

## 特朗普 2.0：宏观与策略推演

- 特朗普 2.0 时期，“美国优先”仍是指导思想，再工业化、贸易保护主义、企业减税和严打非法移民仍是主要内容，但各项政策主张相较 1.0 时期更为激进。
- 特朗普胜选后美国经济不确定性显著上升，长期看或存在“滞胀”风险。一方面，尽管减税与去监管政策或在短期内刺激美国经济增长，但贸易保护主义、保守移民政策与债务负担加剧对经济增长的拖累或逐渐显现，削弱美国经济的长期竞争力。另一方面，增加关税与限制移民将加剧通胀压力，或导致“薪资-物价”螺旋式上升。
- 通胀抬升将颠覆美国宏观政策宽松的根基。货币政策方面，需警惕美国再通胀引发二次加息的风险。财政政策方面，美国财政赤字将加速扩张，或导致美国通胀与利率进一步上行，危及美国财政可持续性。
- 对我国而言，短期看，美国经济与政策的“四高”特征（高通胀、高利率、高增长、高关税），将对经常项及资本项形成双重压力。我国政策逆周期加码必要性上升，由于货币政策宽松空间相对受限，财政政策或更为积极。中长期看，随着美国政策冲突加剧、经济压力上升，美国可能不得不对其政策进行调整，例如降低关税税率/利率，届时我国外部压力有望相应缓解。
- 从资产策略上看，特朗普重回白宫隐含 3 个关键词：通胀、贸易摩擦与地缘政治风险下降，其中通胀是特朗普交易的核心。此外，也应关注特朗普的产业政策对各类资产的差异化影响，包括去监管、支持传统能源、力推人工智能等。
- 总体而言，特朗普政策 2.0 将利空美债、非美货币、黄金、原油、美股小盘股、新能源板块；利多美元、美股传统能源、金融、科技等行业。后续应密切关注特朗普政策落地的力度与节奏。中长期看，需警惕美国债务可持续性承压所隐含的尾部风险。

谭卓

招商银行研究院总经理助理

☎：0755-83167787

✉：zhuotan@cmbchina.com

王天程

宏观研究员

☎：0755-89278371

✉：wangtiancheng@cmbchina.com

陈峤

资本市场研究员

☎：0755-88259976

✉：chenqiao426@cmbchina.com

栗国栋

资金营运中心外汇交易岗

☎：021-20625824

✉：gortonlee@cmbchina.com



## 目录

一、特朗普 2.0：更加激进的“美国优先” .....	1
二、经济影响：存疑的增长，抬升的通胀 .....	2
（一）存疑的增长：从高开到低走 .....	2
（二）抬升的通胀：从商品到服务 .....	4
三、宏观政策：冲突激化 .....	5
（一）货币政策：警惕二次加息 .....	5
（二）财政政策：可持续性承压 .....	6
四、对华影响：短期双重压力 .....	7
五、资本市场：特朗普交易 2.0 .....	7
（一）美债：优先选择中短久期 .....	9
（二）汇率：美元保持强势，非美货币承压 .....	10
（三）黄金：高位震荡，转向中性 .....	11
（四）美股：多空交织 .....	12
（五）境内资产：权益阶段性承压，债券收益率下移 .....	12
1. A 股：阶段性承压，中期走牛可期 .....	12
2. 中债：利率低位运行 .....	13

## 图表目录

图 1：Trump2.0 政策主张核心内容一览 .....	1
图 2：政策对比：Trump 2.0 VS 1.0 .....	1
图 3：特朗普 1.0 时期企业投资出现脉冲上行 .....	3
图 4：特朗普 1.0 时期个人消费出现脉冲上行 .....	3
图 5：特朗普 1.0 时期未能有效推进再工业化 .....	3
图 6：特朗普 1.0 时期美国移民增速大幅放缓 .....	3
图 7：进口价格主导美国商品通胀走势 .....	4
图 8：美国劳动力市场对移民的依赖度持续上升 .....	4
图 9：美国长期通胀预期稳定于 2% 附近 .....	5
图 10：美国油价已较前期高点大幅回落 .....	5
图 11：美联储仅拥有约 1% 的降息空间 .....	6
图 12：美国本轮大通胀可能复现双峰形态 .....	6
图 13：美国公共部门付息支出占比持续提升 .....	6
图 14：美国名义经济增速高于名义利率水平 .....	6
图 15：特朗普 1.0 时期中国贸易顺差有所收敛 .....	7
图 16：特朗普 1.0 时期美国资本流入保持高位 .....	7
图 17：“特朗普交易”全景图 .....	8



图 18: 2023-2024 年降息预期剧烈摇摆 .....	9
图 19: 美债利率在浅降息周期中走势波折 .....	9
表 1: 美国国债年化收益情景估测 .....	10
图 20: 伦敦金估值持续上行 .....	12
图 21: COMEX 黄金净多头逼近历史高位 .....	12
图 22: 美债利率的抬升会对 A 股造成负面影响 .....	13
图 23: 2018-2019 年贸易战期间中债利率中枢回落 .....	13

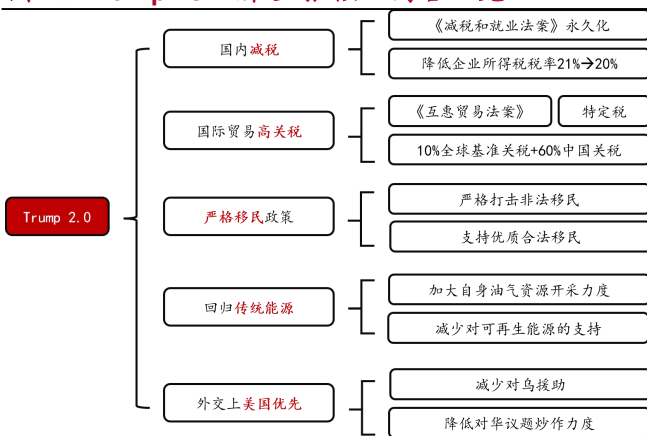
美东时间 11 月 6 日，第 60 届美国大选结果基本尘埃落定。如无意外，共和党候选人、美国前总统特朗普（Donald Trump）将重回白宫，共和党亦将成为参众两院多数党，实现“红色横扫”（red sweep）。考虑到美国最高法院 9 位大法官中保守派/共和党占据 6 席，当前共和党已实现了对美国行政、立法、司法三权的统治。未来特朗普的政策施行几无阻碍，将对全球经济金融产生更为重大和深远的影响。

本文对特朗普重回白宫后宏观经济与资本市场的走向进行了初步推演。

## 一、特朗普 2.0：更加激进的“美国优先”

特朗普 2.0 时期，“美国优先”仍是指导思想，再工业化、贸易保护主义、企业减税和严打非法移民仍是主要内容，但各项政策主张相较 1.0 时期更为激进<sup>1</sup>（图 1-2）。

图 1：Trump2.0 政策主张核心内容一览



资料来源：招商银行研究院

图 2：政策对比：Trump 2.0 VS 1.0

	2.0	1.0
国内减税	<ul style="list-style-type: none"> <li>延长个税条款到期期限，致力于永久化；</li> <li>进一步降低企业所得税率从21%至20%。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>降低个人所得税率，部分条款2025年到期；</li> <li>降低企业所得税率从35%降至21%。</li> </ul>
国际贸易高关税	<ul style="list-style-type: none"> <li>对全球所有国家加征10%基准关税；</li> <li>对中国征收60%或更高的定向关税。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>加征全球钢（25%）和铝（10%）关税；</li> <li>利用301条款发起对华贸易战（加征3轮关税）。</li> </ul>
严格移民政策	<ul style="list-style-type: none"> <li>大规模驱逐非法移民；</li> <li>继续修建边境墙；</li> <li>加重非法入境惩罚。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>修建边境墙；</li> <li>限制庇护申请，要求等待庇护裁决的申请人在墨西哥停留。</li> </ul>
回归传统能源	<ul style="list-style-type: none"> <li>加大油气资源开采；</li> <li>可能再次退出《巴黎协定》。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>取消石油天然气开采禁令；</li> <li>放宽温室气体排放标准；</li> <li>退出《巴黎协定》。</li> </ul>
外交上美国优先	<ul style="list-style-type: none"> <li>取消乌克兰援助。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>推动北约成员国分担防务费用。</li> </ul>

资料来源：招商银行研究院

税收政策方面，“对外加税，对内减税”，旨在刺激内需，降低贸易逆差，引导制造业产业及就业回流，推动美国“再工业化”。

外部税方面，相比 1.0 时期的局部贸易战（仅对钢铁、铝征收特别关税，仅对中国发起国家级贸易战），特朗普 2.0 时期的贸易政策显然更加激进。特朗普表示将对进入美国的商品无差别征收 10% 的基准关税，并对中国商品征收 60% 以上的定向关税<sup>2</sup>。

内部税方面，减税力度或较 1.0 时期全面加码。在推动 2017 年《减税和就业法案》永久化的基础上，特朗普寻求进一步降低企业税率（去年 10 月表示从当前 21% 降至 15%，今年 6 月最新发言表示从 21% 降至 20%），对加班收入免税，以及终止对社会福利的征税。特朗普希望通过对外加税以弥补对内减税，避免财政过度扩张。

<sup>1</sup> 参见 <https://www.donaldjtrump.com/agenda47>。

<sup>2</sup> 参见 <https://www.cnbc.com/2024/02/04/trump-floats-more-than-60percent-tariffs-on-chinese-imports.html>。

移民政策方面，“支持优质移民，严打非法移民”，旨在保护美国本土居民就业机会，优化社会治安环境。

一方面，特朗普主张严厉打击非法移民，具体措施可能包括审查入境者意识形态、加重非法入境惩罚、限制地方政府在移民问题的自主权、大规模驱逐非法移民、继续修建边境墙。另一方面，特朗普也表态支持优质合法移民，声称每个在美国大学毕业的外国人都应有资格获得绿卡。总体上看，考虑到“优质移民”在数量上远低于“普通移民”，特朗普移民政策仍然相当保守。

能源政策方面，“支持老能源，打压新能源”，旨在降低油价、抑制通货膨胀，并通过扩张页岩油产能实现能源独立。一方面，特朗普主张加大对自身油气资源的开采力度，另一方面则主张减少对可再生能源的支持。美国可能再次退出《巴黎协定》，禁止 ESG 投资，并取消对电动汽车的补贴。

外交政策方面，进一步强调“美国优先”，更大程度维护美国利益，不让其他国家“占便宜”。特朗普强调，若需要美国军事保护，非美国国家需要自行支付账单。相比于拜登-哈里斯政府对乌克兰予以真金白银的大力支持，特朗普主张取消对乌克兰援助，寻求尽快结束俄乌冲突。但在中东问题上，特朗普表达了对以色列的坚定支持。

基于经济影响评估，特朗普 2.0 时期的政策主张存在较大矛盾，或难实现其“让美国再次强大”的目标，反而可能令美国经济在中期陷入困境。

## 二、经济影响：存疑的增长，抬升的通胀

特朗普宣称，其政策将降低通胀、保护就业、推动增长。但特朗普政策的内生矛盾，将显著推升美国经济前景的不确定性。

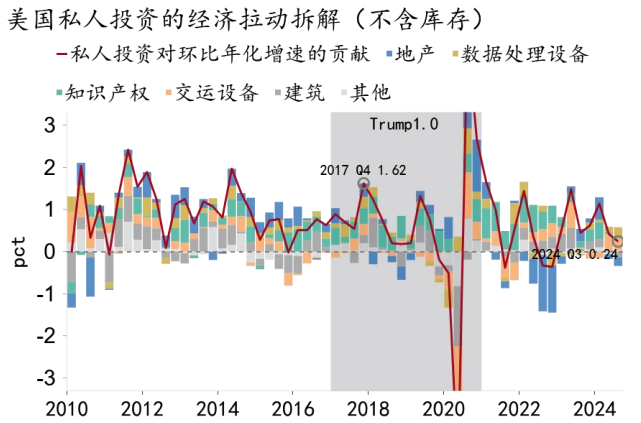
### （一）存疑的增长：从高开到低走

短期看，减税、去监管与支持传统能源的政策“组合拳”之下，美国企业部门或出现一轮“投资脉冲”。特朗普政府承诺将企业所得税率进一步由 21% 降至低于 20%，显著低于哈里斯的主张（28%）。特朗普 1.0 时期于 2017Q4 通过《减税与就业法案》，将企业所得税从 35% 降低至 21%，大幅提振了企业信心，令美国当季私人投资出现脉冲式上行，环比年化增速飙升至 9.6%，对经济增速的贡献达 1.6pct，主要行业投资出现普涨（图 3）。

个人消费亦将受到提振。特朗普政府寻求在延续《减税与就业法案》的基础上，对加班收入及社会福利免税。特朗普 1.0 时期，《减税与就业法案》酝酿及落地过程同样带来了消费脉冲，特别是耐用品消费，2017Q4 个人消费对美国经济增长的贡献达 3pct（图 4）。

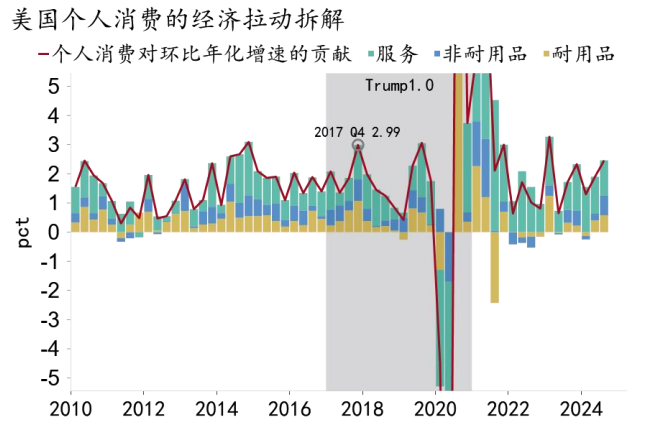
2025 年美国经济可能再度出现投资与消费的同步扩张，经济增速或继续位于 2% 以上。

图 3: 特朗普 1.0 时期企业投资出现脉冲上行



资料来源: Macrobond, 招商银行研究院

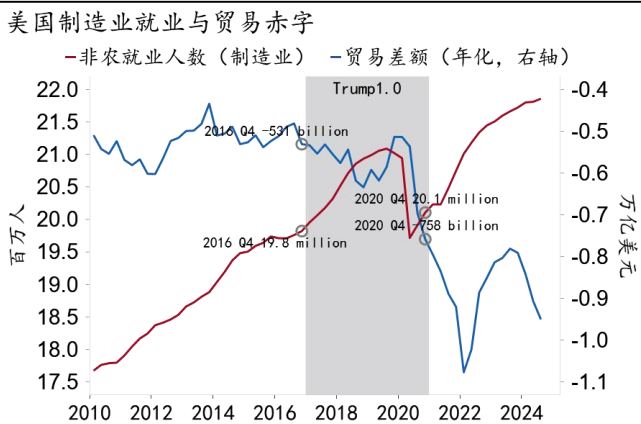
图 4: 特朗普 1.0 时期个人消费出现脉冲上行



资料来源: Macrobond, 招商银行研究院

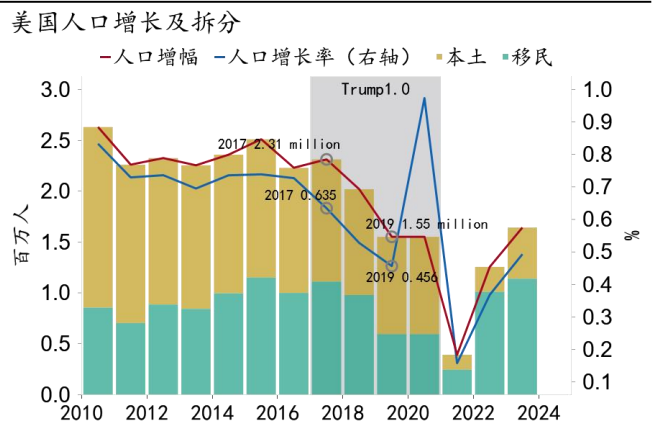
中长期看, 企业投资决策仍将取决于预期收益与成本, 耐用品消费则存在跨周期平滑特征, 这意味着特朗普新政对经济的作用大概率仍将是类似于 1.0 时期的短期脉冲。随着时间的推移, 贸易保护主义、移民数量下滑与债务负担加剧对经济的拖累作用或逐渐显现。

图 5: 特朗普 1.0 时期未能有效推进再工业化



资料来源: Macrobond, 招商银行研究院

图 6: 特朗普 1.0 时期美国移民增速大幅放缓



资料来源: Macrobond, 招商银行研究院

一是大幅升高关税可能削弱美国经济的长期竞争力。IMF 对 1963-2014 年全球 151 个国家的面板研究<sup>3</sup>显示, 进口关税上升 1 个标准差 (约 3.6pct) 会导致劳动生产率在 5 年内降低 0.9%, 进而导致总产出降低 0.4%。这一效应对发达国家的影响显著高于对发展中国家的影响, 因为发达国家对全球产业链的依赖度更高。这一研究同时发现, 提高关税对贸易差额的影响并不显著。事实上, 特朗普 1.0 时期, 美国并未能有效推进再工业化, 制造业就业并未超调扩张, 贸易逆差也没有显著收窄 (图 5)。

<sup>3</sup> 参见 Davide Furceri, Swarnali A. Hannan, Jonathan D. Ostry, and Andrew K. Rose (2019), Macroeconomic Consequences of Tariffs, IMF working paper.





二是保守的移民政策可能导致人口增速大幅放缓和老龄化加剧，抑制长期增长。2017-2019 年<sup>4</sup>，美国移民流入数量近乎腰斩，美国总人口年增速回落 0.2pct 至 0.4%（图 6）。特朗普重回白宫后，移民流入将大幅放缓，对美国经济增长的贡献或显著下降。

三是若公共债务与通胀水平螺旋式上升，未来美国政府或被迫进行财政整顿，财政增收减支将对经济增长形成显著抑制。当前美国财政赤字率高达 7%，公共债务杠杆率升至 99%，特朗普执政预计将进一步推升美国公共债务杠杆率。在高通胀与高利率环境下，高债务或变得难以持续。

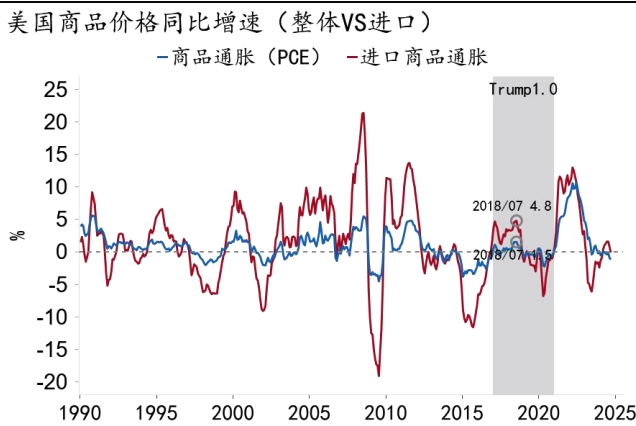
简而言之，若未来特朗普坚定推行其政策主张，美国经济很可能“高开低走”，随着减税脉冲退潮，债务、通胀和劳动力短缺的负面影响将逐渐显现。

## （二）抬升的通胀：从商品到服务

通胀是特朗普 2.0 政策框架中最为鲜明的主题。

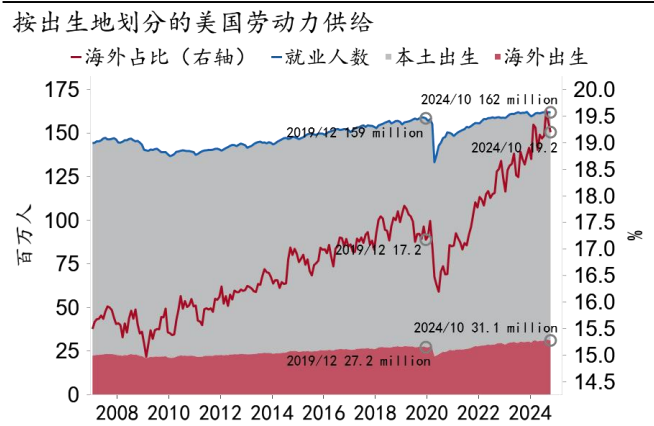
首先是关税政策。美国国家经济研究局（NBER）研究显示<sup>5</sup>，特朗普 1.0 时期，美国政府加征的关税成本几乎全部由美国消费者及进口商承担，仅有钢铁等极少数产品的关税成本由海外出口商承担。2017 年 7 月至 2018 年 7 月，美国进口商品价格同比增速从 1.2% 上行至 4.8%（图 7）。由于美国商品消费半数来自进口，进口价格上升解释了同期商品通胀的全部变化（从 -0.2% 上行至 1.5%）。若未来特朗普政府再度大幅提高关税，势必激起贸易对手反制，可能在全球范围内掀起一轮大规模贸易战，推升全球贸易成本，抬升商品通胀中枢，美国将再度面临输入型商品通胀的挑战。

图 7：进口价格主导美国商品通胀走势



资料来源：Macrobond，招商银行研究院

图 8：美国劳动力市场对移民的依赖度持续上升



资料来源：Macrobond，招商银行研究院

其次是移民政策。保守的移民政策可能导致美国劳动力增速下降与结构恶化，加剧长期老龄化所形成的劳工荒，催生“工资-价格”螺旋，支撑服务通

<sup>4</sup> 2020 年美国人口普查局对人口数据进行十年一度的集中调整，故此处采用 2017-2019 年数据分析 1.0 时期情况。

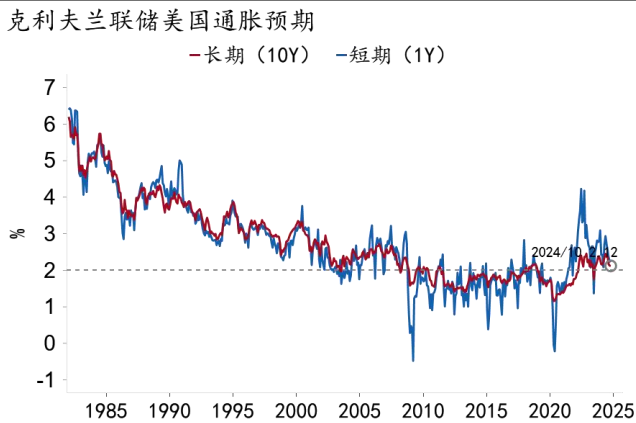
<sup>5</sup> 参见 Mary Amiti, Stephen J. Redding, and David E. Weinstein (2020), Who's Paying for the US Tariffs? A Longer-Term Perspective, NBER working paper.



胀。近年来，美国劳动力供给对移民的依赖度持续提升，新冠疫情进一步强化了这一趋势。2020 年至今，海外移民占就业人数的比重从 17% 升至 19%。该时期全美累计新增就业人口 350 万，其中移民贡献了 420 万，本土就业则减少了 70 万（图 8）。

更为重要的是，若美国通胀长时间居高不下，长期通胀预期相应上移，或导致预期自我实现。美联储主席鲍威尔在 2024 年杰克逊霍尔全球央行年会表示，美国经济在本轮“抗通胀”中取得胜利，实现经济“软着陆”，很大程度上得益于美联储长期坚持通胀目标，稳定了长期通胀预期（图 9），未造成企业与家庭经济行为的大幅收缩。毫无疑问，若美国通胀预期“脱锚”，美联储“抗通胀”的难度将大幅上升。

图 9：美国长期通胀预期稳定于 2% 附近



资料来源：Macrobond，招商银行研究院

图 10：美国油价已较前期高点大幅回落



资料来源：Macrobond，招商银行研究院

值得一提的是，特朗普的能源政策一定程度上能够降低油价、平抑通胀，但效果或相对有限。一方面，汽油价格在美国 CPI 通胀的权重仅为 3.5%；另一方面，当前美国汽油价格已跌破 2 美元每加仑，逼近疫前水平，进一步下行空间有限（图 10）。

### 三、宏观政策：冲突激化

随着美国通胀中枢的抬升，当前特朗普对宏观政策“双宽松”的宣誓将难以实现，美国宏观政策或面临更加激烈的内生冲突。

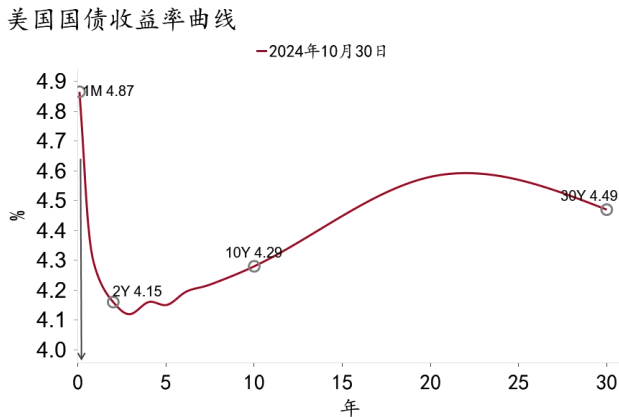
#### （一）货币政策：警惕二次加息

特朗普倾向于宽松的货币政策，多次表态将直接干预美联储决策。然而，其政策框架内生的通胀压力与其倡导的低利率环境难以兼容。美债收益率曲线显示，当前市场预期未来美联储仅余 1 个百分点左右的降息空间，均衡政策利率水平位于 4% 附近（图 11）。

更为值得警惕的是，若特朗普新政令美国发生再通胀，美联储货币政策将不得不从降息周期中再度转向，进行二次加息，对全球金融经济产生颠覆性影响（图 12）。

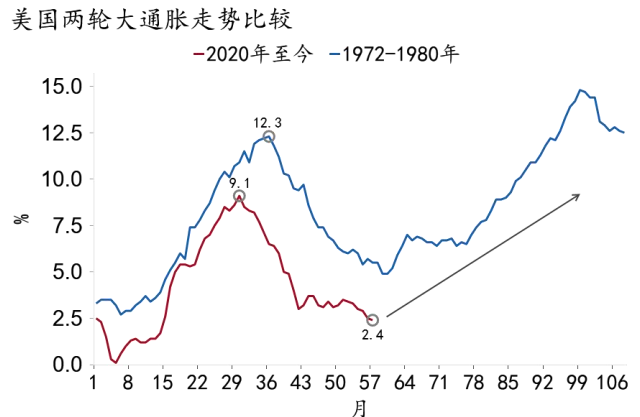


图 11: 美联储仅拥有约 1% 的降息空间



资料来源: Macrobond, 招商银行研究院

图 12: 美国本轮大通胀可能复现双峰形态



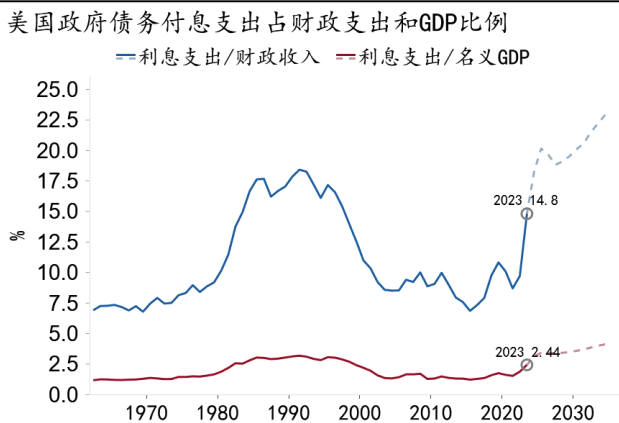
资料来源: Macrobond, 招商银行研究院

## (二) 财政政策: 可持续性承压

特朗普重回白宫将进一步推升已处高位的美国公共债务杠杆率(公共债务/GDP)。美国尽责联邦预算委员会(CRFB)测算显示<sup>6</sup>,中性情形下,特朗普二度执政时期将推高美国公共债务杠杆率 17 个百分点,至 2035 年将升至 142%。

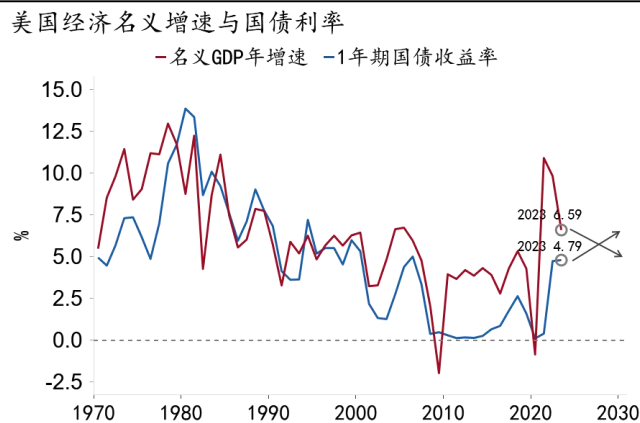
疫情冲击过后,美国私人部门投资及借贷意愿持续修复,经济增速持续超过长期潜在水平。在此基础上,财政扩张将进一步加码,将推升通胀及利率水平,加剧美国债务负担。2023 年,美国公共部门付息支出达\$6,583 亿,相当于其财政收入的 14.8%。美国国会预算办公室当前预计,这一比重在 2025 年将达到 20.2%,创下历史新高(图 13)。

图 13: 美国公共部门付息支出占比持续提升



资料来源: Macrobond, 招商银行研究院

图 14: 美国名义经济增速高于名义利率水平



资料来源: Macrobond, 招商银行研究院

特朗普激进的财政立场,蕴含着巨大的尾部风险。考虑到特朗普新政所隐含的中长期滞胀压力,美国名义利率水平或超过名义经济增速,导致财政可持续条件逆转,公共债务路径趋于发散。次贷危机后,美国经济长时间处于低增

<sup>6</sup> 参见 ARCHIVE: The Fiscal Impact of the Harris and Trump Campaign Plans Oct 7, 2024 US Budget Watch 2024



长、低通胀、低利率的“三低”环境之中，尽管政府杠杆率持续上升，财政可持续性条件 ( $g > i$ ) 一直成立 (图 14)。但当前随着通胀和利率中枢显著抬升，公共债务正在变得越来越“贵”，美国经济运行的债务负担日趋沉重，财政可持续性变得岌岌可危。极端情形下，债务规模与通胀/利率水平可能互为因果，同步上行。最终美国将不得不进行财政整顿，或是爆发某种程度的债务/金融危机。

## 四、对华影响：短期双重压力

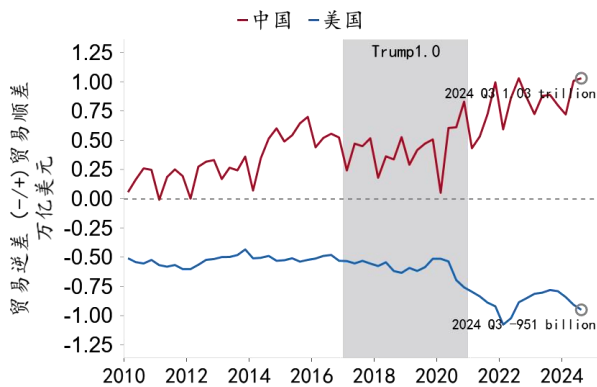
短期看，美国“高通胀、高利率、高增长、高关税”的状态，将对我国经常项及资本项形成双重压力。经常项方面，高关税将冲击我国出口利润，压缩企业部门生存空间，压制经济增长 (图 15)。资本项方面，美国利率水平保持高位，高增长对美股亦有支撑，资本流出压力相应上升 (图 16)。

在此背景下，我国宏观政策逆周期性的必要性上升。考虑到美国利率居高不下，我国货币政策宽松空间或受一定掣肘，财政政策或更加积极。

中长期看，随着“滞胀”压力上升，美国经济政策或不得不向现实妥协，可能的选项包括下调关税税率/利率，届时我国国际收支所面临的双重压力有望相应缓解。

图 15: 特朗普 1.0 时期中国贸易顺差有所收敛

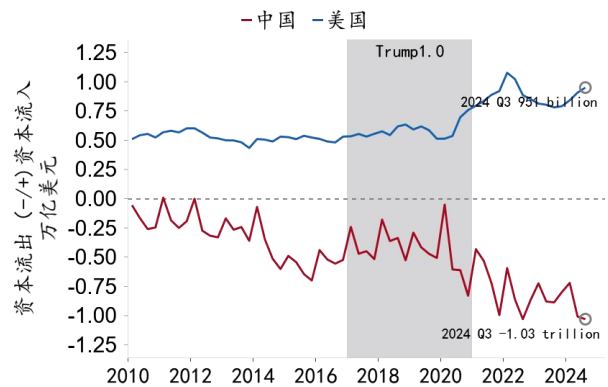
中美经常项目差额年化值



资料来源: Macrobond, 招商银行研究院

图 16: 特朗普 1.0 时期美国资本流入保持高位

中美资本项目差额年化值



资料来源: Macrobond, 招商银行研究院

## 五、资本市场：特朗普交易 2.0

特朗普政策框架 2.0 隐含的交易主线有三：通胀、贸易摩擦、地缘政治风险下降。

第一，通胀是特朗普交易的核心线索，这将对美联储降息构成阻碍，推升美债利率和美元，对非美货币和黄金构成压力。对于美股而言，大规模减税将提升企业盈利预期，但利率中枢上移可能会对估值构成负面影响，尤其是对小盘股而言。

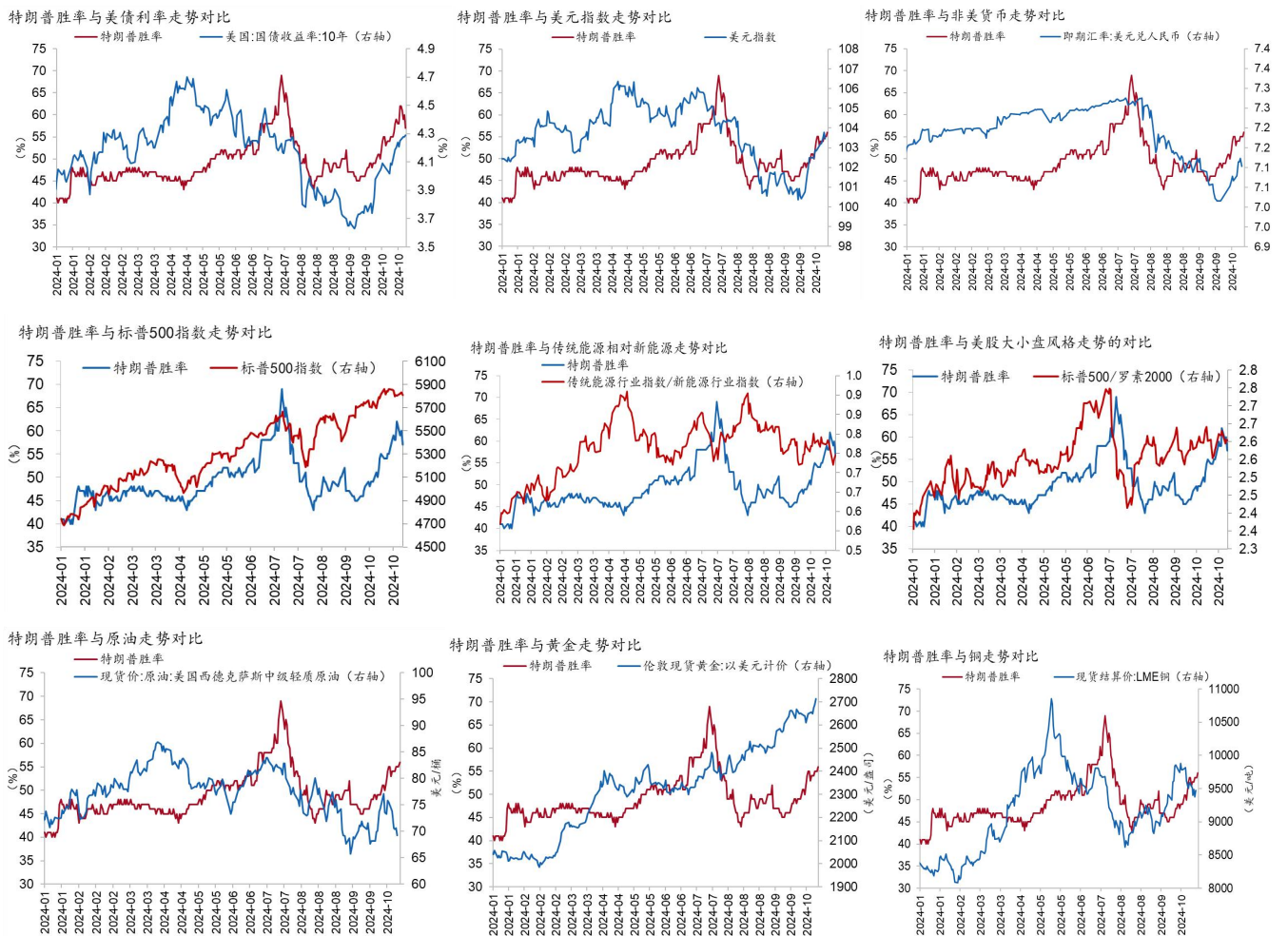
第二，贸易摩擦风险上升，可能会导致风险偏好下降，不利于非美货币，也会对 A 股等非美权益市场构成阶段性压力。

第三，地缘政治风险下降。特朗普并不想在俄乌等军事战争中投入过多资源，主张取消对于乌克兰的援助，并寻求尽快结束俄乌冲突，对黄金、原油等商品不利。

此外还需关注特朗普所主张的产业政策：支持传统能源、主张推动人工智能的发展、放松监管等，这将利好美股的传统能源、金融、科技等板块，但对新能源形成利空。

总体而言，特朗普政策 2.0 将利空美债、非美货币、黄金、原油、美股小盘股、新能源板块，利多美元、美股传统能源、金融、科技等行业（图 17）。

图 17：“特朗普交易”全景图



资料来源：Bloomberg、Wind、招商银行研究院

参考过往经验，对不同类型的资产而言，此轮特朗普交易（Trump trades）的特征可概括如下：

- 1) 利率汇率：美债利率、美元回升，非美货币走弱；

2) 商品：原油走弱，黄金上涨<sup>7</sup>；

3) 权益：美股走强，传统能源板块强于新能源，大盘相对小盘更加强势。

短期看，特朗普交易已运行 1 月有余，目前很难评估市场是否已经过度交易，在特朗普上台叠加共和党横扫两院的背景下，市场或仍延续前期走势，但空间或相对有限。

中期看，需关注特朗普对于竞选承诺的兑现、政策落地的节奏，这将决定特朗普交易的走向。

长期看，需警惕美国债务可持续性承压所隐含的尾部风险。特朗普政策将推升美国财政赤字率与通胀，高利率将随之而来，令美国财政面临更大付息压力，此循环一旦形成，美国的债务雪球将越滚越大，消耗政府信用。一旦信用问题爆发，美国股债汇或出现“三杀”。

### (一) 美债：优先选择中短久期

近两年，美债交易一直在经济“硬着陆”“软着陆”“不着陆”的预期之间反复摇摆（图 18），利率走势相对波折。尽管今年 9 月美联储以 50bp 的幅度开启了降息周期，但降息落地后美债利率不降反升，与政策利率出现背离。

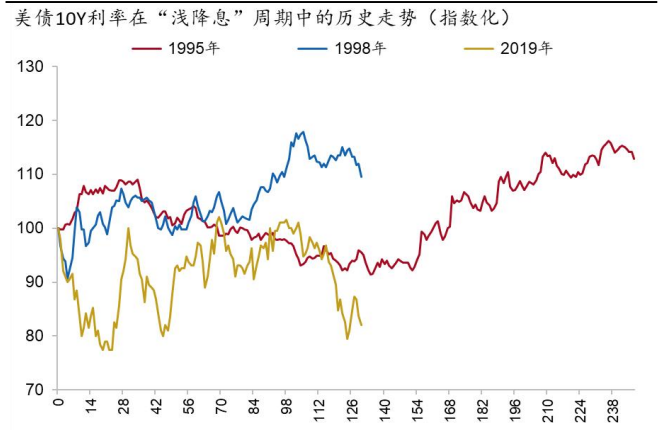
这背后隐含两点信息。一是本次降息的“预防式”意味太浓，当前美国经济、通胀仍然展现出相当韧性，市场需要以更加谨慎的态度重新审视对于降息的定价。二是特朗普上台可能会带来再通胀风险，债券多头的抛压增强。当前，美国经济“软着陆”与“浅降息”的组合是我们的基础假设，特朗普执政会强化这一预期，甚至大幅增加了美联储二次加息的风险。

图 18：2023-2024 年降息预期剧烈摇摆



资料来源：Bloomberg，招商银行研究院

图 19：美债利率在浅降息周期中走势波折



资料来源：Wind，招商银行研究院

回顾美国历史上 3 次比较典型的“浅降息”周期（1995、1998 和 2019 年中），美债利率走势的共性是基本没有趋势性表现，走势较为波折（图 19）。

<sup>7</sup> 黄金在这两次“特朗普交易”中均出现上涨形态，似乎与传统定价逻辑不符（美债实际利率、美元回升对黄金理应利空），但当时由于央行购金、中东地缘政治冲突频发等因素，对黄金构成了支撑，令金价与美债利率走势背离。





此次“软着陆”与“浅降息”组合下，2025年美债利率的趋势性行情概率或依然较低，但阶段性回落的机会仍存，10年期美债利率或在3.2-4.7%的区间波动。

策略上，美债的收益来源于两方面：票息和资本利得。尽管在资本利得部分的收益预期需要放低，但是美债当前仍然拥有高票息优势，因此做多美债依旧是一个具备确定性的策略，但需留意三点。

**第一，建议优先配置中短久期美债，以票息策略为主。**经测算，5年以内的中短久期美债在降息情景中能够获得相对可观的收益，同时也能够应对不降息甚至是加息1次的极端情形，不至于形成亏损。长久期债券虽然能在降息场景中博取到更高的收益，但是在面临风险情形时，可能会导致亏损。

**第二，避免极致化思维，以区间震荡的投资思路为主。**尽管可能不存在趋势性行情，但美债利率或仍有阶段性回落机会。同时，考虑到近两年债券市场走势总是略显极致，对于降息的定价呈极端化倾向，建议投资者不要在利率下行至低位时追涨，而是在利率反弹至高位时介入。

**第三，关注汇率波动与锁汇成本。**虽然利用外汇衍生品可以有效规避汇率波动，但当前1年期锁汇成本接近3%，很大程度上抵消了投资美债的收益。

表 1：美国国债年化收益情景估测

不同久期债券	鸽派情景	中性情景	鹰派情景	极端情景	不锁汇（当前购汇汇率为7.14，仅计算中性情景）		锁汇（仅计算中性情景）
	降息3-5次	降息3次以内	不降息	加息1次	CNY 7.3	CNY 6.7	锁100%
美债6个月	5.0%	4.7%	4.4%	4.3%	6.9%	-1.5%	1.7%
美债2年	6.0%	5.0%	3.0%	2.4%	7.2%	-1.2%	2.0%
美债5年	8.1%	5.9%	1.0%	0.1%	8.1%	-0.3%	2.9%
美债10年	10.8%	7.5%	-1.4%	-3.8%	9.7%	1.3%	4.5%

资料来源：招商银行研究院

## （二）汇率：美元保持强势，非美货币承压

特朗普在谈到美元的时候，倾向于推动弱美元来提振美国出口。但其政策框架将难以实现弱美元，反而将从通胀、增长、风险偏好等层面影响汇率走势，利多美元。

一是高关税、减税以及收紧移民等政策均带有明显的通胀属性，美联储降息掣肘上升，这将对美元构成支撑。

二是“美强欧弱”的经济分化正在持续，美国经济保持稳步扩张，欧洲经济则趋于失速，特朗普上台在短期内会继续强化这一格局，给美元带来支撑。





三是从风险偏好看，若特朗普上台，其激进的政策将推升市场不确定性，贸易摩擦风险升高，避险情绪上升利好美元。

回顾历史，要实现弱美元，有两种主要方式。

一是低利率。但特朗普政策带来的再通胀风险，并不允许美联储大幅降息。

二是人为干预。最广为人知的是 1985 年的“广场协议”，美元在协议订立后也的确进入了一轮长达 5 年的熊市。但彼时美元走弱并不完全是政策干预的结果，更重要的原因还是源于宏观因素的影响，包括美国经济走弱以及美联储大幅降息。

未来对美元走势的人为干预难度将大幅上升，干预的效果也存疑。一是广场协议后，日元大幅升值给日本出口带来了巨大的压力，同时催生了日股和房地产泡沫。随着泡沫破灭，日本经济进入了“失去的三十年”。有了这样的前车之鉴，广场协议 2.0 恐怕难以再现。二是当政策干预与市场力量方向相悖时，干预效果有限。例如，1987 年 G7 国家签订卢浮宫协议以遏制美元贬值，但最终效果并不明显，美元出现进一步下滑。当前美国经济相对非美仍具备明显优势，并没有给美元提供走弱的宏观环境。即便特朗普施加人为干预引导美元贬值，预计效果也相对有限。

### （三）黄金：高位震荡，转向中性

今年以来，黄金屡次创出历史新高，背后的推动因素有三：美联储降息、地缘政治冲突和央行购金。但在特朗普当前的政策框架下，上述利好可能会逐渐转为中性。

第一，美联储降息幅度受限，美债实际利率难以显著回落，美元走势偏强，金融属性对黄金影响趋于中性。

第二，地缘政治风险下降，由地缘引发的避险情绪在未来可能会弱化，对黄金的利多也将边际下降。

第三，央行购金行动可能放缓。虽然储备再平衡是一个长期逻辑，央行购金中枢已经出现系统性抬升，且趋势不会在短期内逆转。但若地缘政治风险下降，央行购金行动可能会阶段性放缓，对黄金从利多转为中性。

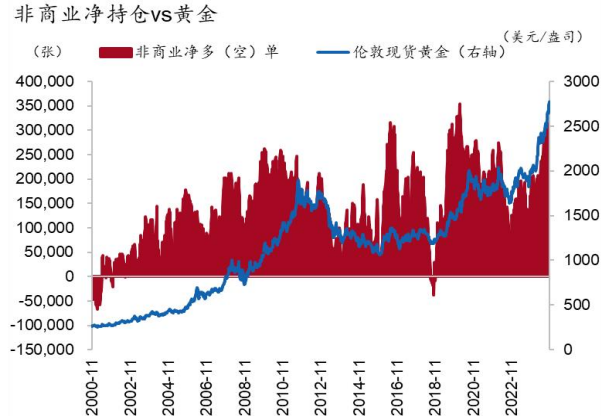


图 20: 伦敦金估值持续上行



资料来源: Wind, 招商银行研究院

图 21: COMEX 黄金净多头逼近历史高位



资料来源: Wind, 招商银行研究院

值得注意的是，当前黄金市场已出现了过热迹象。一是从我们搭建的估值模型来看，伦敦金目前的估值水平已经突破了历史上的第三高位，未来的上涨空间正在被压缩（图 20）。二是 COMEX 黄金净多头持仓所代表的投机盘，正在逼近历史高位，多头交易略显拥挤，后续可能面临回调（图 21）。

综合来说，我们认为黄金仍有机会挑战 3,000 美金的目标位，但是随后转为高位震荡的概率上升，市场波动也会进一步加大。不过对于上海金而言，考虑到汇率因素，上海金整体表现可能会强于伦敦金。

#### （四）美股：多空交织

特朗普对美股的影响多空交织，减税政策令企业盈利上升，但高利率会令美股估值面临压力，预计市场上行空间有限，且波动加大。

首先，减税政策与通胀环境将提升企业盈利，为美股提供有力支撑。同时，受到产业政策支持的板块，企业盈利的提升空间预计会更大，包括科技、金融、制造业、传统能源等行业。

然而，通胀上升将推高美债利率，对美股估值产生负面影响，尤其是对成长股影响更大。在美股整体估值已经处于高位的情况下，这一风险不可忽视。

策略上，建议美股整体标配。一方面，在通胀上升的背景下，可以配置金融、制造业和能源等估值较低、受益于产业政策的价值股。另一方面，尽管成长股面临估值压力，但科技行业的长期趋势不变，特朗普也鼓励科技发展，以保持美国的全球竞争力。科技股仍可进行配置，但波动可能加大，建议两种风格均衡配置，降低组合波动。

#### （五）境内资产：权益阶段性承压，债券收益率下移

##### 1. A 股：阶段性承压，中期走牛可期

战略层面，对 A 股中期走牛应抱有信心。同时，在战术层面，面对内外部基本面的压力，应保持耐心。



美债利率和美元上行，短期内对中国政策加码空间以及 A 股估值都形成一定挑战（图 22）。然而，无论外部环境如何演变，内因才是市场走势的决定性力量。当前我国政策已系统性转向，对特朗普重回白宫也已做好预案，料将提升 A 股中期盈利和流动性预期，这是影响 A 股大盘走势的核心因素。

结构方面，“特朗普交易”不利于出口导向型行业，建议适度规避。然而，受益于扩内需政策的领域则相对稳健，建议红利、成长和消费均衡配置，其中红利方向受外需影响相对较小，而成长板块对出口和贸易摩擦更为敏感。红利是最有可能穿越牛熊的稳健低波动品种。消费方向，可关注家电和汽车等扩内需领域。成长方向，电子等科技股受益于半导体销售周期回升；新能源则由于资本开支持续收缩，明年业绩可能困境反转。虽然科技和新能源受出口和制裁的潜在影响更大，但综合考虑到其业绩修复潜力、国内政策支持、以及组合波动性问题，仍建议均衡配置。

## 2. 中债：利率低位运行

利率走势主要关注特朗普政策带来的三方面影响。

一是美国货币政策的外溢影响。特朗普政策可能降低美国降息的幅度。若美国后续降息受限，中国降息节奏可能也会跟随放缓，利率下行的空间可能会受到一定限制。

二是对国内经济的中长期影响。特朗普的关税政策将对中国出口形成挑战。在外需承压的背景下，国内经济需要加大逆周期调节力度托底内需，利率中枢或继续低位运行（图 23）。

三是对风险偏好的影响。外资对中国金融资产的态度可能更加谨慎，这将在一定程度上压制市场的风险偏好。

图 22：美债利率的抬升会对 A 股造成负面影响



资料来源：Wind，招商银行研究院

图 23：2018-2019 年贸易战期间中债利率中枢回落



资料来源：Wind，招商银行研究院

## 免责声明

本报告仅供招商银行股份有限公司（以下简称“本公司”）及其关联机构的特定客户和其他专业人士使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。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。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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。本公司可能采取与报告中建议及/或观点不一致的立场或投资决定。

**市场有风险，投资需谨慎。**投资者不应将本报告作为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，未经招商银行书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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“招商银行研究院”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

未经招商银行事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

招商银行版权所有，保留一切权利。

## 招商银行研究院

地址 深圳市福田区深南大道 7088 号招商银行大厦 16F（518040）

电话 0755-22699002

邮箱 zsyhyjy@cmbchina.com

传真 0755-83195085



更多资讯请关注招商银行研究微信公众号  
或一事通信息总汇