

# 研报精选

2024年12月29日 第202期

## 宏观专栏

### 费用下降，利润降幅收窄——2024年1-11月工业企业利润点评

11月规模以上工业企业利润同比下降7.5%。报告认为，11月工企利润降幅较10月收窄，费用下降对工企利润的正贡献较高。结构上，采矿业利润降幅收窄，制造业和公用事业利润增速较上月基本持平。工业企业实际库存继续回落，资产负债率环比小幅回升。

### 再思考：特朗普2.0的政策顺序及影响

报告认为，特朗普未来执政或将基于两个底层逻辑，一是对拜登政府时期的政策进行纠偏，二是实施重商主义经济策略。具体或采取“先关税、后减税、先省钱、后花钱”的政策顺序。

## 专题聚焦

### 以双边合作促多边发展 | 构建多层次“一带一路”基础设施投融资体系

报告认为，新形势下，跨国资金流动需应对好信息不对称和执行力不足等挑战，中国可围绕原有双边机制，融合三方、区域、多边等多种国际合作形式的优势，推动“一带一路”高质量发展。

### 各类资产如何预期降息？

报告认为，12月美联储降息后，降息交易暂时成为主导逻辑，导致美债利率和美元向上突破，美股和黄金大跌。多数资产计入的预期都比美联储更鹰，这提供了超调后的“反着做”机会。

## 宏观专栏

### 费用下降，利润降幅收窄——2024年1-11月工业企业利润点评

2024年11月，规模以上工业企业利润同比下降7.5%，较2024年10月降幅收窄2.8个百分点。费用下降对工企利润的正贡献较高。结构上，采矿业利润降幅收窄，制造业和公用事业利润增速较上月基本持平。采矿业中，有色行业利润增速回落，黑色和非金属矿相关产业利润仍然负增长。制造业中，非基本面因素扰动行业利润变化，新兴产业和“两新”领域利润增长较快。库存方面，工业企业实际库存继续回落。

**工业企业利润降幅收窄。**2024年1-11月，规模以上工业企业利润同比下降4.7%，较2024年1-10月的增速下降0.4个百分点。单月增速降幅收窄。2024年11月，规模以上工业企业利润同比下降7.5%，较2024年10月的降幅收窄2.8个百分点。从金额看，2024年11月，工业企业利润总额为7994亿元，较去年同期下降652亿元，同比增量较10月上升89亿元。

**费用下降对工企利润的正贡献较高。**拆分工业企业利润的贡献因素，营收、成本、费用、其他损益分别贡献0.9ppt、-12.6ppt、4.4ppt、-0.3ppt，费用下降对工企利润的正贡献较高。（1）收入来看，2024年11月，工业企业营收同比增长0.9%，较10月增速回升0.7个百分点，主要来自量的贡献。11月工业企业增加值同比增长5.4%，较10月回升0.1个百分点，而11月PPI同比下降2.1%，较上月保持不变。（2）成本来看，11月工业企业成本率为84.87%，较去年同期上升0.87个百分点，或受到刚性的固定成本支出影响。（3）费用来看，11月工业企业费用率为8.22%，较去年同期下降0.30个百分点。企业的销售费用、管理费用自2024年年初以来增速持续下降，带动企业费用率下降。

**利润结构上，采矿业利润降幅收窄，制造业和公用事业利润增速较上月基本持平。**2024年11月，采矿业利润同比下降18.1%，较2024年10月的降幅收窄10.8个百分点；制造业利润同比下降7.2%，较2024年10月降幅扩大0.1个百分点；公用事业利润同比增长5.8%，较2024年10月增速回落0.2个百分点。

采矿业中，有色行业利润增速回落，黑色和非金属矿相关产业利润仍然负

增长。11月，有色金属矿采选业利润同比增长4.7%，较10月增速回落41.8个百分点，主要是受到国际铜价回落影响。11月，煤炭开采业利润同比下降8.8%，黑色金属采矿业利润同比下降75.7%，非金属矿采选业利润同比下降12.8%，显示内生动能仍待恢复。

制造业中，非基本面因素扰动行业利润变化，新兴产业和“两新”领域利润增长较快。11月，制造业利润增速基本持平，不过行业表现分化，其中下游消费品制造业利润增速从-8.2%反弹到20.2%，中游设备制造业利润增速从3.4%下滑到-7.5%。上游行业利润同比-20.1%，降幅依然较大。下游消费品制造业的利润波动主要是酒、饮料和精制茶制造业带来的，该行业受投资收益到账影响，单月利润同比大幅增长280%。如果剔除该行业，下游行业利润增速为-7.3%，依然偏弱。

中游制造业的增速回落受基数抬升影响，主要是电子、汽车等高基数行业拖累。如果看两年复合增速，则11月中游行业利润增速为3.5%，比10月有所改善。其中，家用清洁卫生电器具、家用制冷电器具、光电子器件、可穿戴智能设备、绘图计算及测量仪器、锂离子电池等细分领域利润同比增速均在30%以上。总体而言，剔除基数、投资收益等技术性扰动，新兴产业发展和“两新”政策支撑了中游制造业的利润，而上游和下游行业利润依然承压。

工业企业实际库存继续回落。2024年11月末工业企业产成品名义库存同比增长3.3%，较2024年10月末下降0.6个百分点。2024年11月末产成品实际库存同比增长5.8%，较10月下降1.0个百分点。

资产负债率环比小幅回升。2024年11月末工业企业整体资产负债率57.9%，较2024年10月环比回升0.2个百分点。

---

以上观点来自：2024年12月27日中金公司研究部已发布的《费用下降，利润降幅收窄——2024年1-11月工业企业利润点评》

黄亚东 分析员 SAC 执证编号：S0080523070016 SFC CE Ref: BTY091

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

## 宏观专栏

### 再思考：特朗普2.0的政策顺序及影响

我们在本篇报告中更新了对特朗普政策及其影响的观点。我们认为特朗普未来四年执政或将基于两个底层逻辑，一是对拜登政府时期的政策进行纠偏，主要体现在控制通胀、限制移民和削减政府支出方面；二是实施重商主义经济策略，强调通过高关税保护本国产业并促进出口，这与二战后美国推崇的贸易自由主义相对立。

基于上述逻辑，我们认为特朗普或采取“先关税、后减税、先省钱、后花钱”的政策顺序，在关税、移民、能源和外交国防四个领域率先施政，减税因为会扩大财政赤字或延后推行。

基准情形下，我们预测特朗普或在2025年第二季度推动部分关税落地，步伐或是渐近的。同时，共和党可能在2025年使用预算调解程序（budget reconciliation）推动立法，在特朗普上任后的100天内通过第一个涉及移民、能源和国防支出的法案，该法案中或将包含削减财政开支的内容。在随后的第二个法案中推行减税计划，时间点可能在下半年。

我们预计削减开支的领域可能包括：削减新能源消费端补贴、停止助学贷款减免、削减授权已过期的联邦支出、精简政府部门及裁撤政府雇员、减少对其他国家军事援助等。这些措施或将在马斯克和拉马斯瓦米领导的政府效率部门（DOGE）指导和建议下完成。

从政策影响来看，我们提出四个猜想：

► 一是关税对通胀影响待观察。历史上，关税与通胀的关系没有那么简单直接，在经济本身通缩风险高于通胀风险之时，小范围关税政策可能不会推高通胀。但当前的背景是美国经济近几年经历过大通胀的冲击，目前通胀粘性仍然存在。我们认为，在此情况之下，不排除大范围加征关税的通胀风险倒逼特朗普政府谨慎行动的可能性。

► 二是财政赤字未必大幅扩张。如果加征关税和削减政府开支落地的速

度快于减税，那么财政可能会先向着紧缩方向发展。理想情形下，未来美国或采取“紧财政、松货币、宽信用”的宏观政策组合。在美联储降息深化，特朗普政府放松监管的帮助下，美国金融周期或进一步上行，经济周期扩张或将得以延续。

► **三是美国走向“金发女郎”经济。**如果关税的通胀效应未必很显著，且财政赤字没有大幅扩张，美国经济或延续当前的趋势——既没有过度通胀，也没有大量失业，经济处于刚刚好状态。美联储在2025年上半年继续降息，货币政策回归至中性，下半年进入观望模式，政策取向视特朗普施政的效果而定。

► **四是美国与其他国家走向分化。**历史表明被征关税的国家将面临出口需求下滑、贸易条件恶化、汇率贬值压力，我们不能低估这些风险在2025年发生的可能性。加征关税意味着其他国家的货币宽松力度或超过美联储，美元汇率保持强势，大宗商品承压，债券收益率下跌。这或许是特朗普1.0和2.0第一年的不同之处。

---

以上观点来自：2024年12月25日中金公司研究部已发布的《再思考：特朗普2.0的政策顺序及影响》

刘政宁 分析员 SAC 执证编号：S0080520080007 SFC CE Ref: BRF443

肖捷文 分析员 SAC 执证编号：S0080523060021 SFC CE Ref: BVG234

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

## 专题聚焦

### 以双边合作促多边发展 | 构建多层次“一带一路”基础设施投融资体系

“一带一路”基础设施投融资过往更多依靠双边机制进行，有利于项目快速落地，但在海外风险防控与利益保障等方面存在提升空间。近年来，在逆全球化趋势和地缘经济因素的影响下，发展中国家债务可持续性问题的显现，相关跨国资金流动更需应对好信息不对称和执行力不足等挑战。对于上述问题，出资方可借助多边机制以降低投融资风险并动员私营部门参与，但也需让渡一定政策自主权和灵活性。新形势下，中国可围绕原有双边机制，融合三方、区域、多边等多种国际合作形式的优势，推动“一带一路”高质量发展。在这方面，美、日、欧等发达经济体的经验可提供参考，包括引领国际规则制定、推动双多边机制联动和增进跨国协调等。相较之下，中国等新兴国家参与国际合作的方式和策略仍待优化，需着力提升与现有多边机制的兼容性，并增进对外开放能力。在具体实现方式上，对接既有标准、参与国际体系改革或倒逼其演进，以及开展三方市场合作、完善本国制度环境等均值得探索。

► “一带一路”倡议提出以来，中国的国际基础设施投资取得丰硕成果，双边机制是其主要对外合作模式。近年世界进入新的动荡变革期，国际环境严峻复杂，推动共建“一带一路”高质量发展须妥善应对各种风险挑战。对于上述问题，多边机制在降低投资风险、动员私营资本、整合国际规则方面具有比较优势，其在为发展中国家提供基建融资与支持长期可持续增长方面的作用正得到更多重视，且有望为中国和“一带一路”国家的合作拓展更高水平、更具韧性、更可持续的共赢发展新空间。

► 对于出资国而言，使用多边机制需在上述收益和潜在摩擦成本之间做出平衡：多边合作需遵从集体行为准则，难以兼顾单一国家的优先事项，且行为难以被直接审查和监督，故而在政策自主权和灵活性方面或不及双边机制。不同国家参与国际合作的收益和成本不尽相同，导致资金分配结果存在差异。整体而言，欧洲小国的多边化程度较高，主要发达国家和新兴国家则更倾向于

通过双边渠道提供发展融资。在直接向多边机构注资的传统方式之外，各国也探索出非核心融资、区域开发银行、建立新多边机构、开展三方合作等新路径，以更好结合不同国际合作模式的优势。

► 在基础设施投融资领域，中国的官方和私营部门当前均已具备开展国际合作的优势，但在资金和项目方面的多边化程度仍有不足。特别是在“软联通”层面，“一带一路”多数规则的实质性执行更多依靠双边机制，国际影响力较为有限且面临潜在不稳定因素，不同层级、不同领域的标准也有待整合。究其原因，相关制度建设能力仍待进一步提升，方能更好支撑资金和技术方面的多边合作需求：国际层面，中国在设置和推行规则标准等方面的非正式影响力尚有扩大空间；国内层面，中国的发展融资体系在定位和管理等方面存在一定不足，导致对外合作的潜力未能充分释放。

► 海外经验可为中国提升国际合作效率提供参考。在构建国际规则上，美国注重发挥多边机制的资源 and 声誉优势以制定、推广基建标准，并动员私营部门在实际业务中将其执行与完善。在双多边机制联动上，日本在双边层面整合援外政策和管理体系，在多边层面积极参与引领国际体系建设，并通过人员设置、资金合作、政策对话等方式促进双边体系与多边机构密切互动。在区域合作协调上，欧盟经验表明，渐进式推动政策对接和项目统筹，同时以东道国当地的诉求为行动基准，有助于弥合各方利益分歧、推动有效分工与优势互补。

► 特别地，新兴国家在提供发展融资时面临多边话语权不足、理念和标准与现行国际治理体系不兼容等外部挑战，以及政策目标不连续、国内相关行政机构分散等内部挑战。这可能会为国际社会理解新兴国家的发展融资活动带来一定障碍，进而影响其参与引领多边合作。破题的关键在于提升与多边机制的兼容性，同时增进本国对外开放能力。这可以通过对接既有国际标准、参与现有多边体系并促进其改革、以自身行动倒逼多边机制演进，以及开展三方市场合作、完善国内制度环境等方式实现。

► 向前看，中国可对外优化参与国际合作的策略，对内构建多层次发展融资体系，从而完善其国际基建投资的多边化路径。在外部政策上，可通过设

置专项资金等方式积极参与多边合作；弥合各方的利益分歧点，动员更多国家共同参与基建投资；通过参与、引领、倒逼等多种方式，推动国际规则的完善和创新，并注重发挥私营部门的市场化优势。在内部政策上，可完善双边发展合作的法律政策与行政管理体系；为私营部门出海提供资金、信息、政策等支持，提升企业的海外展业能力；促进各层机制联动，形成以双边、三方和多边合作机制为支撑的发展融资体系。



---

以上观点来自：2024年12月23日中金研究院已发布的《以双边合作促多边发展|构建多层次“一带一路”基础设施投融资体系》

张卓然 分析员 SAC 执证编号：S0080524070003

洪灿辉 分析员 SAC 执证编号：S0080523060022

## 专题聚焦

### 各类资产如何预期降息？

12月FOMC意外的鹰派降息使得各类资产大幅波动，一方面是因为会议本身的确比市场预期得更鹰派（《[美联储还能否再降息？](#)》），另一方面也是因为各类资产本身也处于预期充分甚至亢奋的位置（《[特朗普交易的节奏与节点](#)》）。实际上，11月大选结果出炉至今短短一个多月以来，各类资产受特朗普交易和降息预期交织影响，既有反复，也有背离。例如，美债近期不断走高的过程中，美元走强，道指连续回调10天，创1978年以来最长连跌记录，但纳指却仍屡创新高。

鹰派降息后，降息交易暂时成为主导逻辑，导致美债利率和美元向上突破，美股和黄金大跌。但是，随着1月20日特朗普就任的临近，其政策影响势必将“卷土重来”，更何况我们认为美联储目前鹰派一些对美国经济与美股都不是坏事，也没必要从9月“大幅降息”的极端走到现在“无法降息”的另一个极端。因此，了解当前各类资产计入了何种预期，降息预期多少，其他政策预期多少，作为我们判断后续政策影响的参照是至关重要的。

**降息预期：多数资产计入的预期都比美联储更鹰，提供“反着做”的机会**

12月FOMC会议给2024年的降息之路画上了句号，但并非是整个降息周期的句号。一年前2023年12月的FOMC上，鲍威尔意外转鸽，称“降息进入视野”，彼时CME利率期货预期今年全年降息幅度高达150bp，利率将降至3.75%~4%。然而一年过去，目前利率不仅比去年底预期高了50bp，未来的降息空间也被压缩。实际上，今年以来，降息预期从一个极端向另一个极端的摇摆已经出现过多次，仅在9月时市场还因为“萨姆规则”触发衰退担忧而预期美联储要50bp起步降息200bp，现在看也成为过于悲观和可能再也回不去的低点（《[衰退的判断依据与历史经验](#)》）。这也再次提醒我们，在任何一个极端的位置线性外推当时的预期都是反的，当前可能又是如此（《[美联储还能否再降息？](#)》）。

美联储并非不能再降息，目前的暂停是因为：一方面本轮“软着陆”甚至不着陆的周期下，本来就不需要太多次降息，融资成本和投资回报挨得很近情

况下，过快的降息反而可能过犹不及；另一方面特朗普很多政策的确也会改变未来通胀和通胀路径，需要时间观察。因此，与市场担心的悲观看法不同，美联储提前打出富余量的方式不是坏事，可以留出更多腾挪空间，现在“鹰”后续才能“降”。

这也给资产提供了超调后的“反着做”机会。我们测算，各类资产计入的降息比美联储点阵图更为鹰派，甚至要高于CME利率期货的预期。以25bp为一次降息计算，当前各类资产计入的未来1年降息幅度为：美债（0.4次）<铜（0.5次）<CME期货（1次）<黄金（1.4次）<纳斯达克（1.9次）<道琼斯（2次）<美联储点阵图（2次）<标普500（2.3次）。

► **美债：短债隐含降息幅度不足一次。**1年期美债隐含的利率预期为4.3%，明显高于我们基于两种方式测算的3.5%的合理中枢（对应再降息50-75bp）。1）货币政策回归中性：纽约联储、里士满联储与美联储点阵图测算的自然利率平均值为1.4%，2025年PCE预计为2.1%~2.5%，因此名义中性利率为3.5%~3.8%，以此为基准再降息2-3次是合适的。2）泰勒规则：假设2025年年底失业率和通胀水平为4.3%及2.5%，等权重泰勒规则下合适的联邦基金利率为3.2%，通胀的上行风险或导致美联储实际降息幅度更小。

长债利率则已远超我们测算水平。当前10年美债利率4.6%，其中利率预期为4.16%，期限溢价0.4%。我们测算，1）利率预期：是未来短端利率的平均。我们假设2024年、2025年和2026年短端利率为美联储点阵图预测值，往后7年的短端利率为3.5%左右（1.4%自然利率+2.1%左右的长期通胀中枢），则10年美债利率预期合理水平为3.6%；2）期限溢价：假设期限溢价在缩表结束后转正，给定30~50bp区间。两者相加，10年美债利率中枢为3.9~4.1%（《[美联储还能否再降息？](#)》）。

► **铜：隐含未来1年降息不足一次，低于CME期货。**我们通过通胀预期、美元与铜价的关系，测算铜价隐含通胀预期，并假设实际利率不变，由此推算计入的10年美债利率水平。当前LME铜价（8831美元/吨）隐含的通胀预期为2.36%，加上2.22%的实际利率，铜价隐含的10年美债名义利率为4.58%，略高于真实值，对应未来1年降息12.9bp。

► **黄金：**隐含未来1年降息略高于一次，略高于CME期货。我们通过实际利率、美元与黄金的关系，测算金价隐含实际利率，并假设通胀预期不变，由此推算计入的10年美债利率水平。当前黄金价格（~2622美元/盎司）隐含的实际利率为2.06%，略低于当前2.22%的实际利率，对应未来1年降息34.3bp。

► **美股：**计入的降息预期在所有资产中最多，平均为两次左右，接近美联储点阵图。我们通过股息率、利率与美股估值的关系，测算当前估值隐含美债利率水平。美股隐含的利率水平比现在的美债利率低，隐含的降息幅度2次左右，这与美联储点阵图的指引是接近的，按多寡幅度排序分别为标普500、道琼斯和纳斯达克指数。

综合来看，以我们测算的美联储还可以降息2~3次作为基准，CME期货预期仅1次显得有些过于悲观。以这个标准看，美股计入的预期相对合理；美债利率计入的预期明显偏少、可以提供短期交易机会；铜价中计入的降息预期也偏少因此有上涨空间；黄金仅从降息预期看也不算多，但除了降息预期外还计入了其他更多的风险补偿，因此并不算便宜。

**政策预期：**债务上限之于美债，政策风险之于黄金，关税之于股市

除了降息预期外，债务上限与特朗普就任后的财政政策对于美债，政策与地缘风险对于黄金，关税路径对于股市，也将产生不同的影响。具体来看，

► **长端美债的上行主要反应供给因素和增长预期，而非加息担忧和通胀预期。**10年美债利率从12月6日4.15%的低点上升到4.56%，近40bp，其中37bp都是由期限溢价贡献，而反映加息担忧的利率预期基本不变；类似的，以实际利率和通胀预期拆解，37bp由实际利率贡献，通胀预期贡献也很有限。究其原因，美国财政部预期2025年一季度的美债发行量高达8230亿美元，是2023年三季度以来的新高，可能解释了期限溢价的走高。这说明，近期长端美债利率的走高，是来自供给因素而非加息担忧，是增长预期而非通胀预期，这也解释了为何12月以来美债利率走高，但美股反应并不大。

往前看，债务上限将影响美债短期走势，但若顺利解决则提供交易性机会。债务上限久拖不决意味着财政部需要消耗TGA账户现金来暂时腾挪，也会因此

加大债务上限解决后需要重新补偿TGA的供给压力。目前10年美债中的期限溢价约50bp，从绝对水平看已接近去年10月发债高峰对应的高点，但从底部上行的幅度（73bp）还少于2023年债务上限解决后财政部大举发债后的抬升幅度（140bp）。往后看，1月1日再度生效的债务上限值得关注。如果久拖不决可能导致后续发债补偿TGA的供给压力，再加上新一届政府就任后的财政支出预期，都可能增加期限溢价短期走高的可能。但如果谈判顺利解决，这一供给波动就会被平滑过去，不至于导致供给激增。考虑到共和党2025年控制国会两院，我们倾向于后者。因此，当前美债利率4.6%从降息预期和供给因素看已显偏高（我们测算合理中枢3.9-4.1%），将提供阶段性的交易性机会。

► **美股短期关注波动，回调后提供再配置机会。**我们此前在《[美股还有多少空间？](#)》中提示，短期在乐观预期的持续加持下，美股估值已经处于高位，需要关注“涨出来的风险”，近期回调也验证了我们的看法。从上文中测算的计入降息预期看，美股的幅度并不夸张。但如果从股权风险溢价看，当前美股仍不“便宜”，仍需关注短期是否会有扰动。当前标普500指数ERP仅有0.02%，与11月6日特朗普当选后接近，也是科技泡沫以来的最低水平。因此若一些数据不及预期或特朗普当选后的政策推进顺序与程度不乐观，都有可能引发市场情绪的部分“纠偏”。

但我们对美股中期走势不悲观，跌多了可以再度配置。从经济周期看，我们预期美国经济在2025年中或重拾上行动能，给美股提供盈利支撑。若债务上限问题较快解决，一季度短债发行也可进一步释放隔夜逆回购规模，从金融流动性上支持美股走势。从长期趋势看，科技趋势等三大支柱只要不出现逆转，美股的趋势可能尚未被破坏。基准情形下，我们测算盈利增长10%对应标普500指数6300~6400点。

从短期交易角度：1) 点位上，标普和纳指关键支撑位在5700和19000左右，意味着只要不因资金平仓等交易和意外因素跌破，就能在这一位置震荡消化。2) 时间上，关注1月多项催化剂，如1月非农和通胀，1月20号特朗普就任后政策进展，1月29号美联储议息，1月中旬开始的四季度业绩期。如果平稳度过的话，将是更好的配置时机。

► **黄金计入的风险补偿较高，关注短期透支风险。**当前黄金价格为2622美元/盎司，高于我们基于实际利率和美元基本面模型测算的合理水平为2400美元/盎司。不过2022年俄乌冲突之后，黄金实际走势经常与上述基本面模型背离，背离的部分可以看作是对地缘局势、局部“去美元”需求的额外补偿。通过拆解，我们发现这一额外补偿在2022年之后，中枢至少抬升100美元。但即便考虑到这一风险补偿（2500美元/盎司），当前价格也是偏高的，这是为什么近期金价经常在一些因素催化下出现急跌。因此，即便长期处于对冲不确定性角度仍有配置价值，我们建议关注美元突破带来的短期透支风险。

► **中国市场当前计入的风险溢价基本合理，且与2019年第三轮关税时水平相当。**当前港股恒生指数计入的风险溢价ERP为7.46%，基本接近2024年5月的水平。从政策和基本面角度，9.24以后出台的各项政策对比当时的政策预期也是基本合理的，不像10月初那么极端，因此我们认为市场在这一水平能得到支撑。

从关税预期角度，当前的ERP与2019年5月相当，彼时美国进一步调高2000亿美元清单关税，从10%至25%，但中国市场对关税冲击逐渐“脱敏”，虽有波动但整体位置区间震荡，表现明显好于2018年，这与当时国内政策对冲以及基本面修复有关。从这个意义上看，如果后续关税只有10%且逐步加码的话，对市场的影响可能也与2019年大体类似，一是因为市场预期充分，二是因为基本面影响也可控（《[关税政策的可能路径与影响](#)》）。相比之下，上证指数ERP为6.43%，横向对比略低于2024年5月水平，也与2019年5月接近，纵向对比则明显低于港股。

---

以上观点来自：2024年12月22日中金公司研究部已发布的《各类资产如何预期降息？》

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

李雨婕 分析员 SAC 执证编号：S0080523030005 SFC CE Ref: BRG962

## 附：一周主要研报回顾

### 宏观

- 2024.12.25 海外宏观专题报告：再思考：特朗普2.0的政策顺序及影响
- 2024.12.27 中国宏观热点速评：费用下降，利润降幅收窄——2024年1-11月工业企业利润点评

### 策略及大宗商品

- 2024.12.28 全球资金流向监测：外资低配比例回到4月水平

### 固定收益

- 2024.12.23 简评：地方债发行增加，非银机构积极增持——2024年11月中债登、上清所债券托管数据点评
- 2024.12.23 信用分析周报：中国信用债评级调整周报
- 2024.12.25 信用分析周报：中国短期融资券及中期票据信用分析周报
- 2024.12.26 信用分析周报：中国公司债及企业债信用分析周报
- 2024.12.27 简评：南药转债上市定价分析
- 2024.12.27 简评：华医转债上市定价分析
- 2024.12.28 信用债收益率跟踪周报：理财开始回表，信用利差中短端继续被动走扩
- 2024.12.28 专题研究：2024年债持不炒的中债和波段交易的美债回顾

### 行业

- 2024.12.23 软件及服务：AI动态跟踪：字节火山大会拉开帷幕，AI全链进展滚滚向前
- 2024.12.23 公用事业：2025年江苏年度交易电价降幅高于市场预期
- 2024.12.23 REITs：公募REITs周报（12.16-12.20）：保租房与消费板块继续领涨，关注节奏与结构
- 2024.12.23 可选消费：冰雪经济：长坡厚雪，乐趣体验
- 2024.12.23 商业不动产：商管运营商投资价值分析框架初探
- 2024.12.23 保险：时间换空间：偿二代二期“过渡期”延长
- 2024.12.23 日常消费：软饮料系列报告三——运动饮料：全民运动开拓赛道新风向
- 2024.12.24 不动产与空间服务：周评#420：新房销售环比有增，二手房降近一成
- 2024.12.24 科技硬件：AI浪潮之巅系列之十八：AI Agent，大模型落地下一站

- 2024.12.24 化工：化工11月月报：化工盈利和估值均处于低位
- 2024.12.24 主题研究：11月出口数据环比下降，海外需求表现分化
- 2024.12.24 电力电气设备：风电行业复盘与展望系列（4）：十四五末年与历史两轮抢装年的同与不同
- 2024.12.25 主题研究：多晶硅期货上市、硅料龙头联合宣布减产，硅料去库趋势确立、长期市场供需持续向好
- 2024.12.25 不动产与空间服务：如何看待产业园REITs？
- 2024.12.25 金融：飞机及其他多元租赁2025展望：行稳致远
- 2024.12.25 交通运输物流：在不确定性中拥抱确定（7）——如何看待交运红利资产近期行情及后续走势？
- 2024.12.25 日常消费：休闲食品行业系列三：零食量贩渠道发展复盘及展望
- 2024.12.26 石油天然气：中国天然气2025年展望：量增放缓，改革和整合加速
- 2024.12.26 REITs：REITs新股系列研究（4）：易方达华威农贸市场REIT
- 2024.12.26 传媒互联网：云3Q24回顾：AI应用竞争升级，积极看待云业务潜力
- 2024.12.26 科技：3Q24美股SaaS公司业绩回顾：AI商业化仍处早期，宏观提振有望支撑业绩发力
- 2024.12.26 电信服务：电信服务2025年展望：5G春华秋实，AIDC如日方升
- 2024.12.26 医疗健康：生物医药2025年展望：稳健红利基本盘，创新与出海
- 2024.12.27 新能源汽车：AI服务器电源崛起，车载电源有望降维拓展
- 2024.12.27 REITs：REITs新股系列研究（5）：国泰君安济南能源供热REIT
- 2024.12.27 科技硬件：智算未来系列十三：AEC，数据中心内部高速短距连接性价比之选
- 2024.12.27 有色金属：小金属的大逻辑
- 2024.12.27 汽车及零部件：汽车及出行设备2025年展望：自主崛起，关注龙头机遇和技术创新
- 2024.12.28 汽车及零部件：智能驾驶系列十：速攀发展曲线，乘用车智驾2025年或迎量变到质变

## **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