

# 交銀金融

2024年11月號 第197期

環球金融市場部研究組

## 特朗普第二任期開啟： 美國共和黨政策影響及大類資產表現預判

### 摘要

- ✚ 特朗普首個任期可具體分為特朗普交易及其逆轉、中美貿易戰及新冠疫情紓困四個階段。貨幣環境總體趨向寬鬆，美債息向下，美元偏軟。
- ✚ 特朗普推崇「美國優先」，但其政策主張實質上損害了包括美國在內的全球經濟增長，並令宏觀波動性急升，黃金上行；國際資本回流美國，美股表現強勁。
- ✚ 特朗普本次任期的重點政策包括控制通脹、限制移民及振興美國經濟，涉及到驅逐非法移民、減稅、加徵關稅、支持傳統能源及放鬆監管等多個方面。
- ✚ 特朗普的反移民政策預計將最快落地，料有助於減緩美國的失業率上升，令美聯儲後續降息的緊迫性下降。
- ✚ 共和黨的減稅政策對企業減負作用顯著，但其削減政府產業投資的傾向或影響美國私人投資增長。
- ✚ 由於加徵關稅的成本主要由出口國承擔，2018至2019年美國輸入型通脹壓力相對有限，預計本輪加徵關稅後美國物價可能經歷反覆，但其在2026年回落至2%附近的大趨勢不會改變。
- ✚ 共和黨人崇尚減稅節支，其控制財政赤字的表現不遜於民主黨。此外，隨美國國債利率下跌，美國政府債務利息負擔料將減輕。
- ✚ 特朗普第二任期，預計美股將領漲其他大類資產，各期限美債息偏向下，特朗普交易反轉後美元上升的動能消散，避險情緒將帶動黃金走強，原油價格則偏弱。

### 一、回顧特朗普首個任期，大類資產價格表現如何？

2016年11月特朗普爆冷擊敗希拉里後，其首個任期的一系列政策及其對市場的影響大致可以分為四個階段。

- ✚ **第一階段，特朗普交易開啟：2016年11月7日至2017年1月20日（特朗普當選**

總統至其正式就任前)，由於特朗普爆冷贏得總統大選，且共和黨在國會選舉中取得參眾兩院多數席位，市場開啟特朗普交易，風險情緒升溫，美股上漲，原油及基本金屬急漲；由於經濟前景走勢良好，美聯儲於2015年12月進入加息周期，結束了自2008年以來近10年的低利率政策，開始轉向貨幣政策正常化，美債利率及美元上升，黃金回落。

- ✦ **第二階段，特朗普交易逆轉：2017年1月20日至2018年1月20日（特朗普專注於推翻民主黨人的內政政策）**，進行了一系列針對奧巴馬平價醫療保險方案、非法移民政策、稅收及環保政策的改革措施。這個階段內特朗普重點在於推進其內政政策，由於美國經濟增長勢頭穩健，風險情緒改善，全球股市普遍上漲，美聯儲繼續推進貨幣政策正常化，令美債息上升，基本金屬及原油漲幅居前；而由於特朗普醫改方案遇挫、稅改及基建等政策的推進不及預期，特朗普交易逆轉，美元有所回調，黃金上升。
- ✦ **第三階段，中美貿易戰：2018年1月20日至2020年2月（特朗普重點是重構「美國優先」的國際政治經貿格局）**，包括發動中美貿易戰、退出伊朗核協定、簽訂美墨加貿易新協定、正式與阿富汗塔利班簽訂協議從阿富汗撤軍。其孤立主義的外交政策及貿易保護主義讓全球經濟受到損害，美國經濟增長見頂回落，風險情緒回落，全球股市大幅波動，美國CPI徘徊在2%目標水準之下，美聯儲從加息轉向預防性降息，美債息先升後降，美元指數在2018年1月到4月下破90關口後緩慢回升；貿易戰帶來的國際關係緊張與經濟增長受阻令避險情緒高漲，帶動黃金整體上行，原油、基本金屬也隨基本面進展而先升後降。
- ✦ **第四階段，新冠疫情：2020年3月至2021年1月（特朗普工作重心是救濟新冠疫情及準備總統大選）**。由於新冠疫情席捲全球，美國在2020年1季度陷入衰退，大量人口因疫病死亡，黨派、種族、階級矛盾激化並爆發。避險情緒上升，美國股市大幅波動，美聯儲緊急大幅降息150個基點至零息附近，並大規模量化寬鬆，美國財政部推出2.2萬億巨額疫情救助方案，美債息下跌，避險情緒作用下美元及黃金拉升；中國快速控制疫情，經濟率先復蘇，A股上漲，基本金屬升幅顯著。
- ✦ **總結來看**，雖然特朗普推崇「美國優先」，但其任期內的政策實際上損害了總需求，包括美國在內的全球經濟增長受阻，迫使美聯儲採取相對寬鬆的貨幣政策，美債息向下，美元偏弱，貿易戰及新冠疫情的衝擊令避險情緒升溫，帶動黃金上升；另一方面，特朗普的監管寬鬆及減稅法案有利於減輕企業負擔，促進國際資本回流美國，因此利好美股表現。

圖 1-1：2016 年 11 月 7 日至 2021 年 1 月 20 日，特朗普首個任期大約可以分為特朗普交易及其逆轉，中美貿易戰及新冠疫情賑濟四個階段。

指標變幅 (%)	特朗普遇冷降選，共和黨橫掃參眾兩院，特朗普交易開啟		反對移民/減稅法案，力圖推翻民主黨的內政政策		中美貿易戰開啟並升級，全球波動性陡升，增長受損，美聯儲預防性降息		新冠疫情救濟，經濟衰退，美聯儲大幅降息		總結：孤立主義外交策略+保守主義內政思路=美國優先 (MAGA)
	2016.11.7 2017.1.20	2017.1.20 2018.1.20	2018.1.20 2019.1.20	2019.1.20 2020.1.20	2020.1.20 2020.11.5	2020.11.5 2021.1.20	2016.11.7 2021.1.20		
標普500指數	8.93%	24.73%	-5.73%	24.34%	-5.68%	9.76%	84.73%		
道瓊斯工業指數	10.84%	32.22%	-5.73%	18.17%	-2.99%	10.12%	74.35%		
納斯達克綜合指數	10.09%	33.35%	-3.30%	30.93%	26.94%	13.13%	166.67%		
日經225指數	13.21%	24.45%	-13.00%	15.18%	1.93%	17.26%	68.72%		
斯托克歐洲600指數	10.27%	10.90%	-11.38%	18.81%	-13.46%	12.13%	24.95%		
MSCI新興市場指數	-1.50%	38.65%	-17.77%	10.64%	4.39%	19.09%	59.18%		
恆生指數	1.07%	41.54%	-16.04%	2.90%	-8.12%	16.53%	32.33%		
滬深300指數	0.02%	29.26%	-26.54%	29.15%	18.75%	12.09%	63.27%		
標普波動性指數	-48.73%	-4.42%	61.38%	-27.81%	93.46%	-13.19%	-4.13%		
10年期美債利率	34.99%	7.43%	5.06%	-34.58%	-58.12%	41.59%	-40.89%		
2年期美債利率	43.00%	73.40%	26.84%	-40.35%	-90.72%	-12.23%	-84.72%		
聯邦基金目標利率上限	50.00%	100.00%	66.67%	-30.00%	-85.71%	0.00%	-50.00%		
日本10年期國債利率	-209.26%	25.42%	-98.65%	100.00%	750.00%	111.76%	-166.67%		
英國10年期國債利率	11.71%	-5.10%	-2.58%	-50.87%	-64.00%	28.63%	-76.50%		
德國10年期國債利率	135.20%	34.68%	-55.03%	-185.49%	192.20%	-16.95%	-395.53%		
法國10年期國債利率	80.48%	-6.95%	-22.30%	-94.20%	107.89%	-16.76%	-160.36%		
美國投資級企業債OAS利差	-8.96%	-26.23%	53.33%	-32.61%	27.96%	-21.85%	-30.60%		
中國10年期國債利率	19.78%	21.13%	-21.43%	-1.77%	4.38%	-1.00%	15.71%		
美隱指數	3.11%	-10.26%	6.57%	1.24%	-5.13%	-2.22%	-7.39%		
美元兌日圓匯率	10.05%	-3.23%	-1.13%	0.18%	-5.81%	0.05%	-0.59%		
美元兌瑞士法郎匯率	0.99%	-6.40%	6.22%	1.58%	-4.34%	-2.23%	-4.60%		
歐元兌美元匯率	-3.19%	14.57%	-7.32%	2.49%	6.71%	2.37%	9.51%		
英鎊兌美元匯率	1.08%	13.03%	-7.83%	1.23%	0.75%	3.85%	11.52%		
澳元兌美元匯率	-1.27%	6.12%	-10.70%	-4.39%	6.40%	6.37%	1.24%		
紐約期油價格 (美元/桶)	12.32%	21.12%	-15.26%	8.81%	-33.74%	37.25%	14.08%		
倫敦期油價格 (美元/桶)	15.27%	24.40%	-9.11%	3.92%	-37.22%	37.01%	16.49%		
現貨金價格 (美元/盎司)	-6.05%	10.21%	-4.01%	21.89%	24.92%	-3.99%	45.31%		
紐約期銅價格 (美元/噸)	17.77%	21.85%	-14.99%	4.65%	9.30%	17.09%	63.37%		

數據來源：Bloomberg

表 1-1：特朗普上個任期競選承諾及其實際達成情況

	第一任期競選承諾	政策落地情況	達成情況
財政政策	讓美國恢復4%的經濟年增長率	僅2017年第四季度及2020年第三季度達成	未達成
	在十年內創造2500萬個就業崗位	就業崗位增長緩慢	未達成
	對美國企業海外利潤一次性征收10%稅，尋求現金回流	企業將符合條件的海外收益帶回國內，現金和其他流動資產的稅率為15.5%，而非現金資產則為8%	達成
	在兩個任期內減少美國超過19萬億美元債務	任期內國債逐年增加，於2020年12月達到27.75萬億美元	未達成
	1萬億美元重建基礎設施	國會未通過基礎設施立法	未達成
	將個人所得稅率從7檔簡化為3檔，最高個人所得稅從39.6%降至33%	檔位仍為7檔，個人所得稅斤降至37%	未達成
	將企業所得稅從35%降至15%	企業所得稅降至21%	未達成
	恢復煤炭生產及礦工就業	煤炭產量未增加，就業崗位有所減少	未達成
	取消國防開支削減計劃，增加軍費開支	國防開支從2017年1月的403億美元上升至2020年12月的702億美元	達成
	對所有進口產品加征20%關稅，對中國和墨西哥的進口貨物分別徵收45%和35%的關稅	川普政府宣布對從歐盟、加拿大和墨西哥進口的鋼鐵和鋁分別徵收25%和10%的關稅，對中國進口商品實施25%關稅	達成
金融監管	廢除奧巴馬醫改	通過《減稅與就業法案》，取消了個人強制保險制度，但沒有全部取消醫改	未達成
	取消遺產稅	未取消，但征收門檻從500萬提升至1200萬左右	未達成
移民政策	廢除《多德-弗蘭克法案》	部分廢除，並於2018年5月簽署《經濟成長、監管救濟和消費者保護法案》	部分達成
	修建美墨邊境牆，且由墨西哥出資	截止到2020年11月17日，新牆的402英里(647千米)已建成，但墨西哥未出資	未達成
	驅逐並處罰非法移民，限制移民數量	大幅削減難民接納人數，部分驅逐非法移民	達成
外貿政策	全面禁止穆斯林入境	特朗普簽署禁令禁止7個穆斯林國家公民入境的	未達成
	反對太平洋夥伴關係協定(TPP)，主張對北美自貿協定重新談判	成功退出TPP，簽署美墨加自貿區協定	達成
	縮小貿易逆差	截至2020年，美國貿易逆差達6787億美元，創2008年以來最高	未達成
	退出《巴黎氣候協定》	2020年11月4日正式退出	達成
司法體系	擴大石油及天然氣開發	加快石油和天然氣管道以及液化天然氣工廠項目建設	達成
	重塑司法體系	任命3名保守派大法官，保守派與自由派降變為6:3，並任命200名保守派法官到下級聯邦法院	達成
外交政策	從中東撤軍	縮減阿富汗駐軍規模	達成
	承認耶路撒冷為以色列首都	將美國大使館遷至耶路撒冷	達成
	打擊極端組織伊斯蘭國	2019年10月27日，特朗普宣佈擊斃伊斯蘭國首領巴格達迪	達成
	重新談判伊核協議	退出2015年伊核協議，對伊朗實施制裁	達成
貨幣政策	將美國陸軍兵力從不足50萬增至54萬人	截至2020年財年，陸軍人數為48萬人	未達成
	呼籲降低利率，弱美元	美聯儲持續加息	未達成

數據來源：交通銀行整理

## 二、特朗普第二任期的政策綱領及潛在影響

2024 年 11 月，共和黨總統候選人特朗普在美國 7 個搖擺州全部獲勝，壓倒性獲得 2024 年美國總統大選勝利。根據 2024 年美國共和黨黨綱，本輪特朗普任期的政策綱領及舉措將與拜登任期及特朗普的上一個任期有何異同？

表 2-1：《2024 年美國共和黨黨綱》列舉的特朗普本輪任期 20 條承諾

	第二任期競選承諾
財政政策	結束通貨膨脹，讓美國再次成為負擔得起的國家
	為工人大幅減稅，不征收小費稅
	重建城市，包括華盛頓特區，讓它們重新變得安全、乾淨和美麗
	爭取並保護社會保險和醫療保險，不做任何削減，包括不改變退休年齡
	取消電動車補貼，削減昂貴而繁瑣的法規
	削減聯邦任何向兒童灌輸種族主義理論、激進性別意識形態以及其他不恰當的種族、性別或政治內容的學校的資助
移民政策	封鎖邊境、禁止移民入侵
	進行美國歷史上最大規模的驅逐行動
	制止移民犯罪的流行，摧毀外國販毒集團，打擊幫派暴力，監禁暴力罪犯
外貿政策	保持美國作為世界儲備貨幣的地位
	停止外包，讓美國成為製造業大國
司法體系	確保選舉安全，包括對選民身份驗證、紙質選票等的要求
	捍衛憲法、權利法案及基本自由
外交政策	防止第三次世界大戰，恢復歐洲和中東地區的和平，並在整個國家建立一個巨大的鐵穹導彈防禦系統——並全由美國製造
	加強軍隊建設並使之現代化，使之成為世界上最強大的軍隊
	驅逐親哈馬斯的激進分子，讓大學校園重新變得安全和愛國
其他政策	禁止男性參與女性的體育競賽
	團結國家，使其取得創紀錄的新成就

數據來源：2024 年美國共和黨黨綱

✚ 從政策優先級來看，我們認為阻止結束通脹、阻止非法移民和加強美國經濟將是共和黨人本輪任期的重點任務。根據《美國 2024 年大選共和黨黨綱》，特朗普政府許下二十條承諾，重點包括封鎖邊境、驅逐移民、結束通脹、支持傳統能源、振興製造業、減稅降費、恢復歐洲及中東地區和平，與其首個任期的承諾基本一致。

其中，我們認為結束通脹（包括控制政府開支浪費、簡化監管及加大對傳統能源扶持力度）是位於最高優先級的事項；其次則是封鎖邊境、驅逐及阻止移民；再次是加強美國經濟（永久化《2017 年減稅及就業法案》條款、加徵關稅、實現供應鏈回歸美國、支持人工智慧等多方面）。

✚ 涉及到結束通脹，崇尚小政府的共和黨人的政策關鍵是控制聯邦開支，實現財政可持續。上任民主黨政府期間，美國政府開支急劇攀升，其中可以由聯邦政府自行決定的自由裁量開支（約佔總開支的三分之一）金額巨大，如 2024 年 4 月拜登政府簽署通過對烏克蘭、以色列及其他區域軍事援助共計 950 億美元的資金，及其在 2022 年提出的三大產業政策《通脹削減法案》、《晶片及科學法案》及《基建法案》

分別部署了高達 3,700 億、2,800 億和 8,700 億美元的長期政府投資規劃，及其任期內予能源部、交通運輸部等聯邦政府機構的財年撥款近千億美元。

民主黨人對俄烏衝突的深度介入整合了歐洲資源、維護了美國的全球利益，而其對基礎建設、新能源及氣候變化方面的開支促進了私人投資的增長，在某種程度上解釋了美聯儲 2022 年加息以來美國經濟的內生韌性。

- **產業投資方面，共和黨人傾向於減少政府干預，支持傳統能源，對擴大政府在清潔能源及環境保護方面的參與度並不感興趣。** 特朗普此前曾多次公開批評拜登的《通脹削減法案》和《晶片法案》，稱其將取消對電動車的補貼，並威脅將再次退出《巴黎氣候協定》。特朗普對環境保護及新能源的懷疑態度及共和黨對大額聯邦開支的抗拒或有助於減少這方面的政府支出，但將削弱美國在新興產業及清潔能源方面的競爭力，同時對私人投資造成一定的負面衝擊。預計相關議題至少到明年年中才會經過國會表決流程，最終由總統正式簽發生效。
- **國防開支方面，共和黨人的外交孤立主義態度有助於減少對外軍事開支。** 2023 財年美國國防部援烏開支達到 520 億美元，民主黨與共和黨多次針對烏克蘭戰爭援助產生分歧，特朗普對民主黨人在援烏方面的巨額軍事開支十分不滿，在政綱中宣稱將「恢復歐洲和中東地區的和平」。考慮到上個任期特朗普曾多次督促北約成員國履行佔 GDP2% 的防務開支責任，其在外交上採取的孤立主義態度有助於美國減少國防開支，特別是在共和黨取得國會參眾兩院控制權的大背景下有利於降低 2025 年開始的美國國防開支規模。

另一方面，特朗普的政策對中東局勢的影響仍有較大不確定性。其 2024 年黨綱中宣稱將「驅逐親哈馬斯的激進分子」，對加沙人道主義危機的聲援浪潮表態較為強硬，考慮到特朗普上個任期退出伊核協議、宣布將美駐以大使館遷至耶路撒冷，以及其他強硬支持以色列的表態，加上其針對控制通脹的核心議題之一就是提高美國的化石能源產量，這或將於沙特等 OPEC+ 產油國的利益產生直接衝突，因此特朗普政府斡旋中東各方特別是阿拉伯國家的能力有待觀察。

- **其他開支方面，我們認為鮑威爾領導的美聯儲將會面臨來自特朗普政府關於降息的較大壓力。** 2024 財年美國政府利息開支達到史無前例的 9,500 億美元，較上年攀升 34% 或 2,400 億美元，除截至 11 月 12 日的存量政府債務規模達到 35.96 萬億的歷史高位之外，美聯儲 2022 年 3 月以來的加息行動也讓利息成本逐年攀升，今年 1-10 月美國國債平均利息達至 3.27%，而該指標在 2021 年底僅為 1.57%。目前市場預期美聯儲的降息周期會在 2026 年一季度之前結束，是輪降息周期累計降息約 5 次共 125 個基點，終端利率在 3.5%-4.0% 區間範圍內，與美聯儲在 9 月的點陣圖所預判的 2.9% 差異仍大。

按我們的測算，0.5 個百分點的美國國債平均付息成本將帶來約 1,750 億美元的額外利息支出。為打破政府利息支出提高與存量債務擴張的惡性循環，一是尋求降低財政赤字（但聯邦法定支出與經濟社會人口結構相關，短期內難以改善），二是降低存量債務成本（與美聯儲的貨幣政策相關），因此美聯儲後續的降息路徑也許能維持相當的獨立性，但不可避免會受到來自特朗普政府的一定干擾。

- ✚ 涉及到驅逐移民，民主黨出於填補國內勞動力供給、增加本黨選票等多種目的，通常對移民採取較為寬鬆的政策，奧巴馬與拜登任內，美國的 16 歲及以上外國出生人數分別上升了 360 萬與 489 萬人，平均增長速度是特朗普任內（41 萬人）的 9 倍與 12 倍。而共和黨則基本致力於阻止非法移民流入、加大工作簽證審查、在實現就業方面以美國本土居民為先。
  - 移民帶來的社會治安及政府社保開支的壓力較大，讓以特朗普為代表的共和黨積極尋求阻止及驅逐非法移民湧入。特朗普稱將通過調集海外部隊巡邏、加重對非法入境及逾期逗留的處罰、實行旅行禁令、遣送非法入境外國人、修築美墨邊境牆、加大工作簽證審查等方式阻止移民流入。特朗普前個任期並未完全整合共和黨內建制派勢力，因此在國會屢屢受到邊境牆撥款、取消兒童入境延期計劃等問題與民主黨議員在國會就當年財政預算案審批展開拉鋸，並多次出現因財政預算不獲國會撥款，聯邦政府機構因缺乏撥款而關門的事件。
  - 特朗普第二任期將較快推進對移民政策的落地實施，可能在某種程度上延緩美國失業率上升的速度。由於涉及到移民的法案（包括頒布履行禁令、加強邊境牆建設等行動）可以通過總統行政令直接發出而不必通過國會批准，參考特朗普上一個任期的時間表，我們認為明年 1 月特朗普正式就任後，或將立馬發出一系列關於加強邊境牆、驅逐非法移民、實行旅行禁令等的政令，其落地生效的時間也許將是所有政策中最快的。鑒於美國勞動力市場已經基本達到平衡，我們認為共和黨阻止移民流入的措施或在某種程度上延緩美國失業率抬升的態勢，但並不必然會導致職工薪酬的再次上升。
- ✚ 涉及到加強美國經濟方面，重點是將 2017 年特朗普政府的《減稅及就業法案》條款永久化，以及發起貿易戰（對華進口商品徵收 60%關稅及對其他地區進口商品徵收 10%-20%關稅）。共和黨人相信減稅能夠提升製造業在美投資的利潤，而高額關稅將打擊來自成本較低區域商品的國際競爭力。
  - 減稅方面，目前美國實行的仍是特朗普政府在 2017 年提出並獲得通過的稅收方案，特朗普將尋求該法案條款永久化。包括對企業所得實行 21%的統一稅率，對部分企業股東的所得稅減免 20%；個人所得仍按梯級納稅，最低及最高稅率分別為 10%及 37%。特朗普 2024 年 6 月稱其將尋求令美國企業所得稅率進一步

降至15%的水平。根據美國財政部的數據，2018財年美國政府的企業所得稅收入同比下降了約31%或920億美元，稅收減負讓當年企業利潤實現了較快增長；個人稅收不降反升6.08%，當年政府收入同比微增0.41%。總的來說，特朗普任內的美國政府收入年複合增速低於拜登、奧巴馬、小布什和克林頓，主要是因其對企業減稅的力度較大所致。

另一方面，國會預算辦公室稱特朗普的減稅法案將在2018-2027年間令財政赤字增長1.4萬億美元，但從實際數據來看，特朗普任期內的美國政府債餘額上升了7.9萬億左右，略好於拜登的8.1萬億。不考慮疫情影響，債務增速約為平均每月970億美元，與奧巴馬任期內相若，可見共和黨人控制政府債務方面的表現並不比民主黨更差。

美國財政赤字的膨脹主要是由人口老齡化、民間投資缺乏及私人儲蓄意願較低等長期結構性因素決定的，減稅節支（低政府收入+低政府開支）與加稅增支（高政府收入+高政府開支）僅是共和、民主兩黨在政府權力運用上的立場分歧，本身不會帶來超額的債務壓力。我們認為特朗普的減稅方案於2025年年底在國會獲得通過的可能性大，適時對企業或能起到較大的減負作用，但其落地生效至少還需等到2026年。

- **關稅方面，特朗普首個任期加徵關稅的兩大目標，一是縮減美國貿易逆差，二是促使製造業回流，但效果均不佳。**就縮減貿易逆差而言，中國對包括越南、加拿大、墨西哥等國的出口顯著增長，而這些地區對美商品貿易順差受到「旁觀者效應」而有所提升，對沖了部分對華進口商品的成本上升，在某種程度上繞過了中美之間的貿易壁壘。

從美國開始加征關稅的短期衝擊來看，我們發現自特朗普2018年初發動貿易戰之後三年內，即2018年至2020年，中國出口價格指數及美國對華進口物價指數均持續下行，美國加徵關稅帶來的成本更多是由出口方來承擔。另一方面，2023年美國對華貿易赤字總額約為2,800億美元，較2018年下降了三分之一，但中國對全球的出口貿易並未惡化，總貿易順差逐年增長；美國的貿易逆差則逐年上升，加徵關稅沒有對縮減美國貿易逆差有太大的作用。

- ① **加徵關稅短期對促使美國製造業回流的作用不大，而且對美國經濟造成負面影響。**短期來看，特朗普加征關稅後的三年內，海外對美國製造業直接投資有所增加，但漲幅不明顯。經濟基本面來看，加徵關稅後美國2018年的GDP增速反而持續下滑，並未保持2017年的強勁增長勢頭。此外，製造業PMI景氣程度從2018年底開始大幅回落，2019年起降至50榮枯線下方的萎縮區間。

② 特朗普首個任期的關稅政策給美國確實帶來了短期的輸入型物價上漲壓力，但其動能相對有限。2018年起美國進口物價指數同比先增後回，至2019年底已經同比為負，且主要由非製成品價格上漲拉動，而工業製成品進口價格增長相對緩和。美國對華進口價格指數也在2018年上半年開始持續下行。美國整體CPI也在2019年起開始持續低於美聯儲2%的目標區間，使美聯儲在當年七月進行了預防性的降息操作。

③ 美國當時的關稅收入確實有所增長，但絕對規模仍然較小。根據美國國會預算辦公室，2018、2019財年美國政府獲得額外的關稅收入達到360億美元，但其中需要扣除因其他國家對美農產品關稅反制而給予的130億美元農業補貼撥款。2018、2019兩個財年美國政府赤字合計為1.76萬億美元，特朗普提高關稅為美國政府收入帶來的貢獻十分微小，僅為其1.3%。

➤ 特朗普本次主張將對所有中國進口商品徵收60%的關稅，其他國家進口商品徵收最高達20%的關稅。此外，共和黨2024年政綱上還稱將取消中國的貿易最惠國待遇。我們認為特朗普本輪的關稅政策可能會進一步降低中美兩國的貿易聯繫，加劇國際市場動蕩，損害新興市場與美國本土的需求；但由於轉口貿易、出口國承擔關稅成本等因素，在短期內帶來輸入型通脹的動能存在但較為有限；而從中長期角度出發，美國的貿易保護主義政策讓全球範圍內資源無法以最優方式配置，必然抬升商品成本，帶來國際物價水平的持續上升，並讓中長期利率易升難降。

圖 2-1：2022 年起的美聯儲加息及美國公債餘額持續攀升令近年政府債務利息成本急劇上行

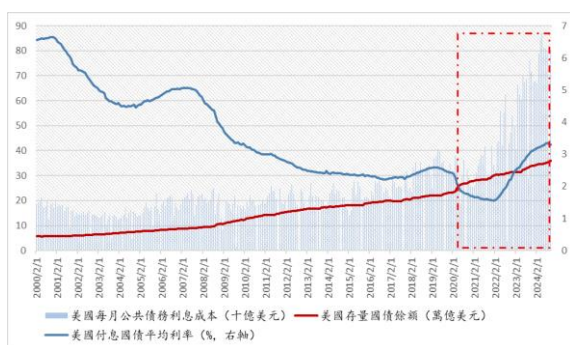
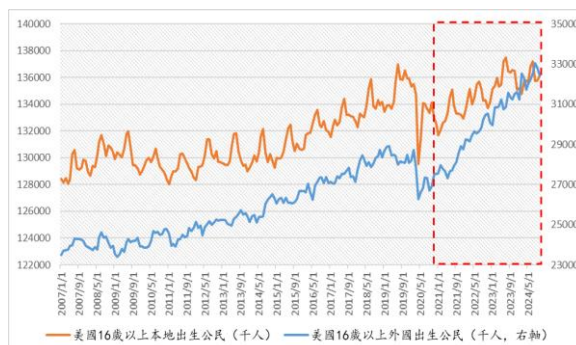


圖 2-2：拜登任內，16 歲以上外國出生人口增長平均增速是特朗普上個任期的 12 倍



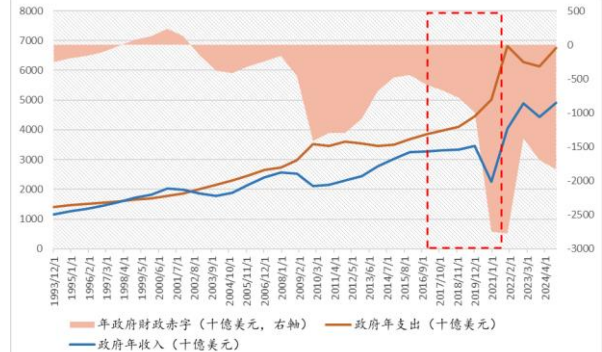
數據來源：Bloomberg



圖 2-3：特朗普上個任期政府收入增速較慢，主要是因為對 2017 年減稅導致企業所得稅收入減少導致



圖 2-4：共和黨崇尚減稅節支，其（不考慮疫情影響下）任內財政赤字規模與民主黨人相若

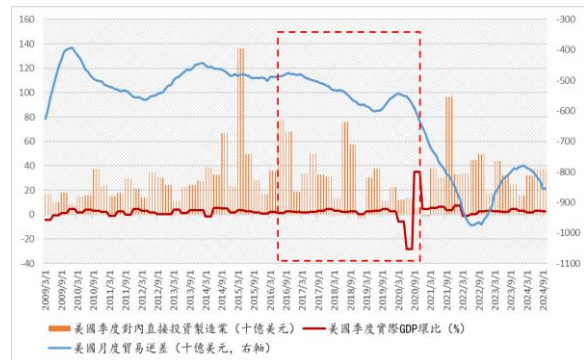


數據來源：Bloomberg

圖 2-5：2018 年美國抬高關稅後，對華進口物價先升後降，進口價格增速緩和，輸入型通脹動能有限



圖 2-6：但關稅政策對特朗普所承諾的吸引製造業回流及改善美國貿易逆差的效果不佳



數據來源：Bloomberg

### 三、展望特朗普任期的未來四年，大類資產走向如何？

#### （一）特朗普第二任期內政策對國際政治經濟的潛在影響

從物價角度來看，特朗普的限制移民及高關稅政策都具有通脹性，但二者落地生效的時間及確定性有所不同。限制移民流入及驅逐非法移民或能在短期內影響本土勞動力供給，並一定程度上限制失業率下行的速率；而關稅政策落地生效仍需一定時間，且其對進口物價的短期影響取決於出口方實際承擔的關稅，及其通過轉口貿易、對外投資等方式規避關稅壁壘的可行性。我們認為美國通脹數字在短期內可能會有所反覆，但隨國內總需求因加息滯後作用、家庭超額儲蓄耗盡及高關稅衝擊而持續走軟，物價在 2026 年回落至 2% 目標水平的下行大趨勢仍不會改變，而就業市場降溫的速度會因反移民政策對勞動力供應的限制作用而更加緩慢。

✚ 從政府收支角度來看，共和黨人推崇減稅與節支配合的財政政策，對企業減負的效應顯著，且財政赤字或將得到一定控制。永久化《2017年減稅及就業法案》的提案大概率能在共和黨把持的參眾兩院獲得通過，而從2018年起的數據來看特朗普的稅收政策對企業的減負效用相對顯著。另一方面，共和黨或將尋求改革拜登政府的大規模產業政策，包括《通脹削減法案》及《晶片法案》，因此美國對包括半導體為代表的創新業態，清潔能源及環境保護方面的政府投資和補貼將會大幅縮減，化石能源及傳統製造業將獲得政策利好，而新興業態的前景相對中性。

隨著美聯儲步入降息周期，國債的平均利率將下行，且共和黨控制國會令涉及到更新美國政府債務上限及財年預算案的決議將更容易通過，料美國政府債務問題將有所緩和。

✚ 從基本面角度來說，特朗普減少產業投資、貿易保護主義、反對移民等政策傾向將損害美國經濟成長。

特朗普減少政府產業投資及回歸傳統化石能源的措施可能會對美國本就疲軟的私人投資造成負面影響。貿易保護主義讓資源無法以最優方式實現全球配置，逆全球化也造成國際關係緊張、全球經濟增長受阻，中長期必然推高商品成本，並損害消費者利益。

此外，本世紀以來美國人口結構的老齡化已經帶來社保支出的居高不下、居民勞動意願顯著下降，移民能有效補充美國本土就業供需缺口，緩和職工薪資的上行速率。特朗普的限制移民政策可能短期內有助於抑制失業率上升，但中長期會加劇美國本土的就業供給緊缺，並因本土社會人口結構老齡化而增加政府社保支出負擔。

圖 3-1：美國勞動力市場逐步達到平衡，薪資上行速率減慢；隨居民超額儲蓄耗淨，總需求料將持續降溫

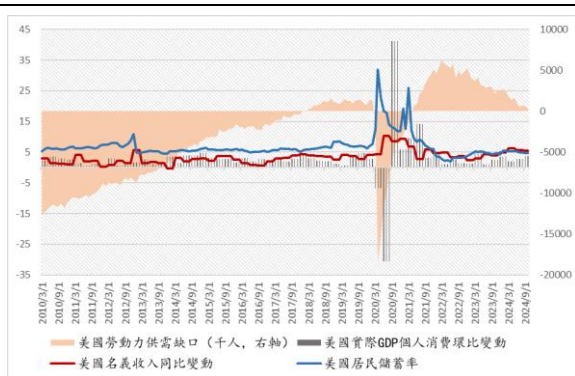
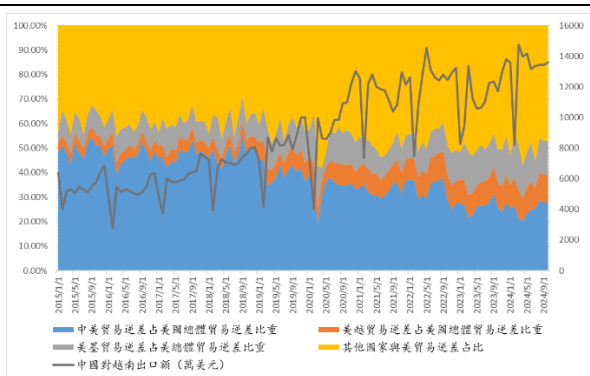


圖 3-2：中美直接貿易聯繫顯著下滑，但間接貿易聯繫（經由越南、墨西哥等國轉口貿易）還在上升



數據來源：Bloomberg

圖 3-3：市場預料美聯儲本輪降息周期終端利率為 3.7%左右，料將一定程度緩和美債利息支出壓力

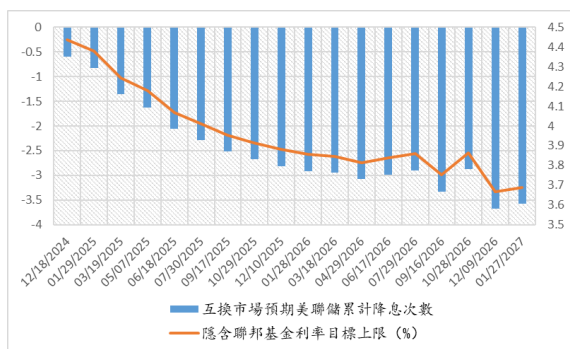
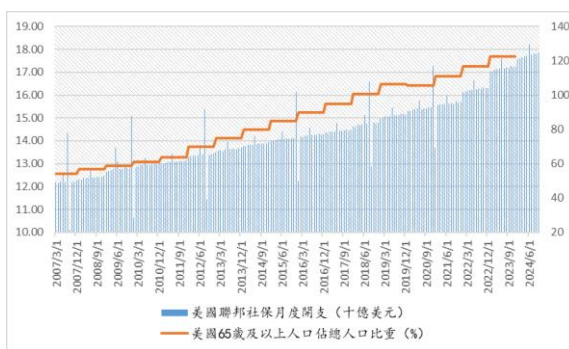


圖 3-4：隨著美國社會老齡化，美國政府社保負擔居高不下、逐年加重



數據來源：Bloomberg

## （二）特朗普第二任期開啟，大類資產走勢將如何？

✚ 權益類資產方面，我們認為美股總體將會跑贏其他大類資產，納指領漲，且美股各版塊的上漲動能更趨均衡。特朗普減稅方案會令上市企業的業績表現普遍改善，其放鬆監管的政策主張及人工智慧熱潮對成長股也較為有利，此外，美國基本面強勁及美聯儲進入降息周期亦對美股有提振作用。考慮到美股目前的估值已經高於疫情前的水平，美聯儲降息應主要令借貸成本下降、風險情緒修復及資金面再次寬鬆，政策面主要利好於化石能源、人工智慧及加密貨幣，除此之外包括原材料、製造業、房地產、耐用消費品等利率敏感的順周期產業將實現較強的成長性，總體來看各版塊上漲動能更加均衡。

從其他地區股市來看，特朗普的關稅政策可能會令歐洲、亞太等國出口企業承壓，且逆全球化造成的避險情緒也會促使全球資本回流美國本土。從基本面角度來看，歐元區、亞太地區的經濟增長動能也弱於美國，我們認為歐股、日股在央行寬鬆下或能實現適度的成長，但新興市場的權益資產可能會面臨一定逆風。需留意的是，特朗普上個任期內全球股市波動性顯著上升，需留意美股後續出現大起大落的風險。

✚ 固收類資產方面，美聯儲將聯邦基金利率維持高位的成本較大，隨通脹回落至可控區間，對政策敏感的短期美債價格將表現較好。移民政策可能通過總統行政令而繞過國會直接生效；加徵關稅的實際負擔會在進、出口雙方分配，故仍有不確定性。按照過往經驗，出口國將消化大部分關稅的額外成本，而隨著總需求降溫，美國物價雖有反覆，但其回落至長期水平附近的趨勢不會改變，唯一的變數只在於移民減少流入可能讓就業市場降溫速率減緩，或令美聯儲降息的緊迫性降低。但是，聯邦基金利率維持高位不僅讓政府債務負擔沉重，同時也令利率敏感的製造業、房地產行業承壓，因此隨通脹指標逐步下降至 2% 附近，美聯儲將政策利率回落至中性的必要性較強，我們認為特朗普任期內，對政策敏感的短期美債價格表現較好。

中長期美債方面，美聯儲目前已進入降息周期，根據目前市場的預測，美聯儲未來還有望進一步降息 85 個基點，利好中長期美債價格；同時，避險需求及美國經濟內生動力的轉弱會支持中長期美債價格上升。但另一方面，美國財政、貿易雙赤字的問題是由其經濟結構所致，料特朗普任內政府債務存量規模增速並不會顯著下降，加之其貿易保護主義及外交孤立政策將推高全球供應鏈成本，因此中長端美債利率易上難下（即中長端美債價格偏向下降）。在多空因素博弈下，我們認為前者對中長期美債價格的影響因素或更勝一籌，長端的美債價格或將實現一定成長，但漲幅小於短期限的產品，即美債收益率曲線將進一步陡化。

**從其他地區固收類資產的角度來看**，我們維持上個月的預判，即歐元區經濟基礎較弱、受地緣政治局勢的直接負面衝擊，又面臨特朗普可能主張的關稅政策，因此歐洲央行降息的必要性遠大於美聯儲，短期限歐債價格上升空間也較大。

**外匯方面，特朗普交易動能逐步消退及美聯儲降息的共同影響下，美元在明年年底前實現上行的阻力偏強。** 特朗普之所以能夠贏得本次總統大選，很大的原因在於民眾對拜登執政期間的經濟及通脹情況感到不滿，因此對特朗普政府上台後降低通脹及提振經濟抱有很高的期望，而企業也期待特朗普競選時所承諾的稅制改革、放鬆監管等政策。而市場也完全計價了特朗普在競選時承諾的大幅減稅、加征關稅等政策主張的可能影響（如高通脹及高財政赤字），「特朗普交易」驅動美元指數從 9 月底至今累計上行了超過 6%，2 年美債息累計上升了超過 60 個基點。

但值得注意的是，相關政策從落地到生效需要時間，若特朗普在本任期未能快速實現其競選承諾，或美國經濟基本面的實際進展不符合市場此前預期，屆時或導致前期積累的「特朗普交易」動能消散，美元指數及美債利率雙雙回調。此外，隨美國通脹下行勢頭持續，多位美聯儲官員都發言稱美聯儲有必要將聯邦基金利率降至 2.9% 的中性水平，美債息下行的前景或令美元承壓。最後，若特朗普能如其競選承諾般實現衝突地區和平，避險情緒回落或一定程度壓制美元表現。總的來看，美元在明年年底前實現上行的阻力較強。

**其他非美貨幣料漲幅不一，英鎊的漲幅或最為明顯。** 歐元方面，由於歐元區經濟基本面較其他發達國家更為疲弱，且歐元區同樣會受到特朗普關稅政策的負面衝擊，因此歐洲央行短期內減息的迫切性較大，目前市場預期歐洲央行 2025 年全年將降息至少 125 個基點，大於美聯儲的 50 個基點左右，因此明年年底前歐元走勢或將反覆偏弱，歐元兌美元有機會下試 2022 年底一度達到的平價水平。

日圓方面，美國的關稅政策將導致一些資金從日本回流至美國，且對日本出口造成不利影響，對日圓造成一定壓力；同時，由於執政黨自民黨並未獲得日本議會的多數席位，日本政局的不確定性較大，首相石破茂貨幣政策正常化的主張或遭受阻力，加上日本通脹上行動能還有待確認，日本央行後續升息之路坎坷，日圓上行動能或

較為有限。

然而，英鎊漲幅將較大。由於英國經濟基本面較為穩健，服務業通脹仍然具有粘性，再加上英國秋季財政預算案大幅增加了政府開支和借款，將推升英國通脹，因此英國央行明年的降息幅度很大可能小於市場目前預測的100個基點。同時，英國與美國的貿易額較小，特朗普的關稅政策對其影響可控，英鎊的上漲動能或較強。

**大宗商品方面，全球央行持續購金及貿易摩擦加劇將推升金價，金價或出現緩慢上行走勢。**特朗普的貿易保護政策及美聯儲降息將推升金價走高，一是強硬的政策將加劇貿易摩擦，或推升市場避險情緒，推升金價；二是儘管特朗普的關稅政策令美國通脹壓力提升，但總需求降溫背景下，物價上升空間料將較為有限，對美聯儲的後續降息步伐的影響不大，目前市場預測2025年底聯邦基金利率上限將降至3.9%附近，較當前聯邦基金目標利率上限的4.75%，有85個基點的降息空間，美聯儲未來進一步降息將進一步推升金價；三是特朗普孤立主義的外交政策將令全球主要央行持續購金，來減少對美元的依賴，也會利好金價。

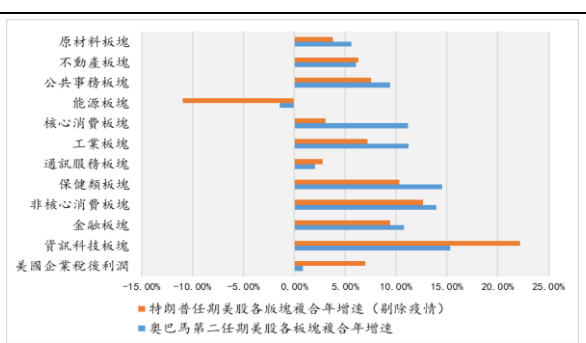
另一方面，根據美國共和黨黨綱，特朗普政府致力於歐洲及中東和平，且特朗普在第一任期內沒有大規模戰事爆發。這些都將令目前高企的地緣政治風險有所回落，或將令近年來金價快速上行的動能減弱。

**原油市場或出現供過於求，油價可能面臨下行壓力。**一是原油供給將增加。共和黨黨綱指出，將取消對美國能源生產的限制，讓美國再次成為世界最大的油氣生產國；而且OPEC+組織或將於明年恢復產量，全球原油產量將增加。二是原油需求將減少，目前包括歐洲在內的經濟體仍處於修復階段，而特朗普的關稅政策將損害全球各國的經濟發展，對經濟造成嚴重衝擊，進而打擊原油需求。總的說來，原油近年供給過剩的問題還將持續，令油價承壓。

圖 3-5：減稅及放鬆監管利好上市企業業績表現，美股將領漲大類資產，且各版塊上行動能更趨均衡



圖 3-6：貿易保護主義或讓全球宏觀波動性抬升，全球資本回流美國，新興市場股市表現或面臨逆風



數據來源：Bloomberg

圖 3-7: 美國政府債務規模持續擴大, 美聯儲將利率降至中性水準必要性較高, 料將拉低短端美債收益率

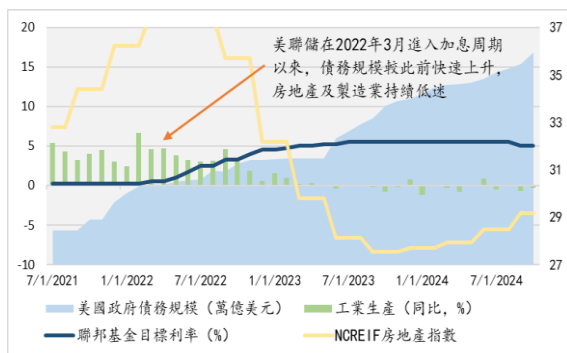
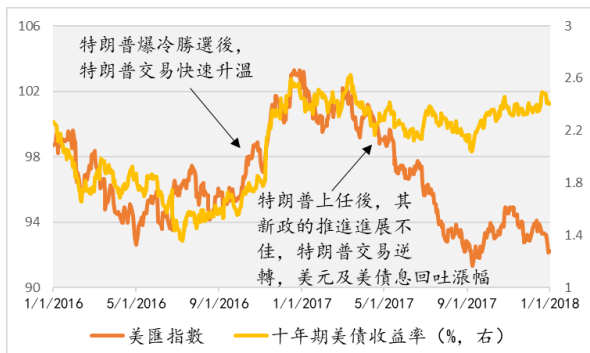


圖 3-8: 特朗普交易前期積累的動能可能消散, 美元指數繼續上行面臨的阻力較強



數據來源：Bloomberg

圖 3-9: 特朗普在上一任期實施關稅政策後, 日本淨出口及日股表現不佳, 今日圓持續走貶

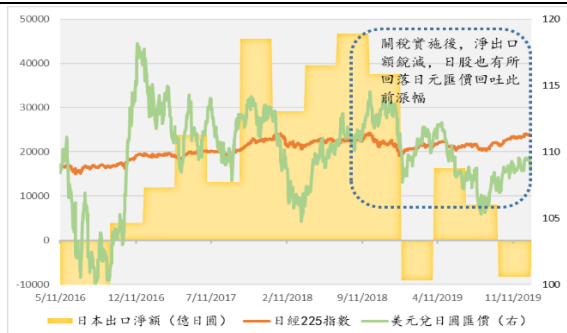
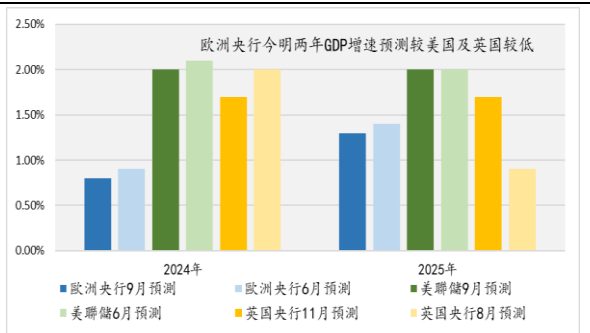


圖 3-10: 歐元區明年經濟增速或不及美國和英國, 歐洲央行減息急迫性較大



數據來源：Bloomberg

圖 3-11: 特朗普的貿易保護政策將推動全球央行購金, 並令避險情緒升溫, 為金價帶來上升動力

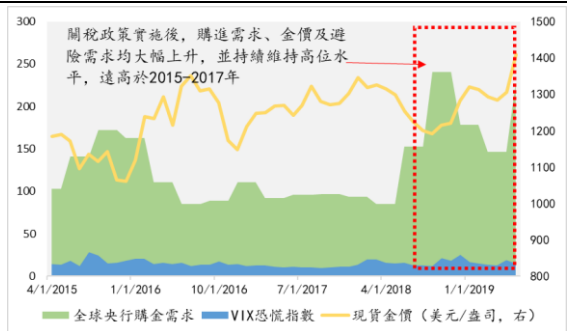
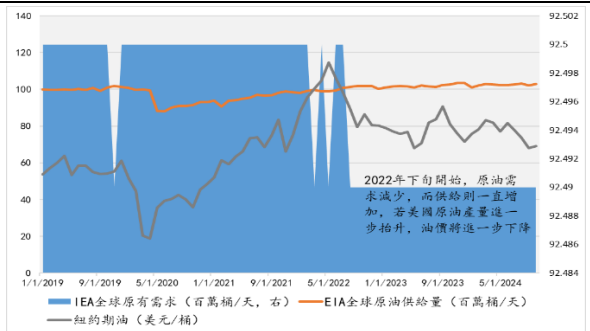


圖 3-12: 美國力圖加大傳統能源供應, 原油市場或面臨供過於求問題, 油價承壓



數據來源：Bloomberg

## 【 免責聲明 】

本檔所提供的數據乃從相信屬可靠之來源搜集。交通銀行股份有限公司對該等數據、意見或推測的公正性、準確性、完整性或正確性並無作任何明示或默示的擔保、申述、保證或承諾，亦不會就使用或依賴本檔所載之任何數據、意見或推測承擔責任或法律責任。在本檔表達的預測及意見只作為一般的市場評論，並不構成投資建議或保證回報。投資者須對本文件所載數據、意見及推測的相關性、準確性及充足性自行作出評估，並就此評估進行認為有需要或合適的獨立調查。所有此等數據、意見及推測均可予以修改而毋須事前通知。

本文件所提及、評論或推薦（視情況而定）之投資項目未必適合所有投資者，且並未考慮各收件人的特定投資目標或經驗、財政狀況或其他需要。因此，本檔並無就其中所述任何證券及/或投資是否切合任何個別人士的情況作出任何聲明。投資者不應只根據本檔而作出任何投資決定。投資者必須根據其各自的投資目的、財務狀況及獨特需要作出投資決定，並在有需要時諮詢其獨立專業顧問。本檔並不擬提供專業意見，因此不應賴以作為此方面之用途。非所有地區之所有人士均可享用或認購有關投資項目。就任何人士是否符合使用個別產品或服務的資格，以本行的最終決定為準。

投資涉及風險，投資者需注意投資項目之價值可升亦可跌，甚至變成毫無價值，而過往之表現亦不一定反映未來之表現。本檔只供一般參考用途，本檔（或其中任何部分）不應被用作廣告之用，亦不構成任何投資買賣（如證券及/或貨幣）之建議、招售或招攬。本文件並非，亦無意總覽本文件所述證券或投資牽涉的任何或所有風險。於作出任何投資決定前，敬請投資者細閱及瞭解有關該等證券或投資的所有銷售檔，以及其中所載的風險披露聲明及風險警告。本文件的數據並不構成銷售文件的一部份。

本檔內容未經本行授權，不能作任何編輯、複製、摘錄或以任何方式發給其他人。  
本文件內容並未經香港證券及期貨事務監察委員會審閱。