



中信建投期货
CHINA FUTURES

CHINA FUTURES RESEARCH

【建投海外】胜负已分：特朗普主义将对 经济与市场带来何种影响？

事件

北京时间11月6日，美国《国会山报》及福克斯新闻测算，美国共和党总统候选人特朗普将收获超半数的选举人票，预计将锁定本次美国总统选举胜局。随后，特朗普本人也宣布在2024年总统选举中获胜。

宏观汇率专题报告

作者姓名：朱冠华

电话：023-81157336

期货交易咨询从业信息：Z0019503

发布日期：2024年11月6日

报告体系

日报	每日8点50前发布
周报	每周日上午10点前发布
事件点评	重要事件发布后1天内
专题报告	不定期发布

北京时间11月6日，美国《国会山报》及福克斯新闻测算，美国共和党总统候选人特朗普将收获超半数的选举人票，预计将锁定本次美国总统选举胜局。随后，特朗普本人也宣布在2024年总统选举中获胜。

特朗普可能带来美国经济政策切换

我们在此前报告《【建投海外】特朗普可能的当选对美国经济政策与资产价格可能影响》中曾经提及，拜登政府期间，其经济政策组合为“宽财政+高利率”，宽财政是刺激经济的主要抓手，其带动的需求旺盛和通胀高企，也使得高利率成为了必须的应对手段。与之形成对比的是，特朗普可能将践行“紧财政+低利率”的经济政策。

货币政策预计转向宽松。特朗普在任期间，其曾多次表达了对美联储降息的诉求。根据新华社报道，早在2018年7月，特朗普就开始公开批评美联储加息政策，打破了长期以来白宫回避评论货币政策的传统。自2018年8月至2019年6月，特朗普也多次对美联储的利率政策进行了持续攻击，并多次表达了对鲍威尔的不满和更换意愿，直至2019年8月美联储降息方休。此次竞选周期中，特朗普也多次提及其将通过降低利率刺激美国企业投资、提升居民购房意愿。因此，货币政策方面，特朗普对高利率相对排斥，其更倾向于通过降息手段进行经济刺激。

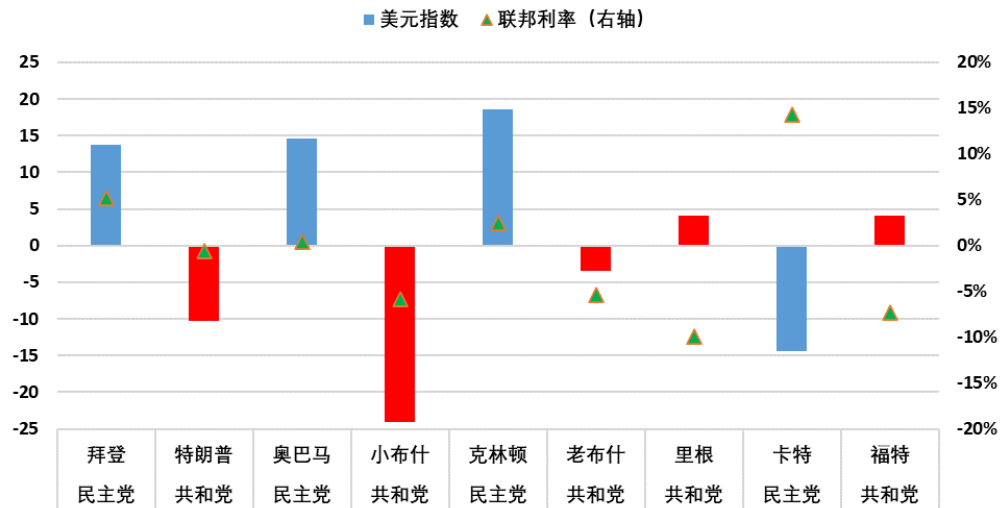
财政政策预计转向紧缩。一般而言，共和党相对民主党更加支持小政府模式，即减少税收、削减福利政策和政府开支。在特朗普上一任期中，收入方面其主导推动了《减税与就业法案》落地，法案包含了降低企业所得税和个人所得税，总规模大概1.5万亿美元；支出方面，特朗普倾向于引入市场机制减少政府在社保、医保、教育方面的开支。最终，其在任期间，除去疫情影响外，美国债务累积速度相较此前的奥巴马和此后的拜登政府均相对较缓。本次美国2024年大选共和党党纲也声明，将立即通过削减浪费的政府开支和促进经济增长来稳定经济。

实际上，回顾历史，民主党与共和党两党在经济政策选择上的差异也非常显著。

货币政策方面，共和党更倾向于降息操作，而美元指数相应迎来贬值。回顾1970年以来不同党派总统执政下的表现，可以看到在基准利率变化方面，民主党全部4名总统在其任期内都提升了利率，而共和党全部5名总

统不约而同的在任期降低了基准利率。利率政策的差异也影响到了货币的涨跌，自老布什以来全部共和党总统任期内美元均迎来走弱，而同时期民主党任期内美元均迎来走强。

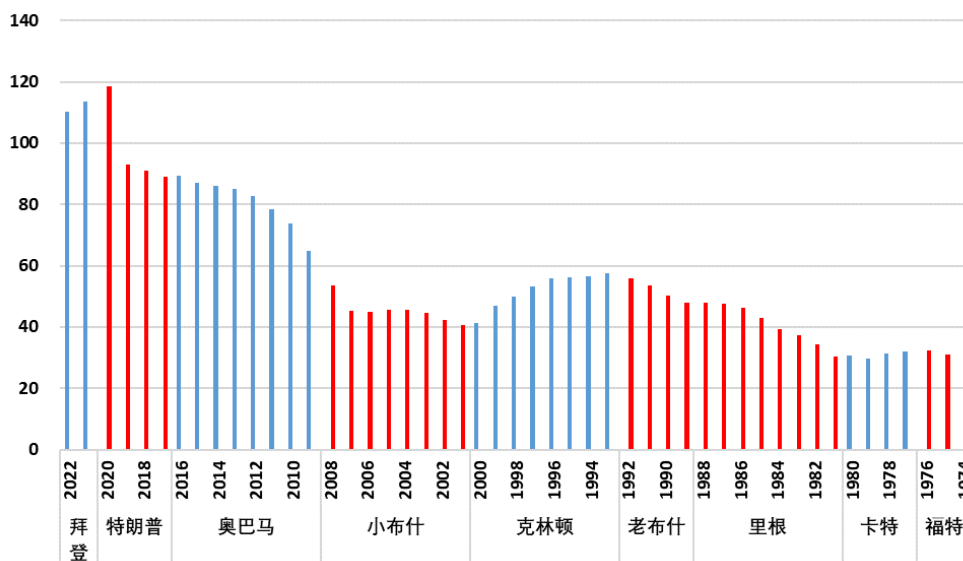
70年代以来不同总统执政下的利率与美元涨跌



来源：美联储，美国财政部，WIND，中信建投期货

财政政策方面，千禧年来共和党执政期财政状况相对更加稳健。回顾历史，美国财政债务状况和对外战争等多种因素有关，并不单纯为经济政策的选择。自2000年以来，一个明显的趋势是民主党执政期债务状况恶化更加明显，而共和党执政期间债务的增长相对更加平缓。

70年代以来不同总统执政下的债务/GDP



来源：美联储，美国财政部，WIND，中信建投期货

因此，纵观历史，民主党“宽财政+高利率”与共和党“紧财政+低利率”的模式在2000年以来的经验上也相对可靠，结合特朗普在第一任期表现及相关表态，其当选后美国经济政策切换概率极高。

特朗普贸易政策将对市场带来冲击

纵观特朗普的各项政策，对全球宏观经济和美国自身经济带来最多不确定性的政策是特朗普的贸易政策。

特朗普第一任期中，2017年8月，美国政府对美国发起对华“301调查”。301调查是指依据美国《1974年贸易法》第301条条款，即美国贸易法中有关对外国立法或行政上违反协定、损害美国利益的行为采取单边行动的立法授权条款，对其他国家的贸易做法进行调查，并采取提高关税、限制进口、停止有关协定等报复措施。

而自2018年3月美国贸易代表处公布“301调查”结果后，美国先后公布了四批对中国商品征收惩罚性关税的清单，对从中国进口的商品加征7.5%/25%的惩罚性关税。

关税清单	生效日期	商品总额	涉及关税子目	加征关税比例
List1	2018.7.6	340亿美元	818	25%
List2	2018.8.23	160亿美元	279	25%
List3	2018.9.24	2000亿美元	5733	25%
List4A	2019.9.1	3000亿美元	3233	7.5%
List4C	无限期暂停		550	无

来源：USTR，中信建投期货

总的来看，4个批次共计3350亿美元左右的商品被加征了关税，占美国每年自中国进口的5000亿美元商品的67%左右。其中大约2400亿美元的商品被加征了25%的关税，大约1000亿美元的商品被加征了7.5%的关税。综合来看，加征的关税使得美国自中国进口的关税从中美贸易摩擦开始前的3.1%提高至了2023年约21%的水平。

拜登政府期间并未取消相关关税。今年5月14日，美国国会和美国商务部发布声明，宣布在原有对华301关税基础上，进一步提高对自华进口的部分商品加征关税。此次对华加征301关税源自四年期复审结果，关税的加征主要涉及钢和铝、半导体、电动汽车、电池、电池组件零件和关键矿物、太阳能电池、船岸起重机、医疗产品几个领域：

产品大类	具体产品	原有税率	新税率	生效时间
钢和铝	301条款下的某些钢铁和铝产品	0-7.5%	25%	2024年
半导体	-	25%	50%	2025年
电动汽车	-	25%	100%	2024年
电池及关键矿物	电动汽车锂离子电池	7.5%	25%	2024年
	非电动汽车锂离子电池	7.5%	25%	2026年
	电池零部件	7.5%	25%	2024年
	天然石墨和永磁体	0%	25%	2026年
	其他关键矿物	0%	25%	2024年
太阳能电池	无论是否组装	25%	50%	2024年
船岸起重机	-	0%	25%	2024年
医疗产品	射器和针头	0%	50%	2024年
	个人防护装备	0-7.5%	25%	2024年
	橡胶医用和手术手套	7.5%	25%	2026年

来源：USTR，中信建投期货

而在此次竞选周期中，特朗普对于关税与贸易战的诉求存在进一步加码的迹象。

	哈里斯	特朗普
政策核心理念	主张采取“有选择性”的关税措施，支持对部分关键行业实施“战略性关税”。	主张“美国优先”贸易计划，更大范围和更高幅度的全面关税，减少贸易逆差，促进制造业回流。
普遍基准关税	无全面关税计划，关税更具战略性，仅对关键部分行业实施。	拟对所有商品征收10%的基准关税，以此作为谈判杠杆。
对华贸易政策	强调“去风险”而非“脱钩”，支持通过优化供应链而非切断与中国经济联系，以减少供应链脆弱性并确保美国经济的稳定。对中国新能源、半导体和太阳能电池等特定行业加征关税。	取消中国的最惠国待遇，对来自中国的商品全面征收60%或更高的关税。制定四年计划，逐步停止从中国进口所有必需品；禁止任何向中国外包公司签订联邦合同。
北美贸易政策	维持美墨加三国协定，重视协议中的劳工和环保条款。	重谈北美自贸协定（NAFTA），填补中国商品转口漏洞。
多边合作态度	支持WTO改革，加强与盟友合作，推动多边主义，支持全球供应链符合公平贸易标准。	淡化多边合作，弱化WTO，偏向双边协定，鼓励企业回流美国，减少对全球价值链的依赖。

来源：公开信息，中信建投期货

根据特朗普在竞选周期的表述，其主张“美国优先”的贸易计划，更大范围和更高幅度的全面关税，减少贸易逆差，促进制造业回流，其中包含了对任何来源国所有商品征收10%的基准关税，只要会以此作为后续谈判的杠杆。同时，其希望取消中国的最惠国待遇，对来自中国的商品全面征收60%或更高的关税，同时制定四年计划，逐步停止从中国进口所有必需品，并禁止任何向中国外包公司签订联邦合同。

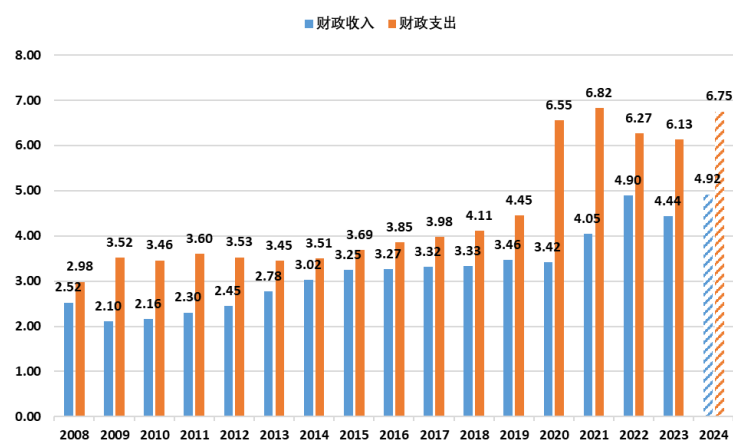
影响上看，全面关税的加征将是市场的重要变量，其不仅简单影响到被加征国出口与加征国进口，同时会传导至双方经济增长和通货膨胀，并可能招致对等的制裁措施，从各个方面影响双方市场的表现，引发市场的剧烈震荡。

美国财政赤字可能有所缓和

美国财政赤字问题，已经成为当前美国经济、美债市场、美元、黄金乃至大宗商品定价中枢的重要影响力量。

其主要逻辑在于，疫情之后，22-24年美国经济的显著增长较其他国家的相对回落形成巨大反差，而其主要来源可能是拜登政府期间激进的财政政策。

美国财政收支（万亿美元）



来源：美国财政部，中信建投期货

即在疫情影响过去后，美国财政支出规模仍维持在6万亿美元以上，远超疫情前4万亿左右的水平。在2024

财年，6.75万亿美元的美国财政支出迎来了仅次于2021年疫情影响最大的时期的新高，这也促使近三年赤字规模为1.38、1.7、1.83万亿，同样创历史新高。

但是，在美国财政积极开支之下，作为财政赤字补充的美债市场已经迎来了多次供需失衡场景。



来源：WIND，中信建投期货

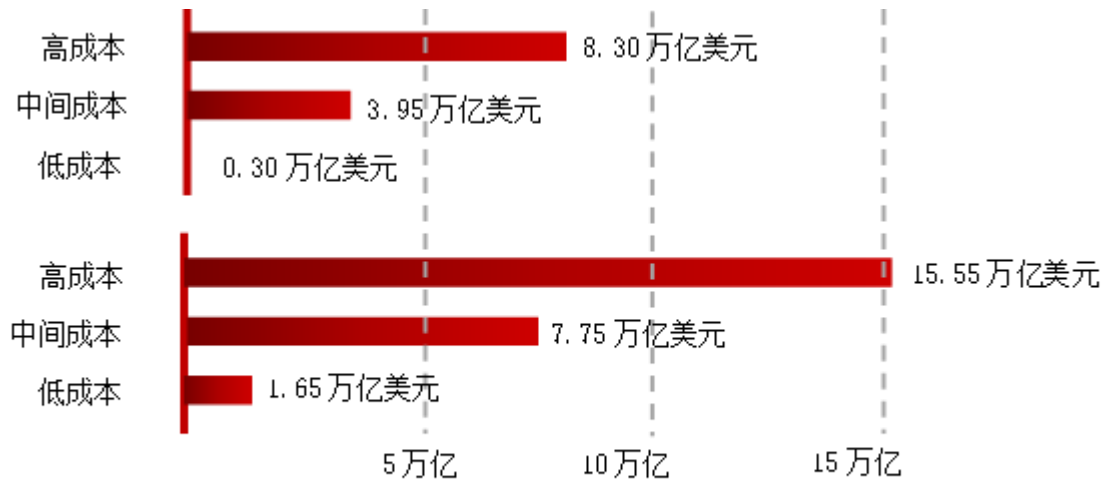
无论是一级市场竞拍倍数与尾部利差，还是二级市场的美债收益率尤其是长久期美债收益率的跃升，都体现出美债明显的供需问题。

美债的供需失衡，使得以此为锚的美元一直面临价值暗贬的压力，即虽然美元兑欧元日元等主要货币的利差还可以通过美-外利差进行维持，美元兑黄金这一天然货币的比值随着美国债务问题的不断加剧急剧下跌，最终演化为了黄金定价大幅脱离原有体系，黄金价格不断突破并创新高。黄金价格的新高，也在通过金银比、金铜比、金油比等传导路径向大宗商品市场传递，体现为全球商品在需求疲弱的同时又呈现出易涨难跌的趋势，也其实也是美元暗贬的另一种表征。

对此，新任总统政策能否完成财政赤字的控制甚至逆转成盈余至关重要。

目前国内外市场主要引用联邦尽责预算委员会在《哈里斯和特朗普竞选计划的财政影响》一文中测算的结

果作为哈里斯与特朗普政策对美国财政赤字的长期影响。即支出成本适中的假设下，估计哈里斯竞选政策主张将导致未来十年增加3.95万亿美元的预计债务，特朗普相关政策带来赤字增加7.75万亿美元。



来源：联邦尽责预算委员会，中信建投期货

具体来看，两者的征税政策均存在税收削减和扩大财政支出的倾向，同样主张延长《减税与就业法案》TCJA，但侧重点不同。特朗普继续延续共和党派“小政府”的财政风格，大幅削减及免除税收，这与他所发表的“让特朗普式减税永久化”的观点相符。而哈里斯的征税政策则更加面向顶端收入人群，将减税降税的重点集中在美国中产阶级层面，通过增加对高收入集体征税减少大规模支出造成的财政赤字。从财政支出角度来看，哈里斯政策短期的基建投入，医疗，教育，小型企业支持，鼓励移民等政府支出方面超过特朗普，但特朗普在军队开支和边境维护驱赶移民上的开支也将影响赤字。

但实际上，我们认为这一测算有失偏颇。

从委员会的表述上看，联邦尽责预算委员会主要是对哈里斯和特朗普竞选纲领中提到的财政相关的政策进行了数据的预估和测算，依赖候选人的声明、竞选反馈、过去的预算提案及其他足够详细的来源来估算潜在成本。但同时委员会表明，即使对于已经详细分析过的政策，其成本仍然存在不确定性，特别是在这些政策会显著改变行为表现的情况下。

从实际情况出发，虽然哈里斯当前已有方案不会带来赤字明显增长，但未来经济下行压力下民主党政府财政支出的意愿显然更强，这会带来目前测算以外的更多支出项目。与之相反，特朗普减税政策会影响赤字，但其明显“小政府”的财政支出理念实际上与收入端缩减相契合，经济压力下共和党政府对经济的刺激主要通过降息进行，而特朗普对外额外征收的关税可能更有助于财政的再平衡。

美国经济可能迎来“短痛”

纵观历史，民主党“宽财政+高利率”经济政策组合与共和党“紧财政+低利率”的政策组合都能达到刺激经济、维持增长的功能，理论上并无优劣之分。

但是，不同的政策选择的作用期限并不相同，正面效果与负面影响也不一样。尤其是在当前美国国债已经面临严重供需失衡，美国财政部更改发债结构、美联储扩大国债持仓比例仍无法抑制的情况下，不同政策选择对经济的影响也越发显现。

各自政策		短期影响	长期影响
特朗普	削减税收	-	+
	提高关税		
	降低利率	-	+
	限制移民	-	+
哈里斯	增加税收	+	-
	基建投资		
	全民医保	+	-
	鼓励移民	+	-

来源：公开信息，中信建投期货

拜登-哈里斯的政府建设住房、提供全面医保、扩大基建投资等举措对经济的刺激作用更为直接迅速，同时扩大移民规模的人口政策也有利于增加劳动力供给缓解服务业通胀，对短期经济有明显的刺激和提振作用。但与之相对，财政支出的扩大并不利于控制赤字规模，过往民主党的财政政策总能带来赤字的大幅扩张，这对更长远的美债市场、美元甚至去美元化趋势都会造成不利影响。

与之相对，特朗普的降息、对内减税、对外加税、控制移民政策短期对经济刺激作用有限，甚至会加剧通胀；但长期来看，其一方面有助于削减财政赤字保护美债市场，另一方面限制移民甚至遣返部分移民的举措有助于在未来美国经济下行周期缓解失业问题，对于中长期美国经济发展更有帮助。

因此，整体上看，虽然民主党与共和党政策组合各有刺激作用，但此次特朗普当选可能使得美国经济增长和通货膨胀短期面临的压力加大，市场随政策预期的形成可能发生“大开大合”的表现。

对不同资产影响几何

实际上，自10月初开始特朗普选情相较哈里斯领先并扩大开始，市场通过回溯特朗普第一任期的资产表现和当前的政策主张，提前计价和进行了特朗普交易。市场一般认为，本次提前计价的特朗普交易主要体现为大宗商品、美债收益率、美元、美股、比特币等的全线上涨，其中大宗商品方面，贵金属、能源、农产品变化相对明显。

我们认为，对选举前这次行情的归因中，美债、贵金属此轮上涨不仅计价了特朗普政策的通胀前景，也可能存在地缘冲突加剧、资金避险的问题；能源方面特朗普的传统能源扩张政策导致了能源价格的回落压力；农产品则受到可能存在的贸易摩擦压力，贸易商加大采购力度带动了贴水和价格上涨。

后续表现来看，大宗商品市场仍将呈现分化走势。

能化板块可能是受选情影响最为直接的板块，特朗普支持传统能源行业发展，放松环境规定来增加石油、天然气和煤炭的生产的主张可能会带动原油供应的明显增长，关税政策的试试也容易导致其他市场原油需求回

落，进而引发原油价格的更明显下跌。

贵金属方面，短期来看，目前特朗普在贸易和外交政策方面的不确定性可能刺激黄金作为避险资产的需求，叠加特朗普各项政策带来的再通胀预期，共同推动黄金价格的上涨。但长期来看，特朗普的对外加征关税政策有助于美国财政的再平衡，美债市场的重新稳定可能会对黄金形成利空。

农产品方面，特朗普的贸易保护政策可能对其农产品的出口产生影响，国际购买可能从美国转向其他市场，但整体供需可能仍相对平衡，影响主要存在不同地区贴水表现上。相对可靠的策略机会可能存在于油粕比方面，一方面大豆的贸易反制可能抬升粕价，另一方面生物柴油发展停滞利空油脂，油粕比相应迎来走弱。

对于股指与汇率的影响上，其影响主要取决于关税和贸易制裁政策的落地力度。一旦特朗普未发动贸易战/关税战，或是发动力度相对较弱，特朗普降息诉求会使得资金流出美国、美元走弱，利好中国和其他市场的股票与货币。但是，一旦特朗普发动较大规模的发动贸易战/关税战，被影响国家出口、股市、汇率都会受到负面影响。

总结

一如关税政策自特朗普至拜登期间变化并不大，竞选纲领和口号未必能兑现为政策的实质扭转。从经济的显示出发，美国当前面临了财政政策难以加码、货币政策容易引发资本外流的双重压力，这可能对后续美国经济判断更具指导意义。

联系我们

全国统一客服电话：400-8877-780

网址：www.cfc108.com

获取更多研报报告、专业客户经理一对一服务、
了解公司更多信息，扫描右方二维码即可获得！



重要声明

本报告观点和信息仅供符合证监会适当性管理规定的期货交易者参考，据此操作、责任自负。中信建投期货有限公司（下称“中信建投”）不因任何订阅或接收本报告的行为而将订阅人视为中信建投的客户。

本报告发布内容如涉及或属于系列解读，则交易者若使用所载资料，有可能会因缺乏对完整内容的了解而对其中假设依据、研究依据、结论等内容产生误解。提请交易者参阅中信建投已发布的完整系列报告，仔细阅读其所附各项声明、数据来源及风险提示，关注相关的分析、预测能够成立的关键假设条件，关注研究依据和研究结论的目标价格及时间周期，并准确理解研究逻辑。

中信建投对本报告所载资料的准确性、可靠性、时效性及完整性不作任何明示或暗示的保证。本报告中的资料、意见等仅代表报告发布之时的判断，相关研究观点可能依据中信建投后续发布的报告在不发布通知的情形下作出更

改。

中信建投的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见不一致的市场评论和/或观点。本报告发布内容并非交易决策服务，在任何情形下都不构成对接收本报告内容交易者的任何交易建议，交易者应充分了解各类交易风险并谨慎考虑本报告发布内容是否符合自身特定状况，自主做出交易决策并自行承担交易风险。交易者根据本报告内容做出的任何决策与中信建投或相关作者无关。

本报告发布的内容仅为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式对本报告进行翻版、复制和刊发，如需引用、转发等，需注明出处为“中信建投期货”，且不得对本报告进行任何增删或修改。亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告发布的全部或部分內容。版权所有，违者必究。