

研报精选

2024年12月1日 第198期

宏观专栏

分化中改善，还需加力扩需求——11月PMI点评

11月中采制造业PMI环比上升0.2ppt至50.3%。报告认为，短期政策效果显现，体现为受益于以旧换新政策的电气机械及器材制造业、汽车制造业等的环比改善。但外需的不确定性上升，加上11月PMI数据结构性分化仍大，经济动能改善的可持续性仍待政策进一步支撑。

以旧换新的影响有多大？

报告对消费品以旧换新销售和财政补贴规模进行了估算，其结果显示，本轮以旧换新政策的财政乘数约为2.6，对消费提振效果较为明显。明年以旧换新政策或将继续加力，扩大品种和规模。

专题聚焦

关注“维持型”乡村的公共服务供给

报告认为，对于常住人口占户籍人口比例低、老年人占常住人口比例高的“维持型”乡村，必要的公共服务和维持消费的基本收入更为重要，分配政策也许比产业政策能发挥更大的作用。

关税政策的可能路径与影响

报告认为，相比第一任期时隔一年后启动关税，特朗普第二任期的关税进展或显著快于其第一任期，但最终加征幅度也会受美国自身经济与通胀的多重“现实约束”。

宏观专栏

分化中改善，还需加力扩需求——11月PMI点评

11月中采制造业PMI环比上升0.2ppt至50.3%，高于市场预期（Bloomberg预测中值为50.2%）；11月非制造业商务活动指数环比下降0.2ppt至50.0%。短期政策效果显现，体现为受益于以旧换新政策的电气机械及器材制造业、汽车制造业等的环比改善。然而经济动能改善的可持续性仍待政策进一步支撑。一方面，外需的不确定性上升。另一方面，11月PMI数据中的结构性分化仍然较大，一是价格再次落入收缩区间，二是企业规模分化，三是建筑业落入收缩区间，四是服务业扩张速度较历史均值偏慢。

制造业PMI连续第三个月环比上升，环比上升幅度（0.2ppt）略高于2013-2019年的同期均值（0.1ppt）。新订单为50.8%，自2024年5月以来重回扩张区间，环比上升0.8ppt，高于2013-2019年的同期均值（0.1ppt），是PMI环比改善的主要贡献项。生产为52.4%，环比上升0.3ppt，略高于2013-2019年的同期均值（0.3ppt），呈现稳步扩张态势。生产经营活动预期环比上升0.7ppt至54.7%。行业结构也体现出政策的短期效果，相比10月大类行业PMI只有高耗能行业环比上升，11月大类行业中消费品行业、高技术制造业分别环比上升1.3ppt、1.1ppt至50.8%、51.2%，装备制造业环比持平，为51.3%，或主要体现了超长期特别国债支持两新的政策效果。从细分行业来看，受益于以旧换新政策的电气机械及器材制造业、汽车制造业分别环比上升17.8ppt、1.2ppt。

经济动能改善的可持续性仍待政策进一步支撑。一方面，外需的不确定性上升。11月新出口订单为48.1%，虽然环比改善0.8ppt，高于2013-2019年的同期均值（0.2ppt），但是绝对水平仍然较低。未来外需本身不但面临一定放缓压力，11月Markit制造业PMI初值呈现日欧下降、美国上升的走势，欧元区、日本、美国分别为45.2%、49.0%、48.8%（10月分别为46.0%、49.2%、48.5%），而且随着11月美国大选的结束，外部贸易环境不确定性上升。

另一方面，11月PMI数据中的结构性分化仍然较大。一是价格再次落入收缩区间。11月主要原材料购进价格、出厂价格分别环比下降3.6ppt、2.2ppt至

49.8%、47.7%，主要原材料购进价格重回收缩区间，显示供需缺口仍待进一步弥补。从细分行业出厂价格来看，农副食品加工业、黑色金属冶炼及压延加工业、化学原料及化学制品制造业分别环比下降11.1ppt、10.7ppt、10.5ppt，环比降幅排名靠前。

二是企业规模分化。大型企业环比下降0.6ppt至51.5%，而中型企业环比上升0.6ppt至50%，小型企业虽然环比上升1.6ppt至49.1%，但仍然处于收缩区间。

三是建筑业落入收缩区间。11月建筑业商务活动指数环比下降0.7ppt至49.7%，2020年3月以来首次落入收缩区间。其中有部分天气转冷导致开工放缓的因素，建筑业业务活动预期环比上升0.4ppt至55.6%。分行业来看，土木工程建筑业环比下降2.7ppt，虽然政府债券发行加速，但基建实物工作量仍待改善。虽然房地产政策效果有所显现，但是全国层面来看房地产业恢复边际有所放缓，11月房地产业商务活动指数环比下降1.8ppt，房屋建筑业环比上升2.1ppt，但是绝对水平偏低，而建筑安装装饰及其他建筑业环比下降4.9ppt。建筑业落入收缩区间也导致高耗能行业环比下降0.1ppt至49.2%。

四是服务业扩张速度与历史均值相比偏慢。11月服务业商务活动指数环比持平，为50.1%，处于历史较低水平，或显示消费需求仍待进一步恢复。10月国庆出行旺季后，11月居民出行相关的航空运输业、住宿业、水上运输业分别环比下降11.6ppt、8.5ppt、7.8ppt，环比降幅排名靠前。而邮政业环比下降7.7ppt，或与网购促销提前至10月有关。互联网及软件信息技术服务业、租赁及商务服务业分别环比上升10.7ppt、1.9ppt，环比改善幅度排名靠前。

以上观点来自：2024年12月1日中金公司研究部已发布的《分化中改善，还需加力扩需求——11月PMI点评》

郑宇驰 分析员 SAC 执证编号：S0080520110001 SFC CE Ref: BRF442

张文朗 分析员 SAC 执证编号：S0080520080009 SFC CE Ref: BFE988

黄文静 分析员 SAC 执证编号：S0080520080004 SFC CE Ref: BRG436

段玉柱 分析员 SAC 执证编号：S0080521080004

周彭 分析员 SAC 执证编号：S0080521070001 SFC CE Ref: BSI036

吕毅韬 联系人 SAC 执证编号：S0080124050005

宏观专栏

以旧换新的影响有多大？

我们根据商务部不定期公布的进度数据估算了消费品以旧换新销售和财政补贴规模。估算结果显示，4月以来以旧换新进展逐月加快，4-10月累计财政补贴金额700亿元左右，全年补贴或达1550亿元。本轮以旧换新政策的财政乘数约为2.6，提振效果较为明显。明年以旧换新政策或将继续加力，扩大品种和规模。参考今年乘数，我们预计财政补贴总额每增加1000亿元，或将拉动社零总额增速0.5个百分点。随着消费潜力的释放，当前销售增速较高的品类可能增长逐步放缓，而那些新纳入以旧换新补贴的品类销售则可能迎来改善。不过看远一点，耐用品补贴可能在一定程度上透支未来一段时间的需求，提振内需还需其他政策加码，比如教育、医疗、社保等。

近几个月，消费品以旧换新政策进展加快，对消费的提振效果开始显现。7月下旬《关于加力支持大规模设备更新和消费品以旧换新的若干措施》发布¹，随着超长期特别国债资金和相关配套政策举措的落地，消费品以旧换新进展加快。根据商务部最新数据，截至11月18日，全国汽车报废更新和置换更新补贴申请均突破200万份，合计超过400万份；1至10月，全国报废汽车回收584.6万辆，同比增长55.9%²。截至11月11日，2160.8万名消费者购买八大类家电产品3271.9万台³。

我们根据商务部不定期公布的进度数据估算了以旧换新和财政补贴的规模。

► 以旧换新销售规模方面，基于商务部公布的进度数据，可以估算各时间区间内的平均进度，并根据最新情况外推未来的销售进度。我们的估算显示，4月以来消费品以旧换新进展逐月加快，8月开始加速上升，四季度或将保持高位。如果补贴资金充裕的话，我们预计11和12月汽车以旧换新（包括汽车报废

¹ https://www.gov.cn/zhengce/zhengceku/202407/content_6964409.htm

² https://www.gov.cn/lianbo/bumen/202411/content_6988166.htm

³ <https://www.mofcom.gov.cn/xwfbzt/2024/swbzkllxwfbh2024n11y14r/index.html>

和汽车置换)每月申请量可能超过140万辆,家电以旧换新每月销售额可能超过1000亿元。

► **财政补贴强度方面**,我们估算汽车报废平均补贴金额在1.75万元/辆左右(新能源车补贴2万元/辆,燃油车补贴1.5万元/每辆,当前乘用车销量中新能源和燃油车大约各占一半),汽车置换更新平均补贴金额约1.11万元/辆(根据各省出台的补贴方案估算),家电平均补贴比例约为销售额的18.8%(根据商务部公布的销售额和补贴额计算),家居以旧换新补贴比例按规定为15%。

► **财政补贴总额方面**,基于以旧换新销售规模和财政补贴强度,我们估算4-10月消费品以旧换新累计财政补贴金额接近700亿元,其中10月单月补贴金额在345亿元左右。如果财政资金充裕的话,按现行的补贴进度外推,我们预计11和12月每个月的财政补贴额在400亿元以上,全年补贴金额约1550亿元。

9月开始,以旧换新政策对社零总额形成有力拉动。我们以限额以上企业零售额中家电、汽车、家具、建筑装潢材料这4类商品零售额作为“以旧换新类”商品。以旧换新类商品零售额增速在3-8月连续6个月负增长,9月和10月大幅改善。从增速贡献上看,9月社零总额环比改善的1.1个百分点基本上是以旧换新类商品贡献(汽车贡献0.8个百分点,家电贡献0.3个百分点);10月社零总额环比改善1.6个百分点中以旧换新类商品贡献0.7个百分点(汽车和家电贡献各接近一半)⁴。

该如何评估本次以旧换新政策对当期消费的拉动效果?关键是看带来了多少“额外”消费。例如,按照15%的补贴比例,150亿元财政资金补贴1000亿元家电消费。如果这1000亿元家电消费是原本就会存在的消费,财政补贴只是将其中的150亿元从居民支出变成了政府支出,而没能刺激居民进行更多的消费,则财政补贴基本没有对消费带来额外拉动。如果由于补贴政策的刺激,居民的家电消费从原本1000亿元增加至1300亿元,则额外多出来的300亿元便是财政刺激的效果,相当于财政支出150亿元撬动了额外的300亿元消费,当期财政乘数是2。

⁴ 由于我们只计算了限额以上零售额且只考虑了4类商品,实际的拉动效果可能存在低估。

我们的初步估算显示，本轮以旧换新政策的财政乘数可能为2.6左右。伴随以旧换新政策的加快落地，以旧换新类商品零售额增速从7-8月的-5%上升至9-10月的5.2%，增速改善10.1个百分点，对应的零售额多增1000多亿元。与此同时，9-10月财政补贴金额比7-8月大约增加了410亿元，据此推算财政补贴的乘数大约为2.6。作为对比，我们估算了2010年家电下乡和2022年车购税减半政策的财政乘数，分别大约为2.3和2.1。总体而言，消费品财政补贴政策的当期乘数大约为略高于2的水平。

不过看远一点，耐用品补贴可能在一定程度上透支未来一段时间的需求。2009年、2016年，在车购税减半等政策刺激下，乘用车销量增速分别比上年加快45.7和7.9个百分点。但之后一年销量增速分别下滑19.6和13.2个百分点，之后两年增速进一步下滑27.8和6.2个百分点，2018-2020年乘用车销量连续3年负增长。家电也呈现类似特征，2009-2012年全国家电下乡政策执行期间，空调、冰箱等销量增速经历了加速增长和逐步下降，到2012年二者销量也出现同比下降。

展望明年，以旧换新政策或将继续加力，保持政策对消费的支持力度。11月8日，全国人大常委会办公厅新闻发布会上，财政部长蓝佛安表示2025年将“扩大消费品以旧换新的品种和规模”⁵。我们认为，无论是品类还是规模，消费品以旧换新政策都有进一步加力的空间。

► **从补贴品类来看**，除了中央规定的八大类家电，各地方增加的补贴品类，存在全国范围内推广的潜力，例如手机、平板电脑、各类小家电、智能穿戴设备等。汽车以旧换新的国家补贴标准较高但条件更为严格，地方补贴条件相对宽松但补贴标准较低，如果适当放宽国补条件或者提高地方补贴标准，那么汽车的销售也将继续得到支撑。进一步来看，一些日用品、文化办公、体育文娱等用品也有纳入补贴范围的潜力。

► **从补贴规模来看**，限额以上企业商品零售额中，汽车、家用电器、通讯器材、建筑装潢材料、家具5类商品2023年零售额达7.8万亿元，如果按其中

⁵ <http://www.npc.gov.cn/wszb/zzzb47/>

居民消费占比约50%⁶、补贴比例15%来算，全年财政补贴金额将超过5000亿元。由于限额以上企业商品零售额占社零总额比重的36%，且一些消费品类不在前述5类商品中（比如日用品、文化办公用品、体育娱乐用品等），实际可以进行消费补贴的潜在空间可能高于5000亿元。这需要在对消费品进行以旧换新补贴的同时，对那些新购买的商品也予以补贴（比如购买新车而不是以旧车换新车），那么空间也相应加大。

参考今年以旧换新的财政乘数，我们预计补贴总额每增加1000亿元，或将额外拉动社零总额2600亿元，贡献社零总额增速0.5个百分点。随着消费潜力的释放，受益于补贴政策的商品品类可能出现变化。当前销售增速较高的品类，可能随着需求充分释放后增长逐步放缓；而那些新纳入以旧换新补贴的品类，销售则可能改善。



以上观点来自：2024年11月29日中金公司研究部已发布的《以旧换新的影响有多大？》

段玉柱 分析员 SAC 执证编号：S0080521080004

张文朗 分析员 SAC 执证编号：S0080520080009 SFC CE Ref: BFE988

⁶ 商品零售额中居民消费和社会集团消费大约各占一半，相关分析可参考我们11月报告《加速债务置换或利好消费》

专题聚焦

关注“维持型”乡村的公共服务供给

属于中金研究院的夏天，是艰苦却令人憧憬的，因为每年夏天中金研究院都会有超过一半的研究员深入农村调研，去实现与田野的约定。今年也不例外。盛夏七月，中金研究院的20多位研究员再度与武汉大学社会学院的师生们携手，一同踏上了前往贵州、山西、安徽、四川、重庆、浙江以及北京郊区等地的调研之旅。我们的脚步遍及18个乡镇的31座村庄，深入农家院落，穿梭于田间地头。相比往年，今年的调研团队呈现出更加多元化的专业背景。通过全公司范围内的公开招募，来自公司六个部门的多位同事也共同参与了此次调研活动。他们带着对乡村问题的浓厚兴趣，以满腔热忱投入到每一次的访谈中，以他们的专业视角与独特洞见为本次报告增色不少。

调研的问题覆盖了农村生产生活的方方面面，但共性问题不外乎几个方面，比如，如何提高村民收入？如何改善农村养老条件？如何提升农村教育质量？如何提高乡村治理水平？我们注意到，大多数地方政府把希望寄托在发展农村产业上。“授人以鱼不如授人以渔”，这是老祖宗的智慧。毕竟，先有产业后有资金，有了钱才能改善公共服务的质和量。然而，客观现实是，在农村创业的难度和风险要远高于在城市创业。成功的农村创业者凤毛麟角，且成功往往得益于不可复制的特殊条件，而失败则是普遍现象。甘守农业虽可温饱，但难以实现富裕。三产融合则需要巨额投入，还要冒着失败的高风险。

乡村的未来在何方？中央的《乡村振兴战略规划（2018-2022）》⁷提出按照四种分类进行推进：集聚提升类、城郊融合类、特色保护类和搬迁撤并类。其中，集聚提升类被认为占我国村庄类型的大多数，对应的规划强调“激活产业……鼓励发挥自身比较优势，强化主导产业支撑，支持农业、工贸、休闲服务等专业化村庄发展”。

⁷ 2018年9月，中共中央 国务院《乡村振兴战略规划（2018-2022年）》，https://www.gov.cn/zhengce/2018-09/26/content_5325534.htm

但是，有一类村庄，占据了我们近几年所走访村庄的大多数，却尚未得到足够重视。此类村庄的特征体现在两个比例上：一是常住人口占户籍人口比例低，村民大量流出；二是老年人占常住人口比例高，年轻人外流严重。这些村庄既不在城郊，也没有值得保护的“特色”，基本不具备非农产业的发展条件。但是，这类村庄显然也无法在短期内搬迁撤并。因此，这类村庄不属于现有《规划》的四种分类，可称之为“维持型”村庄。

这类“维持型”的村庄，由于缺乏产业发展的条件，自然难以得到市场化资源的青睐，在发展产业的目标下只能依靠政府来导入资源。政府为照顾当地居民而直接或间接配置的一些产业，通常难以持续经营，无法真正发展起来，不仅浪费了资金，有的甚至还造成了村集体的负债。

不是每一个村庄都适合作为一家被投资企业来发展，但是每一个村庄必然是一个消费群体。如何支持那些“维持型”村庄的基本消费？我们也许需要换个思路：授人以鱼并非永远不如授人以渔。对于大量“维持型”乡村而言，发展产业可能是得不偿失的。这些乡村需要的是能够获得必要的公共服务和维持消费的基本收入，建立政策机制确保能长期“授人以鱼”，足以改善村民福利和村庄面貌。振兴此类乡村，分配政策也许比产业政策能发挥更大的作用。

今年是中金研究院进行乡村振兴调研的第四个年头。从田野的酷暑归来，大家对乡村振兴有了更多深入和冷静的思考。发展无疑仍是中国的硬道理。乡村是三成以上中国人的居住地，因此，发展的成果一定要体现在乡村。但是，发展的产业未必要在乡村。

以上文章为2024年中金研究院《垄上听风——2024乡村调研报告》前言
赵扬 分析员 SAC 执证编号：S0080521080006 SFC CE Ref: AZX409

专题聚焦

关税政策的可能路径与影响——2024年美国大选追踪（十一）

近期特朗普内阁提名陆续出炉，市场对大选后政策的关注度也不断升温。目前除贸易代表等职位外，其他主要内阁部长与官员已获提名，本周的提名包含市场广泛关注的财政部长斯科特·贝森特（Scott Bessent）与商务部长霍华德·卢特尼克（Howard Lutnick），与未来财政、税收、关税政策都息息相关，因此备受瞩目。

对于特朗普的不同政策主张，仅从程序看，移民与关税因无需国会批准理论上最快，减税需在2026年条款到期前完成立法，能源政策所需时间较长（《[特朗普政策与交易的路径推演](#)》）。对中国市场而言，影响最直接的是关税政策（《[大选如何影响中国市场？](#)》）。那本轮关税政策可能如何演进？可能存在哪些应对举措？对于市场和资产有何含义？

一、关税的可能方式：三种路径；时间或显著快于第一任期，但幅度上有“现实约束”

整体上，相比第一任期时隔一年后启动关税，Trump 2.0的关税进展或显著快于其第一任期，但最终加征幅度也会受自身经济与通胀的多重“现实约束”。具体来看，加征关税的方式可以分为三类，时间与幅度各异：

第一类，援引《国际紧急经济权力法》(International Emergency Economic Powers Act, IEEPA) 加征关税，总统可根据IEEPA直接采取措施，无需要经过国会立法或特定的调查流程，也没有理论税率上限。IEEPA授权美国总统在国家面临紧急情况时，可以对各种经济交易实施广泛管制，为美国总统提供了在紧急情况下对进口商品加征关税的法律工具。2019年基于IEEPA，美国威胁对所有墨西哥输美商品加征5%的关税，并威胁如果墨西哥不采取有效措施缓解非法移民问题，关税将逐月增加，直至2019年10月达到25%为止。

第二类，依据国内贸易法的相关条款加征关税，理论上可以很快且无上限。这些条款允许美国总统在特定情况下采取保护措施，包含针对特定国家加征关税的301条款、出于国内产业保护角度针对特定商品加征关税的201条款以及出

于国家安全角度针对特定商品加征关税的232条款。

► **针对特定国家加征关税的301条款：**根据美国1974年《贸易法》第301条，美国贸易代表可对他国的“不合理或不公正贸易做法”发起调查，并可在调查结束后建议美国总统实施单边制裁。例如2018年中美贸易摩擦便是主要基于301条款进行的。依据301条款加征关税从发起调查到关税实施通常需要接近一年的时间，但由于美国已对中国大部分出口商品进行过301调查，因此这轮加征关税时间可能更快，尤其对于已经在现有关税清单内的产品，如果只是增加关税幅度，无需新的调查和听证会。如2019年5月将2018年第三批关税清单中商品税率从10%提高到25%；而对于不在现有关税清单，但是已经在301调查里覆盖的商品，需要再举行听证会，大概2-3个月左右。

► **针对特定商品加征关税的201条款：**根据美国1974年《贸易法》201条，由美国国际贸易委员会（USITC）调查，裁定产品进口增加是否对美国国内产业造成严重损害或存在严重损害的威胁，并在120天内（存在案件特别复杂的情形为150天）向总统提交报告和建议；总统根据法律授权，在收到USITC报告后140天内做出最终决定，例如2018年1月特朗普依据2017年12月ITC报告发布总统声明，对进口家用大型洗衣机征收关税。

► **针对特定商品加征关税的232条款：**根据美国1962年《贸易扩展法》第232条，由美国商务部进行调查，并向总统提出报告，总统有权对“进口到美国的数量或情况可能危及国家安全”的产品实施限制。例如，2018年3月特朗普签署公告，认定进口钢铁和铝产品威胁美国国家安全，决定对进口钢铁和铝产品加征关税。

第三类，通过国会立法加征关税，美国宪法第1条第8款规定：“国会有权制定和征收税收、关税……管理与外国贸易，明确规定有权征收关税的是国会，因此在301等条款外的关税都需要通过国会立法，所需时间更长。

► **取消最惠国待遇需要通过国会，平均有效税率或上升至40%左右。**美国《协调关税表》（HTS）对享有最惠国待遇的WTO成员国和没有最惠国待遇的国家实施区别的关税税率。若取消最惠国待遇，适用的各类商品关税税率都将提升，综合而言，美国非最惠国关税平均税率为40%左右。

► **对等关税：**美国可以通过国会立法对特定国家的商品实施对等关税，即如果一个国家对美国商品征收了一定比例的关税，美国也可以对该国商品征收相同比例的关税。

► **基线关税：**美国还可以通过国会立法对所有进口商品征收一定比例的基线关税，例如特朗普提出的对其他国家所有进口商品征收10%的基线关税。据Tax Foundation、彼得森国际经济研究所（PIIE）与IMF等多家机构的测算，10%的基线关税将拖累美国实际GDP 0.4-0.6%，若考虑反制措施，拖累幅度或进一步升至接近1%。考虑到基线关税对美国自身通胀与经济的拖累以及相对复杂的国会流程，特朗普提出的对其他国家的所有进口商品征收10%的基线关税可能较难推行。

综合上述不同关税实施方式的所需时长和潜在影响，我们认为：1) 针对单一国家特定品类的关税加征更易执行顺畅，2) 但过高幅度如60%也有基本面的“现实约束”，3) 针对所有国家的基线关税难度更大。

二、本轮与2018年的不同？外需依赖度上升、汇率对冲受限、贸易摩擦的焦点变化

尽管从法定程序和经济影响角度认为大幅关税的推进面临阻力，但极端情形下顶格关税带来的冲击仍不容小觑，主要是因为本轮与2018年有几点明显不同：

► **当前中国对外需的依赖度更高。**当前房地产和部分制造业面临的需求不足问题，使中国对外需的依赖度较2018年更高，今年1-9月净出口对GDP同比贡献率为23.8%，高于2017年的4.7%。尽管对比2018年贸易摩擦前，当前中国占全球货物贸易份额不降反升，说明中国的外需与出口具备较强的抵御关税的能力，但这一定程度上也是得益于疫情扰动全球供应链的“红利”，无法将偶然因素视作理所当然的必然。此外，尽管贸易摩擦后中国对美出口份额下降了5个百分点，但2024年1-10月美国对中国贸易顺差的贡献依然高达37%，而占中国出口份额更高的东盟对中国贸易顺差的贡献仅有19%，且尚未考虑其中的转口部分，这些都说明关税的影响依然是无法忽视的。

► **用汇率作为对冲关税的手段可能受限。**2018年到2019年，人民币兑美元累计贬值超过11%，兑一篮子货币贬值约6%，部分对冲了加征关税对出口的负面冲击。然而，本轮来自美国的约束，以及内部对汇率稳定的要求，都不排除约束一部分汇率作为对冲的手段；

► **贸易政策的焦点可能也不同于2018-2019年。**2018年中美贸易摩擦阶段，特朗普对华加征关税的政策更多关注经常账户赤字本身，加之当时也无法在短时间内找到替代品，因此美国进口的集中度虽然下降，但依赖度却继续提升，中国企业的出口也通过转口和企业出海实现部分的对冲。但拜登政府时期，在“继承”了特朗普关税政策的同时，更多聚焦在供应链重构和制造业回流，体现为进口集中度和依赖度双双下降。展望未来，就如同四年前拜登“继承”了25%的关税政策一样，如果特朗普在“继承”供应链政策的基础上，再增加关税，可能挤压通过转口对冲的空间。

三、如何应对？财政补足、汇率对冲、转口与出海

针对关税政策，应对上主要依赖于扩大内需（财政）并调节贸易平衡（汇率对冲、转口与出海）。边际上更弱的出口和更大的外围政治不确定性，可能会需要政策为实体经济提供更多支撑。以广义财政赤字脉冲衡量，从历史经验来看，出口弱则政策强，内需为经济失速风险提供下行保护。具体来看：

► **财政补足：**当前美国对中国出口商品平均有效税率约为20%，加征至30-40%情形下，赤字率需抬升0.5%-0.7%。考虑到关税对美国自身通胀与增长的拖累，当前市场预期最终加税可能低于60%的主张，约为30-40%，补足出口拖累的GDP需要赤字率抬升0.5%-0.7%对冲。极端情形下，如果顶格加征至60%关税，补足出口拖累的GDP需要赤字率抬升1.5%-2%对冲（《[Trump 2.0对全球意味着什么？](#)》）。

► **汇率对冲：**加征至30-40%关税情形下，人民币贬值2.5-3.5%可以对冲，但加征60%关税情形下，可能需要人民币汇率贬值6-9%对冲（《[Trump 2.0对全球意味着什么？](#)》）。

► **转口与出海：短期对转口贸易加征关税较困难，长期出海有望缓解贸易失衡局面。**2017年中美贸易摩擦至今，中国对美出口占比下滑5个百分点，但占全球出口份额小幅上升，体现了中国的产业链优势与韧性。此外，在技术进步和规模经济推动行业提升全球竞争力的背景下，电动车、锂电池和光伏等行业将我国规模及新技术优势较好地转化为成本及产品优势，实现产能出海。短期看，针对转口贸易加征关税也可能会受到冲击，但流程更复杂；长期来看，类似于日本企业1990年代对外出海寻求“第二成长曲线”，或是企业自下而上打破关税与供应链重构的必由之路。

四、资产含义？加税幅度30-40%影响可类比2019年，顶格加征或冲击较大

回顾上一轮2018-2019年中美贸易摩擦期间市场表现，可以大体划分为三个阶段：

1) 2018年在金融去杠杆和关税影响下市场单边下行。2018年年初，美国对华301调查报告发布，市场风险偏好急转下行。与此同时，国内金融去杠杆也使得经济面临去杠杆压力。以2017年11月中旬资管新规征求意见稿出台为标志的新一轮去杠杆影响下，监管收紧、影子银行收缩以及中小银行加速去杠杆在较大程度上抵消了2018年累积4.5个百分点降准释放流动性的功效，市场在2018年持续走弱。在此期间，多数行业下跌，石油石化、电力及公用事业表现相对抗跌。

2) 2019年一季度美联储停止加息、国内政策宽松推动市场快速修复反弹。2018年底美联储停止加息、中美两国领导人12月底会晤缓解关税问题尾部风险、中国央行在2019年1月初全面降准1个百分点的决定开启市场反弹。期间2019年1月社融数据大超预期等消息更是进一步激发投资者做多热情，上证指数单季度涨幅接近30%；

3) 2019年4月后，国内政策转向，贸易摩擦再升级，但市场逐步适应关税冲击，市场转向结构行情。一季度央行货币报告重提“货币政策总闸门”收紧流动性，政策转向。此外，贸易摩擦再度升级，例如2019年5月美国进一步调高2000亿美元清单关税至25%。但得益于国内基本面逐步企稳、且对关税冲

击逐渐“脱敏”，市场虽仍有扰动但维持区间震荡，转向结构性行情。板块层面，国产替代、高端制造为代表的成长板块走强，新能源、半导体与电子等领涨，与此同时以白酒为代表的消费板块等“核心资产”同样表现不俗，投资者“赚钱效应”并不差。

结合当前市场的预期（路透调查市场一致预期的关税幅度为30-40%），以及上文中我们针对不同关税幅度的影响测算，我们认为：**1）如果幅度为30-40%，影响可能更多类似2019年4月后**，一是因为基本符合预期，二是因为影响可控。我们的测算显示30-40%的关税带来外需冲击相对有限，内部有充足的内需刺激政策工具予以应对（需赤字率抬升约0.5%-0.7%）。此外，不同于2018年初的金融去杠杆，当前国内也处于政策试图对冲稳杠杆的阶段，因此可能更多体现为阶段波动后的震荡结构行情。**2）但如果极端情形下，顶格加征（60%关税叠加其他措施），仍可能带来较大冲击**，一是因为市场预期不足，二是影响的确不可忽视，且政策对冲亦需要时间。1月20日正式就任后的“百日新政”将提供关税政策优先级和幅度的更多信息。

结构上，科技成长、自主科技、分红等对外部扰动敞口少的板块或是较好选择，顺周期则取决于财政刺激力度。此外，中国对美出口占比低（风险敞口低），并且美国对华进口占比高（依赖度高或获得豁免）的行业风险抵御冲击的能力较强，如金属及其制品、陶瓷及玻璃、机电及影像设备、塑料橡胶以及机械。中国出口绝对金额较高且出口至美国占行业总出口比例较高的行业有：电机电器、机械器具、家具家居、玩具及运动用品，纺织品、针织服装等，占比在10%甚至20%以上。

以上观点来自：2024年11月24日中金公司研究部已发布的《关税政策的可能路径与影响——2024年美国大选追踪（十一）》

刘刚 分析员 SAC 执证编号：S0080512030003 SFC CE Ref: AVH867

王子琳 联系人 SAC 执证编号：S0080123090053

附：一周主要研报回顾

宏观

- 2024.11.25 中国图说中国宏观周报：减少出口退税，影响几何？
- 2024.11.25 宏观探市：特朗普+贝森特：财政难紧缩
- 2024.11.29 中国宏观简评：以旧换新的影响有多大？
- 2024.12.1 中国图说中国宏观周报：分化中改善，还需加力扩需求——11月PMI点评

策略及大宗商品

- 2024.11.25 A股策略：中小盘风格能否继续占优？
- 2024.11.25 主题策略：市值管理手册
- 2024.11.25 港股策略：本轮反弹中的全球头部基金
- 2024.11.30 全球资金流向监测：外资低配比例再度增加
- 2024.11.30 农产品：农桑时录：第27期：信息空窗期，回归交易现实
- 2024.12.1 港股策略：市场短期的可能路径
- 2024.12.1 海外策略：特朗普交易的节奏与节点

固定收益

- 2024.11.25 信用分析周报：中国信用债评级调整周报
- 2024.11.27 信用分析周报：中国短期融资券及中期票据信用分析周报
- 2024.11.27 简评：皓元转债上市定价分析
- 2024.11.28 信用分析周报：中国公司债及企业债信用分析周报
- 2024.11.29 简评：稳增长扩投资专项债发行简评
- 2024.11.29 中国可转债策略周报：转债的“年度展望”，可以从何说起？
- 2024.11.30 简评：PMI边际改善，货币政策仍有放松空间——11月PMI数据分析
- 2024.12.1 深度研究：ABS 年度展望——绝对票息难寻，挖掘相对收益

行业

- 2024.11.25 传媒互联网：10月电商月报：购物节及政策带动销售增长
- 2024.11.25 银行：3Q24银行业监管数据点评：仍具稳定性
- 2024.11.25 化工：硅基产业链：工业硅及多晶硅底部震荡，有机硅或率先复苏
- 2024.11.25 机械：机械2025年展望：周期复苏与科技成长共舞
- 2024.11.26 汽车及零部件：宁德换电牵手长安、中石化，产业催化不断
- 2024.11.26 不动产与空间服务：周评#416：上周一二手房销售整体平稳

- 2024.11.26 旅游酒店及餐饮：美国餐饮Q3同店延续分化，聚焦提振客流
- 2024.11.26 东南亚研究：东南亚11月月报：宏观、互联网与消费
- 2024.11.26 家电及相关：家电产业全球化，如何应对海外关税政策
- 2024.11.26 汽车及零部件：重卡发展方向求索之四：新能源重卡迎来放量拐点，关注新势力、新生态和新增量
- 2024.11.26 航空航天科技：华为新机支持低轨卫通，卫星产业发展提速
- 2024.11.27 化工：10月化工价格指数上涨，关注后续政策落地
- 2024.11.27 主题研究：新能源车中游2025年展望：基本面有望迎拐点，新一轮技术大周期开启
- 2024.11.27 建材：玻纤：重点关注风电纱、热塑短切提价机会
- 2024.11.27 家电及相关：以旧换新跟踪，2025年补贴有望落地
- 2024.11.29 汽车及零部件：重卡跟踪月报：10月新能源再创月度新高，静待以旧换新政策支持年底行业冲量
- 2024.11.29 主题研究：首个省级分布式光伏入市政策落地，户用2027年入市
- 2024.11.29 科技硬件：全球硬科技巡礼（四）：消费电子产业链转移下，越南何以成为首选
- 2024.11.29 电力电气设备：海外电力设备跟踪系列3：基本面持续向好
- 2024.11.29 金融：从监管节奏与资配行为解读理财委外需求——3Q24回顾
- 2024.11.29 汽车及零部件：乘用车出海洞察#3：以史为鉴，复盘日系车企的全球化之路
- 2024.11.30 煤炭：煤炭2025年展望：可攻可守，择时而动
- 2024.12.1 传媒互联网：周报：“谷子经济”带动板块估值提升
- 2024.12.1 航空航天科技：航空航天科技2025年展望：复苏在望，景气可期
- 2024.12.1 农业：农业周报：《宠物白皮书》发布，猪肉需求旺季来临
- 2024.12.1 航空航天科技：看好精确制导复苏弹性，海南商发首发告捷
- 2024.12.1 传媒互联网：互联网周思考：业务稳健但短期机遇寥寥，更大股价弹性静待明年

法律声明

本文章由中金研究院基于公开信息及/或中国国际金融股份有限公司已发布的研究报告（以下简称“研究报告”）制作而成。中国国际金融股份有限公司及其关联机构（以下合称“中金公司”）对这些信息及观点的真实性、准确性、时效性及完整性不作任何保证。

本文章仅摘编研究报告的部分观点，贵方如使用本文章所载观点，有可能会因缺乏对完整报告的了解或缺乏相关的解读而对其中的信息、观点、判断等内容产生理解上的歧义。贵方如使用本文章，须寻求专业顾问的指导及解读。

本文章中的信息、意见等均仅供贵方参考之用，其中的信息或观点不构成对买卖任何证券或其他金融工具的出价或征价或提供任何投资决策建议的服务。该等信息、意见在任何时候均不构成对任何人的具有针对性的、指导具体投资的操作意见。贵方应当对本文章中的信息和意见进行评估，根据自身情况自主做出决策并自行承担风险。对依据或者使用本文章所造成的任何后果及风险，中金公司及/或其关联人员均不承担任何责任。

本文章所载意见、评估及预测为研究报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，中金公司研究部可能会发出与本文章所载意见、评估及预测不一致的研究报告。中金公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本文章意见不一致的市场评论和/或观点。

本文章不构成任何合同或承诺的基础，中金公司不因任何单纯接收、阅读本文章的行为而将接收人视为中金公司的客户。

本文章的版权仅为中金公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、转载、翻版、复制、刊登、发表、修改、仿制或引用。

如有进一步需求，请联系：

赵 扬 yang8.zhao@cicc.com.cn

伍曼玮 manwei.wu@cicc.com.cn