



## 美国大选尘埃落定之后的政策路径及影响

2024年11月6日

2024年11月6日，美国大选尘埃落定，共和党候选人，美国前总统特朗普赢得选举，美国进入“特朗普 2.0 时代”。与此同时，共和党获得参议院控制权，也大概率赢得众议院。

根据共和党竞选纲领和特朗普竞选期间的发言，结合过往特朗普的执政历史，我们认为以下七个方面值得重点关注：

**一、大幅度提高关税，直至达到贸易平衡。**特朗普在竞选期间提出对所有商品征收 10% 基准关税，如果其他国家涉及操纵货币或从事不公平的贸易行为，将进一步提高关税，对中国的态度更加“强硬”。不过，特朗普的外交政策具有一定“可交易性”。总统执行关税政策的阻力也比较小，特朗普可利用已有法案，对相关贸易国进行 301 调查（贸易代表）或汇率操纵调查（财政部），进而实施贸易制裁。

**二、主张大规模对内减税，年均减税规模近万亿美元：**特朗普 2.0 的减税政策主要包括三项：（1）让《减税和就业法案》（TCJA）永久化，减税力度进一步加大，将企业税率从 21% 进一步降至 15%。（2）免除小费税。（3）免除加班费所得税。预计特朗普会将财政预算法案与减税政策、住房政策以及解雇联邦雇员的法案绑定，减税和住房补贴势必扩大财政赤字，但其会从减少联邦雇员薪酬的刚性支出以及潜在的关税政策中部分弥补。

**三、气候政策全面倒退，扩大化石能源生产。**共和党竞选纲领呼吁“释放美国能源”，支持化石能源、反对清洁能源新政。废除拜登清洁能源新政以及签发油气钻井许可均在总统行政权力范围内，或是特朗普 2.0 时代早期付诸实践的政策之一。

**四、加大边境安全投入，或开展最大规模驱逐行动。**特朗普一向对于移民政策保持强硬态度，共和党政纲中写到要实施“美国历史上最大规模的驱逐计划”。预计特朗普上任之后，将会再度加强边境管控并命令移民和海关执法局、边境管理局驱逐非法移民。大规模驱逐可能会导致职位空缺率再度上行，短期内失业率可能有所下降，但会进一步加大“薪资-价格”螺旋通胀压力。

**五、大力支持加密货币，继续推动 AI 进程：**特朗普和共和党在科技领域大力支持加密货币、人工智能以及商业航天。首先，共和党竞选纲领中写到“捍卫挖掘比特币的权利”，特朗普也表示要把美国变成“全球加密货币之都”。其次，在人工智能领域，特朗普也表示将废除拜登限制人工智能的行政命令。最后，共和党竞选纲领中强调发展商业航天，结合马斯克全面支持特朗普，商业航天有望得到重点支持。

**六、推动制造业回流，强调供应链安全。**共和党竞选纲领中对制造业的相关表述有：（1）保护美国本土制造业并释放美国能源开采；（2）振兴工业基础，优先考虑国防关键行业；（3）对美国安全至关重要的设备和零件必须在美国制造。另外，特朗普在竞选过程中提及，要拯救美国汽车行业。

**七、营造低利率环境，试图加强对于美联储的控制。**特朗普在 10 月重申他将大幅降低利率，减轻家庭的住房负担，但并未给出详尽措施。在上一任期他的特征就是崇尚低利率环境，并尝试加强对于美联储的控制，不过当时特朗普推动更多党派成员加入美联储董事的提名并未通过。预计美联储仍将保持相对独立性。

### 分析师

章俊

☎：010-8092 8096

✉：zhangjun\_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130523070003

张迪

✉：zhangdi\_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130524060001

赵红蕾

✉：zhaohonglei\_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130524060005

于金潼

☎：186-5320-7096

✉：yujintong\_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130524080003

研究助理：铁伟奥

### 风险提示

1. 美国通胀在财政和关税刺激下反弹的风险；
2. 美国劳动市场失业率超预期上行的风险；
3. 美国银行间意外出现流动性问题的风险；
4. 对特朗普较为模糊的政策表述理解不充分的风险。

**特朗普的承诺兑现度如何？** 特朗普在其第一任期内，在总统权限较大的贸易、外交等领域能够良好兑现，在需要国会立法支持的经济政策方面兑现度一般，其中减税政策能够部分兑现，但财政政策、货币政策、制造业回流等方面兑现情况相对糟糕

**美联储何去何从？如何应对未来的关税？** 特朗普的胜选意味着（1）赤字扩张下二次通胀的风险可能加大；（2）美联储的独立性受到一定冲击；（3）需要考虑应对特朗普对外国加征普遍性关税并加剧贸易战的情况。虽然这三类风险不会影响美联储 11 月降息 25BP，但如果 10 月和 11 月通胀数据以及 11 月劳动数据中有大幅超出预期的情况，美联储可能在 12 月暂停降息并观察数据变化。参考 2018 年美联储对于普遍性关税的情景假设，当前美联储可能更倾向于对关税引发的一次性通胀采取偏温和的货币政策。在通胀整体仍在缓和、劳动市场继续缓慢弱化的情况下，放缓降息节奏并观察特朗普带来的不确定性似乎是更好的选择。因此，美联储在 2024 和 2025 年的累计降息幅度可能都将从 9 月 FOMC 引导的 100BP 压缩至 75BP，但 2025 年加息的风险仍不高。

**美国若加征 60% 关税，对我国影响几何？**

**GDP:** 根据测算，我国对美国出口增速的关税弹性约为 -0.82，假设该弹性保持不变，若美国加征关税至 60%，我国对美的出口增速将下行 34 个百分点，对我国整体出口的拖累约为 4.8 个百分点，对 GDP 的影响为 0.4~0.5 个百分点。

**汇率:** 汇率可能再次面临压力，但我们认为压力可能远小于 2018 年-2019 年，一是 2018 年美国为加息周期，二是我国较低的通胀水平消化了一部分名义汇率需要贬值的压力，三是中国的出口结构在 2018 年贸易摩擦之后已经完成了明显的升级。

**就业:** 预计短期内出口依存度较高行业的就业情况仍会受到一定冲击，但长期来看，我国对美出口已逐渐下降，同时我国可以与欧盟、东盟和其他贸易伙伴可以建立更紧密的联系，对冲对美出口下降产生的外向型行业就业流失。

**大类资产配置有何影响？** 特朗普当选，整体利好美股、美元、比特币，利空美债和商品，对于黄金的影响相对中性。**中国资产在靴子落地后预计实现“以我为主”**，未来资本市场走势与自身基本面和政策力度及方向更为相关。

**美股:** 受益于特朗普对企业减税和其他刺激政策。利好的板块包括：1) 传统化石能源板块；2) 军工板块；3) 科技板块。**美债:** 财政前景的不确定性干扰美联储降息路径，贸易和减税政策提升通胀风险，短债可能受益于美联储的温和降息；长端利率由于财政扩张带来的美债增发和二次通胀预期，短期存在上行压力，不过收益率上行后配置价值反而上升。**美元:** 大幅提高关税和减税等政策都会带来“强美元”。一方面，较高关税会导致通过提高汇率来抵消进口外国商品成本的提高，另一方面减税会使海外资金流入美股，提高美元需求。但更长期视角下，特朗普削弱美联储独立性的政治意图或使得美元信用受损，利空美元。**黄金:** 特朗普上台对金价的影响整体中性，短期市场仍在交易不确定性。短期实际利率上行对黄金构成利空，中期特朗普上台后可能会阻止潜在战争发生的可能性，地缘政治风险对黄金的影响可能转向。长期视角下，财政持续无纪律性地扩张导致货币超发削弱美元信用，黄金作为无息资产优势进一步凸显。**商品:** 特朗普当选，逆全球化政策会对全球商品需求和价格产生下行压力。油价方面，大规模石油开采对油价形成利空，但考虑到特朗普对以色列更加鲜明的支持态度可能在短期内加大中东地区的地缘政治风险，因此特朗普上任对油价的影响整体保持中性。

**中国资产:** 贸易摩擦导致出口链承压，中国资产短期受大选风险释放扰动，但特朗普当选也会使国内政策刺激力度可能加强，进一步提振国内经济，增强市场信心。

# 一、大选情况简介

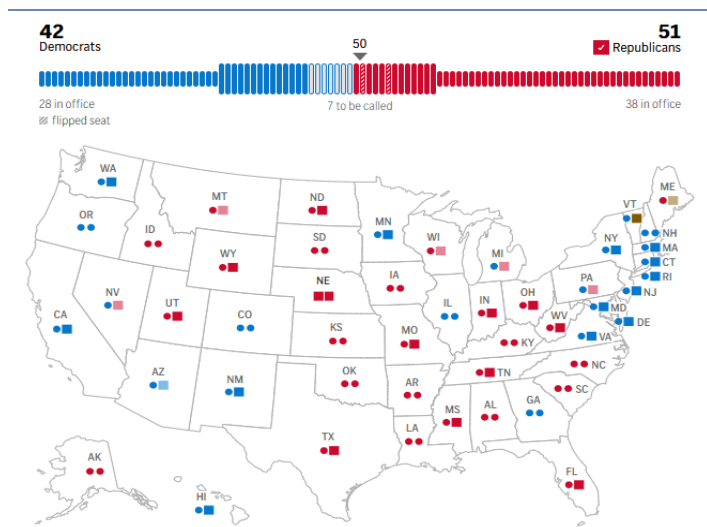
## (一) 总统选举情况

美东时间 11 月 6 日，共和党候选人特朗普赢得 2024 年美国大选，在关键摇摆州中取得全面胜利，分别赢下了宾夕法尼亚州，乔治亚州、北卡罗来纳州、威斯康星州。

## (二) 国会选举情况

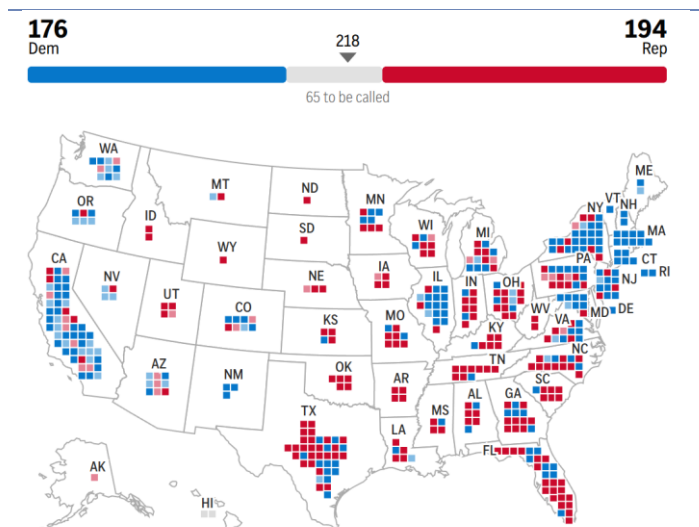
国会方面，截止北京时间 2024 年 11 月 6 日 17:00，共和党在参议院获得 51 席过半席位，成功控制参议院；众议院共和党获得 194 席，民主党获得 176 席，共和党依旧有较大概率获得众议院控制权。如果共和党成功获得国会全部控制权，那么在 2025 年特朗普就职后的两年时间里，共和党理论上可以通过任何非修宪性质的法律，对特朗普推动自身议程有极大的帮助，且政策推进速度可能快于预期。

图1：参议院席位情况



资料来源：美联社，中国银河证券研究院

图2：众议院席位情况



资料来源：美联社，中国银河证券研究院

单一党派横扫三权（总统、众议院和参议院）的案例有：1. 在 2009 至 2011 年间，奥巴马当选总统，民主党控制了参议院和众议院。奥巴马借此机会推动了奥巴马医改（平价医疗法案）在内的几项重大政策改革。奥巴马医改扩大了美国医疗保险的覆盖面、降低了全民医疗费用，使中低收入群体受益最大，是美国历史上最具革命性的医疗保健改革之一。此外，为应对 2008 年金融危机带来的经济衰退，奥巴马推出了美国复兴与再投资法案（ARRA），通过约 8000 亿美元的刺激计划推动经济复苏等。2. 2017 至 2019 年期间，共和党在特朗普的领导下掌控了参议院和众议院（直至 2019 年中期选举），这一时期共和党通过了《减税和就业法案》。

## 二、特朗普的七大政治主张

### (一) 对外大幅度提高关税，直至达到贸易平衡

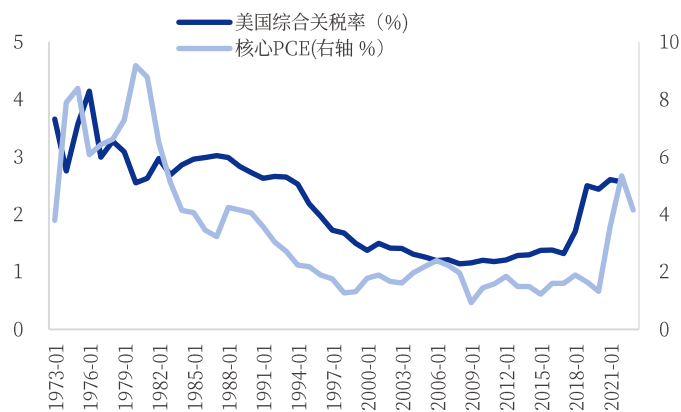
特朗普 2.0 期间或施行更加激进的关税政策，旨在通过加征关税减少贸易逆差，直至达到贸易平衡。特朗普在竞选期间提出，对所有商品征收 10% 基准关税，如果其他国家涉及操纵货币或从事不公平的贸易行为，将进一步提高关税。其中，对待中国的态度更加“强硬”：（1）推动取消中国最惠国贸易地位；（2）对中国商品征收 60% 甚至更高水平的关税；（3）限制美国公司在华投资，禁止任何将业务外包给中国的公司签订联邦合同；（4）逐步停止所有来自中国的必需品进口。

不过，特朗普的外交政策具有“可交易性”，其中心思想是通过对外国威胁加征关税从而换回更多利益，减少贸易逆差。可以预期，特朗普上任之后，大概率会复制他上一任期的做法，先高举关税大棒，对盟友也毫不例外，之后通过谈判的方式尽可能争取更多好处，体现“有原则的现实主义”。

在其上一任期，2017 年 3 月 31 日特朗普正式就职总统第三个月就签署了两项关于贸易的行政命令。一是命令审查了“贸易滥用”的形式，在 90 天内逐国、逐产品和逐行业地审查了外国的欺诈行为、执法和货币错配。二是命令旨在加强反倾销规则和反补贴税，该命令指示国土安全部、商务部和财政部确保执法。

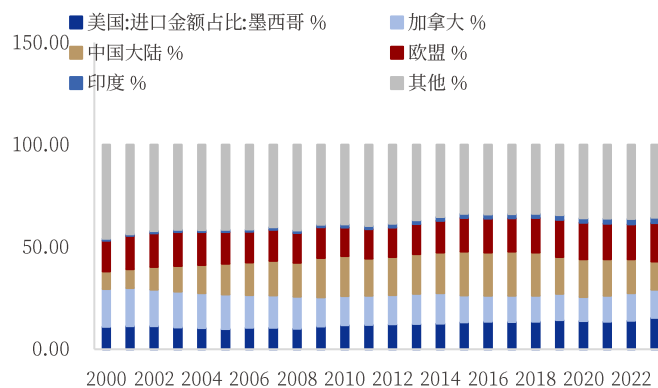
总统执行关税政策的阻力也比较小。特朗普可利用已有法案，对相关贸易国进行 301 调查（贸易代表）或汇率操纵调查（财政部），进而实施贸易制裁。因此，上任初期特朗普极有可能推动贸易保护调查。

图3：美国综合关税率和核心 PCE



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图4：美国进口占比



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

### (二) 主张大规模对内减税，年均减税规模近万亿美元

特朗普 2.0 时代将继续推动大规模减税政策。根据 2024 年共和党纲领、竞选演讲以及社交媒体发文，减税政策主要包括三项：（1）让《减税和就业法案》（TCJA）永久化，且规模进一步加大。TCJA 是特朗普在 2017 年通过的标志性法案，内容包括降低个人所得税税率、企业

税率降至 21%、提高儿童税收抵免额度、降低遗产税等。但该法案将于 2025 年底到期。特朗普寻求将该法案永久化，同时在企业税方面，特朗普宣称要将企业税率从 21% 进一步降至 15%，但只针对“在美国生产产品的公司”，而不针对“外包、离岸或取代美国工人”的公司。（2）免除小费税。共和党政纲宣称“我们将取消数百万餐馆和酒店业工人的小费税”，目前小费收入在税收方面被视为工资收入。（3）免除加班费所得税。9 月 14 日，特朗普宣布要免除加班费的税率。

特朗普上台后的主要任务之一是编制 2026 年预算法案。美国财年为每年 10 月至次年 9 月 30 日。但一般三月到四月两党和国会就会开始讨论下一年的预算法案，我们预计特朗普会将财政预算法案与减税政策和住房政策以及解雇联邦雇员的法案绑定，减税和住房补贴势必扩大财政赤字，但其会从减少联邦雇员薪酬的刚性支出以及潜在的关税政策中部分弥补。

大规模减税政策需要通过国会立法，不能通过简单的总统令来实现，因此周期预计较长。但由于共和党同时控制了两会，参考 2017 年 TCJA 的推进速度，预计 2025 年大规模减税或有实质性推动。

表1：特朗普计划预计财政情况(十亿，2026-2035 年)

政策项目	低	中	高
修改并永久化《减税与就业法案》(TCJA)	-\$4,600	-\$5,350	-\$5,950
加班收入免税	-\$500	-\$2,000	-\$3,000
停止对社会保障福利征税	-\$1,200	-\$1,300	-\$1,450
将国内制造商的公司税率降至 15%	-\$150	-\$200	-\$600
小费收入免税	-\$100	-\$300	-\$550
加强军队	-\$100	-\$400	-\$2,450
确保边境安全,驱逐非法移民	\$0	-\$350	-\$1,000
实施住房改革,包括为首次购房者提供信贷	-\$100	-\$150	-\$350
加强对医疗保健、长期护理和照护的支持	-\$50	-\$150	-\$300
<b>减税和增加支出总计</b>	<b>-\$6,800</b>	<b>-\$10,200</b>	<b>-\$15,650</b>
普遍关税和附加关税	\$4,300	\$2,700	\$2,000
扭转当前的能源/环境政策并扩大生产	\$750	\$700	\$550
减少联邦政府支出	\$250	\$100	\$0
撤销教育部,支持学校选择	\$200	\$200	\$0
<b>增收计划和减少支出总计</b>	<b>\$5,500</b>	<b>\$3,700</b>	<b>\$2,550</b>
<b>净利息</b>	<b>-\$150</b>	<b>-\$1,000</b>	<b>-\$2,050</b>
<b>净赤字影响</b>	<b>-\$1,450</b>	<b>-\$7,500</b>	<b>-\$15,150</b>

资料来源：CRFB, 中国银河证券研究院

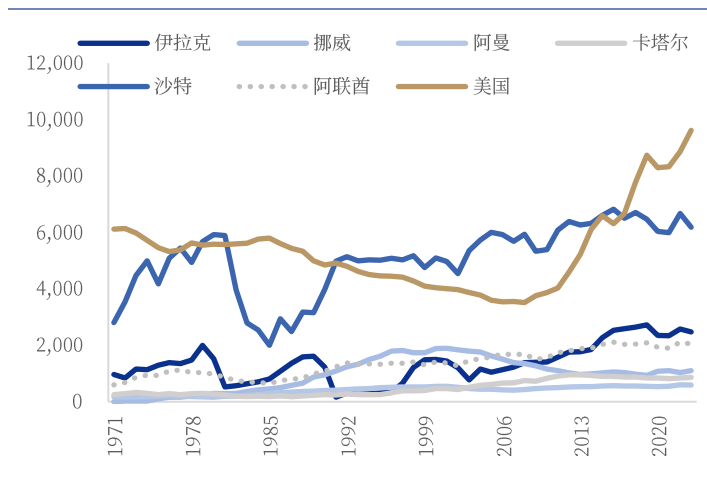
### （三）气候政策全面倒退，扩大化石能源生产

2024 共和党竞选纲领呼吁“释放美国能源”，支持化石能源、反对清洁能源新政。预计特朗普上任后的具体举措包括：（1）将终止拜登对于石油和天然气的联邦钻探许可证和租约的拖

延，扩大国内化石能源生产；（2）推翻拜登时期的绿色能源行政令，例如“电动汽车强制令”（Executive Order on Catalyzing Clean Energy Industries and Jobs Through Federal Sustainability）；（3）撤销《通胀削减法案》中用于鼓励清洁能源发展的财政支出和税收抵免政策；（4）支持退出《巴黎气候协定》。

值得注意的是，废除拜登的清洁能源新政以及大规模签发油气钻井许可均为总统行政权力范围内，或是特朗普 2.0 时代早期就能付诸实践的政策之一。

图5: 石油产量 (TWh)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图6: 美国钻机数量和 WTI 石油价格



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

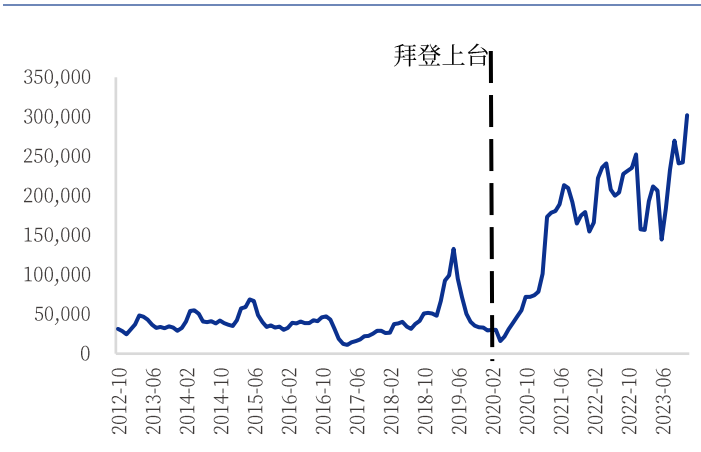
#### （四）加大边境安全投入，或开展最大规模驱逐行动

特朗普一向对于移民政策保持强硬态度，竞选期间他表示：（1）全面禁止拜登动用纳税人的钱释放非法移民，对行政不合规处以刑事处罚；（2）计划废除“出生公民权”（出生在美国即享受美国公民福利的权利）。另外，2024 年共和党政纲中写到要实施“美国历史上最大规模的驱逐计划”。CRFB 预测特朗普的驱逐政策会将美国人口规模减少近 440 万人。

边境和移民问题也属于总统行政权力范围内，移民驱逐计划和旅行禁令可以通过总统行政命令来实施，但废除出生公民权涉及到宪法，因此预计阻力较大。在上一任期，特朗普上任第一个月的 2017 年 1 月 27 日就签署第 13769 号行政命令，命令暂停美国难民接纳计划(USRAP) 120 天，并禁止伊拉克、伊朗、利比亚、索马里、苏丹、叙利亚和也门公民入境 90 天。对叙利亚难民实施无限期暂停期。同时移民和海关执法局(ICE) 也开始加强执法，据 ICE 称，2017 年 1 月和 2 月驱逐出境人数为 35,604 人。

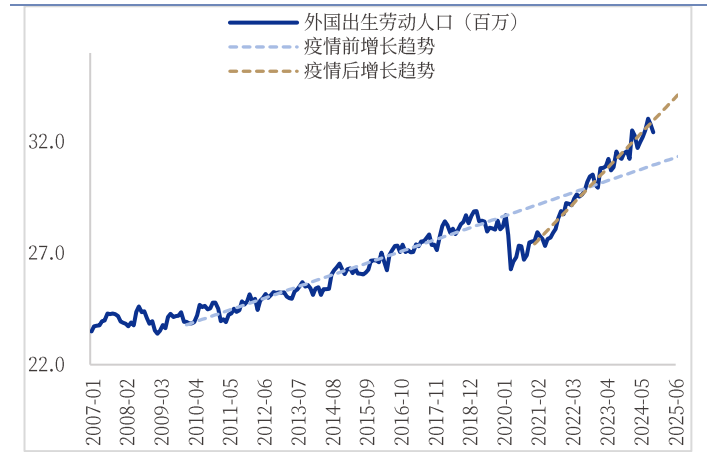
预计特朗普上任之后，将会再度加强边境管控并命令移民和海关执法局、边境管理局驱逐非法移民。移民在农业、建筑业、制造业中均扮演了重要角色，大规模驱逐可能会导致职位空缺率再度上行，短期内失业率可能有所下行，但会进一步加大“薪资-价格”螺旋通胀压力。

图7: 美国南部边境非法移民数量攀升 (人次)



资料来源: 美国海关和边境保护局, 中国银河证券研究院

图8: 外国劳动人口



资料来源: 美国劳工部, 中国银河证券研究院

### (五) 大力支持加密货币, 继续推动 AI 进程

特朗普和共和党在科技领域大力支持加密货币、人工智能以及商业航天。首先, 共和党竞选纲领中写到“捍卫挖掘比特币的权利, 并确保每个美国人都拥有自行保管其数字资产, 并在不受政府监视和控制的情况下进行交易。”特朗普本人也表示如果当选, 他将把美国变成“地球的加密货币之都”, 并使其成为“比特币超级大国”, 承诺将解雇严厉打击加密货币的现任美国证券交易委员会主席加里·根斯勒。

其次, 在人工智能领域, 特朗普也表示“将废除拜登危险的行政命令, 该命令阻碍了人工智能创新, 并将激进左翼思想强加于该技术的发展。取而代之的是, 共和党人支持以言论自由和人类繁荣为基础的人工智能发展。”人工智能监管有可能全面放开。

再次, 特朗普最后和科技有关的政策主张是太空领域, 共和党竞选纲领中写到“在共和党的领导下, 美国将在近地轨道打造强大的制造业, 将美国宇航员送回月球, 再送往火星, 并加强与迅速扩张的商业空间领域的合作, 彻底改变我们进入、居住和开发太空资产的能力。”结合马斯克全面押注特朗普, 因此预计利好 SpaceX。

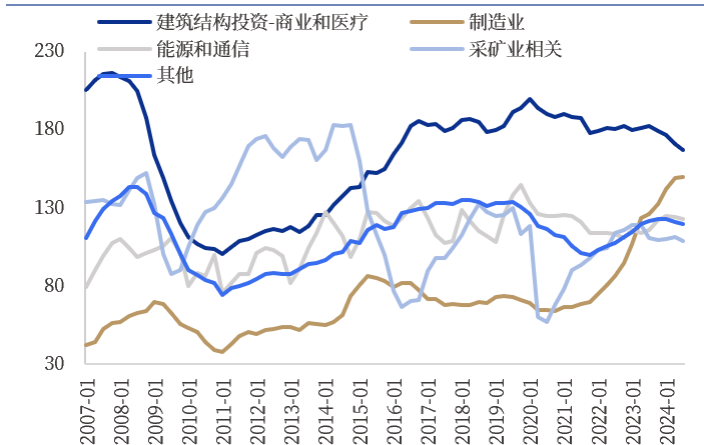
### (六) 推动制造业回流, 强调供应链安全

共和党竞选纲领中对制造业的相关表述有: (1) 保护美国本土制造业并释放美国能源开采; (2) “振兴工业基础, 优先考虑国防关键行业”; (3) 对美国安全至关重要的设备和零件必须在美国制造。另外, 特朗普在竞选过程中提及, 要拯救美国汽车行业, 威胁对从墨西哥进口中国汽车征收 200% 关税。

在上一任期的 2017 年 4 月 18 日, 特朗普签署了第 13788 号行政命令, 要求联邦机构实施“购买美国货, 雇用美国人”战略。2019 年, 美国第 13858 号和第 13881 号行政命令对“购买美国货”做了具体规定, 包括加大在基础设施项目中购买美国货的优惠力度, 最大限度地使用美国生产的货物、产品和材料, 包括美国的钢铁、铝材、水泥以及其他制成品, 政府将在法律允许的最大范围内执行《购买美国货法案》

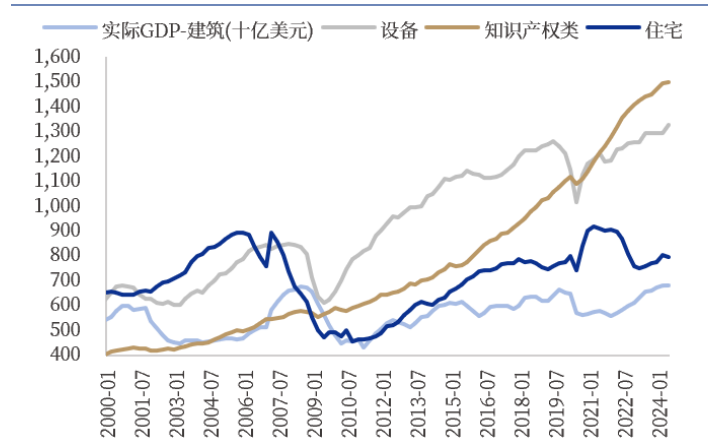
预计特朗普上任之后, 将通过对外加征关税、对内大幅度减税、减少行政监管等一系列举措推动制造业回流, 尤其是将关键产业链带回美国。

图9: 美国建筑投资细分显示制造业近期增长较快 (十亿美元)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图10: 美国投资细分



资料来源: 美国劳工部, 中国银河证券研究院

### (七) 营造低利率环境, 试图加强对于美联储的控制

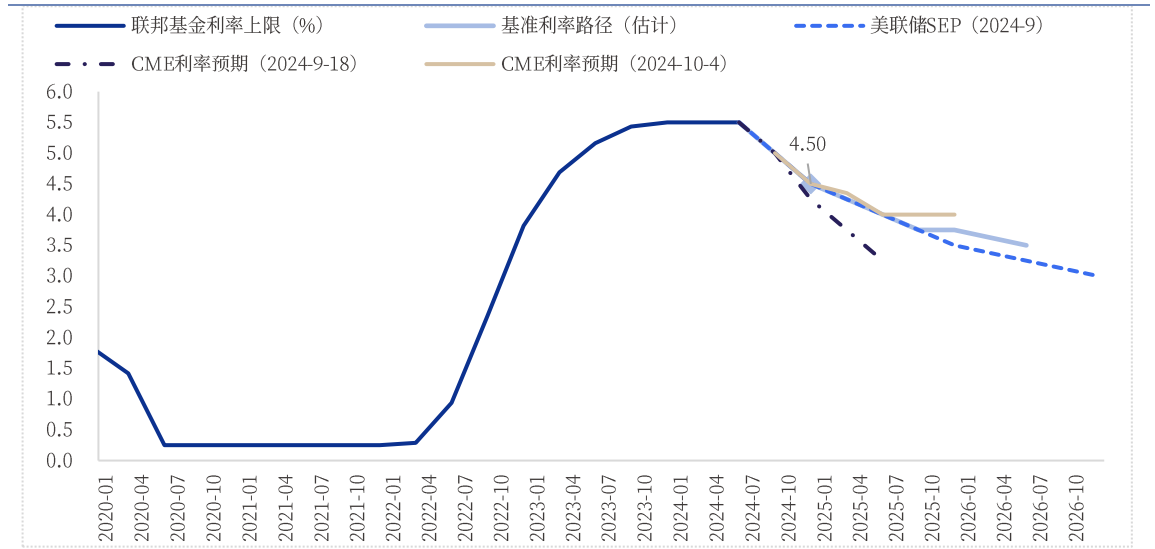
特朗普在 10 月宾夕法尼亚州兰卡斯特市政厅活动上回应现场观众关于住房负担能力的问题时, 重申他将大幅降低利率, 营造低利率环境, 减轻家庭的住房负担。

特朗普在上一任期的特征就是崇尚低利率环境, 并尝试加强对于美联储的控制。2018 年美联储加息时就引发过关于特朗普是否会解雇鲍威尔的讨论。本次选举周期中, 特朗普表示不会解雇美联储主席鲍威尔, 会让鲍威尔完成第二任期 (2022 年 5 月~2026 年 5 月), 但有前提是“如果我 (特朗普) 认为他做了正确的事情”。不过, 特朗普在竞选过程中曾多次放话, 警告鲍威尔不要在 11 月大选前降息, 在 9 月份美联储实施降息之后, 特朗普又指责鲍威尔降息是为了让民主党在 2024 年大选中占据优势。

在人事权上, 虽然特朗普寻求扩大总统权力, 希望可以罢免美联储官员, 但根据现行法律总统并无法直接罢免, 只有任命权。有报道称, 特朗普的一些盟友起草了一份文件, 旨在削弱美联储的独立性, 该文件建议在利率决策方面应征求特朗普的意见, 并主张特朗普应有权罢免鲍威尔的美联储主席职务。

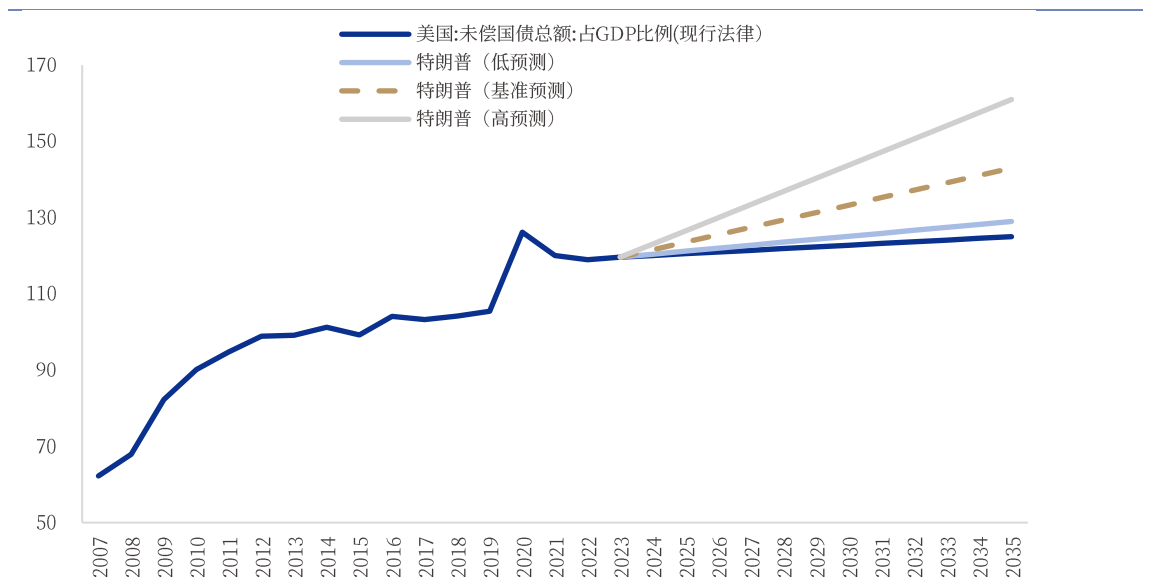


图11: 美国利率预测



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图12: 美国国债占 GDP 比重预测 (%)



资料来源: CRFB, 中国银河证券研究院

### 三、特朗普第一任期内竞选承诺兑现度

特朗普在其第一任期内，在总统权限较大的贸易、外交等领域能够良好兑现，在需要国会立法支持的经济政策方面兑现度一般，其中减税政策能够部分兑现，但财政政策、货币政策、制造业回流等方面兑现情况相对糟糕。

特朗普在其第一任期成功实现了削减监管、降低税收、退出《巴黎气候协定》、《跨太平洋伙伴关系协定》(TPP)、重塑司法体系上成功任命三名保守派大法官等，而其他大部分竞选承诺则部分兑现或未得到兑现，而几项最重要的经济承诺以及财政货币政策兑现情况尤为不

佳，如：1) 债务问题。特朗普最初承诺 8 年内清偿 19 亿美元国债，排除 2020 年疫情带来的债务大幅扩张，疫情前也即 2019 年底，美国联邦债务就达到了 22.7 万亿美元；2) 制造业回流。重振美国制造业是特朗普竞选时的重要承诺之一，但在特朗普任期期间，制造业就业人数整体负增长，尽管可能部分归因于疫情冲击，但美国制造业在疫情前就已经处于低迷状态；3) 经济增长。特朗普在竞选期间设定了 3.5%-4% 的经济增长目标，但自 2017 年以来，美国 GDP 增速从未达到过 3.5%；4) 削减贸易逆差。特朗普承诺缩小美国的贸易逆差，尤其是对华贸易逆差，尽管取得了进展，但并非完全成功。在疫情前，美国整体贸易逆差有所缩减（但仍高于特朗普上台前），对华商品贸易逆差降至 2014 年以来的最低水平。而疫情爆发初期贸易逆差几乎每月都在增加，到 2020 年底美国贸易逆差达到 2006 年以来的最高水平。5) 货币政策。特朗普在第一任期内没能兑现“削减美联储权力，加强国会监管”的承诺，更多党派成员加入美联储董事的提名未通过。

除经贸问题外，在移民问题上的承诺部分兑现：1) 由墨西哥出资修建美墨边境墙。截至 2021 年 1 月 8 日，特朗普政府修建了 453 英里的边境屏障，而只有 47 英里是新修建的，其余大部分为翻新或扩建，且墨西哥没有支付任何部分修建边境墙的费用。2) 驱逐和处罚非法移民。虽然大幅削减了难民的接纳人数，但未能兑现驱逐数百万非法移民的承诺。

图13: 特朗普 1.0 竞选承诺兑现度



资料来源: CNN Politics, 中国银河证券研究院

## 四、特朗普 2.0 时代对华贸易政策及可能影响

### (一) 2018 中美贸易摩擦对我国经济的影响复盘

为缩小美国贸易逆差、推动制造业回流美国，特朗普在 2016-2020 年任期内先后对很多贸易伙伴加征不同水平的关税。2017 年 8 月 14 日，美国宣布正式对中国发起“301 调查”。2018 年 3 月 22 日，美国贸易代表办公室（USTR）“301 调查报告”，认定中国的贸易行为构成不合理或歧视性，对美国商贸构成负担或者限制，至此美国开始对中国进口商品大规模提高关税。2018-2019 年间，中美之间共加征四轮关税，美国对中国的平均关税水平从 2018 年 1-6 月的 3% 左右明显攀升至 20% 左右。

表2：2018-19 年，中美之间共加征三轮关税

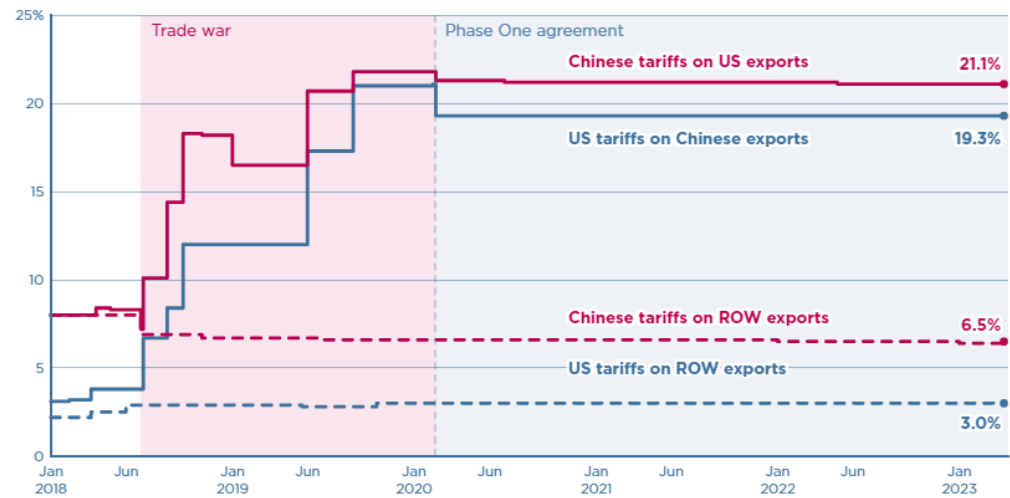
加征阶段	美国对中国产品加征关税				中国对美国产品加征关税		
	加征清单	加征时间	规模(美元)	加征税率	加征时间	规模(美元)	加征税率
第一轮	清单 1	2018/7/6	340 亿	25%	2018/7/6	340 亿	25%
	清单 2	2018/8/23	160 亿	25%	2018/8/23	160 亿	25%
第二轮	清单 3	2018/9/24	2000 亿	10%	2018/9/24	600 亿	5%和 10%两种税率
		2019/5/10		由 10%升至 25%	2019/6/1		5%、10%、20%和 25%四种税率
第三轮	清单 4A	2019/9/1	1200 亿	15%	2019/9/1	750 亿	5%和 10%两种税率
		2020/2/14		由 15%降至 7.5%	2020/2/14		5%和 10%两种税率 (暂停加征)
	清单 4B(未生效)	2019/12/15	1800 亿	15%	2019/12/15	恢复对美汽车及零部件加征(未生效)	5%和 25%两种税率 (暂停加征)

资料来源：USTR, 中国银河证券研究院

图14: 贸易战期间中美关税变化

US-China trade war tariffs: An up-to-date chart

a. US-China tariff rates toward each other and rest of world (ROW)



资料来源: PIIIE, 中国银河证券研究院

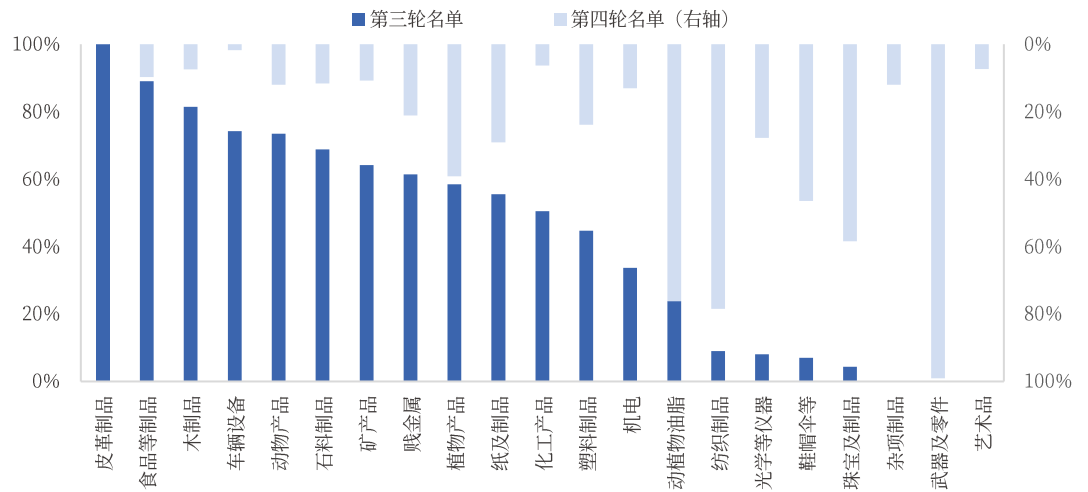
我们在《若加征关税重来：对出口影响与后效几何？》《未雨绸缪：从细分行业表现回顾美国加征关税的影响》报告中，详细复盘了2018年中美贸易摩擦对于我国出口的影响，主要有以下三个特征：

第一，加征关税对我国相关出口有显著影响。关税实施后，四轮加征清单涉及商品增速均有不同程度地下滑。从占比来看，关税覆盖商品占美国自中国进口总额的比重呈现出持续下跌的走势，从2017年的67%下行至2023年的46%。根据我们测算，美国加征关税我国对美国出口增速的关税弹性约为-0.82，即关税每提高1%，我国对美国出口增速下降0.82个百分点。

第二，加征关税前期集中在高附加值和技术含量较高、对美国经济和技术安全具有较大影响的产品（如光学、医疗仪器，机电设备和车辆），（如塑料、橡胶、木材及纺织品），最后更多地针对消费品（如珠宝、纺织品和动植物油脂）。

第三，特朗普的四轮关税清单几乎覆盖了绝大多数商品类别。以HS分类10位码为基准，可以看到三、四轮清单涉及了HS分类商品中的绝大多数类别。其中第三轮名单于2018年9月生效，初始加征税率为10%，于2019年5月提升至25%；第四轮关税名单于2019年9月实施，加征税率为15%。

图15: 第三、四轮关税名单主要涉及商品覆盖比率



资料来源: USTR, ITC, 中国银河证券研究院

加征关税对出口依存度较高行业的就业产生一定冲击。2018年8月第二轮加征关税后,截至2018年12月,工业行业平均用工人数同比下降0.37pct,其中出口依存度较高的行业下降幅度更大,如计算机、通信和其他电子设备制造业,通用设备制造业,电气机械和器材制造业,专用设备制造业,仪器仪表制造业等,用工人数同比降幅分别为:2.3pct、2.0pct、1.7pct、1.4pct、1.4pct,均大于全行业平均值。据此计算,2018年贸易战对我国工业企业就业岗位的影响大约为25~40万人,对调查失业率的影响约为0.06~0.1个百分点。

另外,中美贸易摩擦将对我国金融市场造成一定影响。汇率方面,2018年以来,人民币汇率总体处于贬值趋势,不论兑美元汇率还是兑一篮子汇率均呈现贬值,持续29个月(2018年初-2020年5月)。人民币走弱对应美元的走强,人民币汇率与美元指数的相关系数为0.81,人民币绝大多数的下跌可以用美元的走强来解释。

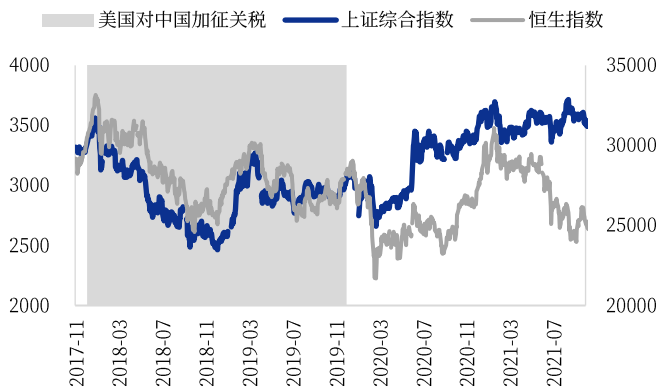
图16: 央行的汇率政策回顾



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

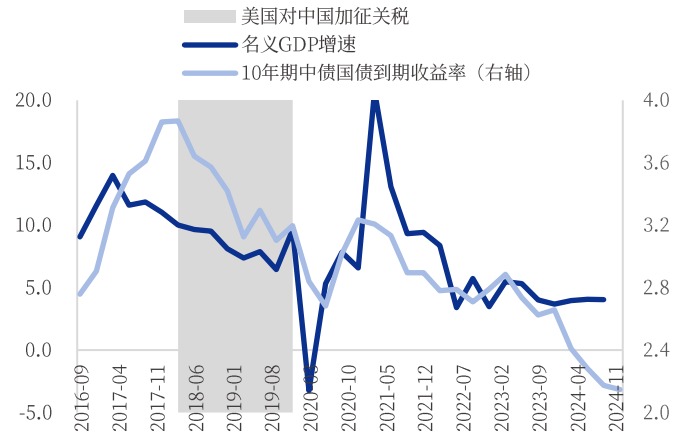
股票市场方面,加征关税对权益市场风险偏好有重要影响,初期的冲击较为激烈,后期则边际缓和。债券市场方面,10年期国债收益率主要跟随名义经济增速的下滑而趋于下行。

图17: 上证综合指数与恒生指数



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图18: 10年期国债收益率与名义GDP增速(%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

## (二) 特朗普 2.0 时代对华贸易政策及可能影响

根据本轮竞选进程当中特朗普及团队提出的主张, 预计具体政策可能包括取消中国最惠国待遇, 对中国商品全面加征 60% 甚至更高关税。我们认为, 由于共和党横扫, 内政阻力较小, 特朗普上任前期的重心在于组阁和推动减税法案, 2025 年内实施大规模加征关税的概率比较低。参考特朗普 1.0 时期, 美国对我国第一轮加征关税的公告日期是 2018 年 6 月, 实施日期是 2018 年 7 月。当然, 特朗普有可能在 2025 年就授权贸易代表开启新一轮的 301 调查。

美国若加征 60% 关税, 对我国影响几何? 我们从 GDP、就业、货币政策、汇率、资本市场等几个方面进行分析。

**GDP 影响:** 假设这一轮加征关税我国对美国出口增速的关税弹性仍为 -0.82, 若美国加征关税至 60% (当前为 19% 的关税税率), 那么我国对美出口增速下降 34% 左右。美国占中国出口的比重约为 14%, 也就意味着对我国整体的出口影响约为 4.8 个百分点。出口占中国 GDP 的比重约为 27.6%, 对美出口下降对我国 GDP 的极限影响为  $27.6\% \times 4.8 = 1.3$  个百分点。不过, 在实际经济运行中, 一般出口下行时, 进口也会随时下行, 且中国也会作出一定反制措施, 部分出口也会通过转口贸易的方式实现, 因此我们保守估计美国加征 60% 关税对我国 GDP 的影响约为 0.4~0.5 个百分点。

**就业影响:** 如果特朗普真的实行对中国商品征收 60% 关税政策, 根据其上一任期关税政策对我国就业的影响, 预计短期内出口依存度较高行业的就业情况仍会受到较大冲击。但长期来看, 我国对美出口已逐渐下降, 同时我国可以与欧盟、东盟和其他贸易伙伴可以建立更紧密的联系, 对冲对美出口下降产生的外向型行业就业流失。

**货币政策影响:** 如果加征关税, 汇率可能再次面临冲击, 成为降息的重要制约, 央行可能使用降准、国债净买入做为货币宽松的主要路径。

**汇率影响:** 加征关税, 可能使得汇率再次面临压力, 但我们认为压力可能远小于 2018 年-2019 年。核心逻辑包括三个方面, 第一, 2018 年美联储处于加息周期, 美元趋势性上行, 成为人民币汇率贬值的主要驱动因素。本轮美联储已开启降息周期, 美元在目前 104 的高位继续上升的空间有限; 第二, 中国实际有效汇率指数自 2020 年起始终低于名义有效汇率指数, 两者的

差值已相差 15。这背后是中国相较于其他国家较低的通胀水平。也就是中国通过较低的通胀水平已经消化了部分名义汇率需要贬值的压力。第三，中国自身已完成了制造业的转型升级，更强大的产品竞争力可以对冲部分关税的影响。如果特朗普当选，市场可能会先交易加征关税对中国贸易条件恶化的影响，人民币汇率可能会先测试 7.3 的位置。如果汇率来到 7.3 的位置附近，央行可能会采取类似 2024 年的逆周期调节行动。如果特朗普实施对中国加征 60% 关税，那么汇率可能会面临短期冲击，但压力可控。

**资本市场影响：**股票市场方面，加征初期市场风险偏好面临冲击，后续影响将逐渐减弱。债券市场方面，10 年期国债收益率主要取决于名义经济增速的变化，如果财政政策的刺激规模可以推动包括通胀预期、实际经济增速的回升，国债收益率可能与上一轮的演绎不同。

## 五、美联储反应以及大类资产配置

### （一）美联储何去何从？如何应对未来的关税？

从美联储的角度来看，特朗普的胜选似乎意味着（1）赤字扩张下二次通胀的风险可能加大；（2）美联储的独立性受到一定冲击；（3）需要考虑应对特朗普对外加征普遍性关税并加剧贸易战的情况。虽然这三类风险在通胀整体回落、劳动市场依然小幅弱化的情况下并不会影响美联储 11 月降息 25BP，但官员们在 12 月可能加强“数据依赖”。如果 10 月和 11 月通胀数据以及 11 月劳动数据中有大幅超出预期的情况，美联储可能在 12 月暂停降息并观察数据变化。同时，2025 年美联储的降息幅度预计从 9 月经济预测（SEP）给出的 100BP 压缩至 75BP 或以下，以防止关税和其他经济刺激措施导致通胀抬头。虽然特朗普预计以口头方式给美联储施加更大降息压力，但如果经济稳定扩张的基础上通胀回升且通胀预期不稳，美联储可能并不会因为总统的意见考虑加快降息。总体上，特朗普的胜选增强了“二次通胀+降息预期压缩”组合出现的可能性，更高的经济增长和通胀中枢也对应着提升的中性利率水平。

通胀方面，我们对 2024 年 CPI 同比增速均值的基准假设是 2.4% 左右，高点在一季度出现，而后续三个季度主要在 2.5% 以下震荡，但这种情况并未考虑关税的影响。根据美联储按美国 2018 对外加征 15% 的普遍性关税并导致其他国家报复的模型来看，关税可能导致 PCE 通胀一次性上行 1.25% 左右。如果按目前 10% 左右的普遍性关税外推，则通胀可能一次性上行 0.8% 以上，这将导致 CPI 中枢在 3.0%-3.5% 之间，而非 2.5% 左右，且不利于通胀预期的稳定。

#### 1. 美联储可能如何应对普遍性关税的加征？来自 2018 年测算的参考

对于关税的应对，美联储在 2018 年的蓝皮书（teal book）中对于美国加征关税做出的两种假设，可供参考。第一种情况（通胀为一次性短期冲击，美联储以加息对应）：美联储假设美国将所有非石油类的进口商品关税提高 15%，且外国经济体对美国出口商品加征了规模相似的关税。

由于更高的关税减少了进口，而更高的外国关税减少了出口，这些政策对贸易逆差的影响基本可以忽略。然而，进口消费品成本的提高将抑制家庭支出，而商业支出也将下降；这一方面是因为进货物成本的提高，另一方面预期利润降低导致企业借贷利差上升。此外，美联储假设由于生产会转移到效率较低的国内公司和行业，生产效率增长会放缓，国际竞争减少也不利于创新。根据美联储的（GEMUS）模型，15% 关税导致的进口价格上涨会导致 2019 年上半年核心 PCE 通胀率暂时飙升至 3.25%（未加关税的预测值为 2% 左右）。货币政策对通胀的暂时上升反应是比 2.4% 左右的基准更快地收紧，联邦基金利率在 2019 年初可能升至近 4%。这将导致美国经济

陷入持续到 2019 年底的轻微衰退，失业率从 3.7% 升至 4.25%。从 2020 年开始，联邦基金利率因通胀增速向基准情况回归而下行，失业率仍远高于基准情况。

美联储表示，其在这一场景中估计的大规模和广泛的贸易壁垒增加的经验有限，不确定性较大。长期的贸易紧张局势可能导致消费者和商业信心下降，金融市场状况也可能进一步恶化。同时，模型也没有考虑到包括全球供应链的中断等难以模拟的不确定性的影响。

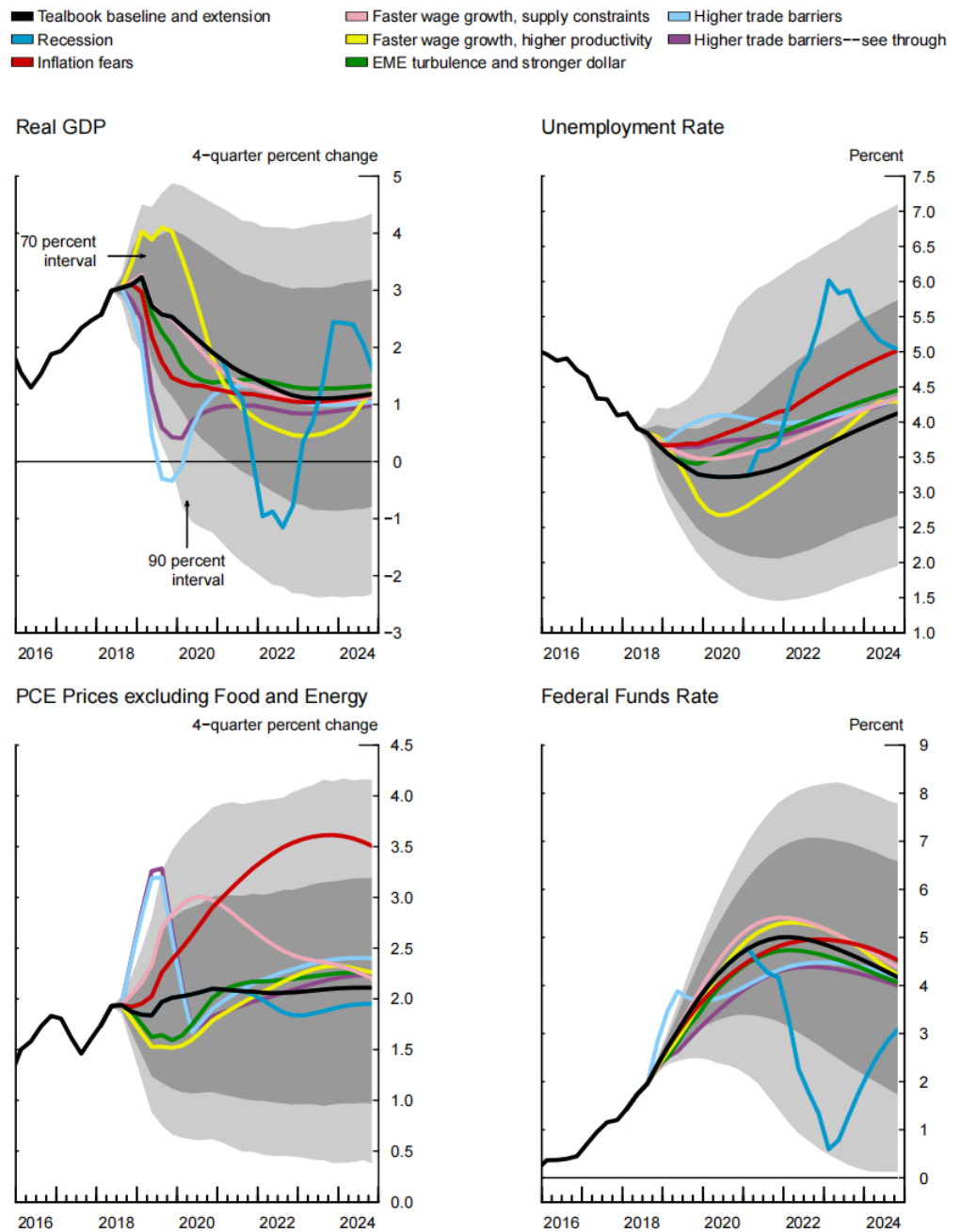
第二种情况（通胀为一次性短期冲击，美联储预期了通胀短暂上行并施行较宽松的货币政策）：美联储同样假设 15% 的普遍性关税以及等量的外国经济体反制。不同的是，美联储工作人员假设货币政策制定者“看穿”了这种短暂的通胀上升，并通过降低政策利率来应对贸易战导致的经济下行。在这种情况下，由于贸易战导致经济弱化，联邦基金利率可能低于基准，并在 2020 年底保持在 4% 以下。更宽松的货币政策反应足以缓解关税相关的产出下降，避免衰退风险，产出增长在 2019 年中降至约 0.5% 的最低点，比第一种情况中货币政策因通胀一次性升高而收紧的假设高出约 0.75 个百分点。通胀在 2019 年中跳升至略高于 3.25%，仅比前一个场景略高，然后同样快速回落。

这一情形考虑的更宽松的货币政策减轻了经济增长的下降，对通胀影响不大，这似乎是对关税上调更适当的反应。但需要注意，这种策略的可取性取决于（1）通胀预期的稳定锚定和（2）成本冲击向通胀的传递相对短暂。如果以上条件不成立，那么前一个场景中假设的短暂加息方式更具吸引力。特别是如果关税上调导致涨薪或者企业持续提价，那么通胀和通胀预期将会持续走高，这种风险在劳动市场偏紧的情况下将会比较突出。

整体上，美联储在 2018 年测算的两种假设中更倾向于第二种，即对于关税引发的一次性通胀采取偏温和的货币政策，防止经济进入萧条。当前与 2018 年主要的不同可能体现在居民通胀预期的风险上：在特朗普当选并将采取扩张性财政政策的情况下，关税的落地可能进一步扰动通胀预期，如果居民通胀预期与较有韧性的薪资螺旋上升，那么采取偏宽松的货币政策似乎并不明智。不过，截至 2024 年 10 月的联邦基金利率仍高达 4.75%-5.00%，在通胀整体仍在缓和、劳动市场继续缓慢弱化的情况下，美联储大概率不会采取第一种情况中转而加息的策略，放缓降息节奏并观察特朗普带来的不确定性似乎是更好的选择。因此，美联储在 2024 和 2025 年的累计降息幅度可能都将从 9 月 FOMC 引导的 100BP 压缩至 75BP，但目前美联储在 2025 年转向加息的可能较低。



图19: 美联储 2018 年对经济指标的预测 (淡蓝色为高贸易壁垒情况, 美联储并不倾向于紧缩)



资料来源: Fed, 中国银河证券研究院

## (二) 大类资产配置有何影响?

特朗普当选, 整体利好美股、美元、比特币, 利空美债和商品, 对黄金和中国资产的影响整体中性。

美股: 对企业减税和其他刺激政策利好美股, 政治不确定性的消退会为股市提供额外的短期助力。利好的板块包括: 1) 传统化石能源板块, 特朗普胜选可能会立即引发油股的急剧上涨; 2) 军工板块, 受益于特朗普扩大国防支持、推进军事现代化; 3) 科技板块, 受益于减税政策。

而科技板块中，依赖全球供应链的科技公司或因贸易政策受到冲击，同时提示警惕当前大选交易前置下，大选结果一出大量机构“sell the news”直接获利了结，且特朗普上台也可能引发对通胀担忧，进而引发市场波动。

**美债：**财政前景的不确定性干扰美联储降息路径，贸易和减税政策提升通胀风险，短债可能受益于美联储的温和降息；长端利率由于财政扩张带来的美债增发和二次通胀预期，短期存在上行压力，不过收益率上行后配置价值反而上升。

**美元：**大幅提高关税和减税等政策都会带来“强美元”。一方面，较高关税会导致通过提高汇率来抵消进口外国商品成本的提高，另一方面减税会使海外资金流入美股，提高美元需求。但长期视角下，特朗普削弱美联储独立性的政治意图或使得美元信用受损，利空美元。

**黄金：**特朗普上台对金价的影响整体中性，短期市场仍在交易不确定性。短期实际利率上行对黄金构成利空，中期特朗普上台后可能会阻止潜在战争发生的可能性，地缘政治风险对黄金的影响可能转向。长期视角下，财政持续无纪律性地扩张导致货币超发削弱美元信用，黄金作为无息资产优势进一步凸显。

**商品：**特朗普当选，逆全球化政策会对全球商品需求和价格产生下行压力。油价方面，大规模石油开采对油价形成利空，但考虑到特朗普对以色列更加鲜明的支持态度可能在短期内加大中东地区的地缘政治风险，因此特朗普上任对油价的影响整体保持中性。

**比特币：**特朗普承诺将建立比特币战略储备中心对比特币构成战略性利好。

**中国资产：**中国资产在靴子落地后预计实现“以我为主”，未来资本市场走势与自身基本面和政策力度及方向更为相关。贸易摩擦导致出口链承压，中国资产短期受大选风险释放扰动，但特朗普当选也会使国内政策刺激力度可能加强，进一步提振国内经济，增强市场信心。

图20: 大类资产预期

特朗普	对资产影响总体判断	影响因素	判断逻辑
美股	↑ 对企业减税和其他刺激政策利好美股，政治不确定性的消退会为股市提供额外的短期助力	利多	1) 传统化石能源板块，特朗普胜选可能会立即引发油股的急剧上涨；2) 军工板块，受益于特朗普扩大国防支持、推进军事现代化；3) 科技板块，受益于减税政策及行政监管的放松
		利空	1) 科技板块中，依赖全球供应链的科技公司或因贸易政策受到冲击；2) 同时提示警惕当前大选交易前置下，大选结果一出大量机构“sell the news”直接获利了结，且特朗普上台也可能引发对通胀担忧，进而引发市场波动
美债	↓ 财政前景的不确定性干扰美联储降息路径，贸易和减税政策带来高通胀风险的提	利多	受益于美联储降息短端利率下行
		利空	长端利率由于财政扩张带来的美债增发和高通胀风险很难大幅下行
美元	↑ 大幅提高关税和减税等政策都会带来“强美元”	利多	较高关税会导致通过提高汇率来抵消进口外国商品成本的提高；减税会使海外资金流入美股，提高美元需求
		利空	长期视角下，特朗普削弱美联储独立性的政治意图或使得美元信用受损
黄金	— 短期市场仍在交易不确定性，实际利率上行和中期特朗普上台后地缘政治边际企稳利空黄金，长期视角下财政无纪律性会削弱美元信用，利好黄金。	利多	长期视角下，财政持续无纪律性地扩张导致货币超发削弱美元信用，黄金作为无息资产优势进一步凸显。
		利空	短期实际利率上行对黄金构成利空，中期特朗普上台后可能会阻止潜在战争发生的可能性，地缘政治企稳利空黄金。
商品	↓ 全球商品需求和价格产生下行压力，油价整体中性	利多	特朗普对以色列更加鲜明的支持态度可能在短期内加大中东地区的地缘政治风险
		利空	大规模石油开采对油价形成利空
比特币	↑ 战略性支持	利多	特朗普承诺将建立比特币战略储备中心
中国资产	— 中国资产表现与自身基本面和政策力度及方向更为相关	利多	国内政策刺激力度可能加强，进一步提振国内经济，增强市场信心
		利空	贸易摩擦导致出口链承压，大选结束后的风险释放短期可能会对市场带来情绪扰动

资料来源：中国银河证券研究院

## 六、风险提示

美国通胀在财政和关税刺激下反弹的风险；美国劳动市场失业率超预期上行的风险；美国银行间意外出现流动性问题的风险；对特朗普较为模糊的政策表述理解不充分的的风险。

分析师承诺及简介

本人承诺以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

章俊，中国银河证券首席经济学家。

张迪，宏观分析师，宏观组组长；赵红蕾，宏观分析师；于金潼，宏观分析师

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

评级标准

评级标准	评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 到 12 个月行业指数（或公司股价）相对市场表现，其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准，北交所市场以北证 50 指数为基准，香港市场以恒生指数为基准。	行业评级	推荐：相对基准指数涨幅 10% 以上
		中性：相对基准指数涨幅在 -5%~10% 之间
		回避：相对基准指数跌幅 5% 以上
公司评级		推荐：相对基准指数涨幅 20% 以上
		谨慎推荐：相对基准指数涨幅在 5%~20% 之间
		中性：相对基准指数涨幅在 -5%~5% 之间
		回避：相对基准指数跌幅 5% 以上

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 层

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 层

北京市丰台区西营街 8 号院 1 号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：程曦 0755-83471683 chengxi\_yj@chinastock.com.cn

苏一耘 0755-83479312 suyiyun\_yj@chinastock.com.cn

上海地区：陆韵如 021-60387901 luyunru\_yj@chinastock.com.cn

李洋洋 021-20252671 liyangyang\_yj@chinastock.com.cn

北京地区：田薇 010-80927721 tianwei@chinastock.com.cn

褚颖 010-80927755 chuying\_yj@chinastock.com.cn