



# 宏观主题研究：特朗普 2.0 对中国经济和金融市场影响几何？

- 在北京时间 11 月 6 日下午，特朗普拿下过半选票，成功再次入主白宫。特朗普所在的共和党以 51 比 42 的票数拿下参议院，并在众议院选举中取得领先，尽管胜负仍未分。
- 特朗普的当选将如何影响中国经济和中美关系？我们认为其当选对贸易的影响最大，科技和地缘政治上的抗衡现状或持续，尽管特朗普和现任总统拜登的操作方式不一。1) 在贸易方面，若特朗普执意提高所有中国出口商品关税到 60%，则中国贸易和 GDP 受到的影响较 2018-2019 年关税战或加倍。我们预计特朗普的关税承诺最快在明年年中即可兑现。不过尚不清楚是否会加征，以及加征节奏——是类似于此前的循序渐进式，还是一下子全面加征到 60%。后者的影响将更显著；2) 在科技领域，我们相信中美之间科技脱钩的趋势仍将继续；3) 在外交关系上，特朗普的当选或是双刃剑，很难判断中美外交关系改善还是变差；4) 在金融脱钩方面，我们认为在美上市中资企业的审计风波已告一段路，由于特朗普上任而再起波澜的可能性较小。扩大投资禁令范围的趋势或不会因为特朗普重回白宫而有显著变化。
- 中国政府预计将如何应对特朗普 2.0 带来的挑战？1) 在贸易领域，如果特朗普确实将中国所有进口商品关税加征至 60%，那么我们认为中方有可能同等加征美国进口商品的关税；中国政府亦会允许美元兑人民币汇率适当贬值、改善供需不平衡情况和开拓新贸易伙伴、加大宏观政策调控力度等方法以应对这一挑战。短期来看，我们不排除由于特朗普当选对市场信心的影响，中国政府正于 11 月 4-8 日召开的人大常委会会议会小幅加大政策支持规模的可能性。不过应对潜在的新一轮关税战，是否需要大幅增加政策支持或仍取决于中美两国的具体关系进展，或采取“边走边看”模式。若明年关税战卷土重来，我们相信降准降息的力度或均在原定政策刺激的基础上有所增加，财政刺激的支持力度或亦有所加码；2) 在科技领域，关键还是提升自主创新能力；3) 应对更为广泛的潜在中美关系脱钩，还需增强国家安全和经济金融独立性的考量。
- 将如何影响中国金融市场？特朗普的当选或在短期内给中国金融市场带来更多波动，尤其在关税战可能再度爆发的情况下，不过对资本市场信心的打击或小于上次当选。
- 风险提示：特朗普的对华政策较其第一任期显著改变；后续中国政策刺激和政策成效不及预期；消费复苏乏力；房地产行业迟迟不能企稳。

金晓雯, PhD, CFA

首席宏观分析师

xiaowen\_jin@spdbi.com

(852) 2808 6437

2024 年 11 月 6 日



扫码关注浦银国际研究

# 宏观主题研究：特朗普 2.0 对中国经济和金融市场影响几何？

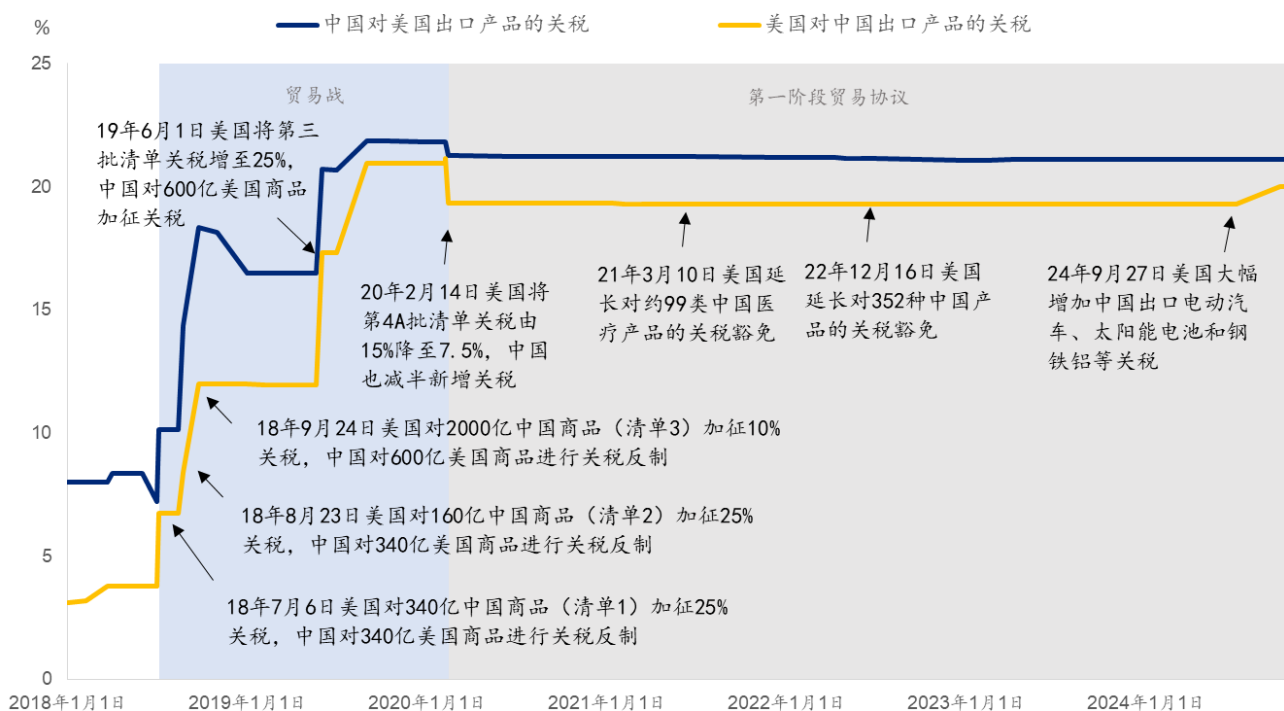
在北京时间 11 月 6 日下午，特朗普拿下过半选票，成功再次入主白宫。与此同时，特朗普所在的共和党以 51 比 42 的票数拿下参议院，符合我们**此前的预期**。共和党亦在众议院选举中取得领先，尽管胜负仍未分。整体而言，由于特朗普旗帜鲜明的关税战威胁，其当选短期内对中国经济和金融的冲击或更为明显。若关税战卷土重来，中国政策或需要显著加码宏观政策调控的力度以抵消关税对出口和 GDP 的负面影响。然而长远来看，到底是民主党的系统性遏制中国崛起的方式、还是特朗普式商业谈判型方式对中国经济影响更大，这或没有定论。

## 特朗普 2.0 将如何影响中国经济和中美关系？

### （一）贸易和关税政策

特朗普曾在 2018 年发起了对中国的全面贸易战，其对金融市场的影响似乎大于经济本身。在协商未果的情况下，特朗普在 2018 年 6 月 15 日正式发动了针对中国的关税战——包括首轮针对 500 亿美元商品的 25% 加征关税以及次轮针对 2000 亿美元商品的 25% 关税。对剩余中国出口到美国的商品亦加征 25% 关税的威胁随着 2020 年初第一阶段贸易协定的签订而逐渐化解。为示诚意，双方也减少了部分商品的加征关税（图表 1）。最终为期两年的第一阶段贸易协定以中方仅购买了承诺购买的美国出口产品的 57%、拜登成为新一任总统后而不了了之。

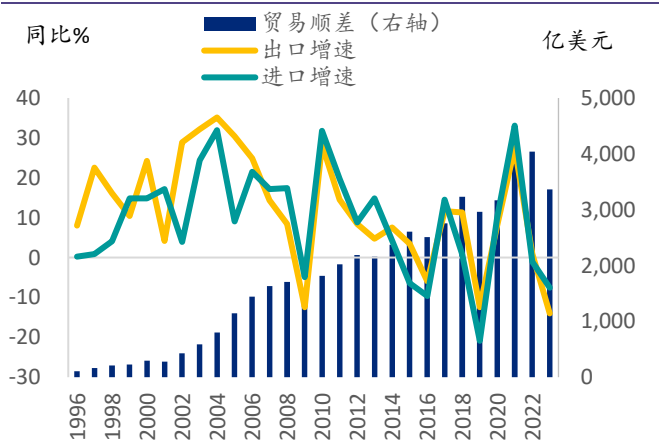
图表 1：中美贸易战关税税率变化图



资料来源：PIIE, USTR, 中国商务部, 浦银国际

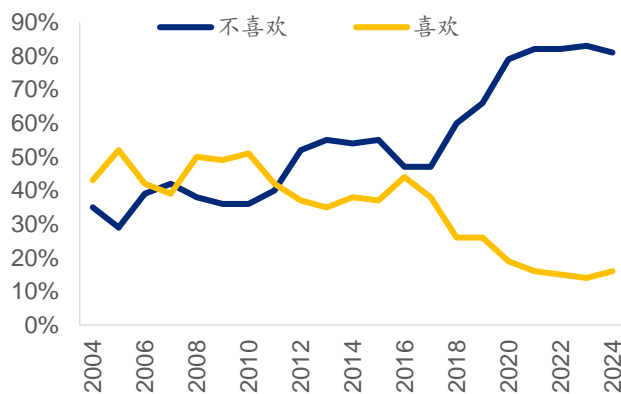
值得注意的是，尽管中国出口承受了高额加征关税，然而从双边贸易表现来看，中国商品出口到美国的增速仅在2019年出现过大幅下滑（-12.5%），此后三年均为正。此外，贸易顺差也在2019年短暂回落后在2020-2022年屡创历史新高（图表2）。排除在疫情期间中国供应链的高稳定性帮助维持中国出口韧性的影响之外，我们认为加征关税对美国而言其实并未起到改善两国高额贸易顺差的作用。

图表 2：高额关税此前对中国出口到美国商品的影响似乎有限



资料来源：CEIC, 浦银国际

图表 3：美国公民对中国的不喜指数逐渐增加



资料来源：CEIC, 浦银国际

我们估算特朗普若将对所有进口商品的关税加到 60%，或将拉低中国经济增速 2.3 个百分点。在 2018 年的贸易战之后，中国出口到美国商品的平均关税已经从 3.8% 提高到了 19.3% 以上。虽然我们的理论框架似乎高估了 2018-2019 年加征关税对中美贸易顺差以及经济的影响，但是如果关税进一步上升到 60%，对中国贸易和 GDP 的影响至少是加倍的——我们的理论框架分析显示此前加税影响中国 GDP 1 个百分点，若关税进一步加到 60%，则对 GDP 影响达 2.3 个百分点（图表 4）。

尽管如此，60% 的关税威胁是否会变为现实仍存在疑问。从此前贸易战来看，特朗普作为一名商人，似乎更重视通过贸易协商使美国的经济利益最大化。此外，美国目前 3% 以上的核心 CPI 同比通胀率显著高于 2018 年发起贸易战时的 2% 左右，加征关税或受到来自通胀的一定压力。然而，由于美国民间对中国的不喜态度持续升温（图表 3），以及特朗普提议的“逐步停止中国进口所有必需品”的四年计划，我们也不能排除他的政策动机较上届任期有所改变的可能性。

若关税威胁变成现实，何时将兑现？在特朗普的上一个任期内，他于 2017 年 1 月上任，而中美关税战从 2018 年 6 月正式打响，相距长达 1 年零 5 个月。而此次，如果特朗普执意打响关税战，由于双方对彼此的底线更为了解，斡旋协商时间或相对较短。我们预计其关税承诺最快在明年年中即可兑现。不过，加征关税的节奏尚不清楚：是类似于上次关税战的循序渐进式，还是一下子全面加征到 60%，还有待观察。后者的影响将更显著。

图表 4：美国对从中国进口商品加征关税的影响研究

	来源	公式	贸易战后平均关税 从 3.8% 提高到 19.3%	特朗普威胁进一步 将关税增加至 60%
美国对中国进口商品关税增幅	政策	a	15.5%	40.7%
关税到价格的传导	Feenstra (1989)	b	0.6	0.6
美国进口商品的价格增幅	计算得出	c=a*b	9%	24%
美国从中国进口商品总额（亿美元）	中国统计局 2020, 2023	d	4518	5003
美国进口价格弹性	Kee et al (2008)	e	-3.39	-3.39
美国从中国进口商品预计减少（亿美元）	计算得出	f=c*d*e	-1424	-4142
中美贸易顺差（亿美元）	中国海关 2020, 2023	g	3169	3361
中国总出口（亿美元）	中国海关 2020, 2023	h	25900	33790
中国 GDP（亿美元）	中国统计局 2020, 2023	i	148626	176620
对中美贸易顺差的影响	计算得出	k=f/g	-44.9%	-123.2%
对中国出口的影响	计算得出	l=f/h	-5.5%	-12.3%
对中国 GDP 的影响	计算得出	m=f/i	-1.0%	-2.3%

资料来源：同花顺，CEIC，浦银国际估算

## （二）技术脱钩和科技制裁

特朗普曾在其第一个任期内开启了中美之间的技术脱钩。自 2018 年 4 月起，华为和中兴作为两大中资企业，遭受了美国政府的各种芯片购买限制和在美销售限制等制裁。同年（2018）特朗普政府还发起了极具争议的“中国倡议（China Initiative）”，调查与中国有关的科研人员和学者，以防止产业间谍活动。在种族歧视和偏见的批评声下，该倡议在 2022 年拜登任内废除。在 2018 年 8 月，特朗普签署了“2018 年外国投资风险审查现代化法案（FIMMRA）”。该法案强化了美国外商投资委员会（CFIUS）在维护国家安全利益方面的作用，并帮助驳回了多项中国企业在美的投资计划。此外，在特朗普上一届任期的最后，美国商务部还将中芯国际及其附属公司列入贸易黑名单，以阻止中芯国际获取生产 10 纳米或以下先进半导体技术。自此开启了更为全面抑制中国芯片产业发展的新局面。

而拜登政府更进一步强化了对中国的限制。在拜登执政时期，美国对中国企业的芯片限制从单家企业扩展到了所有厂商，并将限制范围从单纯地限制高端芯片出口扩展到限制中国获得芯片制造设备和电子设计自动化（EDA）软件、并限制荷兰 ASML 向中国出售可生产先进至 5 纳米芯片的光刻机，以及禁止中国购买全球任何地方使用美国设备生产的某些半导体芯片。在 2024 年 AI 技术得到飞速发展之际，拜登政府亦迅速跟进，全面限制英伟达、AMD 等公司向中国销售更多更先进 AI 芯片和半导体设备（图表 14）。临近任期尾声，在 2024 年 10 月 28 日，拜登政策还发布了新法规，再次收紧对中国 AI 和先进半导体的投资。拜登政府亦延用了特朗普时期的“实体清单”，在其任期内向清单里添加了超过 300 家中国实体。

在特朗普的第二个任期内，我们相信中美之间科技脱钩的趋势仍将继续。在此次竞选过程中，特朗普将技术创新（包括美国高科技制造业的复兴）视为保持领先于中国的途径——特别是在人工智能领域。中国自主创新在光伏、新能源汽车等领域取得的长足进步让美国更为忌惮中国的科技创新。自 2018 年以来，美国政府已经形成了完整的遏制中国技术崛起的制裁体系，在各个领域对中国科技进行围堵。这一点，并不会因为谁成为下一任总统而发生变化。只不过在具体操作上，现任总统拜登采取循序渐进的高层对话，而特朗普更倾向于本人和习主席直接对话。

### （三）外交关系

在中美几大关键地缘政治分歧（中国台湾、南海和新疆问题等）上，两党的态度区别并不大，不过方式方法有所区别。重点落在维护美国在这些地区的利益，以及遏制中国国际政治地位上。很难说特朗普再次当选美国总统之后中美的外交关系会改善还是变差。由于拜登善用多边关系来处理国际关系，在其任内美国的国际地位明显上升。而特朗普曾经严厉谴责北约并威胁将从北约撤出，且反对对外援助计划（Foreign aid package）。也就是说，一方面中美外交关系的不确定性上升，高层对话可能减少；另一方面他特立独行的作风或间接有助于中国提升在亚太地区的影响力。

### （四）金融脱钩

特朗普曾在第一个任期内引发了中概股的退市风波，并设置了中国企业投资黑名单。在退市方面，美国于 2020 年 12 月 18 日通过了《外国公司问责法案》（HFCAA），要求美国上市企业三年内必须向美国公众公司会计监督委员会（PCAOB）提供审计底稿，否则该公司将被禁止在美国证券交易所交易。然而中国法律以中国国家安全为由禁止公司向 PCAOB 披露潜在的“敏感信息”。在经历了层层协商之后，中美双方于 2022 年 8 月达成审计监管合作协议，允许 PCAOB 检查在美上市的中国公司审计底稿，缓解了中国公司在美退市的风险。

在投资方面，特朗普在 2020 年 11 月 12 日签署行政命令，禁止美国投资者投资被认为“与中国军方有关联”的中国公司。最初名单包括中国移动、中国电信、中芯国际等 31 家公司。然而在 2021 年 1 月特朗普卸任前再增加小米公司、中海油等 9 家公司。在拜登任期内，名单又进一步拉大。此外，拜登还在 2023 年 8 月发布新的行政令，限制美国对中国的新增投资，特别是针对半导体和微电子、量子技术、人工智能领域的投资（图表 14）。

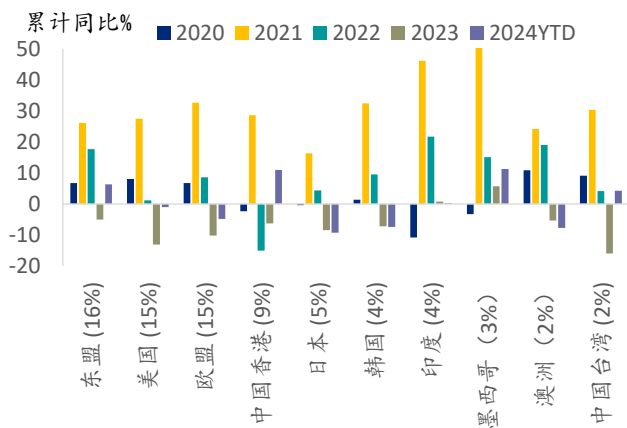
在当前阶段，我们认为金融脱钩的风险和危害或低于潜在贸易战和科技脱钩。我们认为在美上市中资企业的审计风波已告一段落，由于特朗普上任而再起波澜的可能性较小。投资方面的禁令在两任总统任内颇具延续性，我们认为扩大投资禁令范围的趋势或不会因为特朗普重回白宫而有显著变化。

## 中国政府将如何应对？

在贸易领域，如果特朗普将中国所有进口商品关税加至 60%，那么我们认为中方有可能同等地加征美国进口商品的关税。然而中国政府针对在华美国企业的做法或得不偿失，可能不会被启用。关键仍在如何消化加征关税对中国出口企业的影响。我们预计中方会：1) 适当允许人民币兑美元贬值以释放关税压力；2) 对自身产业链做出调整，改善目前供需不平衡的情况；3) 继续积极开拓新的贸易伙伴，一个显著的变化就是前几年中国对东盟出口大幅改善（图表 5），今后这方面的努力或继续；4) 加大宏观政策调控力度以稳定经济增长。

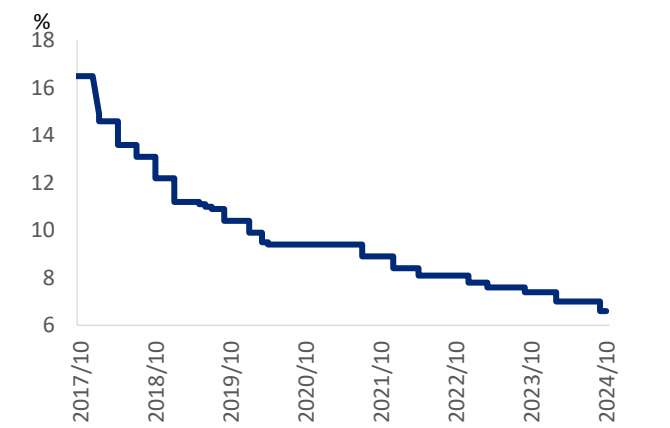
为了应对潜在关税战对经济的负面影响，逆周期刺激调节力度有望增强。财政部在 10 月 12 日的 [国新办发布会](#) 曾预告一系列增量政策措施，市场预期具体资金支持规模将在 11 月 4-8 日的人大常委会第 12 次会议后公布。我们不排除由于特朗普的当选对市场信心的影响，政府适度增加政策支持规模的可能性。不过应对潜在的新一轮关税战，是否需要大幅增加政策支持或仍取决于中美两国的具体关系进展，或采取“边走边看”模式。在此前 2018 年的关税战中，央行曾在 2018 年下半年到 2019 年 9 月下调高达 3.2 个百分点的存款准备金率（图表 6），信贷脉冲亦大幅上升（图表 7）。不过考虑到贸易战带来的汇率压力，央行并未下调政策利率。其他部门亦积极行动，重点扶持中小型出口企业，减轻加征关税对其的影响（图表 9）。若明年关税战正式卷土重来，我们相信明年降准降息的力度或均在原定政策刺激的基础上有所增加，财政刺激的支持力度或亦有所加码。

图表 5：在对美出口有所下降的背景下，中国积极发展东盟、印度等新贸易伙伴



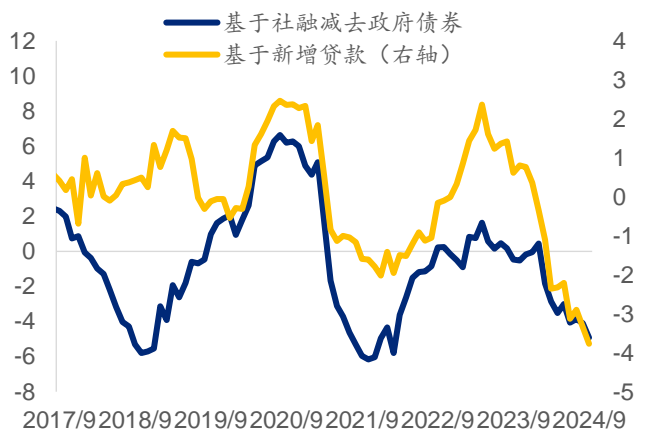
资料来源：CEIC，浦银国际

图表 6：央行曾在 2018 年下半年到 2019 年 9 月下调存款准备金率高达 3.2 个百分点



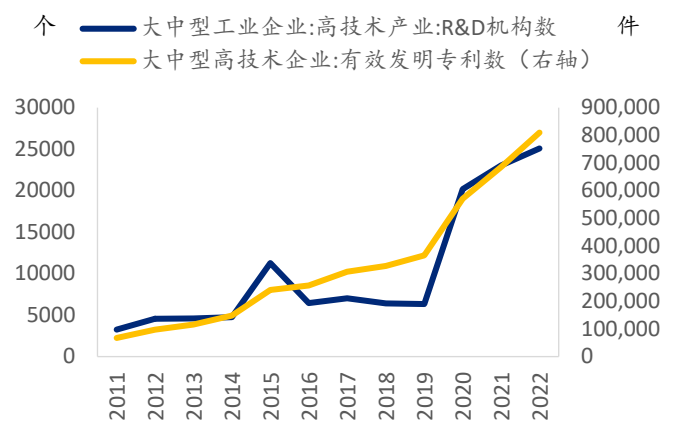
资料来源：CEIC，浦银国际

**图表 7: 信贷脉冲在贸易战爆发后大幅上升, 尤其是以社融计算的信贷脉冲**



资料来源: CEIC, 浦银国际

**图表 8: 高技术产业的研发投入和专利申请数均在科技脱钩发生之后大增**



资料来源: 同花顺, 浦银国际

**图表 9: 中国政府在此前贸易战爆发后的应对政策措施**

日期	部门	具体内容
2018年9月28日	国务院	国务院常务会议进一步降低机电设备、纺织品、建筑装饰材料等 1585 种产品进口关税, 自 2018 年 11 月 1 日起实施。关税从去年的 9.8% 下调至 7.5%, 2018 年的关税调整可为企业和消费者节省人民币 600 亿元。
2018年10月7日	财政部	财政部正在研究未来更大规模的减税和更积极的财政政策, 以稳定增长。税费减免总额预计超过人民币 1.3 万亿元, 而全国人大期间确定的目标是人民币 1.1 万亿元。此外, 财政部还将支持重大项目建设, 并通过提高个人所得税扣除来刺激消费。
2018年10月7日	央行	下调部分银行存款准备金率 100 个基点, 除了其中 4500 亿元用于偿还到期的 MLF 贷款外, 将额外释放流动性 7500 亿元支持实体经济。
2018年10月8日	国务院	2018 年 11 月 1 日起, 国务院再次提高出口退税率, 原 15% 出口和部分 13% 出口退税率提高至 16%; 出口退税率 9% 的, 税率提高到 10%, 有的甚至达到 13%; 出口退税率 5% 的, 税率提高到 6%, 有的甚至达到 10%。该措施不适用于高耗能、高污染、产能过剩相关出口。同时, 7 档返利下调至 5 档。
2018年10月22日	央行	公布两项新举措支持民营企业融资: 1) 宣布新增 1500 亿元再贷款和再贴现贷款额度, 用以支持银行向中小企业和民营企业发放贷款; 2) 设立民营企业债券融资支持工具。
2018年11月8日	银保监会	银保监会主席郭树清要求银行对民企的新增贷款在整体企业贷款中的比例在大银行必须达到 1/3, 对中小银行必须达到 2/3。对整体银行系统来说, 争取在 3 年的时间内将民企企业贷款在总体企业贷款中的比重提升到 50% 以上, 此前大约在 40%。
2018年11月9日	国务院	国务院常务会议要求 2018 年四季度中小企业贷款利率降低 1 个百分点, 并要求国有企业和政府按时偿还对民营企业的应收账款。
2019年1月2日	央行	宣布扩大普惠金融定向降准范围: 对授信额度在 1000 万元以下的中小企业贷款实行定向降准, 此前标准为 500 万元。
2019年1月9日	国务院	国务院常务会议公布减轻中小企业税负的新举措, 预计每年减轻 2000 亿元税负。
2019年1月	央行	央行分两次降低存款准备金率, 分别在 15 日和 25 日降低 50 个基点, 排除了偿还到期的 MLF 贷款之外, 约释放 8000 亿元永久性流动性。
2019年2月14日	国务院	发布《关于加快民营企业 IPO 和股权再融资的新指导意见》, 我们预计民企进入资本市场的融资渠道将有所拓宽。
2019年5月6日	央行	宣布在 5 月 15 日对农村中小银行下调存款准备金率最多 3.5 个百分点到 8%, 注入 2800 亿元永久性流动性。
2019年9月6日	央行	宣布在 9 月 16 日下调整体存款准备金率 50 个基点。为了进一步扩大对小微企业和民企的贷款支持, 城市商业银行的存款准备金率分两次在 10 月 15 日和 11 月 15 日下调, 共下调 100 个基点。两项降准操作总共释放 9000 亿元流动性。

资料来源: 新闻报道, 浦银国际



在科技领域，关键还是提升自主创新能力。自 2018 年以来的美国层层递进的技术限制凸显了自主创新的重要性，中国政府在科技领域、尤其在芯片领域明显加大了研发投入，增强了人才培养以及为科创企业创造更好的营商环境（图表 10）。以大中型工业高技术企业为例，自科技脱钩发生起，不管是代表研发投资的 R&D 机构数还是代表产出的有效发明专利数均跃升到更高水平（图表 8）。

图表 10：中国政府对科技制裁的应对措施

措施	日期	具体内容
《中国制造 2025》规划	2015 年 5 月	旨在推动中国从制造大国向制造强国转变的战略目标，着力发展芯片(集成电路)设计业，加速发展芯片制造业。目标到 2025 年，核心零部件和关键基础材料的自制率达到 70%。2030 年，芯片产业链主要环节达到国际先进水平。
国家集成电路产业投资基金（大基金）	2014 年 9 月/ 2019 年 10 月/ 2024 年 5 月	一期基金规模为人民币 1387 亿元（约 200 亿美元），重点投资于集成电路设计、制造、封测、设备和材料等领域，支持了一批国内龙头企业的发展；二期基金规模为人民币 2041 亿元（约 290 亿美元），重点投资于半导体材料、设备、设计和制造等环节，进一步增强半导体全产业链的自主能力；三期股份公司于今年 5 月 24 日成立，注册资本 3,440 亿元，或为中国半导体产业带来 1.5 万亿元甚至更大规模的新增投资。
集成电路设计和软件产业企业所得税政策	2019 年 5 月	在 2018 年 12 月 31 日前自获利年度起计算优惠期，第一年至第二年免征企业所得税，第三年至第五年按照 25% 的法定税率减半征收企业所得税。
《新时期促进集成电路产业和软件产业高质量发展的若干政策》	2020 年 7 月	提出支持集成电路和软件产业发展的多项措施，包括财税政策、投融资政策、研究开发政策、进出口政策、人才政策等多方面支持措施。推动关键技术和核心部件的国产化，构建多元化的供应链体系。
《“十四五”规划和 2035 年远景目标的建议》	2020 年 11 月	“构建以国内大循环为主体、国内国际双循环相互促进的新发展格局”。
科技自立自强战略	2020 年 11 月	对创新发展进行四方面系统部署：强化国家战略科技力量，提升企业技术创新能力，激发人才创新活力和完善科技创新体制机制。
芯片自给自足率目标	2020 年 11 月	中国政府提出了到 2025 年芯片自给自足率达到 70% 的目标。
《“十四五”数字经济发展规划》	2021 年 12 月	瞄准传感器、量子信息、网络通信、集成电路等战略性前瞻性领域，提高数字技术基础研发能力。完善 5G、集成电路、新能源汽车、人工智能等重点产业供应链体系。
《关于深入推进世界一流大学和一流学科建设的若干意见》	2022 年 1 月	面向集成电路、人工智能、储能技术、数字经济等关键领域加强交叉学科人才培养。强化科教融合，完善人才培养引进与团队、平台、项目耦合机制，把科研优势转化为育人优势。
集成电路企业增值税加计抵减政策	2023 年 5 月	2023 年至 2027 年，允许集成电路设计、生产、封测、装备、材料企业，按照当期可抵扣进项税额加计 15% 抵减应纳税额。
限制半导体原材料出口	2023 年 7 月	宣布从 8 月 1 日起对镓和锗两种金属的相关物项实施出口管制。
限制先进技术出口	2023 年 12 月	包括激光雷达、无人机和生物技术产品，军民两用技术也受到出口管制。

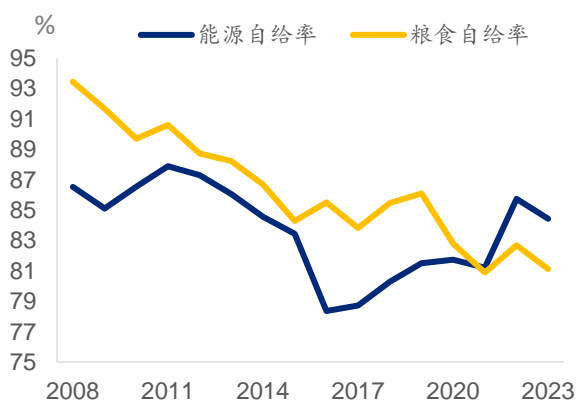
资料来源：新闻报道，浦银国际

应对更为广泛的潜在中美关系脱钩，还需增强国家安全和经济金融独立性的考量。除了科技创新之外，中国近几年对能源和粮食安全方面的重视与日俱增。在粮食方面，伴随着粮食自给率逐年递减（图表 11），政府在十九大之后明显增强了粮食安全的重视。国务院在 2019 年 10 月发布了《中国的粮食安全》白皮书，宣示政府立场和政策主张，塑造积极维护世界粮食安全的国际形象。在俄乌冲突爆发、产粮大户乌克兰的粮食出口受到极大影响之后，政府对粮食安全的重视程度进一步提升，并在 2023 年 12 月通过了《中华人民共和国粮食安全保障法》，旨在确保国家粮食安全。在今年 4 月，国务院印发《新一轮千亿斤粮食产能提升行动方案（2024—2030 年）》，提出到 2030 年实现新增粮食产能千亿斤以上。

在能源方面，以俄乌冲突为分界线，2022 年以前的能源政策更为重视碳达峰和碳中和等环保需求，而在冲突发生后欧洲的天然气危机促使政府将重心向能源安全方面倾斜。在 2024 年 3 月发布的《2024 年能源工作指导意见》中提出坚持把保障国家能源安全放在首位，积极有力推进能源绿色低碳转型，意味着目前政策已转向保障能源安全和实现绿色低碳转型并重的局面。在政策方向调整之后，能源自给率从 2022 年起有所上升（图表 11）。

在金融领域，为了降低对美国主导的环球银行金融电信协会（SWIFT）的依赖，中国于 2015 年 10 月正式启动人民币跨境支付系统（CIPS）。经过多年发展，2023 年 CIPS 处理业务数量较 2016 年成立之初增长 939%，处理金额增长 2700%。此外，中国政府亦积极推进人民币国际化，人民币在全球支付中的份额已从 2014 年初的 1.4% 增加到 2024 年 7 月的 4.7%（图表 12）。我们相信在以上这些方面的努力今后仍会持续。

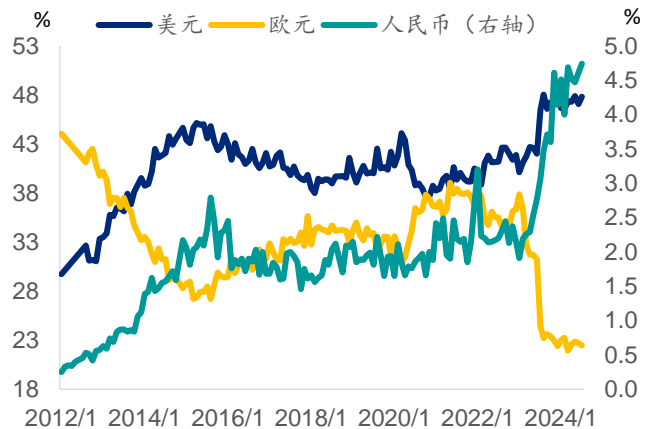
图表 11：能源和粮食自给率历史趋势



资料来源：同花顺，浦银国际计算

注：根据文献资料，我们用以下公式计算自足率：1) 粮食自给率=粮食产量 / (粮食产量+进口量-出口量)\*100；2) 能源自给率= 能源自产总量 / 能源消费总量 \* 100

图表 12：人民币在国际支付中的份额已从 2012 年初的 0.25% 增加到 2024 年 7 月的 4.7%



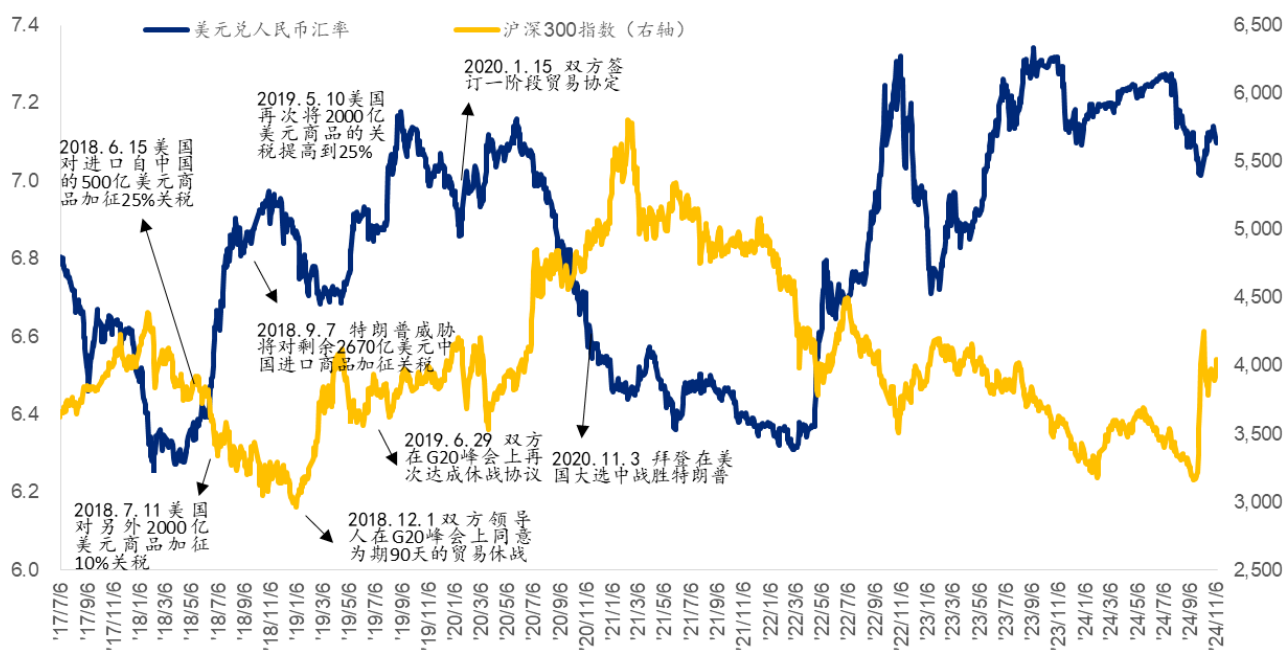
资料来源：Wind，浦银国际

## 特朗普的当选将如何影响中国金融市场？

我们相信特朗普的当选将给中国金融市场带来更多政治波动，尤其在他执意将中国进口商品关税加至 60% 的情景下。在贸易战爆发的 2018 年，沪深 300 指数在全年跌幅高达 30%，而后曾短暂因为中美达成 90 天贸易休战协议而回升，不过在 2019 年 5 月美国再次提高 2000 亿美元商品的关税到 25% 之后，沪深 300 指数再次下跌（图表 13）。如果贸易战卷土重来，我们预计短期内将不利于投资者对中国资本市场的信心。不过，因为这并不是特朗普首次发起贸易战，所以我们认为其对资本市场信心的打击或小于上次。

在汇率方面，美元兑人民币汇率曾从 2018 年初高点的 6.3 一路跌至 2019 年 9 月近 7.2 的低位。除了受贸易战影响市场信心之外，中国人民银行也允许人民币适度贬值（15% 贬值）以部分抵消高关税影响。若贸易战再起，我们认为中国人民银行或会再次允许美元兑人民币汇率适当贬值，至 7.5-8 的区间内，以部分抵消关税影响。然而，鉴于 811 汇改的经验，政府亦会设置明显底线以防止单边贬值预期的形成导致大幅的资本外流。

图表 13：贸易战爆发曾导致中国资本市场震荡



资料来源：同花顺，浦银国际

# 附录

图表 14: 美国对华科技制裁事件一览

日期	事件内容
<b>芯片</b>	
2018 年 10 月 30 日	在美国司法部起诉福建晋华集成电路窃取商业机密之后，特朗普政府切断美国供应商对这家中国芯片制造商的供应。
2020 年 9 月 26 日	特朗普政府对中国最先进的计算机芯片制造商中芯国际实施新的出口限制。美国商务部告诉芯片行业的美国公司，他们必须首先获得向中芯国际及其子公司出售技术的许可证。
2020 年 12 月 18 日	美国商务部将中芯国际及其附属公司列入贸易黑名单，并表示将推定拒绝发放许可证，以阻止中芯国际获取生产 10 纳米或以下先进技术水平的半导体技术。
2022 年 7 月 6 日	美国与荷兰进行谈判，禁止荷兰芯片设备供应商 ASML 向中国出售较旧的深紫外(DUV)光刻机，该设备可用于制造最先进至 5 纳米的芯片。
2022 年 7 月 30 日	美国进一步限制中国获得芯片制造设备，限制范围从之前生产 10 纳米芯片的设备扩大到生产 14 纳米芯片的设备。
2022 年 8 月 9 日	拜登政府颁布了《CHIPS 法案》，严禁美国芯片厂商向中国出售高端芯片技术，禁止获得补贴的美国及其盟友伙伴的企业 10 年内在中国和其他关切的国家新建或扩大先进制程芯片厂。
2022 年 8 月 12 日	美国禁止公司向中国大陆提供 3 纳米或更先进芯片的电子设计自动化 (EDA) 软件。
2022 年 8 月 31 日	美国对向中国出口高性能 GPU 芯片发布了新的禁令，原因是担心中国军方使用这些芯片。
2022 年 10 月 7 日	美国商务部发布一系列半导体出口管制措施，包括具有 16nm 或 14nm 及以下非平面晶体管架构的逻辑芯片，18nm 半节距或更小的 DRAM 内存芯片，128 层或以上的 NAND 闪存芯片，和相关的制造设备；要求美国公民未经许可不得为中国相关半导体企业工作；禁止中国购买全球任何地方使用美国设备生产的某些半导体芯片。
2022 年 12 月 15 日	拜登政府将中国内存芯片制造商长江存储和 21 家人工智能芯片领域的主要中国企业列入贸易黑名单，扩大对中国芯片行业的打击范围。
2023 年 8 月 28 日	美国要求芯片制造商英伟达和 AMD 停止向中国出口先进 AI 芯片，包括 A100 和 H100 芯片；同时要求他们进一步限制向中东国家出口人工智能芯片，以防止中东国家将这些芯片转售给中国。
2023 年 10 月 17 日	美国商务部更新 2022 年 10 月 7 日发布的出口管制规则：扩大对中国出口管制的芯片范围，包括部分较低性能的 AI 芯片；对于性能在 4 TOPS 到 300 TOPS 之间的芯片，制造商向中国出口需要通知美国商务部；扩大对半导体制造设备的出口管制范围。
2024 年 3 月 29 日	美国商务部发布“实施额外出口管制”的新规措施，全面限制英伟达、AMD 等公司向中国销售更多更先进 AI 芯片和半导体设备，出口管制也适用于内载相关晶片的笔记型电脑。
2024 年 9 月 5 日	美国商务部宣布加紧对量子计算和半导体制造设备等关键技术的出口管制，以防止中国等对手获取这些技术。
<b>华为和中兴通讯</b>	
2018 年 4 月 16 日	美国商务部对中兴通讯实施禁令，禁止美国公司向中兴出口芯片及其他技术组件。
2018 年 8 月 13 日	特朗普签署法案，禁止联邦政府从华为和中兴通讯购买设备。
2019 年 1 月 28 日	美国司法部起诉华为窃取美国技术、洗钱和帮助伊朗逃避与大规模杀伤性武器扩散有关的制裁。
2019 年 5 月 16 日	美国商务部宣布将华为列入“实体名单”，禁止美国公司向华为出售高科技零部件和软件。
2019 年 10 月 28 日	美国联邦通信委员会表示，将切断使用华为和中兴设备的无线运营商的资金支持。
2020 年 2 月 13 日	美国司法部再次起诉华为及其子公司犯有敲诈勒索罪和窃取商业机密罪。
2020 年 6 月 30 日	美国联邦通信委员会正式将华为和中兴通讯列为“对国家安全构成威胁”的企业。
2020 年 8 月 17 日	美国商务部发布了对华为的修订版禁令，进一步限制华为使用美国技术和软件生产的产品，并在实体列表中增加 38 个华为子公司。
2021 年 1 月 18 日	特朗普政府对包括英特尔在内的华为美国供应商实施了限制。
2021 年 6 月 3 日	拜登禁止美国投资包括华为在内的 59 家中国公司，据称与国防或监视技术领域有关。
2021 年 8 月 25 日	美国授权供应商向华为出售芯片，用于汽车零部件业务。
2022 年 11 月 25 日	美国联邦通信委员会禁止美国销售华为和中兴通讯生产的通信设备。

TikTok	
2020年8月14日	特朗普签署行政命令，给予字节跳动90天时间出售或分拆其美国TikTok业务，表示字节跳动“可能采取威胁美国国家安全的行动”。
2021年6月9日	拜登撤销特朗普政府对TikTok的禁令，并由商务部长调查该应用是否对美国国家安全构成威胁。
2022年12月29日	国会通过法案，禁止在所有联邦政府设备上使用TikTok。
2023年5月17日	蒙大拿州成为美国第一个禁止TikTok的州，从2024年1月1日起禁止TikTok在该州运营。
2024年3月13日	美国众议院通过法案，迫使字节跳动撤资TikTok，否则将被禁止在美国运营。
2024年4月24日	<b>跟随参议院的批准，拜登签署法案迫使TikTok一年内从字节跳动中剥离。</b>
其他	
2018年8月13日	特朗普签署了国防授权法案（NDAA），其中包括“2018年外国投资风险审查现代化法案（FIRRMA）”，这标志着美国外商投资委员会（CFIUS）管辖法律十几年来最重大的变化。FIRRMA强化了CFIUS在维护国家安全利益（尤其涉及关键战略竞争技术）方面的作用。该法案驳回了多项中国企业在美的投资计划。
2018年11月	特朗普政府发起“中国倡议（China Initiative）”，调查与中国有关的科研人员和学者，以防止产业间谍活动。
2018年11月19日	美国公布新兴技术拟议出口管制清单，覆盖生物技术、人工智能、微处理器技术、先进计算技术和先进监控技术等。
2021年6月8日	美国参议院通过美国创新和竞争法案，皆在对抗中国的科技野心，该法案承诺为科学研究提供约2500亿美元的资金，为芯片制造商和机器人制造商提供补贴。
2022年8月9日	拜登签署“CHIPS（创造半导体生产激励机制）和科学法案”，该法案授权提供约2800亿美元的新资金以促进美国国内半导体的研究和制造。
2022年9月	接受美国联邦资助的科技公司十年内不得在中国建设先进技术工厂。
2023年8月9日	拜登总统发布行政命令，建立新的对外投资计划（OIP），禁止美国在多个技术领域对中国进行对外投资，包括半导体和微电子、量子信息技术和AI系统。
2024年10月28日	<b>拜登政府公布新法规，要求美国人若与中国进行可能威胁国家安全的特定交易，必须通报；部分交易若进一步被认定为构成“特别严重的国安威胁”，则予以禁止。新规自明年1月2日起施行，涵盖三大领域：半导体和微电子、量子资讯科技、人工智能。</b>

资料来源：新闻报道，浦银国际

图表 15：近期相关报告列表

日期	报告标题和链接
2024年10月18日	<a href="#">三季度经济增速和9月实体经济好于预期，后续仍需政策支持</a>
2024年10月17日	<a href="#">住建部发布会宣布增量措施促进房地产市场平稳健康发展</a>
2024年10月12日	<a href="#">财政部发布会预告短期增量政策措施，指明中期政策方向</a>
2024年10月8日	<a href="#">国家发改委发布会介绍一揽子政策推进情况，并预告政策支持措施</a>
2024年10月3日	<a href="#">月度中国宏观洞察：财政刺激或蓄势待发，加码经济复苏</a>
2024年10月2日	<a href="#">货币政策宽松已到位，财政刺激将如何发力？</a>
2024年9月24日	<a href="#">国新办发布会宣布一系列政策稳经济、支持房地产和资本市场</a>
2024年9月14日	<a href="#">8月实体经济数据弱于市场预期，增量政策刺激或蓄势待发</a>
2024年8月29日	<a href="#">月度中国宏观洞察：静待经济动能改善</a>
2024年8月15日	<a href="#">7月实体经济数据喜忧参半，稳经济仍需政策发力</a>
2024年7月31日	<a href="#">二季度政治局会议解读：新一轮政策刺激周期再获确认</a>
2024年7月29日	<a href="#">月度中国宏观洞察：新一轮政策支持开启，中期改革计划已清晰</a>
2024年7月24日	<a href="#">央行7月意外降息或意味着新一轮政策支持的开始</a>
2024年7月18日	<a href="#">三中全会公报解读：稳中求进建设高水平社会主义市场经济体制和实现高质量发展</a>
2024年7月16日	<a href="#">宏观主题研究：美国大选将如何影响中国经济和中美关系？</a>
2024年7月15日	<a href="#">二季度经济增速不及预期，政策支持仍需发力</a>
2024年6月20日	<a href="#">月度中国宏观洞察：促内需仍是关键，对7月两大会议有何期待？</a>
2024年6月17日	<a href="#">5月实体经济数据喜忧参半，内需尚无明显改善</a>
2024年5月30日	<a href="#">2024年中期宏观经济展望：平波缓进，渐入佳境</a>
2024年5月17日	<a href="#">新一轮全国性房地产支持政策解读</a>
2024年5月17日	<a href="#">4月经济数据凸显内需仍疲软，政策支持仍需继续</a>
2024年4月30日	<a href="#">一季度政治局会议解读：对房地产行业的支持或再升级</a>
2024年4月22日	<a href="#">月度宏观洞察：中国经济增速好于预期，降低推出显著刺激可能性</a>
2024年3月20日	<a href="#">月度宏观洞察：经济目标和政策清晰，推动中国经济继续复苏</a>
2024年3月18日	<a href="#">1-2月实体经济数据点评：“双轨式”经济复苏继续</a>
2024年3月14日	<a href="#">大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案公布，影响几何？</a>
2024年2月1日	<a href="#">月度宏观洞察：政策或是决定经济走势的关键所在</a>
2024年1月24日	<a href="#">央行宣布降准50个基点，预示货币政策将继续维持宽松</a>
2024年1月17日	<a href="#">四季度经济增速略弱于预期，但12月数据初显政策成效</a>
2024年1月5日	<a href="#">月度宏观洞察：静候佳音</a>
2023年12月15日	<a href="#">11月实体经济数据点评：需求疲软导致复苏动能减弱</a>
2023年12月13日	<a href="#">中央经济工作会议解读：高质量发展背景下的适度政策刺激</a>
2023年12月1日	<a href="#">2024年宏观经济展望：中美经济周期错位进入下半场</a>
2023年11月15日	<a href="#">10月实体经济数据点评：不均衡复苏继续，但动能略微下滑</a>
2023年11月7日	<a href="#">月度宏观洞察：渐入佳境</a>
2023年10月6日	<a href="#">国庆黄金周数据点评：旅游业表现继续推动消费复苏</a>
2023年9月26日	<a href="#">月度宏观洞察：中国政策成效初显，美国降息预期大减</a>
2023年9月15日	<a href="#">央行再次降准，实体经济数据大多好于预期，政策接下来怎么走？</a>
2023年9月13日	<a href="#">城中村改造对经济的影响有多大？</a>
2023年9月1日	<a href="#">月度宏观洞察：中国期待政策继续发力，美国加息周期未完待续</a>
2023年9月1日	<a href="#">央行三箭齐发稳地产，影响几何？</a>
2023年8月9日	<a href="#">7月通胀数据点评：细节好于整体读数，政策仍需继续发力</a>
2023年8月2日	<a href="#">央行工作会议解读：下半年货币政策怎么走？</a>
2023年7月31日	<a href="#">月度宏观洞察：政治局会议后看下半年经济形势，美国向软着陆继续迈进</a>
2023年7月25日	<a href="#">7月政治局会议解读：将防范化解风险放在更重要位置</a>
2023年7月20日	<a href="#">解读中央促进民营经济发展重磅文件</a>
2023年7月19日	<a href="#">促家居消费政策细节发布，扩大内需仍需更多政策支持</a>
2023年7月11日	<a href="#">中国延长房地产金融支持政策和密集召开企业座谈会透露什么信号？</a>
2023年7月7日	<a href="#">汇率因素推动外汇储备上升，人民币中期或升值</a>
2023年6月28日	<a href="#">月度宏观洞察：中国静待政策支持，美国警惕信贷紧缩</a>
2023年6月5日	<a href="#">2023年中期宏观经济展望：美国渐入衰退，中国复苏再起</a>

资料来源：浦银国际

## 免责声明

本报告之收取者透过接受本报告(包括任何有关的附件),表示及保证其根据下述的条件下有权获得本报告,且同意受此中包含的限制条件所约束。任何没有遵循这些限制的情况可能构成法律之违反。

本报告是由从事证券及期货条例(香港法例第 571 章)中第一类(证券交易)及第四类(就证券提供意见)受规管活动之持牌法国-浦银国际证券有限公司(统称“浦银国际证券”)利用集团信息及其他公开信息编制而成。所有资料均搜集自被认为是可靠的来源,但并不保证数据之准确性、可信性及完整性,亦不会因资料引致的任何损失承担任何责任。报告中的资料来源除非另有说明,否则信息均来自本集团。本报告的内容涉及到保密数据,所以仅供阁下为其自身利益而使用。除了阁下以及受聘向阁下提供咨询意见的人士(其同意将本材料保密并受本免责声明中所述限制约束)之外,本报告分发给任何人均属未经授权的行为。

任何人不得将本报告内任何信息用于其他目的。本报告仅是为提供信息而准备的,不得被解释为是一项关于购买或者出售任何证券或相关金融工具的要约邀请或者要约。阁下不应将本报告内容解释为法律、税务、会计或投资事项的专业意见或为任何推荐,阁下应当就本报告所述的任何交易涉及的法律及相关事项咨询其自己的法律顾问和财务顾问的意见。本报告内的信息及意见乃于文件注明日期作出,日后可作修改而不另通知,亦不一定会更新以反映文件日期之后发生的进展。本报告并未包含公司可能要求的所有信息,阁下不应仅仅依据本报告中的信息而作出投资、撤资或其他财务方面的任何决策或行动。除关于历史数据的陈述外,本报告可能包含前瞻性的陈述,牵涉多种风险和不确定性,该等前瞻性陈述可基于一些假设,受限于重大风险和不确定性。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映浦银国际证券的立场。浦银国际控股有限公司及其附属公司、关联公司(统称“浦银国际”)及/或其董事及/或雇员,可能持有在本报告内所述或有关公司之证券、并可能不时进行买卖。浦银国际或其任何董事及/或雇员对投资者因使用本报告或依赖其所载信息而引起的一切可能损失,概不承担任何法律责任。

浦银国际证券建议投资者应独立地评估本报告内的资料,考虑其本身的特定投资目标、财务状况及需要,在参与有关报告中所述公司之证券的交易前,委任其认为必须的法律、商业、财务、税务或其它方面的专业顾问。惟报告内所述的公司之证券未必能在所有司法管辖区或国家或供所有类别的投资者买卖。对部分的司法管辖区或国家而言,分发、发行或使用本报告会抵触当地法律、法则、规定、或其它注册或发牌的规例。本报告不是旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。

### 美国

浦银国际不是美国注册经纪商和美国金融业监管局(FINRA)的注册会员。浦银国际证券的分析师不具有美国金融监管局(FINRA)分析师的注册资格。因此,浦银国际证券不受美国就有研究报告准备和分析师独立性规则的约束。

本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法规则 15a-6 定义的“主要机构投资者”,不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人士。接收本报告的美国收件人如想根据本报告中提供的信息进行任何买卖证券交易,都应仅通过美国注册的经纪交易商来进行交易。

### 英国

本报告并非由英国 2000 年金融服务与市场法(经修订)(「FSMA」)第 21 条所界定之认可人士发布,而本报告亦未经其批准。因此,本报告不会向英国公众人士派发,亦不得向公众人士传递。本报告仅提供给合格投资者(按照金融服务及市场法的涵义),即(i)按照 2000 年金融服务及市场法 2005 年(金融推广)命令(「命令」)第 19(5)条定义在投资方面拥有专业经验之投资专业人士或(ii)属于命令第 49(2)(a)至(d)条范围之高净值实体或(iii)其他可能合法与之沟通的人士(所有该等人士统称为「有关人士」)。不属于有关人士的任何机构和个人不得遵照或倚赖本报告或其任何内容行事。

本报告的版权仅为浦银国际证券所有,未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用,浦银国际证券对任何第三方的该等行为保留追述权利,并且对第三方未经授权行为不承担任何责任。

### 权益披露

- 1) 浦银国际并没有持有本报告所述公司逾 1%的财务权益。
- 2) 浦银国际跟本报告所述公司在过去 12 个月内并没有任何投资银行业务的关系。
- 3) 浦银国际并没有跟本报告所述公司为其证券进行庄家活动。

## 评级定义

### 证券评级定义:

- “买入”: 未来 12 个月, 预期个股表现超过同期其所属的行业指数
- “持有”: 未来 12 个月, 预期个股表现与同期所属的行业指数持平
- “卖出”: 未来 12 个月, 预期个股表现逊于同期其所属的行业指数

### 行业评级定义 (相对于 MSCI 中国指数):

- “超配”: 未来 12 个月优于 MSCI 中国 10%或以上
- “标配”: 未来 12 个月优于/劣于 MSCI 中国少于 10%
- “低配”: 未来 12 个月劣于 MSCI 中国超过 10%

## 分析师证明

本报告作者谨此声明:(i) 本报告发表的所有观点均正确地反映作者有关任何及所有提及的证券或发行人的个人观点, 并以独立方式撰写;(ii) 其报酬没有任何部分曾经, 是或将会直接或间接与本报告发表的特定建议或观点有关;(iii) 该等作者没有获得与所提及的证券或发行人相关且可能影响该等建议的内幕信息/非公开的价格敏感数据。

本报告作者进一步确定 (i) 他们或其各自的关联人士 (定义见证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则) 没有在本报告发行日期之前的 30 个历日内曾买卖或交易过本报告所提述的股票, 或在本报告发布后 3 个工作日 (定义见《证券及期货条例》(香港法例第 571 章)) 内将买卖或交易本文所提述的股票;(ii) 他们或其各自的关联人士并非本报告提述的任何公司的雇员; 及 (iii) 他们或其各自的关联人士没有拥有本报告提述的证券的任何金融利益。

### 浦银国际证券机构销售团队

#### 杨增希

essie\_yang@spdbi.com  
852-2808 6469

### 浦银国际证券财富管理团队

#### 王玥

emily\_wang@spdbi.com  
852-2808 6468

### 浦银国际证券有限公司

SPDB International Securities Limited  
网站: [www.spdbi.com](http://www.spdbi.com)  
地址: 香港轩尼诗道 1 号浦发银行大厦 33 楼

