

特朗普当选：对投资者的重要启示



MONICA DEFEND

东方汇理资产管理投资研究院
院主管



VINCENT MORTIER

东方汇理集团首席投资总监



MARCO PIRONDINI

东方汇理美国首席投资总监



MAHMOOD PRADHAN

东方汇理资产管理投资研究院
环球市场宏观经济部主管



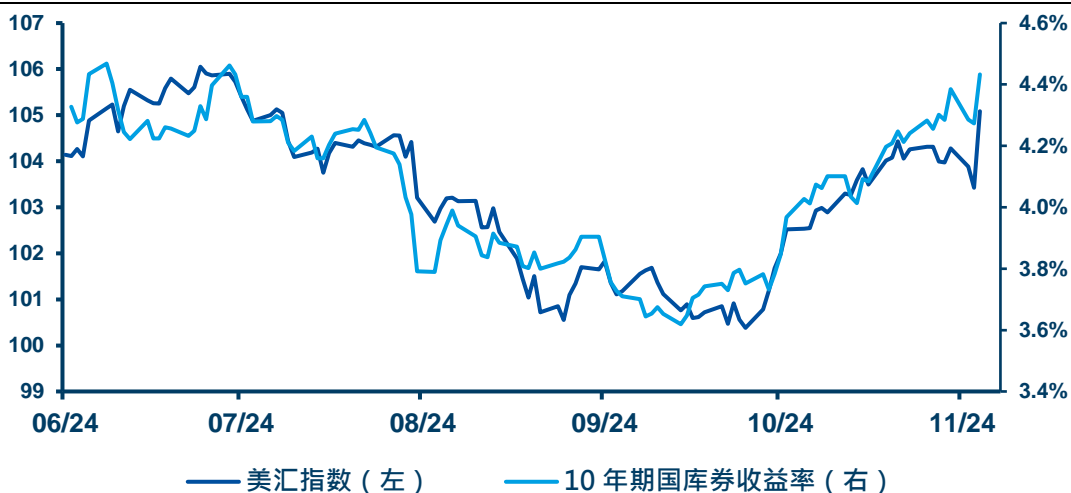
AIDAN YAO

东方汇理资产管理投资研究院
亚洲高级投资策略师

- **选举结果：**前总统特朗普将再度入主白宫，开展四年的任期，共和党亦重夺参议院控制权，甚至是众议院——「共和党全面大胜」(red sweep)是最有可能出现的结果。由于投资者认为特朗普很大机会兑现竞选政纲，金融市场已随即作出反应——备受追捧的「特朗普交易」得以延续，推动债券收益率、美元及股票期货上升。
- **政策及影响：**我们认为新总统或会优先考虑关税及移民政策多于减税，因为这些措施可透过行政命令执行，毋须经国会批准。政策执行次序对评估增长及通胀影响甚为关键。关税将对经济产生负面的供应冲击，并增加滞胀风险——程度将取决于最终关税水平。
- **对全球市场的影响：**在贸易环境越趋不明朗及保护主义抬头下，如果特朗普全面落实影响深远的关税提案，便注定不会有任何赢家。跨大西洋关系可能受经济局势日益紧张所影响，并可能蔓延至其他合作领域，亚洲将最受打击，中国更首当其冲。然而，中国政府可以透过谈判（例如针对美国高度依赖的领域——制药成份和稀土元素）、外汇贬值及贸易绕道等措施来缓和有关冲击。如要化解外部挑战及国内经济放缓问题，将需要比目前更大胆果断地执行政策。以本土市场为主的大型经济体则较不受影响，例如印度和印度尼西亚。
- **投资启示：**通胀上升及联储局立场转趋强硬，将为固定收益投资带来风险，同时于短期为美元提供支持。金融状况收紧将波及全球，考虑到加征关税的冲击，亚洲市场尤其易受影响。美股将面对冲突角力，但在特朗普 2.0 时代下，监管放宽及工业政策很可能利好银行及中小型股等领域。

特朗普即将重返白宫，成为美国第 47 任总统。在撰文时，共和党亦重夺参议院控制权，取得 52 个议席，民主党则有 42 个。众议院的点票过程尚未完结，但如果共和党维持目前的领先优势，则可望「全面大胜」，控制参众两院，有更多空间推行政策议程。

美国 10 年期国库券收益率及美元



数据源：东方汇理资产管理投资研究院、彭博数据截至 2024 年 11 月 6 日。

¹於 2024 年 11 月 6 日最終定稿。

「特朗普政策将会对通胀造成最大影响，令联储局进退维谷。」

市场对大选结果作出反应，备受追捧的「特朗普交易」得以延续。在大选前，有关交易已主导跨资产类别的资金流向。10 年期国库券收益率跃升至 4.4% 的四个月高位。美汇指数兑一篮子货币上升 1.7%，兑欧元、墨西哥披索及其他对贸易敏感的新兴市场货币显著走强。标准普尔 500 指数升逾 2.5%，而中小型股指数罗素 2000 指数则升 5.8%。值得注意的是，在离岸市场交易的中国资产受挫，恒生指数下跌超过 2%，离岸人民币兑美元亦贬值 1.2%。然而，在岸股票及在岸人民币较为强韧，可能源于投资者预计即将推出的财政刺激措施将有助缓和预期的关税冲击。

对新总统有什么预期？

候任总统特朗普提出的政策纲领——无论是贸易、移民、财政政策、监管法规，还是对联储局的态度，都明显偏离拜登政府的政策规范。假如全面落实有关政策，可能对美国以至全球其他地区的经济增长、通胀及市场前景造成深远影响（请参阅我们最近发表的文章：[2024 美国总统选举：宏观、地缘政治及投资观点](#)）。

我们从两方面评估特朗普执行各项政策的优先次序。**第一是政策对总统的重要程度**；第二是**政策执行受阻的程度**（主要是需要国会批准）。第一，我们认为税务政策是特朗普「让美国伟大」经济议程的核心，他建议向美国人减税，并透过对其他国家加征关税的所得收入，抵销[部份]税项影响。移民问题是总统的首要竞选议题，于选举时他对此作出坚定承诺。放宽监管的重要程度较低。至于政策制定（货币政策），他的立场较为进取，但干预联储局的独立性方面，至今只是唬吓性质。

第二方面是政策执行的难易度，大部份关税及移民政策可透过总统行政命令执行，因此不太受国会分治所影响，这个情况仍有可能发生。然而，减税及扩大财政开支则大多需要立法机关批准。虽然民主党或会投票支持延长特朗普 2017 年减税方案的部份措施，但他提出企业税率再由 21% 降至 15% 的方案，很可能面对强大阻力。一些监管变动亦面临类似阻碍。共和党成功控制参议院，使特朗普在任命新官员方面相对自由，包括联储局的主要职位。

总括而言，我们认为关税 / 移民是特朗普优先处理的首要任务，其次是减税及其他财政改革，然后是放宽监管。

政策将如何（重新）塑造美国经济前景？

特朗普政策对经济的影响将取决于执行政策的规模和次序。

加征关税和收紧移民政策（包括随着时间过去，政府可能把无证移民驱逐出境）造成负面的供应冲击，不仅削弱经济增长，同时会导致通胀升温，令经济可能出现滞胀。问题在于特朗普会否实时落实所有措施：增加中国产品关税 60%，其他产品关税则上调 10% 至 20%，并把估计多达 1,300 万名无证移民中的 100 万人驱逐出境？对经济及市场来说，如果特朗普全面及仓猝推出这些政策，将会带来「震撼」疗法的效果。

「关税及移民议题可能是特朗普的首要任务。」

「通胀风险上升将不利债券表现。股票方面，小型股和银行股可望受惠。」

相反，特朗普的财政方案将短期利好增长和通胀。然而，随着时间过去，市场或会质疑美国能否持续承担巨额债务。放宽监管将影响行业表现，而对整体经济的影响程度将取决于转变的规模和广度。削弱联储局的独立性无助对抗通胀，而近期数据反映通胀问题仍未解决。

把关税因素纳入我们的模型后，便会发现增长股将首当其冲，主要由于加征关税，其次是经济从 2026 年起温和复苏。然而，这将取决于关税的走势。若特朗普以循序渐进的方式加征关税，并提前减税，将有助延迟通胀冲击，并较为利好 2025 年的经济增长。相反，若特朗普提前及大幅上调关税，便会削弱经济增长，令通胀在 2025 年进一步升温。滞胀风险上升将令联储局身陷困境。

美国开征关税对亚洲有什么影响？

对全球经济而言，新任总统具最影响力的政策就是开征关税。特朗普在大选期间提出的关税规模及广度均远超 2018 年和 2019 年所执行的措施，而且影响更深远。鉴于贸易伙伴可能采取报复行动，贸易战 2.0 的破坏力可能高于贸易战 1.0。

我们的分析显示，美国全面征收 10% 的关税，加上受影响国家采取报复性措施的风险，将令整体情况恶化。此举可能令美国与欧洲的经济和政治关系紧张，削弱跨大西洋将来的合作关系。然而，亚洲将最受打击，中国更首当其冲，承担 60% 的关税。我们的模型分析显示，在没有加推财政或货币刺激措施的情况下，关税带来的最大冲击将令中国经济增长减少多达 0.5 个百分点。

不过，中国可以透过多种方法来缓和这股冲击。首先是谈判协商；中国政府于 2020 年初与特朗普签署首阶段贸易协议，在这方面取得一定成果。中国的关税报复策略亦可能侧重于美国高度依赖的领域（制药成份和稀土元素），对中国出口的损害可能有限。其次是外汇贬值；在 2018 年至 2019 年期间亦有助缓减出口商的压力。第三个可行方法是贸易绕道；中国企业近年藉此摆脱限制。最后，中国政府可以加推国内刺激措施，为出口业提供支持。因此，最终的影响或会低于原先预期。

除中国外，其他亚洲小型开放经济体（例如台湾、韩国、新加坡及马来西亚）亦会受到拖累，因为：1) 美国向它们的产品征收关税；2) 中国需求转弱；以及 3) 环球不确定因素升温，令商业投资受压。然而，美国放宽监管政策有望利好科技业，从而减低负面影响。以本土市场为主的大型经济体则较不受影响，例如印度和印度尼西亚。在评估全面影响时，我们亦须考虑环球贸易路线和供应链重新定位如何有利墨西哥、印度和东南亚等国家。在特朗普 2.0 期间，这些趋势可能转强。

对欧洲有何启示？

特朗普当选或会推动欧洲成员国加强国防方面的合作，并有机会推进《德拉吉报告》(Draghi report) 的建议。欧元区的短期经济前景似乎更不明朗，尤其是在美国加征关税及欧盟采取报复措施下。然而，特朗普展开第二个任期，可能间接带来一些长期优势，并触发这个一般对冲击作出反应的地区进行经济转型。贸易绕道可能有助缓和关税影响。欧洲方面，由出口带动的德国经济将最受关税影响。德国总理朔尔茨昨晚突然宣布撤换财长林德纳，导致由社民党 (SPD)、绿党 (Die Grüne) 和自民党组 (FDP) 组成的联合政府瓦解。联合政府一直以来

「中国将最受关税影响。然而，中国政府可以透过谈判、外汇贬值、贸易绕道及刺激措施来缓和影响。」

「印度及印度尼西亚则较不受影响。」

「特朗普当选或会推动欧洲加强国防方面的合作，并有机会推进《德拉吉报告》的建议。」

分歧不断，特别是在明年的财政政策上。现时，朔尔茨(Scholz)带领只剩下社民党和绿党的少数派政府，尚欠 42 议席才达到大多数席位。因此，总理提请国会在明年 1 月 15 日对政府进行信任投票很可能不获支持，从而导致当地提前大选。以法定期限来看，大选应会在明年 3 月底举行。这将初步增加德国的政治不确定性，但亦可能成功组建更稳定的执政联盟，为修订债务刹车的宪法规则（即德国平衡预算修订）打开大门。具体来说，未来的联合政府将有更大空间控制公共投资及国防开支方面的政策。下一任联合政府将致力透过复苏计划平衡关税对经济的损害，而预期欧洲央行减息将为内需带来支持。










对投资者有什么启示？

特朗普政策对通胀的影响将为固定收益投资带来风险，而市场对美国财政可持续性的忧虑或会增加。目前的利率水平已经反映通胀前景转趋不利。然而，**政策执行次序及其对经济的影响缺乏透明度，因此难以过度依赖存续期。**尽管如此，基于联储局的立场，预计收益率曲线将温和走斜。**市场预期通胀上升及联储局立场转趋强硬，将在短期利好美元表现。**不过，鉴于本已堪忧的美国财政可能进一步恶化，这股趋势能否延续目前仍然未明。此外，加征关税及环球不确定性升温带来负面增长冲击，对美国经济造成压力，继而增加未来经济衰退的可能性。在这个情况下，联储局或会显著放宽政策，对美元造成第二轮打击。黄金等广为人知的美元替代工具表现强劲，可能与投资者对冲美元风险的行动一致。

特朗普情境有利股市进一步轮换。环球方面，美国受惠于政府可能减税。特朗普的政策具多重特性，可能对美国股市的个别行业造成较大影响，但是整体指数受到的影响未必如此明显。放宽监管和税务政策可望利好银行及中小型股，而石油和燃气公司则可受惠于「Drill Baby Drill」计划的短期正面气氛。若特朗普决定撤回《降通胀法案》对可再生能源及电动车的扶助措施，这些行业的股票或会回落。工业方面，业务较受环球供应链、中国经济及移民劳工影响的股票可能最受打击，而从事自动化业务的股票可望受惠。

美元短期转强利好日本股市多于新兴市场，因为新兴市场亦受关税影响。整体而言，当地股票将较为受惠。至于欧洲，在美国设有本土生产线的公司将备受青睐。综观新兴市场，亚洲将首当其冲，因其已实现价值链一体化，而外汇可以作为吸收缓冲的最终手段。我们建议对亚洲外汇（特别是人民币），以及对贸易因素敏感的公司股票及信贷保持审慎。

表 1：特朗普当选对各行业的影响

<p>能源和材料</p> 	<p>石油和燃气的短期投资气氛正面，主要受到特朗普支持钻油 (drill baby drill) 的口号刺激。中期好淡纷呈。美国石油和燃气供应增加，或会导致油价下跌，难以提振上游公司的投资意欲。 有利天然气公司，因为当局放宽许可规定，并结束「暂停」液化天然气出口审批的政策。 电动车政策可能略为倒退；这将逐步利好汽油需求，但不利锂需求。</p>
<p>工业</p> 	<p>利好自动化业务，主要受惠于回流趋势和移民政策，利好本土业务比重偏高的公司 (受惠于减税)。 不利，受到移民政策影响，导致劳工短缺的建筑设备、货运公司和农业，以及较受中国和全球供应链影响的制造业公司 (汽车业或会面对风险)。</p>
<p>金融</p> 	<p>由于并购活动的监管放宽及减税措施，对银行特别有利。</p>
<p>消费</p> 	<p>由于减税针对本土市场，因此将利好餐厅业务。这亦可能利好从事面向消费者行业的下游供货商及基建公司。 关税将影响通胀，故不利消费股；部份劳动力可能遭驱逐出境，则不利房屋 / 建筑业。</p>
<p>健康护理</p> 	<p>中性至轻微负面。关税并无带来重大影响 (可能出现短期利润压力)。撤销《降通胀法案》及新的参考药物价格计划存在不明朗因素。</p>
<p>科技硬件、半导体</p> 	<p>影响好淡纷呈。关税的影响或会抵销减税的效益。减少与中国的业务往来。</p>
<p>通讯服务 / 互联网平台</p> 	<p>减税及可能重推红利折旧 / 研发税务抵免，以及美国司法部 / 联邦贸易委员会 / 联邦通讯委员会的领导官员换届带来正面影响。 潜在的第 230 条改革 (发表错误信息的责任)，以及撤销对 Tik Tok 的禁令 (于 2024 年通过立法，并从 2025 年 1 月 19 日起生效) 带来负面影响。</p>
<p>公用事业</p> 	<p>可能废除《降通胀法案》对洁净能源不利。</p>
<p>房地产</p> 	<p>并无重大影响。改变资产贬值年期可能带来轻微刺激作用，但目前没有重大建议。</p>

数据源：东方汇理，截至 2024 年 11 月 06 日。

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，为投资团队和客户提供重要的参考。



请浏览 www.amundi.com

了解更多东方汇理资产管理的投资见解。

重要资料

本文提及的东方汇理是指东方汇理资产管理。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，当中包括基金份额。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资料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士，及任何可能接受本文而没有违反适用法例及条例之人士。本文及所提及之网站并未得到由中国证券监督管理委员会或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资讯，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」。

想知更多? 即上 www.amundi.com.hk

主编

Monica DEFEND

东方汇理资产管理投资研究院主管

Vincent MORTIER

东方汇理集团首席投资总监

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

Laura FIOROT

东方汇理资产管理投资研究院投资分析及出版部主管