



宏观研究

【粤开证券】“特朗普 2.0 时代”：为何东山再起？对中国的影响及应对

2024 年 11 月 7 日

投资要点

分析师：罗志恒

执业编号：S0300520110001
电话：010-83755580
邮箱：luozhiheng@y kzq.com

分析师：马家进

执业编号：S0300522110002
电话：13645711472
邮箱：majiajin@y kzq.com

研究助理：孙文婷

邮箱：sunwenting1@y kzq.com

近期报告

《【粤开宏观】美国大选前夜：“特朗普 2.0” VS “哈里斯意外”》2024-11-03

《【粤开宏观】双城记 2024：广州与深圳全面比较》2024-10-29

《【粤开宏观】央地关系：基本格局与改革方向》2024-10-28

《【粤开宏观】推动税制改革的三条主线、三大原则和实施路径》2024-10-28

《【粤开宏观】如何看待新一轮债务置换？前四轮债务置换的启示及化债理念再思考》2024-10-24

导读

2024 年美国大选尘埃落定，特朗普提前锁定胜局，开启“特朗普 2.0 时代”，而且时隔 100 多年，重现了克利夫兰总统“初次胜选—连任失败—东山再起”的“传奇”经历。关于特朗普的政策主张及对中美经济和资产价格的影响，详见前期报告《美国大选前夜：“特朗普 2.0” VS “哈里斯意外”》。

本文重点回答三个问题：

第一，特朗普连任失败后为何又能东山再起？ 背后既有选举制度导致的偶然，也是美国经济社会形势变化的必然。

第二，“特朗普 2.0” 将对中国带来哪些影响？ 一是直接冲击中国出口，二是制约中国高科技领域发展，三是人民币汇率和 A 股可能承压，四是对中国财政和货币政策造成干扰。

第三，中国应如何应对？ 沉着冷静，以内部政策、改革和预期的确定性对冲外部的不确定性，凝聚共识、共渡难关，只要内部政策和改革到位，可以将外部冲击降至最低，最终影响取决于内，具体可从政策、改革、出口、出海和科技创新等方面入手。

风险提示： 美国对华政策超预期、国际经济政治局势变化超预期



目 录

| | |
|---------------------------------|---|
| 一、特朗普连任失败后为何又能东山再起？ | 3 |
| 二、“特朗普 2.0”将对中国带来哪些影响？ | 4 |
| （一）对华大规模加征关税，冲击中国出口 | 4 |
| （二）加大对中国高科技领域的封锁，遏制相关产业发展 | 5 |
| （三）人民币汇率和 A 股可能承压 | 6 |
| （四）对中国财政和货币政策造成干扰 | 7 |
| 三、中国应如何应对？ | 7 |

图表目录

| | |
|--|---|
| 图表 1： 2016 年、2020 年、2024 年美国大选结果对比 | 3 |
| 图表 2： 中美对彼此和其他地区的关税税率 | 4 |
| 图表 3： 中国出口份额变化趋势 | 5 |
| 图表 4： 中国占美国进口比重 | 5 |
| 图表 5： 2018 年中美贸易摩擦期间，人民币汇率贬值 | 6 |
| 图表 6： 2018 年，A 股快速下跌 | 7 |



一、特朗普连任失败后为何又能东山再起？

特朗普于 2016 年意外胜选，2020 年连任失败，2024 年东山再起，是继格罗弗·克利夫兰（1884 和 1892 年胜选）后第二位两度当选且任期不连续美国总统。特朗普“传奇”的大选之路，既有选举制度导致的偶然，也是美国经济社会形势变化的必然。

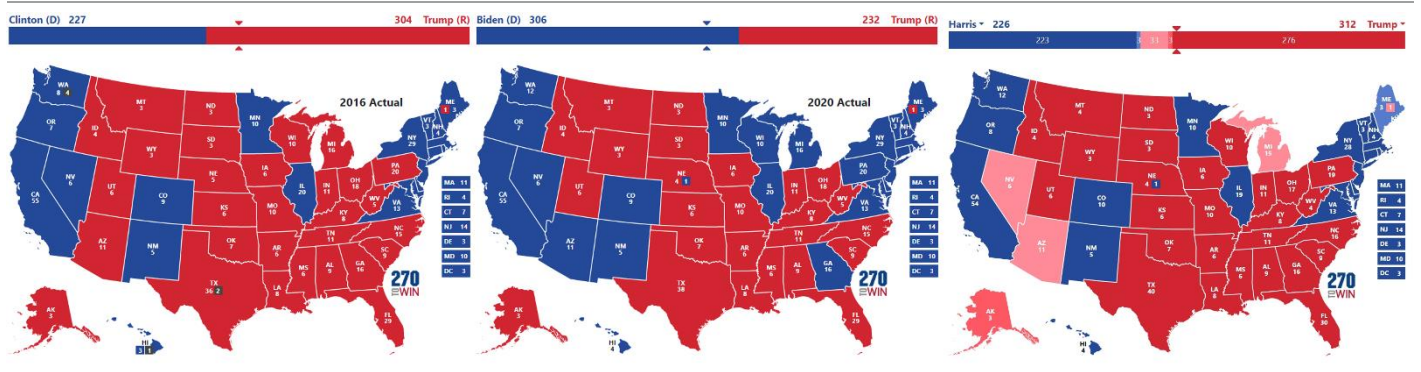
近三届的美国总统大选，实际上是由 5 个摇摆州（宾夕法尼亚州、密歇根州、威斯康星州、亚利桑那州、佐治亚州）的选情决定的，2016 年均支持特朗普、2020 年均转向拜登、2024 年又重投特朗普，5 个州的选举人票总数超 70 票，直接决定了总统宝座花落谁家。

首先，美国总统大选的独特制度导致了“得摇摆州者得天下”。美国总统大选并非一人一票的直接选举，普选票的胜者未必是最终的胜者。2016 年希拉里的普选票比特朗普多出近 300 万票，总得票率高出 2.1 个百分点，但仍然败选。美国总统大选实行“选举人团”制度，50 个州和华盛顿特区分别拥有不同数量的选举人票，总数为 538 票，总统候选人获得 270 票即可胜出。各州的选举人票采取“赢者通吃”原则，例如 2016 年特朗普在密歇根州的支持率仅高出希拉里 0.23 个百分点，却拿走了该州全部 16 张选举人票，并最终在全国普选票 46.1% 和选举人票 56.5% 的支持率赢得大选。

其次，美国制造业外流与铁锈地带衰落导致民主党失去三个重要的铁票仓，为特朗普胜选创造机会。宾夕法尼亚州、密歇根州、威斯康星州地处五大湖区，原先是美国的工业重镇，也是工会主导的民主党优势区，1992-2012 年期间一直支持民主党，被称为“蓝墙”三州。但随着美国制造业持续外流，当地的蓝领工人经历失业、收入下降、社区衰败、梦想破灭，民主党影响力大幅削弱，于是 3 个州从“蓝州”变为摇摆州。3 个州的选举人票合计为 46 票（2024 年因人口占比减少而降至 44 票），如果没有倒戈，2016 年特朗普根本无法胜选（特朗普加征关税、推动制造业回流等政策主张赢得了当地大量底层蓝领工人的支持），2024 年可能也将以 2 票之差惜败。

最后，选民对现状的不满是摇摆州频繁转向的重要原因。2016 年美国民众厌倦了建制派的精英主义和对底层民众利益的漠视，日益严重的贫富分化引发社会撕裂和民粹主义兴起，因此反建制的特朗普乘势而上；2020 年特朗普应对疫情不力引发公众不满，许多不喜欢特朗普政策主张和行事作风的共和党选民和无党派选民也选择支持拜登；2024 年通胀和移民问题成为选民最关注的议题，拜登政府表现不佳，民众寻求改变，于是特朗普得以再度登台。

图表1：2016 年、2020 年、2024 年美国大选结果对比



注：2024 年为预测结果

资料来源：270toWin、粤开证券研究院



二、“特朗普 2.0” 将对中国带来哪些影响？

“特朗普 2.0” 将再度对中国经济和资产价格等的平稳运行产生不利影响。“特朗普 1.0” 的对华经贸政策基于“美国优先”的基调，奉行“单边主义”和“保护主义”，通过加征关税、出口管制等措施，挑起与中国的贸易摩擦。“特朗普 2.0” 的对华经贸政策将更加激进，进一步提高关税，在科技领域加大封锁。若相关政策如期兑现，或对中国出口、科技发展、资产价格、财政和货币政策等造成较大冲击。

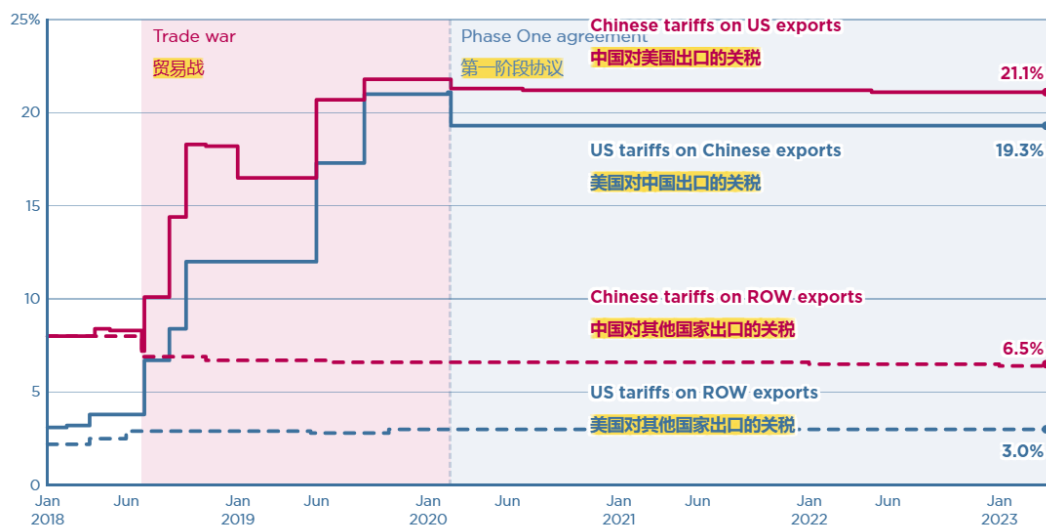
（一）对华大规模加征关税，冲击中国出口

“特朗普 2.0” 将推行更激进的关税政策，进一步冲击中国出口。特朗普计划对进口商品加征 10% 的基准关税，并对所有中国进口商品加征 60% 的关税；取消中国的最惠国待遇；逐步停止从中国进口必需品；阻止进口中国汽车；对中国中转墨西哥出口商品加征关税等。

加征关税和取消中国的最惠国待遇，将削减中国商品的竞争优势，直接冲击出口，拖累经济增长。根据彼得森国际经济研究所（PIIE）预测，对中国进口商品加征 60% 的关税，将影响中国 2025 年 GDP 在基准水平上下降 0.85 个百分点；取消中国的最惠国待遇，将影响中国 2025 年 GDP 在基准水平上下降 0.50 个百分点。

上一届任期中，特朗普于 2018 年掀起中美贸易摩擦，先后依据《1974 年贸易法》第 201 条款、《1962 年贸易扩张法》第 232 条款和《1974 年贸易法》第 301 条款对中国进口商品加征关税。其中，“301 关税”清单涉及价值约 3700 亿美元商品，占 2018 年美国对中国进口金额的 68.7%。涉及的商品不仅包括机电产品、机械设备、精密设备等技术密集型商品，还包括服装、玩具、家具等劳动密集型商品。根据 PIIE 测算，美国对华进口平均关税税率从 2018 年初的 3.1% 涨至 2019 年底 21%，提高了近 6 倍。

图表2：中美对彼此和其他地区的关税税率

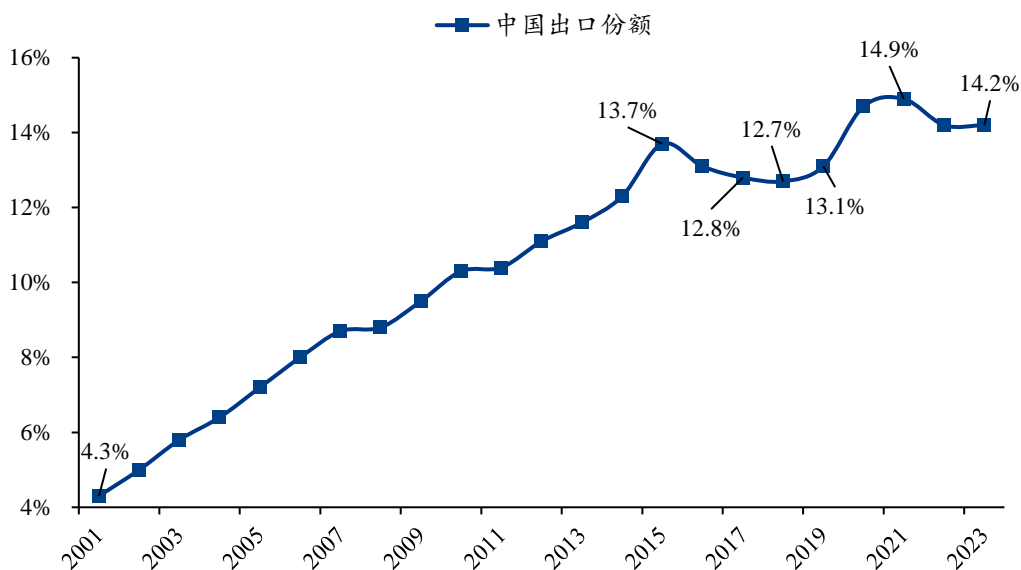


资料来源：PIIE、粤开证券研究院

美国加征关税直接冲击中国出口。受中美贸易摩擦影响，中国对美出口比重和占全球出口份额双双回落。2017-2018 年，中国占全球出口份额从 12.8% 降至 12.7%，美国从中国进口比重从 21.9% 降至 21.6%。随着美国持续推进与中国的“脱钩断链”，2023 年美国从中国进口比重降至 14.1%，较 2017 年回落 7.8 个百分点。

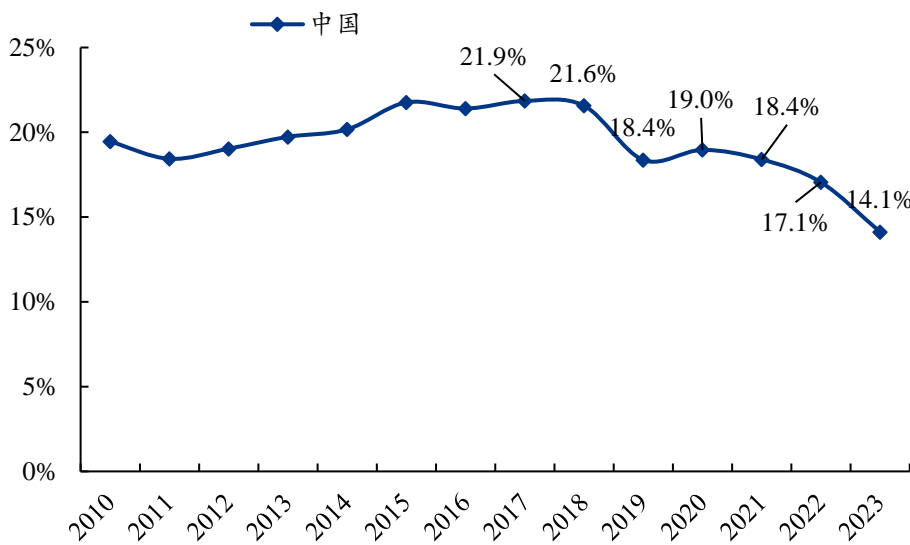


图表3：中国出口份额变化趋势



资料来源：WTO、粤开证券研究院

图表4：中国占美国进口比重



资料来源：WTO、粤开证券研究院

（二）加大对中国高科技领域的封锁，遏制相关产业发展

“特朗普 2.0”将继续推动与中国在高科技领域的“脱钩断链”，或强化现有制裁措施并扩大制裁范围。特朗普呼吁“制造业回流美国”，计划将关键供应链带回美国。相比加征关税会增加美国居民生活成本，限制科技领域的投资和出口与民众生活的关联度较低，政策阻碍小，因此在相关政策上的承诺兑现率更高。预计美国将进一步加大对中国半导体、量子技术和人工智能领域的封锁，或将制裁领域进一步扩大至先进制造业、生物医疗技术等领域。



“特朗普 1.0”时期，通过对华技术出口限制、投资限制等方式，实行对华科技领域的封锁和打压。2018 年，特朗普签署《出口管制改革法案》，美国商务部将多家中国企业、科研院所等机构列入出口管制清单，涉及航空航天、5G、半导体、芯片、人工智能等科技领域。一方面限制美国对中国的高科技出口。截至 2020 年，美国出台的针对中国的《商业管制清单》(CCL)全部条款为 4510 条，其中涉及科学仪器管制的占比超过 42%，近 2000 条。根据美国商务部产业安全局 (BIS) 统计，2019 年向中国出口受控物项的许可申请通过率仅为 78.4%，不仅低于 85.7% 的平均水平，较 2018 年的 81.7% 也显著下降。同时审批时间也更长，针对中国的许可审批时限达 46 天，是平均水平的两倍，相比 2018 年之前延长了 50%。另一方面限制美国向中国投资。根据 BIS 数据，2019 年美国对中国相关高科技出口金额约 339 亿美元，较 2018 年下降 13.3%。

中国高精尖设备出口也显著回落。根据 BIS 统计，2018-2019 年，美国从中国进口的高科技产品从 1735.6 亿美元降至 1366.7 亿美元，降幅达 21.3%。2019 年，特朗普签署《确保信息通信技术与服务供应链安全》行政令，限制美国采购中国的关键通信类产品。2019 年美国从中国进口的通信类产品金额约 1241 亿美元，较 2018 年下降 20.9%。2015-2022 年，精密仪器设备拖累中国出口份额回落 0.17 个百分点。

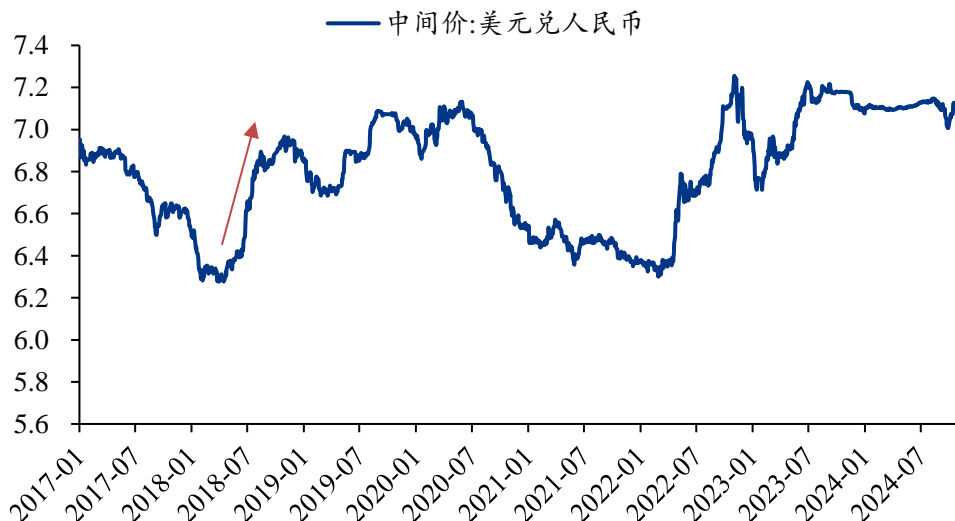
(三) 人民币汇率和 A 股可能承压

“特朗普 2.0”将加剧美国再通胀风险，支撑美元走强，对人民币汇率形成压力。特朗普的经济计划若全部实施，将引发大规模赤字；同时对内减税，叠加收紧移民政策和加征关税，将进一步放大美国的供需矛盾，导致美国“再通胀”风险上行。通胀反复或导致美联储降息节奏放缓，甚至收紧货币政策，推高美元指数，不利于人民币汇率稳定。

从上一轮特朗普关税政策的影响看，人民币汇率贬值压力较大。2018 年 3 月 23 日，特朗普签署对华贸易备忘录，挑起中美贸易摩擦，截至 2018 年底，人民币兑美元汇率贬值 8.47%。若特朗普的关税政策引发中美贸易摩擦进一步升级，叠加美元强势，将对人民币汇率带来较大冲击。10 月以来，随着特朗普胜率走高，1 个月内人民币兑美元汇率贬值 1.68%。

“特朗普 2.0”也不利于 A 股平稳运行。2018 年中美贸易摩擦曾引发 A 股快速下跌，上证指数全年下跌 24.6%。若中美贸易摩擦升级，将拖累经济增长，影响市场情绪和风险偏好，对 A 股影响偏负面。

图表5：2018 年中美贸易摩擦期间，人民币汇率贬值





资料来源: Wind、粤开证券研究院

图表6: 2018年, A股快速下跌



资料来源: Wind、粤开证券研究院

(四) 对中国财政和货币政策造成干扰

如前所述, 特朗普的经济计划若全部实施, 对内减税, 叠加收紧移民政策和加征关税, 将进一步放大美国的供需矛盾, 导致美国“再通胀”风险上行。通胀反复或导致美联储降息节奏放缓, 甚至收紧货币政策, 出于对人民币汇率稳定的考虑, 这可能影响我国货币政策采取更大力度的降息举措。

特朗普采取大规模减税举措, 尤其是对企业所得税率明显下调至 15%, 可能再度引发国际税收逐底竞争, 在资本流动的情况下, 我国减税的压力可能进一步加大, 在土地出让收入已经锐减的情况下, 进一步导致我国宏观税负下行。一方面, 在经济下行期、企业和居民信心恢复期的背景下, 减税降费的效果弱于支出政策, 财政政策的着力点要从减税降费转向扩大支出, 减税降费要从重规模数量转向效率效果; 另一方面, 外部减税的压力导致宏观税负下行而支出不能削减, 可能推升收支缺口, 体现为政府债务的增加。

当然总体上, 我们认为中国的财政和货币金融政策应当“以我为主”, 只有更大力度的政策实施后稳定住了经济, 汇率、债务问题都可以迎刃而解, 但特朗普的政策加大了我国内部财政货币政策实施方面凝聚共识的难度, 必须对此要有内外部关系、政策与经济逻辑关系的清晰认知和坚决行动。

三、中国应如何应对?

面对“特朗普 2.0”带来的外部冲击和不确定性, 中国越是要沉着冷静, 提高内部政



策和预期的确定性，凝聚共识、共渡难关，只要内部政策和改革到位，可以将外部冲击降至最低，最终影响取决于内，具体可从政策、改革、出口、出海和科技创新等方面入手。

其一是政策层面，在外部环境不稳定性不确定性上升的背景下，要加大财政货币逆周期调节力度，积极扩大内需，对冲外需可能的下滑。不要纠结于要投资还是消费，投资和消费都要，投资在于找到有经济或者社会效益的投资领域。（详见《大国基建：空间在哪里？空间有多大？》《对近期政策讨论的思考：财政如何接力？》）。财政政策方面，加大逆周期调节力度，提高国债发行规模，加快专项债发行和使用，并及时根据当年出口、房地产形势变化做出是否追加预算的调整并在当年使用，提振信心和预期，建议2025年赤字大胆突破3%，一次性大幅增加赤字规模；财政支出结构向医疗、教育和养老等公共消费领域倾斜，解决居民后顾之忧，提高居民消费意愿。货币政策方面，用好总量和结构性政策工具，该降准降准，该降息降息，提振居民消费和企业投资需求；加大对大规模设备更新和消费品以旧换新的金融支持。

其二是改革层面，要进一步推动结构性改革提高经济潜在增速，以内部改革的确定性应对外部的不确定性。一是进一步改善国民收入分配结构，通过完善税制、增加转移支付、提高社保民生水平、加快农村土地市场化流转等方式，提高居民尤其是中低收入群体在国民收入分配中的比重。二是加快户籍制度改革，加快推进农民工市民化进程，稳定农民工预期，提高其边际消费倾向。三是从供给端发力，优化供给结构，进一步提升高端制造业在制造业中的比重。四是放宽旅游、文化、医疗、养老、家政服务等服务消费领域的市场准入，同时加强标准建设和有效监管。

其三是民营经济信心层面，要进一步激活民营经济的积极性，发挥企业家精神。划定企业负面清单、清单外一律允许可行，对于行政部门趋利性执法以及影响企业家信心和预期的行为要及时制止，对于打着“爱国”旗号而行伤害民营企业之实的舆论要及时回应并阻止，时效性要强，让社会和企业家看到政府鲜明的态度；推出地方政府与民营经济关系的正反两方面典型，以实实在在可感可及的案例和样板促进民营企业信心的提振。短期来看，贸易政策的不确定性将冲击出口企业，特别是中小民营企业，政策要帮助企业渡过难关。中长期来看，要从机制保障角度，在政策、制度、法治等层面着力，为民营经济发展创造良好环境。一是在涉及方向性调整的政策出台前，充分听取企业家的意见，设置时间表和路线图，避免政策摆动过大，同时推出正反两方面的政商关系案例，清乱象、树典型。二是完善制度建设，尤其是系统梳理《反不正当竞争法》《反垄断法》等法律法规，避免以政策替代制度。三是落实法治，将中央的精神落到实处，既规范市场主体行为，又规范行政执法机构行为，最终形成稳定的预期。

其四是出口布局和出口竞争力方面，有必要进一步加速出口区域布局调整，提高出口的综合竞争力。根据上一轮美国加征关税的经验，美国对华加征关税虽然影响中国对美国的直接出口，但可以通过转口贸易、将商品组装环节外迁、企业出海等方式应对。同时中国也在着力扩展新的贸易伙伴，特别是“一带一路”国家。从结果上看，中美贸易摩擦虽然导致2018年中国占全球出口份额下降，但2019年便已经回升，2023年中国出口份额为14.2%，显著高于中美贸易摩擦之前高点2015年的13.7%。从区域结构看，中亚、非洲、中东等新兴市场经济体已成为中国出口的主要增量市场。

其五是企业出海与国际利益共同体构建方面，推动企业稳步、有序出海，将核心环节和高附加值环节留在中国、将中低端产业链逐步移向中西部地区和发展中经济体，逐步扩大与广大“一带一路”国家和地区的共同利益。一是持续推进高水平对外开放，扩大中国的“朋友圈”。反对一切形式的单边主义和贸易保护主义，坚定支持和维持多边贸易体制，推进全球价值链发展。二是通过财税政策扶持、简化出海流程、加强企业境外保障等政策，积极支持出海企业做大做强。进一步加大出口退税支持力度、加大出口信



用保险支持、开辟员工护照办理便捷通道、简化企业出海手续、加强境外投资宏观指导、健全境外投资的法律体系等。三是打造新的比较优势，吸引高质量的外商投资。一方面，打造国际一流的营商环境。另一方面，充分发挥我国超大市场规模的需求优势。四是打通产业链内循环堵点，挖掘产业链升级的内在动力。一方面，加大科研投入力度，攻关产业链关键核心技术和零部件薄弱环节，提升产业链供应链韧性和安全水平。另一方面，推进区域协同发展，发挥区域间的比较优势，避免同质化竞争。

其六是产业链和科技发展方面，加速产业链转型升级，加快推进高水平科技自立自强，提高供应链的稳定性和韧性，积极应对供给端“脱钩断链”的风险，可从知识产权保护、构建全国统一大市场、强化中央支持科技创新的事权和支出责任、提高金融服务科技创新能力等方面入手。2015年以来，随着中国本土企业不断积累资本、技术等要素优势，虽然中低端产品出口份额回落，但中国的竞争优势不断向产业链中上游攀升。中美贸易摩擦之后，我国出口份额上升主要源自“新能源汽车、电池、光伏”新三样的强劲竞争力以及电气机械设备的产业链优势。未来美国将在科技领域持续打压中国，对产业链的核心技术和关键原材料“卡脖子”。其一，让市场发挥决定性作用与新型举国体制结合起来，以企业为主导，政府主要集中在知识产权保护、统一大市场构建等方面积极作为；其二是有必要进一步加大科研投入力度，集中力量攻关产业链关键核心技术和零部件薄弱环节，尤其是强化基础研究，提高中央财政在基础研究的比重，提升产业链供应链韧性和安全水平；其三是加大金融支持力度，一方面要大力发展资本市场，推出绿色通道支持科技创新企业上市融资，另一方面要完善政府引导基金对科技创新支持的尽职免责制度，尊重科技创新失败概率高的规律，构建更具包容性的制度。



分析师简介

罗志恒，2020年11月加入粤开证券，现任总裁助理，兼首席经济学家、研究院院长，证书编号：S0300520110001。

马家进，经济学博士，2021年7月加入粤开证券，现任首席宏观分析师，证书编号：S0300522110002。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观地出具本报告，结论不受任何第三方的授意或影响。本报告反映了本人的研究观点，不曾因，不因，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到任何形式的报酬。

与公司有关的信息披露

粤开证券具备证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：10485001。

本公司在知晓范围内履行披露义务。

股票投资评级说明

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。

股票投资评级标准

报告发布日后的12个月内公司股价的涨跌幅度相对同期沪深300指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

买入：相对大盘涨幅大于10%；

增持：相对大盘涨幅在5%~10%之间；

持有：相对大盘涨幅在-5%~5%之间；

减持：相对大盘涨幅小于-5%。

行业投资评级标准

报告发布日后的12个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深300指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

增持：我们预计未来报告期内，行业整体回报高于基准指数5%以上；

中性：我们预计未来报告期内，行业整体回报介于基准指数-5%与5%之间；

减持：我们预计未来报告期内，行业整体回报低于基准指数5%以下。



免责声明

本报告由粤开证券股份有限公司（以下简称“本公司”）向专业投资者客户及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者客户（以下统称客户）提供。若您并非上述类型的投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研究报告中的任何信息。公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的公开信息和资料，但本公司不保证信息的准确性和完整性，亦不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。本公司力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或询价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司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。本公司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。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在允许的范围内使用，并注明出处为“粤开证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖意愿的引用、删节和修改。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。本公司并不对其他网站和各类媒体转载、摘编的本公司报告负责。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，本公司不承担任何法律责任。

联系我们

广州市黄埔区科学大道 60 号开发区控股中心 19、22、23 层

北京市西城区广安门外大街 377 号

网址：www.ykzq.com