

➤ 特朗普正离“重返白宫”越来越近。

特朗普的获胜概率在 10 月初反超哈里斯，10 月 16 日大幅领先 19 个百分点 (Polymarket 数据)。参考前两届大选：特朗普的“实力”往往被民调机构低估 3~5 个百分点，且摇摆州倾向于在最后关头“翻红”而不会“翻蓝”。特朗普离白宫越来越近的时，“共和党横扫”的概率上升：参议院几乎已被共和党“预订”，众议院选情仍是民主党领先，但共和党正在缩小差距。

➤ 特朗普的政策框架，如何影响财政赤字？

特朗普的政策提案主要集中于扩大赤字、而削减赤字的政策较少，这与哈里斯的提案有明显区别，后者既有扩大赤字的政策、也有削减赤字的政策。特朗普和哈里斯的政策议程若全面落地，彭博经济分析预计 4 年任期将分别将联邦政府债务/GDP 从当前的 99% 提升至 116%、109%。

如果出现“特朗普+府院统一”的结果，那么未来 4 年伴随赤字率高居不下，“再通胀”的概率也将上升；如果出现“特朗普+府院分裂”的结果，那么财政谈判或将比哈里斯当选的情景更加坎坷（尤其关注明年 1 月债务上限谈判）。

➤ 如何看待特朗普的关税提案？

落地程度：或不及当前的“口号”。使用第 301/232 条款来加征关税，总统和内阁拥有决定权，落地可能性大。但是，如果总统想取消对一国的永久正常贸易关系 (PNTR)，则需要国会投票，落地可能性小。

落地时间：1) 与国会换届结果有关。如果“共和党横扫”，那么推动新的减税法案将是特朗普 2025 年的工作重心；如果“府院分裂”，财政受限的情况下，关税的矛盾或在明年率先启动。2) 如果采用“301 调查”的流程，那么从发起调查至加征关税措施生效，需要半年~1 年的时间。

经济影响：2018 年美国加征关税“伤敌一千、自损八百”。关税打击了美国的消费、生产和投资；但对其他国家和地区的打击更大、提升了美国经济的相对优势。

➤ 如果“特朗普回归”，对资产价格有何影响？

1) 美股或在大选前加剧波动，选举落地后上涨。复盘历史，美股在大选前半年大概率上涨；大选前 1 个月受避险情绪影响下跌概率更高；大选落地后大概率上涨，尤其在“共和党总统+府院统一”的历史情景中，美股在大选落地后 2 个月能录得平均 7% 以上的涨幅。

2) 美债和美元或上行，人民币或有下行压力。今年 6 月以来，特朗普的获胜概率和美债、美元的走势相近。特朗普如果当选，将扩大赤字刺激经济令“不着陆”的概率上升，且驱逐移民、减税、关税政策或点燃“再通胀”预期，对应美债和美元维持高位。强美元和关税冲突或令人民币贬值压力上升。

➤ 风险提示：美国大选进展超预期，美国经济恶化超预期。

相关研究

1. 市场观察：“特朗普交易”的“地缘波” -2024/10/15
2. 2024 年 9 月金融数据点评：金融数据回升的三个方向 -2024/10/14
3. 2024 年 9 月通胀数据点评：政策落地前的价格触底 -2024/10/13
4. 国新办发布会解读：财政部发布会：怎样的“加力”信号？ -2024/10/12
5. 9 月美国 CPI 通胀点评：不那么“超预期”的 CPI -2024/10/11

目录

| | |
|-----------------------------------|----|
| 1 “特朗普回归”市场预期大幅升温 | 3 |
| 1.1 特朗普支持率重新领先，持续上升 | 3 |
| 1.2 特朗普的“基本盘”或被民调机构低估 | 4 |
| 1.3 参考历史，摇摆州或在最后“翻红” | 5 |
| 1.4 “府院分裂”仍是大概率，但“共和党横扫”概率上升..... | 7 |
| 2 特朗普的政策框架，对财政赤字影响如何？ | 7 |
| 3 如何看待特朗普的关税提案的可能性、影响？ | 9 |
| 3.1 如何看待关税提案的落地可能性？ | 9 |
| 3.2 关税政策如何影响美国经济？ | 11 |
| 4 如果“特朗普回归”，对资产价格有何影响？ | 14 |
| 4.1 美股在大选前或加剧波动，选举落地后上涨..... | 14 |
| 4.2 美债和美元上行，人民币或有下行压力 | 16 |
| 5 风险提示 | 21 |
| 插图目录 | 22 |

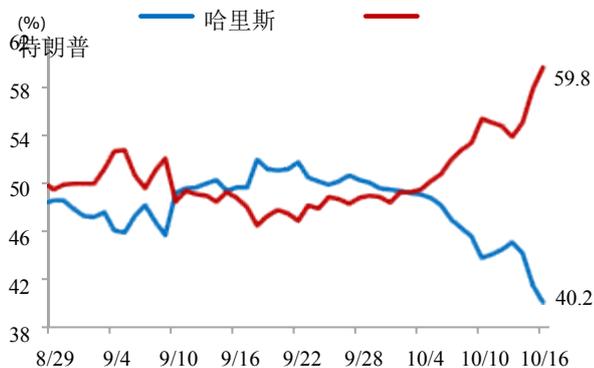
1 “特朗普回归”市场预期大幅升温

1.1 特朗普支持率重新领先，持续上升

距离大选仅剩三周，特朗普正离“重返白宫”越来越近。特朗普的获胜概率在10月初反超哈里斯、当前大幅领先。一是10月1日副总统辩论万斯表现意外胜出，一定程度上打消市场对其“年轻”“极右”标签的担忧；二是哈里斯“蜜月期”结束，而她自己的“经济学框架”仍较模糊。

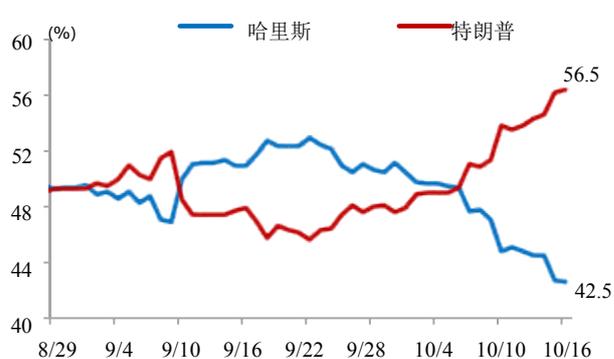
10月16日，根据Polymarket押注网站，特朗普获胜概率59.8%，领先哈里斯19个百分点；根据RealClearPolitics综合民调网站，特朗普获胜概率56.5%，领先14个百分点。

图1：美国大选:总统候选人获胜概率(Polymarket)



资料来源：Polymarket，彭博，民生证券研究院

图2：美国大选:总统候选人获胜概率(RCP)

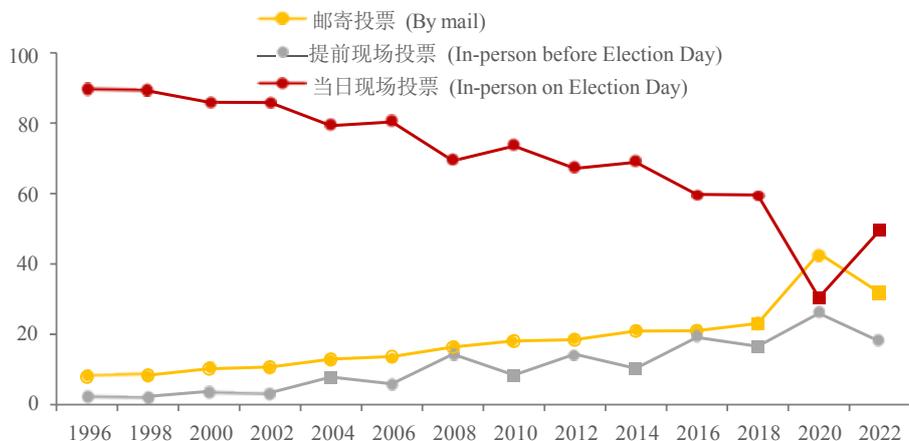


资料来源：RealClearPolitics，彭博，民生证券研究院

投票方式上，今年仍是3种：邮寄投票 (Mail voting，又称缺席投票/Absentee voting)；提前投票 (Early voting)，各州提前开放现场投票站，供选民本人前去投票；当日现场投票。截至美东时间10月16日，已有41个州开启了“邮寄投票”、有20个州启动了“提前投票”。

大约一半的选民会在选举日之前，做出自己的选票决定 (图3)。2022年中期选举中，当日现场投票的比例为49.5%，邮寄投票和提前投票的比例分别为32%和18%。

图3：历史上美国大选和中期选举的投票方式占比（%）



资料来源：Bipartisan Policy，民生证券研究院

1.2 特朗普的“基本盘”或被民调机构低估

参考前两届大选，特朗普的“实力”往往被民调机构低估 3~5 个百分点。究其原因，一是大多数主流新闻媒体的意识形态偏左翼/偏自由派，也就更倾向于民主党，这是行业性质因素。二是低学历群体、农村群体是特朗普的群众“基本盘”，这些群体或更少被民调覆盖。

当前特朗普真实的领先程度或更多。如果参考前两届大选，我们或许可以在特朗普支持率的基础上再加 3 个百分点，作为他的“真实”支持率。

图4：2016 年大选前各家民调机构的结果 vs 大选全民投票的结果

| Pollster / Sponsor | Date | Clinton (D) | Trump (R) | Clinton-Trump |
|--------------------------------|------------------|-------------|-------------|---------------|
| Suffolk University / USA Today | 10/20 - 10/24 | 49 | 39 | -10 |
| Quinnipiac | 10/17 - 10/18 | 50 | 44 | -6 |
| Monmouth University | 11/3 - 11/6 | 50 | 44 | -6 |
| CNN | 10/20 - 10/23 | 51 | 45 | -6 |
| Ipsos / Reuters | 11/2 - 11/6 | 44 | 39 | -5 |
| NBC News / Wall St. Jnl | 11/3 - 11/5 | 48 | 43 | -5 |
| YouGov / Economist | 11/4 - 11/7 | 49 | 45 | -4 |
| fivethirtyeight Average | 2016/11/7 | 45.5 | 41.7 | -3.8 |
| RCP Average | 2016/11/7 | 46.8 | 43.6 | -3.2 |
| 270twin Average | 2016/11/7 | 45.6 | 42.5 | -3.1 |
| NY Times | 10/28 - 11/1 | 47 | 44 | -3 |
| Bloomberg | 11/4 - 11/6 | 46 | 43 | -3 |
| ABC News / Washington Post | 11/3 - 11/6 | 49 | 46 | -3 |
| Morning Consult | 11/4 - 11/5 | 45 | 42 | -3 |
| Final Results | 2016/11/8 | 48.2 | 46.1 | -2.1 |
| Marist / McClatchy | 11/1 - 11/3 | 46 | 44 | -2 |
| Rasmussen Reports | 10/28 - 11/1 | 45 | 43 | -2 |
| FOX News | 11/3 - 11/6 | 46 | 45 | -1 |
| TIPP / IBD | 11/4 - 11/7 | 43 | 42 | -1 |
| Gravis | 10/31 - 10/31 | 50 | 50 | 0 |
| USC / LA Times | 11/1 - 11/7 | 44 | 47 | -3 |

资料来源：270twin，Fivethirtyeight，RealClearPolitics，民生证券研究院

图5：2020 年大选前各家民调机构的结果 vs 大选全民投票的结果

| Pollster / Sponsor | Date | Biden (D) | Trump (R) | Biden-Trump |
|--------------------------------|------------------|-------------|-------------|-------------|
| CNN | 10/23 - 10/26 | 54 | 42 | 12 |
| USC Dornsife | 10/20 - 11/2 | 54 | 43 | 11 |
| Quinnipiac | 10/28 - 11/1 | 50 | 39 | 11 |
| YouGov / Economist | 10/31 - 11/2 | 53 | 43 | 10 |
| NBC News / Wall St. Jnl | 10/29 - 10/31 | 52 | 42 | 10 |
| CNBC / Change Research | 10/29 - 11/1 | 52 | 42 | 10 |
| Siena / NY Times | 10/15 - 10/18 | 50 | 41 | 9 |
| fivethirtyeight Average | 2020/11/2 | 51.8 | 43.4 | 8.4 |
| 270twin Average | 2020/11/2 | 51 | 43 | 8 |
| SurveyUSA | 10/29 - 10/31 | 52 | 44 | 8 |
| Suffolk University / USA Today | 10/23 - 10/27 | 52 | 44 | 8 |
| Morning Consult | 10/29 - 10/31 | 52 | 44 | 8 |
| Harvard- Harris | 10/27 - 10/28 | 54 | 46 | 8 |
| FOX News | 10/27 - 10/29 | 52 | 44 | 8 |
| RCP Average | 2020/11/2 | 51.2 | 44 | 7.2 |
| Ipsos / Reuters | 10/29 - 11/2 | 52 | 45 | 7 |
| Final Results | 2020/11/3 | 51.4 | 46.9 | 4.5 |
| Emerson College | 10/25 - 10/26 | 51 | 47 | 4 |
| TIPP / IBD | 10/29 - 11/2 | 50 | 46 | 4 |
| HarrisX / The Hill | 10/25 - 10/28 | 49 | 45 | 4 |
| Rasmussen Reports | 10/28 - 11/1 | 48 | 47 | 1 |

资料来源：270twin，Fivethirtyeight，RealClearPolitics，民生证券研究院

1.3 参考历史，摇摆州或在最后“翻红”

“得摇摆州者得白宫”。由于美国大选的“选举人团制度”和“赢者通吃”的规则，大选最后的胜负其实就决定在摇摆州选民手中。

我们根据综合民调网站 FiveThirtyEight 的支持率数据，统计前两届大选中的摇摆州，**大选前的民调结果是否符合该州最后的投票结果。**

- 2016 年大选中，共有 5 个州“翻红”（宾州、北卡州、密歇根州、威斯康星州、佛罗里达州），即大选前民调显示更支持希拉里，而最后选择了特朗普。但没有州最后“翻蓝”。（图 6）
- 2020 年大选中，共有 2 个州“翻红”（北卡州、佛罗里达州），即大选前民调显示更支持拜登，而最后选择了特朗普。但没有州最后“翻蓝”，即没有选前民调显示支持特朗普、但最后投给拜登的情况。（图 7）

这同样也反映了民调往往低估了特朗普的“真实”支持率和群众基础。

图6：2016 年大选日之前，关键摇摆州的民调支持率（%）



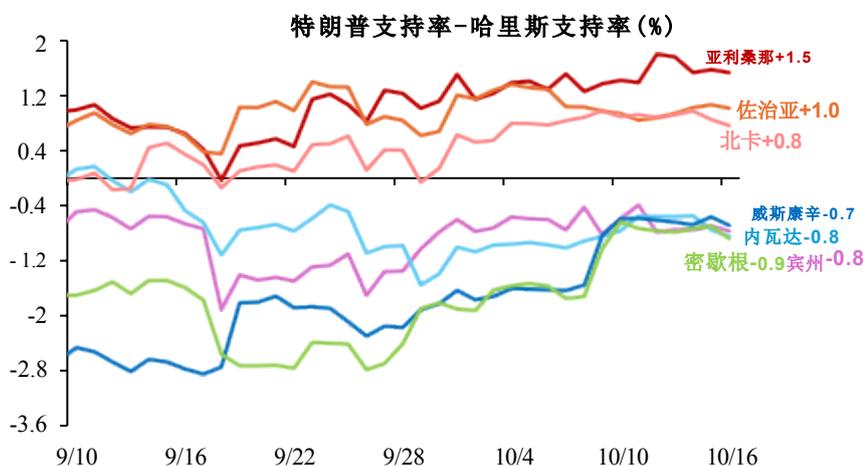
资料来源：FiveThirtyEight，民生证券研究院

图7：2020年大选日之前，关键摇摆州的民调支持率（%）



根据 FiveThirtyEight 网站数据，在今年大选的 7 个关键摇摆州，特朗普和哈里斯的支持率之差都在 ± 2 个百分点。特朗普在摇摆州的相对优势在最近 1 个月小幅上升。

图8：特朗普在摇摆州的相对优势在最近 1 个月提升 (FiveThirtyEight)



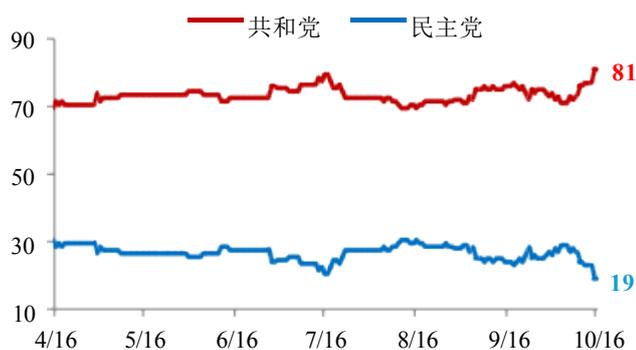
1.4 “府院分裂” 仍是大概率，但 “共和党横扫” 概率上升

除了总统选举，还需要关心国会选举。我们在《哈里斯的“理想”与“现实”》中详细分析了参、众两院归属的重要性：立法权在国会手中，所有涉及财政的法案，都需要由众议院发起，并在参、众议院均投票通过，才能送至总统签署落地。

特朗普第一任期的前两年“府院统一”，从而通过了减税力度极大的 2017 年《TCJA 法案》；而 2018 年 11 月中期选举后“府院分裂”，执政重心转向了不需要国会投票的关税政策。

“共和党横扫” 概率上升。 今年参议院几乎已被共和党“预订”，众议院的归属尚不确定、目前民主党领先。根据 Polymarket 网站数据，共和党在众议院选举中正在缩小差距，获胜概率从 9 月底的 37% 上升至 10 月 16 日达到 45%。

图9：2024 年美国大选：参议院归属的概率(%)



资料来源：Polymarket，彭博，民生证券研究院

图10：2024 年美国大选：众议院归属的概率(%)



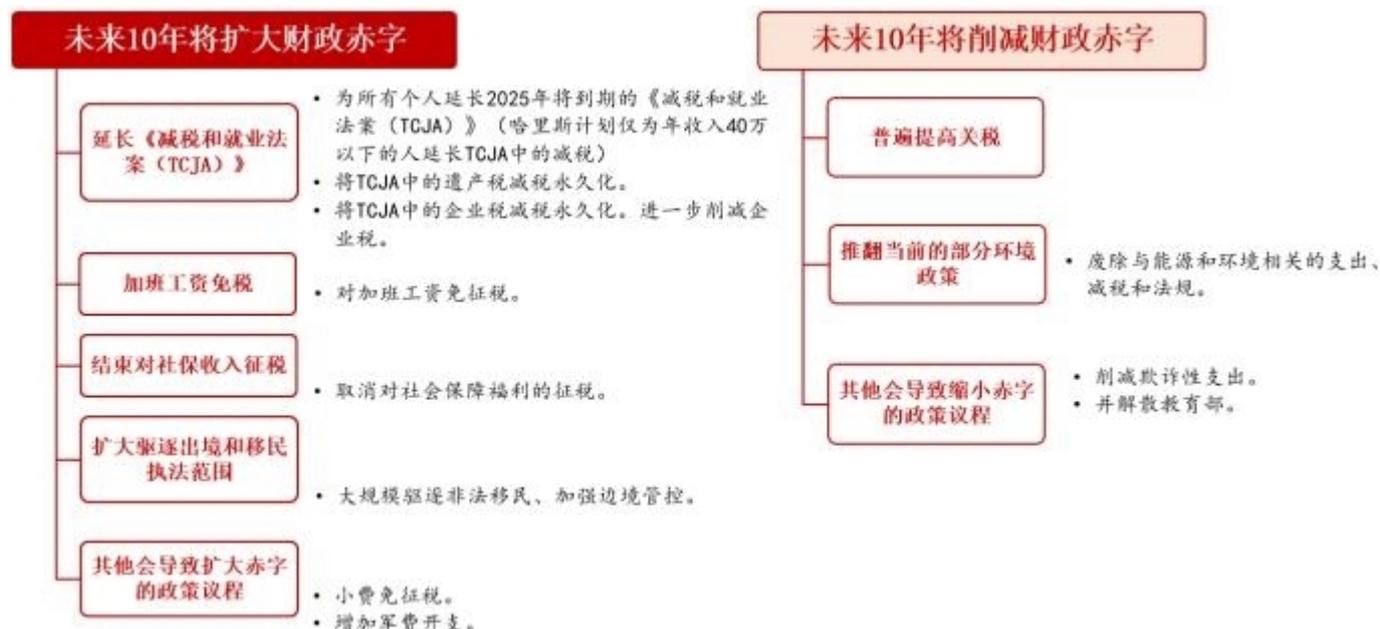
资料来源：Polymarket，彭博，民生证券研究院

2 特朗普的政策框架，对财政赤字影响如何？

特朗普的政策提案，主要集中于扩大赤字、而削减赤字的政策较少，这与哈里斯的提案有明显区别。哈里斯的政策提案中，有扩大赤字的政策、也有不少帮助削减赤字的政策，从而控制赤字上升速度。（参考报告《哈里斯的“理想”与“现实”》）

因此，如果出现“特朗普+府院统一”的大选结果，那么未来 4 年联邦政府债务或大幅上涨、赤字率高居不下；如果出现“特朗普+府院分裂”的结果，那么财政谈判（尤其是明年上半年的债务上限谈判）或将比“哈里斯+府院分裂”更加坎坷。

图11：特朗普的政策愿景：按对财政赤字的影响分类



资料来源：CRFB，tax foundation，民生证券研究院

将导致赤字增加的政策包括：延长《2017 减税和就业法案(TCJA)》的个人和企业减税政策、并进一步降低企业所得税率，加班工资免税，小费免税，社会福利免税，大规模驱逐移民等。可以降低赤字的政策有：提高关税、撤销拜登政府的部分环境政策，例如《通胀削减法案》(IRA) 中的新能源相关补贴。

根据 CRFB、税务基金会和沃顿商学院预测，在未来 10 年维度：个人和企业减税将增加逾 4.5 万亿美元赤字；社会福利免征税将增加 1.2 万亿美元赤字；而加关税和取消 IRA 中的环境补贴能削减赤字的幅度远远不够弥补赤字的增加。

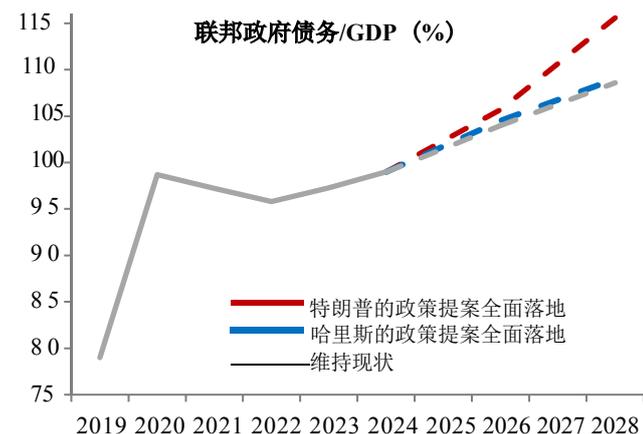
图12：特朗普的政策议程：对未来 10 年美国赤字的影响预测

| 预测机构 | 负责任联邦预算委员会 (CRFB) | 税务基金会 (taxfoundation) | 沃顿商学院 |
|-----------------------|-------------------|-----------------------|-------|
| 对未来10年美国财政赤字的影响（十亿美元） | | | |
| 降低个人收入税和遗产税 | 4,550 | 3,598 | 3,388 |
| 进一步降低企业收入税 | | 1,218 | 1,218 |
| 对社保福利免征税 | 1,300 | 1,197 | 1,226 |
| 取消IRA中的环境税收优惠 | -700 | -921 | |
| 普遍征收10%关税、对中国征收60%关税 | -2,700 | -2,592.9 | |
| 以上项目总计 | 2,450 | 2,498 | |

资料来源：CRFB，tax foundation，沃顿商学院，民生证券研究院

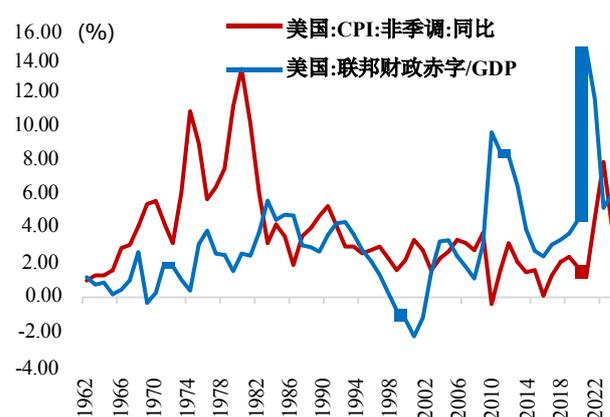
“共和党横扫”的情景下，随着赤字扩大，“再通胀”的概率上升。如果特朗普当选，大概率会在 2025 年优先推动减税法案，将刺激内需、给 CPI 造成较大上行压力；大规模驱逐移民和加征关税则会从供应端推升通胀。

图13：不同大选结果下，美国联邦政府债务增长的预测



资料来源：彭博经济分析，民生证券研究院

图14：美国赤字率上升往往会带动通胀上升



资料来源：Wind，民生证券研究院

3 如何看待特朗普的关税提案的可能性、影响？

3.1 如何看待关税提案的落地可能性？

特朗普及其竞选团队提到了“取消最惠国待遇”、“对美国所有进口商品征税10%”等计划。我们认为新任美国政府可能采取的关税政策包括以下几种情形 (如图 15)：

图15：未来新任美国政府可能采取的关税政策

| 可能的关税政策 | 哈里斯上任 | 特朗普上任 | | |
|------------|-------------------------------|------------------------------------|-------------------------------------------|------------------------------------------------------------------------------|
| | 对特定商品加关税 | ① 普遍征收10%关税 | ② 对特定商品加关税 | ③ 取消最惠国待遇 |
| 政策描述 | 对重要领域的特定商品加征关税。其他领域加征关税的概率不大。 | 对所有进口商品实行统一税率的全面关税。(将关税税率统一提高到10%) | 对重要领域的特定商品加征关税。其他领域加征关税的概率不大。 | 取消PNTR和最惠国待遇，可能导致平均关税税率大幅上升。关税互惠可能通过类似于“互惠贸易法案”(Reciprocal Trade Act)的方式来实现。 |
| 实施时可能面临的问题 | | | 如果使用301/232条款，那么公告和实施之间有滞后(USTR调查流程需要时间)。 | 取消PNTR地位需要国会批准；“互惠贸易法案”也需要国会的批准，这需要“府院统一(共和党横扫)”。 |

资料来源：共和党党纲，民主党党纲，民生证券研究院整理

关税政策的**落地程度**：或不及当前的“口号”。

如果特朗普当选总统，使用第 301/232 条款加征关税，那么无需国会投票、总统和内阁拥有决定权，落地可能性大。但是，如果总统想取消永久正常贸易关系 (PNTR)、取消最惠国待遇，则需要国会投票，通过难度大，落地可能性小。

关税政策的**落地时间**：

1) 或与国会换届结果有关。如果是“特朗普+府院统一”，那么推动新的减税法案将是特朗普 2025 年的工作重心，因为中期选举后可能丧失国会控制权，特朗普可能将无需国会投票的关税政策推迟启动。如果是“特朗普+府院分裂”，明年在财政受限的情况下，关税政策或率先启动。

2) 如果通过“301 调查”的流程加关税，那么从发起调查至加征关税生效，需要半年至 1 年的时间。如图 16，美国“301 调查”先由总统向美国贸易代表办公室(USTR) 提交请愿书，USTR 需要在 45 天内决定是否启动调查，确认调查的适当性后，12 个月内需完成调查并出具调查结果，然后 30 天内采取惩罚行动。

图16：美国“301 调查”的法定流程



资料来源：USTR，民生证券研究院

参考 2018~2019 年贸易事件的时间线，从启动调查到加税生效，历时接近 11 个月：2017 年 8 月 14 日美国正式启动“301 调查”，2018 年 4 月 3 日 USTR 公布调查结果，贸易冲突正式开启，2018 年 6 月 16 日宣布对 340 亿美元的商品（即“清单一”）征收 25% 的关税，于 7 月 6 日生效。

预计从启动调查到加税生效，大约需要半年~1 年的时间。有了 2018 年的经验，特朗普如果再次当选、再次走“301 调查”加税制裁的流程可能更“轻车熟路”，从启动调查到加税生效的时间或较 2018 年缩短。

图17：2018-2019 年中美关税事件的时间线



资料来源：USTR，Wind，民生证券研究院

3.2 关税政策如何影响美国经济？

2018 年美国加征关税，是“伤敌一千、自损八百”。

贸易冲突打击了美国的生产、投资和消费。“清单一”关税在 2018 年 7 月生效，此后美国的工业产出指数、制造业资本开支意向、个人实际消费增速转为下滑。

打击生产和投资，一是因为“清单一”和“清单二”主要集中在中间品和资本品，消费品涉及相对较少，因而企业设备产出指数下滑更明显；二是贸易条件的不确定性打击企业资本开支信心。打击实际消费，主因经济不确定性打击了居民的消费倾向、储蓄率在贸易冲突期间显著上升。

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/707135102016010001>