

“Trump 2.0”的政策主张与资产含义

——2024年美国大选追踪（二）



李雨婕 分析员

SAC 执证编号: S0080523030005
SFC CE Ref: BRG962
yujie.li@cicc.com.cn

杨萱庭 联系人

SAC 执证编号: S0080122080405
xuanting.yang@cicc.com.cn

刘刚, CFA 分析员

SAC 执证编号: S0080512030003
SFC CE Ref: AVH867
kevin.liu@cicc.com.cn

本文是“2024年美国大选追踪系列”报告的第二篇。在《美国大选如何影响政策与资产》中，我们初步讨论了如何观测美国大选、当前两位候选人政策意愿的对比及资产影响。北京时间6月28日美国总统大选首轮辩论呈现了几乎一边倒的局面，特朗普在博彩网站支持率辩论后也大幅走高10个百分点至64%，导致美债利率当天走高至4.4%。由于下一场辩论要到北京时间9月11日再举行，因此未来一段时间，市场围绕特朗普政策的交易仍有发酵可能，不排除是选情出现变化前更可能的交易方向。本文我们将进一步聚焦在首次辩论后概率提升的特朗普及共和党“横扫”（同时主导参议院和众议院）组合，讨论并测算其政策对经济、资产的潜在影响。

当前选情如何？首轮辩论后特朗普支持率扩大，共和党在两院略领先，“共和党横扫”可能性增加

6月27日周四晚（北京时间周五上午）的首场辩论中¹，特朗普和拜登围绕财税、移民、外交以及气候等有争议性议题进行了总计90分钟的辩论。纵观整场辩论，关于政策方面的增量信息有限，反倒是拜登在辩论中的表现引发了民众对其年龄还能否胜任的担忧，因此辩论结束后，特朗普胜率明显走高，PredictIt博彩支持率由53%大幅升至64%，民调显示特朗普领先性扩大至1.8ppt（46.7% vs. 44.9%）。多家媒体的调查也显示²，选民普遍认为特朗普赢了此次辩论。除了市场聚焦的总统大选外，国会的归属对后续政策推进也至关重要。目前看，共和党“横扫”可能性也较大，270toWIN预测众议院席位共和党209票 vs. 民主党201票；参议院的席位共和党50票 vs. 民主党48票。

政策主张异同？共识在增加关税和扩张投资，分歧在财税、移民以及新旧能源政策

特朗普和拜登政策都主张加关税和扩大投资支出，作为共性政策推出可能性更高。1) 特朗普主张增加全球商品10%的基准关税，对中国加征关税，且坚称并不会导致通胀走高。但拜登认为关税将导致美国家庭每年平均支出增加2500美元，因此其关税政策范围更小。2) 投资支出方面，两党均有扩大基建投资和支持美国制造业的计划，在AI等高科技领域的支持也有共性。

相反，二者在财税、移民和新能源产业政策分歧较大。1) 特朗普主张继续减税，企业所得税从21%减至15%，拜登则倾向于加税至28%，并给富人加税。特朗普并不主张直接加大财政支出力度，而拜登恰好相反，如减免学生贷款等。2) 特朗普移民政策或更为严苛，拥抱技术性移民但严格筛查非法移民，拜登的移民政策更为温和。3) 特朗普主张回归传统能源，可能将开放本国石油和天然气的勘探，但拜登则主张绿色能源以应对气候挑战，将继续推进清洁能源领域的发展。

“Trump 2.0”意味着什么？加关税+减税组合，促进投资，限制移民，政策具有通胀性

贸易政策：特朗普称将提高全球和中国关税。全局加税面临的内外挑战更大，但局部加税仍有可能。如果实施，可能带来三方面影响：1) **不利于增长和就业：**Tax Foundation测算关税政策可能导致美国经济萎缩0.8%，并减少68万个就业岗位。2) **不利于降通胀：**多篇学术研究发现美国关税政策几乎完全被消费者消化。参考对上一轮加关税的经验分析，加税可能提振CPI超过1ppt。3) **加剧收入与全球不平衡：**中低收入人群商品消费占比更高，而对其他经济体而言，加税短期可能导致提前补库需求释放，但政策实施后反而压制出口。

财税政策：特朗普表示或将企业所得税率从当前21%降至15%。2018年特朗普减税政策提振美股盈利并促进海外资金回流。但本轮减税幅度有限，提振效果或无法与2018年相比。我们测算，若上述减税计划推行，或提振标普500指数2025年净利润增速3.4个百分点至17%，能源、交通运输、多元金融、银行、商业服务等税率高于15%的行业更受益。

产业投资：特朗普可能部分扭转2021年以来拜登三大法案的实施，尤其是能源和汽车可能发生较大转变，其政策更加支持传统制造业和石油、天然气等。但两党都支持振兴美国制造，对计算机等高科技领域具有共识。

¹ <https://www.cnn.com/2024/06/27/politics/takeaways-biden-trump-debate/index.html>

² <https://www.cnn.com/2024/06/28/politics/donald-trump-winning-streak/index.html>

移民政策：特朗普主张继续收紧移民政策，但相对放宽对“高水平”人才的要求。布鲁金斯学会测算 2023 年和 2024 年移民提升了消费支出 0.2ppt，因此移民收紧可能不利于经济增长和工资增速。

货币政策：可能干涉货币政策独立性。不过就目前而言，由于鲍威尔的任期要到 2026 年结束，特朗普当选后短期内对货币政策施加的影响或有限。但其在社交媒体等发言也可能造成市场波动，影响美联储预期管理工具的正常使用。

美元政策：特朗普的经济幕僚、也是前贸易代表莱特希泽（Lighthizer）近期曾表示希望**推动美元走弱而减少美国的贸易逆差**³。如果这一政策实施，将会对其他国家汇率、全球贸易环境、以及美元定价的资源品也带来一定影响。

资产含义：支撑利率与美股，美元短期强但后续看政策倾向，大宗和黄金影响不一

“Trump1.0”的资产表现：2016 年 11 月特朗普胜选较为超预期，当月在政策预期影响下美债、美股、美元和大宗走高，黄金下跌。上半年伴随政策推进和预期消化，美债、美股高位震荡，美元和大宗回落，黄金走高。下半年税改政策预期加强同时加息预期升温，美债利率再度上升，黄金下跌，大宗和美股走强。

“Trump 2.0”减税力度或不及上轮，但关税力度或强于此前，意味着对增长提振效果相对较小，但对通胀推升效果更强。我们认为若其政策完全推出：会约束利率下行空间，减税整体对美股有支撑，但或偏向周期风格，大宗或走弱，美元及黄金更为中性。

- ▶ **美债：**我们判断美债中枢 4%，降息前区间 4.7%-4.2%，降息兑现后或有一波下行，但逐步见底回升，所以降息兑现时也即降息交易接近尾声时（《[全球市场 2024 下半年展望：宽松已过半场](#)》）。若特朗普当选，其关税政策、对内减税和移民政策都更偏通胀性，意味着美债利率很难大幅下行。共和党“横扫”局面使得债务上限解决难度较 2023 年更低，发债不均情况或较上次触及债务上限有缓解。节奏上，前期大选带来的避险情绪和降息交易推动美债利率下行，后期美债利率或因再度发债及经济数据回温而走高。
- ▶ **美股：**我们对美股并不悲观，但短期情绪和估值偏高，故建议回调充分使得金融条件足够紧缩后再介入，即“不跌不买”。若特朗普当选，我们测算**美股盈利或更强，周期股表现更好**。我们测算，税改若实现可以助推 2025 年盈利增速再提升 3.4ppt。结构上看，共和党获胜时传统能源（获胜时表现 23.8% vs. 失败时表现 3.2%）、地产（17.9% vs. 10.4%）等周期行业跑赢。
- ▶ **美元：**短期没有走弱基础，我们根据全球美元流动性指标测算，到今年底美元大概率也继续在 102~106 区间震荡。若特朗普当选，短期可能有交易特朗普政策的冲高风险，类似于 2016 年 11 月，但后续走势需要关注政策影响，是否从政策层面推动美元走弱。一方面，考虑到其政策更多可能偏向提振增长和通胀，导致货币政策有 higher for longer 风险，美元也可能更有韧性。另一方面，本次特朗普提出“弱美元”政策，推动美元走势以“提振”美国出口，需要关注其可能影响。
- ▶ **黄金：**我们测算中枢为 2500 美元/盎司，类似于美债利率，短期节奏上降息交易重启后黄金仍有一波降息交易空间，直到降息开始一两次后结束。若特朗普当选，一方面刺激预期可能利于**风险资产、不利于避险资产**，如 2016 年。但另一方面**贸易措施可能造成避险情绪上升**，但其在俄乌和巴以问题的地缘政策影响依然有不确定性。
- ▶ **大宗商品：**特朗普的旧能源政策主张下可能增加原油供给，加快石油和天然气的勘探许可发放可能会导致美国石油产量增加，但减税和投资政策或带来需求提振，因此其影响并非单一方向的。
- ▶ **中国资产：短期或影响情绪，长期看自身基本面和政策。**在 2016 年特朗普上一任期刚开始时，受益于中国宏观加杠杆的经济热度，股市依然延续上涨。2018 年一季度末加关税政策正式开始实施，叠加国内金融去杠杆，A 股转为下跌。**中期影响出口**，今年上半年，出口数据超预期和运价上涨部分反映了在关税落地前的提前补库需求，反过来下半年出口可能出现压力。不过，**出口走弱有可能推动国内财政刺激进一步发力**。此外，“出海”主线可能也会受此影响。拉长周期看，自身基本面和政策更为关键。

³ <https://www.politico.com/news/2024/04/15/devaluing-dollar-trump-trade-war-00152009>

目录

当前选情如何？特朗普领先优势扩大	5
政策异同？共识在贸易和投资，分歧在财税、移民与新能源	7
共识：均主张加关税与投资，推出可能性较高	7
分歧：财税、移民、新能源，且更依赖国会构成	7
“Trump 2.0”意味着什么？加关税+减税组合，有通胀性	9
贸易：加征关税，不利增长和控制通胀	9
税收：进一步减税或提振美股盈利	12
投资：重旧能源，轻新能源	14
移民：加强限制不利增长与通胀回落	14
货币：或干扰美联储独立性	16
资产含义：支撑利率与美股，美元短期强，大宗与黄金影响不一	18
“Trump 1.0”的经验：利率走高，美股强势，黄金震荡	18
“Trump 2.0”的含义：利率高位、美股盈利改善、美元短期强、长期有变数	20

图表

图表 1：拜登和特朗普的第二轮辩论将于 9 月 10 日举行	5
图表 2：PredictIt 胜率显示，首轮辩论开始后特朗普支持率由 53%大幅升至 64%，而拜登则由 48%下滑至 35%	5
图表 3：截至 6 月 28 日特朗普（46.7%）领先拜登（44.8%）的差距则进一步扩大至 1.9%	6
图表 4：公众对拜登政府的不满意度继续攀升至 56.4%，接近其任期的最高点	6
图表 5：截至 6 月 28 日特朗普（46.7%）领先拜登（44.8%）的差距则进一步扩大至 1.9%	6
图表 6：特朗普在北卡罗莱纳和亚利桑那州领先优势超过 5%，佐治亚州、内华达州以及宾夕法尼亚州也小幅领先	6
图表 7：众议院中共和党略微领先，270toWIN 预测共和党 209 票 vs. 民主党 201 票	6
图表 8：参议院中共和党略微领先，270toWIN 预测共和党 50 票 vs. 民主党 48 票	6
图表 9：特朗普和拜登的主要政策主张	8
图表 10：自关税政策实施以来，我们构建的美国进口集中度明显下降	10
图表 11：2022 年美国再工业化政策陆续颁布后，进口依赖度指标也有下滑	10
图表 12：美国贸易逆差/GDP 在 2018 年后有明显放缓，但受疫情影响又再度上升	10
图表 13：美国总贸易逆差规模并未明显变化，更多是在不同国家间的重新分配	10
图表 14：加征关税会引致他国报复性措施，中美贸易摩擦发生后，两国间关税均普遍高于其他地区	11
图表 15：CFRB 预测特朗普计划的 10%的基准关税将在 2026 至 2035 财年间带来约 2 万亿美元的收入	11
图表 16：CFRB 预测 60%对中国商品的额外关税或导致财政收入不增反降	12
图表 17：欧美提前补库需求有所抬升，美国实际库存增速有所修复	12
图表 18：过去五年有效税率始终处于 15%左右的低位	13
图表 19：从行业角度，依然有行业税率超过 15%	13
图表 20：能源、交通运输、多元金融、银行、商业服务、家用耐用品等均超过减税线，若税改可能提振盈利	13
图表 21：减税政策若推动可能提振 2025 年指数净利润增速 3.4ppt	13
图表 22：2018 年税改同样带动海外资金大量回流	13
图表 23：目前美国企业海外留存现金占比已明显降低	13
图表 24：2008 年金融危机以来，历任政府均出台多项支持政策，推动再工业化和美国制造回流	14
图表 25：拜登任期内美国非法移民数量大幅提升	15
图表 26：净移民是近年来美国人口增长的主要推动因素	15

图表 27: 按类别拆分, 其他外国移民 (非法移民) 是主要贡献, 合法永久居民和非移民数量比较稳定	16
图表 28: 根据测算, 移民增加将分别提升 2023、2024 年美国消费支出和 GDP 增速 0.2 和 0.1 个百分点	16
图表 29: 特朗普上一任期内货币政策逐渐收紧, 2019 年曾多次公开批评美联储加息,	17
图表 30: 美联储理事会当前无空缺席位, 最近到期日为 2026 年 1 月, 主席鲍威尔任期至 2026 年 5 月	17
图表 31: 2016 年特朗普当选前后资产表现	19
图表 32: 债务上限的临近或再度导致发债不均, 2025 年美债供给量可能前低后高	21
图表 33: 从节奏看, 美债交易机会更多体现在降息前的预期阶段	21
图表 34: 共和党获胜时传统能源、地产相对跑赢	21
图表 35: 我们根据全球美元流动性指标测算, 到今年底美元大概率也继续在 102~106 区间震荡	21
图表 35: 2016 年美元和美债利率均趋势性走高	21
图表 36: 加征关税影响下, 美国自中国进口增速显著降低	21
图表 38: 2018 年一季度末加税政策正式开始实施后, A 股转为下跌	22



当前选情如何？特朗普领先优势扩大

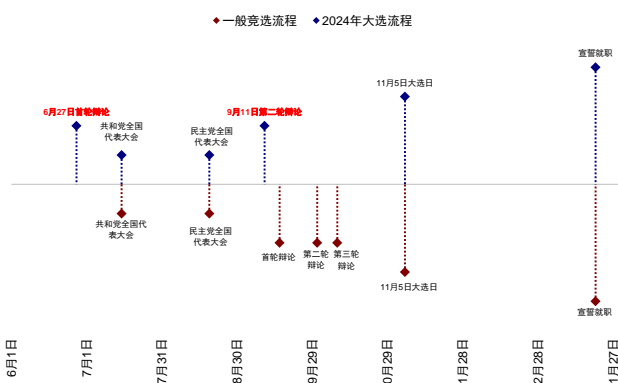
首轮辩论后特朗普支持率上升。本轮大选的两党候选人意外将首轮和第二轮辩论分别提前至 6 月 27 日和 9 月 10 日，而这一举动的提前可能导致选情和市场交易方向出现变化。首轮辩论上，特朗普和拜登政策表态基本与此前主张一致（《美国大选如何影响政策与资产》），重点聚焦于财税、移民、外交以及气候等具有主要分歧的议题展开，但均未提及主要政策的增量内容。**整体来看，特朗普在首轮辩论中的表现优于拜登**，PredictIt 博彩网站的胜率显示，首轮辩论开始后特朗普支持率由 53% 大幅升至 64%，而拜登则由 48% 下滑至 35%。从民调支持率看，尽管截至 6 月 28 日特朗普和拜登的支持率均未过半，但特朗普（46.7%）领先拜登（44.8%）的差距则进一步扩大至 1.9%，公众对拜登政府的不满意度继续攀升至 56.4%，接近其任期的最高点。

特朗普在摇摆州仍具有领先优势。从州选举人票的角度来看，目前特朗普领先的州共计 219 张选举人票，拜登共计 202 张选举人票。2024 年的主要 7 个摇摆州中，特朗普在北卡罗莱纳（6.7%）和亚利桑那州（5.6%）领先优势超过 5%，佐治亚州（4%）、内华达州（2.8%）以及宾夕法尼亚州（2.8%）也小幅领先，威斯康星州打平。值得注意的是，**各州民调结果的更新有一定时滞，截至 6 月 30 日仅有密歇根州更新了首轮辩论后的最新支持率，特朗普扩大优势至 1.2%。**

共和党当前在参众两院略微领先，共和党“横扫”的可能性增加。两党政策主张的内容固然重要，但推进的程度要取决于国会的组成，尤其是主导财税政策的众议院归属。当前拜登政府面临“分裂国会”的现状，两党博弈的程度加剧。众议院目前由共和党主导（219 票 vs. 213 票，其中 3 个席位空缺），2024 年国会选举中众议院的 435 个席位将全部改选，270toWIN 预测共和党 209 票 vs. 民主党 201 票。参议院目前由民主党占据主导（51 票 vs. 49 票，其中民主党 4 票来自独立民主党）。2024 年大选中参议院的 100 个席位中有 34 席将进行改选，目前 270toWIN 预测共和党 50 票，民主党 48 票（其中 2 票来自独立民主党）。

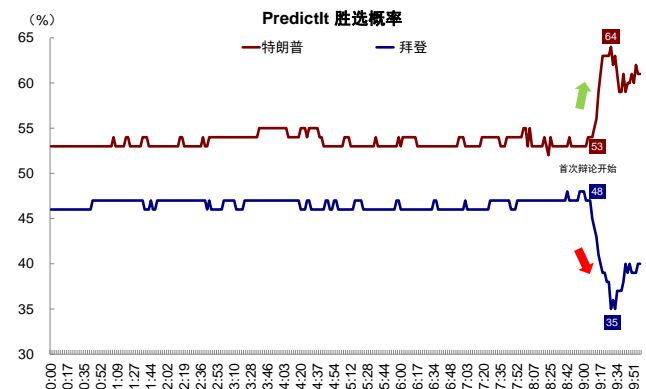
因此，市场可能更为关注特朗普若当选带来的潜在变化和影响。2016 年首次当选后，特朗普无论对内的税收、还是对外的贸易和外交政策，都对世界格局产生了重大的影响。因此，需要持续关注“Trump 2.0”可能带来的额外变数。我们聚焦于税收及财政、国际贸易、移民、货币政策、产业与气候这五个方面进行推演分析。需要提示的是，当前距离大选日还有 4 个月，伴随更多政策披露和第二轮的辩论，选情仍存在波动的可能性。

图表 1：拜登和特朗普的第二轮辩论将于 9 月 10 日举行



资料来源: Reuters, 中金公司研究部

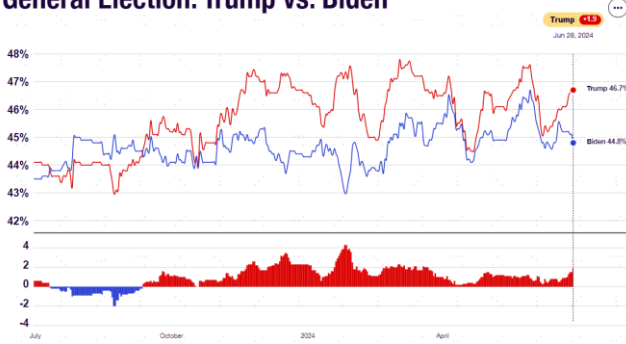
图表 2：PredictIt 胜率显示，首轮辩论开始后特朗普支持率由 53% 大幅升至 64%，而拜登则由 48% 下滑至 35%



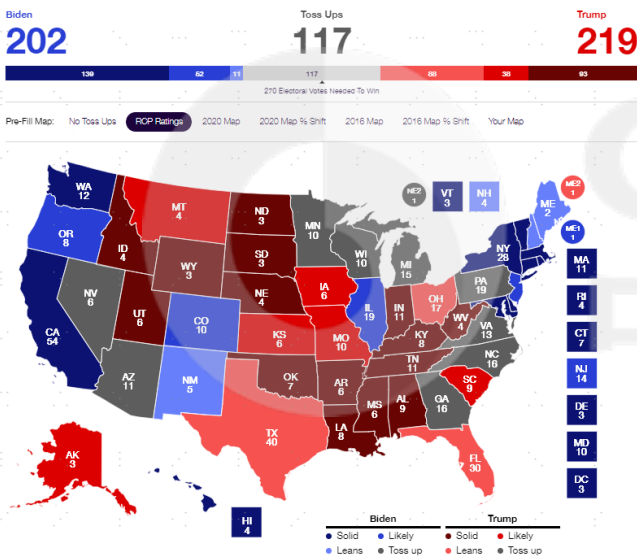
资料来源: Bloomberg, 中金公司研究部

图表 3：截至 6 月 28 日特朗普（46.7%）领先拜登（44.8%）的差距则进一步扩大至 1.9%

General Election: Trump vs. Biden



图表 5：截至 6 月 28 日特朗普（46.7%）领先拜登（44.8%）的差距则进一步扩大至 1.9%



图表 7：众议院中共和党略微领先，270toWIN 预测共和党 209 票 vs. 民主党 201 票

House Elections 2024

	民主党	共和党	席位
Current	213	219	3 *
Consensus Forecast	201	209	25
Interactive Map Above	201	209	25

* Vacant Seat(s)

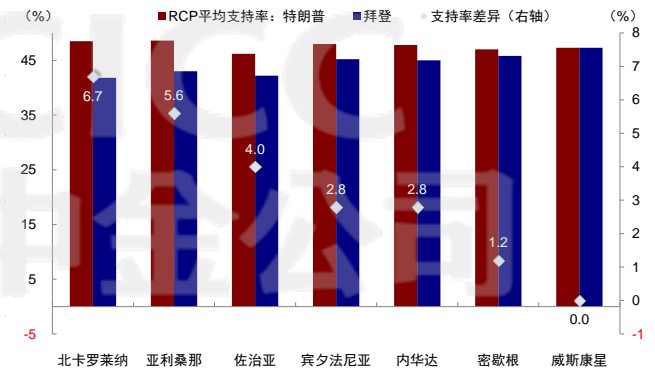
资料来源：RCP, 270toWIN.com, 中金公司研究部

图表 4：公众对拜登政府的不满意度继续攀升至 56.4%，接近其任期的最高点

President Biden Job Approval



图表 6：特朗普在北卡罗莱纳和亚利桑那州领先优势超过 5%，佐治亚州、内华达州以及宾夕法尼亚州也小幅领先



图表 8：参议院中共和党略微领先，270toWIN 预测共和党 50 票 vs. 民主党 48 票

Senate Elections 2024

	民主党	共和党	席位
Current	51	49	
Consensus Forecast	48	50	2
Interactive Map Above	48	50	2

资料来源：RCP, 270toWIN.com, 中金公司研究部

政策异同？共识在贸易和投资，分歧在财税、移民与新能源

共识：均主张加关税与投资，推出可能性较高

贸易政策方面，拜登和特朗普均推行高关税政策，但是特朗普激进程度更高。高关税或加剧全球供应链压力，进而推升美国进口原材料成本和商品价格。首轮辩论中，特朗普坚持认为 10% 的关税并不会导致通胀上涨，但拜登认为该政策将导致美国家庭每年平均支出增加 2500 美元。

- ▶ 特朗普将对进入美国的商品征收 10% 的基准关税⁴，同时对中国征收 60% 或更高额外关税。针对某些地区或行业还会征收“特定税”，如对产自墨西哥的中国汽车加征 100% 关税等。
- ▶ 拜登的加征范围仅包含 180 亿美元，且部分措施在 2026 年才执行。拜登已于 5 月宣布加征对中国进口商品的关税，包括将新能源车从 25% 加征到 100%，半导体和太阳能电池从 25% 增加至 50%，钢铁、非新能源车锂电池加征至 25% 等。

投资支出方面，两党均有扩大基建投资和支持美国制造业的计划。作为两党共识，基建政策在首轮辩论中提及不多，同时鼓励制造业回流在推行高关税的背景下也尤为重要。

- ▶ 特朗普支持基础设施建设，推行“美国制造”。特朗普表示基建投资仍将瞄准道路、桥梁、海港和新兴技术的基础建设，并确保投资真正用于相关领域而非社会福利支出等。
- ▶ 拜登或继续推行在任期间颁布的三大法案（《从投资视角看美国产业链重构》），制造业建筑投资增速显著且主要以制造业相关建筑支出为主。不过近期建筑投资已经开始走弱，逐渐转向设备投资。

分歧：财税、移民、新能源，且更依赖国会构成

财税方面，特朗普主张继续推动大规模减税，拜登更多倾向财政刺激。税收政策是两党目前的主要分歧之一，在首轮辩论中特朗普指出，拜登对本国高收入人群的征税或“变相补贴”非法移民的社会及医疗保险，而拜登抨击特朗普的减税政策更多利好高收入人群，或将进一步加剧财政赤字压力。

- ▶ 特朗普或将继续推动大规模减税，2018 年税改法案中大部分个人所得税条款将于 2026 年 1 月到期，特朗普若当选可能延长个税法案期限，并将进一步调降企业所得税至 15%，以刺激投资和消费。同时特朗普还在 6 月的内华达集会中表示将取消对小费征税⁵，进一步加剧财政赤字压力。
- ▶ 拜登推行“平衡法案（Balancing Act）”，提高高收入个人和群体的所得税，将企业税率提高到 28%，增加大公司和跨国企业的海外税收以提高社保系统的偿付能力。对企业和高收入人群增加税收的同时将继续减免学生贷款和提高育儿补贴。考虑到两党在税改上的分歧较大，因此税改通过需要国会两院均由同一党控制。

⁴ <https://www.donaldjtrump.com/agenda47/agenda47-cementing-fair-and-reciprocal-trade-with-the-trump-reciprocal-trade-act>

⁵ <https://apnews.com/article/trump-tips-taxes-nevada-0fc5fa0fb7bdcf963757c748c01bfbe9>

移民政策方面，民主党相对温和。移民政策在首轮辩论中成为特朗普攻击拜登的主要议题之一，特朗普表示拜登任期内非法移民的增加导致犯罪率显著提升，对美国社会和医疗保险系统的冲击明显，使得本国公民利益受损。同时，非法移民挤占了美国少数族裔人群的工作机会，在高通胀的背景下加剧该群体的生活负担。

- ▶ **特朗普或推出严格的移民政策。** 特朗普在 6 月 19 日的发言中强调，美国需要的是有技术型移民，应该允许美国大学毕业的外国人获得绿卡⁶。对于非法移民，特朗普在其竞选主张中表示，将暂停各类援助计划、加强移民意识形态筛查，并可能恢复建设边境墙。同时可能终止非法移民子女自动获得美国身份，禁止生育旅游。
- ▶ **拜登 6 月 18 日进一步放宽移民政策，** 简化美国公民的无证配偶及子女在不离开美国的情况下获得永久居留权的程序⁷。同时拜登表示从就业方面来看，过去几年移民的大幅增加，是支撑美国就业的一个主要因素，有效缓解了美国“劳工荒”。

气候和产业政策方面，拜登将继续发展绿色能源，特朗普则主张回归传统能源。二者在气候政策上的分歧导致产业政策有不同的侧重点，但发展人工智能是当下共识。

- ▶ **特朗普“美国制造”侧重于传统能源和低端制造业。** 特朗普主张回归传统化石能源，可能重新开启本土石油勘探，减少新能源产业方面的补贴和支出。在首轮辩论中再次重申将退出《巴黎协定》。但回归传统能源并不意味着减缓 AI 领域的发展，特朗普此前表示“支持国内能源生产的投资，以满足人工智能行业的电力需求”⁸。
- ▶ **拜登支持发展清洁能源和削减碳排放，** 将继续推行在任期间颁布的基建、芯片和削减通胀法案，或加大清洁能源等领域的补贴。

图表 9：特朗普和拜登的主要政策主张

	特朗普		拜登			
	详情	通胀	增长	详情	通胀	增长
税收	继续推进大规模减税： 1) 推进2018年税法法案永久化，其中部分个税减免条款即将到期 2) 将企业所得税从当前的21%进一步降低至15%，激励企业加大资本支出和生产	↑	↑↑	整体加税，尤其是针对富人阶级： 1) 将企业税率提高到28%；提升大公司和跨国企业海外税收 2) 免除石油天然气、地产、加密货币交易的补贴 3) 提升高收入个人（超40万）和高净值群体（超1亿）的个人所得税	↓	↓
贸易	坚持美国优先（American First）的贸易政策： 1) 向任何对美国征收出口关税的国家征收同标准的“互惠关税” 2) 可能对进入美国的所有商品征收无差别的10%基准关税，并对中国加征60%或更高的关税 3) 拒绝TPP协定，战略性追求《美墨加协定》等条款	↑↑	↓	加强对中国的进口关税，但对盟友较为友善： 1) 加征对中国的关税，包括将新能源车从25%加征至100%，半导体和太阳能电池从25%增加至50%，钢铁、非新能源车锂电池加征至25%等，但部分加征要求暂缓执行 2) 增强和盟友贸易，降低对中国的依赖度，强化美国供应链韧性	↑	↓
基础设施建设	支持基础设施建设，但暂无明确支出计划： 1) 基建投资仍然瞄准道路、桥梁、海港和新兴技术以来的基础设施 2) 确保基建投资真正用于“基础”设施，而非社会福利支出等	↑	↑↑	继续支持基建投资（Bipartisan Infrastructure Law）： 1) 交通：修缮美国1/5的道路和超过45000个“状况不佳”的桥梁；对铁路等交通设施进行重建和再投资等；总规模近5700亿美元 2) 气候能源和宽带建设等：合计投资规模约1400亿美元	↑	↑↑
环境与能源	回归传统化石能源，寻求美国能源自主： 1) 加快发放石油、天然气勘探许可，增产传统能源； 2) 为关键矿物和稀土元素建立能源独立途径，并再度退出巴黎协定	↓	↑	支持发展清洁能源和削减碳排放： 1) 在美国发展核电厂，推动2035年以前实现无碳化电力产业的目标 2) 规范化自愿碳市场建设并继续扩大特定领域的投资补贴	↑	↑
美国制造	支持美国制造： 1) 取缔工人竞业协议并承认州外专业执照，促进劳动力流动 2) 加强制造业回流和近岸外包，构建以美国和盟友为主的供应链体系	↑	↑↑	支持美国制造： 1) 投资美国（Investing in America）：增加私营部门投资以创造就业岗位 2) 继续支持购买美国货（Buy American），更好地利用联邦采购资金来加强关键产品的和供应链的国内采购 3) 加强供应美国（supply America），设立供应链弹性委员会，共享相关数据以改善供应链监测和战略；规划长期工业韧性和供应链投资	↑	↑↑
美元与汇率	主动压低美元以提振出口： 1) 依靠主动且大幅贬值美元以改善美国贸易赤字，实现贸易平衡目标	↑↑	↑	无明确以汇率为目标的表态，但称“可以接受/不担心强势的美元”，长期美元或将维持强势。		
移民和边境安全	或推出“史上最严苛移民政策”： 1) 暂停各类援助计划、加强移民意识形态筛查，并可能恢复建设边境墙 2) 可能终止非法移民子女自动获得美国身份，禁止生育旅游	↑	↓	整体更为温和（提高难民接受上限等）；但近期非法移民激增，正计划推行一项允许总统暂时对移民关闭南方边境的法案	↓	↑

资料来源：donaldjtrump.com, whitehouse.gov, 中金公司研究部

⁶ <https://apnews.com/article/trump-green-cards-immigration-colleges-1366591ba263018305ee6eb924803d7f>

⁷ <https://www.whitehouse.gov/briefing-room/statements-releases/2024/06/18/fact-sheet-president-biden-announces-new-actions-to-keep-families-together/>

⁸ <https://www.politico.com/newsletters/digital-future-daily/2024/06/27/trump-biden-debate-tech-00165399>

“Trump 2.0” 意味着什么？加关税+减税组合，有通胀性

贸易：加征关税，不利增长和控制通胀

在特朗普的上个任期中，关税和贸易政策是其政策纲领的主线之一。尤其是在 5 月拜登已经进一步宣布加征中国关税的背景下，2024 年大选备选阶段，特朗普的贸易政策更加强硬。加征关税范围扩张至全球绝大多数国家，且意图进一步抬高中国关税。特朗普政策出发点是加强美国自给自足的能力，维持美国优先和施行贸易保护主义。具体看，其目前宣布的政策包括：1) 推进《互惠贸易法案》(Reciprocal Trade Act)，包括向任何对美国出口征税的国家征收同标准的“互惠关税”，以及无差别地对进入美国的商品征收 10% 的基准关税 (Universal baseline tariffs)⁹；2) 可能对中国征收 60% 或更高的额外关税¹⁰；3) 征收针对某些地区或行业的“特定税”，如对产自墨西哥的中国汽车加征 100% 关税等¹¹；4) 禁止美国人在中国投资，并逐步全面禁止进口电子产品、钢铁和药品等中国制造的主要类别的商品¹²。

上述政策目前仅是特朗普团队的宣称和构想，在实施中可能会遇到以下三方面的阻力。

一是全面加征关税相比针对单一国家加税需要更严格的法律要求。总统可以援引以下三条法律实施局部加税措施，1) 对国家安全、经济或外交政策有“不寻常和特别威胁” (1977 年)。2) 对“歧视美国贸易”的国家征收关税 (1930 年)。3) 报复性措施对部分商品临时加征关税，特朗普在上一任期就是依靠这个权利加征中国关税 (1974 年)。但这些都更适用于局部国家或商品，以“所有国家都对美国具有贸易威胁”的理由加征普适性的 10% 关税，难度更高。

二是经济学家普遍认为特朗普上一任期加税的负面影响大于正面影响。1) 从正面看，贸易政策降低了美国的供应链脆弱性。自关税政策实施以来，我们构建的美国进口集中度明显下降。2022 年美国再工业化政策陆续颁布后，进口依赖度指标也有下滑。2) 但贸易逆差并未明显改善。美国贸易逆差/GDP 在 2018 年后有明显放缓，从 3% 左右降至 2019 年底的 2% 左右，但受疫情影响又再度上升。总贸易逆差规模并未明显变化，更多是在不同国家间的重新分配。3) 反而对增长、收入、就业和消费产生了负面压力。加征关税的额外成本实质上被转嫁至企业生产与居民就业等环节，贸易政策让美国经济同样付出代价。根据 Tax Foundation 的测算¹³，2018 年以来，中美贸易摩擦使得美国长期 GDP 减少 0.21%，居民平均工资降低 0.14%，削减约 16.6 万个就业岗位。

三是全面关税 10% 可能遭到其他盟友的反对。根据 PIIE 统计，美国不仅对中国进口关税从 2018 年初的 3.1% 左右增加至当前约 20%，对全球其他国家的关税也从 2.2% 上升至 3%。上一轮加关税的行为对欧洲¹⁴、韩国¹⁵等市场也造成了负面影响，并受到了反制措施。如果这次关税提升推广至全球，可能再度引致他国的反制措施。

⁹ <https://www.donaldjtrump.com/agenda47/agenda47-cementing-fair-and-reciprocal-trade-with-the-trump-reciprocal-trade-act>

¹⁰ <https://www.cnn.com/2024/02/04/trump-floats-more-than-60percent-tariffs-on-chinese-imports.html>

¹¹ <https://fortune.com/2024/03/16/trump-100-tariff-for-cars-made-in-mexico-by-chinese-firms/>

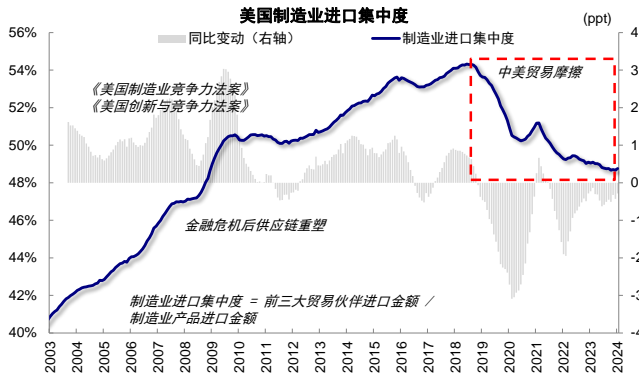
¹² <https://www.nytimes.com/2023/12/26/us/politics/trump-2025-trade-china.html>

¹³ <https://taxfoundation.org/research/all/federal/tariffs-trump-trade-war/>

¹⁴ <https://www.europarl.europa.eu/legislative-train/theme-a-stronger-europe-in-the-world/file-eu-us-trade-talks>

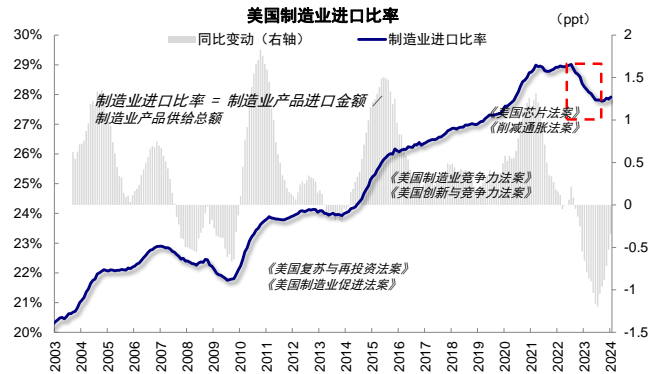
¹⁵ <https://www.cato.org/free-trade-bulletin/trumps-first-trade-deal-slightly-revised-korea-us-free-trade-agreement>

图表 10：自关税政策实施以来，我们构建的美国进口集中度明显下降



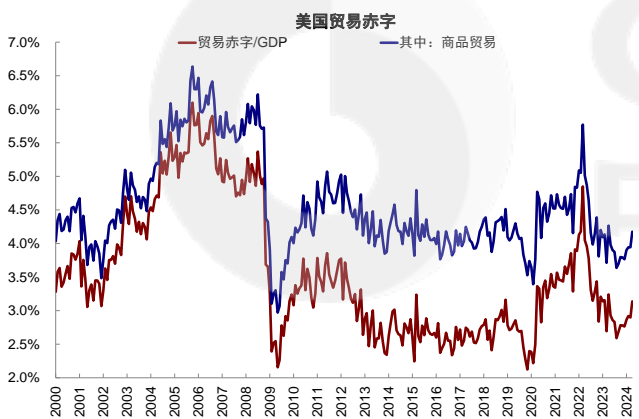
资料来源：Haver，中金公司研究部

图表 11：2022 年美国再工业化政策陆续颁布后，进口依赖度指标也有下滑



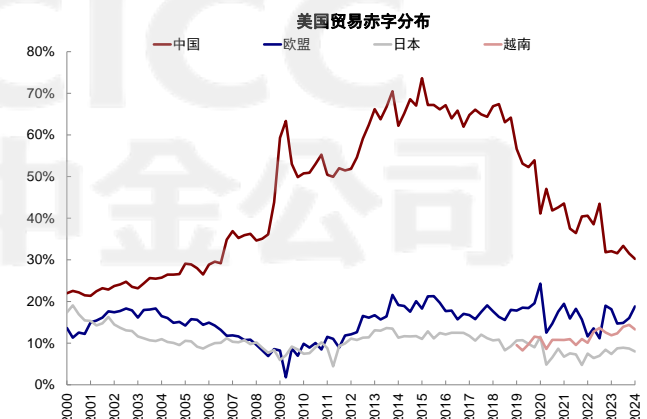
资料来源：Haver，中金公司研究部

图表 12：美国贸易逆差/GDP 在 2018 年后有明显放缓，但受疫情影响又再度上升



资料来源：Haver，中金公司研究部

图表 13：美国总贸易逆差规模并未明显变化，更多是在不同国家间的重新分配



资料来源：Haver，中金公司研究部

特朗普的贸易政策若完全实施，可能会压制增长并推升通胀。

首先，新关税政策会压制经济和就业市场。Tax Foundation 测算¹⁶，当前特朗普提出征收 10% 普遍关税和其他加税政策将使得美国经济萎缩 0.8%，并威胁到约 68 万个就业岗位；在不考虑加税导致进口下滑的影响下，静态测算税收增加约 5000 亿美元每年，但实际情况可能更少。根据无党派机构 CFRB 预测，10% 的基准关税将在 2026 至 2035 财年间带来约 2 万亿美元的收入¹⁷，60% 对中国商品的额外关税或导致税收不增反降¹⁸，加税政策会对经济产生负面压力。

其次，关税几乎被完全转嫁给消费者，有提升通胀的风险，静态测算若上述政策实施，对 CPI 提升程度可能超过 1ppt。2018 年关税提高后，学术界普遍测算结果显示，关税的影响几乎被完全转嫁给了消费者，如 Amiti、Redding 和 Weinstein（2019 年）、Cavallo 等人（2021 年）和

¹⁶ <https://taxfoundation.org/research/all/federal/trump-tariffs-biden-tariffs/>

¹⁷ <https://www.cfrb.org/blogs/donald-trumps-universal-baseline-tariff>

¹⁸ <https://www.cfrb.org/blogs/donald-trumps-60-tariff-chinese-imports>

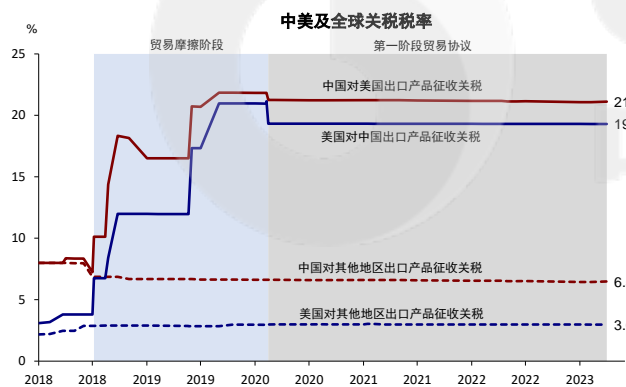
Fajgelbaum 等人（2021 年）。关税对通胀的影响并不简单来自进口价格上升，人为提升进口品价格无疑也给了美国国内厂商涨价空间。参考对上一轮加关税的经验分析，Robinson（2022）年测算结果显示，提升 10ppt 的关税会导致 CPI 上涨 6.7ppt。Amiti、Heise 和 Kwicklis（2019）测算 2018 年进口关税的上调（1.7ppt）导致 CPI 上升了 0.3ppt。Hale、Hobijn、Nechio 和 Wilson（2019）测算，如果对中国商品全面征收 25% 关税（截至发稿时对中国有效税率为 12%），可能提升 CPI 约 0.4ppt。

由于 2018 年后美国已经经历了关税增加，且 2022 年以来进口比率有一定下滑，本轮再度加税的传导效果可能会相对更小。但若简单根据上述历史经验线性测算，若将全球税率从当前的 3% 提升至 10%，可能会带来 1.2ppt~4.7ppt 的 CPI 增长。若将中国关税从当前的 19% 加至 60%，可能额外提升通胀 1.3ppt。

最后，特朗普加关税+降所得税的组合还会进一步导致美国收入不平等现象的恶化¹⁹。因为低收入人群的商品消费占比更高，加关税的行为会将所得税压力转移至低收入人群和中产阶级。

除了美国自身，加税行为对其他经济体也可能产生影响。为了规避潜在影响，提前补库推动了部分进口需求前置和近期运价上涨，美国实际库存增速有所修复。但需要关注需求抢跑后、叠加大选不确定性，在后半年带来对运价和出口的反向压力。

图表 14：加征关税会引致他国报复性措施，中美贸易摩擦发生后，两国间关税均普遍高于其他地区



资料来源：PIIE，中金公司研究部

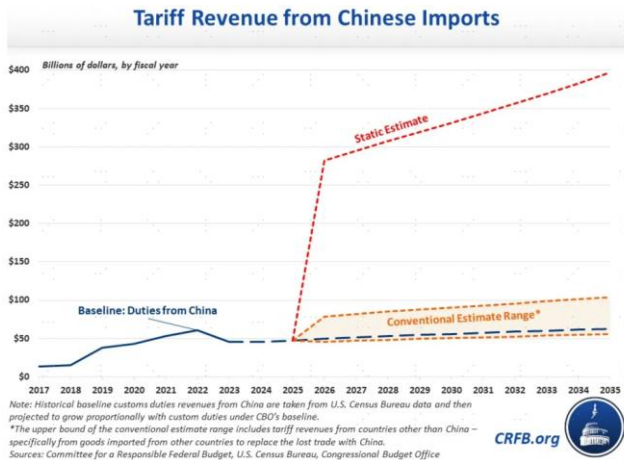
图表 15：CFRB 预测特朗普计划的 10% 的基准关税将在 2026 至 2035 财年间带来约 2 万亿美元的收入



资料来源：CFRB，中金公司研究部

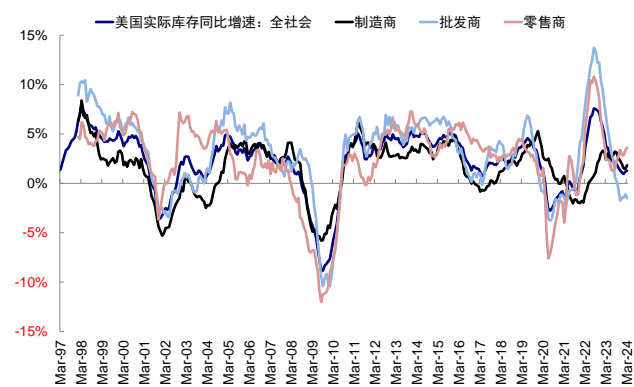
¹⁹ <https://www.piie.com/blogs/realtime-economics/2024/can-trump-replace-income-taxes-tariffs>

图 16: CFRB 预测 60%对中国商品的额外关税或导致财政收入不增反降



资料来源: CFRB, 中金公司研究部

图 17: 欧美提前补库需求有所抬升, 美国实际库存增速有所修复



资料来源: Haver, 中金公司研究部

税收：进一步减税或提振美股盈利

减税是特朗普上一任期内的政策核心，也是本次大选的重要主张，与拜登主张的加税方向相反。2018 年税改法案中大部分个人所得税条款将于 2026 年 1 月到期，特朗普主张延长个税减税的期限，甚至推动税改法案永久化，并将企业所得税税率从 21% 进一步降低至 15%。在 2021 年 OECD 各成员国达成的协议中，15% 是大型跨国企业（MNEs）的法定最低税率，而若考虑其他税前抵扣因素，这一提议或将使得美国企业实际税率接近低税收地区。

新一轮减税政策仍有望对市场造成积极影响，可能通过增加企业收入和利润在中长期内提振美股表现。我们测算其减税政策能够提振 2025 年标普 500 指数净利润增速 3.4ppt。虽然当前标普 500 指数整体有效税率已经接近 15%，但是从行业角度，依然有行业税率超过 15%，如能源、交通运输、多元金融、银行、商业服务、家用耐用品等税率均超过减税线。假设这些行业税率均向下调至 15%，2025 年标普 500 指数净利润增速可以从当前市场一致预期的 13.7% 提升至 17%，提振 3.4ppt。

但也需要提示的是，本轮减税效果相对其上一任期税改，影响更小。

一是税率调整程度相对上一轮更低。上一轮税改将税率从 35% 调整至 21%，拜登任期内虽然寻求加税至 28%，但推行效果有限，仅实现了对高收入企业和个人征收“富人税”。过去五年标普 500 指数有效税率始终处于 15% 左右的低位（1Q24 为 15.7%），已经接近当前特朗普宣称的减税水平。

二是大量海外资金回流的情形或较难重演。2018 年税改的另一重要措施是将原有税法中的全球征税措施更改为属地征税，同时大幅降低存量现金和利润汇回税率（由原定 35% 降至现金类 15.5%，其他资产 8%）。法案颁布促使美国企业海外资金大量回流，推动回购规模上升，增厚 EPS，提振投资者情绪，推动股价上行。目前主要企业海外资金留存比例已明显降低，资金回流空间也相对有限。

三是通胀和债务情况可能限制财政扩张力度。当前美国经济逐渐向“不着陆”预期靠拢，且美国债务水平处于历史高位。2024 年 10 月美国将进入 2025 财年，届时需要制定可选支出部分

以上内容仅为本文档的试下载部分，为可阅读页数的一半内容。如要下载或阅读全文，请访问：<https://d.book118.com/457026041200006130>