



研究院

徐闻宇

✉ xuwenyu@htfc.com

从业资格号: F0299877

投资咨询号: Z0011454

投资咨询业务资格:

证监许可【2011】1289号

宏观事件

11月6日,美国大选初步结果显示,特朗普大获全胜(总统+两院)。

核心观点

■ 大选的宏观影响:转向“强人政治”,世界秩序转向

2024年的大选,美国政治权力快速向共和党转移。随着特朗普的胜选,强人政治进一步主导全球政治经济的走向,全球政治经济秩序重组将加速。美国国内总统行政令将快速得到推行,而世界秩序从过去的“合作”转向更大力度的“竞争”。

■ 政治视角解读:新自由主义意识形态的一次纠偏

1971年布雷顿森林货币体系终结,美国通过国家权力对生产和金融的国际化加以推行、驱动、担保和管理,金融化构成了新自由主义的核心;2024年特朗普的全面胜选,美国通过国家主义修正新自由主义的贫富差距、社会矛盾和财政亏空。内部的政治矛盾关注两年后的中期选举;外部的政治冲突关注中美更直接的博弈。

■ 经济视角解读:全球通过征税、通胀和战争进行再分配

预计美国继续实施“对内减税”和“对外征税”的方式,以平衡财政。贸易战的升级将直接影响中国和全球的对外经济活动,关注出口产业链的调整压力。

预计全球通胀压力将继续上升,新一轮贸易战通过直接加征关税的形式对于全球化是最直接的负向供给冲击,继而提升通胀水平。

预计全球金融博弈将进一步上升。随着博弈的进行,全球来看,美元指数将进入到快速上升的阶段,对于非美资产形成压力;对内来看,2024年中国宏观政策仍可能表现得相对谨慎,以应对2025年更密集的政策压力。

■ 风险

经济数据短期波动风险,上游价格快速上涨风险

目录

宏观事件	1
核心观点	1
问一：本次美国大选的宏观影响是什么	3
转向 1：从“三权分立”到“三权合一”	3
转向 2：强人政治和世界秩序竞争	4
问二：如何从政治角度看本次美国大选	5
转向 3：从“新自由主义”到“国家主义”	5
转向 4：对内民粹主义和对外孤立主义	6
问三：如何从经济角度看本次美国大选	6
宏观政策 1：全球征税博弈压力	6
宏观政策 2：全球通胀风险上升	7
宏观政策 3：全球金融博弈加剧	8

图表

图 1：美国 2024 年大选情况 单位：无	3
图 2：美国最高法院大法官意识形态 单位：无	4
图 3：美国宏观部门杠杆率变化 单位：%GDP	5
图 4：中国宏观部门杠杆率变化 单位：%GDP	5
图 5：全球贸易压力上升 单位：%YoY, %GDP	7
图 6：全球景气度转弱 单位：%YoY	7
图 7：全球产业链结构差异下的价格分化	8
图 8：全球宏观政策不确定性依然很高，始于 2008 年的美元指数上行过程延续 单位：指数点	9

问一：本次美国大选的宏观影响是什么

答：世界最大的经济体转向“强人政治”以及世界秩序的转向。

虽然一场大选并不能改变未来世界的趋势，但是 2024 年美国大选已经透露出了转向的迹象。

转向 1：从“三权分立”到“三权合一”

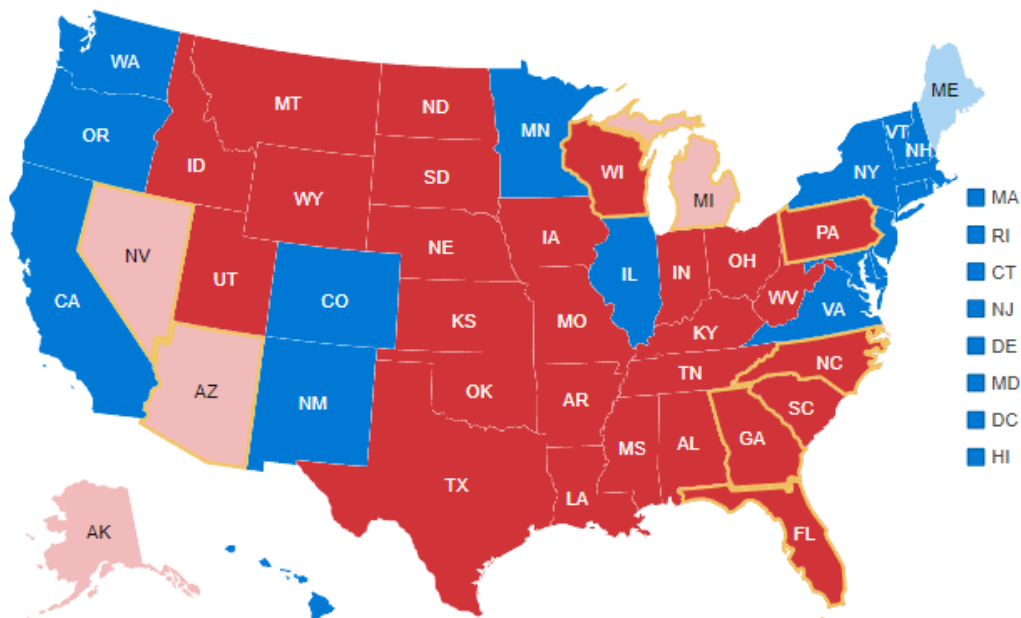
强人政治的首要表现在于权力的集中。2024 年的大选，我们注意到政治权力的快速向共和党转移。代表行政权力的美国总统，据多家美国媒体测算结果，美国共和党总统候选人、前总统唐纳德·特朗普已获得至少 270 张选举人票；代表司法权力的美国联邦最高法院，在上次特朗普任内先后提名了 3 位保守主义大法官，意识形态格局有利于共和党，从而使得保守主义占“超级多数”（6 比 3）；代表立法权力的国会，共和党赢得了参议院的控制权，而在 2022 年的中期选举之后共和党已经获得了众议院的控制权。

图 1：美国 2024 年大选情况 | 单位：无

总统 Harris 224:277 Trump | 美国参议院 D 42:52 R | 美国众议院 D 181:199 R

全国

总统



地图

制表

桌面

结果 TBD

无竞选

摇摆州

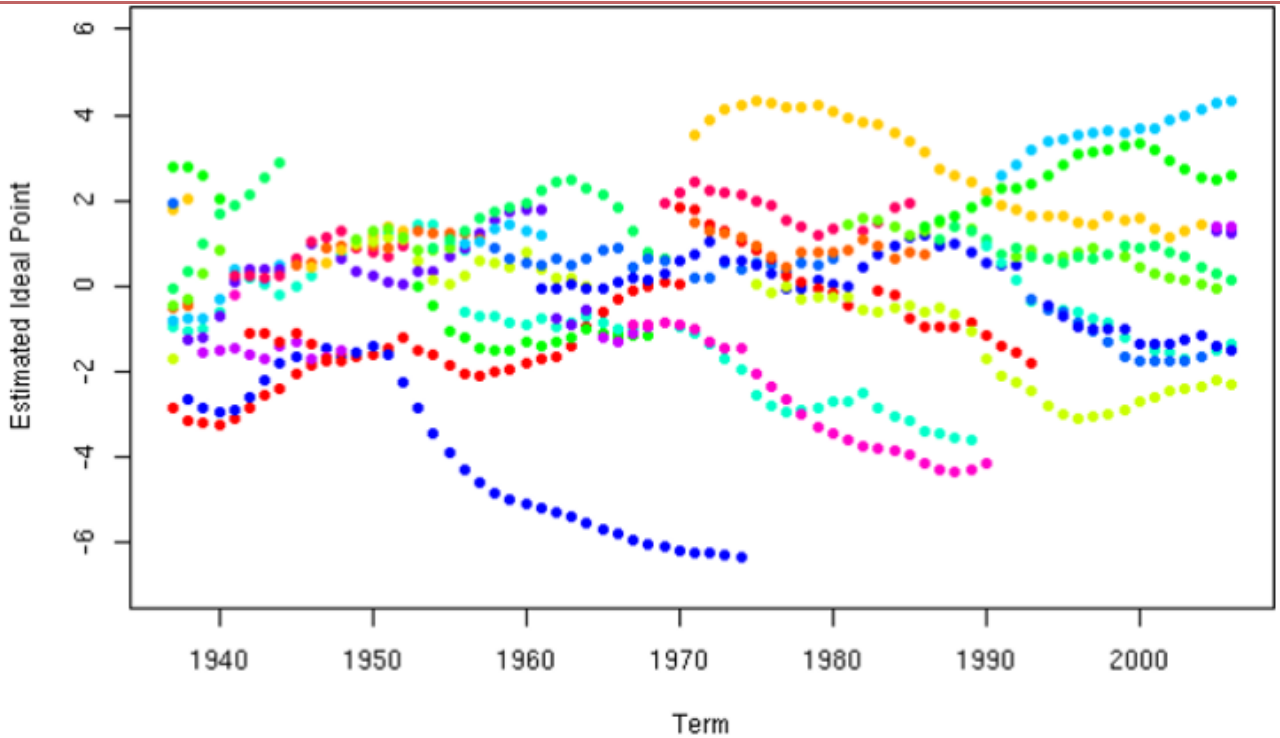
领先

赢取

翻转

数据来源：AP 华泰期货研究院

图 2：美国最高院大法官意识形态 | 单位：无



数据来源: "Martin-Quinn" scores 华泰期货研究院

转向 2：强人政治和世界秩序竞争

政治动荡和阶层下沉年代呼吁罗斯福式的强人政治。随着特朗普的胜选，强人政治进一步主导全球政治经济的走向，世界政治经济的格局正在进一步转变。

强人政治是世界政治中周期性出现的一种现象。强人政治出现的原因，既有政治领袖的个人心理特质这一微观因素，也有所处国家的社会经济状况和政体结构以及国际秩序等众多宏观因素。从政治社会学的视角强人政治是人类回应社会—政治整合危机的一种手段，并且由于其可能造成巨大的社会—政治变革。

2024 年的美国大选也体现了共和党对基层党组织的掌控能力得到了极大的提升。而这种能力从美国国内的角度来看，便是在对美国国内资源的掌控上体现出来的“三权合一”，相信随着 2025 年特朗普就任总统，在排除掉遭遇意外的情况下，总统行政令将快速得到推行——对于拜登政策的修正，以及推动新的行政令出台。从全球角度来看，便是世界秩序从过去的“合作”转向更大力度的“竞争”，全球政治经济秩序重组将加速。

问二：如何从政治角度看本次美国大选

答：政治的视角来看，特朗普的当选意味着新自由主义意识形态的一次纠偏，但也带来更大的斗争。

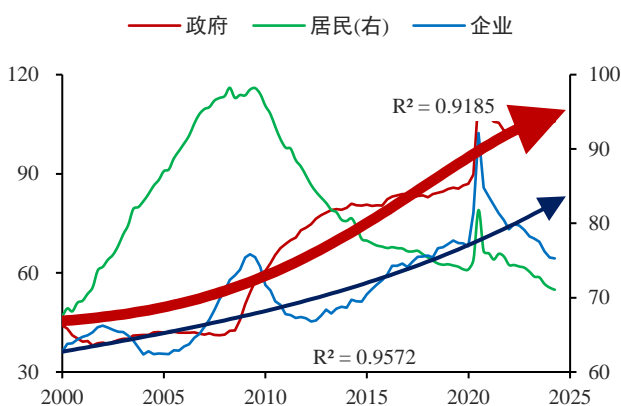
转向 3：从“新自由主义”到“国家主义”

1971 年尼克松政府宣告停止美元兑换黄金，布雷顿森林货币体系终结，取而代之的是全球信用货币时代的到来。美国开始鼓励本国居民与金融机构向外输出资本，全球由资本短缺变为流动性泛滥。

新自由主义驱动经济的金融化，带来产业的空心化。新自由主义的显著特征是经济活动的金融化，经济和社会再生产都被纳入生息资本积累。美国通过国家权力对生产和金融的国际化加以推行、驱动、担保和管理，金融化构成了新自由主义的核心。与此同时，美国新自由主义最终带来的是不断扩大的贫富差距，激烈的社会矛盾和亏空的财政，历史的车轮再次回到了 1971 年之前。

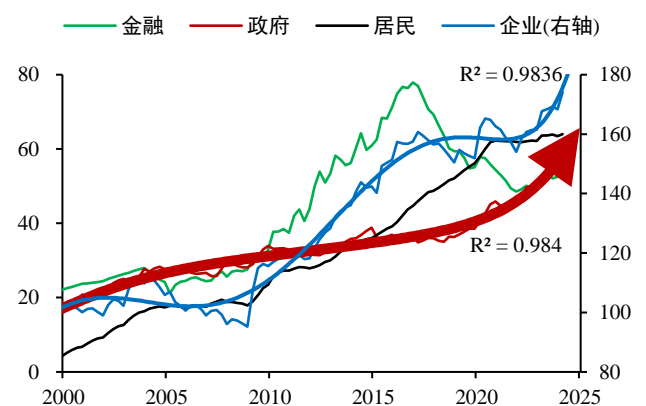
当自由主义进入到尾声，金融资本受到节制时，国家主义以不同形式和不同烈度的兴隆，资本的结构将发生变化，包括投资基建、经济纾困，也包括无限量的印钞（MMT 理论）。从长周期上来看，政治的不稳定性背后一定意义上反馈的是经济的衰退现实；但是在短周期维度，对于大国无论是政治还是经济仍将体现出韧性，而这种韧性表现在无论大选结果如何，美国财政都将不得不进行再次扩张，差异在于“三权合一”条件下扩张节奏更可能会加速。

图 3：美国宏观部门杠杆率变化 | 单位：%GDP



数据来源：Bloomberg 华泰期货研究院

图 4：中国宏观部门杠杆率变化 | 单位：%GDP



数据来源：Bloomberg 华泰期货研究院

“特朗普交易”建立在两个前提之上——一是特朗普的当选，二是上任后会按照市场所认为的方式去执政，会遵守承诺，推动降息、降低所得税、提高关税，会相对不利于硅谷公司和新能源，会相对有利于能源和制造等传统产业。

转向 4：对内民粹主义和对外孤立主义

如果我们观察哈里斯的得票情况，两者的选票相对接近——并不是大比分式的落选，这体现了美国选民的公民灾难（英国《金融时报》政治专栏作家贾楠·加内什）。也因此，虽然 2024 大选后，共和党实现了“三权合一”，但是政治权力的斗争、政党利益争夺仍将持续，观察的时间点将是两年后的中期选举。

如果我们观察共和党 2024 年党纲，“美国优先 回归常识”在特朗普选举获胜后再次被强调——首先要把美国放在第一位（至少在一段时期内），帮助美国恢复健康，远离“液体黄金”，偿还债务，建立边界和安全。

目前看，美国优先意味着在美国国内强调再工业化，通过对外提高关税税率和对内减税实现财富的再分配；而当前拜登政府的对外扩张策略也将转变，特别需要关注的是特朗普政府最可能改变的地缘格局——东欧俄乌战场与中东战场，通过将重心从中东转向东亚，更加直接针对中国。

问三：如何从经济角度看本次美国大选

答：经济的视角来看，全球将进入到更激烈的再分配过程中，征税、通胀和战争都是其中的选项。

宏观政策 1：全球征税博弈压力

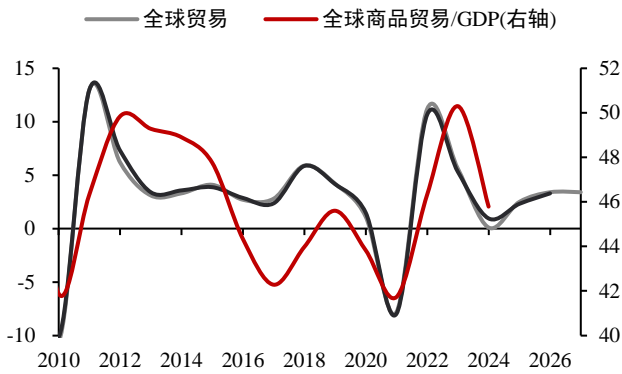
从全球口径来看，生产者/消费者比例已经在 2015 年出现拐点，劳动力供给不足的趋势将难以扭转。其财政政策含义是，医疗和养老等社保支出会持续增长，这可能意味着财政支出的持续上升。

而在政治上从“三权分立”转向“三权合一”，实现自由主义转向国家主义，也意味着政府的财政结构将有一个大的转变——继续实施“对内减税”和“对外征税”的方式，在平衡财政的情况下，实现全球财富的再分配。这其中一个关键就是对作为全球制造业中心的中国进行的关税政策。随着特朗普当选，未来很大概率将恢复甚至加剧对中国的关税政策——对所有进口商品征收 10%的关税，对中国征收 60%的关税——这将直接影响中国和全球的贸易活动，对于出口产业链带来负面影响，推动国产替代产业的发展。

其中，由于地理位置接近且经济依赖性强，拉丁美洲特别容易受到美国贸易和货币政策变化的影响，此前特朗普威胁将对每辆通过墨西哥边境进入美国的汽车征收 200%的关税，墨西哥可能是共和党关税措施最先、最严重的受害者。穆迪发布报告显示：“在最坏的情况下，墨西哥经济将陷入衰退，货币贬值，通货膨胀上升。”

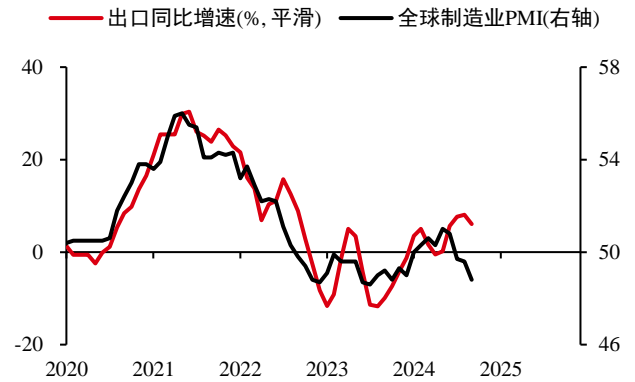
而欧洲出口的压力也在上升。据彭博社统计，欧洲商业电话会议上提到“关税”的次数激增。10月份，欧洲电话会议中提到“关税”的次数是美国电话会议上的5倍，而且态度都是负面的。

图 5：全球贸易压力上升 | 单位：%YoY, %GDP



数据来源：iFinD 华泰期货研究院

图 6：全球景气度转弱 | 单位：%YoY



数据来源：iFinD 华泰期货研究院

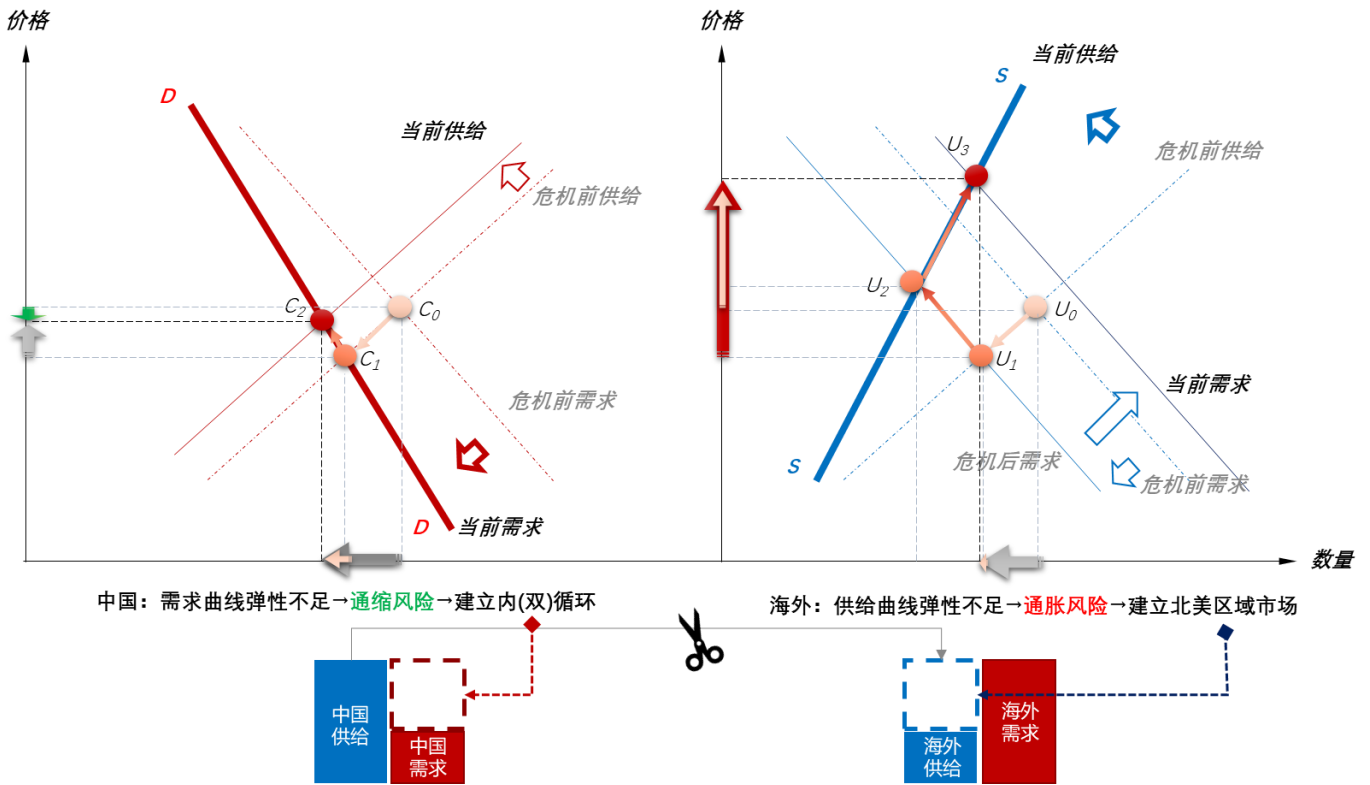
宏观政策 2：全球通胀风险上升¹

随着宏观政策从货币走向财政（国家主义和财政货币化），通过再通胀对于债权债务结构进行重组，当前全球通胀更多的是通过金融资产价格的“胀”来体现，而不是发生在了我们以前担心的实物资产的“通胀”。比如说房产、土地甚至是其他一些衡量财富的东西随着债务的扩大其实都已经是表现非常明显的本币信用贬值的特点。债务最终无论以何种形式的货币化，事实上已经通过金融资产价格拉大贫富，稀释大多数人财富，而不再是像以前那种非常简单的通过普通生产资料的“通胀”来进行财富的稀释。

全球化对通胀是一种向下的力量。反之，逆全球化则是向上的力量。战后全球化进程在 2008 年已经开始扭转，2016 年英国脱欧和特朗普上台，以及 2020 年新冠肺炎疫情都将加速这一逆全球化进程，随着 2024 年特朗普的再次当选，未来非常规博弈的概率在迅速上升，而其中新一轮贸易战通过直接加征关税的形式对于全球化是最直接的负向供给冲击。

¹ 可以参见华泰期货美国通胀系列报告

图 7：全球产业链结构差异下的价格分化



数据来源：华泰期货研究院

宏观政策 3：全球金融博弈加剧

从 8 月以来中美的宏观政策“互动”上，我们观察到了大国博弈的迹象。

因为经济金融面临的压力上升，美联储 9 月份货币政策一方面结束了本轮加息周期，且首次降息幅度达到了 50 个基点，另一方面在前瞻指引中强调了对于经济压力的关注，体现在 7 月和 8 月份的非农就业数据上——失业率快速上升，且过去一年的就业数字被大幅下调。我们注意到，相比较经济数字的放缓，金融市场可能是更值得关注的领域。随着夏季美股的波动影响，美国金融市场条件指数出现了比较大幅度的收紧，在隔夜逆回购（ONRRP）余额大幅收缩、美联储持续执行量化紧缩（QT）政策的背景下，货币市场的流动性开始初步出现流动性压力。

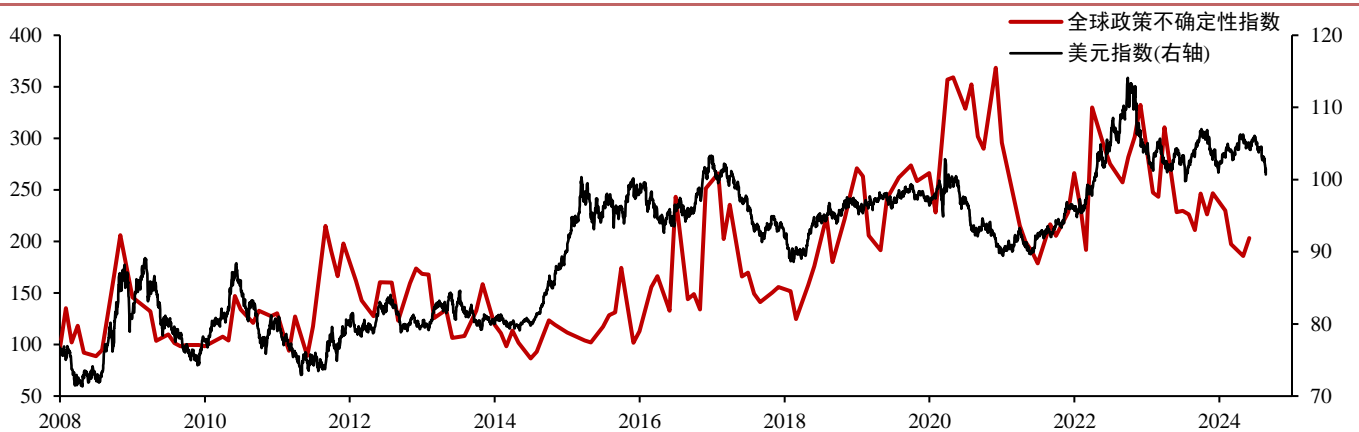
因为中国资本市场的强势上涨，美联储 10 月初很快转换了宽松的预期表述，转为相对鹰派的政策表述——美国前财长萨默斯从“9 月降息 50 个基点可能是合适的”快速转向“事后看来，9 月份的 50 个基点降息是个错误”，尽管美联储不断强调基于数据的货币政策决策，但是在政治不稳定加大的背景下，货币的独立性受到削弱。在不差的非农就业报告配合下，驱动美债长端利率的快速回升。随着本次大选在总统和参众两院的“完

全胜利”，进一步带来美元指数的走强（超 1%），全球美元流动性短期快速收紧的风险在上升，这或对人民币资产和其它非美资产形成压力。

而在博弈状态下，2024 年中国宏观政策仍可能表现得相对谨慎，以应对 2025 年更密集的政策压力。

展望未来：冲突正在进入不断地加剧的状态。当前上一轮全球化红利大体已经分配完毕，而新一轮全球化动力机制与制度框架尚未确立。世界正经历冷战结束以来最重要的调整变革，全球化版图与规则重构的过程复杂，新旧势力的此消彼长经常带来冲突。

图 8：全球宏观政策不确定性依然很高，始于 2008 年的美元指数上行过程延续 | 单位：指数点



数据来源：Bloomberg 华泰期货研究院

免责声明

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、结论及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，投资者并不能依靠本报告以取代行使独立判断。对投资者依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰期货研究院”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

华泰期货有限公司版权所有并保留一切权利。

公司总部

广州市天河区临江大道1号之一 2101-2106 单元 | 邮编：510000

电话：400-6280-888

网址：www.htfc.com