



特朗普打响关税威胁“首枪”，美国降通胀受阻

国联期货研究所

证监许可[2011]1773号

分析师：

王娜

从业资格证号：F3055965

投资咨询证书号：Z0001999

联系人：

吴昕玥

从业资格证号：F03124129

相关研究报告：

2024年中期宏观经济展望：

虚云散尽见真章，厚积薄发待春雷

2024年宏观经济展望：行稳

方致远，温和渐进修复

国联期货宏观9月展望：内

生动能亟待改善，政策加码

正当时

宏观专题：透过金融数据探

寻资金运转逻辑与效率

目录

1. 本周宏观观察
2. 国内重点事件及重要经济数据
3. 海外重点事件及重要经济数据
4. 下周重点数据/事件

1. 本周宏观观察

1.1 特朗普关税威胁“第一枪”对中国的影响

当地时间11月25日，特朗普表示将对墨西哥和加拿大进入美国的所有产品征收25%的关税，此外对中国商品额外征收10%的关税。此次特朗普率先对中加墨加征关税，或有增加谈判筹码的考量：鉴于美国与加拿大、墨西哥三国于2018年签署《美墨加三国协议（USMCA）》，下一次续约及重新谈判时间在2026年，特朗普当前的关税威胁有助于在此次谈判中争取更多优势和主动权。

此外，在特朗普1.0时期，中国出口企业曾通过第三国转口等方式以规避美国关税壁垒和制裁措施，因此特朗普对加拿大和墨西哥加征关税，或也有意图阻断中国出口企业通过这两国进行转口贸易的考虑。若特朗普上台后全面实施该政策，并进一步对征税国别扩围，无疑将大幅压缩我国转口贸易操作空间。

从关税政策的落地效率和可行性来看，此前特朗普已表态，称将在其上任第一天宣布国家进入紧急状态以立即实施驱逐移民，则关税政策正好可通过《国际紧急经济权力法》（IEEPA）所赋予的总统权力被迅速推进及落地。相较于其首个任期，特朗普2.0时代面临更少的国内政治阻力，这意味着其“对华政策”立场可能更为强硬，因此对华收紧和加征关税可能节奏较快。

但不可否认，美国关税加征的幅度和速度确实面临一些现实约束：

(1) 特朗普上一任期内发动的关税战所产生的额外成本几乎完全传导至美国企业和消费者，对美国的经济产生一定冲击，因此加征关税需配套减税政策以减少对美国经济的冲击。

(2) 关键官员的立场较为温和。特朗普11月22日提名的财政部长斯科特·贝森特针对对华征收高关税一事，他曾描述为“最大要求的谈判定位”；此外，在特朗普团队内拥有较大话语权的马斯克之前也在公开采访中他明确表示一口气大幅提高关税是不合适的，美国国内企业需要时间调整。

因此综合来看，聚焦到中国，我们预计特朗普2.0时期，美国仍然会分批次实施加征关税，总体仍有谈判空间。美国对华商品征税力度较大的行业首先将锚定新兴制造业等中美竞争博弈关键领域，例如电动汽车、半导体、太阳能电池、机械设备等，进而逐步将范围扩大至劳动力密集型产品等中国传统优势行业，如家用电器、计算机、

机械设备、电子、基础化工、纺织服饰等对美出口可能下降较多。

1.2 美国降通胀进程停滞不前，降息步伐大概率放缓

在过去一年半中，尽管美国通胀已有所放缓，但最新数据显示其通胀仍具粘性：美联储密切关注的核心 PCE 指数 10 月同比增长 2.8%，仍处于高位。

同时，美国经济和就业数据表现亮眼，软着陆概率有所提升，具体来看：10 月美国消费者支出同比增长 0.4%，略高于预期，显示出消费端表现稳健。11 月美国标普全球服务业 PMI 攀升至 57，创 32 个月新高，表明服务业活动仍在稳步扩张，受此驱动，美国 11 月综合 PMI 也达到 55.3，为 31 个月新高。此外，美国 11 月制造业 PMI 升至 48.8，虽仍位于荣枯线下方，但已持续第二个月回升。劳动力市场方面，11 月 23 日当周初请失业金人数下降至 4 月以来最低水平，或预示在经历短期波动后，11 月的非农就业增长可能出现反弹。

鉴于近期降通胀进程停滞不前，即将发布的 11 月就业报告对于评估美国经济健康状况和未来降息路径至关重要，结合特朗普上任后或快速推进关税政策调整，或引发通胀预期进一步上升，我们认为，美联储未来的降息步伐放缓可能性偏大。

1.3 中国工业企业利润降幅边际收窄

2024 年 10 月，全国规模以上工业企业利润同比降幅显著收窄至-10%，较 9 月的-27.1%大幅改善。

从结构上来看，制造业企业盈利有所改善，1-10 月制造业利润率较 1-9 月回升 0.05 个百分点，其中装备制造业支撑作用尤为显著，10 月装备制造业利润同比增长 4.5%，增速由负转正；同时，受“以旧换新”政策显效和出口边际改善推动，原材料制造业和消费品制造业同比降幅均有收窄。

展望未来，中国工业企业利润修复仍面临一些挑战。一方面，去年 11-12 月基数较高，另一方面，PPI 负增长格局未变且改善力度相对有限，价格因素对工业企业利润的支撑仍偏弱。然而，也有一些积极因素正在凸显：随着一揽子增量政策落地见效，市场需求和企业预期边际好转，或对企业利润形成一定支撑。

2. 国内重点事件及重要经济数据

表 1: 国内重点事件表

货币	<ul style="list-style-type: none"> ● 央行：11月全月净买入国债债券面值为2000亿元。央行公告，为加大货币政策逆周期调节力度，维护银行体系流动性合理充裕，2024年11月人民银行开展了公开市场国债买卖操作，全月净买入债券面值为2000亿元。 ● 中国央行开展9000亿元MLF操作，中标利率维持在2%。央行公告称，为维护银行体系流动性合理充裕，11月25日开展9000亿元中期借贷便利（MLF）操作，期限1年，最高投标利率2.30%，最低投标利率1.90%，中标利率2.00%。操作后，中期借贷便利余额为62390亿元。 ● 本周货币投放：本周，中国央行共开展14862亿元逆回购操作和9000亿元1年期MLF操作，因本周共有18682亿元逆回购操作到期，因此本周全口径实现净投放5180亿元。
财政	<ul style="list-style-type: none"> ● 财政部：2024年1-10月，全国发行新增地方政府债券45689亿元，其中一般债券6568亿元、专项债券39121亿元。全国发行再融资债券28193亿元，其中一般债券12450亿元、专项债券15743亿元。
工业生产	<ul style="list-style-type: none"> ● 2024年1-10月份全国规模以上工业企业利润同比下降4.3%。其中，国有控股企业利润总额同比下降8.2%，股份制企业利润总额下降5.7%，外商及港澳台投资企业利润总额增长0.9%，私营企业利润总额下降1.3%。
消费	<ul style="list-style-type: none"> ● 乘联分会：11月1-24日乘用车市场辆数同比增长29%，较上月同期增长4%；今年以来累计零售辆数同比增长5%。
房地产	<ul style="list-style-type: none"> ● 中指研究院报告显示，上周楼市整体同环比均上升，环比上升11.75%，同比上涨6.26%。上周，一线城市成交面积整体环比上升12.33%，同比上升32.09%。分城市来看，上海、北京环比上升，其中上海环比涨幅最大，为50.1%；同比来看，除上海外，同比均上升，其中广深同比涨幅均超一倍，深圳涨幅最大，为2.28倍。 ● 广州：调整住房公积金政策。一人申请贷款的最高额度自70万调整至80万元，两人或两人以上购买同一套自住住房共同申请贷款的最高额度调整自120万至160万元。购买首套及第二套自住住房申请住房公积金贷款的，最低首付款比例为20%。其中，购买保障性住房的，住房公积金贷款最低首付款比例为15%。
进出口	<ul style="list-style-type: none"> ● 中国拟加快发展人工智能、卫星导航等对外贸易，鼓励外商扩大数字领域投资。中国发布关于数字贸易改革创新发展的意见提出，加强关键核心技术创新，加快发展通信、物联网、云计算、人工智能、区块链、卫星导航等领域对外贸易；推动电信、互联网、文化等领域有序扩大开放，鼓励外商扩大数字领域投资。

数据来源：WIND、国联期货研究所

3. 海外重点事件及重要经济数据

表 2：海外重点事件表

美国	<ul style="list-style-type: none"> ● 特朗普：将对墨西哥与加拿大商品征收 25%关税。特朗普：作为我第一批行政命令之一，我将签署所有必要文件，对从墨西哥和加拿大进入美国的所有产品征收 25%的关税。此外，特朗普还宣布将对中国商品额外征收 10%的关税。 ● 特朗普官宣提名贝森特任财长，竞选承诺的加税可望力度缓和。美国当选总统特朗普表示，他将提名知名投资人贝森特担任财政部长，从而结束了数日来多位知名候选人对这一职位的竞争。一些策略师表示，贝森特了解市场，他的任命可以降低实施严格关税举措的可能性。 ● 美媒：美国财长提名人贝森特的核心议程是“3/3/3”，即将预算赤字削减至 GDP 的 3%，经济实现 3%的年增长率，并将国内石油产量增加 300 万桶/日。 ● 美联储宣布即将进行的框架审查细节，其中包括（审查）会议定于 2025 年 5 月 15-16 日举行。美联储表示，框架审查不会包括 2%的通胀目标，重点将放在战略声明和沟通工具上。审查将包括在全国范围举办公开的“美联储聆听”活动，政策制定者间的讨论将于一月份的会议上开始。 ● 美国 10 月消费者支出强劲增长，但降通胀进展似乎仍停滞不前。美国 10 月消费者支出增幅略高于预期，暗示经济在第四季初保持住了大部分强劲的增长势头，但近几个月来降低通胀的进展似乎停滞不前。美国商务部经济分析局公布，10 月消费者支出增长 0.4%。通胀降温趋势放缓，10 月核心 PCE 物价指数同比上涨 2.8%，9 月为攀升 2.7%。另一份报告显示，截至 11 月 23 日当周，初请失业金人数经季节调整后为 21.3 万人，这是 4 月以来最低水平。 ● 美国 11 月标普全球制造业 PMI 初值录得 48.8，为 4 个月新高。美国 11 月标普全球服务业 PMI 初值录得 57，为 32 个月新高。美国 11 月标普全球综合 PMI 初值录得 55.3，为 31 个月新高。 ● 美国 9 月 FHFA 房价指数环比增速录得 0.7%，为 2024 年 2 月以来最大增幅。 ● 美国 9 月 S&P/CS10 座大城市房价指数同比增长 5.2%，9 月同比 5.98%；环比-0.4%
欧洲	<ul style="list-style-type: none"> ● 欧盟与中国短期内不会就电动汽车关税替代方案达成一致。欧洲官员表示，欧盟和中国官员正在讨论欧洲对中国产电动汽车征收关税的替代方案，包括此类汽车在欧洲销售的最低价格，但短期内不会达成任何解决方案。 ● 欧元区 11 月 CPI 同比增长 2.3%，10 月同比增长 2；环比下降 0.3%。
日本	<ul style="list-style-type: none"> ● 日本大学生三年内离职率回升至较高水平。日本 2021 年春季毕业的大学生在三年内离职的人员同比上升 2.6 个百分点，达到 34.9%。这也是连续第三年上升，自 2005 年该数据达到 35.9% 以来，时隔 16 年再次回升至较高水平。

地缘政治

- **多方正式确认黎以停火协议达成。**美国、以色列和黎巴嫩等均确认美国主导下的黎巴嫩停火协议达成。美国总统拜登表示，以色列和黎巴嫩已接受停火协议，未来 60 天内以军将逐步撤出黎巴嫩；协议将在当地时间周三凌晨 4 点生效，旨在实现永久性停火。
- **以色列和真主党相互指责违反停火协议。**以色列军方称，其空军周四袭击了黎巴嫩南部真主党用来储存中程火箭弹的设施，此前双方相互指责对方违反停火协议。以色列表示，周四还向抵达南部地区多地的“可疑分子”车辆开火。真主党一名议员则是指责以方违反协议。根据停火条款，以军最多应在 60 天内撤出黎巴嫩南部，但双方都不能发动攻击行动。黎巴嫩军队随后指责以色列在周三和周四多次违反停火协议。双方交相指责凸显了停火的脆弱性。

能源

- **主要 OPEC+ 国家已经开始讨论推迟原定于 1 月启动的原油复产，可能会推迟几个月。**在全球供应过剩的迹象下，这些国家怀疑能否继续推进在 1 月增产的计划，并且可能还需要推迟计划在接下来几个月进一步增加的产量。

数据来源：WIND、国联期货研究所

4. 下周重点数据/事件

表 3: 下周重点

12.02 星期一	9: 45 中国 11 月财新制造业 PMI
	17: 00 欧元区 11 月制造业 PMI 终值
	22: 45 美国 11 月 Markit 制造业 PMI 终值
	23: 00 美国 11 月 ISM 制造业指数
12.03 星期二	23: 00 美国 10 月 JOLTS 职位空缺(万人)
12.04 星期三	9: 45 中国 11 月财新服务业、综合 PMI
	17: 00 欧元区 11 月综合、服务业 PMI 终值
	17: 00 欧元区 10 月 PPI 同环比
	21: 15 美国 11 月 ADP 就业人数变动(万人)
	22: 45 美国 11 月 Markit 综合、服务业 PMI 终值
23: 00 美国 11 月 ISM 非制造业指数	
12.05 星期四	3: 00 美联储公布经济状况褐皮书
	20: 30 美国 11 月挑战者企业裁员人数同比
	21: 30 美国 11 月 30 日当周首次申请失业救济人数(万人)
12.06 星期五	21: 30 美国 10 月贸易帐(亿美元)
	18: 00 欧元区三季度 GDP 同比终值
	18: 00 欧元区三季度 GDP 季环比终值
	21: 30 美国 11 月失业率
	21: 30 美国 11 月非农就业人口变动(万人)

免责声明

本报告中信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述期货操作的依据。由于报告在撰写时融入了研究员个人的观点和见解以及分析方法，如与国联期货发布的其他信息有不一致及有不同的结论，未免发生疑问，本报告所载的观点并不代表国联期货公司的立场，所以请谨慎参考。我公司及其研究员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

本报告所提供资料、分析及预测只是反映国联期货公司在本报告所载明日期的判断，可随时修改，毋需提前通知。

本报告版权归国联期货所有。未经书面许可，任何机构和个人不得进行任何形式的复制和发布。如遵循原文本意的引用，需注明引自“国联期货公司”，并保留我公司的一切权利。

联系方式

国联期货研究所无锡总部

地址：无锡市金融一街8号国联金融大厦6楼（214121）

电话：0510-82758631

传真：0510-82758630

国联期货研究所上海总部

地址：上海市浦东新区滨江大道999号高维大厦9楼（200135）

电话：021-60201600

传真：021-60201600