

# 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、研究

图表 2：特朗普胜率与美元指数



资料来源：彭博、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、研究

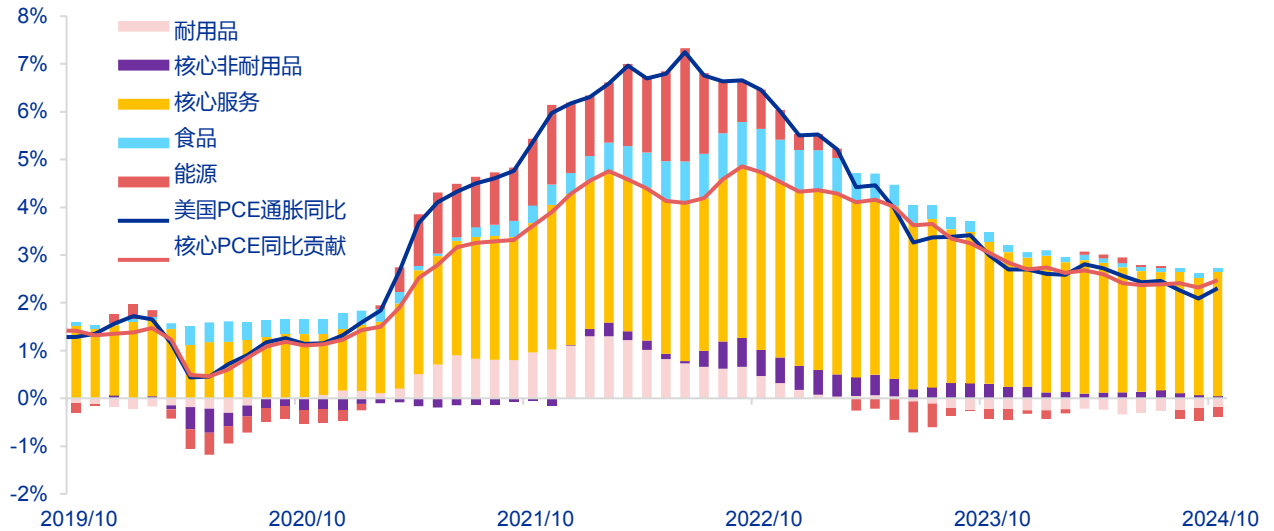
图表 4：期限溢价推动显著，反映美国财政预期



资料来源：CEIC、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，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，减少对国外能源的依赖	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

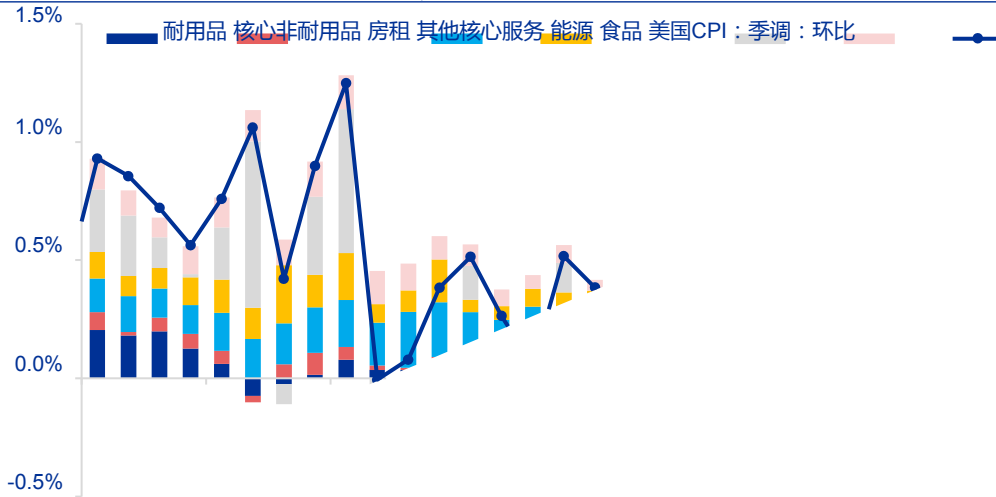
资料来源：特朗普竞选官网，研究

## (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，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，而经济景气程度均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）

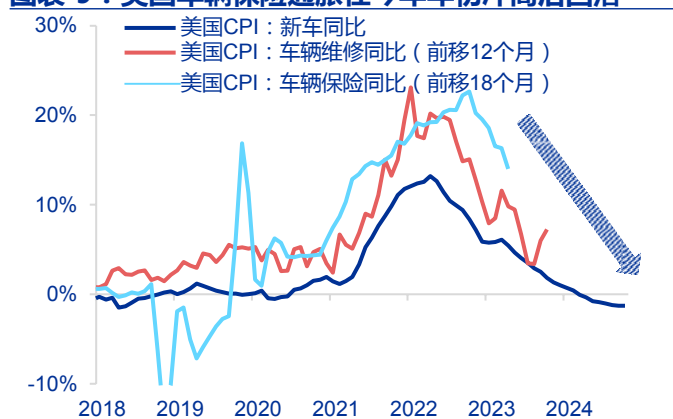
限制性，导致美国就业市场趋势仍为走弱，名义薪资增速有一定回落空间，因此美国 2025 年核心非房租服务趋势可能为温和回落。

图表 8：健康保险通胀冲高后趋于缓和



资料来源：CEIC、研究

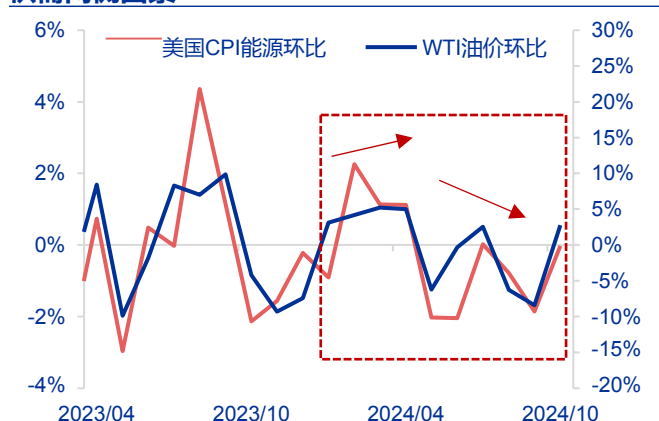
图表 9：美国车辆保险通胀在今年年初冲高后回落



资料来源：CEIC、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、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

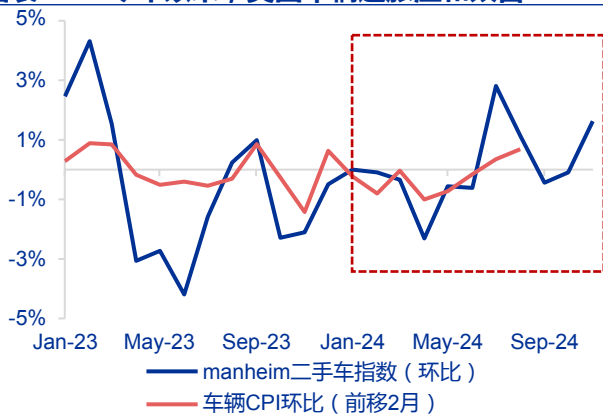


资料来源：CEIC、研究注：WTI 单位美元/桶

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。

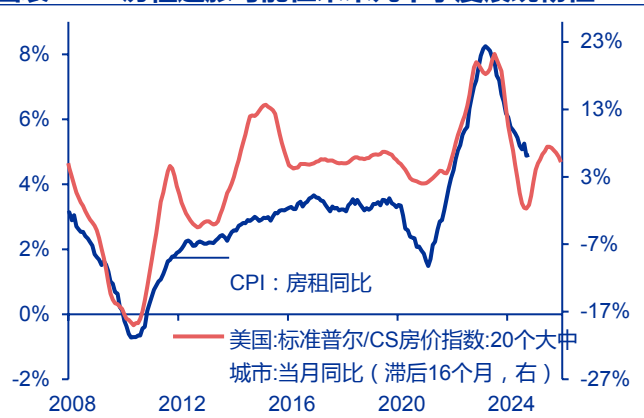
此外，由于房租分项在美国 CPI 中权重达 1/3，其趋势也极为重要。根据前期房价传导，美国房租通胀自 2024 年下半年至 2025 年上半年可能阶段性存在韧性，阻滞整体 CPI 降温，但 2025 年中期之后房租通胀可能会展现出更大回落空间。

图表 12：今年以来，美国车辆通胀温和改善



资料来源：CEIC、研究

图表 13：房租通胀可能在未来几个季度展现韧性

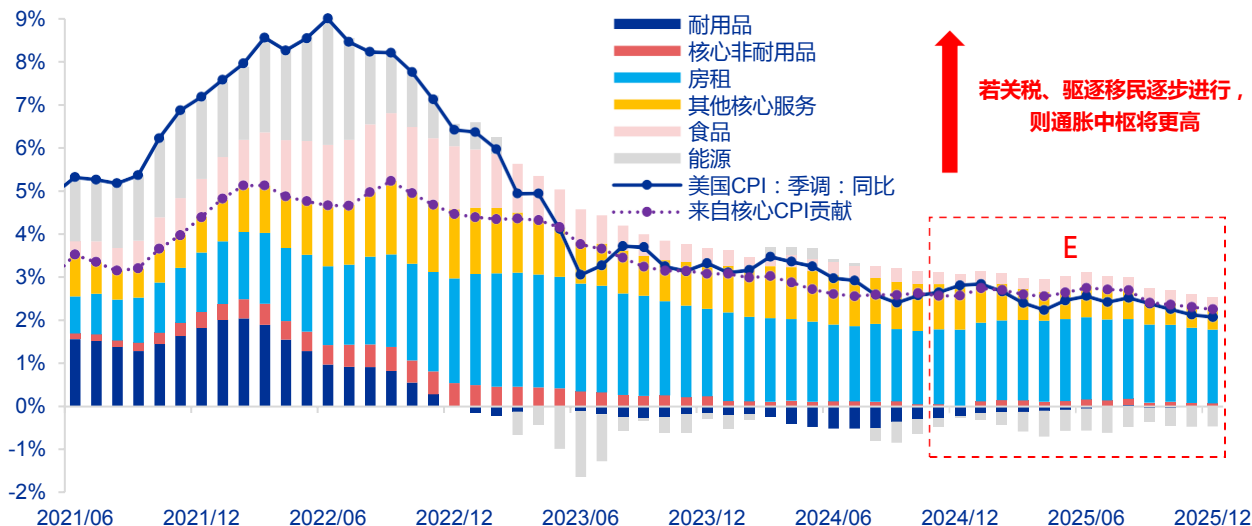


资料来源：CEIC、研究

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。

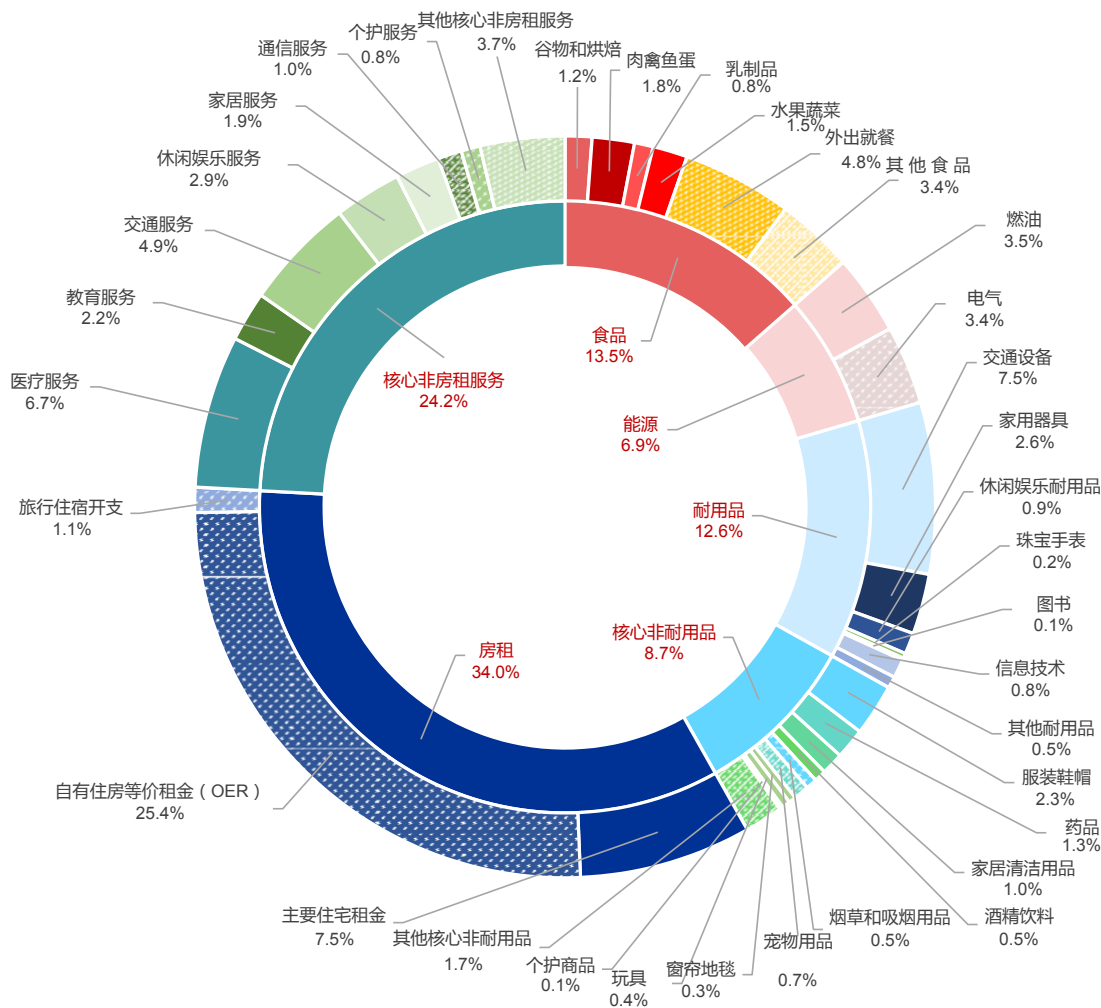


图表 14：美国 2025 年 CPI 通胀预测



资料来源：CEIC，研究注：由于特朗普政策落地时点存在不确定性，此处 CPI 预测暂不含关税、移民政策影响

图表 15：美国 CPI 权重

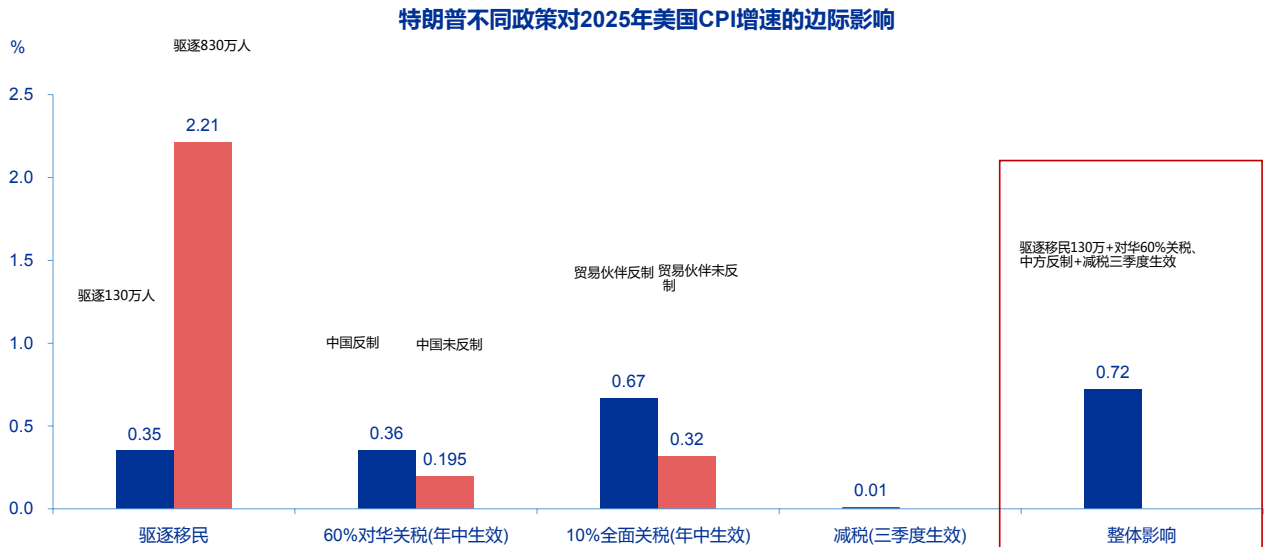


资料来源：CEIC，研究注：2022

### (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，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 PIIIE 论文 (<https://camadashboards.shinyapps.io/TrumpPolicies/#section-macroeconomic-projections>)

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/906231100132011011>