料，放松对石油和天然气行业的限制；但任内并未削减对新能源的补贴	加大国内能源生产，特别是石油和天然气，减少对外国能源的依赖	强化
外交政策	强硬单边主义，退出多边协定（如巴黎气候协定），要求与盟友分担军费	重返单边主义，减少对乌克兰援助，推动“美国优先”外交	强化
移民政策	强化边境安全，建设美墨边境墙，限制移民，提出“移民禁令”	对控制移民的表态更加强硬，承诺进一步加强移民政策，启动美国历史上最大规模的驱逐计划	强化
医保政策	试图废除奥巴马医改，但仅实现部分修改，支持市场主导的医保系统	未明确提出废除奥巴马医改，但承诺继续削弱奥巴马医改，鼓励私营医保选择，削减政府支出	弱化
社会议题	任命保守派法官，反对堕胎	不再明确推行全国性堕胎禁令，弱化反对堕胎的立场，支持各州通过立法决定堕胎政策	弱化
气候政策	退出《巴黎气候协定》，取消对能源行业的环保限制	继续削弱环保法规，增加能源独立性	强化
财政政策	扩大赤字，通过《减税与就业法案》大规模削减公司税和个人所得税，疫情期间大幅扩大支出	不再提及控制政府债务。特朗普2016年、2020年明确提及了控制债务，设置债务上限，但今年，债务控制的表述已被删除	弱化

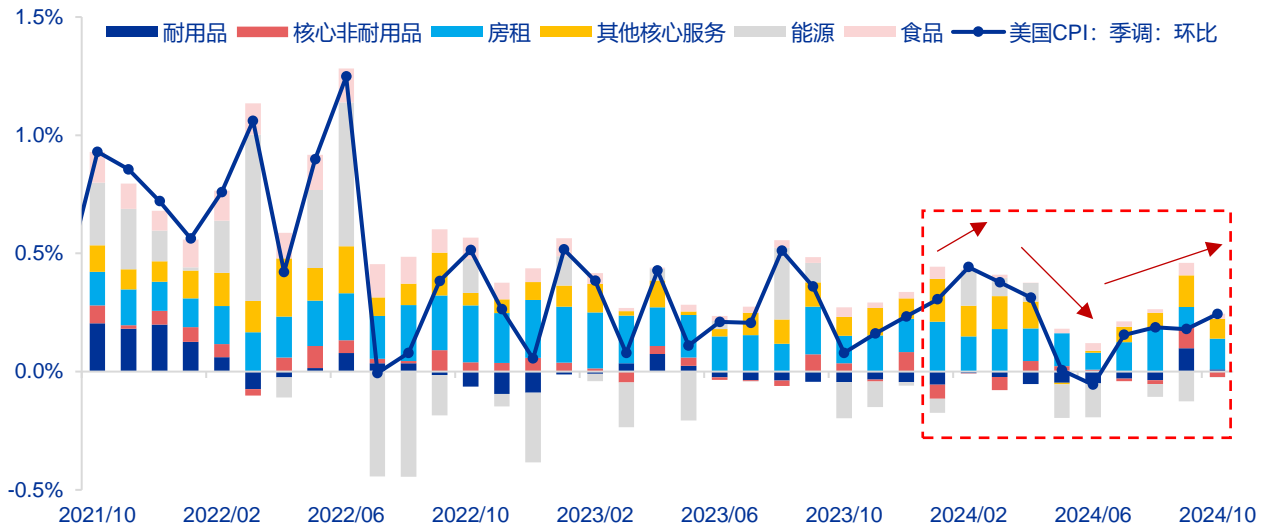
资料来源：特朗普竞选官网，申万宏源研究

## (二)不考虑特朗普 2.0, 美国内生性通胀的粘性有多强?

由于关税、驱逐移民政策落地时间、具体政策存在不确定性, 我们在此部分确定未来美国“内生性”通胀压力有多大。而且, 分析未来, 需先回溯 2024 年美国“去通胀”路程, 特别是近期几个月通胀的反弹是否能够持续。

2024 年, 美国去通胀呈现“两头慢, 中间快”的特征, 据此可分为三大阶段: 1-4 月、5-7 月、8 月至今。1) 2024 年 1-4 月间, 美国 CPI 环比均值为 0.36%, 明显强于去年末, 能源、核心非房租服务是主要驱动力。2) 2024 年 5-7 月间, 美国 CPI 环比均值仅 0.03%, 明显弱于 1-4 月 0.36% 的均值, 主要拖累来自于能源、核心非房租服务, 3) 2024 年 8 月至今 (10 月), 美国 CPI 环比均值为 0.20%, 明显较 5-7 月反弹, 主要动力来自于耐用品、核心非房租服务。

图表 7: 2024 年美国去通胀呈现“两头慢, 中间快”的特征



资料来源: CEIC, 申万宏源研究

可见, 美国 2024 年 CPI 环比波动主要由核心非房租服务、能源、耐用品驱动, 而经济景气程度或多或少是影响这些通胀分项的重要因素, 这些分项可能在 2025 年出现哪些变化?

1) 2024 年 1-4 月, 核心非房租服务通胀走强具备结构性因素, 但 8-10 月的反弹更多与就业市场韧性相关。未来随着美国就业市场走弱, 核心非房租服务通胀在 2025 年趋势仍为降温。核心非房租服务通胀几乎主导了 2024 年美国 CPI 环比三阶段走势。在 1-4 月期间, 核心非房租服务通胀走强并非薪资高增驱动, 而是与交运保险 (滞后体现前期车价上涨)、健康保险服务 (滞后体现健康保险留存收益率) 通胀自身逻辑推动有关, 但这两者逻辑都偏短期性<sup>1</sup>, 在今年下半年也均有所缓和。在 8-10 月期间, 核心非房租服务通胀走强则主要与美国薪资增速反弹相关, 也就是与经济景气程度的改善相关。基准情形下, 明年美联储利率绝对水平可能仍然对经济具备一定

<sup>1</sup> 详细分析见《探赜索隐: 美国通胀前景的起伏 (下) ——美国 CPI 通胀框架更新及展望》(2024.06.06)

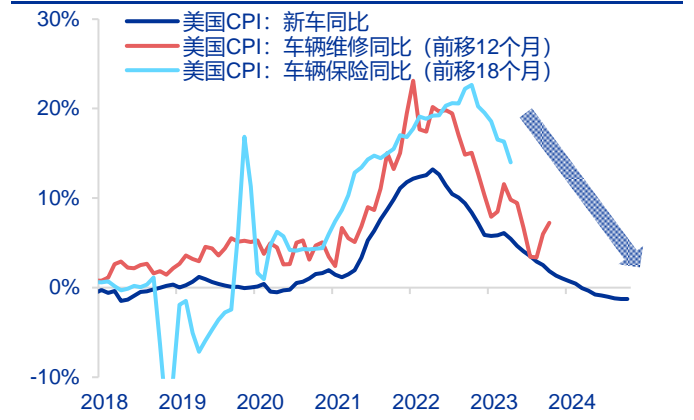
限制性，导致美国就业市场趋势仍为走弱，名义薪资增速有一定回落空间，因此美国2025年核心非房租服务趋势可能为温和回落。

图表 8：健康保险通胀冲高后趋于缓和



资料来源：CEIC、申万宏源研究

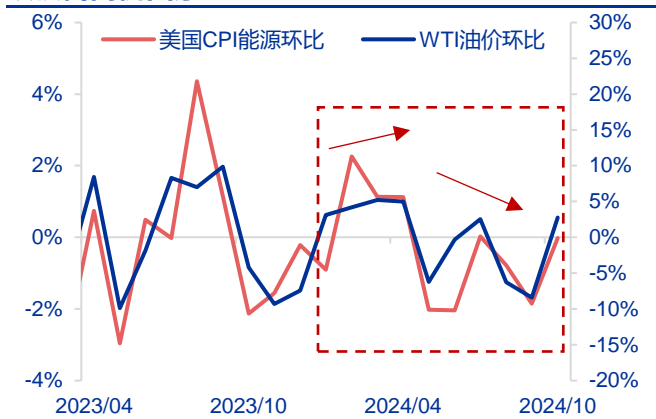
图表 9：美国车辆保险通胀在今年年初冲高后回落



资料来源：CEIC、申万宏源研究

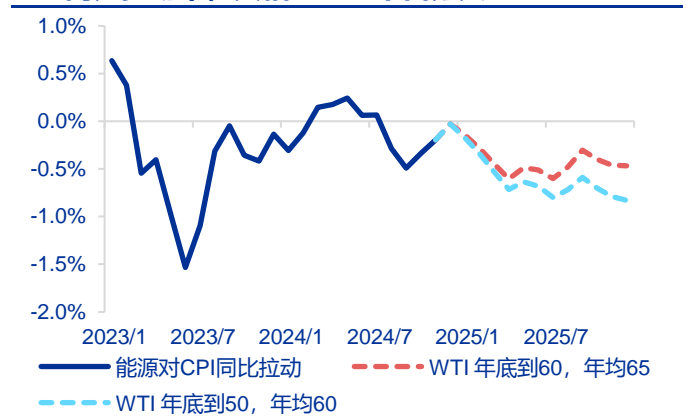
2) 2024 年全球油价的波动背后，海外（美国）经济预期变化、特朗普政策预期是重要驱动力。基准情形下，美国 2025 年能源分项可能有一定降温空间，这将进一步改善交通运输、非耐用品通胀。2024 年以来，美国 CPI 环比最大的波动来源是能源分项。今年以来，全球油价的主要驱动因素分别为海外经济预期、原油增产预期，如年初的几个月美国经济各项数据较为强劲，对于油价上行有所帮助；但 4 月之后油价进入波折下跌的阶段，一方面美国经济预期阶段性走弱，另一方面特朗普胜选预期强化，其政策倾向导致原油供给增加的预期增强，促使油价回落，使得能源通胀降温。特朗普业已赢得美国大选，2025 年油价从供给侧来看可能存在回落空间，当然这也将取决于未来海外服务消费节奏。但是，通过油价回落来降低美国 CPI 通胀的空间可能是比较有限的，如相比 2025 年末 WTI 油价回落至 60 美元/桶与回落至 50 美元/桶的情景，2025 年能源对美国 CPI 同比拉动中枢只相差 0.2 个百分点。

图表 10：今年 1-4 月全球油价坚挺，而后回落，反映供需两侧因素



资料来源：CEIC、申万宏源研究

图表 11：两种未来油价情景假设下，2025 年能源对 CPI 同比拉动中枢只相差 0.2 个百分点

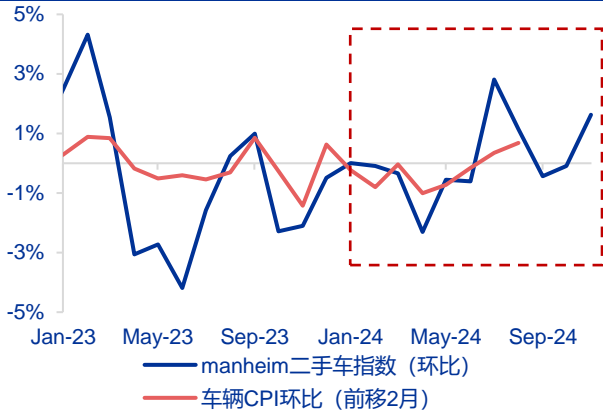


资料来源：CEIC、申万宏源研究 注：WTI 单位美元/桶

3) 2024 年下半年美国耐用品通胀温和复苏，或与美国居民净资产财富效应较强、经济健康相关。2025 年耐用品通胀上行弹性可能在美债利率回落阶段更大。2024 年下半年耐用品通胀出现了温和复苏，且 Manheim 二手车价格作为车辆通胀的短期领先指标，似乎指向 2024 年内车辆通胀、耐用品通胀可能继续复苏，如何理解？耐用品通胀的小幅恢复，或与过去几个季度耐用品消费的改善相关，也就是说反映的是美国居民净资产财富效应较强、经济健康。若 2025 年前期关税、驱逐移民预期推升 10Y 美债利率，则有可能小幅抑制美国耐用品通胀、消费，美债利率回落之后耐用品通胀上行弹性可能更大。

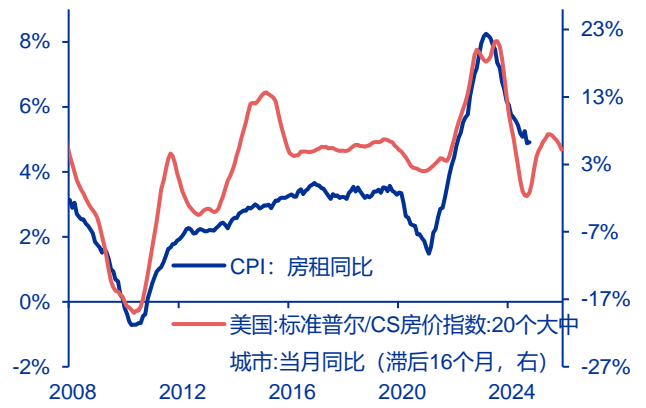
此外，由于房租分项在美国 CPI 中权重达 1/3，其趋势也极为重要。根据前期房价传导，美国房租通胀自 2024 年下半年至 2025 年上半年可能阶段性存在韧性，阻滞整体 CPI 降温，但 2025 年中期之后房租通胀可能会展现出更大回落空间。

图表 12：今年以来，美国车辆通胀温和改善



资料来源：CEIC、申万宏源研究

图表 13：房租通胀可能在未来几个季度展现韧性

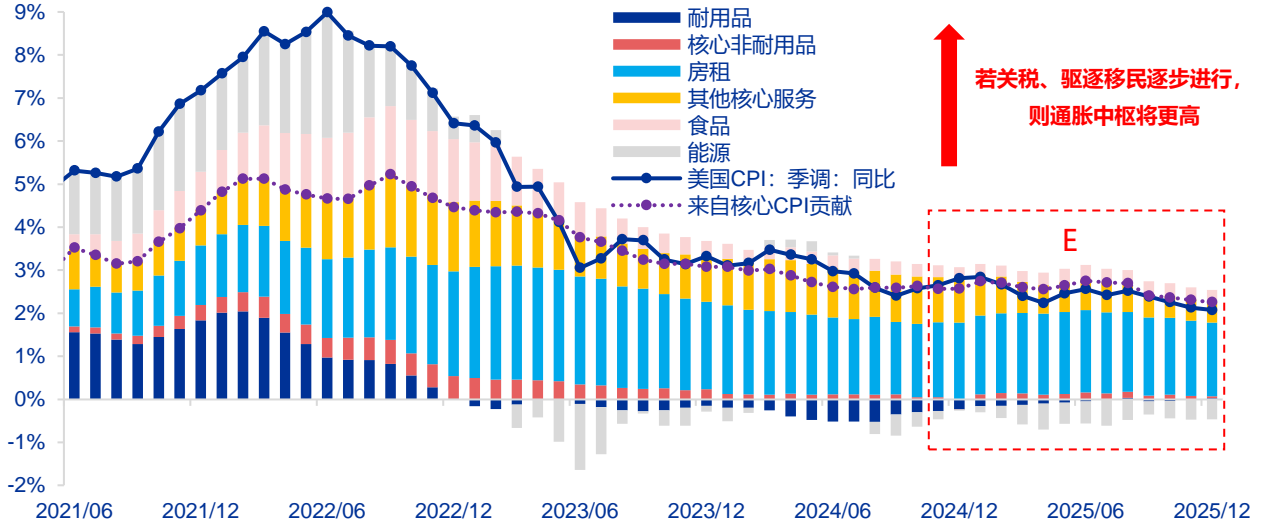


资料来源：CEIC、申万宏源研究

综合来看，若暂不考虑特朗普关税、驱逐移民政策影响，2025 年美国 CPI 同比中枢可能下移至 2.4%左右，去通胀步伐放缓。由于特朗普关税、移民政策落地时点、政策细节均存在不确定性，我们在此处预测暂不考虑政策上述两项政策影响，内生情形下（即不考虑特朗普关税、驱逐移民政策），2025 年美国整体 CPI 同比的中枢水平或下移至 2.4%左右，2025 年末约在 2%左右，核心 CPI 同比中枢下降至 3%左右，虽然整体趋势仍在降温，但是去通胀步伐相较 2024 年更加迟缓。

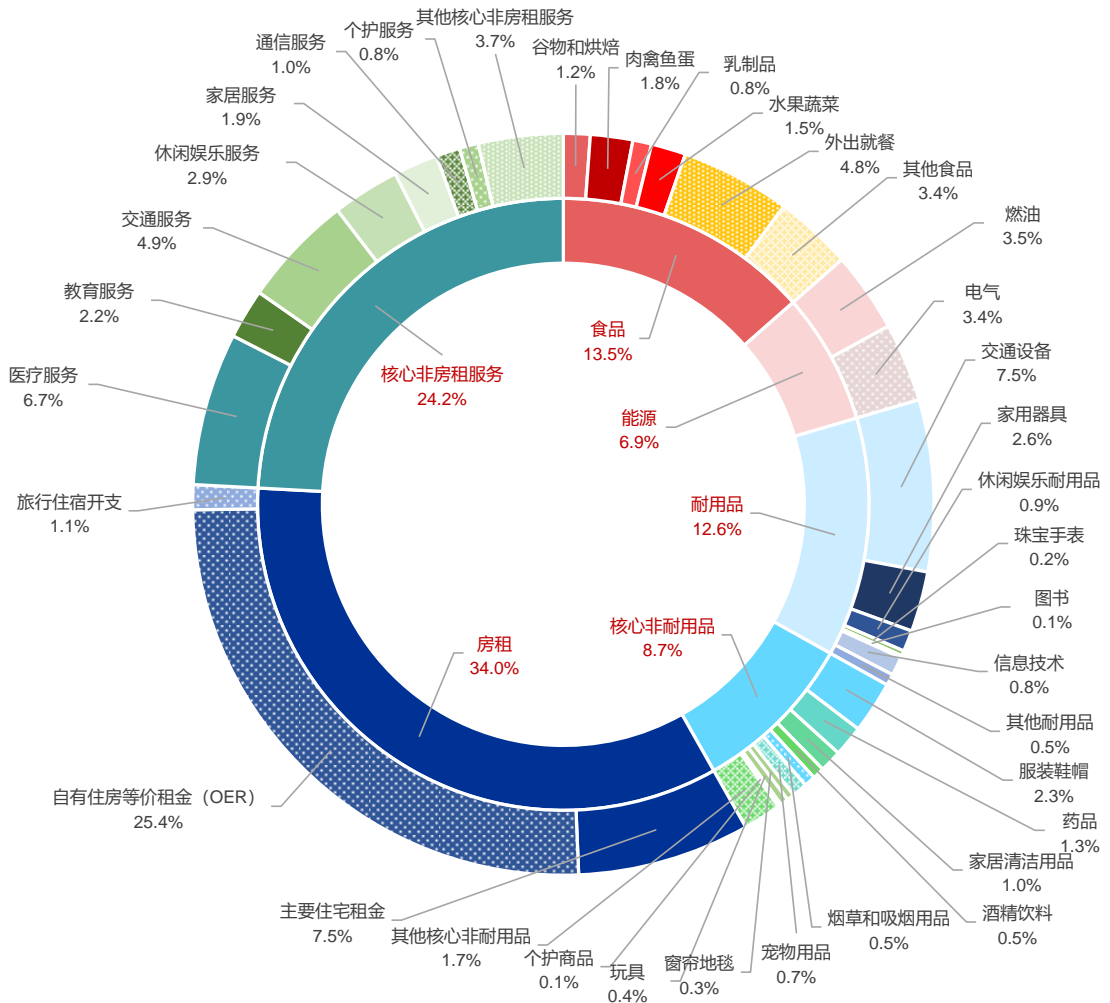


图表 14: 美国 2025 年 CPI 通胀预测



资料来源: CEIC, 申万宏源研究 注: 由于特朗普政策落地时间点存在不确定性, 此处 CPI 预测暂不含关税、移民政策影响

图表 15: 美国 CPI 权重

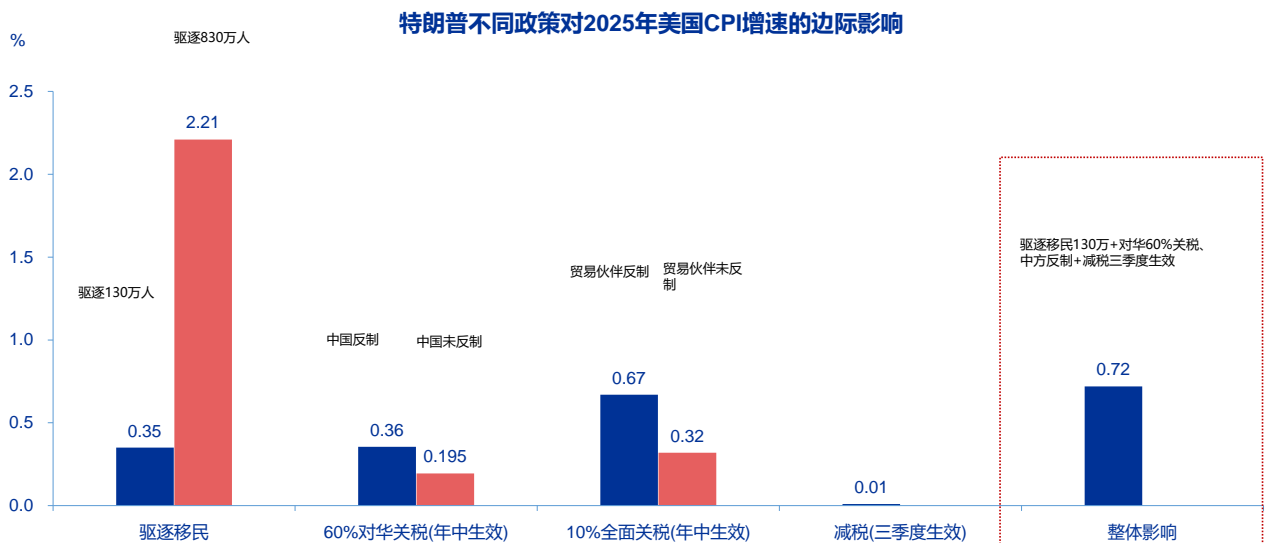


资料来源: CEIC, 申万宏源研究 注: 2022

### (三) 考虑特朗普 2.0，美国“再通胀”压力有多大？

但是，若考虑进关税、驱逐移民政策，2025 年美国 CPI 同比中枢可能更高，特朗普政策可能将是决定美国 2025 年 CPI 通胀趋势的主线。如果考虑特朗普政策的外生冲击，对华加征 60%关税、对其他国家加征 10%关税、驱逐非法移民（130 万人）可能分别抬升美国 CPI 同比中枢约 0.4、0.6、0.4 个百分点，累计 1.4 个百分点（如果考虑关税反击，累计或将超过 2 个百分点<sup>2</sup>）。

图表 16：特朗普不同政策对美国 CPI 影响

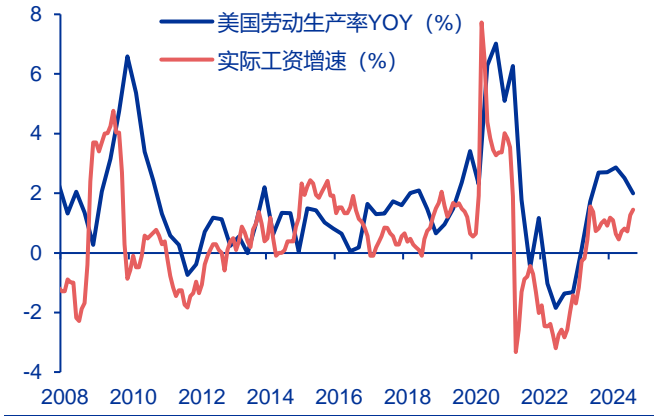


资料来源：税务基金会，彼得森国际经济研究所，申万宏源研究

除了特朗普政策之外，还有一些因素也可能影响美国通胀前景，如劳动生产率增速回落可能性。2022 年初加息以来，美联储较好地兼顾了“双重使命”，得益于健康的私人部门资产负债表和劳动力市场的供给侧逻辑。随着劳动力市场从“均衡化”到“松弛化”，以及劳动生产率增速的放缓——通胀的进一步下行或将以就业或增长为代价。在 11 月 FOMC 例会中，鲍威尔表达出了对劳动生产率增速回落的担忧，暗指美国核心通胀的粘性或超预期，同时居民实际收入、经济增速可能走弱。

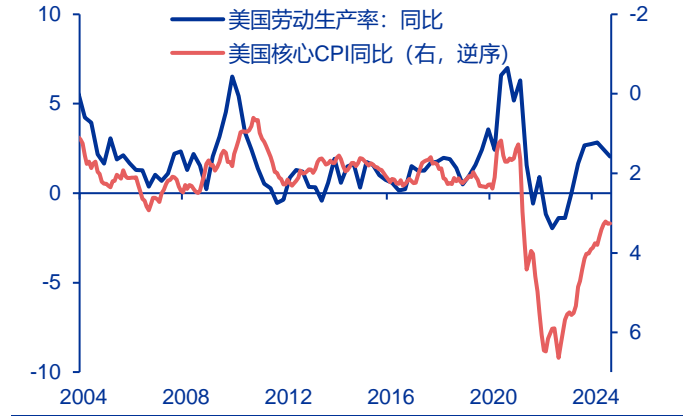
<sup>2</sup> 参考 PIIE 论文 (<https://camadashboards.shinyapps.io/TrumpPolicies/#section-macroeconomic-projections>)

图表 17: 劳动生产率增速下行或阻碍实际工资涨幅



资料来源: CEIC、申万宏源研究

图表 18: 劳动生产率增速下行或支撑通胀粘性 (%)



资料来源: CEIC、申万宏源研究

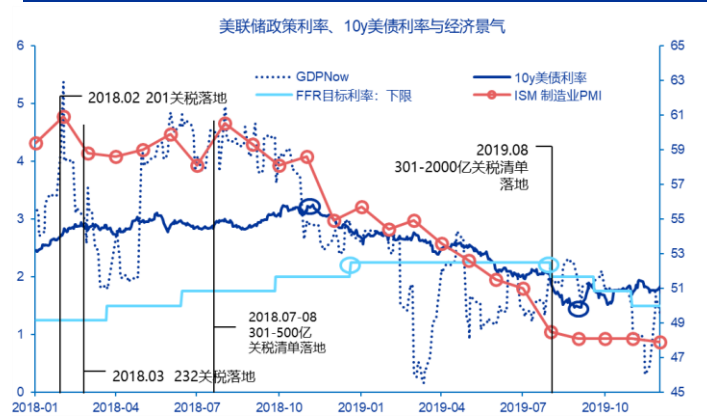
对于美联储来说, 美国 2025 年 CPI 同比内生/基本面趋势仍是向下的, 但若考虑进特朗普关税、驱逐移民政策、劳动生产率增速回落可能性, 有可能推升全年通胀中枢。展望美联储货币政策, 我们倾向于认为 12 月不降息、2025 年 1 季度降息 1 次, 下半年降息 2 次, 2025 年底利率区间下降至 375-400bp。关键假设是 2025 年中左右关税 2.0 开始落地、并对下半年经济产生降温效果。与此同时, 如果仅对中国加征关税, 通胀效应或较为温和。

图表 19: 市场定价的 2025 年美联储约降息 3 次

CME FedWatch	24-03	24-05	24-06	24-07	24-09	24-11	24-12	25-01	25-03	25-05	25-06	25-07	25-09	25-10	25-12
575-600	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
550-575	0	0	1	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
525-550	100	100	99	99	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
500-525	0	0	0	1	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
475-500	0	0	0	0	98	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
450-475	0	0	0	0	2	96	33	26	12	9	5	4	3	2	2
425-450	0	0	0	0	0	4	67	59	42	34	23	19	14	12	10
400-425	0	0	0	0	0	0	14	39	39	37	34	29	26	23	
375-400	0	0	0	0	0	0	0	8	16	26	29	30	30	29	
350-375	0	0	0	0	0	0	0	0	2	8	12	17	20	22	
325-350	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1	3	6	8	10	
300-325	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1	2	3	

资料来源: CME (芝加哥商品交易所)、申万宏源研究

图表 20: 关税 1.0 时间轴与美联储政策的“转向”



资料来源: CEIC、申万宏源研究

以上内容仅为本文档的试下载部分，为可阅读页数的一半内容。如要下载或阅读全文，请访问：<https://d.book118.com/715320333304012011>