

The Amundi logo is positioned in the top right corner of the page. It features the word "Amundi" in a bold, black, sans-serif font. Below it, the Chinese characters "东方汇理 资产管理" are written in a smaller, black, sans-serif font. The entire logo is set against a background of a blurred image of the White House at dusk, with a blue and white color palette. A thick blue border frames the entire page, and a thin blue horizontal line is located just above the logo.

**Amundi**

东方汇理 资产管理

凭借实力 赢得信任

投资研究院

# 2024 美国总统选举： 宏观、地缘政治及投资观点

经济及市场

2024 年 10 月



主题讨论 | 2024 年 10 月

目录

摘要.....3

信息图表：美国大选情境及其对市场的影响.....4

哈里斯与特朗普的比较：国内政策及宏观经济影响.....5

    我们对两者政纲的经济影响的评估 ..... 6

大选主要动力.....7

外交政策及贸易 .....8

    哈里斯与特朗普的外交政策比较 ..... 9

美国大选会如何影响新兴市场经济体.....11

投资影响.....12

    对固定收益市场会造成甚么影响？ ..... 12

    对美元有何影响？ ..... 13

    对股票表现有何预期？ ..... 13

    对新兴市场资产有何影响？ ..... 15

    对多元资产投资者有何主要影响？ ..... 16

作者.....17

设计 .....17

编辑.....17

假设情境.....18

参考数据.....19

东方汇理资产管理投资研究院 .....20

## 摘要

美国大选临近，投资者日益关注候选人的政纲及其对经济和市场的影响。在候选人的议程当中，税务、外贸、移民及财政政策成为焦点。哈里斯主张提高企业及富裕人士的税率，为社会倡议和绿色政策提供资金；特朗普则建议减税、放宽监管及增加石油产量。

从地缘政治、经济及投资角度而言，关税尤其重要。若特朗普政府落实竞选活动所述的提案，经济面对冲击的风险将会较高，并可能损害联盟关系。这些行动的后果难以预测，尤其在地缘政治局势持续转变的环境下，任何行动都可能触发其他国家的反应。举例来说，中国可能就美国实施关税采取应对措施，并根据大选结果调整其刺激经济政策。另一方面，哈里斯政府带来的冲击看来较少，但或许会促使美国敌对势力形成更紧密的联盟。

最重要的是，在大选结束前，哪些政策将会有效执行仍属未知之数，因为竞选文宣不能作准；而国会多大程度上同意执行这些政策，亦将取决于执政党是否拥有足够多数议席，而这一方面亦影响有效执行政策的时间。

就投资者关心的议题，我们归纳了以下五个重点：

**首先，短期来说，市场气氛可能受特朗普下调企业税率的建议带动，有助缓减关税对供应和通胀的不利影响。**此外，特朗普对驱逐无证移民的承诺亦可能影响市场。另一方面，哈里斯应被视为现届政府的延续，尤其是若民主党未能在众议院获得大多数议席，这将纾缓市场对财富税及可能上调企业税的忧虑。

**第二，「让美国再次伟大」的议题可能为美股塑造投资机会，而不同政策在行业层面带来的影响则各异。**若特朗普当选，美股的升势应该会进一步扩大，有利小型股及银行等行业。若哈里斯当选，美股可能好淡纷呈，较利好基建、建筑及绿色企业。

**第三，地缘政治局势重组将会重塑市场机遇，尤其是在关税带动供应链迁移及科技霸权白热化的情况下，新兴市场的机遇更为可观。**若特朗普执政，亚洲可能面临较大压力，但中国亦可根据美国大选结果，评估其刺激经济措施。其他新兴市场，例如墨西哥，则有望受惠于供应链迁移。

**第四，增加财政开支可能成为一个重大主题，并可能影响通胀预期。**收益率曲线可能进一步走斜，加上通胀升温的可能性增加，促使投资者把通胀视为资产配置的关键因素。若特朗普当选，在通胀加剧波动的环境下，新兴市场债券可能面对挑战。鉴于通胀仍备受关注，市场应会看好商品及与通胀挂钩的资产以作分散投资。

**最后，我们认为美元可能已进入结构性下行趋势，只有强硬的贸易政策或美国物价通胀再度急升，才能延迟甚至扭转这趋势。**就此而言，若特朗普当选，政策分歧可能对联储局有利，加上风险溢价上升，可望提高美元走强的机会。



**VINCENT  
MORTIER**  
东方汇理集团首席  
投资总监

*为应对美国大选的影响，投资者应在短期行业机会与长期通胀风险之间  
取得平衡，同时密切关注可能重塑市场动态的地缘政治转变。*



**MONICA  
DEFEND**  
东方汇理资产管理  
投资研究院主管

信息图表：美国大选对投资者的启示 | 2024 年 10 月

信息图表：美国大选情境及其对市场的影响



哈里斯

大选情境



特朗普

	民主党全面获胜	分立政府：哈里斯当选	分立政府：特朗普当选	共和党全面获胜
<b>国内政策</b>	哈里斯当选 民主党控制众议院 民主党控制参议院	哈里斯当选 民主党控制众议院 共和党控制参议院	特朗普当选 民主党控制众议院 共和党控制参议院	特朗普当选 共和党控制众议院 共和党控制参议院
<b>贸易政策</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>局部延长《2017 年减税与就业法案》；</li> <li>上调企业税；</li> <li>改革移民系统；</li> <li>并无明确整顿财政的计划。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>局部延长《2017 年减税与就业法案》；</li> <li>上调企业税；</li> <li>控制移民系统；</li> <li>在增加开支方面存在争议。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>局部延长《2017 年减税与就业法案》；</li> <li>上调企业税；</li> <li>在增加开支方面存在争议。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>延长《2017 年减税与就业法案》；</li> <li>下调企业税；</li> <li>控制移民；</li> <li>并无整顿财政。</li> </ul>
<b>外交政策</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>维持现状；</li> <li>维持对华强硬立场；</li> <li>在 2026 年就美墨加协议重新展开谈判。</li> <li>俄乌战事、中东及台海局势维持不变。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>维持现状；</li> <li>维持对华强硬立场；</li> <li>在 2026 年就美墨加协议重新展开谈判。</li> <li>俄乌战事、中东及台海局势维持不变；</li> <li>对乌克兰的资金援助受到更多限制。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>统一征收 10% 关税；</li> <li>互惠关税；</li> <li>对个别中国进口货品征收 60% 关税。</li> <li>国内政策受到限制，转而聚焦外交政策。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>统一征收 10% 关税；</li> <li>互惠关税；</li> <li>对个别中国进口货品征收 60% 关税。</li> <li>民族主义更浓厚；</li> <li>减少对乌克兰及台湾的支持；</li> <li>贸易政策影响外交政策。</li> </ul>
<b>联储局政策</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>面对财政政策压力，收紧中期货币政策。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>财政政策相对紧缩，使联储局有责任提供货币支持。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>实施关税及延长减税引发通胀忧虑，促使联储局对 2025 年过度放宽政策保持警惕。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>宽松的财政政策将被收紧货币政策抵销，以达到 2% 通胀目标。</li> </ul>

资产类别启示

资产类别	民主党全面获胜	分立政府：哈里斯当选	分立政府：特朗普当选	共和党全面获胜
<b>股票</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>市场预期加税，导致股市下跌；</li> <li>基建、建筑及绿色企业表现领先。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>股价走势取决于内部盈利及增长前景。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>价格加剧波动；</li> <li>税务议题有限；</li> <li>关税对企业盈利的影响未明。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>短期来说，预期推进税务改革及企业加快并购步伐，带动股市上升；</li> <li>小型股和银行业展现投资机会。</li> </ul>
<b>固定收益</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>赤字上升推高利率。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>就利率而言，财政政策相对紧缩及货币政策宽松属利好因素。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>实施关税导致通胀升温，使利率受压。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>若削减开支未能抵销减税及放宽财政政策的影响，利率可能上升。</li> </ul>
<b>外汇</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>美元下跌。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>美元下跌；</li> <li>财政政策相对紧缩及货币政策宽松。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>外汇波幅加剧，美元在一段较长时间走强。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>美元最初走强（放宽财政政策 + 收紧货币政策），但若收益率曲线走斜（增长幅度高于通胀），美元其后走弱。</li> </ul>

数据源：东方汇理资产管理投资研究院、Amundi US，截至 2024 年 10 月。

## 哈里斯与特朗普的比较：国内政策及宏观经济影响

市场日渐聚焦于候选人各自的政纲，但与个别提案相关的成本仍不明确。最重要的是，在大选结束前，哪些政策将会有效执行仍属未知之数，因为竞选文宣不能作准；而国会多大程度上同意执行这些政策，亦将取决于执政党是否拥有足够多数议席。

### 政策差异概要：



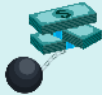
**税务：**哈里斯主张对企业及富裕家庭加税，以为社会开支提供资金，并扩大支持低收入房屋，以及继续推行环保议程。相反，候选人特朗普将会下调企业税、削减政府开支、进一步放宽监管，以及增加石油产量。



**外贸：**此为两名候选人政纲分歧最显著的领域。哈里斯将会延续现届政府的战略性关税政策，主要针对中国。特朗普则致力扩大全面保护主义的规模：对所有中国进口货品全面征收 60% 的关税，并对所有其他国家进口货品征收 10% 至 20% 的关税。实务上，不少人质疑特朗普当选后，面对潜在报复举措以及与贸易伙伴的谈判，任内的实际关税将会明显较低。



**移民：**若特朗普切实执行驱逐无证移民计划（涉及超过 10 万个美国劳动人口）以及关税提案，将会构成重大供应冲击，导致经济增长放缓及通胀升温。即使仅实行严格控制移民，美国劳工供应亦会减少。



**债务及赤字：**债务及赤字是美国（以至全球）的中期重大忧虑，但两名候选人均对此着墨不多。市场似乎普遍预期，在哈里斯的领导下，十年内赤字将会增加约 2 至 3 万亿美元；在特朗普的领导下则会增加约 6 至 7 万亿美元。鉴于美国政府债务预计将由目前的 35 万亿美元增至 2034 年约 50 万亿美元，这会成为投资者的重大忧虑。<sup>1</sup>

两者各自政策的经济影响目前仅能以其整体框架衡量。

图 1：经济师对哈里斯及特朗普政策影响的预期



**提案：**哈里斯建议调高企业利得税（由 21% 至 28%），并可能征收财富税及未实现资本增值税（两者均可能无法实行）。她亦建议规管部份货品及服务的价格，以限制哄抬物价。其社会开支规划仅提及值得关注的领域，但并无提及金额。

**经济影响：**以上述政纲的表面（大胆假设）来看，经济师估计哈里斯政府对经济增长的影响甚微，预计未来十年美国趋势增长约为 2%，主要取决于当地人口结构及生产力。



**提案：**同样，特朗普并无详细说明政府削减开支的规模，或提高进口关税可能增加的收入金额。他建议下调企业税率（由 21% 至 15%），此举或会导致库房收入减少约 8,000 亿美元。

**经济影响：**特朗普的政纲（表面上）将导致经济增长下跌 0.5% 至 0.8%，但目前难以评估放宽监管能否为经济增长带来任何正面作用。其关税提案若全面落实，将会减少美国平均可动用收入 5%，并对许多其他国家造成不利影响。

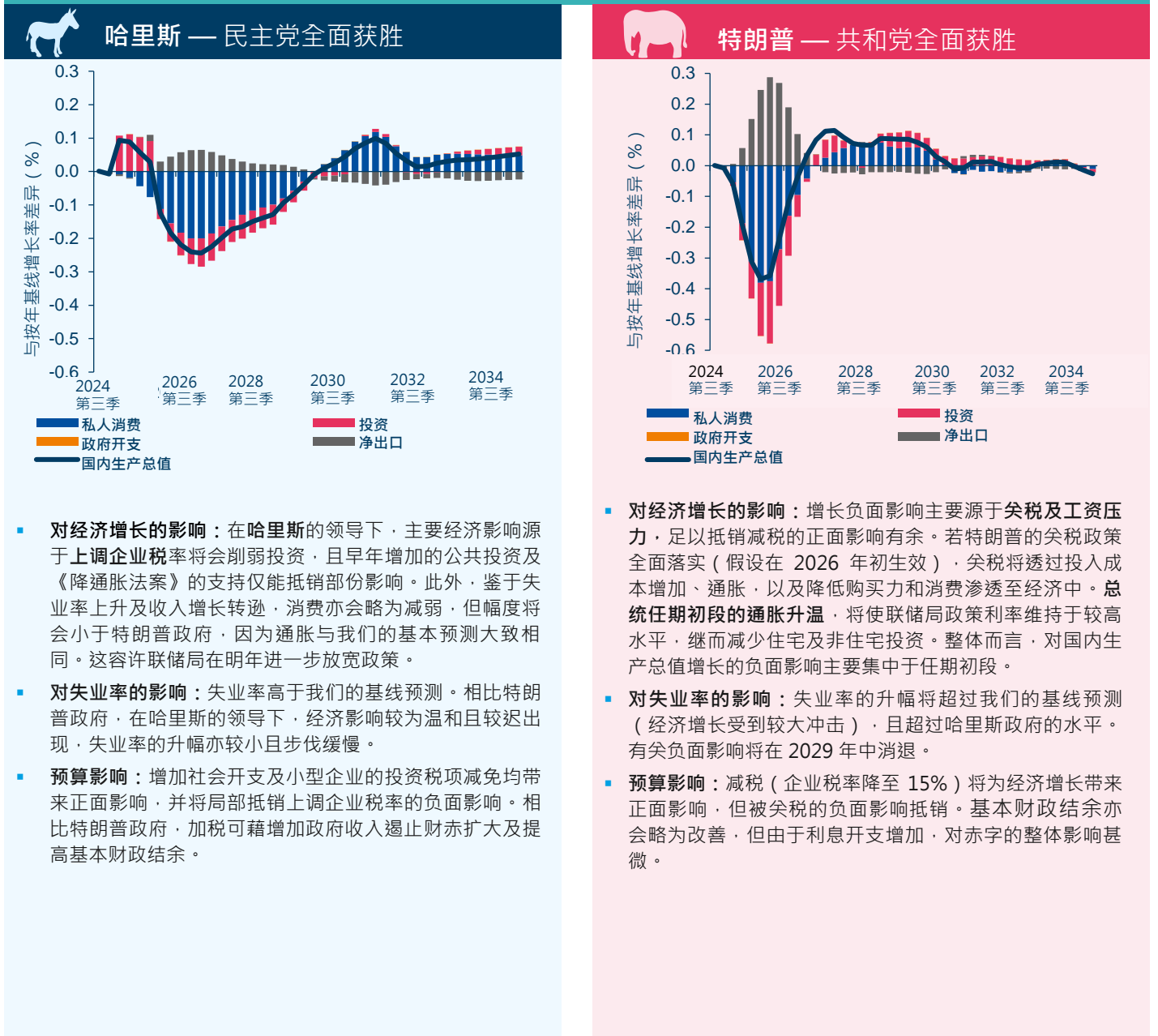
数据源：东方汇理资产管理投资研究院，截至 2024 年 10 月 10 日

短期来说，美国市场气氛将受以下因素带动：特朗普下调企业税率，有助缓减关税对供应和通胀的不利影响，以及驱逐无证移民的承诺。此外，哈里斯应被视为现届政府的延续，尤其是若民主党未能在众议院控制大多数议席，这将纾缓市场对财富税及可能大幅上调企业税率的忧虑。

## 我们对两者政纲的经济影响的评估

我们模拟双方政纲的短期宏观经济影响，属于大胆假设（详情请参阅第 18 页）。如果以上政纲在执行上受到限制（可能性甚高），最终可能会遭弱化。整个总统任期内，两者政纲均可能令国内生产总值按年增长平均降低 0.1% 至 0.2%。然而，如下图所示，有关影响出现的时间及渠道各有不同，在特朗普当选情境下（若全面落实政纲），影响可能较哈里斯当选情境更为负面及显著。特朗普方案所带来的负面影响主要源于通胀压力（关税相关）；哈里斯政纲带来的负面影响则源于商业投资减少（基于加税）。

图 2：我们对国内生产总值组成部份的基本模拟影响（需求预测）



数据源：东方汇理资产管理投资研究院、Eikon Refinitiv、标普全球。数据截至 2024 年 10 月 10 日。请参阅第 18 页的假设及参考 II。

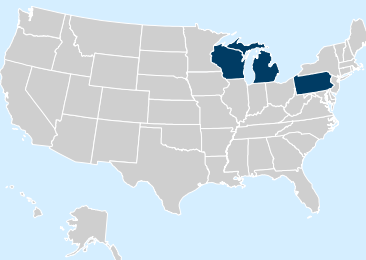
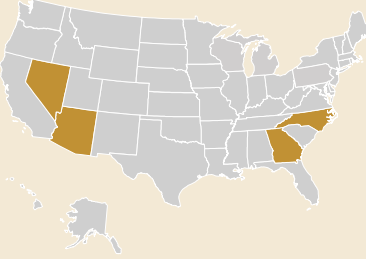
## 大选主要动力

自从哈里斯获提名民主党候选人以来，她一直尽享势头，目前在全国民调中领先。然而，总统大选由选举人团决定，这是一种加权投票制，而非普选票制。因此，摇摆州份举足轻重，因为美国每个州份按其人口拥有一定数量的选举人选票。按此制度，可使哈里斯或特朗普获得当选所需的门坎（即超过 270 张选举人票）的州份票数总和和众多组合可能性。

*假设目前的全国民调反映实况，哈里斯或特朗普无需全取七个战场州。*

民调显示，在 2024 年的大选，所有摇摆州份均胜负难料。

图 3：摇摆州份是致胜关键

州份	历史	民调反映的首要议题
<p>「蓝墙」北部摇摆州份（宾夕凡尼亚州、威斯康星州、密歇根州）</p> 	<p>自 1992 年以来，<b>宾夕凡尼亚州</b>一直为蓝墙州，只有 2016 年大选例外，当时特朗普微胜 0.7%。</p> <p>自 1988 年以来，<b>威斯康星州</b>一直为蓝墙州，只有 2016 年大选例外，当时特朗普以 0.7% 获胜。</p> <p>自 1992 年以来，<b>密歇根州</b>一直为蓝墙州，只有 2016 年大选例外，当时特朗普以领先 0.2% 的得票率获胜。</p>	<p><b>宾夕凡尼亚州</b>：经济占 47%，民主面临威胁占 12%，移民占 11%，医疗保健占 7%。</p> <p><b>威斯康星州</b>：经济占 43%，民主面临威胁占 11%，堕胎权占 9%，移民占 9%，住房负担能力占 8%。</p> <p><b>密歇根州</b>：经济占 51%，民主面临威胁占 11%，住房负担能力占 8%，医疗保健占 7%。</p>
<p>「阳光带」摇摆州份（乔治亚州、北卡罗莱纳州、亚利桑那州）及内华达州</p> 	<p><b>内华达州</b> 自 2008 年以来一直投票支持民主党，至少获得 2% 领先优势。</p> <p><b>乔治亚州</b> 自 1996 年以来一直投票支持共和党，直至 2020 年，当时拜登以领先 0.2% 的得票率获胜。</p> <p><b>北卡罗莱纳州</b> 自 1980 年以来一直投票支持共和党，只有 2008 年例外，当时民主党以 0.3% 获胜。</p> <p><b>亚利桑那州</b> 自 1976 年以来一直投票支持共和党，只有 1996 年克林顿参选及 2020 年拜登参选时成为摇摆州份（拜登的得票率领先 0.3%）。</p>	<p><b>内华达州</b>：经济占 36%，住房负担能力占 15%，移民占 13%，民主面临威胁占 11%。</p> <p><b>乔治亚州</b>：经济占 47%，民主面临威胁占 10%，移民占 8%，住房负担能力占 8%，医疗保健占 7%。</p> <p><b>北卡罗莱纳州</b>：经济占 44%，移民占 10%，住房负担能力占 9%，教育占 9%。</p> <p><b>亚利桑那州</b>：移民占 30%，经济占 24%，民主面临威胁占 11%，住房负担能力占 10%，堕胎权占 10%。</p>

**民调不能作为定论，甚或出现矛盾。**根据美联社与美国民意研究所公共事务研究中心在 9 月 12 至 16 日进行的民调，约 43% 受访者认为就处理美国经济而言，特朗普是最值得信赖的候选人，而选择哈里斯的受访者占 41%。美国金融时报及密歇根大学罗斯商学院进行了一项类似的调查，结果发现 44% 美国人选择由哈里斯领导经济，而非特朗普。另一项近期聚焦摇摆州份的民调显示，特朗普在经济（亚利桑那州除外）和移民问题（威斯康星州除外）方面是最值得信赖的候选人，而在所有摇摆州份中，哈里斯在选举诚信方面是最值得信赖的候选人。

## 外交政策及贸易

整体来说，特朗普和哈里斯政府在部份外交政策领域有所相同，例如对中东及中国采取的态度。双方都具孤立主义倾向，并推行「让美国再次伟大」政策，旨在推动美国再工业化。此外，双方都认为欧洲应加大国防力度。

外交事务方面，两者观点的最大分歧在于他们对贸易、气候变化、化石燃料、俄乌战事、美国盟友，以及多边主义的取态。市场倾向认为相对特朗普，哈里斯有望促成较稳定的地缘政治前景。

*虽然在哈里斯执政下，美国盟友的安全感可能较大，但特朗普较有可能缓减目前地缘政治紧张局势的部份来源，至少短期如是。*

市场普遍认为，特朗普 1.0 时期的大部份政策意念未能落实，因为受到特朗普政府内的务实主义者阻挠，而特朗普 2.0 所面对的掣肘将会较少。这很可能并不正确，因为特朗普第二届任期将会受多项因素影响，包括共和党内不同的「外交政策派别」（见图 4）、特朗普第一届任期的实际经验、获委任的关键官员，以及特朗普的协商意愿。上述所有因素都会影响其外交政策。举例来说，在首届任期，特朗普希望以巴两国达成和平计划，并实现两国方案，却以失败告终，导致以色列总理内塔尼亚胡与特朗普之间的信任破裂。特朗普在应对当前中东紧张局势时，将会借鉴这些经验。

图 4：共和党外交政策派别



数据源：东方汇理资产管理投资研究院以与专家交流及欧洲外交关系委员会进行的研究为基础。

简而言之，特朗普第二届政府在落实特朗普为总统竞选活动制定的政策意念时，可能面临掣肘。因此，特朗普 2.0 总统任期可能同时面对意识形态和务实影响。

### 特朗普关税计划的估计影响



根据我们对特朗普关税计划的分析，全面实施关税或会抵销减税带来的经济增长，在未来十年累计削减国内生产总值 1.7%，与税务基金会 (Tax Foundation Institute) <sup>III</sup> 的估计相若。该基金会估计约 0.8% 国内生产总值源自上调中国关税至 60% 及上调所有其他国家关税至 10%；若上调所有其他国家关税至 20%，国内生产总可能再削减 0.5%。所有该等估计均取决于其他国家的反应。若反击行动（估计在未来十年内可能削减国内生产总值 0.4%）达到一定强度，可能削弱美国经济增长，或导致特朗普政府缩减目前建议的政策规模和范围。



## 哈里斯与特朗普的外交政策比较

在考虑不同影响后，我们在下文概述特朗普的外交政策和贸易立场，并透过回顾哈里斯至今的政治往绩及向其提供建议的顾问，概述哈里斯可能持有的立场。以下是个别政策可能带来的影响：

图 5：个别外交政策可能带来的影响

	哈里斯	特朗普
 <p><b>军事干预</b></p> 	传统的民主党外交政策，但旨在减少干预。	避免军事干预；「实力促和平」。
 <p><b>盟友 / 北约组织 / 欧洲</b></p> 	支持北约组织及欧洲盟友，但呼吁增加国防贡献和减少对美国的依赖；致力透过欧盟加强与中国的协调。	向盟友施压，以减少对美国的依赖。与欧洲的谈判面对挑战。向盟友施压，要求购买更多美国产品；面对关税和安全威胁，但鉴于中美关系紧张而放弃欧洲的机会不大；可能以美国输往欧洲的天然气作为政治筹码。
 <p><b>俄乌战事</b></p> 	对俄罗斯立场转趋强硬；较大可能「等待普京退出」— 支持乌克兰坚守防线；对暂时停火持开放态度，以争取时间。	试图进行停火谈判。若乌克兰拒绝，美国不再提供支持。若俄罗斯拒绝，将加大对乌克兰的支持。
 <p><b>中东</b></p> 	维持现状，但向内塔尼亚胡进一步施压；专注停火和两国方案，支持亚伯拉罕协议。	继续支持以色列；沙特阿拉伯在中东的影响力增加。
 <p><b>伊朗</b></p> 	外交。	试图与伊朗谈判以达成新协议，而非重启《联合国全面行动计划》。威胁动武并实施惩罚性经济制裁。
 <p><b>墨西哥</b></p> 	致力在 2026 年到期前就美墨加协议重新展开谈判。	恢复「留在墨西哥」的移民政策；对进口摆出象征性姿态，但随着墨西哥加征中国关税（例如近期对中国进口征收钢铁关税，以降低美国对墨西哥征收关税的可能性），可能豁免或下调关税。

哈里斯

特朗普



中国

**经济政策：**维持现状；继续对主要科技业实施出口管制；聚焦人工智能。

**国防政策：**维持现状；深化亚太区联盟。

**经济政策：**统一关税较低；敏感领域的关税则较高。

**国防政策：**对台湾的保护存在不确定性；南海问题维持现状。



科技

进一步聚焦科技威胁 / 未来战争 / 人工智能。



贸易 / 工业政策

支持多边主义和以规则为本的秩序；反对实施关税，但采取保护主义（反对《跨太平洋伙伴关系协议》、《北美自由贸易协议》、《美墨加协议》）；增加劳工和气候拨款。

广泛利用关税，促使各国购买更多美国商品。

数据源：东方汇理资产管理投资研究院，2024年10月。Trans Pacific Partnership (TPP), Asia-Pacific (APAC), United States-Mexico-Canada Agreement (USMCA), North American Free Trade Agreement (NAFTA).

特朗普对比哈里斯的外交政策和贸易重点

总括而言，特朗普和哈里斯对地缘政治稳定性均带来上行及下行风险。**特朗普政府带来的下行风险在于经济冲击**，因为对盟友和敌国征收关税将会成为更重要的工具，促使各国采取反击措施。西方联盟和跨大西洋关系可能受压。**利好消息方面**，在特朗普政府执政下，俄乌停火的可能性较高，从而有望降低俄罗斯、伊朗、北韩和中国加强联系带来的地缘政治风险。

**哈里斯政府可能维持现状**，即美国作为超级大国，尽可能以最少的干扰，协助全球过渡至多极世界。**利好因素**是此举将专注维持当前的世界秩序，并使国际体系尽可能开放。**利淡因素**是俄罗斯 / 伊朗 / 北韩与中国可能具相同的地缘政治目标。

## 美国大选会如何影响新兴市场经济体

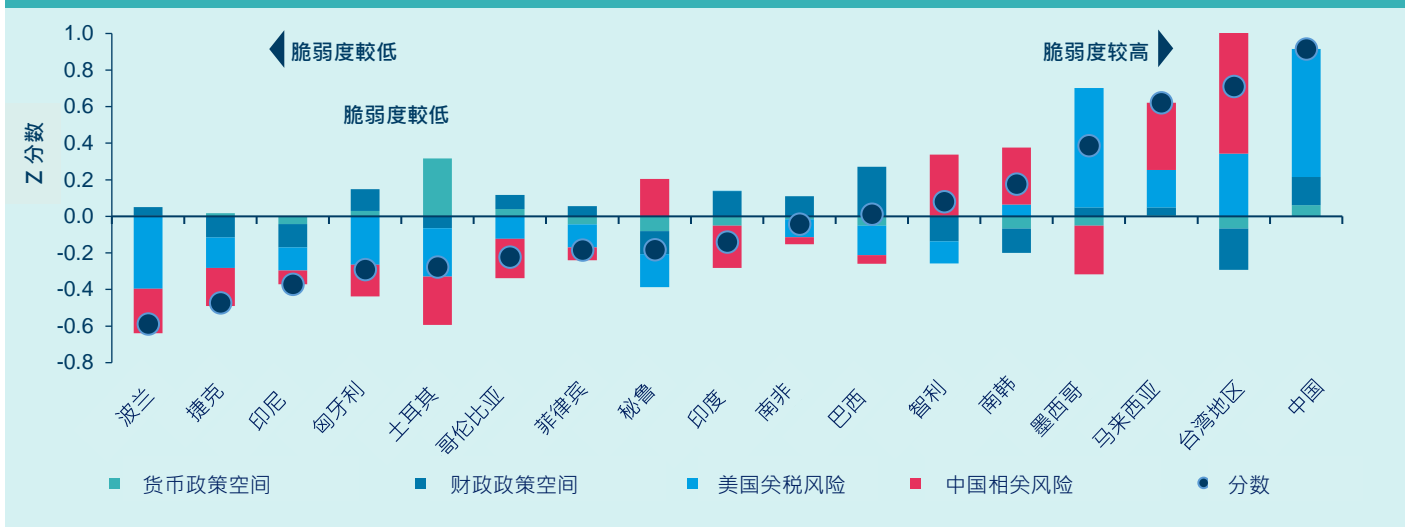
在评估美国大选对新兴市场宏观及金融市场的潜在影响时，最直接的切入点是两位候选人对关税的不同立场。特朗普主张对关税采取更进取的立场，而哈里斯则倾向更温和或维持现状的做法。他们的政纲有一个共通点，就是没有提及财政调整，意味着核心收益率和期限溢价可能在中期内上升，从而影响新兴市场的货币政策及其资产类别估值，而二人导致的影响没有显著差异。从理论角度而言，特朗普的激进关税措施预计会对全球经济增长、通胀及货币政策造成广泛影响，并对新兴市场宏观和资产类别产生涟漪效应。

*哈里斯的政策整体上更利好新兴市场增长，而预计在 2025 年底至 2028 年期间，新兴市场的本地生产总值增长会超过特朗普执政时期的水平。*

预料经济增长将于 2026 年中见顶，然后在 2028 年底回落至特朗普执政时期的水平。领先表现主要源于一旦哈里斯当选，中国经济将会表现平稳，但若特朗普当选，其政策会于初期压抑新兴市场的增长，特别是在亚洲，并于其后数年才回升。相比之下，墨西哥应能受惠于特朗普的贸易政策。

在特朗普的领导下，亚洲新兴市场将会面对不利影响，例如台湾、泰国，而中国所受的影响将会尤其明显。马来西亚和印度也会受到不利影响，但程度较轻微。墨西哥和匈牙利可能会成为表现相对理想的市场，其中墨西哥能把握供应链从中国转向北美的机会。相比之下，在哈里斯的领导下，多边主义、绿色能源投资和基建发展会令经济增长和通胀的波动性降低。

图 6：新兴市场脆弱度指数



数据源：东方汇理资产管理投资研究院、CEIC、标普及经济合作暨发展组织，截至 2024 年 10 月 10 日。基于加权 z 分数总和的相对脆弱度。

### 通胀走势

若特朗普成为美国下任总统，新兴市场通胀将会短暂急升，在 2025 年底上升超过 0.5 个百分点，并在 2026 年大部分时间维持于高位。预计通胀冲击将会逐渐回复正常，最终会略低于由哈里斯执政时的水平。亚洲将会是最受影响的地区，中国、台湾、马来西亚和泰国将会面对最显著的通胀压力，而墨西哥则会出现通胀放缓。其中一个关键忧虑是新兴市场央行是否需要牺牲经济增长的代价而介入抑制通胀，又或通胀会否因为稳定的预期而自然地回落。

哈里斯的政策预计能促进更加稳定的通胀环境，整体新兴市场的波动性将会下降，主要因为其政策主张加强全球贸易合作和强调经济稳定性。相反，特朗普的贸易保护主义政策和难以预测的外交政策，可能会引发较高的通胀波动，特别是在亚洲市场。此外，由于货币能作为缓冲及竞争工具，特朗普主张的货币贬值政策可能会加剧通胀压力。

## 投资影响

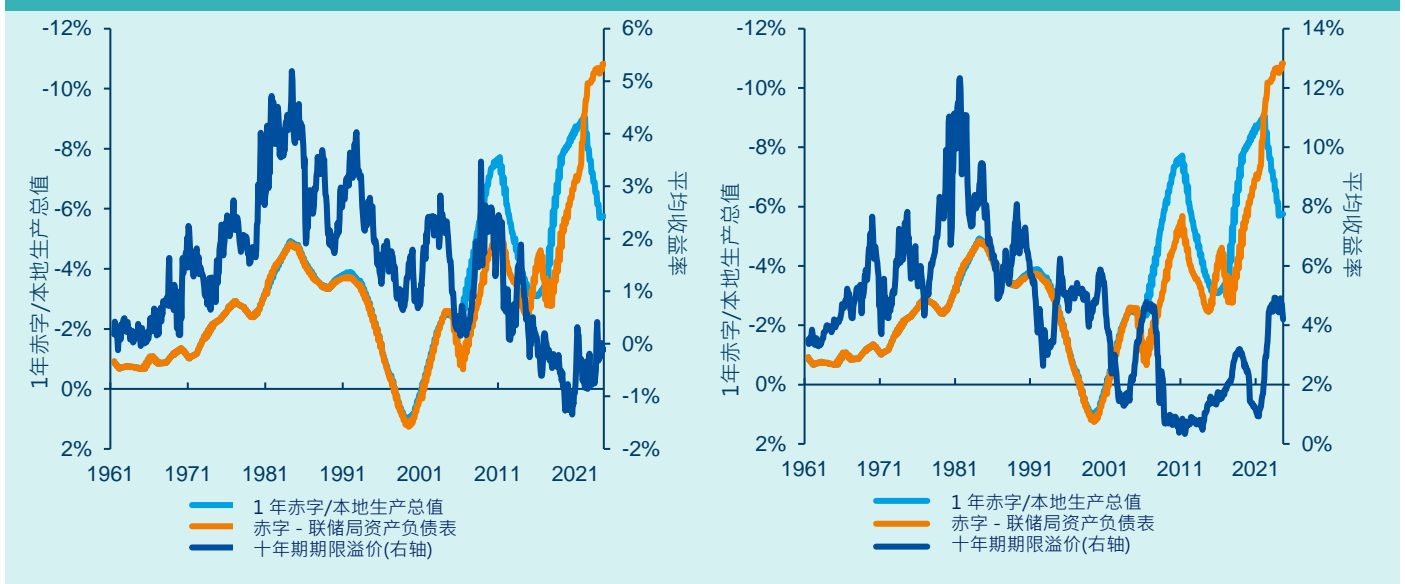
### 对固定收益市场会造成甚么影响？

固定收益投资者会关注下一任总统的政策如何影响经济增长和通胀前景，以及相关政策对赤字的影响。政治顾问卡维尔 (James Carville) 曾经表示想化身成为债券市场，因为这样便可以恐吓所有人。在 1990 年代，卡维尔的说话是有道理的，因为当时的赤字增加时，收益率亦上升，收益率曲线变得更陡峭。

下方的右图显示联邦赤字占本地生产总值比率的一年平均值，以及与两年期至十年期美国国债的平均收益率曲线对比。左图显示相同的赤字与纽约联邦储备银行估计的十年期限溢价对比。1970 及 1980 年代较高的赤字往往与债券收益率上升和曲线走斜吻合，但这种关系在克林顿(与其战略顾问卡维尔) 卸任后消失。2008 至 2009 年度与 2020 至 2021 年度的赤字既没有令曲线变得更陡峭，也没有令收益率上升，背后原因可能包括量化宽松政策（联储局的资产负债表扩大，图 7 中的橙色线显示债务增长的速度却超越联储局的资产负债表。）。然而，鉴于债务规模的空前增加，我们很可能会回到 80 年代的关系，而不是近期的关系。

### 扩张性财政赤字可能引发通胀担忧

图 7：期限溢价和平均收益率不再跟随赤字走势



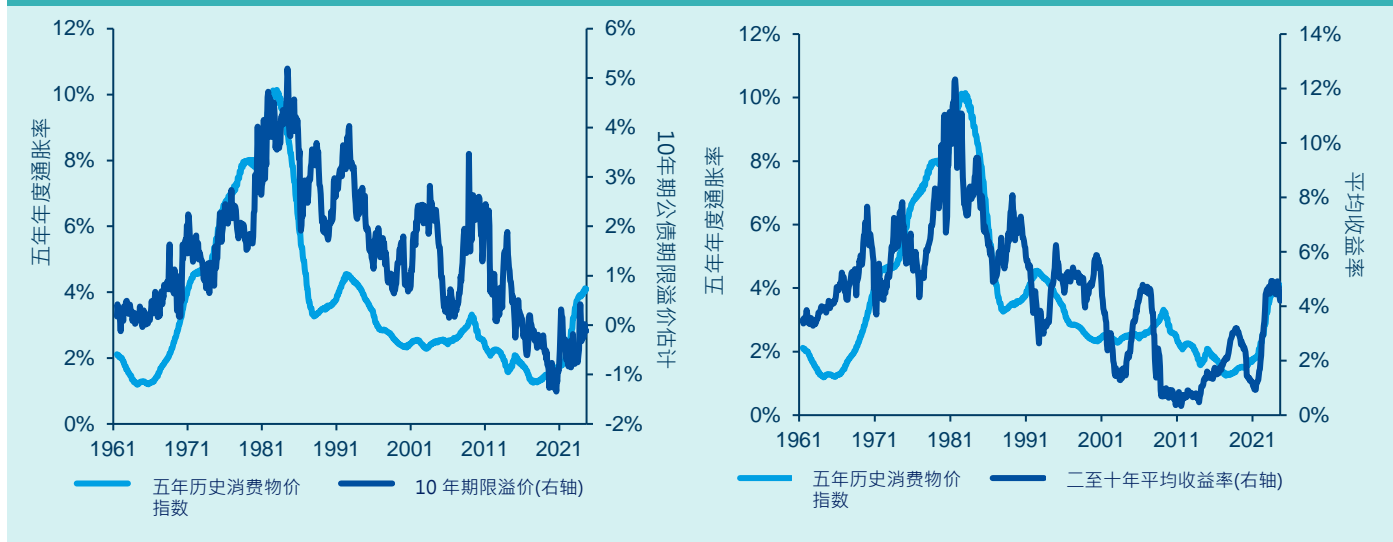
数据源：东方汇理资产管理投资研究院、彭博，数据截至 2024 年 10 月 10 日。

如果考虑到通胀，卡维尔的言论仍然合理。从中国加入世界贸易组织至疫情危机的期间，通胀率极低，可能减轻联邦赤字对债券收益率的影响。下页的图表显示平均收益率和十年期限溢价与五年历史通胀率（作为通胀预期的指标）的比较。在 1960 年代至 2000 年代和 2000 年代至 2019 年代的两段时期，通胀对收益率曲线水平和斜度的影响重大。

### 对债券投资者而言，关键问题并非联邦赤字会上升或下降，而是赤字将对通胀有何影响。

我们的经济学家认为如果民主党或共和党同时入主白宫和国会两院，赤字将会上升（如特朗普当选升幅会更大），而在特朗普执政的情况下，通胀升温的问题会更令人忧虑。即使在民主党控制国会的情况下，特朗普再度当选也可能引发通胀，因为他能够征收关税，至少对中国收关税。因此，固定收益投资者需要特别留意此风险。

图 8：期限溢价和平均收益率紧随通胀记忆



数据来源：东方汇理资产管理投资研究院、彭博，数据截至 2024 年 10 月 10 日。

### 对美元有何影响？

随着美国大选即将到来，一系列广泛的贸易、财政及监管政策选项可能会影响市场对经济增长、通胀和货币政策的观点。此情况反映投资者对美元走向的忧虑，因为两位候选人的政纲也展示政策持续性与政策不确定性之争。我们认为无论美国大选结果如何，风险溢价也需要大幅上升，才能支撑美元的目前水平。

*我们认为美元已进入结构性下行趋势，只有强硬的贸易政策或美国物价通胀再度显著回升，才能推迟甚至扭转此走势。*

鉴于「高利率环境」对公共财政的金融稳定性构成威胁，特朗普和哈里斯当选的情境暂时未能构成令人信服的条件，促使联储局作出不同的反应。在联储局与其他主要央行保持温和立场的情况下，美元近期的强势未必能持久。然而，如果新政府选择忽略不断上升的债务水平，并更加倾向保护主义，情况可能会迅速改变。

*相对于我们的基本预测情境，特朗普胜选应会为美元走强带来更好的机会。*

我们预计在政府分裂的情况下，外汇波动幅度会比共和党大胜的情况更严重。特朗普在国内政策上可能面临的挑战，应会促使他在贸易问题上采取强硬态度，考虑到美国经济的性质(与其他地区相比更加封闭)，美国最终可能会变得更加孤立。

如果共和党在国会获胜，我们预计美元最初会在放宽财政和收紧货币政策的预期下走强。然而，我们认为除非通胀显著上升，否则增长/周期早段交易和正面的承险情绪最终可能会占据主导地位(历史上不利美元)。同时，在哈里斯胜选的情况下，几乎没有任何坏消息能支持美元。财政整固及对贸易和关税的取态较温和，使立场温和的联储局成为美元贬值的推动因素。

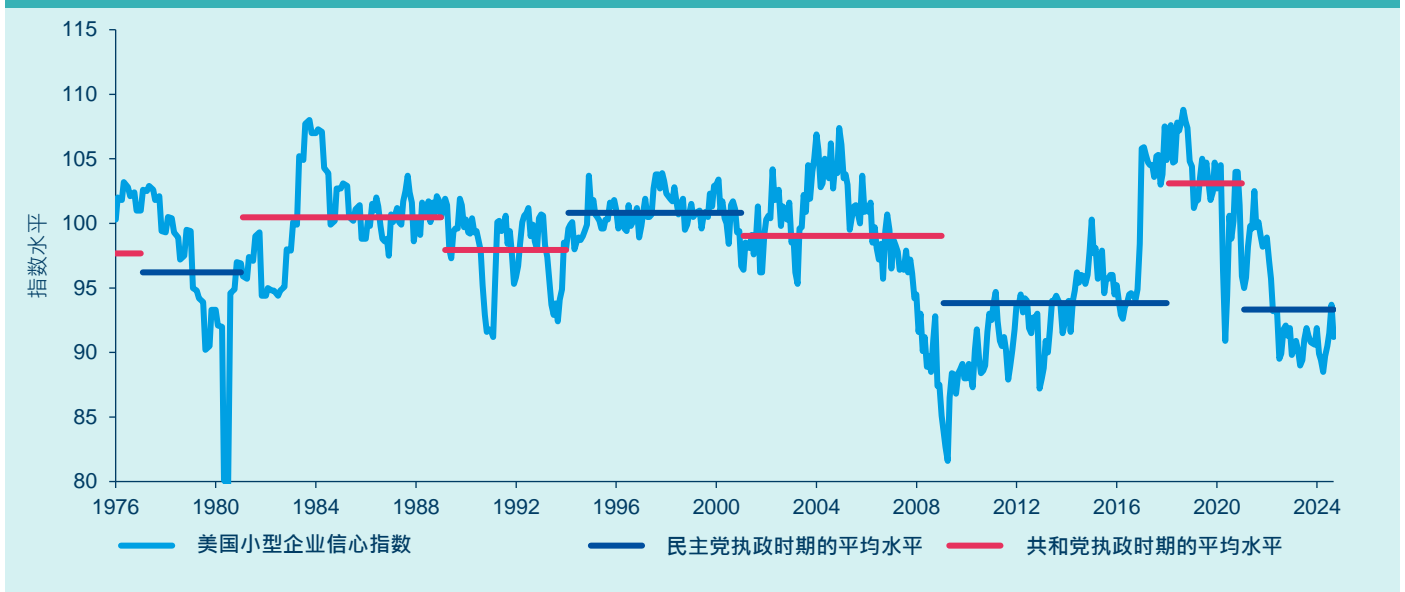
### 对股票表现有何预期？

特朗普和哈里斯的政纲中最明显的分别之一在于税项。特朗普主张削减企业税率，并将 2017 年削减所得税的政策变成永久性，而哈里斯则计划提高企业税率。

*与哈里斯相比，股票市场可能更倾向支持特朗普当选。在不同行业和地区也可能出现重大差异，特别是在特朗普再度当选的情况下。*

此外，小型企业更倾向支持特朗普，美国全国独立企业联合会(NFIB)乐观情绪调查的结果亦反映这一点。下图为自 1970 年代中期以来进行的调查，结果显示企业近年才开始倾向支持由共和党候选人执政。在 1970 年代中期，小型企业对福特的乐观程度略高于卡特，但与老布殊和小布殊相比，小型企业在克林顿执政时的乐观程度较高，甚至高于列根，而奥巴马时期则出现翻天覆地的变化，乐观程度跌至史上最低水平(但在拜登时期再创新低)。相比之下，小型企业的乐观情绪指数在特朗普执政时期创下历史最高的平均水平。

图 9：小型企业倾向支持特朗普当选



数据源：东方汇理资产管理投资研究院、彭博，数据截至 2024 年 10 月 10 日。

股市表现开始反映企业信心的变化。下表显示代表小型企业的罗素指数中 2,000 间最小型企业的年度化表现，以及标普 500 指数中大型企业的表现。在大部分总统任期内，小型企业与大型企业之间的表现差距较大，克林顿时期的年度化表现差距则并未影响企业信心。但在拜登执政时期，差距相当明显。如今，企业信心不足可能会影响股市表现。

图 10：最近几任总统任内个别指数的年度化表现

	罗素 2000 指数	标普 500 指数	小型与大型企业表现差距	小型企业信心指数
列根	10%	11%	1%	100.5
老布殊	12%	10%	-2%	97.9
克林顿	10%	16%	6%	100.8
乔治布殊	-2%	-6%	-4%	99.0
奥巴马	15%	15%	0%	93.8
特朗普	10%	10%	0%	103.1
拜登	1%	12%	11%	93.3

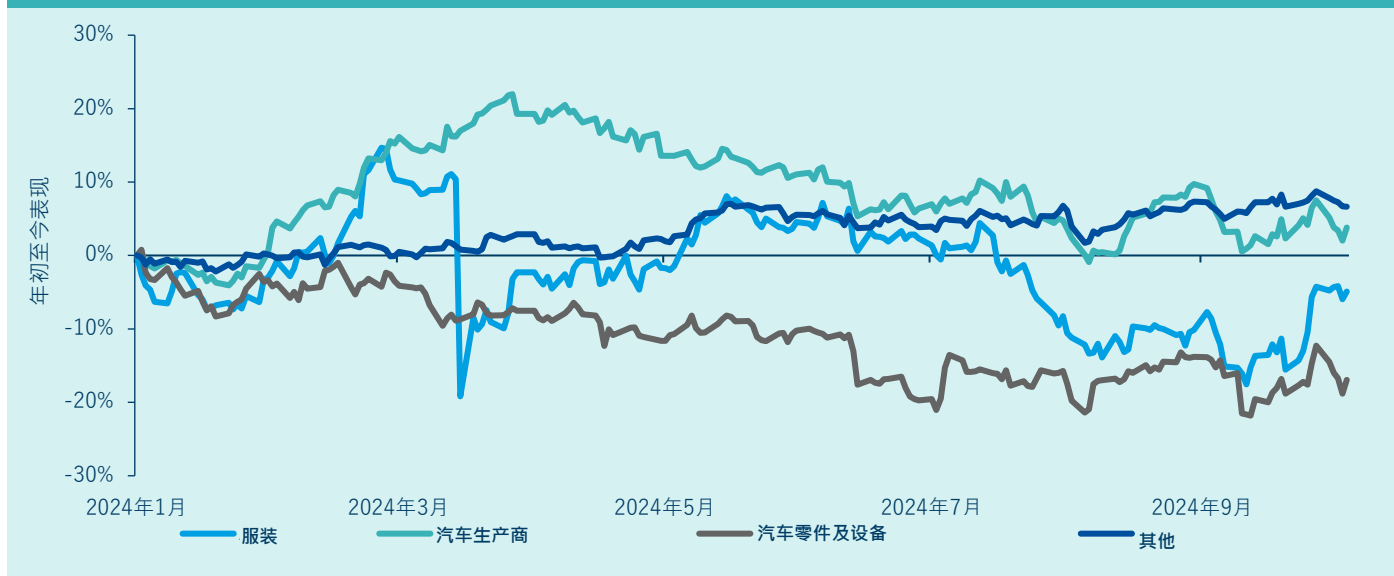
数据源：东方汇理资产管理投资研究院、彭博，数据截至 2024 年 10 月 10 日。

目前难以判断为何小型企业在过去两任民主党总统的领导下缺乏信心。对监管的忧虑（或希望放宽监管）可能是原因之一，因为监管成本对小型企业的影响更大。无论如何，不论原因为何，特朗普回归似乎可能令小型企业的信心回升，并缩窄小型与大型企业近期的表现差距。在行业方面，特朗普放宽监管的政策可能利好银行，并促进企业并购活动，而正面的市场情绪亦利好消费品行业。哈里斯当选则可能对洁净能源、电动汽车和健康护理行业更有利。

欧洲股市方面，向消费者出口的企业近期表现逊色。

下图显示汽车、汽车零件及服装的等权重子指数与 Eurostoxx 600 指数中所有其他企业的等权重指数比较的表现。汽车零件及设备的跌幅最大，服装类别今年表现下滑，而汽车制造商亦回吐早期的升幅。疲弱表现源于对中国的忧虑，若特朗普实施关税政策，情况可能会加剧，并蔓延至工业出口商。

图 11：欧洲消费品出口商受压





数据源：东方汇理资产管理投资研究院、彭博，数据截至 2024 年 10 月 10 日。

倘特朗普当选，股票投资者宜对欧洲出口企业采取审慎的投资方针，同时留意美国小型企业的投资机会。

### 对新兴市场资产有何影响？

- 新兴市场债券：**在哈里斯执政下，预料美国经济增长会轻微上升，而特朗普的政策将会导致通胀大幅上升，预期带来更具限制性的长期货币政策。核心收益率上升将会导致新兴市场的本地货币债券收益率上升，尤其是在 2025 年下半年，并略高于由哈里斯当选的基本预测情境。若特朗普上任，收益率应会于 2025 年上半年继续受控，但在下半年则会急升，为新兴市场债券带来极具挑战性的环境。
- 硬货币债券息差：**由于美国国债收益率上升，加上新兴市场增长疲弱，预计特朗普执政时息差将会扩大。而哈里斯的政策应会令息差保持相对中性，与基本情况偏差不大。
- 新兴市场股票：**若哈里斯当选，预计新兴市场股票将会表现温和，以估值为基础的投资策略在欧洲、中东及非洲（波兰）、拉丁美洲（巴西）及亚洲新兴市场（韩国）等地区仍然有利。如特朗普当选，关税政策和贸易紧张局势将会导致亚洲股票面对更多下行风险。与 H 股相比，中国内资股（A 股）可能受惠的于政府加推刺激措施，而外部风险加剧则可能对 H 股造成不利影响。
- 新兴市场外汇：**在外汇市场方面，巴西雷亚尔、人民币、南韩圆、印度尼西亚盾和南非兰特等个别货币的基本前景向好。在特朗普执政下，欧洲、中东和非洲地区及拉丁美洲的货币可能会轻微上升，而亚洲货币市场则因贸易紧张局势而受压。而哈里斯执政会令亚洲货币面临阻力，但与特朗普当选的情况相比程度较轻微。

图 12：美国大选对新兴市场的投资影响

资产类别	基本情况	哈里斯当选	特朗普当选
 <p>新兴市场债券</p>	新兴市场政府债券指数（本地货币）：本地收益率继续下降。 新兴市场债券指数（硬货币）：息差略有扩大。	收益率轻微上升。 中性，与基本情况一致。	收益率高于基本情况，特别是在亚洲。 美国国债收益率上升，导致息差扩大。
 <p>新兴市场股票</p>	中性；利好欧洲、中东及非洲地区、拉丁美洲及亚洲的估值投资策略。	中性。	不利亚洲股票（关税），利好拉丁美洲。
 <p>新兴市场外汇</p>	中性；利好欧洲、中东及非洲地区、拉丁美洲及亚洲的估值投资策略。	不利亚洲，整体而言比基本情况更差。	对欧洲、中东及非洲地区和拉丁美洲略有有利，但不利亚洲。

数据源：东方汇理资产管理投资研究院，数据截至 2024 年 10 月 10 日。

### 对多元资产投资者有何主要影响？

若特朗普成为下一任美国总统，我们可以辨别短期和中期的潜在交易机会。短期而言，若实施特朗普提议的部分或全部政策，可能会吸引投资者对能源、银行和非必需消费品等行业的兴趣。具体而言，延迟实施新一轮的银行监管措施可能令银行业的前景变得吸引。健康护理是另一个可能引起投资者兴趣的行业，主要因为大型股与小型股之间的市场领导地位可能会改变。如前文所述，美国中小型股可能会继续拉近与大型股的表现差距。事实上，预计部分交易走势可能会持续三至六个月。

未来可能会出现温和滞胀的情况，期间债券发行量将会增加，而关税会导致长期通胀上升，收益率曲线因而更加陡峭。因此，长期国库抗通胀债券可能变得更加吸引。

相反，哈里斯当选可能会令市场短期反应较为冷淡，而股票可能会受加税的预期所影响。由于她更重视基建、建造和绿色企业等行业，相关范畴可能会表现领先。



作者



**ALESSIA BERARDI**  
 东方汇理资产管理  
 投资研究院  
 新兴市场宏观策略主管



**FEDERICO CESARINI**  
 东方汇理资产管理  
 投资研究院  
 已发展市场外汇主管



**MAHMOOD PRADHAN**  
 东方汇理资产管理  
 投资研究院  
 全球宏观经济主管



**ANNA ROSENBERG**  
 东方汇理资产管理  
 投资研究院  
 地缘政治主管



**FRANCESCO SANDRINI**  
 东方汇理  
 多元资产策略部  
 主管



**GUY STEAR**  
 东方汇理资产管理  
 投资研究院  
 已发展市场策略主管



**PARESH UPADHYAYA**  
 东方汇理  
 美国固定收益及外汇策略  
 高级副总裁



**ANNALISA USARDI, CFA**  
 东方汇理资产管理  
 投资研究院高级经济  
 师、先进经济模式主管

编辑



**CLAUDIA BERTINO**  
 东方汇理资产管理  
 投资研究院投资分析及  
 出版部主管



**UJJWAL DHINGRA**  
 东方汇理资产管理  
 投资研究院投资分析及客  
 户部

设计



**CHIARA BENETTI**  
 东方汇理资产管理  
 投资研究院数码艺术总  
 监兼策略设计师



**LAURA FIOROT**  
 东方汇理资产管理  
 投资研究院投资分析及  
 客户部主管



**FRANCESCA PANELLI**  
 东方汇理资产管理  
 投资研究院投资分析及客  
 户部

撰稿

**MATTEO ALMICI**  
 东方汇理资产管理投资研究院初级经济师

**AMRI SAMY**  
 东方汇理资产管理投资研究院初级跨资产策略师

## 假设情境

### 我们评估双方政纲的经济影响时采用的假设情境 — 第 6 页

**基本预测情境：**我们对未来 18 至 24 个月的基本预测情境为由于本地需求减弱和失业率上升，美国经济增长将会放缓。通胀将会进一步下降，联储局将于 2025 年下半年达到 2% 的通胀目标，因而能够进一步下调政策利率，由目前的限制性水平降至 2025 年底的大约 3%。

在任何一方当选的情况下，失业率均高于我们的基本预测，其走势主要与对经济增长的影响有关。重要的是，我们没有对因移民法例变动或递解无证移民出境的提案导致的劳工供应变化作出任何特定假设。



两位候选人的税收提案会导致截然不同的结果。我们的分析显示税项的影响并非线性：与**基本情境**相关的变动不会对其国内生产总值 (GDP) 造成对称的影响。调高税率导致 GDP 下降的幅度大于低税率对 GDP 的提振作用。

图 13：我们对宏观经济的基本预测情境

按季增长率	2023 年第四季	2024 年第四季	2025 年第四季
本地生产总值	3.2%	3.2%	3.2%
通胀消费物价指数	2.1%	2.6%	2.6%
核心个人消费支出平减指数	2.0%	2.1%	1.8%

数据源：东方汇理资产管理投资研究院、Eikon Refinitiv、标准普尔，数据截至 2024 年 10 月 10 日。

图 14：国内和贸易政策假设

	国内政策	贸易政策
<p><b>民主党大胜</b></p>  <p><b>哈里斯</b></p>	<p><b>企业税项条文主要涉及：</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>将企业所得税税率从 21% 提高至 28%。</li> <li>将企业替代性最低税率提高至 21%。</li> </ul> <p><b>个人税项条文主要涉及：</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>高收入人士：a) 提高高收入人士的最高边际所得税率 b) 净投资所得税转移至商业收入 c) 提高净投资所得税率和额外的联邦医疗保险税率。</li> <li>资本所得税处理的变动。</li> <li>低收入人士：a) 增加子女免税额 b) 恢复《美国救援计划》中扩大无合格子女工人的所得税免税额。</li> <li>延长 2025 年底到期的 2017 年《减税与就业法案》中仅针对年收入低于 40 万美元人士的条文。</li> </ul> <p>《<b>降低通胀法案</b>》：延续多项政策，包括高投资（比基线多 300 至 350 亿美元）和高财政成本（比基线多 200 至 250 亿美元）。</p>	<p>维持现状。</p>
<p><b>共和党大胜</b></p>  <p><b>特朗普</b></p>	<p><b>企业税项条文主要涉及：</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>将企业所得税税率从 21% 提高至 28%。</li> <li>延长 2025 年底到期的 2017 年《减税与就业法案》条文</li> </ul> <p>《<b>降低通胀法案</b>》：假设投资额会下降（从 2027 年起比基线减少 50 亿至 100 亿美元，与之前的基线大致相同），将会导致财政成本下降（从 2027 年起比基线少 50 亿至 100 亿美元）。</p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>从 2026 年起增加从中国大陆（至 60%）和全球其他地区（至 10%）进口产品的关税，但就比例而言，豁免措施会与 2017 至 2023 年期间的情况相同。</li> <li>贸易伙伴作出全面报复。</li> </ul>

数据源：东方汇理资产管理投资研究院、标普全球，数据截至 2024 年 10 月 10 日。

## 参考数据

- I. 数据源：美国联邦预算问责委员会和国会预算办公室的债务数据。
- II. 国会预算办公室对财政乘数的估算。
- III. 税务基金会。特朗普 2024 年税务计划：详细内容与分析([taxfoundation.org](https://taxfoundation.org))

## 免责声明

本文乃由东方汇理资产管理香港有限公司编制。

本文不拟被视为要约或招揽购买或出售证券，当中包括基金股份。本文所载的观点及/或所提及的公司不应被视为东方汇理资产管理的建议。所有意见及估计可以随时作出更改而毋须事先通知。在适用之法律、规则、守则及指引允许的范围内，东方汇理资产管理及其相关公司对任何因使用本文所载之数据而引致的直接或间接损失概不负责。

本文只能分发予获准接受之人仕，及任何可能接受本文而没有违反适用法例及条例之人士。本文并未得到香港证券及期货事务监察委员会(“证监会”)的审阅。

本文撰写的目的只为提供信息，并不代表已参考个别可能接收到本文人士的个别投资目标，财务情况及个别需求。有意投资者应就个别投资项目的适合程度或其他因素寻求独立的意见。投资者不可单靠本文而作出投资决定。

投资涉及风险。市场、基金经理以及投资的过往表现及经济市场、股市、债市或经济趋势预测并非将来表现依据。投资回报以非港元或美元为单位可能因汇率波动而令投资总值下跌或上升。投资可跌可升。

本文不拟提供予美国公民、美国居民或任何根据美国 1933 年证券法下的规则 S 所定义的「美国人士」。

照片来源: ©iStock/Getty Images Plus – Robert Shafer

# 东方汇理资产管理投资研究院

在一个日益复杂和不断变化的世界中，投资者需要加深了解环境和投资实践的演变，以便设定资产配置并帮助构建适合自己的投资组合。

这种环境横跨经济、金融、地缘政治、社会和环境各个范畴。为了迎合投资者的需求，东方汇理资产管理创立东方汇理资产管理投资研究院。这个独立研究平台结集东方汇理资产管理的研究、市场策略、投资主题和资产配置咨询活动。东方汇理资产管理投资研究院致力编制及分享研究和思想领导力刊物，并持续进行预测和创新，为投资团队和客户重要的参考。

## 紧贴以下范畴的最新动态：



- 地缘政治
- 经济与市场
- 投资组合策略
- 环境、社会及管治分析
- 资本市场假设
- 跨资产研究
- 房地产及另类资产

请浏览：



到访我们投资研究院的网站

总编辑	编辑
<p><b>MONICA DEFEND</b> 东方汇理资产管理投资研究院主管</p>	<p><b>CLAUDIA BERTINO</b> 东方汇理资产管理投资研究院投资分析及出版部主管</p> <p><b>LAURA FIOROT</b> 东方汇理资产管理投资研究院投资分析及出版部主管</p>

**Amundi**  
 东方汇理 资产管理  
 凭借实力 赢得信任