

## 2024 年美国大选点评

研究发展部高级副总监 白雪

事件：美东时间 11 月 5 日，美国举行第 60 届总统选举，并对国会众议院全部 435 个席位及参议院中 34 个议席进行改选。当地时间 11 月 6 日，据多家美国媒体最新初步测算结果，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。特朗普 6 日凌晨宣布在 2024 年总统选举中获胜。根据多家美媒报道，美国共和党在西弗吉尼亚州和俄亥俄州赢得参议院席位的选举后，已在参议院获得了 51 个席位，赢得了参议院的控制权。目前众议院选举的计票工作正在进行中，控制权归属尚未确定。

对此，东方金诚解读如下：

特朗普胜选后，其主张的经济政策或能够在短期内对美国经济起到一定程度的提振作用，但其激进的贸易保护措施以及限制性移民政策也将对经济带来负面影响，加之其政策组合容易推升美国通胀风险，从而导致利率水平在更长时间内维持在高位，这可能将增加后续美国经济的下行压力。

特朗普主要的经济政策主张，包括对对内减税、对外提高关税、以及减少监管措施等。由于共和党已赢得参议院选举，且在众议院选举中占有优势，有望实现同时控制两院，预计特朗普在第二任期内政策推行的阻力较小，政策落地概率大幅提高。

特朗普经济政策整体“偏鸽”，短期内对美国经济或能起到一定程度的提振作用。在税收政策领域，特朗普主张继续开展大规模减税措施。个人税收层面，特朗普主张将 2017 年《减税与就业法案》中的个人和遗产税减免永久化，这意味着收入在前 95%-99% 的家庭，以及收入最低的人群将成为收入增幅最大的两个群体。此外，还将取消对小费、加班费和社会保险福利征收的所得税，这一措施旨在提高低收入劳动者的可支配收入；将儿童税收抵免扩大至 5000 美元，这将直接减轻有子女家庭的税负。这些减税措施能够提高劳动者的可支配收入，有利于刺激消费，拉动经济增长。企业税收层面，将企业所得税税率从 21% 降低到 20% 或 15%，并永久延长《减税与就业法案》中制定的更快的资本支出折旧规定——允许企业更快地将其投资成本从税收中扣除，从而增加企业现金流。这将能够刺激国内企业投资与再生产，

鼓励制造业回流，从而拉动内需。而较低的公司税率和更快的资本支出折旧规定将提高美国企业对外国投资者的吸引力，促进外国直接投资的增加。此外，特朗普还承诺通过放松对化石燃料的限制增加国内石油和天然气生产，同时加大对基础设施和国防领域的投资，这都将对短期经济有所提振。

**特朗普激进的贸易保护措施以及限制性移民政策可能将对美国经济带来负面影响，加之其政策组合容易推升通胀风险，从而导致利率水平在更长时间内维持在高位，这将增加后续美国经济的下行压力。**

特朗普的另一个关键主张是通过提高关税来增加国家收入，用关税来代替所得税，其核心内容是对进入美国的商品征收 10% 的基准关税，同时对产自中国的商品征收 60% 关税，针对某些地区或行业还会征收“特定税”。特朗普认为，关税不仅可以为国家创造收入、作为谈判筹码，还可用于鼓励企业在美国本土投资。但我们认为，加征关税政策对美国的影响可能拖累就业与经济。此前多项研究表明，特朗普第一轮关税损害了就业增长和工业竞争力。根据相关测算，如果特朗普实施其提出的新加征关税政策，将使美国税收每年新增 5240 亿美元，但将使长期 GDP 增速减少 0.8 个百分点，就业岗位减少 68.4 万个。

同时，特朗普经济政策组合也将加剧美国通胀压力，导致利率水平在更长时间内维持在高位。特朗普对外加征关税难以改变美国贸易逆差状况，一旦实施，将导致美国进口商品价格上涨，令相关生产成本，尤其是下游制造业的成本面临更大的压力增加，最终传导至消费品价格，从而引发通胀上行风险；对内减税政策（包括对企业以及个人），面临着刺激通胀，以及预计大幅推高财政赤字的风险；限制移民方面，特朗普的严格的移民政策可能会减少美国经济中潜在劳动力供应，导致劳动力短缺，从而带来劳动力成本的上升，进一步推高通胀——根据相关研究，在驱逐 130 万移民的情境下，预计将推高美国 CPI 通胀约 0.35 个百分点。

由此，财政大幅扩张、通胀风险加剧的背景下，美联储在进行货币政策决策时更加谨慎，降息步伐可能会放缓。这意味着即使美联储已步入降息周期，名义利率以及实际利率水平也仍将在一段时间内维持在相对高位，这将加大美国经济的下行压力，在一定程度上抵消了特朗普财税政策对经济的提振作用。

**特朗普政府的财政政策将进一步推升政府赤字与债务水平，加剧美国长期财政风险。**

特朗普主张的减税政策将进一步推升财政赤字与政府债务负担，加之利率还将在一段时

间内处于高位，债务成本高企将加剧美国长期财政风险。

近年来，美国政府财政赤字和债务水平持续快速上升。2023 财年美国政府财政赤字率超过 7%，政府存量债务加速上行。截至 2024 年 11 月初，存量债务规模已经超过 35.8 万亿美元，政府负债率高达 109%。特朗普主张的财政政策一方面对内减税、驱逐移民等政策将减少政府收入，另一方面，提高关税、废除新能源领域的减税等政策将增加政府收入。但根据美国税务基金会的研究，2025-2034 十年间，后者带来的收入预计为 3.013 万亿，前者导致的收入减少为 7.758 万亿，存在 5.995 万亿的赤字缺口。同时，特朗普的政策也设定了更高的支出水平，包括增加基础设施和国防开支等。

因此，收入减少叠加支出水平提高，将导致未来联邦财政赤字和负债率进一步上行。根据美国无党派责任联邦预算问责委员会（CFRB）10 月的最新测算，特朗普的计划将在 10 年内导致政府债务增加 7.75 万亿美元。在缺乏实质性财政改革的情形下，预计中期内联邦政府财政赤字率将维持在 7.5% 左右的高位，政府负债率可能进一步攀升至 110% 以上。同时，持续的高利率也将导致政府债务成本显著上升，在缺乏可靠的财政巩固措施的背景下，债务可持续性不断降低。2024 财年美国政府公共债务利息支出达到 1.1 万亿美元，同比增长 29%。在利率下行步伐放缓的背景下，预计未来两个财年，联邦政府利息支出占比仍将维持高位，对于政府债务的可持续性造成负面影响。

**特朗普胜选在短期内利好美元，但中长期看美元指数持续强势上行的可能性不大。受“特朗普交易”进一步升温影响，美债利率短期仍有一定上行动能，但中长期仍将处于下行通道。**

短期内，特朗普胜选将对美元形成利好。一方面，特朗普的财政扩张政策有利于提振短期经济，由于汇率反映的是不同经济体的经济基本面的相对强弱变化，短期看美国经济基本面相对于其他发达经济体更加具有韧性，支撑美元走强；另一方面，美债利率上行将加大美国与其他国家的利差，有助于美元回流，从而提振美元。我们预计，美元指数短期内仍将维持在偏强水平。不过，中长期看，特朗普第二任期内，“逆全球化”趋势可能还将进一步加剧，加之联邦债务加速上行以及成本上升，导致美国债务可持续性不断降低，这将对美元作为安全资产的地位构成一定冲击。此外，全球“去美元化”进程的不断推进，以及对非美货币的需求不断增加，也将逐渐削弱美元强势地位。由此，中长期美元指数持续强势上行的可能性不大。

在特朗普的政策影响下，美债利率或有一定上行风险。背后的原因是特朗普的主要政策主张，包括大幅加征关税、积极扩张性财政以及强硬的移民政策等，推升了市场对美国通胀、利率水平以及美债供给的担忧。不过，我们认为，特朗普本次胜选带动美债利率上行的持续时间会偏短，中长期美债收益率仍将处于下行通道。一是本次大选前市场对于特朗普当选的预期较强，并提前开始“特朗普交易”，对其胜选市场已有定价；二是伴随美联储已进入降息周期，11月继续降息几乎已成定局，美债利率持续上行的动能将受到抑制。

对国内经济的影响方面，人民币汇率以及我国对外贸易将是受特朗普胜选影响最大的两个领域。

首先，受“强势美元”以及加征对华关税的风险影响，人民币汇率贬值压力上升。一方面，特朗普胜选后，市场“特朗普交易”在短期内还会进一步发酵，美元指数冲高将给人民币带来一定被动贬值压力；另一方面，特朗普当选后，对华大幅加征关税的可能性将显著提升。这将通过推高进口商品价格的直接效应，以及强化市场避险情绪、提振美元需求的间接效应，对人民币汇率形成持续的外部下行压力。不过，在国内一揽子增量政策落地生效，国内宏观经济动能改善的前景下，人民币下行压力相对可控。另外，监管层有充足的稳汇市政策工具箱，短期内人民币大幅走弱的风险可控。

其次，考虑到美国是中国最主要的出口国和贸易顺差贡献国，特朗普的对华贸易政策料将对我国出口及经济增长造成负面冲击。若特朗普上台后严格兑现其对华征收高关税的承诺，可能将对我国对美出口产业链产生明显负面冲击，出口产业链相关的制造业行业也会出现收缩压力，从而拖累我国经济增长。根据彼得森国际经济研究所（PIIE）报告测算，若美国对中国商品加征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。不过，由于特朗普政府未来加征关税的幅度、时机，以及未来国内进行宏观对冲政策的力度尚存在较大的不确定性，短期来看并不用对此过度解读。