



特朗普当选后美联储降息或趋于谨慎

——美联储 11 月议息会议点评报告

2024 年 11 月 8 日

核心观点：

- **美国经济尚不具备衰退特征：**（1）尽管美国经济发展呈现不平衡特征，但尚未步入衰退。消费市场表现出强劲韧性，服务业持续增长，新房市场回暖，以及就业市场的总体稳定都表明经济具备一定抗压能力。然而，商品价格的反弹也显示出通胀沿着不平衡路径缓慢下降。（2）值得关注的是，特朗普再次当选美国总统，或将带来额外的通胀上行风险。特别的是，本届大选中共和党存在掌控国会参众两院的可能，行政、立法权集中，这为特朗普政策的推行提供了便利，未来美国通胀走势和货币政策走向或将受到特朗普政策实施情况影响。
- **美联储 11 月议息会议：**本次美联储 11 月降息 25 个基点符合市场预期，对各类资产的波动影响相较有限。降息主要反映出美联储对当前经济增长放缓风险的持续关注，市场的焦点已逐步转向特朗普胜选后的政策走向，以及 12 月美联储议息会议的预期。
- **对大宗商品的影响：**（1）黄金：短期内美元指数和美债收益率的上升将对黄金形成压力。然而，考虑到全球经济及政治的不确定性，黄金市场在中长期依然保持看多的观点。（2）原油：鉴于市场已提前定价美联储降息动作，对油价的提振效应较为有限，市场更关注后续的供需动态和全球经济复苏前景。
- **对债券市场的影响：**（1）美债：短期美债收益率面临一定的上行风险，但整体趋势仍将维持在下行通道之中，美国经济的中性利率预计会有所上升。（2）中债：短期中美利差缩小或扰动债市。中长期来看，我国债市定价权主导于国内基本面，随着中美货币政策的顺周期调整，外部因素对债市的影响有限。
- **对汇率市场的影响：**（1）美元指数：由于市场提前定价美联储降息 25 个基点，本次降息对美元指数产生的压力有限，短期内美元或因特朗普再度入主白宫保持强势。（2）非美货币：短期内非美货币面临一定的贬值压力，中长期仍需聚焦各国的经济恢复情况。11 月 7 日英国央行宣布降息 25 个基点，将一定程度放大英镑贬值的空间。鉴于日本面临政局不稳的风险，日元面临进一步的抛售压力。当前市场更加关注 12 月将揭晓的两大关键问题：一是日本央行是否会加息，二是美联储是否能继续保持降息态势。
- **对权益市场的影响：**（1）美股：本次美联储降息 25 个基点为市场提供了短期的支撑，但特朗普入主白宫后政策如何落地以及效果仍将是影响美股主线的关键。一方面，特朗普的主张有利于促进美国工业制造业发展壮大，利好美国工业股、科技股；另一方面，其倾向放松金融监管和能源监管，短期内有望促进金融股和能源股行情爆发。（2）港股：大选结果已然落地叠加美联储如期降息 25 个基点，港股近期的流动性或有望改善。后续港股行情走势的关键仍在于国内稳增长政策的力度。（3）A 股：中长期看，中国经济基本面和 A 股盈利情况主要取决于国内政策加力方向与政策力度。此外，特朗普当选总统后对 A 股的影响程度取决于关税实际加征幅度和落地时间，目前尚面临较大不确定性。与此同时，未来中国可能进一步加大稳增长政策力度，加快新质生产力和结构性改革进程，为中国经济发展提供新动能。
- **风险提示：**海外降息不确定风险；地缘因素扰动风险；市场情绪不稳定风险；国内政策落地效果不及预期风险。

分析师

杨超

☎：010-8092-7696

✉：yangchao_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130522030004

相关研究

2024-11-06，美国大选尘埃落定对资本市场影响几何？

2024-11-03，A 股 2024 年三季报业绩点评：金融行业带动 A 股盈利修复

2024-10-30，美国大选交易策略：特朗普交易 VS 哈里斯交易

2024-10-28，2024Q3 公募基金持仓分析：双创板块热度上升，电力设备加仓显著

2024-10-28，大拐点，大机遇，资本市场赋能高质量发展

2024-10-25，市场投资机遇之并购重组

2024-10-19，金融街论坛年会“一行一会一局”讲话解读：市场再迎政策兑现及预期

2024-10-18，10 月 17 日关于促进房地产健康平稳发展发布会联合解读：五部委地产“组合拳”怎么看

2024-10-15，多重因素酝酿助推基建板块景气回升

2024-10-13，10 月 12 日财政部新闻发布会联合解读：财政发力推动底层逻辑重构

2024-10-12，大拐点大机遇之政策持续发力

2024-10-10，首期 5000 亿元互换便利对市场影响如何？

2024-10-07，A 股上行三段论——后续市场怎么走？

2024-09-29，2024 年四季度 A 股投资展望：政策协同发力，市场预期改善

目录

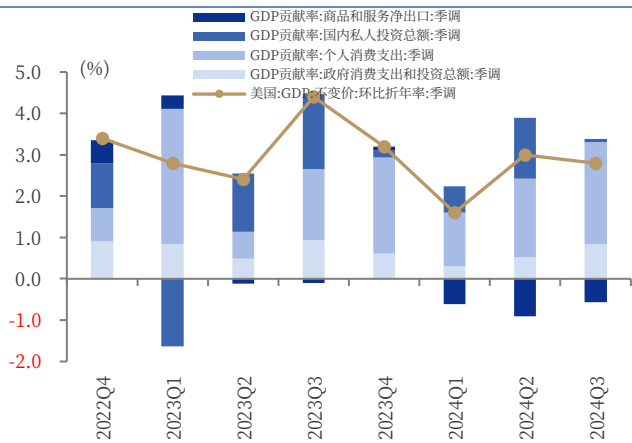
Catalog

一、 美国经济尚不具备衰退特征.....	2
二、 美联储 11 月议息会议	5
(一) 利率决议.....	5
(二) 新闻发布会.....	5
三、 对主要大类资产的影响.....	6
(一) 商品市场.....	6
(二) 债券市场.....	7
(三) 汇率市场.....	8
(四) 权益市场.....	9
四、 风险提示	10

一、美国经济尚不具备衰退特征

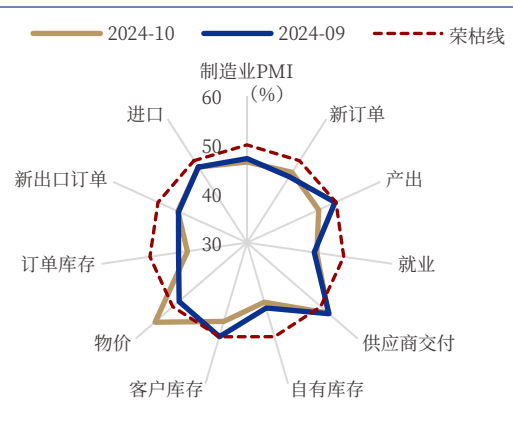
从整体经济增速来看，美国三季度实际国内生产总值（GDP）年化终值录得 2.8%，较前值 3.0%略有回落。具体来看，个人消费支出、国内私人投资和政府支出与投资对 GDP 增长的贡献率分别为 2.46、0.07 和 0.85 个百分点。三季度美国经济增长主要受到个人消费支出的显著提升推动，其贡献率较上季度增加 0.56 个百分点，成功抵消了国内私人投资增速放缓的影响。同时，净出口对经济的负面影响有所减弱，由上季度的拖累-0.90 个百分点收窄至-0.56 个百分点，表明外部需求压力对经济的制约有所缓解。

图1：美国 GDP 环比折年率与其主要分项贡献率



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

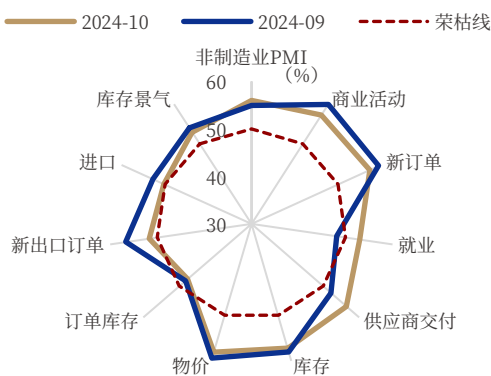
图2：美国 ISM 制造业 PMI 及其主要分项



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

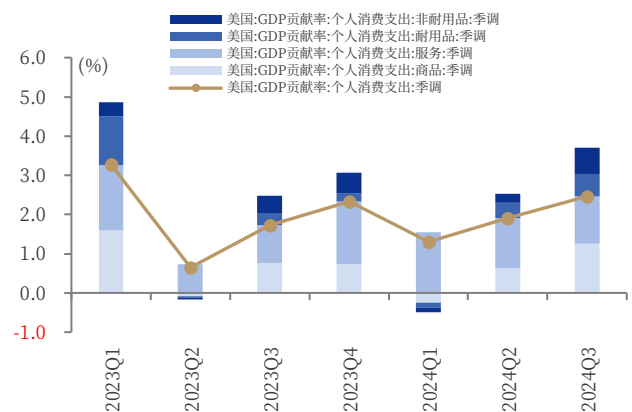
从经济景气度来看，美国制造业面临的收缩压力持续加剧，而服务业则保持了显著的增长势头。10 月 ISM 制造业 PMI 录得 46.5%，较上月的 47.2%进一步下降，持续位于荣枯线下方，表明制造业活动疲软加剧；与之形成对比，9 月 ISM 非制造业 PMI 录得 54.9%，较上月的 51.5%大幅上升 3.4 个百分点，显示出非制造业部门的扩张趋势显著增强。

图3：美国 ISM 非制造业 PMI 及其主要分项



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图4：美国消费主要分项对 GDP 的贡献率



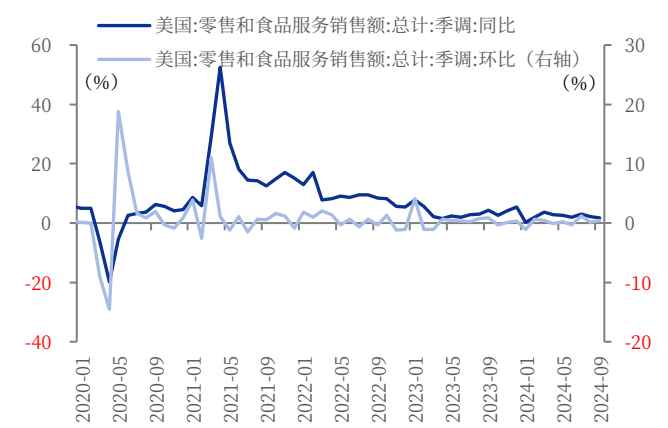
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

分项分析显示，美国消费市场在三季度显著回升，个人消费支出各主要分项表现良好。尽管服务消费的贡献率从 1.27%小幅降至 1.21%，但仍是支撑消费支出的关键力量；商品消费则出现强劲增长，其贡献率由上季度的 0.63%提升至 1.25%。耐用品与非耐用品消费也均有所改善，

其中耐用品消费贡献率从第二季度的 0.40% 升至 0.58%，非耐用品消费贡献率则由 0.23% 上升至 0.67%，这一趋势反映出消费品市场需求的全面增强。

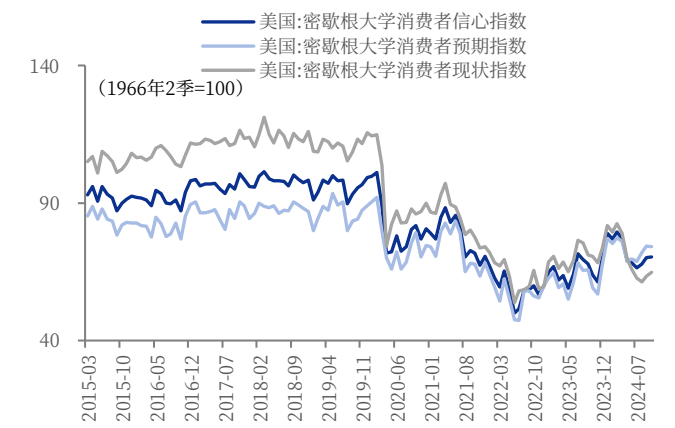
同时，9 月美国零售销售环比增长 0.43%，高于预期的 0.3% 和上月的 0.1%。此外，10 月密歇根大学消费者信心指数从前值 70.1 小幅上升至 70.5，表明消费者支出与信心的双双回升或将进一步支撑美国消费行业的韧性，进一步增强了美国经济实现软着陆的可能性。

图5：美国零售和视频服务销售额季调同环比



资料来源：Wind, 中国银河证券研究院

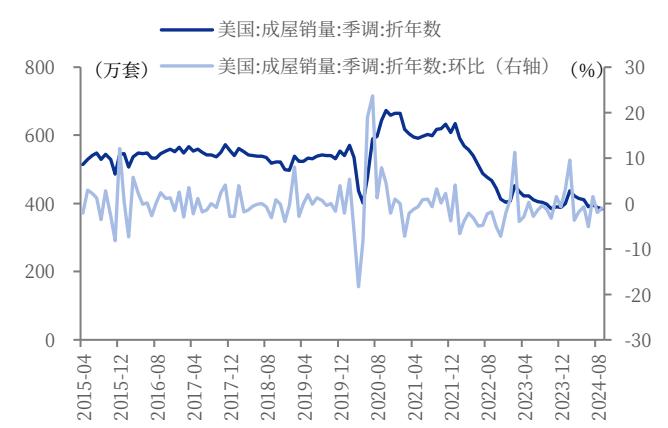
图6：美国密歇根大学消费者信心、预期和现状指数



资料来源：Wind, 中国银河证券研究院

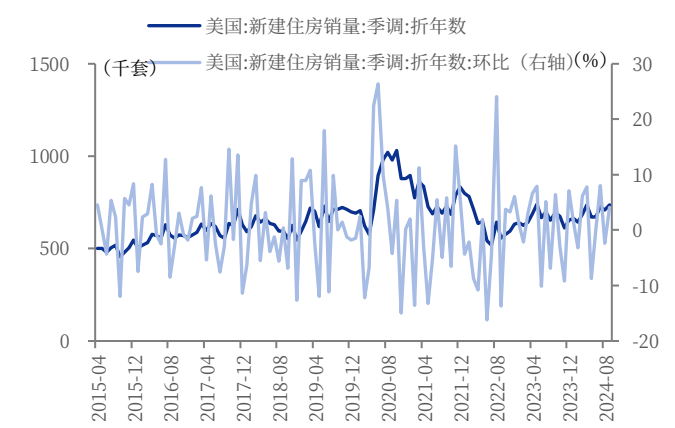
在房地产市场方面，成屋和新屋市场呈现分化态势。成屋销售持续走弱，9 月成屋销售环比下降 1.03%，年化销售总数降至 384 万套，创下自 2010 年以来 10 月的最低水平。高房贷利率和不确定的政策环境促使部分购房者选择观望，尤其是在大选期间，两党不同的竞选政策方向引发了市场避险情绪。

图7：美国成屋销量折年数及其环比



资料来源：Wind, 中国银河证券研究院

图8：美国新建住房销量折年数及其环比



资料来源：Wind, 中国银河证券研究院

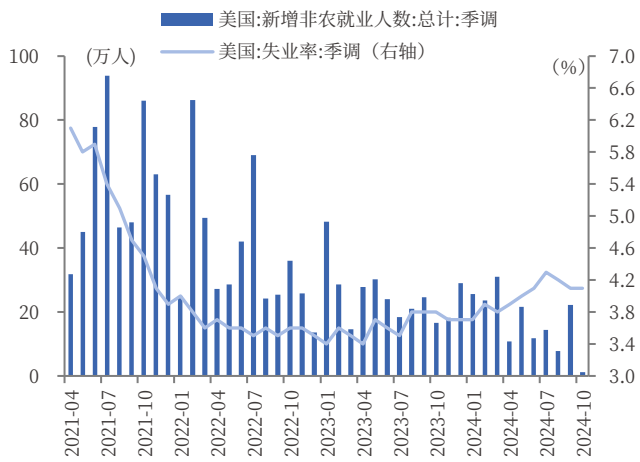
与此同时，新屋市场的销售表现相对较强，9 月的新屋销售表现出显著回升，年化总数达到 73.8 万套，为 2023 年 5 月以来的最高水平，环比增长 4.09%，远超市场预期。新屋销售回暖得益于相对较低的按揭贷款利率和建筑商提供的多项销售激励措施，使得新房价格更具竞争力，在一定程度上激发了购房需求。

就业市场方面，美国 2024 年 10 月非农新增就业人数仅为 1.2 万人，远低于预期的 10.5 万人，表明就业增速明显放缓。10 月失业率为 4.1%，与上月持平，符合市场预期。值得关注的是，前两个月的非农就业数据被大幅下修：8 月数据被下修 8.1 万人至 15.9 万人，9 月数据则下修

3.1 万人至 22.3 万人。新增就业人数未达预期主要是受飓风和罢工等短期因素影响，具一定偶然性。然而，4.1%的失业率显示美国就业市场尚未出现显著疲软迹象，需进一步关注非农就业数据的修正趋势是否反映出潜在结构性减速。

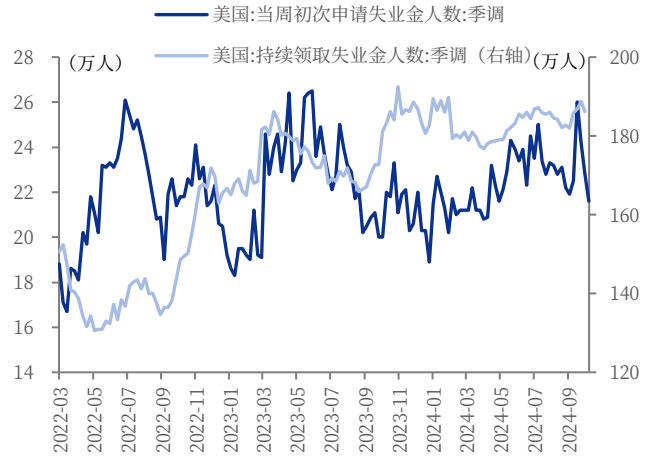
此外，截至 10 月 26 日当周，美国初次申请失业救济人数为 21.6 万人，较前一周修正后的数据减少 1.2 万人，低于预期的 23 万人；截至 10 月 19 日当周，持续申请失业救济人数为 186.2 万人。初请与续请失业金人数的双双下降表明，尽管非农数据波动，整体就业市场仍展现出一定韧性，呈现“良性降温”态势，表明企业裁员意愿相对较低，或为美国经济软着陆的信号。

图9：美国新增非农就业人数与失业率



资料来源：Wind, 中国银河证券研究院

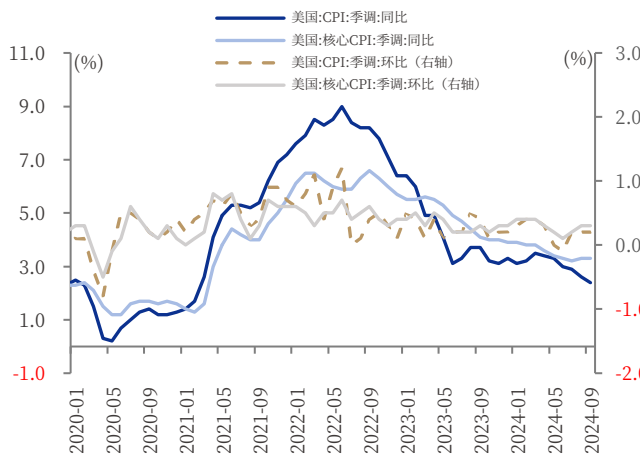
图10：美国初请失业金人数及续请失业金人数



资料来源：Wind, 中国银河证券研究院

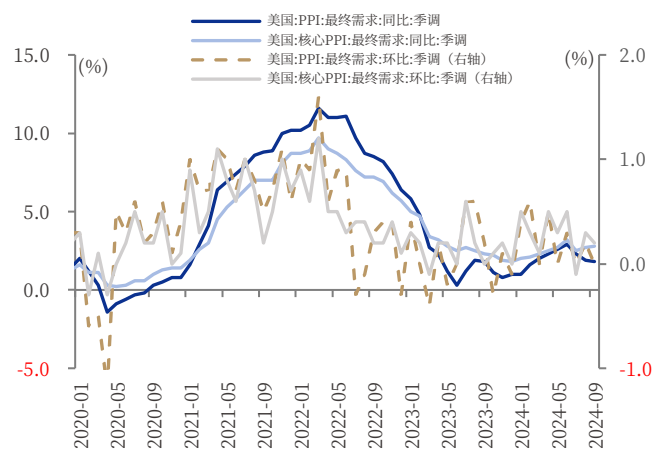
从通胀角度分析，目前美国的通胀水平虽已接近美联储设定的目标区间，但仍展现出较强韧性。2024 年 9 月，美国消费者价格指数（CPI）同比上涨 2.4%，实现连续第六个月回落；环比上涨 0.2%，与前两个月涨幅持平，但略高于市场预期的 0.1%。核心 CPI 同比上涨 3.3%，环比上涨 0.3%，同样高于预期。细分来看，住房和食品价格贡献了当月通胀环比涨幅的 75% 以上，而在过去一年稳步下降的商品价格也再次出现上行，表明物价结构性上涨压力依然存在。

图11：美国 CPI 与核心 CPI 同环比



资料来源：Wind, 中国银河证券研究院

图12：美国 PPI 与核心 PPI 同环比



资料来源：Wind, 中国银河证券研究院

同时，9 月美国生产者价格指数（PPI）同比上涨 1.8%，略低于前值 1.9%，但高于市场预期的 1.6%；环比持平，不及预期的 0.1%。核心 PPI 同比上涨 2.8%，略高于预期，环比上涨

0.2%，符合市场预期。9月PPI受汽油价格下跌影响，涨幅趋稳，但部分领域的价格压力依旧，对通胀的压制效应较为有限。

总体而言，尽管美国经济发展呈现不平衡特征，但尚未步入衰退。消费市场表现出强劲韧性，服务业持续增长，新房市场回暖，以及就业市场的总体稳定都表明经济具有一定抗压能力。然而，商品价格的反弹也显示出通胀沿着不平衡路径缓慢下降。

值得关注的是，特朗普再次当选美国总统，其承诺的减税和增加政府支出计划，尤其是在基础设施和国防领域的投资，将进一步提升经济中的货币流动性，进而推高通胀。减税政策虽能在短期内提振消费，但在通胀中性抬升的环境下，进一步推动物价上涨的可能性较大。特别是在当前劳动力市场良好的背景下，消费动能有望保持，进而加剧物价压力。此外，特朗普的关税政策，尤其是对中国商品的高关税，将增加进口商品成本，或将直接推高消费品价格，带来额外的通胀上行风险。特别的是，本届大选中共和党存在掌控国会参众两院的可能，行政、立法权集中，这为特朗普政策的推行提供了便利，未来美国通胀走势和货币政策走向或将受到特朗普政策实施情况、美国经济结构性调整以及国际地缘因素的多重影响，仍需关注其在未来几个季度的表现。

二、美联储 11 月议息会议

（一）利率决议

11月8日，美联储宣布降息25个基点，将联邦基金利率目标区间下调至4.5%-4.75%，为年内第二次降息，符合市场预期。

美联储决议声明显示：（1）最近的指标表明，经济活动继续以稳健的步伐扩张，劳动力市场总体上有所缓解，失业率有所上升但仍处于低位，通胀朝着2%的目标取得了进展，但仍有些偏高。（2）FOMC寻求在较长时间内实现充分就业和2%的通胀率，判断实现就业和通胀目标的风险大致平衡。（3）经济前景不明朗，FOMC对其双重使命面临的风险保持关注。（4）为支持其目标，委员会决定将联邦基金利率目标区间下调1/4个百分点至4.5%-4.75%。在考虑进一步进行调整时，委员会将仔细评估即将到来的数据、不断演变的前景以及风险平衡。（5）FOMC将继续减持美国国债、机构债券和机构抵押贷款支持证券。（6）FOMC再次强调，委员会坚定地致力于支持充分就业，并将通胀率恢复至2%的目标。（7）在评估适当的货币政策立场时，委员会将继续监测新信息对经济前景的影响。如果出现可能阻碍实现目标的风险，委员会将准备酌情调整货币政策立场。

（二）新闻发布会

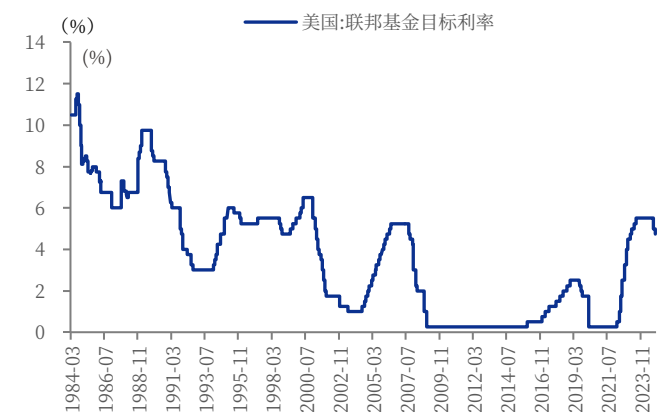
鲍威尔在11月议息会议的发布会的重点内容如下：

（1）利率决议方面，美联储并不急于达到中性利率，美联储可以更慢或更快地调整政策限制；加息并非美联储的计划。随着官员们将货币政策立场转向中性，尚未就将在12月采取何种政策行动做出决定。货币政策的步伐和目标可能会发生变化。不希望提供过多的前瞻性指引。（2）通胀方面，通胀数据虽然并不糟糕，但高于预期；继续对通过调整政策立场，通胀将持续下降至2%保持信心。高通胀已大幅缓解，劳动力市场依然稳健；低通胀也可能成为一个问题；没有计划让通胀低于2%。（3）经济方面，整体经济表现强劲，对经济活动的整体情况感到乐观；人们认为明年经济可能会比今年更强劲。经济面临的一些下行风险已经减弱。（4）财政政策方面，美

国的财政路径不可持续。目前美联储并未对潜在的财政政策变化进行建模。(5) 大选方面，短期内，选举不会对政策决定产生任何影响；如果被要求辞职，其本人不会辞职。不会谈论与选举相关的任何事项。

本次美联储 11 月降息 25 个基点符合市场预期，对各类资产的波动影响较为有限。降息主要反映出美联储对当前经济增长放缓风险的持续关注，市场的焦点已逐步转向特朗普胜选后的政策走向，以及 12 月美联储议息会议的预期。芝商所的“美联储观察”工具显示，在美联储主席鲍威尔发言前，美联储 12 月再次降息 25 个基点的概率有所下降，截至 11 月 8 日 6 时，市场预期 12 月维持不变的概率为 27.1%。

图13: 美联储利率路径



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图14: 市场对美联储的降息预期

MEETING DATE	CME FEDWATCH TOOL - CONDITIONAL MEETING PROBABILITIES							
	300-325	325-350	350-375	375-400	400-425	425-450	450-475	475-500
2024/12/18			0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	72.9%	27.1%
2025/1/29	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	30.4%	53.8%	15.8%
2025/3/19	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	20.4%	46.1%	28.4%	5.2%
2025/5/7	0.0%	0.0%	0.0%	2.2%	23.1%	44.2%	25.9%	4.7%
2025/6/18	0.0%	0.0%	1.7%	18.6%	39.7%	29.8%	9.2%	1.0%
2025/7/30	0.0%	0.5%	6.4%	24.5%	36.9%	24.1%	6.9%	0.7%
2025/9/17	0.1%	1.9%	10.7%	27.4%	33.8%	20.0%	5.4%	0.6%
2025/10/29	0.1%	1.6%	9.4%	24.9%	32.9%	22.1%	7.6%	1.3%
2025/12/10	1.3%	7.6%	21.3%	31.0%	24.6%	11.0%	2.8%	0.4%

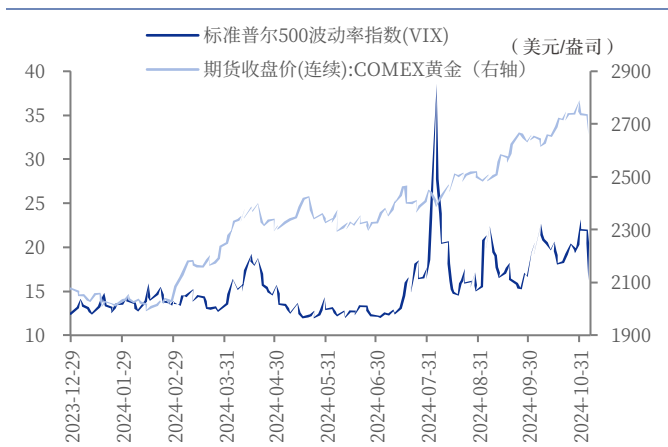
资料来源: CME, 中国银河证券研究院

三、对主要大类资产的影响

(一) 商品市场

1. 黄金市场

图15: VIX 指数与 COMEX 黄金期货收盘价



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图16: 美国通胀指数国债收益率与伦敦金现



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

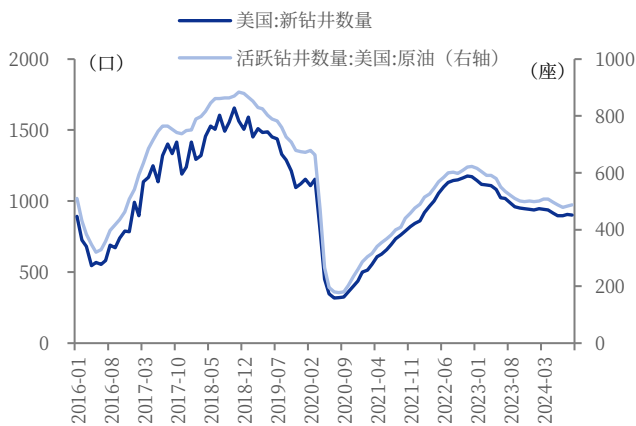
短期内，美元指数和美债收益率的上升将对贵金属市场形成一定的压力。尤其是在市场风险偏好回升的情况下，资金流出黄金等避险资产可能会加剧。然而，考虑到全球经济及政治的不确定性，黄金市场在中长期依然保持看多的观点。首先，尽管特朗普的竞选纲领承诺降低税收并采

加征关税，但其同时承诺将控制通胀，引发二次通胀的局面可能性或许并不高。更可能的是，美国的中性利率将相较于此前有所上升，尽管如此，整体经济仍处于降息周期，货币政策宽松的环境将继续支撑黄金的保值与抗通胀功能。其次，尽管特朗普的商人思维或许有助于推动全球地缘政治的缓解，尤其是在俄乌冲突和中东地区的和解进程，然而值得注意的是，当前美国政治极化问题加剧，国内社会分裂带来的不确定性仍将对市场造成压力。在这种背景下，黄金作为避险资产的吸引力将进一步增强。

2. 能源市场

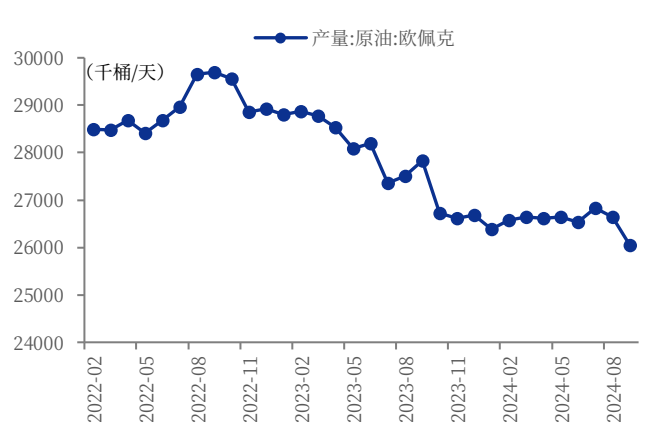
中长期来看，原油市场仍面临一定的利空风险，尽管美联储降息通常对大宗商品构成支撑，短期内市场可能已提前将此次降息的影响纳入定价。因此，降息的直接效应可能较为有限，市场更关注后续的供需动态和全球经济复苏前景。首先，特朗普上台后可能放宽对国内能源开采的限制，并增加钻井许可，这将促进美国原油产量的进一步增长。美国作为全球最大的石油生产国之一，增加的产量将进一步提高全球供应预期，这种供应压力将对全球原油价格构成一定的下行压力。其次，尽管欧佩克及其盟友已计划增产，但增产计划仍受到诸如全球原油需求增长疲软、原油价格较低的制约。更为关键的是，全球经济复苏的步伐依然不确定，市场仍需密切关注中美两国的经济恢复状态和政策走向。

图17: 美国新钻井与原油活跃钻井数量



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图18: 欧佩克原油组织月度平均产量



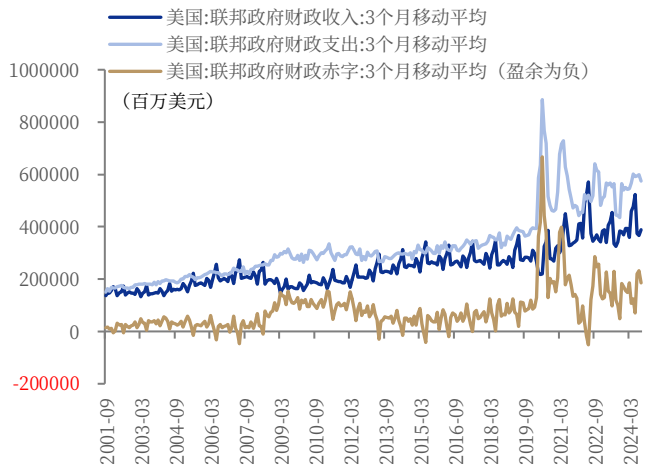
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

(二) 债券市场

1. 美国国债市场

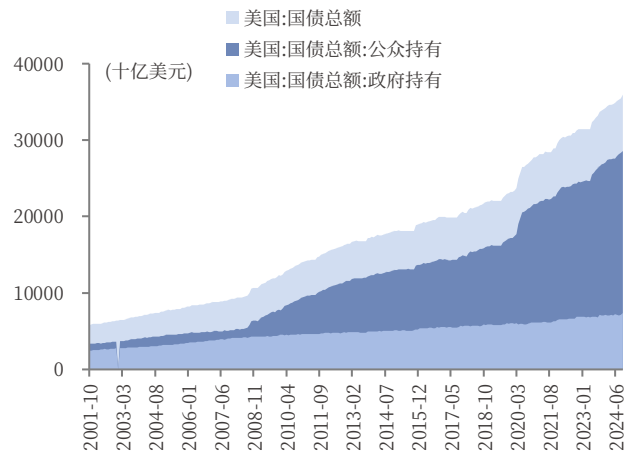
美债收益率在特朗普胜选后的短期内，可能面临一定的上行风险。然而，考虑到降息周期的背景，整体趋势仍将维持在下行通道之中。值得注意的是，美国经济的中性利率预计会有所上升。首先，特朗普的政策主张，包括减税和增加政府支出，可能会对经济产生明显刺激效应。这一系列政策措施有望推动经济增长，进而推高通胀预期，并在一定程度上抬升美债收益率。其次，特朗普的关税政策，特别是对中国商品征收高关税，增加了进口商品的成本，这一政策带动消费品价格上升，进一步加剧了通胀压力。第三，特朗普上台后可能增加的预算赤字，预计将在未来十年内增加约3万亿美元的财政负担，这将使得财政支出压力增大，从而对美债收益率构成上行压力。尽管如此，特朗普曾承诺将采取措施降低通胀，“二次通胀”大规模爆发的可能性相对较低。中长期来看，尽管美债收益率面临一定的上行压力，但在降息周期的背景下，其下行趋势可能会持续，只是斜率可能会变得较为缓慢。

图19: 美国联邦政府财政收入、支出以及赤字



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图20: 美国国债总额及其主要分项

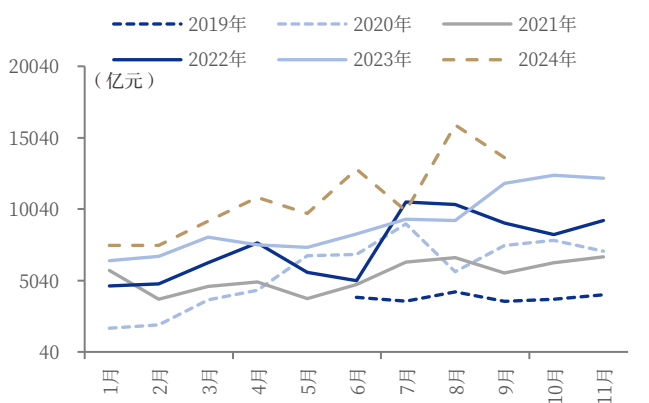


资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

2. 中国国债市场

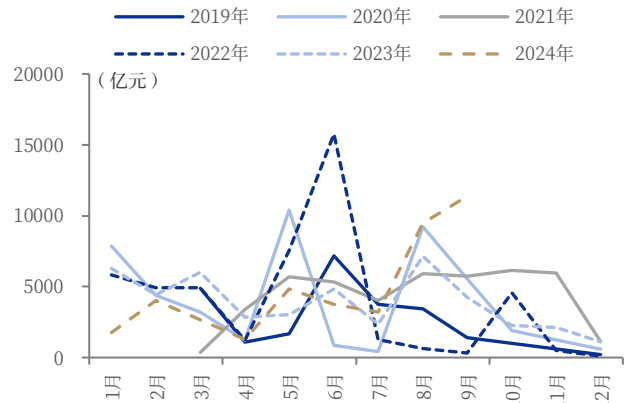
短期内, 由于特朗普政策和美元美债收益率上行导致人民币贬值压力加大, 中美利差缩小等因素扰动债市。但 11 月美联储宣布再次降息 25 个基点, 进一步推动全球流动性宽松, 降低美债收益率, 也将间接减轻人民币贬值压力, 缓解中美利差收窄的负面影响。从中长期来看, 特朗普上任后, 如果加征关税政策落地, 可能会拖累我国出口, 加剧经济下行压力, 使经济基本面持续承压, 延续中长期债市的逻辑。在此背景下, 财政政策有可能发挥逆周期调节作用, 对债市产生供给冲击。同时若中央财政加大赤字, 将进一步加剧市场对流动性紧张的担忧。然而, 随着央行流动性管理工具的逐步使用, 特别是在海外降息压力逐步缓解的情况下, 短期的供给冲击有望得到缓解。整体来看, 我国债市定价权依然主导于国内经济基本面, 随着中美货币政策的顺周期调整, 外部因素对债市的影响相对有限。

图21: 中国国债发行进度



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图22: 中国地方政府专项债发行进度



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

(三) 汇率市场

1. 美元指数

鉴于市场提前定价联储降息 25 个基点的行为, 本次降息对美元指数产生的压力有限, 短期内美元可能因特朗普即将再度入主白宫而保持强势。一方面, 尽管特朗普倾向于通过弱美元政策提振出口, 但当前的美国通胀环境和不断升温的贸易摩擦可能加剧通胀压力, 导致美元指数未必

如其预期那样大幅走弱。另一方面，市场的主要矛盾集中在特朗普上台后可能引发的二次通胀风险，迫使美联储在未来的降息决策中保持更加谨慎。尽管如此，中长期来看，降息周期下美元指数仍处于下行通道。

图23: 美元指数与美国国债收益率



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图24: 美日利差与美元兑日元



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

2. 非美货币

随着美元指数的走强，短期内非美货币将面临一定的贬值压力，中长期仍需聚焦各国的经济恢复情况。欧元区和英国的经济复苏依然面临较大压力，此外 11 月 7 日英国央行宣布降息 25 个基点，将一定程度放大英镑贬值的空间。鉴于日本面临政局不稳的风险，日元面临进一步的抛售压力。尽管外部因素可能施加一定压力，但中国经济在稳增长政策的支持下，基本面有望维持向好，同时央行仍具备充足的政策工具平抑人民币汇率波动。当前市场更加关注 12 月将揭晓的两大关键问题：一是日本央行是否会加息，二是美联储是否能继续保持降息态势。

(四) 权益市场

1. 美国股市

本次美联储降息 25 个基点为市场提供了短期的支撑，但特朗普入主白宫后政策如何落地以及效果仍将是影响美股主线的关键。第一，特朗普主张大幅减税，计划将企业税率从 21% 降至 15%，延续个人所得税减免，并为美国本土制造业提供税收优惠，有望提升美国企业盈利能力，对美股整体利好。第二，特朗普奉行激进的贸易保护主义，主张对所有进口商品加征至少 10% 关税，对中国商品加征 60% 关税，此举有利于促进美国工业制造业发展壮大，利好美国工业股、科技股。第三，特朗普倾向放松金融监管和能源监管，尤其是对传统能源领域，短期内有望促进金融股和能源股行情爆发。但特朗普的一系列政策，可能导致美国财政赤字扩大、美国通胀居高不下，从而推动投资者风险偏好下行，制约美股上涨空间。

2. 中国股市

近期受到美国大选的不确定性影响，港股市场波动较大。当前，大选结果已然落地，叠加美联储如期降息 25 个基点，港股近期的流动性或有望改善。后续港股行情走势的关键仍在于国内稳增长政策的力度。短期来看，关注人大常委会表态对于市场的提振效果。中长期来看，随着增量财政政策加码，国内经济逐步恢复，港股有望迎来长期向上机遇。

美联储如期降息 25 个基点或有望改善 A 股近期的流动性。中长期看，中国经济基本面和 A 股盈利情况主要取决于国内政策加力方向与政策力度。此外，特朗普当选总统后，对华加征关税可能影响中国制造企业出口与盈利，进而拖累中国经济增速，对 A 股整体产生不利影响。具体影响程度取决于关税实际加征幅度和落地时间，目前尚面临较大不确定性。与此同时，未来中国可能进一步加大稳增长政策力度，加快新质生产力发展和结构性改革进程，为中国经济发展提供新动能。

四、风险提示

海外降息不确定风险；地缘因素扰动风险；市场情绪不稳定风险；国内政策落地效果不及预期风险。

图表目录

图 1: 美国 GDP 环比折年率与其主要分项贡献率	2
图 2: 美国 ISM 制造业 PMI 及其主要分项	2
图 3: 美国 ISM 非制造业 PMI 及其主要分项	2
图 4: 美国消费主要分项对 GDP 的贡献率	2
图 5: 美国零售和视频服务销售额季调同环比	3
图 6: 美国密歇根大学消费者信心、预期和现状指数	3
图 7: 美国成屋销量折年数及其环比	3
图 8: 美国新建住房销量折年数及其环比	3
图 9: 美国新增非农就业人数与失业率	4
图 10: 美国初请失业金人数及续请失业金人数	4
图 11: 美国 CPI 与核心 CPI 同环比	4
图 12: 美国 PPI 与核心 PPI 同环比	4
图 13: 美联储利率路径	6
图 14: 市场对美联储的降息预期	6
图 15: VIX 指数与 COMEX 黄金期货收盘价	6
图 16: 美国通胀指数国债收益率与伦敦金现	6
图 17: 美国新钻井与原油活跃钻井数量	7
图 18: 欧佩克原油组织月度平均产量	7
图 19: 美国联邦政府财政收入、支出以及赤字	8
图 20: 美国国债总额及其主要分项	8
图 21: 中国国债发行进度	8
图 22: 中国地方政府专项债发行进度	8
图 23: 美元指数与美国国债收益率	9
图 24: 美日利差与美元兑日元	9

分析师承诺及简介

本人承诺以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

杨超，中国银河研究院策略组组长。清华大学理论经济学博士，8年大类资产配置策略研究经验。2019年加入中国银河证券研究院，主要从事策略研究，奉行“系统决策、深耕细作、挖掘价值”的投研理念，注重逻辑性、及时性与前瞻性。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

评级标准

评级标准	评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 到 12 个月行业指数（或公司股价）相对市场表现，其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准，北交所市场以北证 50 指数为基准，香港市场以恒生指数为基准。	行业评级	推荐：相对基准指数涨幅 10% 以上
		中性：相对基准指数涨幅在 -5% ~ 10% 之间
		回避：相对基准指数跌幅 5% 以上
公司评级	推荐：相对基准指数涨幅 20% 以上	
	谨慎推荐：相对基准指数涨幅在 5% ~ 20% 之间	
	中性：相对基准指数涨幅在 -5% ~ 5% 之间	
	回避：相对基准指数跌幅 5% 以上	

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 层

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 层

北京市丰台区西营街 8 号院 1 号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：程曦 0755-83471683 chengxi_yj@chinastock.com.cn

苏一耘 0755-83479312 suyiyun_yj@chinastock.com.cn

上海地区：陆韵如 021-60387901 luyunru_yj@chinastock.com.cn

李洋洋 021-20252671 liyangyang_yj@chinastock.com.cn

北京地区：田薇 010-80927721 tianwei@chinastock.com.cn

褚颖 010-80927755 chuying_yj@chinastock.com.cn