



华安证券
HUAAN SECURITIES

证券研究报告

2024年8月19日

当下更接近“特朗普交易” 的哪个阶段？

分析师：郑小霞

SAC执业证书号：S0010520080007 联系方式：zhengxx@hazq.com

分析师：张运智

SAC执业证书号：S0010523070001 联系方式：zhangyz@hazq.com



核心结论：超配美债，待降息落地后超配美债、美股与贵金属

- 四个阶段与美国经济基本面和美联储货币政策变化对应性较好。其中，第一阶段对应经济向好、美联储加息；第二阶段对应美联储继续加息但经济走弱；第三阶段为降息后经济回暖；第四阶段为疫情冲击后大规模纾困政策。
- 结合美国经济基本面和美联储货币政策走向看：当下交易第二阶段（超配利率回落概率较大的美债），美联储降息以及美国大选结果逐步明朗后逐步交易第三阶段（超配美股、美债和贵金属，低配原油和铜）。
- 风险提示：历史规律比较的局限性；美联储货币政策走向超预期；美国经济与借鉴期存在区别等。

四个阶段大类资产表现与基本面、美联储政策对应性较好

| 资产类别 | 资产 | 单位 | 第一阶段 (2017.1-2018.9) | 第二阶段 (2018.10-2018.12) | 第三阶段 (2019.1-2020.2) | 第四阶段 (2020.3-2020.12) |
|------|---------------|-------|-------------------------|---------------------------|-------------------------|--------------------------|
| 权益 | S&P500指数 | 指数点 | 27.87% | -13.97% | 17.85% | 27.14% |
| | 纳斯达克指数 | 指数点 | 49.07% | -17.01% | 33.68% | 52.31% |
| | 道琼斯工业指数 | 指数点 | 33.20% | -11.83% | 8.92% | 20.45% |
| 债券 | 2Y美债收益率（名义） | % | 162BP | -33BP | -162BP | -73BP |
| | 10Y美债收益率（名义） | % | 60BP | -36BP | -156BP | -20BP |
| | 10Y美债收益率（实际） | % | 51BP | 7BP | -126BP | -78BP |
| 大宗商品 | WTI原油（期货结算价） | 美元/桶 | 38.70% | -38.01% | -1.43% | 8.40% |
| | COMEX铜（期货收盘价） | 美元/磅 | 2.48% | -5.42% | -3.24% | 37.76% |
| | 伦敦黄金现货价 | 美元/盎司 | -2.11% | 7.95% | 25.61% | 17.25% |
| 汇率 | 名义美元指数 | 指数点 | -2.08% | 1.55% | 1.81% | -5.38% |

基本面对应情况

| | | | | |
|-----------------|----------|---------|-----------|--------------|
| 经济增长（GDP环比折年率） | 强劲：2%及以上 | 走弱：跌破2% | 恢复：重回2%以上 | 冲击后修复 |
| 美联储货币政策（联邦基金利率） | 收紧：持续加息 | 收紧：持续加息 | 放松：转向降息 | 极度宽松：0%利率+QE |

资料来源：Wind，华安证券研究所。注：1.阶段划分依据详见后文PPT；2.以上阶段涨跌幅/变动基于月收盘价计算。



目录

1

2017年特朗普主要政策及其影响

2

上一轮特朗普政策对大类资产的影响

3

展望：当下如何借鉴“特朗普交易”？

财政政策（1）：大规模减税，降低企业和个人税收负担

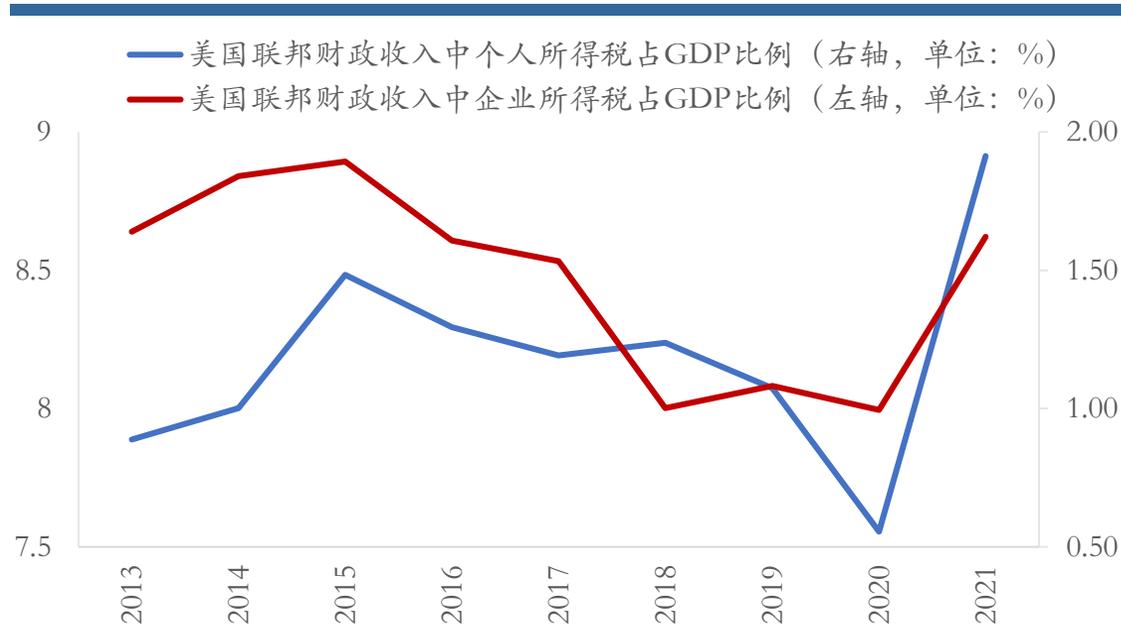
- ▶ **特朗普实施大规模减税政策。**2017年12月美国总统特朗普签署了《减税与就业法案》，拟从2018年起减税1.4万亿美元，是自1986年里根总统税改后重大的税改。主要举措包括：①保留七级税率结构，降低边际税率，将最高边际税率从39.6%降至37%；②提高标准扣除额：单身申报者由6500美元提高至12000美元，夫妻联合申报由13000美元提高至24000美元；③企业所得税税率从35%下降到21%；④取消可替代最低税制；⑤遗产税起征点由545万提升至1090万美元。
- ▶ **个人所得税与企业所得税降幅明显：**在2016年至2020年间，美国联邦财政收入中个人所得税占GDP比例由8.29%下降到7.56%，共下降了0.73个百分点；美国联邦财政收入中企业所得税占GDP比例由1.61%下降到1%，共下降了0.61个百分点。减税效果十分明显。

特朗普税改法案前后税率对比

| 种类 | 税改前税率 | 税改后税制 |
|----------|----------------------------------|--------------------------------|
| 个人所得税 | 七级：10%、15%、25%、28%、33%、35%、39.6% | 七级：10%、12%、22%、24%、32%、35%、37% |
| 标准扣除额 | 单独报税6350美元，夫妻共同报税12700美元 | 单独申报12000美元，夫妻共同报税24000美元 |
| 替代性最低限额税 | 限制高收入者的特定税收优惠 | 废除 |
| 企业所得税 | 35% | 21% |
| 遗产税 | 起征点为545万美元 | 起征点为1090万美元 |
| 直通实体 | 所得直接归属所有者个人，便感召个人所得税率纳税 | 对于非工资薪金部分的收入新增20%的税前扣除 |

资料来源：美国《减税与就业法案》，华安证券研究所整理。

个人所得税与企业所得税降幅明显



资料来源：Wind，华安证券研究所。

财政政策（2）：扩大赤字以进行大规模基建

- 为刺激国内经济，特朗普主张实施大规模基建计划。2018年初，特朗普提出了1.5万亿美元的基建计划。典型举措包括：①基础设施激励计划1000亿美元，各州建立一个相当于项目成本80%的可持续非联邦资助资金流，联邦将承担剩余的20%，主要针对交通、水管和下水道。②农村基础设施项目500亿美元，由联邦政府拨款给各州，范围包括运输、供水、排污、宽带和电力。③转型项目200亿美元，其中联邦政府将根据项目情况投入30%、50%或80%的项目成本。
- 特朗普政府时期大幅度提高财政赤字：财政赤字逐年增长，自2016年至2019年赤字由3.2%上升至4.6%，共上升了1.4个百分点。

特朗普上任之后持续寻求大规模基建计划

| 时间 | 时任美国总统特朗普拟推进基建计划 |
|------------------------|---|
| 2016年竞选期间 | 未来10年基建规模5500亿美元。 |
| 2017年2月 | 由于2017年国会议程已排满，推迟基建方案至2018年。 |
| 2017年3月 | 要求美国国会通过1万亿美元的基建法案。 |
| 2018年1月 首次国情咨文演讲 | 要求美国国会通过至少1.5万亿美元基建投资法案，并呼吁两党加强合作。 |
| 2018年2月 向国会提交基建投资计划 | 计划未来10年利用2000亿美元的联邦资金，来撬动地方和州的税收，以修复美国的基础设施，重建公路、铁路、机场、桥梁、水路、电网等等 |
| 2018年11月 | 呼吁两党合作，并寻求多样化的基建方案。 |
| 2019年4月 | 众议院议长佩洛西表示，近期将于美国总统特朗普商讨，并对达成计划保持乐观，预计基建计划至少需要1万亿美元的规模，希望接近2万亿美元。 |

资料来源：新华社、环球网等，华安证券研究所。

特朗普政府时期大幅度提高财政赤字



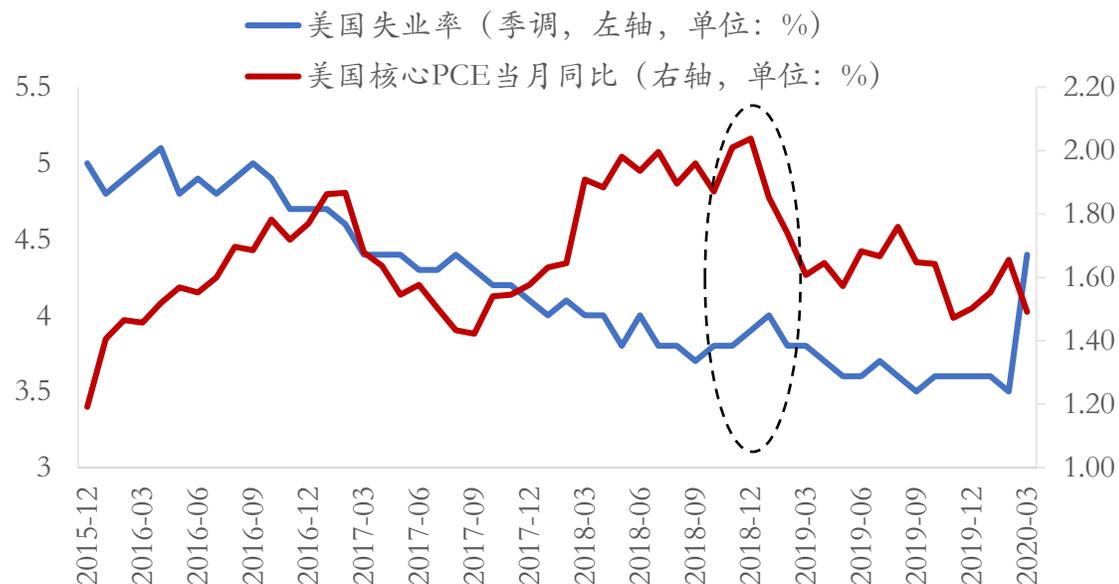
资料来源：Wind，华安证券研究所。



就业政策（1）：注重美国本土就业机会，失业率稳中有降

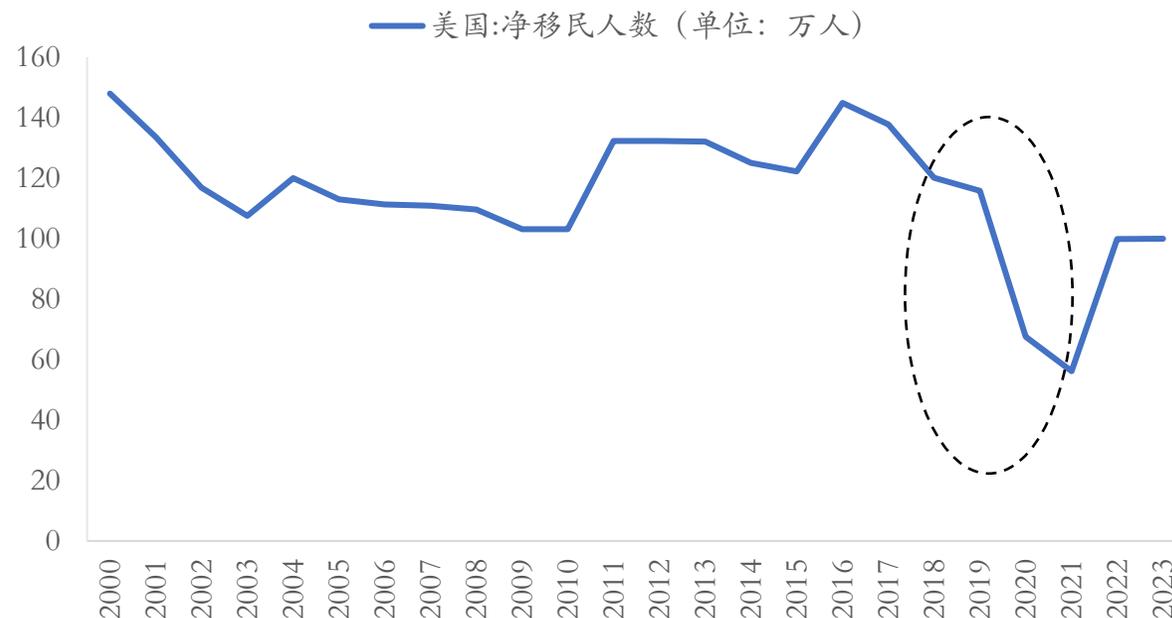
- ▶ **注重美国本土就业机会。**作为总统竞选的重要承诺之一，特朗普上台后就开始着力推动美国本土就业增长。一方面，特朗普通过减免个人所得税、企业所得税等提高在美国投资和就业的吸引力。另一方面，特朗普政府通过实施贸易保护手段，吸引已外流的制造业“回流”美国以及本国企业留在美国本土发展。
- ▶ **就业情况得到明显改善：**从失业率来看，除2018年Q4有小幅上升外，其余时间呈现出下行的趋势，自2016年3月至2020年3月由5%下降到4.4%，共下降了0.6个百分点。此外，特朗普还实施了较为严格的移民管理，以便将就业机会更多向美国当地居民倾斜。从移民人数来看，特朗普时期移民人数大幅下降，自2018年至2021年由120.08万人下降到56.16万人。

除2018年Q4外，失业率整体下行



资料来源：Wind，华安证券研究所。

特朗普时期美国移民人数大幅下降



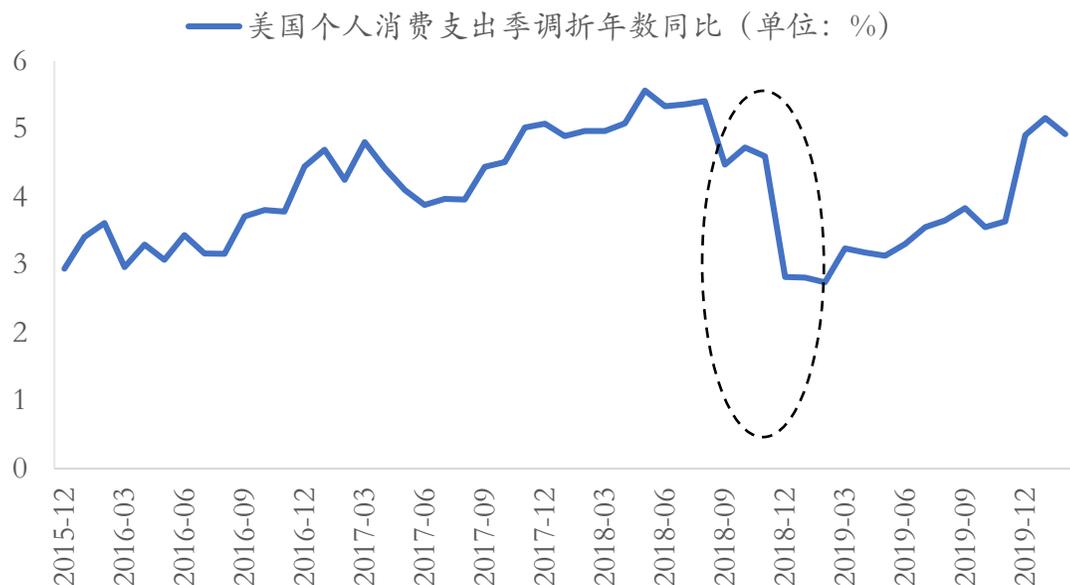
资料来源：Wind，华安证券研究所。



就业政策 (2) : 工资维持较高增速, 消费表现较好

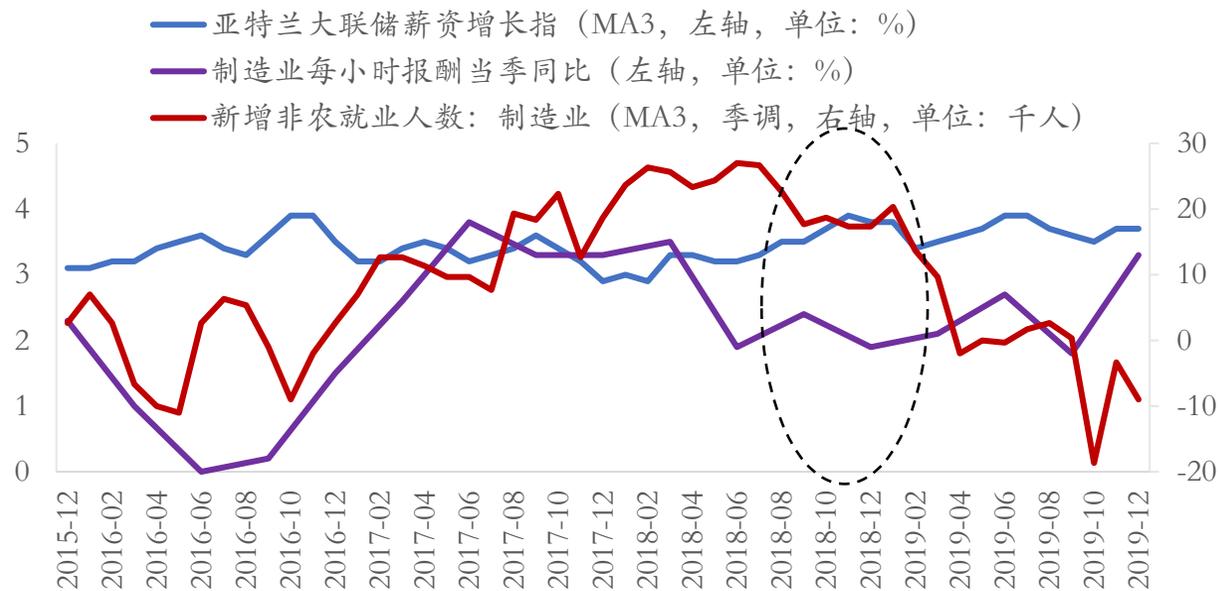
- ▶ 在刺激本土就业与限制移民政策支持下, 美国本土工资维持较高增速, 国内消费维持较高增速。但2018Q4开始, 前期减税政策效果边际走弱, 美国本土产业工人不足的问题逐步暴露, 叠加美联储维持较高的利率水平, 美国工资与就业增速回落。进入2019年后, 制造业非农就业人数增长和消费增速开始下降, 直至美联储开启预防式降息后才有所改善。
- ▶ 美国居民部门消费表现整体表现较好。在工资维持较高增速和减税政策的双重利好影响下, 美国个人消费支出在2018年Q4之前表现较好。但2018年Q4受经济放缓影响, 美国个人消费支出季调折年数同比由4.48%下降到2.82%。后续随着美联储货币政策转向, 美国居民消费增速逐步回暖。

除2018年Q4外, 消费维持较高增速



资料来源: Wind, 华安证券研究所。

2018年Q4开始工资与就业增速开始回落



资料来源: Wind, 华安证券研究所。



货币政策：出于其政治目的，向美联储施压

- ▶ 时任美国总统特朗普出于其政治目的，频繁要求美联储降息利率。由于时任美国总统特朗普的政策框架中，将扩大基建计划作为其推动美国经济增长的重要手段，而降低政策利率对于扩大基建、实施扩张性财政政策而言非常重要。因此，在2018年鲍威尔就任美联储主席后，时任美国总统特朗普多次对鲍威尔施压，要求其降低利率水平。
- ▶ 通胀回落成为2019年美联储降息的直接催化。2019年开年后，核心PCE回落至年度预测值之下。2019年降息时点的美联储议息会议声明也表明了通胀回落支撑美联储开启降息。

2019年8月美联储议息会议强调通胀维持低位

| 议息会议时间 | 美联储议息会议声明关键措辞变化 |
|---------|---|
| 2019年6月 | 以12个月为维度，总体通胀和核心通胀维持在2%以下，基于市场度量的通胀补偿下降（have declined）。 鉴于不确定因素和温和的通胀压力，美联储将密切关注后续信息对经济前景的影响，并将采取适当措施以维持经济扩张，达成劳动力市场强劲、通胀率2%的目标。 |
| 2019年8月 | 以12个月为维度，总体通胀和核心通胀维持在2%以下， 基于市场度量的通胀补偿维持低位（remain low） 。 鉴于 全球经济形势展望 和温和的通胀压力，美联储决定降低联邦目标利率区间至2%-2.25%。 |

资料来源：美联储议息会议声明，华安证券研究所。

时任美国总统特朗普多次表态要求美联储降息

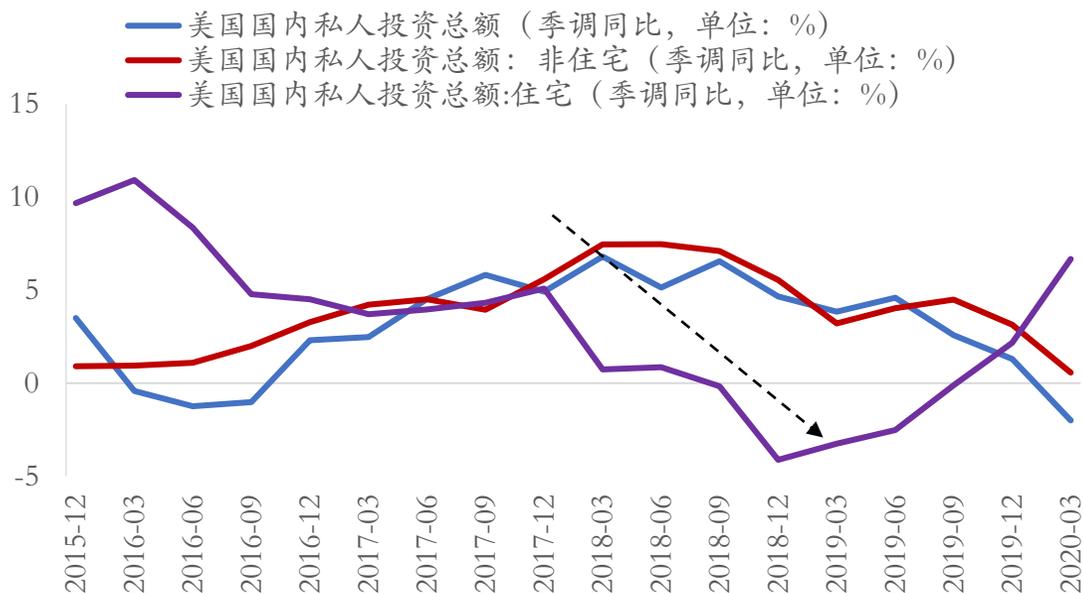
| 时间 | 事件 |
|----------|---|
| 2018年10月 | 特朗普表示不会解雇鲍威尔，但将美股2月份以来最严重的跌势归咎于“已失控”的美联储，称“我所面临的 最大威胁就是美联储，因为美联储当前加息速度过快 ”。 |
| 2018年11月 | 特朗普在华盛顿接受采访时称，“我希望 美联储降低利率，与其他人相比，对我们来说美联储更是个问题 。” |
| 2019年6月 | 特朗普推特上表态“想想如果 美联储做对了，会发生什么。道指上涨数千点，GDP增幅达到4%区间甚至是5%区间。现在，当我们需要降息和放宽货币政策来弥补其他国家对我们的不利时，他们却像顽固不化的孩子一样固执己见。把事情搞砸了! ”。 |
| 2019年8月 | 特朗普再度打破总统不干预货币政策的传统，要求美联储“ 至少降息100个基点 ”。 |

资料来源：环球网，华安证券研究所整理。

投资政策：“制造业”回流下投资增速较高，但高利率抑制房地产

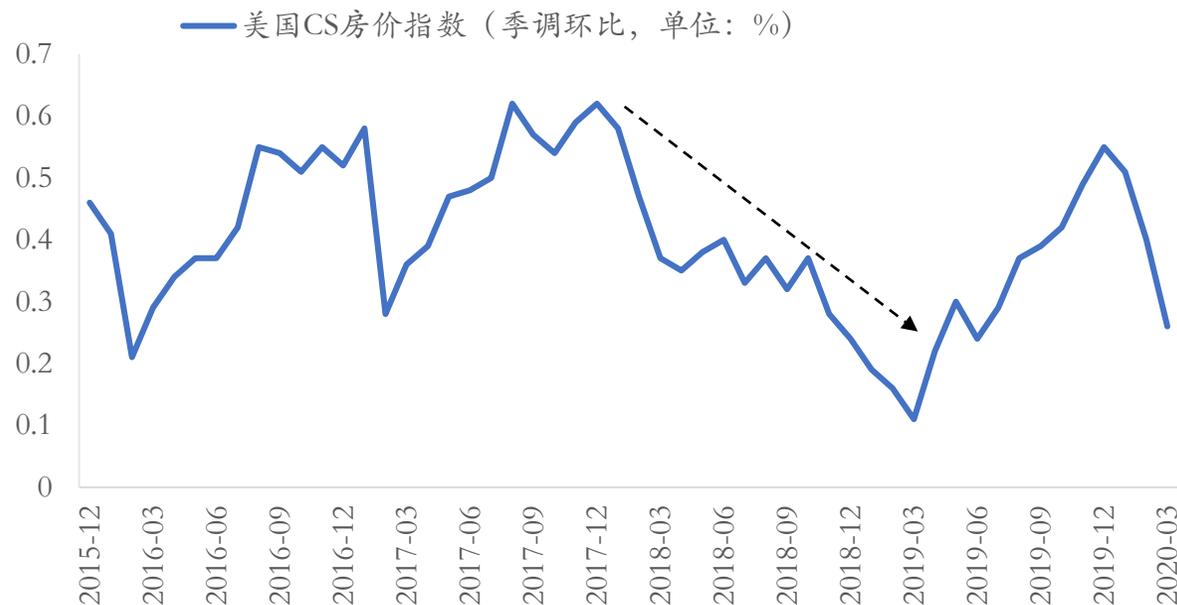
- ▶ **特朗普强力推动“制造业”回流。**作为竞选时争取选民支持的重要政策主张，特朗普在税收、加快审批速度等多个方面加强制造业“回流”力度，同时配合行政命令将制造业企业留在美国本土。如：①2016年12月，特朗普强行阻止美国大型空调企业开利空调（Carrier Corporation）将工厂迁往墨西哥，承诺提供700万美元的减税优惠。②2017年1月，特朗普通过推特威胁美国汽车制造商，如果将生产转移到墨西哥，将需要支付大额关税。随后福特、菲亚特克莱斯勒纷纷表态将在美国本土建厂。
- ▶ **政策支持下投资增速较好。**自2017年12月至2019年3月，美国国内私人投资总额同比增速十分可观，总体维持在5%左右的水平，但受到高利率的影响，地产投资同比大幅下降，由5.09%下降到-3.26%，共下降8.35个百分点。同时，受美联储持续加息影响，美国地产持续走弱。2017年12月至2019年3月，美国CS房价指数季调环比由0.62%下降到0.11%，共下降0.51个百分点。

整体投资增速较好，但高利率抑制地产投资



资料来源: Wind, 华安证券研究所。

2018年起美国房价持续回落

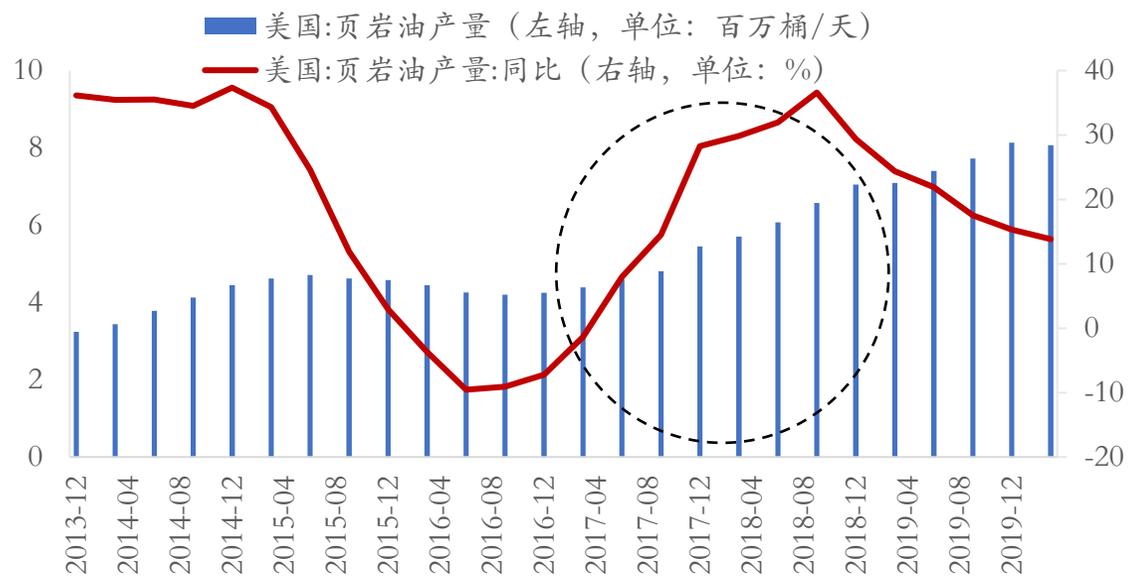


资料来源: Wind, 华安证券研究所。

能源政策：注重传统能源开发

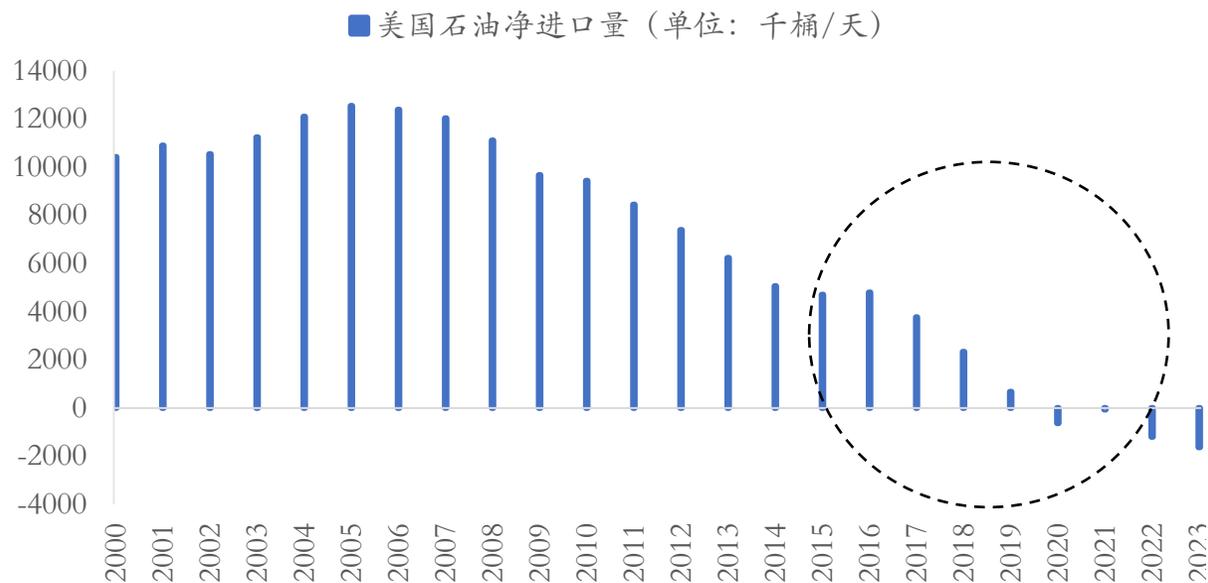
- ▶ **特朗普能源政策注重传统能源开发。**其中：①支持能源开发，保护煤炭开采，解除对能源生产的限制，包括石油、天然气、核能、水力发电等。②降低能源价格，反对实施碳税。③促进能源出口，支持美国能源产品的出口，特别是液化天然气。④反对激进环保主义。
- ▶ **传统能源开发效果显著，美国从石油净进口国转变为净出口国。**在特朗普政策主导下，美国页岩油产量快速增加，自2017年3月至2019年3月，页岩油产量从4.39百万桶/天上升到7.09百万桶/天，维持较高增速。与此同时，美国石油对外依赖度下降，自2015年至2023年美国石油净进口量从4710.57千桶/天下降到-1635.85千桶/天，转变为石油净出口国。

美国页岩油产量快速增加



资料来源：Wind，华安证券研究所。

美国石油净进口量大幅回落



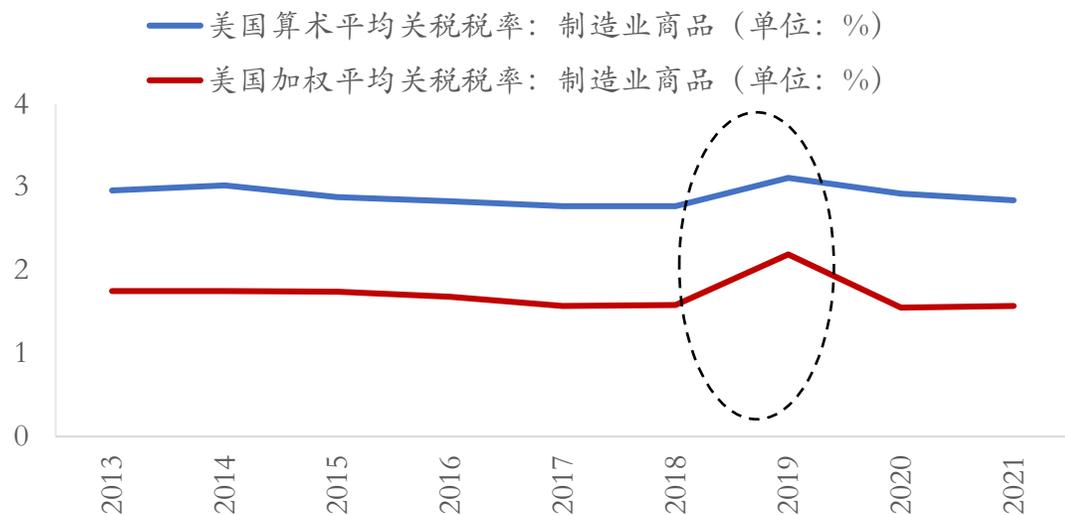
资料来源：EIA，华安证券研究所。



贸易政策：贸易摩擦影响在2019年逐步显现

- ①中美贸易摩擦：2018年开始，特朗普宣布将对从中国进口的商品大规模加征关税，挑起中美经贸摩擦。
- ②美欧贸易摩擦：2018年，特朗普对从欧盟和其他地区进口的64亿欧元钢铝产品加征关税。
- 贸易摩擦影响在2019年逐步显现。2019年，美国关税上升0.61个百分点，2019年美国中间品进口占GDP之比下降2个百分点，2019年美国进口占GDP之比下降1.6个百分点

仅2019年美国关税税率明显抬升

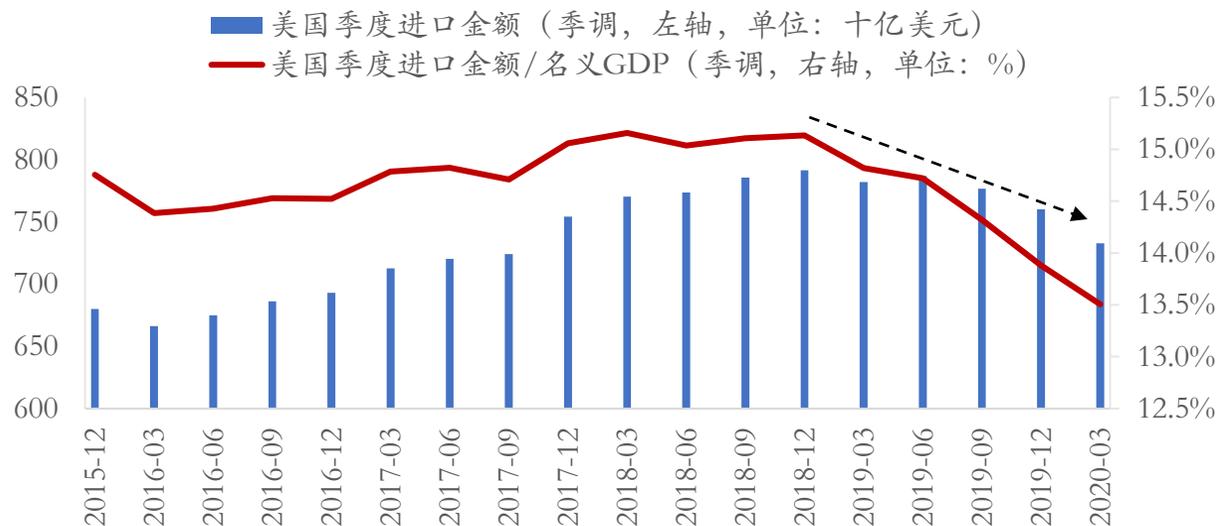


资料来源：世界银行，华安证券研究所。

2019年美国中间品进口占GDP之比大幅回落



2019年美国进口占GDP之比大幅回落



资料来源：Wind，华安证券研究所。



目录

1

2017年特朗普主要政策及其影响

2

上一轮特朗普政策对大类资产的影响

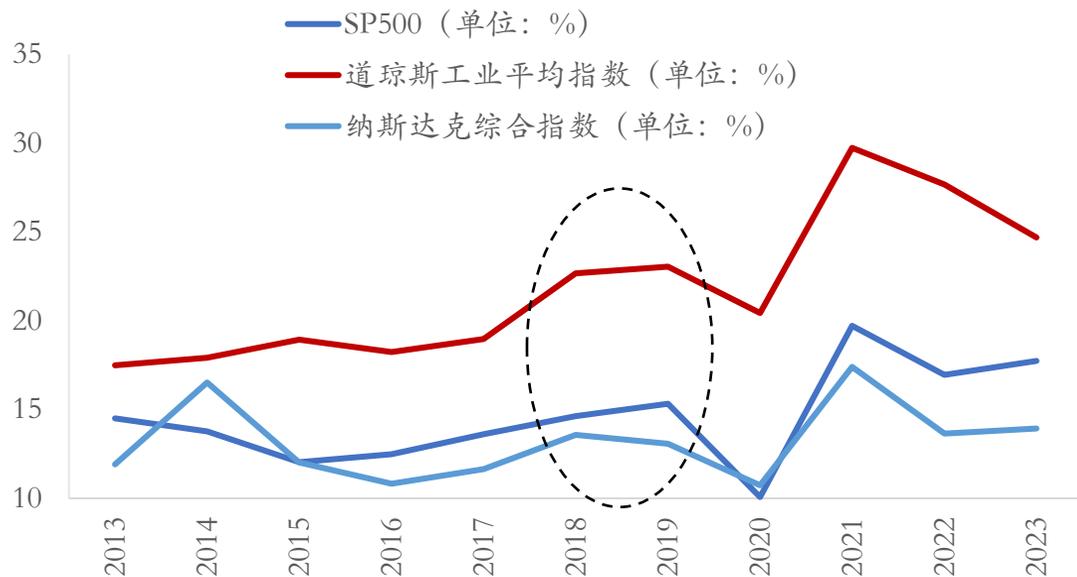
3

展望：当下如何借鉴“特朗普交易”？

2.1 美股：减税提振利润，2019年降息推升估值

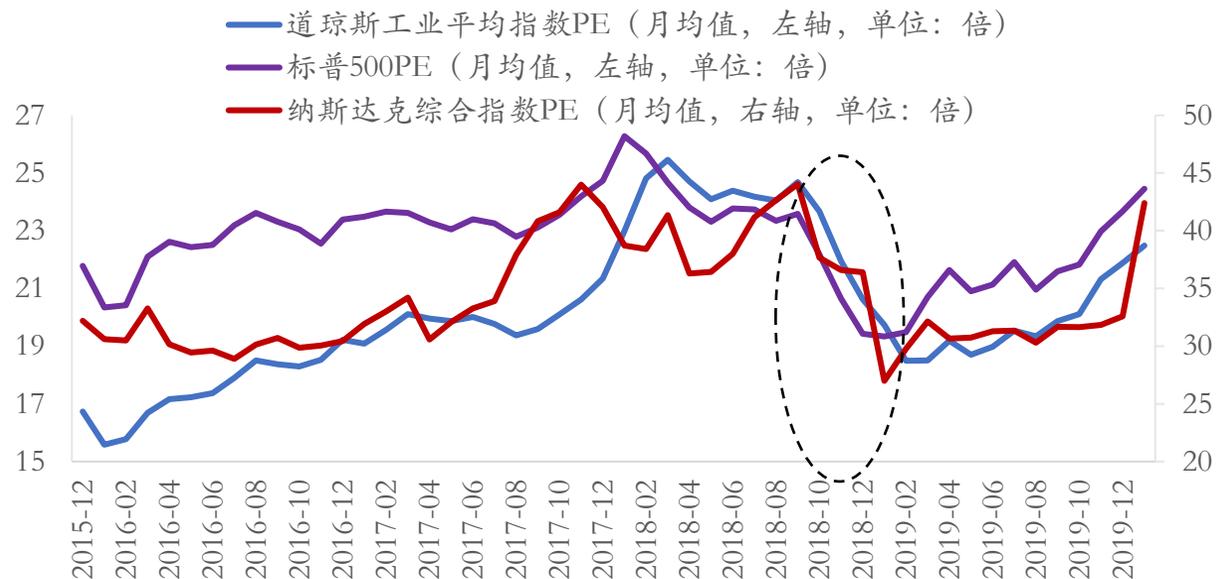
- ▶ 特朗普任期内美股涨幅较大，即使剔除了疫情期间，2017-2019年美股也表现较好。美股表现强势的原因在于：
 - ✓ ①**减税提振利润**。2017年底特朗普税改法案通过后，受益于减税，2018年美股三大股指ROE改善最为明显，2019年ROE已有小幅提振。其中，S&P500成分股ROE提升1.03个百分点，道琼斯工业指数ROE提升3.7个百分点，纳斯达克综合指数ROE提升1.93个百分点。
 - ✓ ②**减税与美联储降息轮番推升估值**。2017年由于特朗普减税美股预期抬升，全年美股估值水平持续向上。伴随减税落地后，2018年Q1-Q3整体表现平稳变动较小，2018年Q4由于美联储继续加息抑制估值。但进入2019年后，由于美联储货币政策转向降息，再次推动美股估值抬升。

受益于减税，2018年美股ROE改善最为明显



资料来源：Wind，华安证券研究所。

2018年四季度因美联储继续加息抑制估值

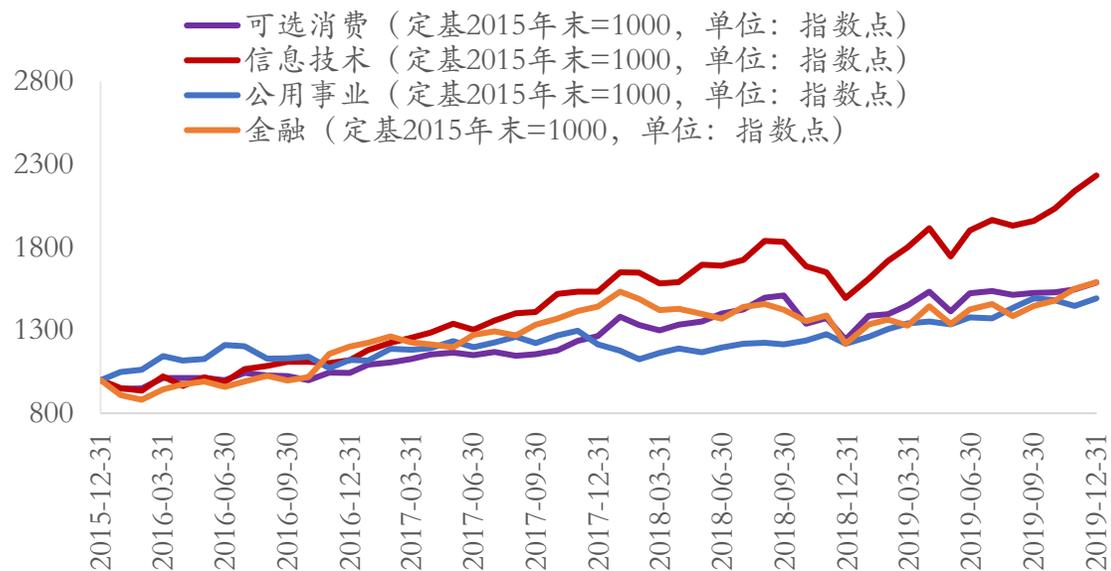


资料来源：Wind，华安证券研究所。

2.1 美股：从行业上看，信息技术、金融表现较好，能源、房地产表现较差

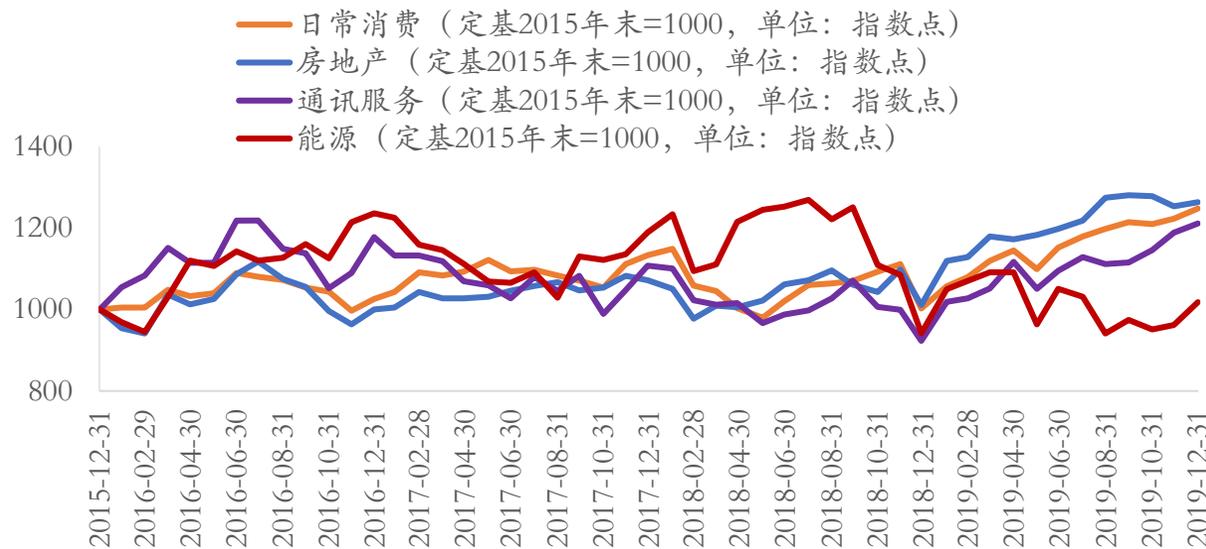
- 以2015年年底为基期，2016年至2019年美股行业排名相对靠前的是信息技术和金融，排名相对靠后的是能源和房地产。
- ✓ ①信息技术：受益于特朗普减税政策与信息技术行业发展周期，S&P500中信息技术成分股大幅上涨223%。
- ✓ ②金融：受益于经济基本面向好、信贷质量改善，金融行业增速较快，S&P500中金融股上涨了59%。
- ✓ ③能源：受到特朗普能源政策以及国际油价基本稳定影响，能源行业波动幅度较大，S&P500中能源股仅上涨了18%。
- ✓ ④房地产：美联储高利率下，美国房地产基本面走弱，S&P500中地产股上涨了26%。

2017-2019年标普500成分中排名前四行业



资料来源：Wind，华安证券研究所。注：数据以2015年12月标准化为1000。

2017-2019年标普500成分中排名后四行业

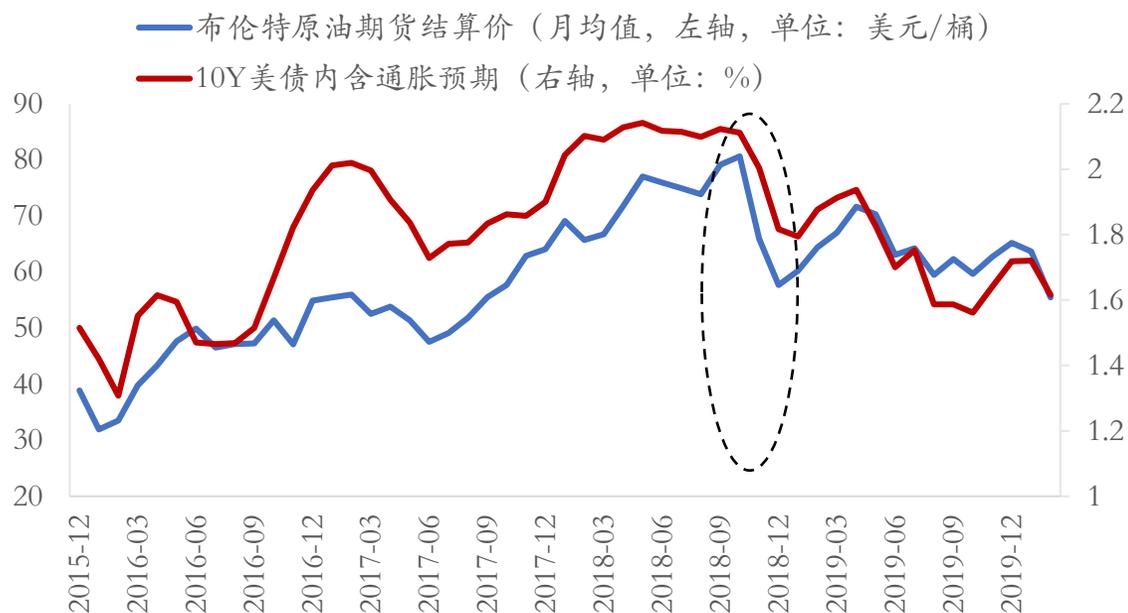


资料来源：Wind，华安证券研究所。注：数据以2015年12月标准化为1000。

2.2美债：最后一次加息前见顶回落

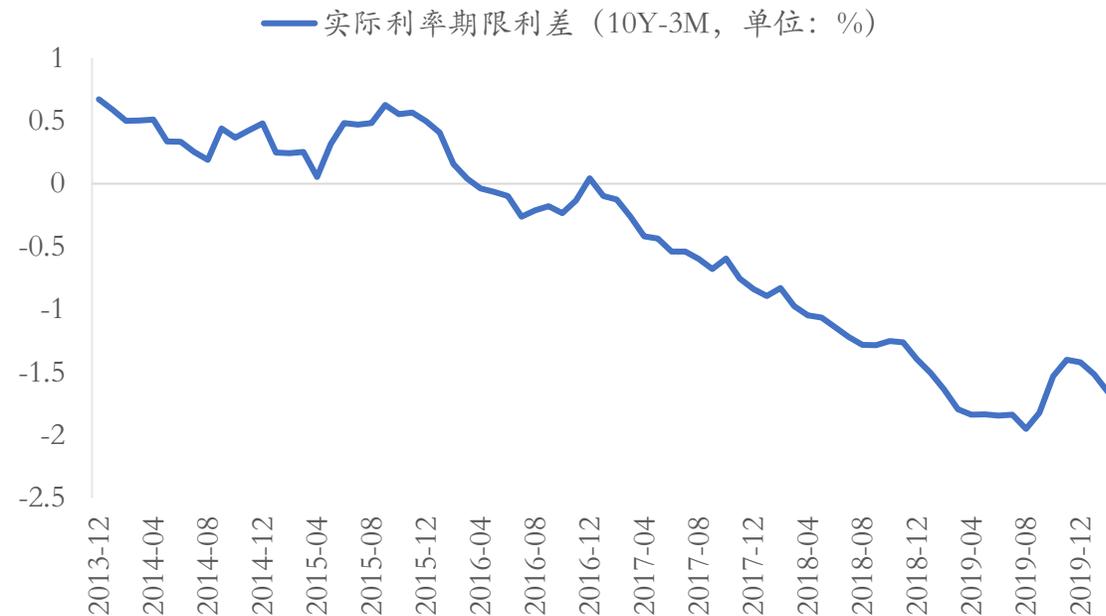
- 根据伯克南三因素框架分析，美债主要受美联储货币政策影响。
- ✓ ①短期实际利率：跟随美联储货币政策变动，2018年之前持续上升，2019年开始下降。
- ✓ ②实际利率期限利差：加息后美国经济增速放缓概率提升，在负值区间持续扩大。
- ✓ ③内含通胀预期：跟随油价变动，在2018年达到峰值，之后持续下降。

油价下跌带动内含通胀预期回落



资料来源：Wind，华安证券研究所。

实际利率期限利差在负值区间扩大

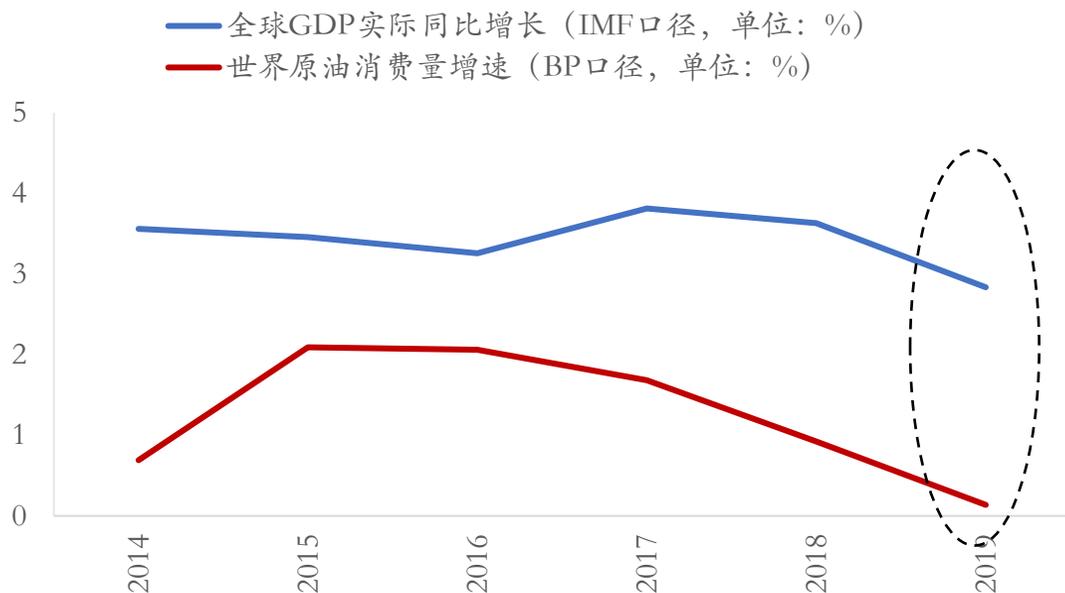


资料来源：Wind，华安证券研究所。

2.3大宗商品（1）：贸易摩擦引至全球需求维持弱势，能源与金属表现欠佳

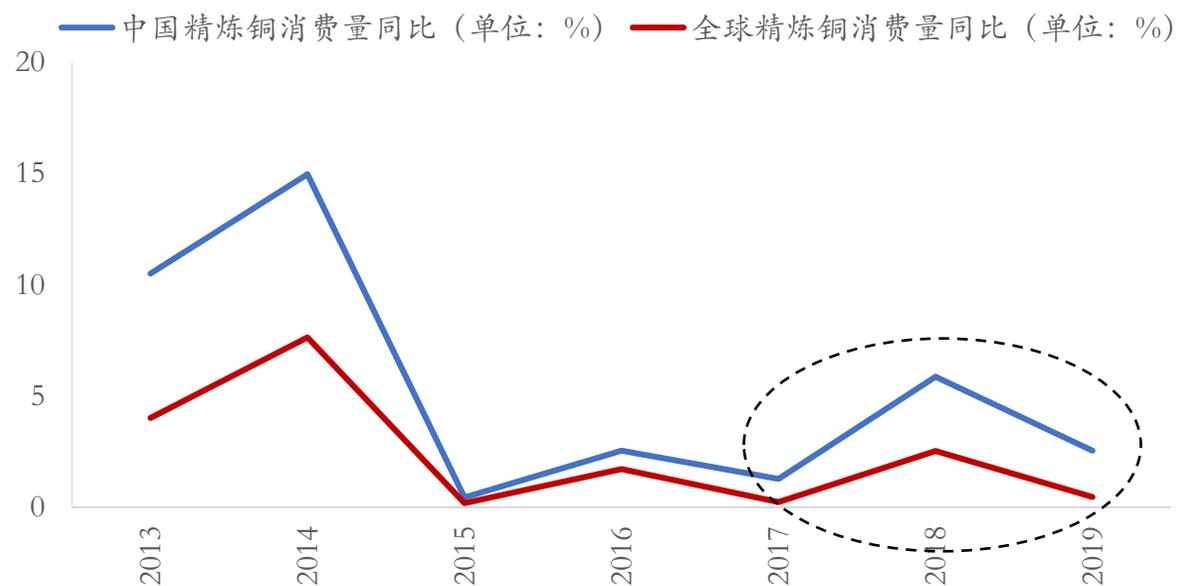
- ▶ 2018年之前受益于全球经济复苏，原油和铜需求整体尚可。世界原油消费量增速维持在1.5%左右的水平，全球GDP实际同比增长也维持在3.5%左右的水平。自2015至2018年，全球精炼铜消费量同比维持在1%左右的水平，中国精炼铜消费量同比略高于全球，维持在1.5%左右的水平。
- ▶ 2019年贸易摩擦效果逐步显现，全球需求维持弱势。经历2018年贸易摩擦逐步发酵，2019年贸易摩擦影响逐步向全球经济传导。全球原油需求转弱，全球GDP实际同比增长下降了1个百分点，世界原油消费量增速下降至接近0。全球精炼铜需求增速低迷，中国精炼铜消费量同比下降3.33个百分点，全球精炼铜消费量同比也从2.53%下降至0.47%，共下降2个百分点。

2019年全球原油需求转弱



资料来源：Wind，华安证券研究所。

2019年全球精炼铜需求增速低迷



资料来源：Wind，华安证券研究所。

2.3 大宗商品：降息叠加美国经济走弱，实际利率下行带动黄金上涨

- ▶ 2018年上半年，美国经济强势叠加美联储加息周期，黄金整体维持震荡。
- ▶ 进入2018年下半年，强刺激推升的美国经济后劲不足、疲态逐步显现，2018年Q3至2019年Q2的GDP增速均低于3%的预期目标。迫于时任总统特朗普的压力，美联储于2019年8月开启预防式降息托底经济。在美国经济下行且特朗普政府实施逆全球化政策的情况下，市场对美国经济增长前景并不乐观，10Y美债名义利率与实际利率同步下行，推升黄金价格。
- ▶ 美国经济走弱但欧元疲弱，美元指数小幅走强。地缘政治因素对欧元区冲击较大。其中，2018年意大利债务问题持续发酵，11月21日欧盟史无前例地驳回了意大利预算案；2019年英国徘徊在协议脱欧和“无协议脱欧”之间，使得英国和欧盟经济表现毫无亮点。最终，欧元走弱、美元小幅走强，并非本轮金价上行的贡献因素。

2019年实际利率快速回落推升黄金价格



资料来源：Wind，华安证券研究所。

美元指数走强，并非黄金上涨主要因素



资料来源：Wind，华安证券研究所。



目录

1 2017年特朗普主要政策及其影响

2 上一轮特朗普政策对大类资产的影响

3 展望：当下如何借鉴“特朗普交易”？



“特朗普交易”可以分为四个阶段

2017年至2020年，“特朗普交易”可以分为四个阶段

“特朗普交易”可以分为四个阶段：

① 第一阶段

(2017.1-2018.9)：受益于减税和基建，美国经济向好。

② 第二阶段

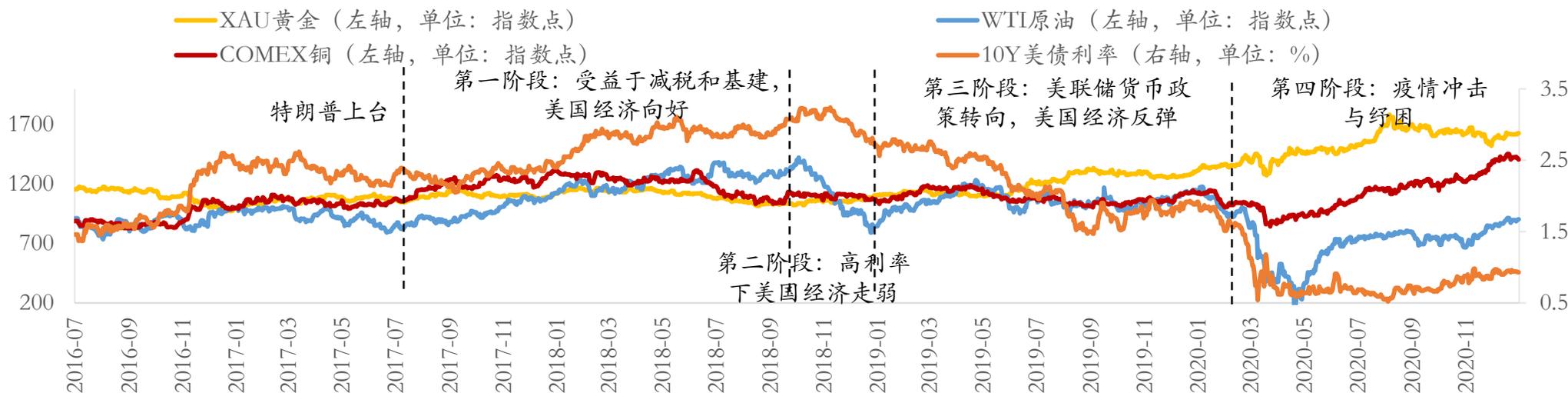
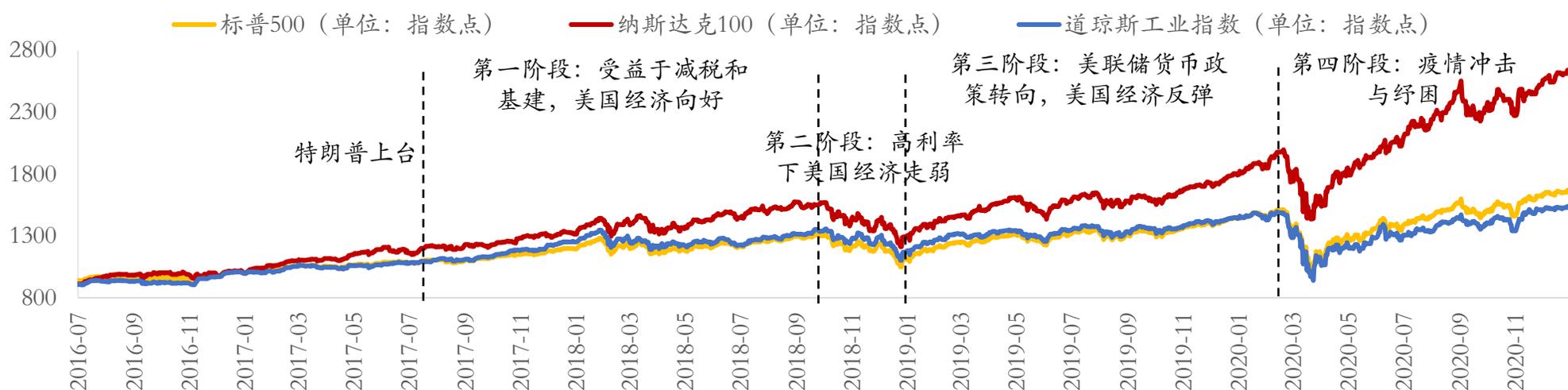
(2018.10-2018.12)：高利率下美国经济走弱。

③ 第三阶段

(2019.1-2020.2)：美联储货币政策转向，美国经济反弹。

④ 第四阶段

(2020.3-2020.12)：疫情冲击与纾困。



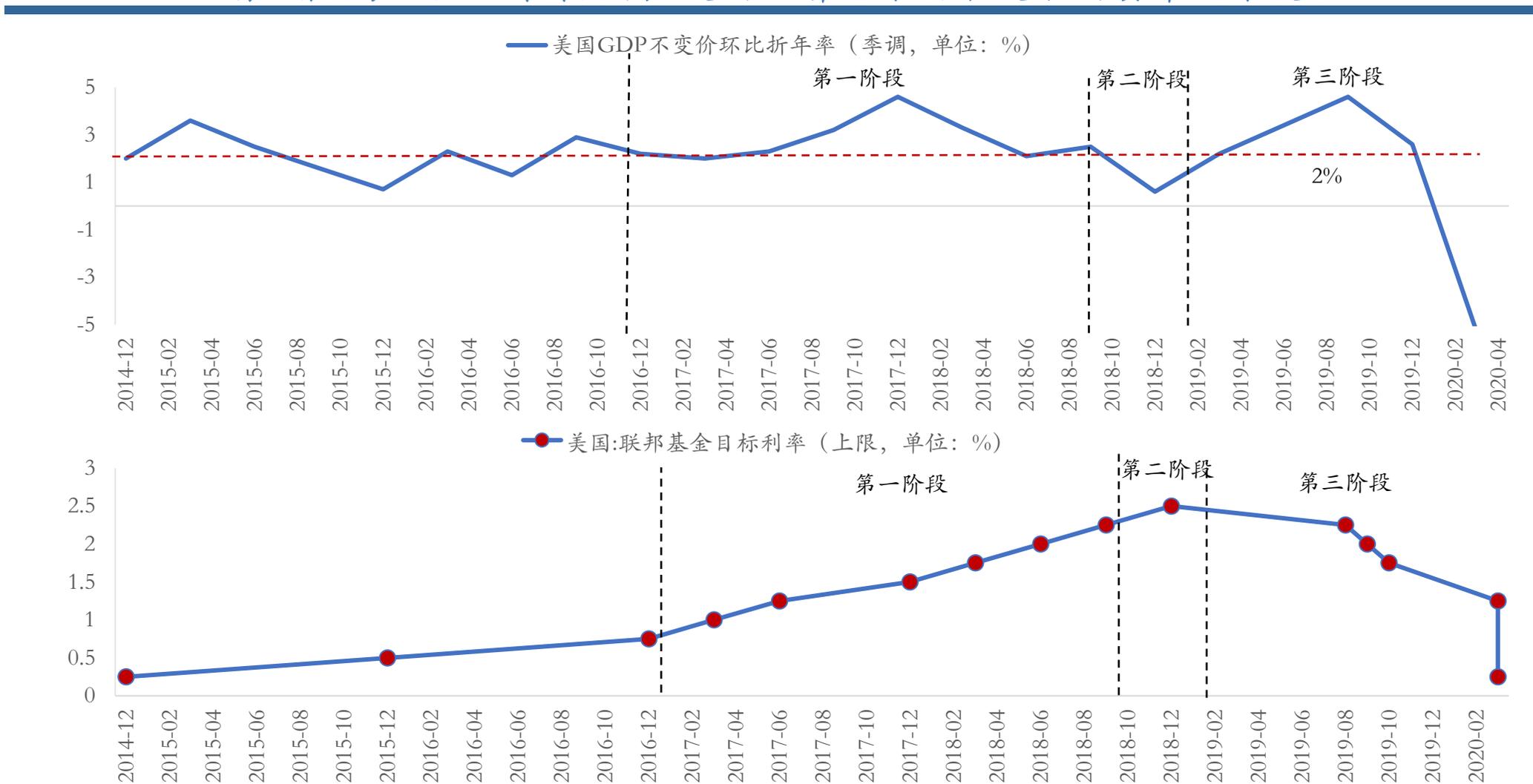
资料来源: Wind, 华安证券研究所。



四个阶段与美国经济基本面和美联储货币政策变化对应性较好

“特朗普交易”可以四个阶段对应美国经济基本面和美联储货币政策变化

- 四个阶段与美国经济基本面和美联储货币政策变化对应性较好。其中，第一阶段对应经济向好、美联储加息；第二阶段对应美联储继续加息但经济走弱；第三阶段为降息后经济回暖；第四阶段为疫情冲击后大规模纾困政策。
- 因此可以认为，“特朗普”交易的本质依然是美国经济基本面和美联储政策变化，而非交易特朗普的政策主张。



资料来源: Wind, 华安证券研究所。注: 因第四阶段数据波动过大, 故未单独画出。

四个阶段大类资产表现与基本面、美联储政策对应性较好

➤ 整体上，其中四个阶段大类资产表现与基本面、美联储政策对应性较好。其中：

- ✓ ①第一阶段：经济增长强劲、货币政策收紧，对应权益和大宗商品表现较好，而美债利率上行、贵金属承压。
- ✓ ②第二阶段：经济增长走弱、货币政策收紧，对应权益和大宗商品表现弱化，而美债利率下行、贵金属上涨。
- ✓ ③第三阶段：经济恢复强劲、货币政策放松，对应风险资产价格上行，但能源扩产和贸易摩擦导致原油和铜表现欠佳。
- ✓ ④第四阶段：经济处于冲击后修复阶段、货币政策极度宽松，风险资产价格大幅上行，只有美元表现较差。

四个阶段大类资产表现与基本面、美联储政策对应性较好

| 资产类别 | 资产 | 单位 | 第一阶段 (2017.1-2018.9) | 第二阶段 (2018.10-2018.12) | 第三阶段 (2019.1-2020.2) | 第四阶段 (2020.3-2020.12) |
|------|---------------|-------|-------------------------|---------------------------|-------------------------|--------------------------|
| 权益 | S&P500指数 | 指数点 | 27.87% | -13.97% | 17.85% | 27.14% |
| | 纳斯达克指数 | 指数点 | 49.07% | -17.01% | 33.68% | 52.31% |
| | 道琼斯工业指数 | 指数点 | 33.20% | -11.83% | 8.92% | 20.45% |
| 债券 | 2Y美债收益率（名义） | % | 162BP | -33BP | -162BP | -73BP |
| | 10Y美债收益率（名义） | % | 60BP | -36BP | -156BP | -20BP |
| | 10Y美债收益率（实际） | % | 51BP | 7BP | -126BP | -78BP |
| 大宗商品 | WTI原油（期货结算价） | 美元/桶 | 38.70% | -38.01% | -1.43% | 8.40% |
| | COMEX铜（期货收盘价） | 美元/磅 | 2.48% | -5.42% | -3.24% | 37.76% |
| | 伦敦黄金现货价 | 美元/盎司 | -2.11% | 7.95% | 25.61% | 17.25% |
| 汇率 | 名义美元指数 | 指数点 | -2.08% | 1.55% | 1.81% | -5.38% |

基本面对应情况

| | | | | |
|-----------------|----------|---------|-----------|--------------|
| 经济增长（GDP环比折年率） | 强劲：2%及以上 | 走弱：跌破2% | 恢复：重回2%以上 | 冲击后修复 |
| 美联储货币政策（联邦基金利率） | 收紧：持续加息 | 收紧：持续加息 | 放松：转向降息 | 极度宽松：0%利率+QE |

资料来源：Wind，华安证券研究所。注：1.阶段划分依据见前页PPT；2.以上阶段涨跌幅/变动基于月收盘价计算。

特朗普政策主张与上一任相比变化不大

总体思路

2016年

2024年

1

经济

➤ 减税并放松监管

- 1.控制国债；控制支出
- 2.简化税制制度
- 3.反对司法机构加税，避免过度征税

- 1.控制通胀，降低物价
- 2.使特朗普税改永久化
- 3.取消“小费税”

2

贸易

➤ 坚持“美国优先”和贸易保护主义

- 1.跨境自由贸易
- 2.重新谈判贸易协议
- 3.对中国的不公平贸易行为实施制裁措施

- 1.优先考虑美国生产者；促进关键供应链回流
- 2.对外国商品征收基准关税
- 3.取消中国最惠国待遇，禁止中国购买美国资产，并阻止中国电动汽车进口

3

能源

➤ 重视传统能源

➤ 支持能源开采，发展页岩气

- 1.释放能源产量，降低能源价格
- 2.终止清洁能源转型相关政策和法规

4

科技创新

➤ 支持创新

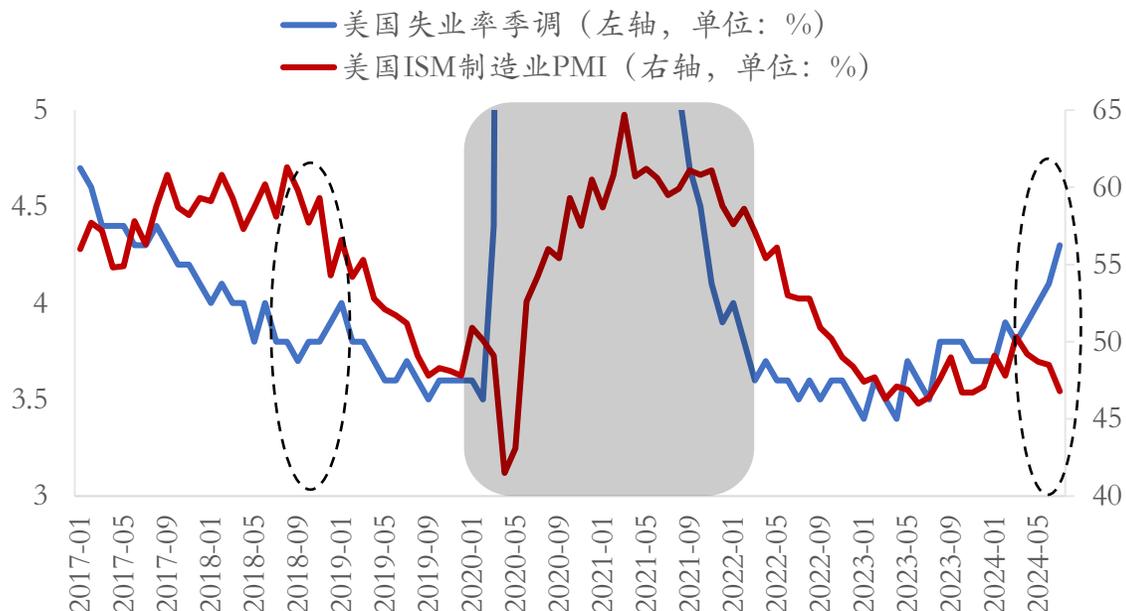
- 1.与科技公司合作，减少不必要监管
- 2.推动保护数据隐私

- 1.保护加密货币权益
- 2.推动人工智能政策
- 3.发展近地轨道制造业

借鉴：当下交易第二阶段，美联储降息后逐步交易第三阶段

- 结合美国经济基本面和美联储货币政策走向看：当下交易第二阶段，美联储降息以及美国大选结果逐步明朗后逐步交易第三阶段。
- ①当下由于高利率下美国经济放缓风险大幅提升，建议参照“特朗普交易”的第二阶段，超配利率回落概率较大的美债。
- ②由于美国经济走弱，市场预期年内美联储降息75-100BP，待降息周期开启以及美国大选结果逐步明朗后建议参照“特朗普交易”的第三阶段，超配美股、美债和贵金属，低配原油和铜。
- 不论是第二阶段还是第三阶段，美债收益率下行确定性较强。

美国经济放缓风险大幅提升



资料来源：Wind，华安证券研究所。注：灰色区域部分为疫情期间。

市场预期美联储年内降息75-100BP

| 议息会议 | 3.75-4.0 | 4.0-4.25 | 4.25-4.5 | 4.5-4.75 | 4.75-5 | 5.0-5.25 |
|------------|----------|----------|----------|----------|--------|----------|
| 2024/9/19 | | | | | 25.00% | 75% |
| 2024/11/8 | | | 4.10% | 33.30% | 63% | |
| 2024/12/19 | 1% | 13.30% | 42.50% | 43% | | |

资料来源：CME美联储利率观测器，华安证券研究所。数据更新至2024年8月19日。



华安策略



感谢关注!

风险提示：历史规律比较的局限性；美联储货币政策走向超预期；美国经济与借鉴期存在区别等。



重要声明

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。华安证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起6个月内，证券（或行业指数）相对于同期沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来6个月的投资收益率领先沪深300指数5%以上；
- 中性—未来6个月的投资收益率与沪深300指数的变动幅度相差-5%至5%；
- 减持—未来6个月的投资收益率落后沪深300指数5%以上；

公司评级体系

- 买入—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数15%以上；
- 增持—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数5%至15%；
- 中性—未来6-12个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至5%；
- 减持—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数5%至15%；
- 卖出—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数15%以上；

无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。市场基准指数为沪深300指数。