

证券研究报告

## 平安观大选系列（十）

# 解构特朗普政府：从政策到内阁，本轮“政治周期”将如何影响大类资产？（上篇）

### 证券分析师

魏 伟 投资咨询资格编号：S1060513060001、BOT313

周 畅 投资咨询资格编号：S1060522080004

郭子睿 投资咨询资格编号：S1060520070003

### 研究助理

校 星 一般从业资格编号：S1060123120037

2024年11月19日

请务必阅读正文后免责条款

平安证券

# 核心观点

■ **2024年美国大选特朗普获胜，全球将迎来其执政2.0时期，本篇报告复盘其执政1.0时期各政策方向及效果，并对比本轮其竞选主张，试图深度解析本轮特朗普执政2.0时期的政策方向及效果。**

■ **政策效果：**我们认为，本轮特朗普部分政策主张之间存在较大矛盾，部分主张的拉选票色彩更浓（如主张“抗通胀”VS实际政策或“提高通胀”）。整体来看，特朗普再度上台，其执政下“逆全球化”、“做多赤字”、“做高通胀”的效果或将更强，同时地缘政治风险或加大。

政策	2016-2020年特朗普执政时期政策主张及落地效果	本轮大选特朗普竞选主张及预期落地效果
经济政策	<p><b>税收政策</b></p> <p><b>推动《减税与就业法案》：</b></p> <ol style="list-style-type: none"> <li><b>企业端：</b>所得税最高税率实现自里根税改以来的最大降幅，一定程度提振了企业利润并推动企业扩大投资。同时所得税大幅降低后，盈利增长+回购增加支撑美股，而股价上行幅度则与实际公司税率降低幅度呈现一定正相关性。</li> <li><b>个人端：</b>个人所得税税率降幅较小，对个人可支配收入与消费支出拉动相对有限，且加剧收入分配不均。</li> <li><b>资金回流：</b>海外资金回流明显，但大型企业将四成资金用于回购，资本及研发支出无明显跳升。</li> <li><b>制造业回流：</b>制造业就业有所增加，主要依赖FDI而非美企回流，且高科技岗位占比变化不大。</li> </ol>	<p><b>主张《减税与就业法案》永久化：</b></p> <ol style="list-style-type: none"> <li><b>整体影响：</b>主张TCJA永久化，企业所得税税率调降6%，并取消对小费征税，整体对经济、股价的正向影响预计不及上轮。</li> <li><b>制造业回流：</b>TCJA永久化提供持续低税率，叠加关键产业链回流、高关税以及禁止外包主张，预计制造业回流或增强。</li> </ol>
	<p><b>支出政策</b></p> <ol style="list-style-type: none"> <li><b>宽财政：</b>大幅削减政府支出，但同时扩大军事、国防开支，维持高财政预算，并试图推行大型基建计划但未果。</li> <li><b>整体效果：</b>关税带来的收入无力抵消新冠救济、减税法案、预算法案增加的债务，美国公众持有债务占GDP比重高增。</li> </ol>	<ol style="list-style-type: none"> <li><b>宽财政：</b>主张加征关税、减少政府开支以缓解债务压力，但同时涉及多项扩大支出举措，如TCJA永久化、基建投资等，仍倾向于宽财政。</li> <li><b>整体效果：</b>或延续高债务长期化趋势，带来利率上行压力。</li> </ol>
	<p><b>货币政策</b></p> <ol style="list-style-type: none"> <li><b>宽货币：</b>偏好降息以刺激经济，曾在竞选与任职期间多次施压美联储。</li> <li><b>“弱美元”：</b>倾向弱美元以提振出口缩小贸易逆差，但美元走弱不全为特朗普引导。</li> </ol>	<ol style="list-style-type: none"> <li><b>宽货币+弱美元：</b>仍倾向宽货币政策，并维持弱美元+低利率主张，但弱美元主张实则与MAGA存在一定背离，落地有一定难度。</li> </ol>
	<p><b>产业政策</b></p> <ol style="list-style-type: none"> <li><b>政策方向：</b>对内通过产业政策，为传统能源行业松绑，为国防、尖端技术助力，并对中小银行等金融业放松监管，对外通过关税政策，对初级金属、机械、计算机及电子产品的进口加征更高比例关税，保护国内相关行业。</li> <li><b>政策利好板块表现强劲：</b>美股能源、金融、材料等板块出现上涨，小盘占优。</li> </ol>	<ol style="list-style-type: none"> <li><b>政策方向：</b>仍通过对内产业政策、对外关税政策来保护国内产业，其中对内将继续支持传统能源、并主张重振汽车与国防工业，新增助力加密货币、AI、航天等新兴产业。</li> <li><b>板块表现：</b>受益于产业政策的房地产、金融、信息技术、能源等已受产业政策预期催化出现上涨，风格上，美股小盘依然占优。</li> </ol>
	<p><b>关税政策</b></p> <ol style="list-style-type: none"> <li><b>政策方向：</b>主张“激进”的贸易保护主义政策，对全球加征关税。</li> <li><b>整体效果：</b>引发欧盟、加拿大、墨西哥等被加税国不满，采取“反向征税”，全球加税政策实则产生的有关经济、就业、消费等负面影响或大于正面影响。</li> </ol>	<ol style="list-style-type: none"> <li><b>政策方向：</b>主张取消部分国家的最惠国待遇，并对全球加征基础关税，对中国的关税税率或提升至60%。</li> <li><b>整体效果：</b>将进一步加剧逆全球化，并对通胀带来扰动。</li> </ol>
	<p><b>外交政策</b></p> <ol style="list-style-type: none"> <li><b>政策方向：</b>“孤立主义的”外交政策，以“美国优先”为目标，重视经济基础、强调国家安全，具有现实主义色彩。</li> <li><b>整体效果：</b>加剧大国的竞争及地区局势的动荡、冲击美国盟友关系，并破坏国际多边治理机制。</li> </ol>	<ol style="list-style-type: none"> <li><b>政策方向：</b>重回“美国优先”目标，现实主义色彩更浓，强化战略威胁。</li> <li><b>整体效果：</b>1) 美欧矛盾或进一步深化；2) 俄乌冲突或得以平息；3) 明确支持以色列，巴以冲突暂无明确计划，短期政治风险加大</li> </ol>
	<p><b>移民政策</b></p> <ol style="list-style-type: none"> <li><b>政策方向：</b>收紧移民，包括减少移民进入美国的合法渠道以及缩小非法移民的留美空间。</li> <li><b>整体效果：</b>执政期内年均净流入移民数量明显减少，非法移民出现净流出。</li> </ol>	<ol style="list-style-type: none"> <li><b>政策方向：</b>继续收紧移民，完成边境墙修建、封锁边境以阻止移民进入，同时驱逐百万非法移民并严厉打击非法移民犯罪，打击力度或大于上一任。</li> <li><b>整体效果：</b>估计年均移民净流入或下降至75-140万人，每月新增非农就业或下降6-10万人，同时拖累GDP增速并提升通胀。</li> </ol>
	<p><b>对华政策</b></p> <p>主要集中在贸易领域和科技领域</p>	<p>预计利益相关产业以及必需品或有一定程度豁免</p>

# 核心观点

■ **兑现程度及施政顺序：**特朗普执政1.0时期竞选承诺兑现比例并不高，主要兑现于产业、贸易、军事、外交等领域。考虑到本轮共和党横扫国会两院+特朗普已对共和党内部进行了相应改造，预计在本次执政2.0时期特朗普执政自主性将更强，主张兑现率或将更高。施政顺序上，预计可通过行政令出台的产业政策、边境监管政策或在上任百日内推出，需立法出台的国内减税、加关税、驱逐非法移民政策或在明年下半年后推出。

1. **预计百日内推出的政策：**从政策出台途径看，总统签署行政令流程简易，可通过行政令出台的产业政策、边境监管政策或在上任百日内推出。从特朗普上一任期政策出台情况看，正式就职后100天是政策密集出台期，政策主要通过行政令方式，针对移民等事项，大多数政策短期内对金融市场难以形成直接影响。此外，结合特朗普近期表态，特朗普承诺在上任第一天将关闭美墨边境，并表示将恢复能源勘探，包括向石油，天然气和煤炭生产商提供税收优惠，将在1月20日就任起的一年内将能源价格削减一半。整体来看，相关产业政策、边境监管政策或在上任百日内推出。
2. **预计明年下半年后推出的政策：**尽管共和党横扫两院，但由于立法流程较为复杂，同时考虑到对内减税政策涉及国家重大财政支出；对外加关税涉及多国利益，且存在谈判余地；驱逐非法移民政策存在实操挑战，预计这三类政策立法过程或较慢，或在明年下半年后推出。其中对于对华加税政策，除了通过立法途径外，总统还可根据1977年《国际紧急经济权利法案》（IEEPA）实现对华60%关税快速落地，因此不排除较快落地的可能，但考虑到政策的权威性，特朗普政府或更倾向于通过立法形式推动，因此或在明年下半年才推进。

**风险提示：** 1) 美国政坛发生风险事件； 2) 美国经济下行风险超预期； 3) 国际地缘形势变化超预期； 4) 历史经验不代表未来。



## 目录CONTENTS

### 1 经济政策：对内减税+对外加税+放松部分产业监管，主张宽财政+宽货币

1.1 税收政策：主张TCJA永久化+加大减税幅度，预计对经济、股价的正向影响预计不及上轮

1.2 支出政策：倾向于宽财政政策，美国高债务长期化趋势难改

1.3 货币政策：倾向于宽货币政策，并主张维持弱美元+低利率，弱美元实则落地存在一定难度

1.4 产业政策：政策利好传统能源、金融、材料等板块

1.5 关税政策：恢复全球征加关税政策，并提高税率，进一步加剧逆全球化

### 2 外交政策：重回“美国优先”，现实主义色彩更浓，地缘政治风险加大

### 3 移民政策：再度收紧移民，年均移民人数或降至75-140万人，加大通胀风险

### 4 对华政策：预计利益相关产业以及必需品或有一定程度关税豁免

### 5 效果总结：“逆全球化”、“做高通胀”、“做多赤字”的效果或更强

### 6 兑现程度及施政顺序：对外加关税、对内减税等政策预计何时落地？

# 1.1 税收政策（复盘，1/6）：特朗普执政时期《减税与就业法案》降低个人、企业税率，并改革海外利润征税制度

■ 《减税与就业法案》（TCJA）于2018年1月1日生效，部分条款将于2025年底到期，改革的主要内容包括：

- 降低个人端、企业端税率。个人税方面，相较于税改前，TCJA保留了7档个人所得税税率制度，但多档税率有不同程度的降低，其中最高边际税率由39.6%降至37%，同时标准扣除额几乎提高了一倍。公司税方面，企业所得税由原先15%-35%的累进税率降至21%的单一税率，并废除了对企业所得征收的替代性最低税。
- 改革海外利润征税制度，由属人制改为属地制，并引入税基侵蚀与反滥用税（BEAT）、全球无形低税所得税（GILTI）两个特别反避税条款惩罚跨国公司资本流出海外，推动资金回流。TCJA对跨国公司的税收由属人制改为属地制，即跨国公司在向海外东道国（税源国）政府纳税后，无需再向美国政府纳税。此外，TCJA引入BEAT、GILTI条款以推动跨国公司海外资本回流，其中，BEAT条款主要为防止美国公司与境外关联公司间不合理的利润转移，GILTI条款主要为防止美国公司把无形资产（专利、版权、商标等）转移到境外关联公司名下，向其支付无形资产费用，从而将利润转移至低税国家。

图表1 特朗普执政前后个人税改革对比

类别		改革前税制方案	改革后税制方案
个人所得税税率		七档税率：10%，15%，25%，28%，33%，35%，39.6%	保留七档税率，但调整为：10%，12%，22%，24%，32%，35%，37%（此调整于2025年到期）
标准扣除额与免税额	免税额	4150美元	废除免税额
	标准扣除额	单身6500美元，夫妻13000美元	单身12000美元，夫妻24000美元
列举扣除额	房屋贷款利息	贷款额度100万美元内，支付息可列举扣除	贷款额度75万美元内，支付息可列举扣除
	其他项目	州及地方税可列举扣除	可列举扣除州及地方税的财产税和所得税，设定上限为1万美元（此调整于2025年到期）
替代性最低税负制（AMT）		单身54300美元，夫妻84500美元	单身70300美元，夫妻109400美元
遗产税		40%；每人免税额549万美元	维持40%；每人免税额加倍（此调整于2025年到期）

资料来源：Tax Foundation，平安证券研究所

图表2 特朗普执政前后企业税改革前后对比

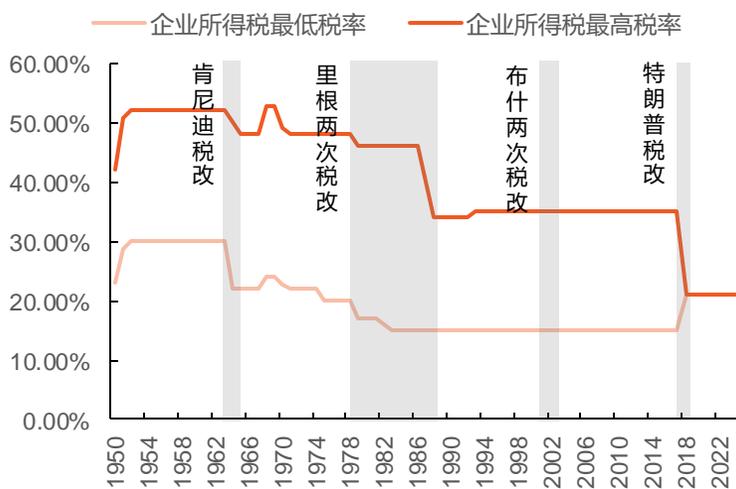
类别	改革前税制方案	改革后税制方案
企业所得税税率	累进税率，税率为15%-35%	调降至单一税率21%
过渡法人企业课税	适用个人所得税，最高39.6%	适用个人所得税，最高37%；营业收入的20%予以减除（于2025年12月底到期）
跨国企业课税制度	全球税制，又称属人制度，针对全球来源所得课税。海外子公司之未分配盈余，可递延税款	改采属地制度。美国公司取得的来自其境外子公司（股权超10%）的股利及资本利得可享受100%的所得税豁免 2018年起征收5%的“税基侵蚀与反滥用税”（BEAT）；2019年起，BEAT税率升至10%；2026年起，BEAT税率将升至12.5% 2018年起征收全球无形低税所得税（GILTI），即对外国子公司超额收入征收的最低税，对超过有形企业资产收益率的部分征收10%的税
一次性海外盈余汇回课征税率	35%	现金或约当现金税率为15.5%，非现金资产税率为8%
投资抵减	逐年资产折旧抵减	允许五年期间内购入的固定资产（如机械设备），可选择完全费用化
替代性最低税负制（AMT）	免税额为4万美元，税率20%	废除，同时以前年度剩余的最低税负扣除额，可于2018-2021年退回50%税款

资料来源：Tax Foundation，平安证券研究所

# 1.1 税收政策（复盘，2/6）：效果上，企业端所得税最高税率实现自里根税改以来的最大降幅，一定程度提振了企业利润并推动企业扩大投资

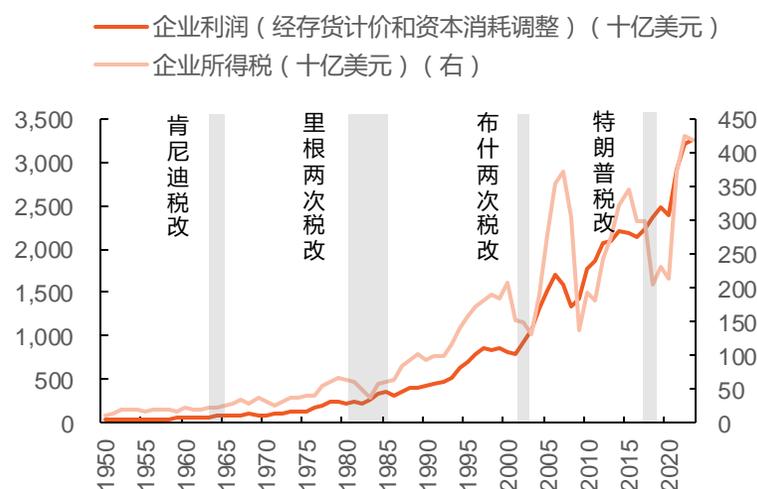
- 对比美国1950年以来的主要税改政策，TCJA使得企业所得税最高税率实现自里根税改以来的最大降幅，明显降低了企业所得税，并提振企业利润。对比1950年以来美国主要税改政策对企业所得税最高税率的降幅（肯尼迪在1964年税改降4%，里根在1981税改降2%及1986年税改降12%，布什在2001、2003年税改降0%），TCJA将企业所得税最高税率由35%降至21%，实现自里根税改以来的最大降幅，使得企业所得税规模由2017年的2970亿美元大幅降至2018年的2047亿美元，同时企业利润由2017年的2.23万亿美元升至2018年的2.37万亿美元。
- TCJA在提振企业利润的同时，还促进企业扩大投资。由于企业所得税支出大幅减少，为企业带来额外现金流，进而推动企业扩大投资意愿。National Bureau of Economic Research于2024年3月发表的论文对TCJA的效果进行了详细研究，论文利用大量C类公司（股份有限公司即TCJA中公司减税政策实施的目标企业）纳税申报单的原始数据，对公司税率以及投资（包含设备、资本投资）进行测算，并结合模型进行反事实分析，以衡量TCJA本身对企业带来的影响。研究发现通过对比模型合成的控制组（假设未实施TCJA）与实验组（实施TCJA）数据，测算出TCJA使得美国企业国内投资增加20%。

图表3 1950年以来美国企业所得税税率变动情况



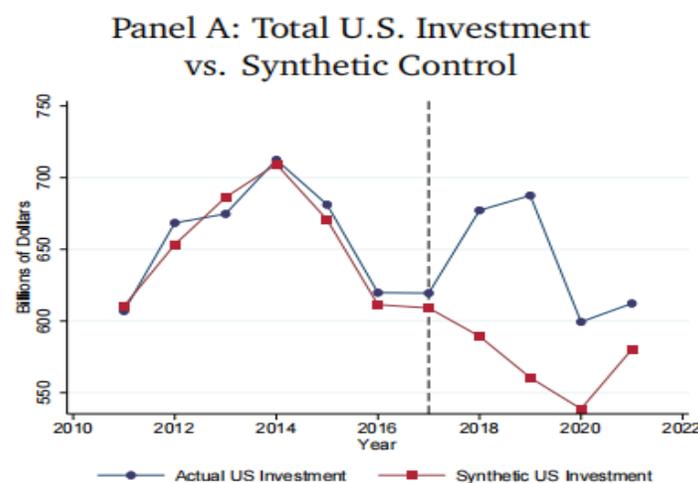
资料来源：IRS，平安证券研究所

图表4 TCJA大幅降低企业所得税



资料来源：The White House，Wind，平安证券研究所

图表5 TCJA促进企业扩大投资

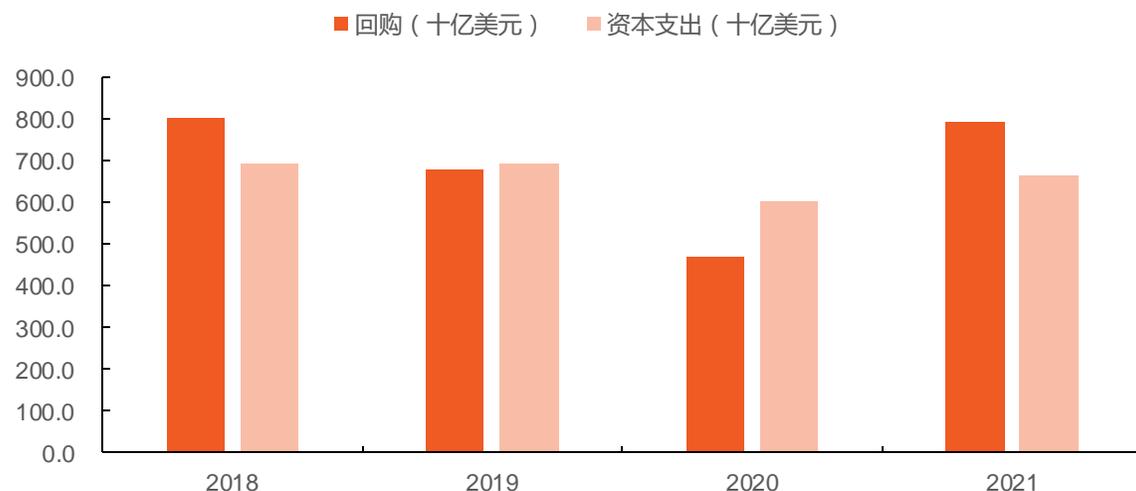


资料来源：NEBR，平安证券研究所；注：蓝线表示实验组的投资规模，红线表示控制组的投资规模

# 1.1 税收政策（复盘，3/6）：所得税大幅降低后，盈利增长+回购增加支撑美股，而股价上行幅度则与实际公司税率降低幅度呈现一定正相关性

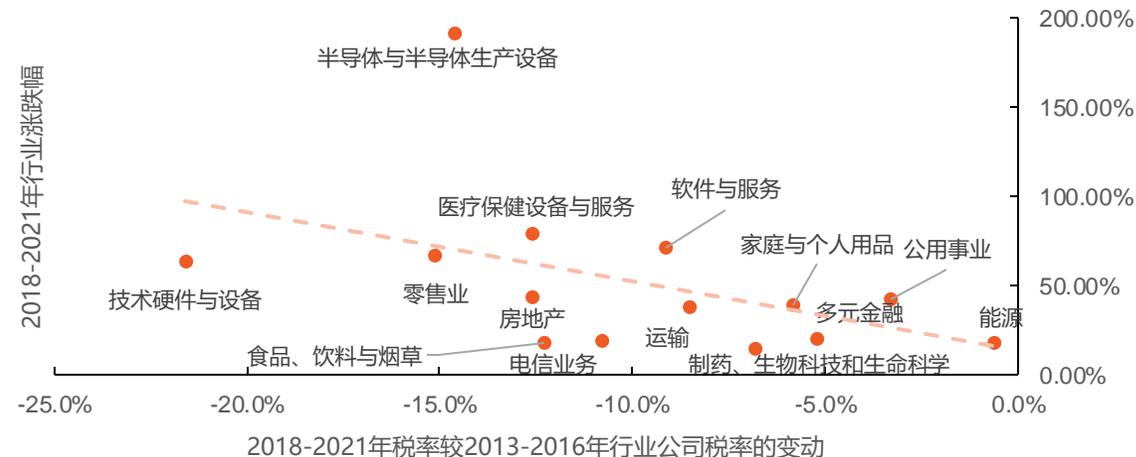
- 企业所得税降低一方面提升盈利，另一方面增加企业现金流，企业加大对股东回馈，由于回购可使股东避免缴纳高额股息税，回购规模出现大幅提升，支撑股价。在企业对股东回馈上，若采取支付股息方式，股息作为普通收入征税，股东需缴纳所得税，税率通常在15%-23.8%之间；若采取回购方式，则按较低的资本利得税率征税，资本利得税与持有资本的时间长短有关，投资不满一年按照所得税缴纳，超过一年则按0%、15%、20%三级税率缴纳，因此回购的成本更小。TCJA生效后，2018年Q1标普500指数成份公司回购额较上季度增长38%，同比增长42%，同时2018年1月标普500指数上涨5.6%，但随后中美贸易摩擦发酵使得美股再度回落。全年来看，2018标普500指数成份公司回购总额创新高，规模约8000亿美元，几乎所有成份股均实施了回购，回购也推动了美股年内阶段性上涨。据ITEP统计，TCJA颁布后4年内，标普500指数成份公司总回购规模超过资本支出。
- 从行业层面看，股价上行幅度与有效企业税率降低幅度有一定正相关性。从行业表现看，2018-2021年间行业涨跌幅与2018-2021年较2013-2016年行业有效公司税率降低的绝对值有一定正相关性，其中技术硬件与设备（-21.6%）、零售业（-15.1%）、半导体与半导体生产设备（-14.6%）、医疗保健设备与服务（-12.6%）等获得较大税率降幅的行业在法案颁布4年内分别累计上涨63%、67%、192%、79%，涨幅领先。

图表6 TCJA颁布后的四年内，标普500指数成份公司回购规模超过资本支出



资料来源：ITEP, 平安证券研究所

图表7 股价上行幅度与有效企业税率降低幅度有一定正相关性

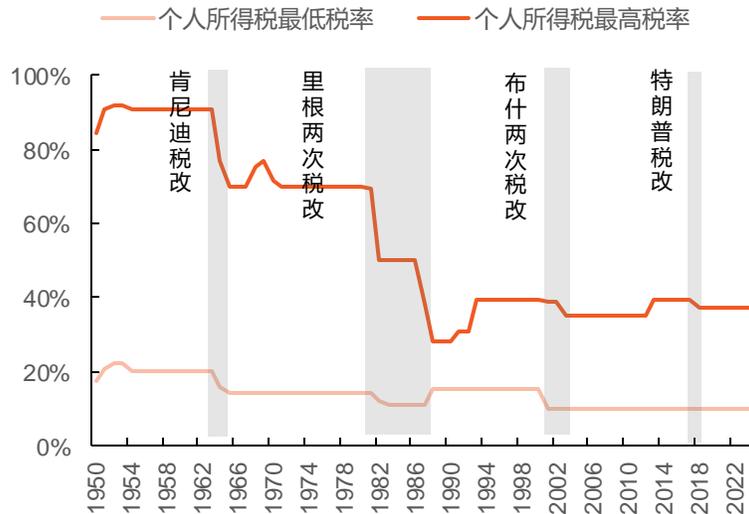


资料来源：ITEP, Wind, 平安证券研究所；注：行业有效企业税率由ITEP对296家公司向美国证券交易委员会提交的文件统计

# 1.1 税收政策（复盘，4/6）：个人端，个人所得税税率降幅较小，对个人可支配收入与消费支出拉动相对有限，且加剧收入分配不均

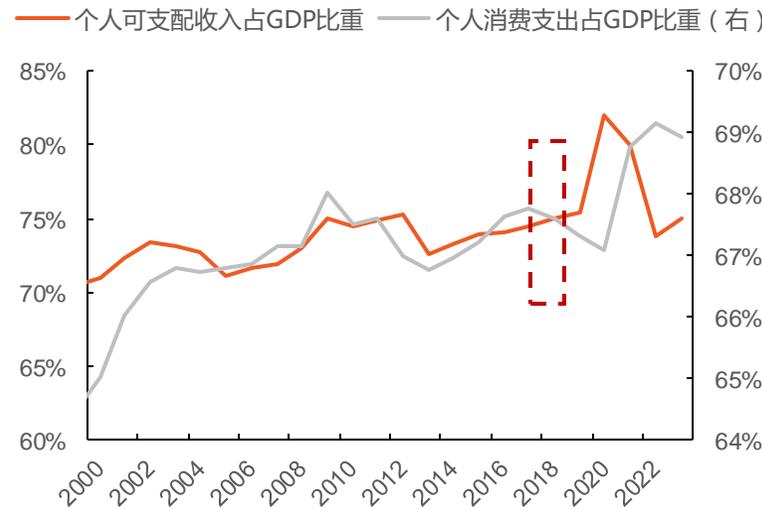
- 通过对比美国1950年以来的主要税改政策，TCJA对个人所得税税率减幅较小，对个人可支配收入与消费支出增速拉动相对有限。对比1950年以来美国主要税改政策对个人所得税最高税率的降幅（肯尼迪在1964年税改降21%，里根在1981税改降20%及1986年税改降22%，布什在2001年税改降1%及2003年税改降3.6%），TCJA将个人所得税最高税率由39.6%降至37%，并维持最低税率不变，整体降幅较小。2018年个人可支配收入占GDP比重由2017年的74.5%升至75.0%，个人消费支出占GDP比重由2017年的67.8%降至67.6%，整体来看，TCJA对个人可支配收入与消费支出拉动相对有限。
- TCJA对个人可支配收入与消费支出拉动相对有限，或与员工收入分配不均有关。据Yale Department of Economics 2022年10月发布的论文显示，通过对TCJA核心条款与企业、个人的联邦税务记录等进行实证分析，发现TCJA对企业带来的减税收益中，有78%的收入流向收入分布在最高的90%-100%的高薪员工，仅22%的收入流向收入分布在较低90%的员工，导致仅Top10%收入的高薪员工的收入出现明显提升，而剩余90%员工收入增速无明显波动，加剧了收入分配的不均，一定程度上会对消费支出形成拖累。

图表8 1950年以来美国个人所得税税率变动情况



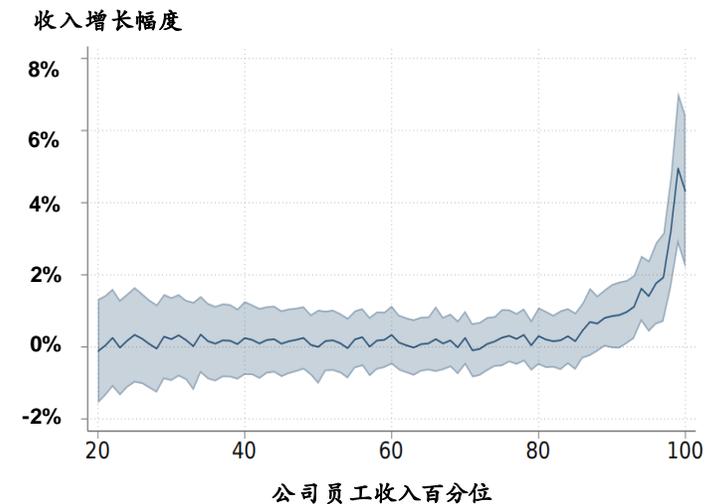
资料来源：IRS，平安证券研究所

图表9 特朗普减税法案对个人收入与消费增速拉动有限



资料来源：Wind，平安证券研究所

图表10 高薪员工从特朗普减税法案中获益更多

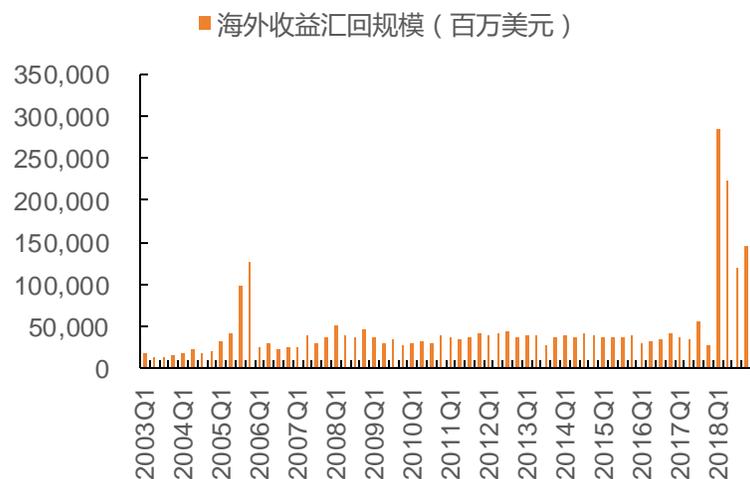


资料来源：Yale Department of Economics，平安证券研究所

# 1.1 税收政策（复盘，5/6）：资金回流方面，海外资金回流明显，但大型企业将约四成资金用于回购，资本及研发支出无明显跳升

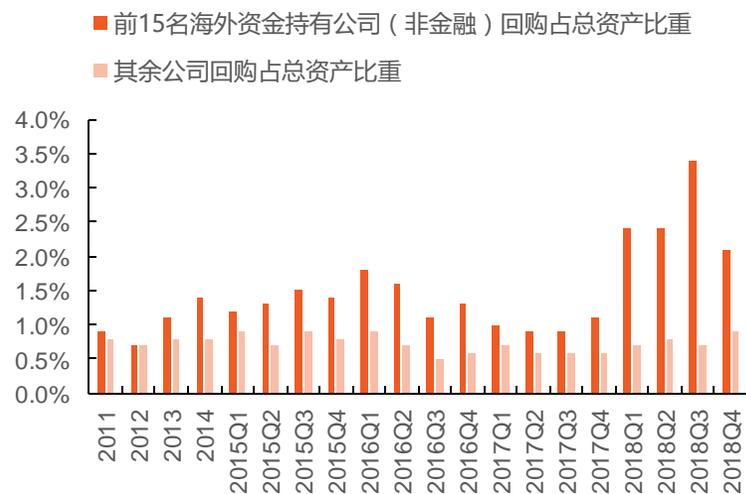
- **TCJA明显推动海外资金回流。**由于TCJA由属人制转向属地税制体系，因此跨国企业的海外利润在汇回时无需再向美国政府纳税，推动海外资金回流。据美国国际收支数据显示，美国企业在2018年回汇7770亿美元，约占2017年底总离岸现金持仓存量的78%，其中2018年上半年资金回流更为强劲，规模达5100亿美元，下边年有所放缓，整体来看，TCJA较为明显地推动了海外资金的回流。
- **但从海外资金回流之后的去向来看，大型跨国企业将约四成的回流资金用于回购，而资本及研发支出无明显跳升，并不利于经济长期发展。**从海外资金的分布来看，据Federal Reserve数据，前15名海外资金持有公司（非金融）约持有美国公司（非金融）海外资金总量的8成，从其资金汇回行为来看，该类公司回购规模出现明显跳升，从2017年的860亿美元增加到2018年的2310亿美元，回购与总资产比率也大幅提升，其余标普500非金融公司回购规模也有所增加，但规模较小。但该类对资本支出与研发费用规模无明显跳升，资本支出与研发费用规模占总资产比重从2017年的2.3%仅上升至2018年的2.8%。从回购规模占海外资金回流比重来看，由于2018年资本支出与研发费用规模约2540亿美元，此外还有约840亿美元用于还债，大致来看，该类公司约将四成海外回流资金用于股票回购，不利于企业与经济的长期发展。

图表11 2018年美国企业海外收益汇回规模陡增



资料来源：Federal Reserve，平安证券研究所

图表12 股票回购规模占总资产比重



资料来源：Federal Reserve，平安证券研究所；注：2015年前为年度数值

图表13 资本支出和研发费用规模与占总资产比重

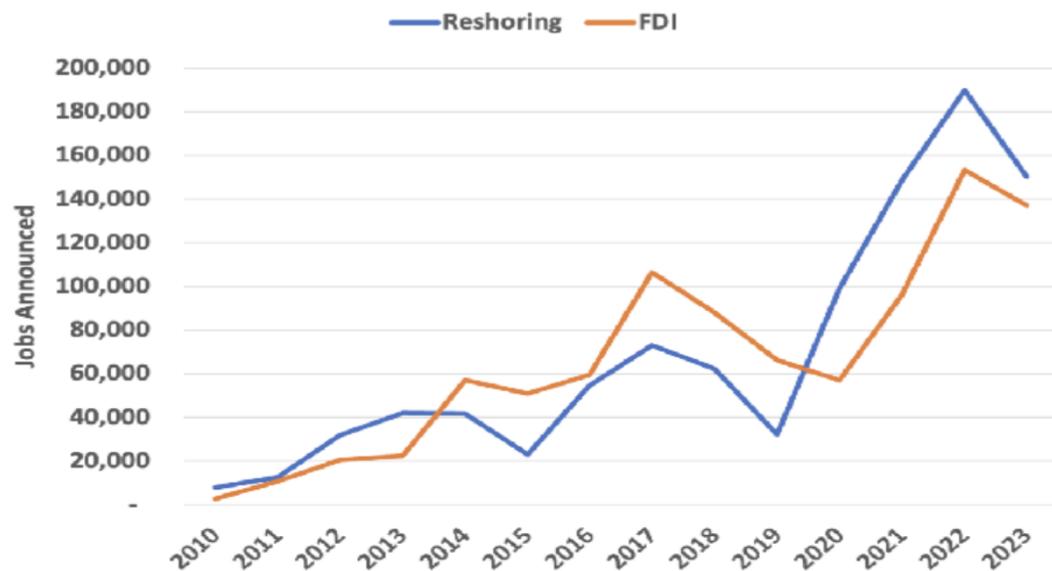


资料来源：Federal Reserve，平安证券研究所；注：2015年前为年度数值

# 1.1 税收政策（复盘，6/6）：制造业回流方面，制造业就业有所增加，主要依赖FDI而非美企回流，且高科技岗位占比变化不大

- 美国就业岗位有所增加，但未出现明显增长。据Reshoring Initiative数据显示，2018年通过美国企业回流以及外商直接投资（FDI）共增加了超14.5万个制造业就业岗位，但不及2017年的18.9万，且2018-2021年间新增制造业就业岗位均未出现明显增长，不如拜登政府执政时期制造业就业岗位回流量度明显。拆分来看，特朗普执政期内FDI比企业回流带动就业岗位增加的数量更多，背后原因或在于特朗普执政期间对进口商品加征高昂关税，促使海外企业增加对美国的FDI以躲避关税，其中，中国对美国FDI增加明显，且涉及行业广泛。
- 高科技含量制造业就业岗位占比变化不大，一定程度上加剧就业岗位增长的不稳定性。按公司产品技术水平划分，从边际来看，2010-2018年回流以及FDI带来的中等以上科技水平的制造业公司占比分别为33%、62%，2010-2021年分别为42%、61%，回流的高科技公司占比明显提升。但从就业岗位看，2010-2018年回流以及FDI带来的中等以上科技水平的制造业岗位占比分别为67%、66%，2010-2021年均均为67%，基本保持不变。由于美国劳动力成本较高，低科技水平岗位有流出风险，一定程度上加剧岗位增长的不稳定性。

图表14 特朗普执政期内FDI带动制造业岗位增加超过回流



资料来源：Reshoring Initiative，平安证券研究所

图表15 按技术水平划分回流与FDI增加的公司与岗位占比

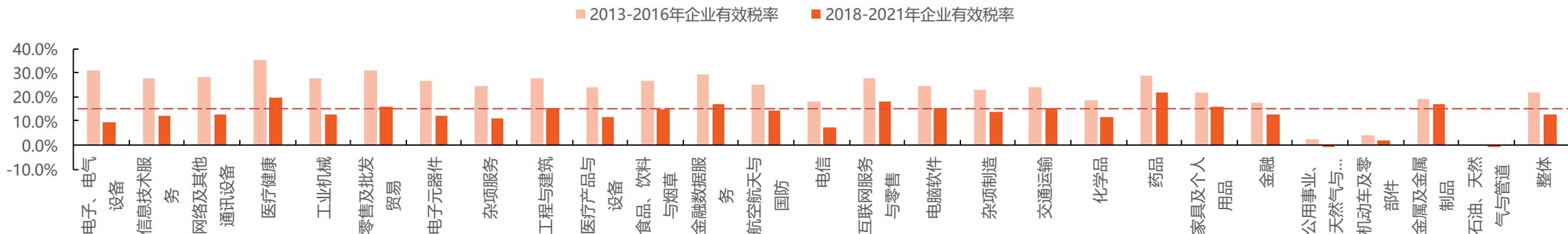
产品科技水平	2010-2018年				2010-2021年			
	美企回流		FDI		美企回流		FDI	
	岗位	公司	岗位	公司	岗位	公司	岗位	公司
高	32%	14%	16%	19%	34%	21%	20%	21%
中上	35%	19%	50%	43%	34%	21%	48%	40%
中下	12%	20%	20%	24%	17%	23%	19%	25%
低	21%	48%	15%	14%	15%	36%	14%	14%
高+中上	67%	33%	66%	62%	67%	42%	67%	61%
中下+低	33%	67%	38%	38%	33%	58%	33%	39%

资料来源：Reshoring Initiative，平安证券研究所；注：由于四舍五入导致部分数据求和不相等

# 1.1 税收政策（本轮，1/2）：主张将TCJA永久化，企业所得税税率调降6%，并取消对小费征税，整体对经济、股价的正向影响预计不及上轮

- **2024年共和党纲领主张将TCJA永久化，并取消对小费征税，此外，特朗普在采访中表示希望将企业所得税税率调降6%。**一则，2024年共和党纲领主张将TCJA永久化，同时为降低工人阶级成本，主张取消对小费征税。二则，特朗普承诺将企业税率从21%降至15%，与上轮税改将企业税率从35%降至21%相比，本轮减税幅度明显降低。
- **若特朗普上台或将大力推进税收政策落地，本轮税收政策变动幅度不大，预计落地难度较小。**一则，TCJA不仅是争取选民的重要手段，也是特朗普的重要政治遗产，预计特朗普当选将捍卫TCJA永久化。二则，TCJA中仅部分条款将在2025年底到期，主要涉及个人所得税、标准扣除额、子女税收抵免、遗产税等，同时特朗普还主张将企业所得税税率继续调降6%，整体看本轮税收政策变动幅度不大，预计落地难度较小。
- **预计本次减税对经济、股价的正向影响较特朗普上轮执政期有所减弱。**一则，消费端，上一轮经验看，特朗普降低个人所得税对个人可支配收入与消费支出拉动相对有限，并扩大了收入分配差距，而此次纲领并未提及降低个人所得税税率，只是取消对小费征税。根据耶鲁大学预算实验室数据，只有2.5%的劳动力从事小费相关职业，而最低25%收入的工人中只有5%从事小费相关工作，该政策并未惠及绝大多数低收入者。此外，对小费免征税而对工资正常征税或导致更多企业从全额工资转向基于小费的支付方式，并促使更多职业纳入小费，导致政策支出成本大大增加。二则，企业端，本轮企业减税幅度较小，据ITEP对296家公司向美国证券交易委员会提交文件显示的有效企业税率来看，除药品行业的有效税率为21.7%，其余行业均低于20%，行业整体有效税率为12.8%，远低于15%目标，边际上对企业利润增加以及股价提振作用或较小。

图表16 特朗普执政前后296家公司的有效企业税率（按行业）

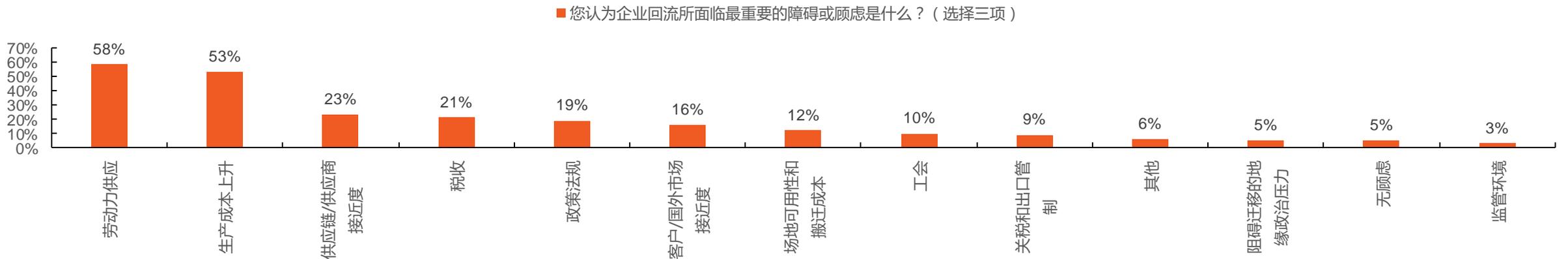


资料来源：ITEP，平安证券研究所

# 1.1 税收政策（本轮，2/2）：TCJA永久化提供持续低税率，叠加关键产业链回流、高关税以及禁止外包主张，预计制造业回流或增强

- 促进制造业回流方面，2024年共和党纲领提出将TCJA永久化、促进关键产业链回流、全球加税以及禁止外包的主张。一则，TCJA永久化以及进一步将企业所得税税率调降6%有助于吸引企业回流；二则，纲领提出将关键供应链转移回美国，以保证国家安全并促进就业；三则，纲领主张对全球加税并取消中国最惠国待遇，在缓解美国贸易逆差的同时倒逼制造业回流；四则，纲领提出“购买美国货，雇佣美国人”主张，并禁止将工作外包的公司与联邦政府开展业务，以达到增加美国就业，提升工人薪资的目的。
- 本轮推动制造业回流的政策力度或较大。由于推动制造业回流为特朗普MAGA政策的一贯主张，且其副总统人选万斯出身于制造业逐渐没落的铁锈带俄亥俄州，在制造业回流方面与特朗普主张高度一致，叠加共和党需回馈铁锈带选民，本轮推动制造业回流的政策力度或较大。
- 预计制造业回流或增强，但回流程度和受到劳动力供应的限制。一则，据Chief Executive最新调查，53%的受访CEO认为生产成本是企业回流最主要的障碍，据Reshoring Initiative数据，美国制造成本平均比中国高出约40%，即使扣除301条款最高25%的关税，仍有15%的差距。此次大选特朗普主张对全球加税10%，并取消中国最惠国待遇（即在目前对中国19.3%的平均关税税率上再增加30%），叠加美国国内TCJA永久化以及调降6%企业所得税税率，将进一步缩小美国与国外制造业成本差距，促进美国制造业回流。二则，58%的受访CEO认为劳动力供应是企业回流最主要的障碍。据德勤和制造业研究所2024年4月的研究，预计到2033年美国制造业将有190万个工作岗位空缺，叠加特朗普主张限制移民，美国或将面临更严重的劳动力供应问题。

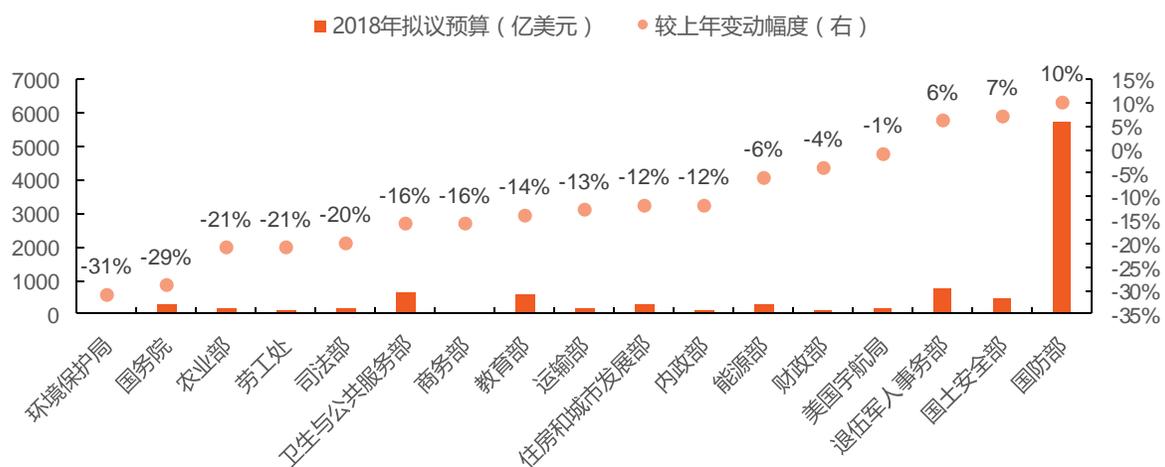
图表 17 多数受访者认为的企业回流最大障碍为劳动力供应以及生产成本



# 1.2 支出政策（复盘，1/2）：特朗普执政期间大幅削减政府支出，但同时扩大军事、国防开支，维持高财政预算，并试图推行大型基建计划但未果

- 从特朗普首份预算案来看，大幅削减了政府支出，并取消对小型独立机构的资助，但同时扩大军事、国防开支，最终基本增减相抵，维持了高财政预算。从特朗普上任后的首份2018财年联邦政府预算案来看，特朗普主张大幅削减政府支出，尤其对环境保护局（-31%）、国务院（-29%）等部门的预算进行大幅削减，主要针对清洁能源计划、环境保护、气候保护、少数裔人群保护、援助大学生等项目进行预算削减，并取消了对近20个小型独立机构（国家艺术基金会、公共广播公司等）的资助。同时，特朗普主张扩大军事、国防开支，包括修建边境安全设施、控制移民、购买军舰等。其中，国防部、国土安全部、退伍军人事务部预算较去年增加10%、7%、6%，分别对应523、28、44亿美元。整体来看，各分项的预算增加规模与削减规模相当，依然维持了高财政预算。
- 升级基建虽为两党共识，但特朗普推行的基建计划由于两院对具体项目存在分歧，最终未能生效，其执政期间仅出台数个小型基建项目。2018年2月特朗普推出10年1.5万亿美元的基建计划，两党主要在资金来源问题上存在分歧，导致计划搁浅，此后特朗普政府于2019年、2020年多次公布基建计划，均虎头蛇尾。有关原因，一方面，共和党内部有声音反对大规模财政支出，另一方面，在基建方面民主党更偏好投资新能源，以及2020年大选之际两党博弈加剧等。最终在特朗普执政期内，仅出台了数个有关交通运输设施、运河等方面的小型基建项目。

图表18 2018财年联邦政府支出预算草案



资料来源：The New York Times，平安证券研究所

图表19 2018年特朗普基建计划主要内容

要点	金额 (亿美元)	简介	
刺激美国基建投资	基建激励项目	1000	鼓励各州、地方及私人投资
	乡村基建项目	500	为乡村地区基础设施设立的资金
	革新项目	200	为交通、饮用水、能源、商用地等领域的探索性项目提供的资金
	基建融资项目	200	提供给现存基建项目的资金
	资本循环基金	100	为了减少联邦不动产的低效率租赁
内部维护基金	用于维护公共土地及建设施		
授权州与地方更大权力	-	1.将资金分配给州与地方的优先考虑项目 2.允许州层面进行环境方面的审查 3.剥离一部分联邦政府资产让权于地方	
消除监管障碍	-	1.为资助资金极少但仍需要联邦审批的项目提供灵活性 2.刺激水资源基建的有效开发与管理 3.放开退伍军人事务部对于其资产的利用	
简化审批流程	-	1.缩短环境审查过程至两年 2.消除环境相关法案中低效规定	

资料来源：The White House，平安证券研究所

# 1.2 支出政策（复盘，2/2）：效果上，关税带来的收入无力抵消新冠救济、减税法案、预算法案增加的债务，美国公众持有债务占GDP比重高增

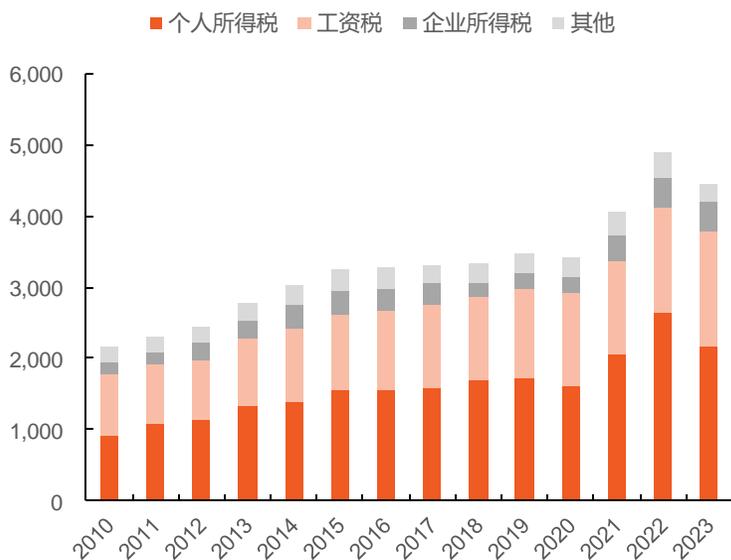
- 新冠救济、减税法案，以及特朗普提高债务上限后预算法案支出增加规模远大于加征关税带来的关税收入，共增加约8.5万亿十年期债务。据 Committee for a Responsible Federal Budget (CRFB) 的研究，测算特朗普执政时期通过的法案或行政令对十年期债务的影响，发现尽管加征关税带来了一定关税收入，抵消了约4450亿美元的十年期债务，但新冠救济（约3.6万亿美元）、减税法案（1.9万亿美元），以及2017年特朗普提高了债务上限以及2018年暂停债务上限协议后，2018、2019年预算法案增加的债务（约2.1万亿）规模巨大，为主要赤字来源。
- 拆分来看，收入端，尽管企业所得税大幅削减，但收入整体实现微增；支出端，各分项均增加，2020年公众持有债务占GDP比重达98.7%。从收入端看，特朗普执政后个人所得税、工资税均有所增加，企业所得税大幅降低，整体收入端实现微增。支出端非强制性支出中国防、非国防分项均支出明显提升，同时强制性支出中收入保障、社会保障等各分项在疫情后均出现大幅提升。公众持有债务占GDP比重从2017年的75.7%大幅提升至2020年的98.7%。

图表20 特朗普的立法与行政令对十年期债务的影响

立法/行政措施		十年期债务增减(亿美元)
COVID 救济法和行政令	《冠状病毒援助、救济和经济安全法案》	19000
	《响应与救济法案》	9850
	其他新冠救济	7550
税收和支出法案	《减税和就业法案》	19000
	2018年两党预算法案	4200
	2019年两党预算法案	17000
	2020年进一步合并拨款法案	5000
	其他立法	3500
行政措施	关税	-4450
	《平价医疗法案》费用分摊削减终止	2500
	处方药回扣规则	2050
合计		85200
合计（不含新冠救济）		48800

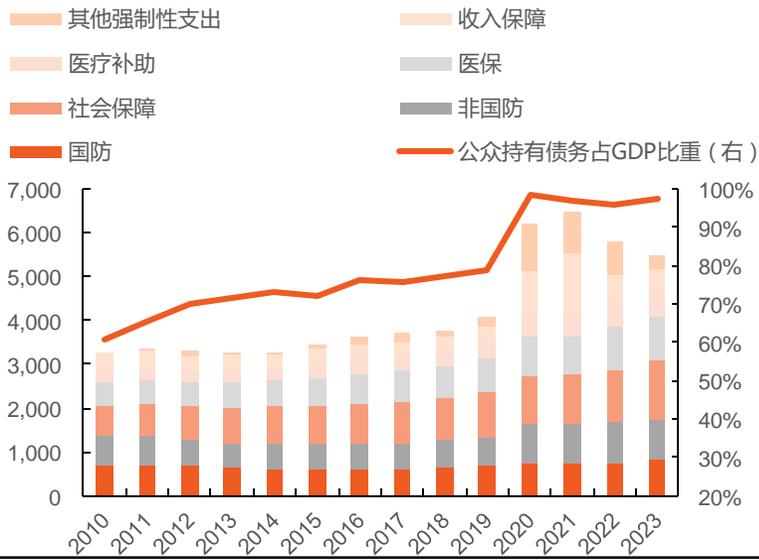
资料来源：CRFB，平安证券研究所

图表21 美国财政收入拆分（十亿美元）



资料来源：CBO，平安证券研究所

图表22 美国财政支出拆分（十亿美元）

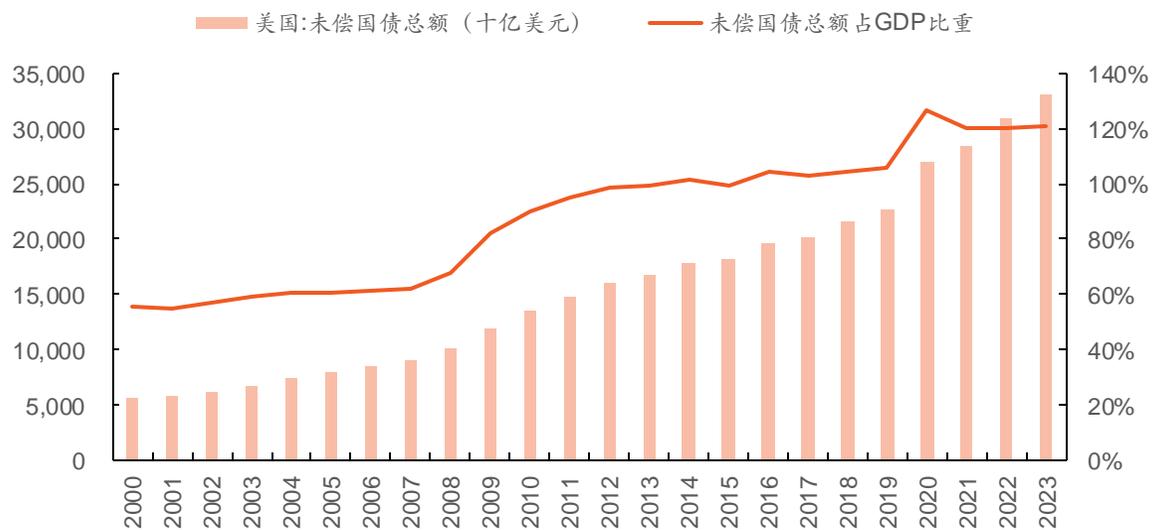


资料来源：CBO，平安证券研究所；注：仅国防与非国防为非强制性支出

## 1.2 支出政策（本轮）：主张加征关税、通过马斯克领导的政府效率部门大幅削减政府开支以缓解债务压力，但仍涉及多项扩大支出举措，整体或倾向于宽财政

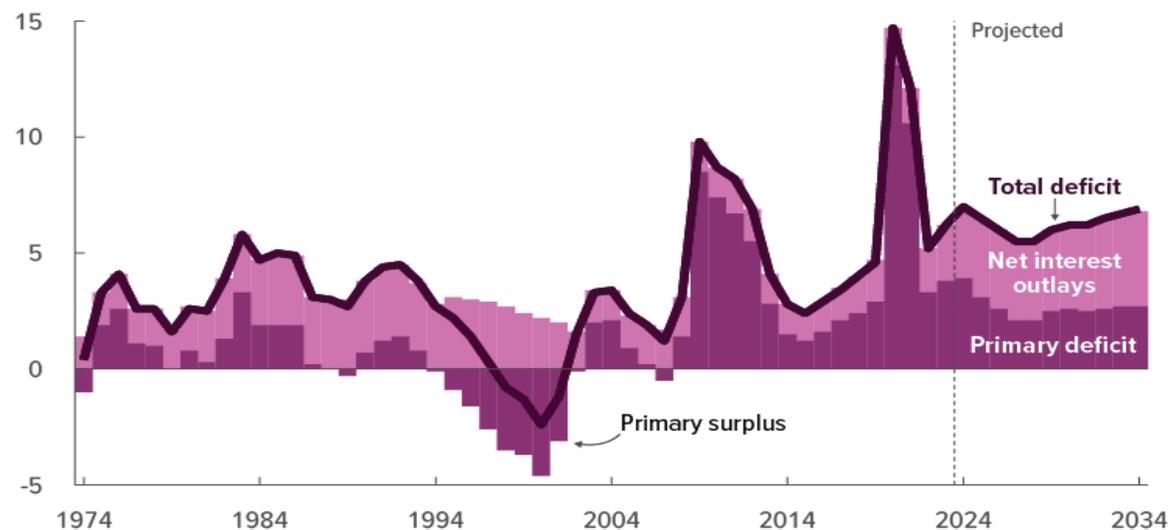
- **2024年共和党纲领主张通过加征关税以增加收入，但同时涉及到多项扩大政府支出的举措，整体依然倾向于宽财政。**减轻债务压力方面，纲领涉及到的举措不多，主要为加征关税以增加收入以及延续此前的削减政府和监管的开支，其中11月12日特朗普宣布将建立由马斯克领导的政府效率部门，该部门旨在“削减多余的监管法规和浪费的开支”，或在一定程度上助力减轻债务压力。增加债务压力方面，纲领则涉及多项，包括TCJA永久化、主张扩大新房建设以降低住房成本，回归基建投资，以及强调国防安全等，整体来看特朗普执政2.0或依然倾向于宽财政。
- **宽财政倾向或延续高债务长期化趋势，财政路径恶化，主权债务风险未解，未来10年财政赤字前景并不乐观。**疫后美国出台大规模刺激计划，债务规模迅速攀升，未偿国债总额占GDP比重从2008年的68%上升至2023年的121%。CBO在6月下旬再度上调赤字，从预算赤字总额角度来看，预计到2034年总预算赤字占GDP比重为6.9%，较2月预测提升0.8pct，而过去50年年均占比仅为3.7%；从利息支出角度来看，2034年净利息支出占GDP比重将达4.1%，较2月预测提升0.2%，即总赤字中净利息支出占比高达60%，美国财政赤字前景不容乐观。本次特朗普再次上台，其宽财政倾向预计延续高债务长期化趋势，带来利率上行压力。同时长期融资缺口仍较大，供给问题势必卷土重来。

图表23 未偿国债总额占GDP比重从2008年的68%上升至2023年的121%



资料来源：Wind，平安证券研究所

图表24 预计到2034年美国总预算赤字占GDP比重为6.9%（单位：%）



资料来源：CBO，平安证券研究所

# 1.3 货币政策（复盘）：特朗普时期偏好宽松的货币政策，以刺激经济，同时倾向弱美元政策，以提振出口缩小贸易逆差，但当时美元走弱不全为特朗普引导

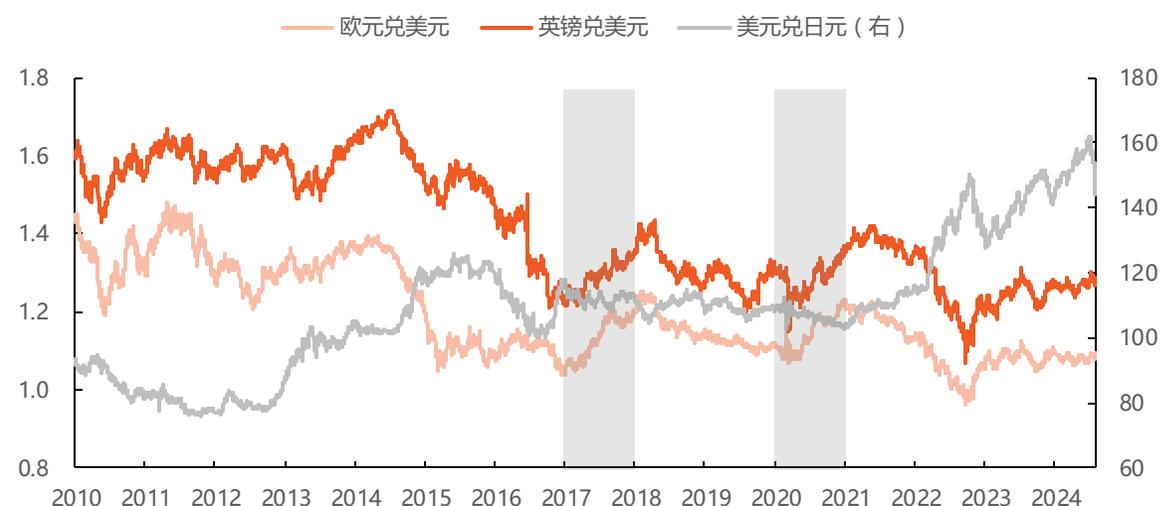
- 特朗普偏好降息以刺激经济，曾在竞选与任职期间多次施压美联储。在竞选期间，特朗普曾批评耶伦维长期持低利率是为巩固奥巴马遗产，并威胁耶伦若当选将撤掉其职位。在特朗普任职期间，2017年11月耶伦在其任期未届满时提出辞职，特朗普提任鲍威尔为美联储主席，并多次发言表示不赞同美联储加息，要求大幅降息甚至采取负利率。2019年上半年，美国虽增长动能放缓，但是韧性仍存，鲍威尔在7月开启降息，解释为对冲全球增长疲软和贸易政策不确定性，并表示本次降息为临时调整，但随后或一定程度受特朗普影响，继续在9至10月连续降息25BP。
- 特朗普倾向弱美元政策以提振出口缩小贸易逆差，但美元走弱不全为特朗普引导。特朗普当选后4年内美元指数与前后两任总体相比明显走弱，其中2017年与2020年出现大幅下跌，4年累计跌幅为6.4%。2016年11月特朗普胜选后，市场预期其经济刺激政策将提振通胀，强化加息前景，推高美元，2016年11月至12月美元指数上行4.1%，但2017年美元指数年内大幅下行9.9%，一方面受特朗普大选时承诺的减税、扩大基建、放松监管等政策推进迟缓，市场预期调整，另一方面，在主要经济体货币政策趋于收敛背景下，欧元、英镑、日元的升值推动美元走弱。而2020年美元指数年内下行6.73%主要受疫情影响，美国开启大幅降息，英美、日美的负利差有所收窄，美元再度走弱。

图表25 特朗普执政期间美元指数与货币政策表现



资料来源：Wind, CNBC, 平安证券研究所；数据截至2024/8/9；注：橙色、灰色、蓝色分别代表奥巴马、特朗普、拜登当选时期

图表26 2017年、2020年欧元、英镑、日元均相对美元升值

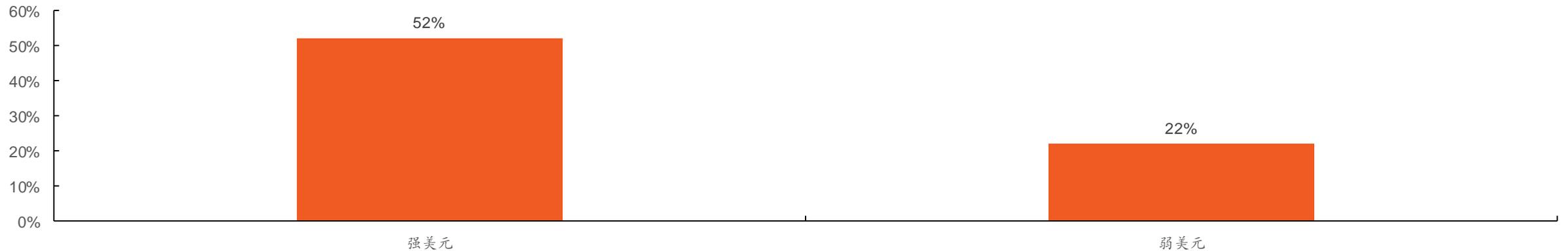


资料来源：Wind, 平安证券研究所；数据截至2024/8/9

# 1.3 货币政策（本轮）：仍倾向于宽松的货币政策，并维持弱美元+低利率主张，但弱美元主张实则与MAGA存在一定背离，落地有一定难度

- 从党纲以及特朗普采访与发言看，本轮大选特朗普依然维持弱美元+低利率主张。在弱美元方面，据7月17日彭博周刊发布的特朗普专访，在被问及对美元强弱看法时，特朗普表示，如果贸易伙伴再贬值，就不得不对其征收关税，该言论符合特朗普“美国优先”的政策基调，体现弱美元作为增加美国出口贸易竞争力的作用，且其副总统候选人万斯也公开表达过类似观点。在低利率方面，一则，2024年共和党纲领提及增加新房供应，削减住房成本，并希望降低抵押贷款利率以促进购房，或暗含美联储联邦基准利率需要下调。二则，在彭博周刊采访中，特朗普表示“特朗普经济学”等同于“低利率和低税率”。此外，据CNBC报道，7月31日特朗普在芝加哥记者会上表示，如果当选，他将“大幅降低利率”。当地时间8月8日，特朗普在海湖庄园俱乐部举行的新闻发布会上批评现任美联储主席鲍威尔调整利率的时机不够精准，并表示美国总统应对央行利率和货币政策有一定发言权，而据华尔街日报4月报道，特朗普的盟友已起草有关削弱美联储独立性的提案。
- 特朗普主张弱美元VS实则财政货币双政策宽松支撑美国基本面，美元或偏强运行。特朗普主张的MAGA与弱美元存在一定矛盾，且在其财政政策、货币政策双向宽松的政策倾向下，美国基本面有一定支撑，叠加通胀或再度推高，美元或更多呈现偏强运行，而非“弱美元”，弱美元更多为特朗普本人的期望，实则难以落地。此外，据美国银行7月投资者调研显示，如果2024年美国大选呈现“共和党横扫”的局面，52%的投资者认为美元汇率走强，仅有22%的投资者认为美元会走弱。

图表27 如果2024年美国大选呈现“共和党横扫”的局面，52%的投资者认为美元汇率走强，仅有22%的投资者认为美元会走弱



# 1.4 产业政策（复盘，1/3）：特朗普执政时期对内通过出台产业政策，实现为传统能源行业松绑，为国防、尖端技术助力，并对中小银行等金融业放松监管

- **传统能源：**《美国国家能源计划》旨在继续页岩革命，实现原油自给自足，降低本土能源价格，并重振煤炭工业。同时，为了进一步减轻企业减排目标约束，特朗普退出《巴黎气候协定》并废除《清洁能源计划》，给企业松绑，利好石油、煤炭等传统能源行业；
- **国防、尖端技术：**特朗普政府科研经费支出远不及拜登政府，据白宫数据，2017-2020年实际研发经费支出平均为1218亿美元，远不及2022年的1471亿美元。特朗普的科研政策一方面与国家安全挂钩，如维持核武器库、加强供应链安全，2017-2020年国防科研经费平均占比为45%，另一方面注重尖端技术，如人工智能、量子科技等；
- **金融：**特朗普修订《多德—弗兰克法案》以及《沃尔克规则》，对银行业的金融监管有所放松，尤其降低了中型银行的资本约束，放松了小型银行自营业的限制，有助于中小型银行业务扩张。但同时放松金融监管或进一步推升杠杆，刺激经济的长期效果有待观察。

图表28 特朗普任期内美国主要产业政策

受益行业	时间	政策名称	政策目标	内容
石油、煤炭等 传统能源	2017-01	《美国国家能源计划》	关注石油自给自足、振兴煤炭工业	降低能源价格，尽量开发本土能源，减少国外石油进口 继续页岩革命，以美国能源生产的收入重建道路、学校、桥梁和公共设施 支持清洁煤技术，重振美国煤炭工业
	2017-06	退出《巴黎气候协定》	退出后美国可以不用承担相应减排义务	协定指出各方将加强对气候变化威胁的全球应对，把全球平均气温较工业化前水平升高控制在2摄氏度之内，并为把升温控制在1.5摄氏度之内努力 推动各方参与全球应对气候变化行动，积极向绿色可持续的增长方式转型，避免过去几十年严重依赖石化产品的增长模式
	2017-10	废除奥巴马的《清洁能源计划》	为传统能源行业松绑，便利企业生产	美国每个州都被分配了一个单独的减少碳排放的目标，但如果该州拒绝提交减排计划，美国国家环境保护局就有可能介入
国防、尖端 技术	2017-12	《美国国家安全战略》	更加关注美国国内安全与发展	强调维护美国国土安全的绝对重要性，将维持核武库和增强导弹防御作为优先事项，将太空列为关键作战域，提升美国本土科技创新实力 促进美国经济繁荣，以强大的实力维护和平，并提升美国的国际影响力
	2018-12	《国家量子计划法案》	加快量子信息科技的研发及产业应用	开始为期十年的扶持计划，不限于投资、合作、建立量子协调办公室等手段
	2018-12	《联邦采购供应链安全法》	加强供应链安全	重点开展审查相关机构信息系统或采购活动中是否涵盖违禁物品，将进一步评估供应链中知识产权盗窃、数据泄露、关键基础设施破坏等风险环节
	2019-02	《美国人工智能倡议》	确保美国人工智能领域的领先地位	将人工智能技术作为对基础性研发投资的重点，强化美国产、学、研一体的研发生态
	2020-03	《美国5G安全国家战略》	保护美国人民免受5G技术的网络威胁	加快5G的部署和推广，评估风险并确定5G基础设施的核心安全原则，管理使用5G基础设施对美国经济和国家安全带来的风险
	2020-10	《关键与新兴技术国家战略》	维持人工智能、量子信息等关键领域优势	加大科技研发投入、培育高素质人才、与盟友和合作伙伴一同行动。
中小银行等 金融业	2018-05	修订《多德—弗兰克法案》	放松金融监管	将系统性重要金融机构的认定标准从资产规模500亿美元提升至2500亿美元，资产规模在2500亿美元以下的银行不用再参加美联储压力测试 允许大型银行将市政债券纳入必要的资产储备中，并且可以出售 允许托管银行放在美联储的客户存款免受严格的资本和杠杆率的计算规定约束 放松了对资产规模少于100亿美元的银行在交易、放贷、资本和数据报告等方面的监管要求 总资产小于100亿美元的社区银行只需要保证其杠杆率在8-10%的区间内，便不需要再计算资本充足率指标
	2020-06	修订《沃尔克规则》		允许银行投资于此前被禁止的风险投资基金，以提供“更大的灵活性给向公司提供贷款的基金” 美国监管机构取消了银行在与其附属机构，在进行衍生品交易时必须持有保证金的要求

资料来源：联合国，White House，美国国会，平安证券研究所

# 1.4 产业政策（复盘，2/3）：对外则通过关税政策，对初级金属、机械、计算机及电子产品的进口加征更高比例关税，保护国内相关行业

■ 通过对外加征关税，美国受保护最多的行业是初级金属、机械、计算机及电子产品等。Fajgelbaum等人（2019）根据NAICS 3位代码行业分类，统计了2018年不同产品在被纳入美国征税目标前后的未加权平均关税税率，其中初级金属、机械、计算机及电子产品的平均税率分别增加19%、20%、21%，美国通过对进口产品加征更高比例关税以保护国内相关行业。

图表29 2018年根据NAICS 3位编码分类下的目标进口产品关税税率变化与行业差异（数量单位：个）

产品类别	NAICS编码	美国进口关税			
		品种数量	产品数量	平均值	标准差
农产品和畜牧产品	111-2	456	456	10%	0
林业和伐木	113	71	71	10%	0
渔猎	114	486	486	10%	0
石油与天然气	211	17	17	10%	0
采矿（石油、天然气除外）	212	103	103	10%	0
金属制品	332	583	852	14%	6%
食物	311	732	732	10%	0
饮料和烟草制品	312	64	64	10%	0
纺织印染	313	1502	1502	10%	0
纺织产品厂	314	176	176	10%	0
衣服	315	92	92	10%	0
皮革及相关产品	316	237	237	10%	0
木制品	321	424	424	10%	0
纸张	322	335	335	12%	5%
印刷	323	14	14	10%	0
原油及煤炭产品	324	74	74	13%	6%
化工	325	1730	1730	12%	5%
塑料及橡胶制品	326	251	251	15%	7%
非金属矿产品	327	354	354	11%	3%
初级金属	331	1147	14093	19%	7%
机械	333	1344	1344	20%	7%
计算机及电子产品	334	617	878	21%	7%
电器设备及用具	335	414	594	18%	8%
运输设备	336	429	429	15%	7%
家具及相关产品	337	160	160	10%	1!
其他	339	231	231	13%	6%
总计		12043	25699	12%	3%

资料来源：Wind，美国国际贸易委员会，各国商务部/财政部官网，《保护主义的回归》，平安证券研究所；注：总计的平均值和标准差计算为表行值的简单平均值。

# 1.4 产业政策（复盘，3/3）：股价表现上，美股能源、金融、材料等板块出现上涨，小盘占优

- 产业政策的制定或与选举捐款来源行业有关。特朗普的产业政策主要偏向传统能源、金融、国防、金属材料（钢铁、铝）等，从2016年选举周期的行业捐款资金来看，能源/自然资源、国防、金融/保险/地产对政党的捐款均偏向共和党，其中特朗普执政期间大力发展的能源/自然资源对共和党的资金捐助占比为76.32%，国防、金融/保险/地产分别为61.81%、53.58%。
- 股价上，受益于产业政策的能源、金融、材料等抢跑大选结果上涨，风格上，美股小盘占优。受益于产业政策的能源、金融、材料等行业在大选前3月起开始有上涨迹象，大选后1月内能源涨幅领先，涨幅达17%，但从长期上涨动力看，金融、材料在大选后2年内整体表现较能源更好。从风格来看，标普小型股600指数在临近大选1周内以及大选后2年内均较标普100指数占优，背后原因或在于，一则高关税以及芯片制裁等对大型跨国企业以及科技企业影响更大，而小盘股更多为美国本土企业，进口依赖度相对较低；二则小盘股更加依赖融资，受益于金融监管放松。

图表30 2016年11月9日特朗普当选前后美股表现（区间涨跌幅）

板块	T-3M	T-1M	T-1W	T	T+1W	T+1M	T+3M	T+6M	T+1Y	T+2Y
SP500	-0.41%	0.28%	2.70%	1.23%	3.10%	7.73%	8.98%	12.42%	21.33%	34.07%
能源	3.32%	-2.58%	3.26%	2.71%	5.08%	17.03%	8.52%	-1.10%	3.63%	10.39%
金融	8.34%	4.88%	5.93%	4.22%	8.83%	16.77%	17.73%	19.35%	31.63%	38.59%
公用事业	-5.48%	1.38%	-1.28%	-3.20%	-5.13%	-1.58%	2.14%	6.73%	20.62%	26.59%
通讯服务	-5.92%	-1.45%	-3.08%	0.22%	0.60%	6.03%	7.92%	10.38%	15.51%	27.95%
房地产	-11.70%	-3.34%	-0.61%	-1.96%	-1.61%	2.50%	4.53%	4.21%	14.03%	18.02%
材料	0.19%	4.67%	4.52%	2.53%	3.63%	10.81%	13.11%	13.74%	26.46%	21.85%
信息技术	4.11%	0.30%	1.28%	0.14%	1.77%	4.80%	10.84%	19.65%	39.90%	58.47%
工业	2.60%	2.78%	5.30%	2.76%	5.46%	11.07%	12.27%	15.82%	25.05%	35.97%
医疗保健	-6.68%	-3.67%	4.04%	1.91%	1.78%	0.34%	5.82%	14.33%	24.45%	52.57%
日常消费	-5.62%	-0.57%	-1.11%	-1.40%	-3.38%	-1.08%	2.36%	4.45%	1.70%	11.96%
可选消费	-2.76%	-1.60%	1.69%	0.65%	4.90%	9.41%	5.90%	10.34%	9.07%	23.94%
标普100指数	0.32%	1.94%	3.10%	1.63%	-0.44%	0.24%	8.07%	11.43%	20.81%	35.71%
标普中型股400指数	-2.87%	-1.40%	2.60%	1.93%	6.27%	14.78%	14.77%	15.47%	21.17%	29.93%
标普小型股600指数	-1.72%	-3.87%	4.25%	3.09%	11.05%	21.18%	17.00%	17.34%	26.18%	36.49%

资料来源：Wind，平安证券研究所

图表31 2016年选举周期中分行业捐款情况

产业	捐款金额（亿美元）	民主党占比	共和党占比
能源/自然资源	1.83	23.56%	76.32%
农业综合企业	1.22	26.36%	73.16%
运输业	1.06	30.28%	69.46%
建筑业	1.40	30.72%	68.95%
国防	0.34	37.88%	61.81%
杂项业务	4.84	45.19%	54.54%
金融/保险/房地产	11.89	46.12%	53.58%
医疗健康	3.18	52.42%	47.22%
意识形态/单一问题部门	5.13	57.28%	42.62%
其他	7.33	62.00%	37.51%
律师	2.71	70.29%	29.39%
通信/电子	3.53	70.65%	28.89%
劳动	2.20	87.86%	12.01%

资料来源：Open Secrets，平安证券研究所

# 1.4 产业政策（本轮）：支持传统能源、扩大新房建设以对冲通胀，并主张重振汽车与国防工业，助力加密货币、AI、航天等新兴产业，相关行业股价已抢跑

- 共和党捐款来源保持稳定，本次纲领支持传统能源、扩大新房建设、重振汽车与国防工业，并助力加密货币、AI、航天等新兴产业，其中特朗普希望借传统能源扩产以及扩大新房建设对冲通胀上行。股价上，相关行业股价已出现抢跑，风格上小盘表现依然占优。
- 共和党捐款来源行业保持稳定，纲领显示产业政策向传统能源、房地产、汽车、国防、金融、人工智能领域倾斜。从本轮大选周期的行业捐款资金来看，能源/自然资源、运输业、建筑业、国防、金融/保险/地产依然更加偏向共和党。共和党纲领也显示产业政策向传统能源、房地产、汽车、国防、金融等领域倾斜。其中特朗普希望借传统能源扩产降低能源价格以及扩大新房建设降低住房成本来对冲通胀上行。此外，纲领还提出支持人工智能发展，将废除拜登对加强AI监管行政令。
- 股价上，受益于产业政策的房地产、金融、信息技术、能源等在大选选举日前提前大幅抢跑，风格上，美股小盘占优。不同于上次特朗普当选总统时，希拉里的民调长时间领先特朗普，此次大选受益于特朗普民调优势扩大，在选举日之前特朗普政策利好板块已提前大幅抢跑。在特朗普产业政策预计催化下，6月27日首轮总统辩论当天房地产、信息技术等行业包括小盘股领涨；7月15日特朗普枪击后首个交易日，能源、金融以及小盘股领涨；7月22日拜登退选后首个交易日，信息技术、通讯服务、工业以及小盘股领涨。自6月27日以来，截至11月13日，房地产、金融以及标普小型股600指数累计上涨14.87%、21.81%、27.01%，受特朗普产业政策催化效果显著。

图表32 6月27日首轮总统辩论、7月13日特朗普枪击事件、7月21日拜登退选后美股表现

板块	06/27 (首轮总统辩论)	06/27-07/14	07/15 (特朗普枪击后首个交易日)	07/15-07/21	07/22 (拜登宣布退选后首个交易日)	07/22-07/31	06/27-11/13
SP500	0.09%	2.78%	0.09%	-1.74%	1.10%	0.53%	12.93%
能源	0.16%	0.85%	1.54%	2.12%	-0.72%	0.93%	6.99%
金融	0.10%	4.32%	1.26%	1.28%	0.63%	2.07%	21.81%
公用事业	0.22%	3.48%	-2.23%	-1.65%	0.93%	4.04%	21.21%
通讯服务	0.27%	2.22%	0.44%	-2.85%	1.23%	-1.36%	8.70%
房地产	0.85%	5.07%	0.52%	1.35%	0.99%	0.87%	14.87%
材料	-0.58%	1.27%	-0.08%	-0.36%	0.45%	3.23%	8.22%
信息技术	0.43%	3.99%	0.63%	-4.76%	1.94%	-0.85%	9.97%
工业	0.22%	2.65%	0.48%	0.91%	1.16%	3.23%	16.53%
医疗保健	0.00%	1.58%	-0.79%	-0.20%	0.55%	1.29%	4.09%
日常消费	-0.90%	-0.26%	-0.50%	1.34%	-0.14%	-0.12%	9.41%
可选消费	0.10%	2.63%	-0.52%	-2.68%	0.95%	0.59%	22.58%
标普100指数	0.05%	2.34%	0.37%	-2.15%	1.09%	-0.01%	11.75%
标普中型股400指数	0.36%	4.09%	0.62%	-0.03%	1.24%	2.91%	17.84%
标普小型股600指数	0.46%	5.68%	1.31%	2.60%	1.43%	4.62%	27.01%

资料来源：Wind，平安证券研究所；数据截至2024/11/13

图表33 2024年选举周期中分行业捐款情况

产业	捐款金额 (亿美元)	民主党占比	共和党占比
能源/自然资源	1.54	25.66%	73.57%
运输业	1.00	29.58%	69.38%
建筑业	0.85	30.13%	68.79%
农业综合企业	0.84	30.67%	68.28%
国防	0.26	39.65%	59.69%
其他	10.75	44.77%	54.37%
金融/保险/房地产	12.50	47.35%	51.65%
杂项业务	3.23	50.46%	48.34%
意识形态/单一问题部门	7.68	51.99%	47.58%
医疗健康	1.95	57.23%	41.21%
律师/说客	1.73	69.05%	30.00%
通信/电子	1.80	71.87%	26.66%
劳动	1.20	86.35%	13.19%

资料来源：Open Secrets，平安证券研究所

# 1.5 关税政策（复盘，1/8）：奥巴马时期贫富两极化，美国社会大割裂，民粹力量抬头，特朗普上台非偶发现象，其将自由贸易和全球化视为问题的根源

- 奥巴马时期在多重复杂因素交织下经济收益逐渐流向富有资产阶级，而底层和贫穷劳工阶层的就业与收入状况日益恶化，导致贫富差距的进一步扩大。特朗普上台后，其将自由贸易和全球化视为加剧国内经济不平等问题的根源。因此，推动了贸易政策从以往基于互惠原则的全球模式，转变为以“美国优先”为核心的非互惠模式，旨在通过调整贸易关系来维护美国的国家利益，并改善国内劳工阶层的经济困境：
  - 产业发展失衡、频繁减税、持续宽松的政策等导致美国贫富差距加大。1980年代以后，美国产业发展焦点逐渐转向服务业，导致了制造业等传统产业的停滞不前。这一转型使得中下层民众更多地被迫投身于教育、休闲、酒店等相对较低收入的服务业工作。同时，奥巴马时期频繁减税政策显著降低了个人所得税的最高档税率，对社会公平产生一定影响。此外，持续实施的宽松政策进一步推动了金融资产价格的上涨，无疑扩大了社会不同阶层之间的财富差距，使得贫富差距问题愈发严重。从所在经济阶层的家庭数占全美家庭总数的比重来看，2009-2016年奥巴马执政时期，底层和贫穷劳工阶层人口所占比重较大，富有资产阶级所占比重较小，指向底层和贫穷劳工阶层就业与收入恶化。
  - 特朗普将自由贸易和全球化视为问题的根源。特朗普认为国际贸易并不是互利共赢，而是“零和博弈”，美国市场“高度”开放，而其他国家却在隐性地保护本国市场。时任美国商务部部长的Willbur Ross曾公开表示“美国是世界上贸易保护程度最低的国家，却承担了最大的贸易逆差。而制定自由且公平的贸易政策能够保护美国的利益，恢复美国工人和企业的首要地位。”由此，特朗普政府将美国利益受损经济阶层的困境归咎于外部因素，即所谓的他国“不公平贸易”行为。他们认为，这些不公平的贸易做法导致了美国经济的困境，并进而影响了国内特定经济阶层的利益。基于这一认知，特朗普政府提出并实施了一系列“公平贸易”的举措，以作为解决利益受损经济阶层现有困境的方案。

图表34 奥巴马执政时期前后美国经济阶层的变化态势

资料来源：U.S. Census Bureau，平安证券研究所；注：收入以2022年美元为单位，标灰处为奥巴马执政时期

年份	所在经济阶层的家庭数占全美家庭总数的比重(%)						中值收入 (万美元)	平均收入 (万美元)
	底层(年收入1.5万美元以下)	贫穷劳工阶层(年收入1.5万-3.5万美元)	劳工阶层(年收入3.5万-7.5万美元)	中产阶层(年收入7.5万-15万美元)	中产偏上层(年收入15万-20万美元)	富有资产阶级(年收入20万以上)		
2005	8.9	17.4	29.3	28.9	7.4	8.0	6.68	9.13
2006	8.5	16.8	29.7	28.8	7.7	8.4	6.75	9.33
2007	8.5	17.6	28.1	29.4	8.0	8.4	6.86	9.23
2008	8.9	18.1	28.7	28.9	7.6	7.9	6.63	9.02
2009	8.9	18.3	28.9	28.5	7.5	7.9	6.59	8.99
2010	9.6	18.6	28.6	27.9	7.6	7.7	6.43	8.79
2011	9.7	18.6	29.0	27.7	7.3	7.7	6.34	8.82
2012	9.9	18.7	28.9	27.4	7.4	7.6	6.34	8.85
2013	10.0	18.0	28.0	27.5	7.6	9.0	6.57	9.23
2014	10.1	17.7	28.3	27.2	7.9	8.9	6.49	9.16
2015	9.1	17.1	27.6	28.1	8.4	9.6	6.84	9.60
2016	9.0	16.0	27.7	28.4	8.3	10.6	7.08	9.98

# 1.5 关税政策（复盘，2/8）：“美国优先”原则下美国贸易政策发生实质变化，从“自由贸易”转向“公平贸易”，对多种进口商品实施进口限制措施

- 特朗普上台以来，对美国长期秉持的多边主义贸易政策进行了重大调整，转而采取了以“美国优先”为核心的单边主义贸易策略，其认为“美国优先”原则能够更好地维护在国际贸易体系中美国的国家利益。在此原则的指引下，美国贸易政策发生了实质性的变化，其重心从传统的“自由贸易”逐渐转向了“公平贸易”，主要有三大改变：
- 一是在区域贸易安排布局中，显著降低了对多边贸易体制的重视度，而是着力于以美国自身利益为出发点重构双边贸易体系。特朗普上台后不久便宣布退出《跨太平洋伙伴关系协定》，这一行动被视为对传统多边贸易体制的一次重大挑战。紧接着，又推动了对《北美自由贸易协定》的重构，批评原协定导致美国制造业岗位流失，对美国工人造成了巨大伤害。因此，坚持新协定必须体现“公平”二字，而不仅仅是“自由”。在这一理念下，美国与墨西哥、加拿大进行了重新谈判，并在2018年达成了新的《美墨加协定》。此外，特朗普政府还以“公平贸易”为理由，对《美韩自由贸易协定》和《美日贸易协定》进行了重新谈判和修订。这些行动表明，特朗普执政时期的美国正在逐步摆脱其在国际多边贸易体制中的传统核心角色，转向通过“非对称力量”的威胁手段来推动符合自身利益的双边贸易安排。
- 二是贸易理念层面进行了显著的调整，相较于过去以规则为导向的自由贸易追求，转向注重以结果为导向的“管理贸易”，以此来实现其所谓的“公平贸易”。这里的“公平贸易”并不仅仅为市场准入和开放程度的对等，更要求双边贸易额的对等，即获得与对方相当的利益。
- 三是对全球实行加税政策，关税成为特朗普时期贸易政策中最重要的工具之一，其利用相关贸易法律对多国进口商品实施进口限制措施，主要手段包括关税、配额和关税配额。其中，关税是对进口货物和物品按照进口价值的百分比征收的税，配额为根据进口货物的数量或价值对允许进口的总量进行限制，关税配额表示当进口货物的数量或价值低于特定值时，适用较低的关税税率，但一旦达到此特定值，所有额外的进口产品都将面临更高的关税税率。

图表35 三种进口限制类型

关税	由进口商支付的外国商品进口税，从价关税按进口价值的一定百分比征收（例如，对进口卡车征收25%的税），特定关税根据进口数量按固定税率征收（如每公斤进口杏仁7.7美分），在农产品进口中最为常见
配额	根据进口商品的数量或价值对允许进口总量的限制
关税配额	关税配额是一种两级关税制度，其中关税税率根据进口水平而变化，低于特定的进口价值或数量，适用较低的关税税率，但一旦达到此阈值，所有额外的进口产品都将面临更高的关税税率

## 1.5 关税政策（复盘，3/8）：“激进”的贸易保护主义政策，主张对全球加税

- “美国优先”原则下特朗普政府实施“激进型”的贸易保护主义政策，主张对全球进行加税。根据美国商务部公布的贸易政策，2018年全年对共计12043种美国进口产品加征关税，平均加征关税值从2.6%提高至16.6%，涉及商品总金额3030亿美元（以2017年各产品的商品价值加总计算），占美国2017年进口总额的12.7%。具体执行上，从2018年起陆续对特定国家的多类出口产品实施关税上调（详见图36）。

图表36 特朗普执政时期全球加税情况

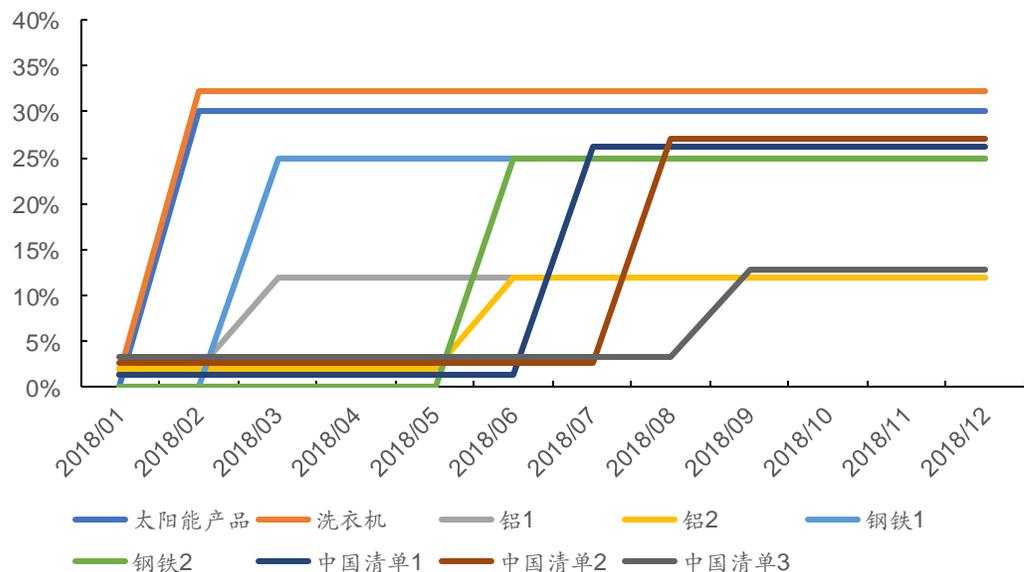
法律条款	进口产品		生效日期	关税		受影响国家
				已实施	未实施	
1974年贸易法案第201条	洗衣机		2018/02/07	16%-40%*		韩国、墨西哥
	太阳能产品		2018/02/07	20%*		中国
	蓝莓		—		调查未结束	秘鲁、智利、墨西哥、加拿大
1962年贸易扩展法第232条	铝		2018/03/23	10%		加拿大
	钢铁		2018/03/23	25%		加拿大、巴西、墨西哥
	机动车/零部件		—		待采取行动	欧盟、日本、中国
	电力变压器		—		调查未结束	墨西哥、加拿大、中国
	钽		—		调查未结束	澳大利亚、捷克、中国、韩国
1974年贸易法案第301条	中国商品	清单1、2、3、4A	详见图22	7.5%-25%		中国
		清单4B	—		无期限暂停	
	欧盟商品	大型民用飞机、农产品等	2019/10/18	15%-25%		欧盟
		法国数字服务税	—	25%	待采取行动	
IEEPA	墨西哥商品		—	5%-25%	无期限暂停	墨西哥

资料来源：Congressional Research Service, U.S. Census Bureau, 平安证券研究所；注：标红产品项目表示在特朗普执政期间未实现加税；标\*表示进口限制措施为关税配额

# 1.5 关税政策（复盘，4/8）：全球加税引发欧盟、加拿大、墨西哥等被加税国的不满，多国对美国实施报复性关税，特朗普迫于压力，减轻了部分关税

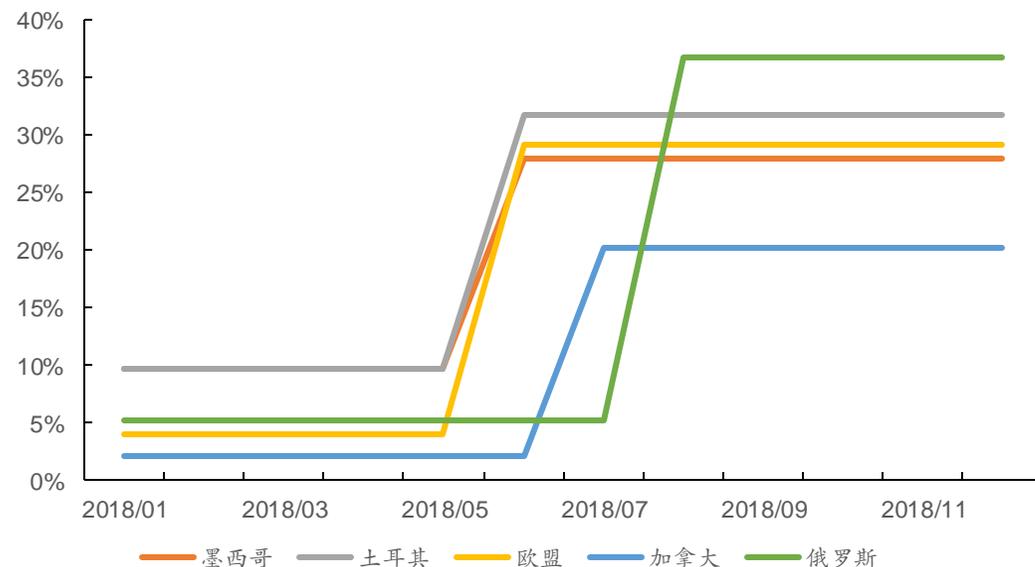
- 被征税对象国实施反击性征税，2018年总计被征税的美国出口产品的总价值达1272亿美元（以2017年各产品的商品价值加总计算），占2017年美国出口总额的8.2%：特朗普政府贸易保护主义政策引发被征税对象国不满，加拿大、中国、墨西哥、俄罗斯、土耳其和欧盟实施反击性关税，根据各国披露的征税政策，2018年总共涉及8073种美国出口产品，这些出口产品的平均法定税率由7.3%提升至20.4%，同时这些产品在2017年时商品总价值达到1272亿美元，占2017年美国出口总额的8.2%。
- 迫于压力，特朗普政府减轻了对部分国家的关税。特朗普的关税政策引发欧盟、加拿大、墨西哥等美国重要贸易伙伴兼外交盟友的不满，并对美国实施反击性关税。迫于压力，特朗普政府减轻了对部分国家的征税：一是基于《美墨加协定》，对加拿大、墨西哥实施一定关税豁免；二是对巴西、韩国、澳大利亚将实施针对钢铁和铝的高关税改为采取年度配额措施。但未对欧盟、日本等征税的关税实施无限暂停或进行其他措施替代。

图表37 2018年美国征税的目标进口品类在被纳入目标前后的未被加权平均关税税率



资料来源：美国商务部普查局、各国商务部/财政部官网，《保护主义的回归》，平安证券研究所

图表38 2018年美国被征税的目标出口品类在被纳入目标前后的未被加权平均关税税率



资料来源：美国商务部普查局、各国商务部/财政部官网，《保护主义的回归》，平安证券研究所

# 1.5 关税政策（复盘，5/8）：特朗普全球加税政策 VS 多国反击性征税

图表39 2018年特朗普全球加税情况 VS 多国反击性征税情况

1.2018年美国征税政策情况						
被征税产品	实施日期	被征税产品数量 (根据HS-10的分类)	2017年美国进口情况		年平均征税税率 (%)	
			2017年被美国加征关税的进口商品金额 (亿美元)	占当年美国进口总额比例 (%)	2017年	2018年
太阳能产品	2018/2/7	8	57.82	0.2	0	30
洗衣机	2018/2/7	8	21.05	0.1	1.3	32.2
铝	2018/3/6	67	176.85	0.7	2	12
钢铁	2018/3/6	753	305.23	1.3	0	25
中国清单1	2018/7/6	1672	335.1	1.4	1.3	26.2
中国清单2	2018/8/23	433	141.01	0.6	2.7	27
中国清单3	2018/9/24	9102	1992.64	8.3	3.3	12.9
<b>总计</b>		<b>12043</b>	<b>3029.7</b>	<b>12.7</b>	<b>2.6</b>	<b>16.6</b>
2.2018年被征税国对美国反击性征税情况						
进行反击性征税国家	实施日期	被征税产品数量 (根据HS-10的分类)	2017年美国出口情况		年平均征税税率 (%)	
			2017年被他国加征关税的美国出口商品金额 (亿美元)	占当年美国出口总额比例 (%)	2017年	2018年
中国	2018/4/9	7474	925.18	6	8.4	18.9
墨西哥	2018/6/5	232	67.46	0.4	9.6	28
土耳其	2018/6/21	244	15.54	0.1	9.7	31.8
欧盟	2018/6/22	303	82.44	0.5	3.9	29.2
加拿大	2018/7/1	325	178.18	1.2	2.1	20.2
俄罗斯	2018/8/6	163	2.68	0	5.2	36.8
<b>总计</b>		<b>8073</b>	<b>1271.49</b>	<b>8.2</b>	<b>7.3</b>	<b>20.4</b>

资料来源：Wind，美国国际贸易委员会、各国商务部/财政部官网，《保护主义的回归》，平安证券研究所；注：1) 2017年关税税率按年平均计算；2) 2018年的关税率是使用2018年12月的数据计算的；3) 总关税率计算为表行值的贸易加权平均值；4) 进出口份额的分母是2017年美国所有进出口的年总美元价值；5) 反击性征税国家仅部分列示。

# 1.5 关税政策（复盘，6/8）：行业方面，全球加税政策下美国受保护最多的行业是初级金属、机械、计算机产品，而反击性征税则集中在农牧品、石油

- Fajgelbaum等人（2019）根据NAICS 3位代码行业分类，统计了2018年美国征税目标及其他国反击性征税目标在被纳入目标前后的未加权平均关税税率，并分析了该品类内各产品之间的关税税率标准差（如图40）。我们根据该统计数据，观察到三大结论：
  - 一是特朗普政府贸易政策下，美国受保护最多的行业是初级金属、机械、计算机产品以及电气设备和电器。这些部门包含大量中间投入，占目标品种和产品的较大份额，相对于大多数其他部门，这些部门的关税大幅增加。
  - 二是被征税对象国集中对不同的产品和行业征收反击性关税，加税税率较高的产品为农产品和畜牧产品、渔猎品、石油与天然气、饮料和烟草制品、原油及煤炭产品、运输设备、家具。
  - 三是针对目标品种的平均关税增幅在不同部门之间相似，美国征税税率、其他国反击性关税税率均集中在10%或25%。Johnson（1953）、Weinstein（2008）均认为，关于最优关税的大量文献认为，政府可以通过对外国出口供应更缺乏弹性的部门设定更高的关税来最大限度地提高国民收入。然而，2018年贸易摩擦中观察到的关税变化在各个行业之间高度相似。2018年美国仅对目标品种实施了五项关税税率变化（10%、20%、25%、30%和50%），几乎所有品种（99.8%）都受到10%或25%关税变化的影响。相比之下，大多数反击性关税也集中在

图表40 2018年根据NAICS 3位编码分类下的目标进口产品和出口产品的关税税率变化与行业差异（数量单位：个）

产品类别	NAICS编码	美国进口关税				其他国反击性关税			
		品种数量	产品数量	关税变化		品种数量	产品数量	关税变化	
				平均值	标准差			平均值	标准差
农产品和畜牧产品	111-2	456	456	+10%	0	303	380	+24%	11%
林业和伐木	113	71	71	+10%	0	79	79	+12%	7%
渔猎	114	486	486	+10%	0	247	247	+24%	3%
石油与天然气	211	17	17	+10%	0	8	8	+22%	7%
采矿（石油、天然气除外）	212	103	103	+10%	0	89	92	+10%	5%
金属制品	332	583	852	+14%	6%	404	1236	+18%	9%
食物	311	732	732	+10%	0	622	1014	+17%	9%

资料来源：Wind，美国国际贸易委员会、各国商务部/财政部官网，《保护主义的回归》，平安证券研究所；注：总计的平均值和标准差计算为表行值的简单平均值。

# 1.5 关税政策（复盘，7/8）：行业方面，全球加税政策下美国受保护最多的行业是初级金属、机械、计算机产品，反击性征税则集中在农牧品、石油

图表40 2018年根据NAICS 3位编码分类下的目标进口产品和出口产品的关税税率变化与行业差异（数量单位：个）

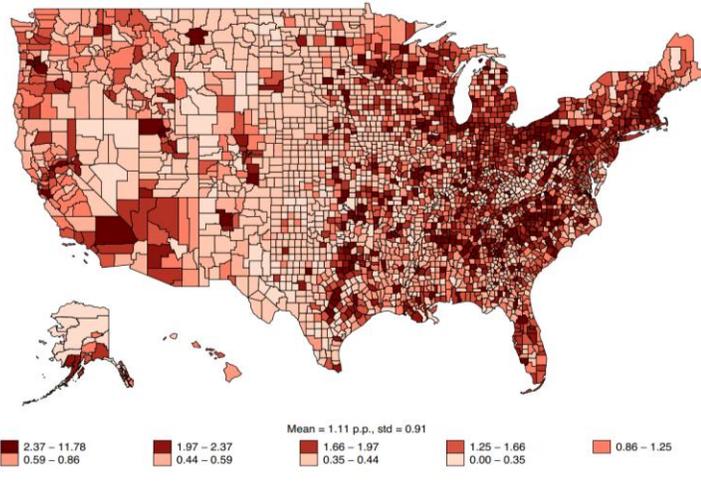
产品类别	NAICS编码	美国进口关税				其他国反击性关税			
		品种数量	产品数量	关税变化		品种数量	产品数量	关税变化	
				平均值	标准差			平均值	标准差
饮料和烟草制品	312	64	64	+10%	0	55	379	+23%	6%
纺织印染	313	1502	1502	+10%	0	468	494	+12%	6%
纺织产品厂	314	176	176	+10%	0	122	235	+16%	8%
衣服	315	92	92	+10%	0	325	1082	+20%	7%
皮革及相关产品	316	237	237	+10%	0	196	357	+16%	8%
木制品	321	424	424	+10%	0	194	194	+10%	3%
纸张	322	335	335	+12%	5%	239	388	+12%	7%
印刷	323	14	14	+10%	0	46	74	+13%	9%
原油及煤炭产品	324	74	74	+13%	6%	64	64	+23%	5%
化工	325	1730	1730	+12%	5%	1159	1411	+12%	8%
塑料及橡胶制品	326	251	251	+15%	7%	171	196	+10%	7%
非金属矿产品	327	354	354	+11%	3%	225	632	+18%	8%
初级金属	331	1147	14093	+19%	7%	495	1738	+20%	7%
机械	333	1344	1344	+20%	7%	1075	1218	+11%	6%
计算机及电子产品	334	617	878	+21%	7%	458	506	+11%	7%
电器设备及用具	335	414	594	+18%	8%	326	656	+16%	8%
运输设备	336	429	429	+15%	7%	273	680	+21%	8%
家具及相关产品	337	160	160	+10%	1!	37	244	+21%	7%
其他	339	231	231	+13%	6%	393	608	+16%	9%
<b>总计</b>		<b>12043</b>	<b>25699</b>	<b>+12%</b>	<b>3%</b>	<b>8073</b>	<b>14212</b>	<b>+17%</b>	<b>7%</b>

资料来源：Wind，美国国际贸易委员会、各国商务部/财政部官网，《保护主义的回归》，平安证券研究所；注：总计的平均值和标准差计算为表行值的简单平均值。

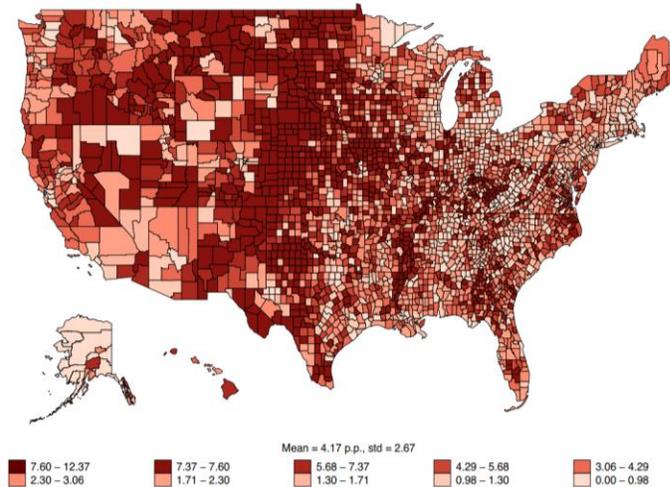
# 1.5 关税政策（复盘，8/8）：地域方面，全球征税政策更多是保护美国两党竞争激烈的州的产业，而其他国家的反击性征税则集中在共和党选票占多数的州

- Fajgelbaum等人（2019）通过计算NAICS部门的美国进口关税和其他国反击性关税变化，根据州的就业结构将其映射到州，构建了州级可贸易部门的风险敞口，进一步剖析了2018年关税战对美国各州的影响。图41、图42分别显示了由于贸易摩擦导致的美国进口关税变化以及其他国反击性关税变化各自对应的州级风险敞口。而图43为州级美国进口税和其他国反击性关税变化相对于共和党选票份额的非参数图。我们观察到：
  - 一是美国进口关税与其他国反击性关税在地域结构上存在较为明显的区别。从区域来看，中西部的五大湖区和东北部的工业区受到了美国更高的关税保护，而中西部平原和西部山区的农村地区受到了其他国更大的关税反击。
  - 二是在选民可能在选举中发挥关键作用的地区，由选民激励的现任政府设定的关税应该更高。图43呈现美国进口关税变化比例与2016年大选共和党选票份额呈现倒U形，指向拥有40-60%共和党选票的州比共和党或民主党占多数的州得到了美国贸易政策更多的保护。美国贸易政策关税更多是针对集中在政治竞争激烈的州。这也符合Mayer（1984）、Helpman（1995）等人设计的中间选民模型，即政府是由民主制度选举产生的，其决策过程本质上需要考虑到如何争取并维护大多数选民的利益。在理想情况下，当假设所有选民的偏好在某种程度上是均匀分布的，贸易政策的制定最终会倾向于满足中间选民的偏好。相比之下，其他国家将反击性征税集中在共和党占多数的州。

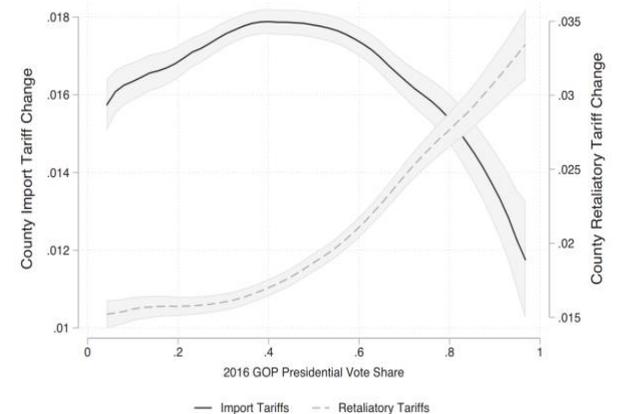
图表41 2018年美国进口关税变化下美国各州可贸易部门风险敞口



图表42 2018年反击性关税变化下美国各州可贸易部门风险敞口



图表43 2018年美国进口税变化、其他国反击性征税变化各自与2016年共和党投票份额关系



资料来源：《保护主义的回归》，平安证券研究所；注：1）按2013-17年美国贸易份额的品种水平（根据人口普查数据构建）和2016年州级可贸易部门员工工资账单（根据州商业模式构建）加权；2）较暗的阴影表示较高的关税敞口；3）数值表示关税增加一个百分点。

资料来源：《保护主义的回归》，平安证券研究所

# 1.5 关税政策（本轮）：共和党纲领主张取消部分国家的最惠国待遇，并对全球加征基础关税，将进一步加剧逆全球化，并对通胀带来扰动

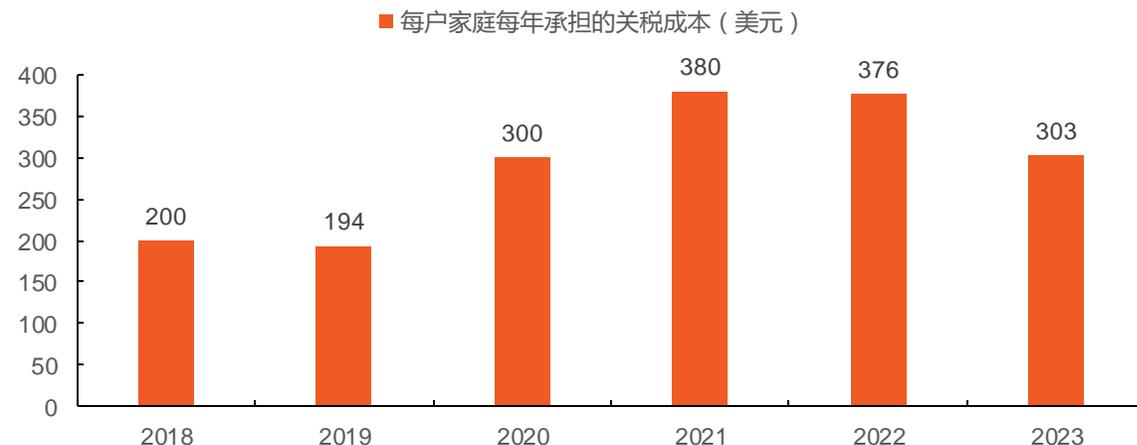
- **2024年共和党新纲领主张取消部分国家最惠国待遇，并对全球加征基础关税，其中对中国关税税率提升至60%。**共和党新纲领主张取消部分国家最惠国待遇，并主张对全球加征基础关税，这意味着或将在目前对中国19.3%的平均关税税率基础上额外增加30%。7月17日彭博周刊发布对特朗普专访中，特朗普表示“将对来自国外的进口产品征收10%的全面关税”，叠加共和党纲领主张取消部分国家最惠国待遇，即意味着对中国关税税率或将提升至60%。此外，特朗普还曾在俄亥俄州集会演讲中表示“将对外国企业在墨西哥生产的汽车征收100%的关税”。
- **高关税或将引发被征税国实施关税反击，进一步加剧逆全球化。**2018年特朗普全球加税政策曾引发欧盟、加拿大、中国、墨西哥、俄罗斯等被征税对象的不满，并实施反击性关税。从G20国家进口限制贸易占G20国家总进口规模比重看，2018年美国全球加税导致该比例从2017年的5.3%迅速上升至8.8%，并于2019年上升至10.5%，加剧逆全球化现象。
- **高关税将部分成本转嫁给消费者，提升通胀压力。**据Tax Foundation数据，贸易摩擦背景下，2018-2023年每户家庭平均每年需承担292美元的关税成本，其中2018-2019年家庭承担关税成本明显低于平均值，或与联邦政府在2018-2019年被征税国报复性关税较为激烈期间对农民实施补贴有关，补贴消失后，家庭承担关税成本明显抬升。整体来看，高关税将部分成本转嫁给消费者，提升通胀压力。

图表44 G20国家进口限制数量和进口限制占G20国家进口的比例



资料来源：WTO, Trade Monitoring, 平安证券研究所

图表45 每户家庭承担的关税成本



资料来源：Tax Foundation, 平安证券研究所



# 目录CONTENTS

## 1 经济政策：对内减税+对外加税+放松部分产业监管，主张宽财政+宽货币

1.1 税收政策：主张TCJA永久化+加大减税幅度，预计对经济、股价的正向影响预计不及上轮

1.2 支出政策：倾向于宽财政政策，美国高债务长期化趋势难改

1.3 货币政策：倾向于宽货币政策，并主张维持弱美元+低利率，弱美元实则落地存在一定难度

1.4 产业政策：政策利好传统能源、金融、材料等板块

1.5 关税政策：恢复全球征加关税政策，并提高税率，进一步加剧逆全球化

## 2 外交政策：重回“美国优先”，现实主义色彩更浓，地缘政治风险加大

## 3 移民政策：再度收紧移民，年均移民人数或降至75-140万人，加大通胀风险

## 4 对华政策：预计利益相关产业以及必需品或有一定程度关税豁免

## 5 效果总结：“逆全球化”、“做高通胀”、“做多赤字”的效果或更强

## 6 兑现程度及施政顺序：对外加关税、对内减税等政策预计何时落地？

## 2 外交政策（复盘，1/2）：特朗普政府的“孤立主义”外交政策以“美国优先”为目标，重视经济基础、强调国家安全，具有现实主义色彩

■ 从特朗普上一任期内的重大外交事件来看，整体上，特朗普政府的“孤立主义”外交政策以“美国优先”为目标，重视经济基础、强调国家安全，体现“外交是工具，内政才是目标”，具有现实主义色彩。

图表46 特朗普上任执政期内重大外交事件

资料来源：Council on Foreign Relations，人民网，纽约时报，新华网，澎湃新闻，光明网，平安证券研究所

日期	外交事件	具体情况
2017/1/23	退出“跨太平洋伙伴关系协定”	■ 特朗普签署行政命令，决定退出“跨太平洋伙伴关系协定”（TPP），该贸易协议覆盖了环绕太平洋的大部分国家，目标是促进贸易自由化，降低各成员国之间的关税，使商品能更快速、更廉价地在各成员国之间流通，也是美国前总统奥巴马亚洲政策的一个关键点。
2017/4/7	袭击叙利亚	■ 美国在叙利亚进行了导弹袭击，以回应叙利亚政府本周的化学武器袭击。本次袭击特朗普动用了总统权力，未经国会批准就授权进行打击。
2017/5/18	计划退出“北美自由贸易协定”	■ 美国贸易代表罗伯特·莱特希泽通知国会，白宫打算对“北美自由贸易协定”（NAFTA）寻求重新谈判该协议（其他缔约方是加拿大和墨西哥），以解决美国的商品贸易逆差问题，取消它认为不公平的补贴，恢复制造业就业，并放宽知识产权限制。
2017/6/1	退出“巴黎协定”	■ 特朗普在白宫宣布退出《巴黎协定》。这是继退出“跨太平洋贸易伙伴协定”后，特朗普宣布退出的第二个由奥巴马签署的国际协议。特朗普认为该协定是“一项对美国企业不利的协定”，对美国经济增长产生了负面影响，“使美国处于不利竞争地位。”
2017/8/8	谴责朝鲜	■ 2017年7月朝鲜完成2次洲际弹道导弹试射，证明可打击美国全境，随后特朗普多次谴责朝鲜。2017年8月8日，特朗普威胁称，如果危害到美国，朝鲜会遭遇“炮火和怒火”。
2017/8/21	向阿富汗增兵	■ 特朗普表示，在仔细研究阿富汗问题后，认为美军从阿富汗匆忙撤军会造成权力真空，美军必须“为胜利而战”，同时增兵3500人。
2017/10/13	计划退出伊核协议	■ 特朗普宣布拒绝向国会证实伊朗遵守伊核问题全面协议，并公布美国最新对伊朗战略，并称如果不能与国会及美国盟友达成新的解决方案，美国也做好了退出伊核协议的准备。
2017/11/3至 2017/11/14	访问亚太并 签署贸易大单	■ 特朗普在12天里访问了日本、韩国、中国、越南和菲律宾，创下20多年来美国总统在亚太地区单次访问时间最长纪录。在此访中特朗普秉持“美国优先”的理念，签署了约3000亿美元的贸易大单，动员所有国家制裁朝鲜，在重振美国领导地位、重建美国安全和重新唤醒美国自信的道路上迈出了历史性的步伐。
2018/4/13	打击叙利亚军事设施	■ 特朗普宣布，已下令美军联合英国、法国对叙利亚政府军事设施进行“精准打击”，作为对日前叙东古塔地区发生“化学武器袭击”的回应。
2018/5/8	退出伊核协议	■ 特朗普宣布美国将退出伊核协议，并重启因伊核协议而豁免的对伊朗制裁。制裁针对伊朗能源、石化和金融等关键经济领域。
2018/6/12	建立朝美新关系	■ 金正恩和特朗普举行朝美在任领导人历史上首次会晤，并签署了一份联合声明。特朗普表示朝美将努力“建立新的朝美关系”，以及“构建朝鲜半岛持久稳定和平机制”。特朗普承诺为朝鲜提供安全保障，金正恩重申对“朝鲜半岛完全无核化”的承诺。
2018/9/30	签署“美墨加协定”	■ 美国、墨西哥和加拿大就更新北美自由贸易协定达成一致，新的贸易协定被命名为“美国—墨西哥—加拿大协定”。该贸易协定包含新的劳工规定、对美国知识产权的更强有力保护以及对汽车行业的更高标准，包括有利于美国制造商的原产地规则和最低工资上调。重谈北美自贸协定是美国总统特朗普的重要竞选承诺，特朗普曾多次威胁终止1994年生效的北美自贸协定，批评该协定造成美国制造业岗位流失。
2019/10/6	从叙利亚撤军	■ 美军撤离叙利亚东北部，次日白宫声明称美国从叙利亚东北部撤军后将不再拘押在打击“伊斯兰国”战争中俘获的武装人员，理由是拘押那些人会持续多年并耗费大笔纳税人的钱。
2020/1/28	试图推动巴以签订协议	■ 特朗普在白宫会见以色列总理内塔尼亚胡，公布了所谓推动解决巴勒斯坦与以色列问题的“世纪协议”，以色列对此协议表示支持，巴勒斯坦则拒绝接受该协议。该协议承认耶路撒冷为以色列“不可分割的首都”，巴勒斯坦国未来将在东耶路撒冷部分地区建立首都。包括承认以色列在约旦河西岸犹太人定居点的主权；协议计划扩大巴勒斯坦控制领土，但要求巴勒斯坦实现“非军事化”；协议要求以色列在未来4年停止扩建定居点，并在此期间与巴方展开谈判。
2020/2/29	从阿富汗撤军	■ 美国与塔利班签署和平协议，旨在结束长达19年的阿富汗战争。据报道，特朗普今年寻求连任，他希望兑现竞选承诺，实现撤军。
2020/7/6	退出世卫组织	■ 美国正式通知联合国将退出世卫组织，此时新冠肺炎疫情正在美国西部和南部多州快速蔓延。该举动遭到了美国媒体、国会议员和公共卫生专家的广泛批评。世卫组织网站显示，截至今年2月底，美国2019年的会费仍拖欠大半，2020年总额超过1.2亿美元的会费则分文未付。
2020/7/29	从德国撤军并 迁至比利时	■ 美国宣布计划从德国撤出近1.2万名美军并对其进行重新部署，并将位于德国的美国欧洲司令部迁至比利时，同在德国的美国非洲司令部未来也将迁至别处。对于美国单方面撤军的举动，德国总理默克尔此前表示，欧洲需要为自身安全承担更多责任，并说：“如果美国现在自愿决定放弃这一角色，我们将不得不就此好好进行思考。”这番表态被认为是呼吁欧洲为美国全球领导地位终结做准备，美德矛盾凸显。
2020/9/15	推动阿以签订协议	■ 特朗普在白宫主持以色列与阿联酋和巴林关系正常化协议的签署仪式，以色列总理内塔尼亚胡先后与阿联酋外长阿卜杜拉和巴林外交大臣扎耶尼签署关系正常化协议。

## 2 外交政策（复盘，2/2）：特朗普政府外交政策的具体影响为加剧大国竞争、冲击美国盟友关系、地区局势维持动荡，以及破坏国际多边治理机制

- 具体来看，在特朗普政府以美国优先为目标、重视经济基础、强调国家安全的外交政策下，现有的美国全球战略格局将出现较大转向：
  - 大国竞争：2017年末特朗普政府发布《国家安全战略》报告，指出“俄罗斯挑战美国的力量、影响和利益，试图削弱美国的安全和繁荣”。特朗普执政期间将俄罗斯作为战略竞争对手，虽在特朗普执政初期展现缓和可能，但在共和党建制派官员的大国竞争理念下又快速回到竞争轨道。
  - 盟友关系：特朗普敦促盟友履行同盟义务，强调美国盟友应分担安全成本，其外交政策对盟友关系形成一定冲击。从美国优先角度出发，特朗普政府一方面以贸易平衡为标准，对与美国有较大贸易顺差的传统盟友国，如德国、加拿大、日本等实施贸易制裁；另一方面对北约盟友在安全领域“搭美国便车”极为不满，多次在防务开支上对北约盟国施压。
  - 地区局势：中东地区方面，特朗普虽然收缩了中东地区驻军规模，但实行了其他更具侵略性的举动，例如承认耶路撒冷为以色列首都、退出伊核协议、推动巴以“世纪协议”等，呈现强烈的亲以色列、反伊朗特点，导致局部性地缘冲突难以降温；半岛局势方面，特朗普执政初期在朝核问题上加大对朝鲜施压，美朝关系一度陷入僵持，后续特朗普虽与朝鲜最高领导人成功会晤并发表联合声明，但美国在为朝鲜提供安全保障以及减轻制裁方面的措施存在不确定性，朝核问题未能根本解决，导致半岛局势风险隐患持续。
  - 多边治理：特朗普政府退出多个多边国际机制，削弱美国在全球秩序中的领导地位，加剧全球治理的复杂性和不确定性。在国际多边治理上，特朗普的单边主义外交主要表现在贸易领域，即破坏世贸组织谈判的多边主义与非歧视性的特点，具体包括频繁对商品加征关税以实现美国收益最大化，以及以各种理由阻碍世贸组织争端解决上诉机构法官的任命，使得世贸组织上诉机构一度面临停摆危机。此外，特朗普政府还宣布退出《巴黎协定》以及世卫组织，美国退出多边国际机制不仅削弱美国在全球秩序中的领导地位，更加剧了全球治理的复杂性和不确定性。

图表47 特朗普执政1.0时期退出多个多边国际机制事件

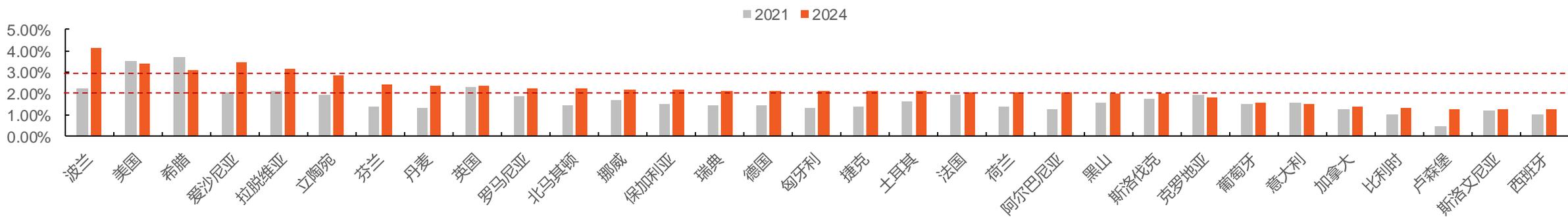
资料来源：Council on Foreign Relations，人民网，纽约时报，新华网，澎湃新闻，光明网，平安证券研究所

序号	退出的国际机制	具体情况	序号	退出的国际机制	具体情况
1	巴黎气候协定	■ 2017年宣布退出旨在减少温室气体排放的巴黎气候协定，根据协定条款，退出过程需要一年时间，因此美国在2020年11月4日正式退出	5	全球移民契约	■ 2017年宣布退出该契约
2	联合国教科文组织	■ 2017年宣布退出联合国教科文组织，理由是该组织存在财政问题、需要进行根本性改革，并且持续存在反以色列偏见	6	伊朗核协议	■ 2018年宣布美国退出伊朗核协议，并重新对伊朗实施制裁
3	跨太平洋伙伴关系协定	■ 2017年特朗普签署行政命令决定退出TPP，该贸易协议覆盖了环绕太平洋的大部分国家，目标是促进贸易自由化，降低各成员国之间的关税	7	开放天空条约	■ 2020年宣布退出开放天空条约，该条约允许签约国在彼此领土上进行军事透明度飞行
4	联合国人权理事会	■ 2018年退出人权理事会，称其为“伪善和自私的组织”，并指责存在政治偏见			

## 2 外交政策（本轮）：重回“美国优先”目标，现实主义色彩更浓，地缘政治不确定风险加大

- 2024年共和党党纲以“回归常识”（A Return to Common Sense）为标题，指向其执政思想或更简单、直接，现实主义色彩更浓，同时党纲还提出“以实力换取和平”（Peace through Strength），指向外交政策将重回“美国优先”目标，强化战略威慑。
- 欧洲：纲领强调以确保盟国履行共同防务义务的方式加强与欧洲的联盟，美欧矛盾深化或使得战略自主成为欧洲的长期目标。纲领显示本轮特朗普执政下对欧洲盟友的外交政策方向与上一任期基本保持一致，均试图以削减军事援助为要挟，通过成本转嫁的方式要求盟友分摊更多防务成本。据泰晤士报消息，今年5月特朗普曾表示考虑要求北约成员国军费开支占GDP的比例从2%提高至3%。据Atlantic Council数据，预计2024年北约成员国中除美国外仅4国满足军费开支占GDP3%的要求。特朗普外交政策下，美欧矛盾深化或使得战略自主成为欧洲的长期目标。
- 俄乌：结束俄乌战争符合“美国优先”目标，在特朗普政府施压下俄乌战争或得以平息。特朗普在本轮竞选时曾多次表示其上任后将快速解决俄乌战争，一方面其认为战争导致美国陷入无休止的军费开支，另一方面从共和党纲领看，特朗普将部分美国通胀归结为供应端问题，结束战争也将从供应端缓解通胀，因此结束俄乌战争符合“美国优先”目标。特朗普也曾暗示将向乌克兰施压，俄乌战争或得以平息。
- 巴以：纲领明确支持以色列，目前巴以冲突无明确解决计划，短期政治不确定风险加剧。纲领指出“美国将与以色列站在一起”，虽然巴以冲突结束也有助于美国治理通胀，但目前特朗普政府无明确的解决计划，同时参考特朗普上一任期措施，后续或进一步支持以色列并打压伊朗，短期政治不确定风险加剧。
- 整体来看，特朗普在地缘局势上的外交策略或仍以施压手段为主以达成妥协，但无法从根本解决问题，全球地缘政治不确定风险或加大。

图表48 北约成员国军费开支占GDP比重变化





# 目录CONTENTS

## 1 经济政策：对内减税+对外加税+放松部分产业监管，主张宽财政+宽货币

1.1 税收政策：主张TCJA永久化+加大减税幅度，预计对经济、股价的正向影响预计不及上轮

1.2 支出政策：倾向于宽财政政策，美国高债务长期化趋势难改

1.3 货币政策：倾向于宽货币政策，并主张维持弱美元+低利率，弱美元实则落地存在一定难度

1.4 产业政策：政策利好传统能源、金融、材料等板块

1.5 关税政策：恢复全球征加关税政策，并提高税率，进一步加剧逆全球化

## 2 外交政策：重回“美国优先”，现实主义色彩更浓，地缘政治风险加大

## 3 移民政策：再度收紧移民，年均移民人数或降至75-140万人，加大通胀风险

## 4 对华政策：预计利益相关产业以及必需品或有一定程度关税豁免

## 5 效果总结：“逆全球化”、“做高通胀”、“做多赤字”的效果或更强

## 6 兑现程度及施政顺序：对外加关税、对内减税等政策预计何时落地？

# 3 移民政策（复盘）：特朗普政府修改了472项移民政策以收紧移民，执政期内年均净流入移民数量明显减少，非法移民出现净流出

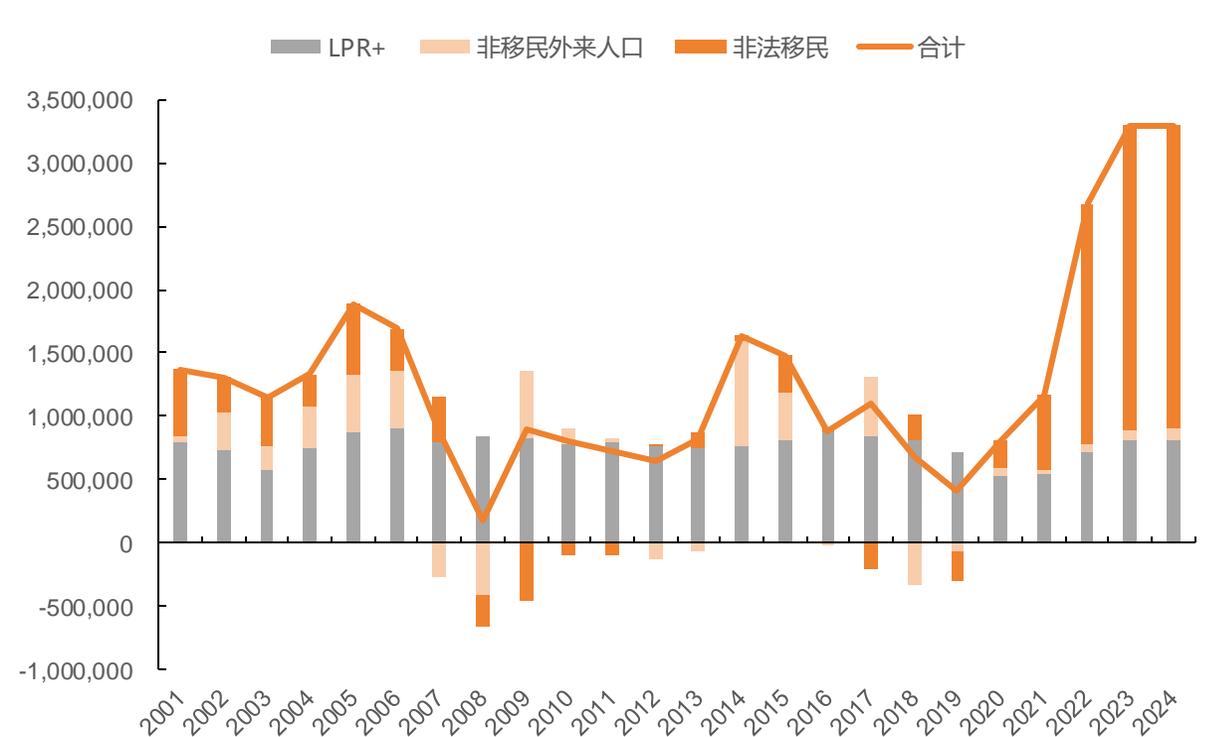
- 2017至2020年间特朗普政府修改了472项移民政策以收紧移民，包括减少移民进入美国的合法渠道以及缩小非法移民的留美空间。具体包括修建美墨边境墙、大规模驱逐非法移民、限制难民庇护、签署涉及多国的旅行禁令以及限制绿卡发放条件等。
- 从效果上看，特朗普执政期内年均净流入移民数量明显减少，非法移民出现净流出。据CBO数据，特朗普执政时期（2017年至2020年）年均净流入移民数量约75万人，远低于前一届奥巴马执政时期（2013年至2016年）的120万人，以及后一届拜登执政时期（2021年至2024年）的261万人。其中，特朗普执政时期非法移民数量出现净流出，四年内非法移民累计净流出3.4万人，相比之下拜登执政的四年内由于拜登主张放松移民政策，同时疫后移民潮涌现且国际局势动荡，非法移民累计净流入730万人，出现近20年来的异常高增。

图表49 特朗普上一任期内重要移民政策

日期	移民政策
<b>边境政策</b>	
2016/10/1至2021/9/30	2017至2021财年期间，国会拨款和特朗普授权共计58亿美元用于建造和修复美墨边境墙。特朗普在此期间还宣布南部边境进入国家紧急状态，以转移约105亿美元资金资助边境墙建设。
2017/12/14	特朗普政府的移民与海关执法局发布了第11032.3号指令，其中概述了如何识别、监控、追踪和安置怀孕被拘留者的程序。2017至2018年间，孕妇被拘留的总人数从1,160人增加到2,098人。
2018/5/7	司法部宣布了对未经授权越境墨西哥的“零容忍”政策。联邦当局将儿童与其父母、亲戚或陪同他们非法越境的其他成年人分开。
2018/6/20	特朗普发布行政令（13841号）结束了边境移民家庭分离的做法。2018年5月7日至6月20日期间，2700余名流动儿童与父母或家人分离。
2018/12/20	美国国土安全部宣布禁止中美洲寻求庇护者进入美国，要求他们留在墨西哥等待自己的申请被受理。墨西哥外交部回应称，此举并非协议，而是墨政府被迫作出的妥协。
2020/3/21	特朗普援引第42条，允许美国海关和边境保护局在南部边境迅速驱逐移民，不允许其寻求庇护。
<b>庇护政策</b>	
2017/1/27	特朗普签署行政令暂停（除旅行禁令外）所有难民入境120天，无限期暂停叙利亚难民入境。
2017/10/24	特朗普命令政府取消重新安置来自11个国家安全高风险国家。
2018至2021	特朗普将2018-2021财年难民接纳上限分别降低至4.5万人、3万人、1.8万人和1.5万人，在特朗普政府执政下，每年接纳的难民数量创历史新低。
<b>合法移民政策</b>	
2017/1/27	特朗普禁止伊朗、伊拉克、叙利亚、也门、苏丹、利比亚和索马里这七个国家的外国人在90天内前往美国。随后4年内特朗普发布多次旅游禁令。
2017/9/5	特朗普政府宣布分阶段结束DACA，即保护儿童时期来到美国的非法移民免遭驱逐出境。
2019/8/14	特朗普政府的美国移民局规定禁止任何可能成为公共负担的绿卡申请人成为合法永久居民。

资料来源：PIIE, Federal Register, 中新网, 平安证券研究所

图表50 特朗普上一任执政期内年均净流入移民数量减少，非法移民出现净流出（人）

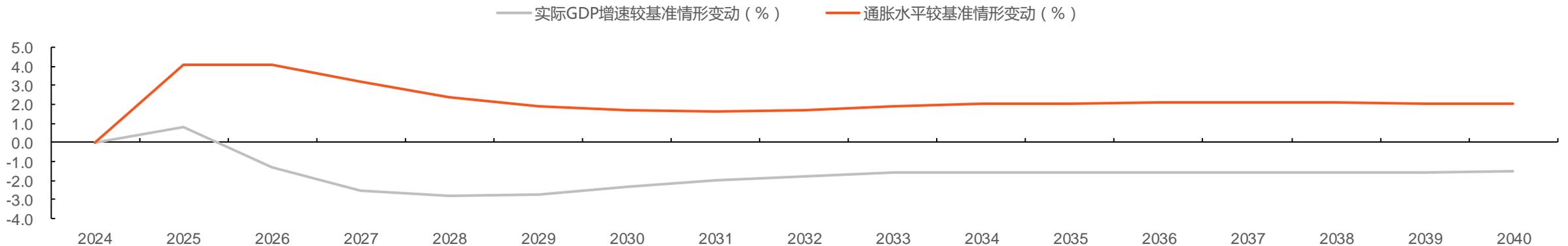


资料来源：CBO, 平安证券研究所；注：2024年数据为估计值

### 3 移民政策（本轮）：中性情景下年均移民净流入或下降至75-140万人，粗略估计对应每月新增非农就业或下降6-10万人，同时拖累GDP增速并提升通胀

- **2024年共和党党纲主张完成边境墙修建、封锁边境以阻止移民进入，同时驱逐百万非法移民并严厉打击非法移民犯罪，移民政策方向与上一任期基本一致，力度或大于上一任期。**一则，纲领显示特朗普本轮移民政策思路与上一任期一致，政策实施路径主要为限制移民进入以及驱逐非法移民。二则，据CBS新闻11月11日报道，特朗普宣布汤姆·霍曼将出任新一届美国移民和海关执法局（ICE）局长，汤姆·霍曼曾是富有争议的家庭分离政策的提出者之一，该政策导致上千名移民子女与父母分散。2024年10月27日汤姆·霍曼在采访中为特朗普发誓要制定大规模驱逐计划进行了辩护。此外，汤姆·霍曼在接受福克斯新闻采访时表示，军方不会非法逮捕移民，将以“人道的方式”实施特朗普的移民计划，或意味着军方可能参与移民政策。结合特朗普政策以及汤姆·霍曼近期表态，预计本轮特朗普移民政策力度或大于上一任期。
- **政策效果上，年均移民净流入或下降至75-140万左右，粗略估计对应每月新增非农就业或下降6-10万人。**考虑到特朗普上一任期内年均移民净流入为75万人，结合Brooking研究显示中性情景下预计未来四年累计移民净流入约560万人，而极端情景下仅约40万人。假设中性情景下，未来年均移民净流入下降至75-140万左右，相较于拜登执政期的年均261万人下降了约121-186万人，美国劳工局数据显示2023年移民劳动参与率为66.6%，粗略估计对应每月新增非农就业下降6-10万人左右。
- **驱逐非法移民或将拖累美国GDP增速并提升通胀风险。**据PIIE研究显示，仅考虑驱逐非法移民单一政策效果情况下，预计驱逐130万移民将导致2028年美国实际GDP增速较基准情形下降1.2%，并将推升通胀。在考虑多重政策效果情况下，10%全球关税+60%对华关税+外国无关税报复+驱逐130万人+美联储独立性受影响，将导致2028年实际GDP增速较基准情形下降2.8%，通胀则提升2.4%。

图表51 10%全球关税+60%对华关税+外国无关税报复+驱逐130万人+美联储独立性受影响，将导致2028年实际GDP增速较基准情形下降2.8%，通胀则提升2.4%





# 目录CONTENTS

## 1 经济政策：对内减税+对外加税+放松部分产业监管，主张宽财政+宽货币

1.1 税收政策：主张TCJA永久化+加大减税幅度，预计对经济、股价的正向影响预计不及上轮

1.2 支出政策：倾向于宽财政政策，美国高债务长期化趋势难改

1.3 货币政策：倾向于宽货币政策，并主张维持弱美元+低利率，弱美元实则落地存在一定难度

1.4 产业政策：政策利好传统能源、金融、材料等板块

1.5 关税政策：恢复全球征加关税政策，并提高税率，进一步加剧逆全球化

## 2 外交政策：重回“美国优先”，现实主义色彩更浓，地缘政治风险加大

## 3 移民政策：再度收紧移民，年均移民人数或降至75-140万人，加大通胀风险

## 4 对华政策：预计利益相关产业以及必需品或有一定程度关税豁免

## 5 效果总结：“逆全球化”、“做高通胀”、“做多赤字”的效果或更强

## 6 兑现程度及施政顺序：对外加关税、对内减税等政策预计何时落地？

## 4 对华政策（复盘，1/4）：主要集中在贸易领域和科技领域

- **贸易领域是美国对华限制政策的重点。**2017年8月，即特朗普正式就职7个月后，美国贸易代表在特朗普指示下宣布开始对中国开展“301调查”，2018年4月宣布了基于“301调查”建议对华加征25%关税的产品清单1，随后中美贸易摩擦正式开启。截至2019年9月，美国对自中国进口的商品共加征四轮关税，征税力度最大的行业集中在以机械设备、电机及电气设备为代表的新兴制造业。
- **科技领域方面，通过出台对华出口和投资限制法案初步形成科技领域战略框架。**一方面，特朗普通过修订“2018年出口管制法”进一步赋予美国商务部以“安全”名义加强对外国提供商品、技术的管制权限，同时将更多中国科技企业纳入“实体清单”，强化对相关主体科技产品和技术出口的审查力度，限制其购买诸如半导体、AI、生物科技等先进技术和产品。另一方面，特朗普签署《外国投资风险审查现代化法案》（FIRRMA）以及《外国公司问责法案》，限制我企业对美国关键技术和基础设施等领域投资以及增加赴美上市的难度。

图表52 特朗普上一任期对华301关税清单

阶段	批次	生效时间	计划到期时间	规模 (亿美元)	关税税率	加征关税的主要产品类别
第一轮	清单1	2018/7/6	2022/7/6	340	25%	机械、电子元件、汽车零部件、摩托车
	清单2	2018/8/23	2022/8/23	160	25%	集成电路、机械和零部件
第二轮	清单3	2018/9/24	2022/9/24	2000	10%	家具、金属、家电、塑料、纺织品和皮革制品
		2019/5/10	2022/9/24		由10%增至25%	
第三轮	清单4A	2019/9/1	2023/9/1	1200	15%	锂电池、服装、鞋类、摄像机等消费品，以及机械零部件
		2020/2/14	2023/9/1		由15%降至7.5%	
	清单4B	2019/12/15 (未实施)	-	1800	15%	手机、计算机、玩具、服装等消费品
现状	本应到期的清单1、2、3和4A仍在继续执行，USTR曾于2022年10月就对华加征关税复审程序向公众收集意见，2024年9月13日，USTR宣布美对华加征301关税四年期复审最终修订结果，在继续加征关税基础上，提高部分产品加征关税税率，并拟进一步扩大加征关税产品范围。					

资料来源：USTR，平安证券研究所

图表53 特朗普上一任期对华出口和投资限制法案

日期	对华出口和投资限制政策
2018年4月	美国商务部发布声明称由于中兴通讯公司违反与美国政府去年达成的和解协议，将对该公司执行为期7年的出口禁令，这意味着7年内美国企业不能向中兴提供产品。
2018年8月	美国总统特朗普签署了一项名为“2018年出口管制法案”的立法，主要加强了美国对外出口和再出口的两用物项、技术的管制，包含半导体等高科技产品。
2018年8月	特朗普政府签署《外国投资风险审查现代化法案》（FIRRMA），限制中国对美国关键技术及基础设施等领域的投资。
2019年5月	美国总统特朗普签署行政命令，宣布国家进入紧急状态，需警惕“外国敌对势力”对美国通讯系统造成的国家安全威胁。这一行政命令被普遍认为意在禁止美国公司使用外国通讯设备，尤其针对中国的通讯巨头华为。
2020年5月	美国政府对华为临时许可证的到期。美国商务部网站发布出口禁令，要求使用美国晶片制造设备的外国企业，供货之前必须先取得出口许可。
2020年8月	美国商务部升级了对华为使用美国技术和软件生产产品供应的限制，在“实体清单”上新添了38家华为子公司，扩充后的实体清单上总共有152家华为关联公司。
2020年12月	特朗普政府签署《外国公司问责法案》，该法案主要包含两点：如果外国公司连续三年未能通过美国公众公司会计监督委员会（PCAOB）的审计，将被禁止在美国任何交易所上市；上市公司需披露自己与其他国家政府的关系。该法案增加了中企赴美上市融资的难度。

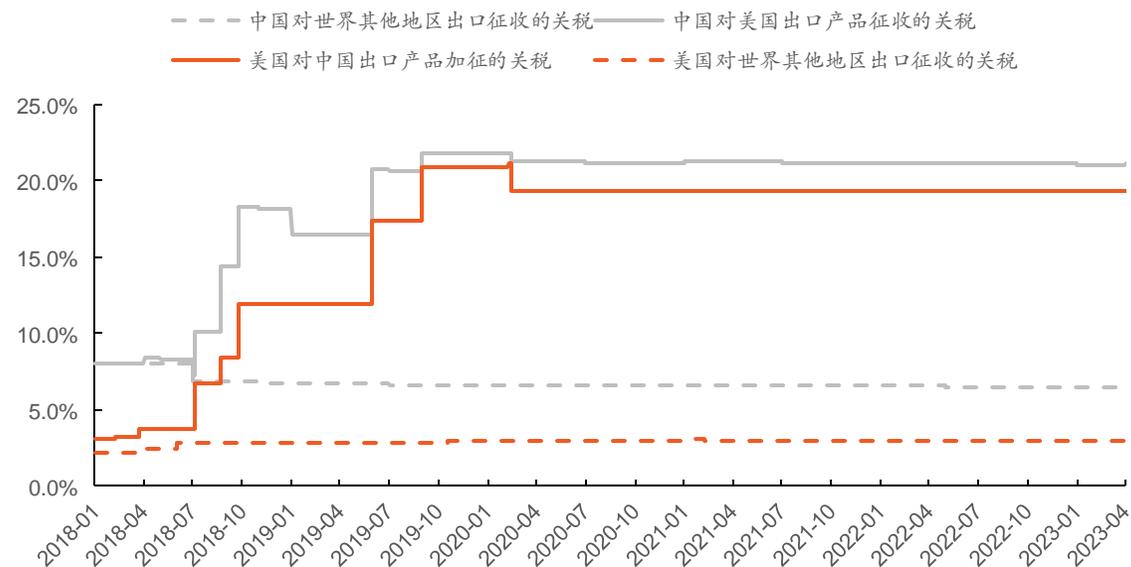
资料来源：中国政府网，人民网，BBC News，澎湃新闻，平安证券研究所

## 4 对华政策（复盘，2/4）：贸易方面，特朗普全球加税政策下，在已实施的征税商品列表内，中国商品进口规模较大

■ 根据美国彼得森国际经济研究所（PIIE）数据，在特朗普已实施的征税商品列表内，中国商品的进口规模较大：

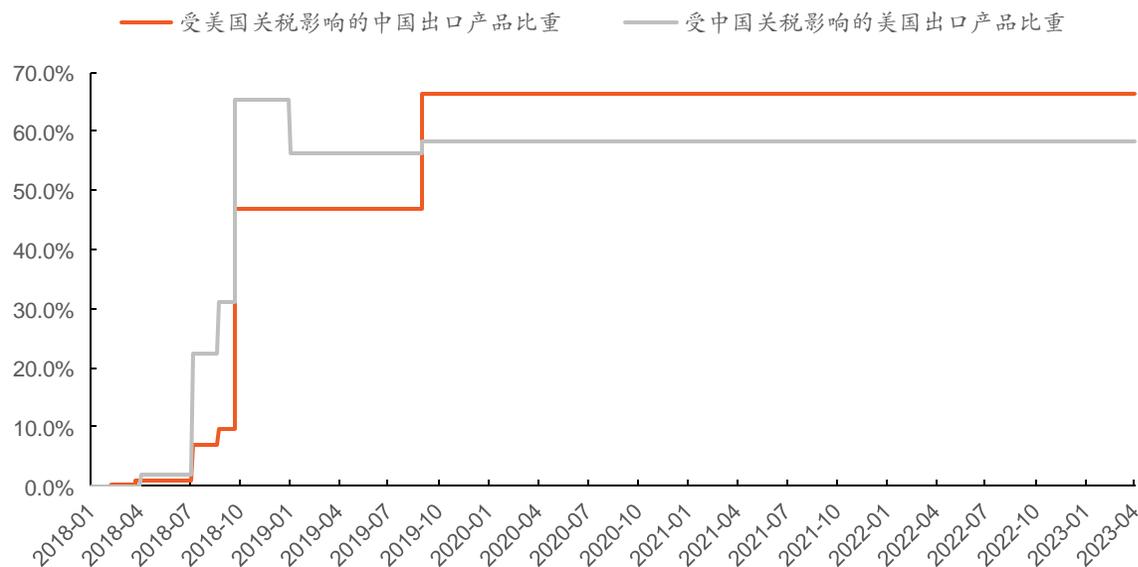
- 一是关税税率方面，截至2021年2月底，美国针对中国出口商品的加权平均关税税率为19.3%，而2018年1月这一数字仅为3.1%，与此同时，中国对美国出口商品的加权平均关税税率在同期由8.0%上升至21.2%。
- 二是征税规模方面，2018年起截至2021年2月，美国对华加征的关税涉及自中国进口的66.4%的商品，而中国对美加征的关税涉及自美国进口的58.3%的商品。2018年起美国先后对中国实施了四批征税清单，所涉商品总进口价值约3700亿美元，与此同时，中国对美国出口商品征税涉及商品价值约1100亿美元。
- 三是美国对中国加征关税排除方面，美国也公布了可以免征关税的排除名单，其中前三单已完成排除工作，经PIIE估算，清单3的排除金额占清单总金额的比例为7.5%，低于清单1的25.8%和清单2的26.3%，指向美国对中国加征关税排除力度或有所收紧。

图表54 美中相互之间以及分别对其他地区的关税税率



资料来源：PIIE，平安证券研究所；数据截至2023年4月

图表55 受贸易摩擦关税影响的中美贸易百分比



资料来源：PIIE，平安证券研究所；数据截至2023年4月

## 4 对华政策（复盘，3/4）：特朗普执政1.0时期中美贸易摩擦加剧

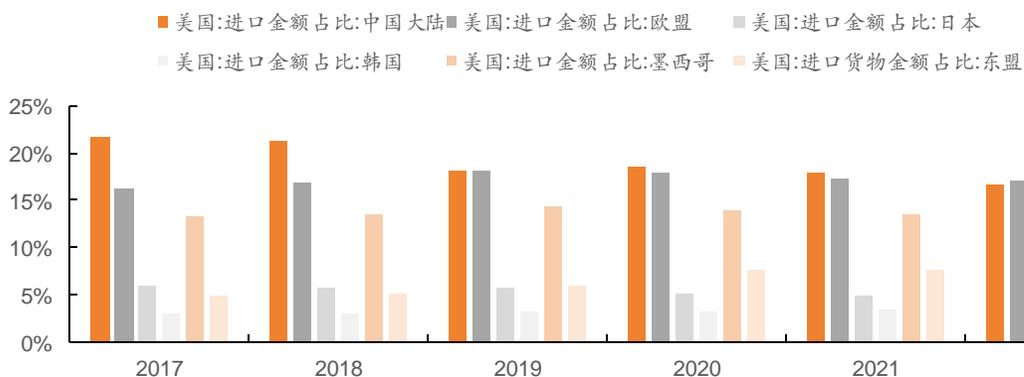
图表56 特朗普执政时期中美贸易摩擦过程

时间		事件
2018/07/06	第一轮关税	美国正式开始对340亿美元的中国产品加征25%的关税。
2018/07/06	第一轮反制	中方对原产于美方的部分进口商品加征关税措施将在美方的加征关税措施生效后即行实施。
2018/08/08、 2018/08/23	第二轮关税	8日，美国贸易代表办公室（USTR）公布第二批对价值160亿美元中国进口商品加征关税的清单，8月23日起生效。最终清单包含了2018年6月15日公布的284个关税项目中的279个，包括摩托车、蒸汽轮机等产品，将征收25%关税。23日，美国在301调查项下对自中国进口的160亿美元产品加征25%关税。
2018/08/08、 2018/08/23	第二轮反制	8日，中方决定对160亿美元自美进口产品加征25%的关税，并与美方同步实施。23日，中方自12时01分起正式对约160亿美元自美进口产品加征25%的关税。
2018/09/18	第三轮关税	美国政府宣布实施对从中国进口的约2000亿美元商品加征关税的措施，自2018年9月24日起加征关税税率为10%，2019年1月1日起加征关税税率提高到25%
2018/09/18	第三轮反制	中方对已公布的约600亿美元清单商品实施加征关税措施。
2018/12/01	谈判	G20布宜诺斯艾利斯峰会上，中美两国最高领导人达成共识，同意举行为期90日的谈判，并在谈判期内暂停新增贸易措施。
2019/03/01	美方延长暂停新增贸易措施期限	美方宣布已有重大进展，并延长暂停新增贸易措施的期限。
2019/05/05	第三轮关税	特朗普宣布对另外价值约2000亿美元的中国输美商品征收25%关税，该措施于5月10日起正式对到达美国港口的中国商品生效，最终实际是6月15日生效。
2019/08/15	第四轮关税	美国对余下价值3000亿美元的所有中国输美商品征收10%的关税，分两批自2019年9月1日、12月15日起实施。
2019/08/23	第四轮反制	1) 中方对原产于美国的5078个税目、约750亿美元进口商品加征关税，分两批自2019年9月1日、12月15日起实施。 2) 2019年12月15日12时01分起，中方对原产于美国的汽车及零部件恢复加征关税。
2020/01/15	谈判	中美两国在白宫签署第一阶段贸易协议，同时美国把第四轮加征关税的3000亿美元商品税率下降到7.5%，但是前三轮的保持25%的税率不变。
2020/09/15	WTO裁决	世界贸易组织裁决特朗普政府对中国征收的关税属非法。

# 4 对华政策（复盘，4/4）：中国则通过东盟、墨西哥等地的中转贸易，“间接再挂钩”趋势出现，且欧盟成为替代美国市场的重要贸易目的地

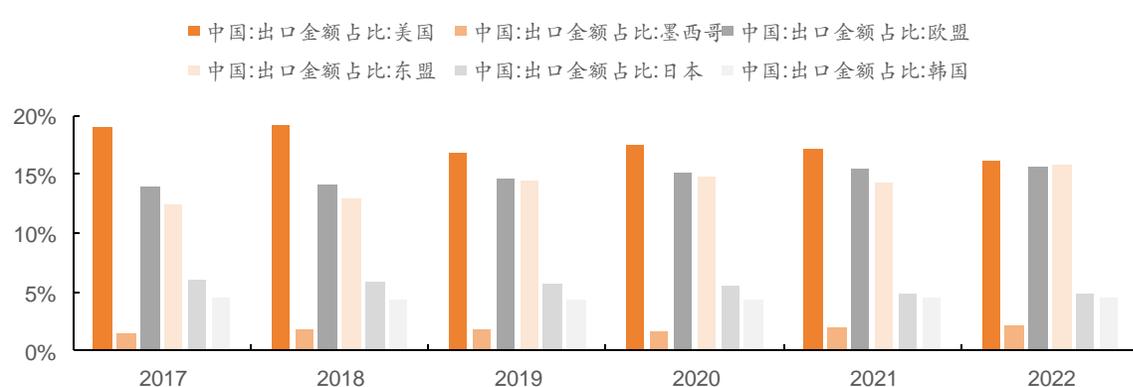
- 实际特朗普主导的加征关税政策确实对中国商品出口美国产生了抑制作用，但同时“间接再挂钩”趋势出现，主要通过东盟、墨西哥等地的中转贸易实现，且欧盟成为替代美国市场的重要贸易目的地，也在一定程度上缓解中国外贸压力。
- 对华关税政策确实对中国商品出口美国产生了抑制作用。对华产品加征关税迫使美国企业在有国内或第三方替代来源的情况下，减少或停止向中国购买，从而达到逐步将产业链移出中国，压制中国战略性新兴产业发展的中长期目标。根据中国海关公布的数据，中国对美国的出口总额占比从2017年中美贸易摩擦前的19%下降至2019年的16.7%，下滑明显；
- 中美贸易通过东盟、墨西哥等地的中转贸易实现了“间接再挂钩”。一方面，美国对中国出口商品加征关税后开启多元化进口战略，美国进口总额中，中国占比明显下降而东盟、墨西哥等地区份额相应上升。另一方面，从2018年中美摩擦起，中国对东盟、墨西哥的出口快速增长。之所以通过东盟、墨西哥等地实现中转贸易，一是东盟具备劳动力成本优势，同时与中国签订自由贸易协定，劳动密集型产业形成向东盟转移的趋势，实现低附加值商品贸易中转；二是2020年7月特朗普执政后期推动《美墨加协定》，对墨西哥产品出口美加提供关税免除，近年来中国对墨西哥的FDI数据增速呈现快速上行态势，中资企业在墨投资项目涉及领域包括传统能源及新能源、汽车及其零部件、基础设施建设等；
- 2018年以来中国出口欧盟的份额不断抬升。欧盟作为中国第一大贸易伙伴，承接了部分中美贸易份额，欧盟统计局发布数据显示，2020年欧盟与中国货物贸易在疫情中逆势双向增长，中国首次取代美国成为欧盟最大贸易伙伴，这也在一定程度上缓解中国外贸压力。

图表57 美国对不同经济体进口份额变化



资料来源：Wind，平安证券研究所

图表58 中国对不同经济体出口份额变化



资料来源：Wind，平安证券研究所

## 4 对华政策（本轮）：预计利益相关产业以及必需品或有一定程度豁免

- **2024年共和党新纲领主张对中国关税税率提升至60%，但预计美国利益相关产业以及必需品或有一定程度豁免。**特朗普上一任期制定的关税清单1、2、3和4A本应到期，USTR曾于2022年10月就对华加征关税复审程序向公众收集意见，2024年9月13日USTR宣布复审结果，将在继续加征关税基础上，提高部分产品加征关税税率，并拟进一步扩大加征关税产品范围。但如手机、计算机等涉及美国在华组装的利益相关产业，以及食品、服装等必需品或有一定程度豁免。
- **对全球产业链的部分法案或有冲击，但新国会需重新提交并审理，暂无出台可能。**目前美国国会尚存部分刚提出或已通过众议院待参议院表决的法案，由于118届国会即将结束，新国会上任后法案需重新提出再审理，暂无出台可能。

图表59 部分美国国会尚存的刚提出或已通过众议院待参议院表决的对全球产业链有所影响的法案

法案编号	法案状态	主要内容
H.R.8152	已通过众议院待参议院表决	经修订的《远程访问安全法》由众议员劳勒·迈克尔及外交事务委员会提出，旨在修订“2018年出口控制改革法案”，以加强对远程访问项目的控制，特别关注对远程访问的控制。远程访问是指（1）外国人通过网络连接（包括互联网或云计算服务）从物品实际所在地以外的位置访问受美国管辖的物品；（2）商务部颁布的法规中规定的任何其他形式的访问。
H.R.8631	已通过众议院待参议院表决	《脱离外国电池依赖法案》（Decoupling from Foreign Adversarial Battery Dependence Act）由国土安全部提出，该法案禁止国土安全部（DHS）使用拨款购买部分外国实体生产的电池。这项禁令拟从2027年10月1日开始生效。
H.R.7980	已通过众议院待参议院表决	《2024年美国终止中国电动汽车主导地位法案》由众议员米勒·卡罗尔提出，将电池含有来自被禁止的外国实体的材料的车辆排除在清洁车辆信贷之外。受限制的电池的条件包括使用可归因于与被禁止的外国实体签订的任何许可证、特许权使用费、服务或类似协议的任何工艺设计、制造或生产的，估计总合同成本，包括可变、或有或基于销售的付款，超过500万美元。
H.R.7589	已通过众议院待参议院表决	《路由器法案》要求美国国家电信和信息管理局对消费者路由器和调制解调器（包括将调制解调器和路由器联合收割机结合在一起的设备）带来的国家安全风险进行研究，并将研究结果提供给国会。
H.R.2864	已通过众议院待参议院表决	《无人机法案》要求将部分外国公司生产或提供的电信和视频监控设备或服务列入联邦通信委员会（FCC）确定的对美国国家安全构成不可接受风险的通信设备或服务清单。
S.5188	已提出未表决	《爱国投资法案》由特朗普提名的本届国务卿候选人卢比奥提出，要求投资部分国家资本市场的美国公司或个人需要为资本利得缴最高档的税，缓冲期6个月。



# 目录CONTENTS

## 1 经济政策：对内减税+对外加税+放松部分产业监管，主张宽财政+宽货币

1.1 税收政策：主张TCJA永久化+加大减税幅度，预计对经济、股价的正向影响预计不及上轮

1.2 支出政策：倾向于宽财政政策，美国高债务长期化趋势难改

1.3 货币政策：倾向于宽货币政策，并主张维持弱美元+低利率，弱美元实则落地存在一定难度

1.4 产业政策：政策利好传统能源、金融、材料等板块

1.5 关税政策：恢复全球征加关税政策，并提高税率，进一步加剧逆全球化

## 2 外交政策：重回“美国优先”，现实主义色彩更浓，地缘政治风险加大

## 3 移民政策：再度收紧移民，年均移民人数或降至75-140万人，加大通胀风险

## 4 对华政策：预计利益相关产业以及必需品或有一定程度关税豁免

## 5 效果总结：“逆全球化”、“做高通胀”、“做多赤字”的效果或更强

## 6 兑现程度及施政顺序：对外加关税、对内减税等政策预计何时落地？

# 5.0 效果总结：预期本轮执政下，“逆全球化”、“做高通胀”、“做多赤字”的政策效果或更强，关注地缘政治风险的加大

■ 整体来看，特朗普再度上台，其执政下“逆全球化”、“做多赤字”、“做高通胀”的效果或将更强，关注地缘政治风险的加大。

图表60 特朗普本轮政策与上轮的异同

资料来源：平安证券研究所

政策		2016-2020年特朗普执政时期政策主张及落地效果	本轮大选特朗普竞选主张及预期落地效果
经济政策	税收政策	<p><b>推动《减税与就业法案》：</b></p> <ol style="list-style-type: none"> <li><b>企业端：</b>所得税最高税率实现自里根税改以来的最大降幅，一定程度提振了企业利润并推动企业扩大投资。同时所得税大幅降低后，盈利增长+回购增加支撑美股，而股价上行幅度则与实际公司税率降低幅度呈现一定正相关性。</li> <li><b>个人端：</b>个人所得税税率降幅较小，对个人可支配收入与消费支出拉动相对有限，且加剧收入分配不均。</li> <li><b>资金回流：</b>海外资金回流明显，但大型企业将四成资金用于回购，资本及研发支出无明显跳升。</li> <li><b>制造业回流：</b>制造业就业有所增加，主要依赖FDI而非美企回流，且高科技岗位占比变化不大。</li> </ol>	<p><b>主张《减税与就业法案》永久化：</b></p> <ol style="list-style-type: none"> <li><b>整体影响：</b>主张TCJA永久化，企业所得税税率调降6%，并取消对小费征税，整体对经济、股价的正向影响预计不及上轮。</li> <li><b>制造业回流：</b>TCJA永久化提供持续低税率，叠加关键产业链回流、高关税以及禁止外包主张，预计制造业回流或增强。</li> </ol>
	支出政策	<ol style="list-style-type: none"> <li><b>宽财政：</b>大幅削减政府支出，但同时扩大军事、国防开支，维持高财政预算，并试图推行大型基建计划但未果。</li> <li><b>整体效果：</b>关税带来的收入无力抵消新冠救济、减税法案、预算法案增加的债务，美国公众持有债务占GDP比重高增。</li> </ol>	<ol style="list-style-type: none"> <li><b>宽财政：</b>主张加征关税、减少政府开支以缓解债务压力，但同时涉及多项扩大支出举措，如TCJA永久化、基建投资等，仍倾向于宽财政。</li> <li><b>整体效果：</b>或延续高债务长期化趋势，带来利率上行压力。</li> </ol>
	货币政策	<ol style="list-style-type: none"> <li><b>宽货币：</b>偏好降息以刺激经济，曾在竞选与任职期间多次施压美联储。</li> <li><b>“弱美元”：</b>倾向弱美元以提振出口缩小贸易逆差，但美元走弱不全为特朗普引导。</li> </ol>	<ol style="list-style-type: none"> <li><b>宽货币+弱美元：</b>仍倾向宽货币政策，并维持弱美元+低利率主张，但弱美元主张实则与MAGA存在一定背离，落地有一定难度。</li> </ol>
	产业政策	<ol style="list-style-type: none"> <li><b>政策方向：</b>对内通过产业政策，为传统能源行业松绑，为国防、尖端技术助力，并对中小银行等金融业放松监管，对外通过关税政策，对初级金属、机械、计算机及电子产品的进口加征更高比例关税，保护国内相关行业。</li> <li><b>政策利好板块表现强劲：</b>美股能源、金融、材料等板块出现上涨，小盘占优。</li> </ol>	<ol style="list-style-type: none"> <li><b>政策方向：</b>仍通过对内产业政策、对外关税政策来保护国内产业，其中对内将继续支持传统能源、并主张重振汽车与国防工业，新增助力加密货币、AI、航天等新兴产业。</li> <li><b>板块表现：</b>受益于产业政策的房地产、金融、信息技术、能源等已受产业政策预期催化出现上涨，风格上，美股小盘依然占优。</li> </ol>
	关税政策	<ol style="list-style-type: none"> <li><b>政策方向：</b>主张“激进”的贸易保护主义政策，对全球加征关税。</li> <li><b>整体效果：</b>引发欧盟、加拿大、墨西哥等被加税国不满，采取“反向征税”，全球加税政策实则产生的有关经济、就业、消费等负面影响或大于正面影响。</li> </ol>	<ol style="list-style-type: none"> <li><b>政策方向：</b>主张取消部分国家的最惠国待遇，并对全球加征基础关税，对中国的关税税率或提升至60%。</li> <li><b>整体效果：</b>将进一步加剧逆全球化，并对通胀带来扰动。</li> </ol>
外交政策	<ol style="list-style-type: none"> <li><b>政策方向：</b>“孤立主义的”外交政策，以“美国优先”为目标，重视经济基础、强调国家安全，具有现实主义色彩。</li> <li><b>整体效果：</b>加剧大国的竞争及地区局势的动荡、冲击美国盟友关系，并破坏国际多边治理机制。</li> </ol>	<ol style="list-style-type: none"> <li><b>政策方向：</b>重回“美国优先”目标，现实主义色彩更浓，强化战略威胁。</li> <li><b>整体效果：</b>1) 美欧矛盾或进一步深化；2) 俄乌冲突或得以平息；3) 明确支持以色列，巴以冲突暂无明确计划，短期政治风险加大</li> </ol>	
移民政策	<ol style="list-style-type: none"> <li><b>政策方向：</b>收紧移民，包括减少移民进入美国的合法渠道以及缩小非法移民的留美空间。</li> <li><b>整体效果：</b>执政期内年均净流入移民数量明显减少，非法移民出现净流出。</li> </ol>	<ol style="list-style-type: none"> <li><b>政策方向：</b>继续收紧移民，完成边境墙修建、封锁边境以阻止移民进入，同时驱逐百万非法移民并严厉打击非法移民犯罪，打击力度或大于上一任。</li> <li><b>整体效果：</b>估计年均移民净流入或下降至75-140万人，每月新增非农就业或下降6-10万人，同时拖累GDP增速并提升通胀。</li> </ol>	
对华政策	主要集中在贸易领域和科技领域	预计利益相关产业以及必需品或有一定程度豁免	



# 目录CONTENTS

## 1 经济政策：对内减税+对外加税+放松部分产业监管，主张宽财政+宽货币

1.1 税收政策：主张TCJA永久化+加大减税幅度，预计对经济、股价的正向影响预计不及上轮

1.2 支出政策：倾向于宽财政政策，美国高债务长期化趋势难改

1.3 货币政策：倾向于宽货币政策，并主张维持弱美元+低利率，弱美元实则落地存在一定难度

1.4 产业政策：政策利好传统能源、金融、材料等板块

1.5 关税政策：恢复全球征加关税政策，并提高税率，进一步加剧逆全球化

## 2 外交政策：重回“美国优先”，现实主义色彩更浓，地缘政治风险加大

## 3 移民政策：再度收紧移民，年均移民人数或降至75-140万人，加大通胀风险

## 4 对华政策：预计利益相关产业以及必需品或有一定程度关税豁免

## 5 效果总结：“逆全球化”、“做高通胀”、“做多赤字”的效果或更强

## 6 兑现程度及施政顺序：对外加关税、对内减税等政策预计何时落地？

# 6.1 兑现程度：特朗普执政1.0时期竞选承诺兑现比例并不高，主要兑现于产业、贸易、军事、外交等领域，预计2.0时期兑现比例将高于1.0时期

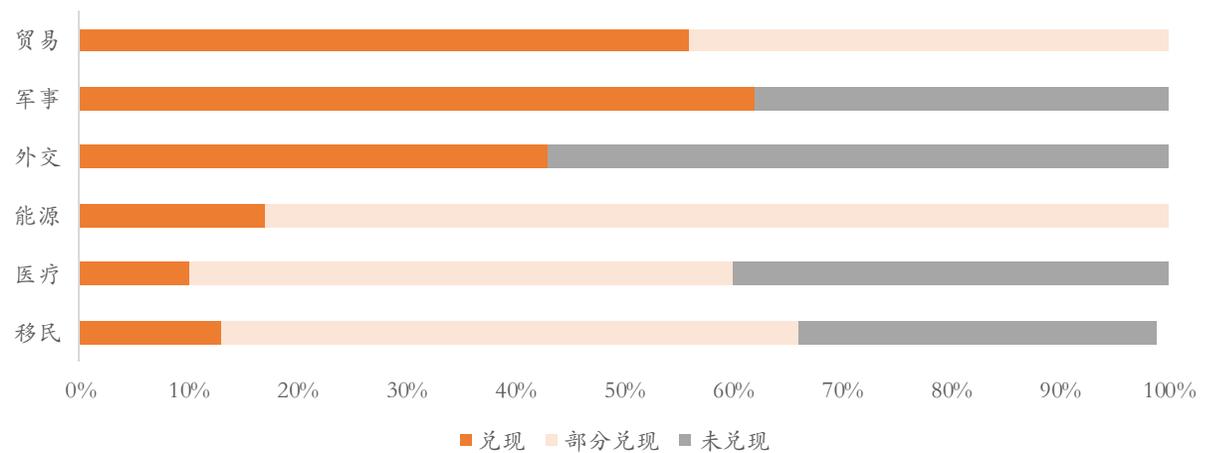
- 对比特朗普、拜登各自执政时期，后者竞选兑现程度明显高于前者，前者部分承诺有明显“博选票”色彩，落地概率较低。对比特朗普和拜登各自执政1.0时期竞选主张的兑现率，拜登的兑现率达69%，明显高于特朗普兑现率的58%，其中特朗普2016年竞选中诸如“废除出生公民权”、弱美元等主张因与宪法或他的其他承诺存在矛盾，实则难以落地，更多为其竞选“博彩票”之举。
- 特朗普执政1.0时期更多兑现了其在产业、贸易、军事、对外关系等领域的竞选主张，而在就业等领域兑现程度较低。复盘特朗普1.0时期兑现情况，其在产业、贸易、军事、对外关系等领域的竞选主张兑现程度较高，也在一定程度上解释了为何本轮市场较为关于这些领域的走势，比特币、美股相关板块等均出现明显上涨。而同时，其在就业等其他相关领域的兑现则较低。
- 预计特朗普执政2.0时期其竞选主张兑现比例将高于1.0时期。共和党横扫国会两院，在政策立法端，特朗普遇到的阻力将有所减少。而更重要的是特朗普在执政1.0时期除了遇到民主党阻力以外，其与共和党内部分诸如温和派的矛盾亦颇深，使得其较多“反建制”承诺难以落地，因此，在过去八年间，特朗普已对共和党内部分进行了相应改造。经历了执政1.0的新人时期，预计在本次执政2.0时期特朗普执政自主性将更强，主张兑现率或将更高。

图表61 拜登执政时期竞选主张兑现率高于特朗普1.0时期

竞选主张兑现分类	特朗普执政1.0时期		拜登执政1.0时期	
	竞选主张数量 (个)	占比 (%)	竞选主张数量 (个)	占比 (%)
兑现	27	27	33	33
部分兑现	32	31	36	36
未兑现	43	42	30	31
合计	102	100	99	100

资料来源：美国国会、美联社、新华网，平安证券研究所

图表62 特朗普执政1.0时期部分领域兑现情况

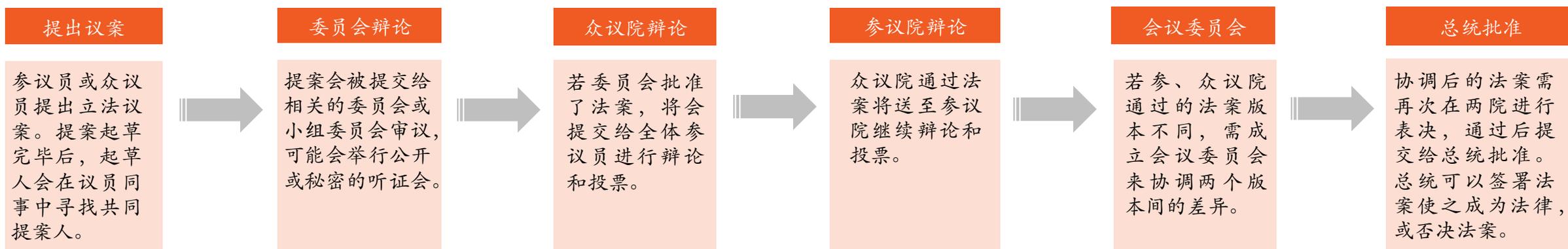


资料来源：美国国会、美联社、新华网，平安证券研究所

## 6.2 政策顺序：可通过行政令出台的产业政策、边境政策或在上任百日内推出，需立法出台的国内减税、加关税、驱逐非法移民政策或在明年下半年后推出

- 从政策出台途径看，总统签署行政令流程简易，可通过行政令出台的产业政策、边境监管政策或在上任百日内推出，短期内对金融市场或难以形成直接影响。从特朗普上一任期政策出台情况看，正式就职后100天是政策密集出台期，政策主要通过行政令方式，针对移民、能源等事项，大多数政策短期内对金融市场难以形成直接影响。此外，结合特朗普近期表态，据11月6日NPR新闻报道，特朗普承诺在上任第一天将关闭美墨边境。特朗普还在10月下旬的纽约竞选集会上表示将解除拜登的绿色政策，恢复能源勘探，包括向石油，天然气和煤炭生产商提供税收优惠，并将在1月20日就任起的一年内将能源价格削减一半。整体来看，可通过行政令出台的产业政策、边境监管政策或在上任百日内推出。
- 尽管共和党横扫两院，但由于立法流程较为复杂，需立法出台的国内减税、加关税、驱逐非法移民政策或在明年下半年后推出，但也不排除对华关税通过宣布国家进入紧急状态快速落地的可能性。从立法流程看，立法从提出到最后总统批准需要经历六大步骤，流程更为复杂，耗时较长。此外，考虑到对内减税政策涉及国家重大财政支出；对外加关税涉及多国利益，且存在谈判余地；驱逐非法移民政策存在实操挑战，美国移民理事会等组织估计，特朗普驱逐非法移民计划将花费数十亿美元，且该计划将耗费大量人力。预计这三类政策立法过程或较慢，或在明年下半年后推出。对于对华加税政策，除了通过立法途径外，总统还可根据1977年《国际应急经济权利法案》（IEEPA）实现对华60%关税快速落地，或将60%关税分批次落地。但考虑到政策的权威性，特朗普政府或更倾向于通过立法形式推动，因此或在明年下半年才推进。

图表63 国会立法六步骤流程图



## 风险提示

---

- 1、**美国政坛发生风险事件**：距离特朗普正式上任仍有时间，两党博弈激烈下，或突发风险性事件，对市场造成一定影响；
- 2、**美国经济下行风险超预期**：美国未来经济走弱的节奏具有不确定性，将对大类资产价格走势形成影响；
- 3、**国际地缘形势变化超预期**：地缘政治局势变化将对市场交易情绪等造成较大影响；
- 4、**历史经验不代表未来**：过往历史资产价格由当时宏观环境、市场交易行为等多重因素决定，历史不会简单地重复，因此过往资产价格走势仅供参考。

## 股票投资评级：

强烈推荐（预计6个月内，股价表现强于沪深300指数20%以上）

推 荐（预计6个月内，股价表现强于沪深300指数10%至20%之间）

中 性（预计6个月内，股价表现相对沪深300指数在±10%之间）

回 避（预计6个月内，股价表现弱于沪深300指数10%以上）

## 行业投资评级：

强于大市（预计6个月内，行业指数表现强于沪深300指数5%以上）

中 性（预计6个月内，行业指数表现相对沪深300指数在±5%之间）

弱于大市（预计6个月内，行业指数表现弱于沪深300指数5%以上）

## 公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

## 免责条款：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司2024版权所有。保留一切权利。