

研究报告

欢迎扫码关注
工银亚洲研究



中国工商银行 (亚洲)

东南亚研究中心

李卢霞 黄斯佳
周文敏 杨妍

“特朗普 2.0 时代”会有哪些变化

——美国大选及其影响系列 (四)

阅读摘要

选情方面,美国民众对大选的参与热情高于 2016 年、但低于 2020 年,2024 年民主党普选票降幅更大。特朗普 2024 年普选票、选举人票均有优势,2016 主要依托摇摆州选举人票“赢者通吃”原则获胜。

特朗普上一个任期内 (2017 年 1 月至 2021 年 1 月期间),美联储从加息周期转向降息周期,其中,2017-2018 年加息,2019 年降息。具体看:美股走势强劲,科技板块领涨,期内标普 500、道琼斯工业指数、纳斯达克指数分别收涨 68%、57%、138%;美元指数和美债利率下行。中国资产价格方面,人民币汇率波动收升 (USDCNH: -5.2%、USDCNY: -5.7%),港股波动收涨 (+28.6%),A 股波动收涨 (+15%),配置内地上市公司和香港上市公司的国际资金延续流入。

本届大选,大选日前,金融市场“特朗普交易”已提前抢跑,大选当日美东时间 11 月 5 日金融市场持续波动,大选结果基本明确后,市场交易有所分化,具体看:美股连创新高,信息技术 (+6.1%)、金融 (+5.4%)、可选消费 (+5.5%) 领涨;特朗普概念股短暂获利了结,美元指数冲高回落、小幅收涨,美债利率先涨后落,大选当日,美债利率曲线明显趋陡,油价先跌后升、小幅收涨,黄金先跌后回升、累计收跌,比特币强势走升。中国资产价格方面,港股、A 股波动收涨,人民币、港币汇率时点性走弱后回升。

往后看,进入“特朗普 2.0 时代”,美股或波动走升,利好科技、传统能源、金融和传统制造业等板块,需关注潜在不确定性引致市场波动;利率曲线或呈“陡峭化”趋势,年底前美债利率大概率窄幅波动,降息周期内仍有波折下行空间;降息周期内美元指数料延续偏强表现,短期内人民币汇率大概率延续双向波动走势;基准情形下,大宗商品市场中长期利多黄金、利空原油,短期或仍有波动。

注:本报告的预测及建议只作为一般的市场评论,仅供参考,不构成任何投资建议。

本报告版权归中国工商银行 (亚洲) 东南亚研究中心所有,并保留一切法律权利。任何机构或个人未经授权,不得以任何形式修改、复制、刊登、引用或向其他人分发。

“特朗普 2.0 时代”会有哪些变化

——美国大选及其影响系列（四）

（美东时间）11 月 5 日美国大选正式开启，特朗普获得 312 张选举人票，超过哈里斯的 226 张。6 日，特朗普在佛罗里达州棕榈滩会议中心发表讲话，宣布在 2024 年总统选举中获胜，成为 120 多年来第一位二次入主白宫的总统¹。此次大选选情有什么变化？大选期间金融市场定价了哪些交易？后续资产价格走向有哪些确定性和不确定性？本篇报告作为 2024 年美国大选研究系列的第四篇，予以探讨分析，以供参考。

一、与 2020 年、2016 年相比，2024 年美国大选选情有哪些变化？

整体看，美国民众对大选的参与热情高于 2016 年、但低于 2020 年，2024 年民主党普选票降幅更大。特朗普 2024 年普选票、选举人票均有优势，2016 主要依托摇摆州选举人票“赢者通吃”原则获胜。

（一）与 2020 年相比：2024 年民众投票参与率不及 2020 年，特朗普普选票和选举人票均明显占优、6 个关键摇摆州“蓝变红”，共和党大概率可主导两院

普选票方面，两党普选票数相较 2020 年均有所下降、民主党候选人普选票数下降更为明显。看得票数，截至 11 月 9

¹ 上一位为格罗弗·克利夫兰总统，他分别在 1885 年 3 月-1889 年 3 月、1893 年 3 月-1897 年 3 月任职第 22、24 任美国总统。

日²，2024年特朗普和哈里斯普选票票数分别为7,467.5万张、7,114.7万张，较2020年特朗普、拜登分别下降0.6%、12.5%。**看得票率**，2024年特朗普为50.3%，超过2020年3.4个百分点；2024年哈里斯为47.8%，不及2020年拜登的51.3%。

选举人票方面，2024年，特朗普赢得了312张选举人票；2020年，拜登赢得232张选举人票获胜。**看传统票仓**，2024年和2020年均未出现传统票仓变盘。**看摇摆州**，2024年，特朗普赢得全部7个关键摇摆州³选举人票（合计93张），其中，6个关键摇摆州（“蓝变红”，由2020年支持民主党转为2024年支持共和党）。

两院选举方面，2024年截至美东时间11月11日早，共和党获得了众议院216个席位，距离主导众议院还差两个席位（216/435，10个未定），以及参议院的52个多数席位（52/100），共和党大概率赢得两院主导权。2020年，民主党获得了众议院的222个多数席位（222/435），并获得了参议院的53个多数席位（53/100），赢得了两院的控制权。

（二）与2016年相比：2024年民众投票参与率超过2016年，2016特朗普主要通过选举人票数占优获胜、赢得5个摇摆州支持，共和党获得国会两院主导权

选举人票方面，2024年特朗普胜选，较2016年胜率有

² 数据来源于CNN，最新访问时间2024年11月11日，网址
<https://edition.cnn.com/election/2024/results>

³ 包括密歇根州、亚利桑那州、威斯康星州、佐治亚州、内华达州和宾夕法尼亚州。

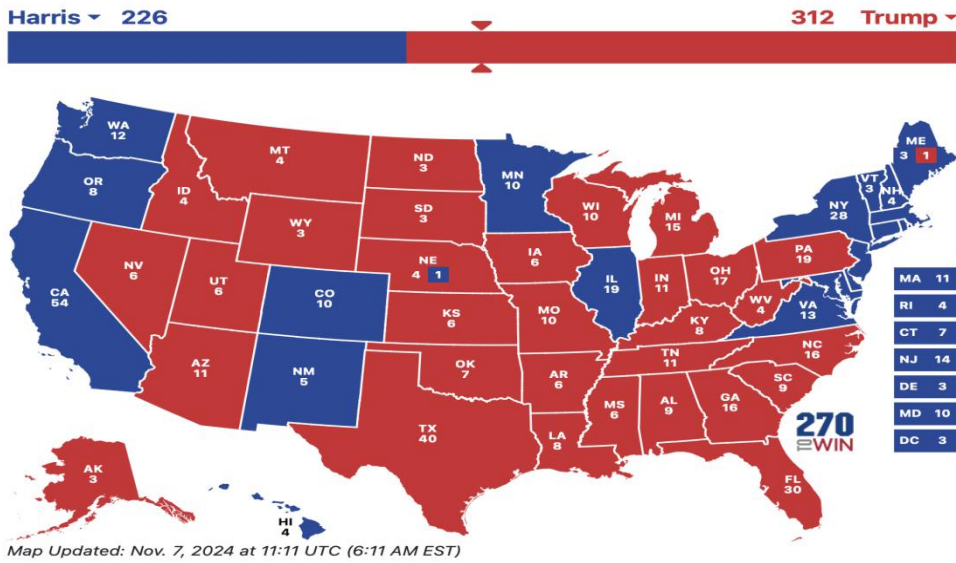
所提升，共赢得 312 张选举人票，超过 2016 年的 306 张。**传统票仓**，2024 年没有传统票仓变盘，2016 年爱荷华州、俄亥俄州和佛罗里达州出现了蓝翻红。**摇摆州**，2024 年特朗普除了维持 2016 年优势外，还赢得了内华达州。

普选票方面，2024 年民众参与率较 2016 年有所上升，两党普选票票数均超过了 2016 年，2024 年特朗普普选票票数、得票率分别为 7,467.5 万张、50.3%，超过了 2016 年的 6,298.5 万张、46.4%。值得关注的是，2016 年特朗普的普选票票数和得票率均小于民主党候选人（6,585.3 万张、48.5%），但是通过关键摇摆州的胜利⁴，获得更多选举人票取胜。

两院方面，2016 年，参议院，共和党获得 52 个多数席位，2024 届选举中获得 52 个；众议院，2016 年共和党获得 241 个席位，2024 届选举目前共和党获得了 216 个席位少于 2016 年（见图表 1-4）

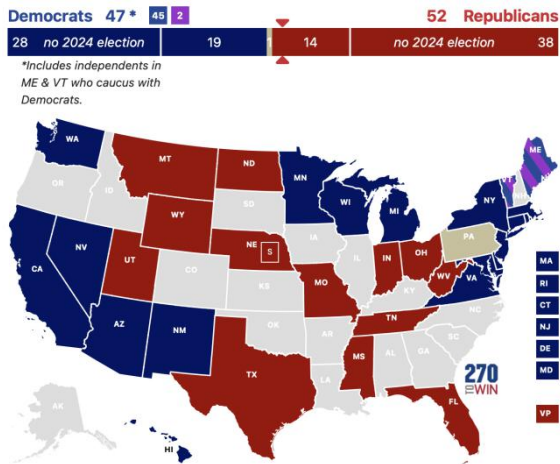
⁴ 2016 年，特朗普赢得了密歇根州、宾夕法尼亚州、威斯康星州和佛罗里达州的 75 张选举人票。

图表 1：总统大选计票结果



数据来源：270twin、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心
 （最新访问时间：2024年11月11日）

图表 2：参议院选举计票动态结果



数据来源：270twin、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心（最新访问时间：2024年11月11日）

图表 3：众议院选举计票动态结果



数据来源：270twin、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心（最新访问时间：2024年11月11日）

图表 4：2016/2020/2024 年美国大选摇摆州选情对比

摇摆州	2024年		2020年		2016年	
	选举人票	胜者方	选举人票	胜选方	选举人票	胜选方
亚利桑那州	11	共和党	11	民主党	11	共和党
佐治亚州	16	共和党	16	民主党	16	共和党
密歇根州	15	共和党	16	民主党	16	共和党
内华达州	6	共和党	6	民主党	6	民主党
北卡罗来纳州	16	共和党	15	共和党	15	共和党
宾夕法尼亚州	19	共和党	20	民主党	20	共和党
威斯康星州	10	共和党	10	民主党	10	共和党

数据来源：270towin、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心整理

二、特朗普上一任期内（2017.1-2021.1），中美金融市场走势回顾

（一）美国资产价格：股债同涨、美元走弱

特朗普上一个任期内(2017年1月至2021年1月期间⁵)，美联储从加息周期转向降息周期，其中，2017-2018年加息，2019年降息。具体看：

美股走势强劲，科技板块领涨，期内标普500、道琼斯工业指数、纳斯达克指数分别收涨68%、57%、138%。

美元指数和美债利率下行，期内美元指数累计跌10.5%，10年期美债利率在2018年底起先于美联储降息明显下行，特朗普整个任期内累计下降152BP（见图表5）。

⁵ 数据区间为2017年1月20日特朗普宣誓就职至2021年1月19日，下同。

图表 5：特朗普上一次总统任期（2017 年 1 月-2021 年 1 月）部分资产表现

	恒生指数	上证综指	标普 500	美元指数	10Y 美债利率 (BP)	USDCNH	USDCNY
2017	35.1%	5.5%	18.4%	-10.7%	-5	-6.5%	-6.3%
2018	-13.6%	-24.6%	-6.2%	4.1%	29	5.5%	5.7%
2019	9.1%	22.3%	28.9%	0.4%	-77	1.3%	1.2%
2020	-3.4%	13.9%	16.3%	-6.7%	-99	-6.6%	-6.3%

数据来源：WIND，中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心整理

（二）中国资产价格：股汇收涨，国际资金延续流入

人民币汇率波动收升（USDCNH：-5.2%、USDCNY：-5.7%⁶）：

2018 年贸易摩擦后，人民币汇率在 2018-2019 连续两年收跌，但 2020 年新冠疫情后，中国以最快速度抑制疫情蔓延，出口大幅增长，提振人民币汇率走升。

港股波动收涨（+28.6%）：期间受贸易摩擦、香港本地社会事件、新冠疫情等叠加影响，恒指 2017-2020 年年度变动分别为：+35.1%、-13.6%、+9.1%、-3.4%，有两年年度收涨。整体看，特朗普上一任期内恒指整体波动收涨约 28.6%。

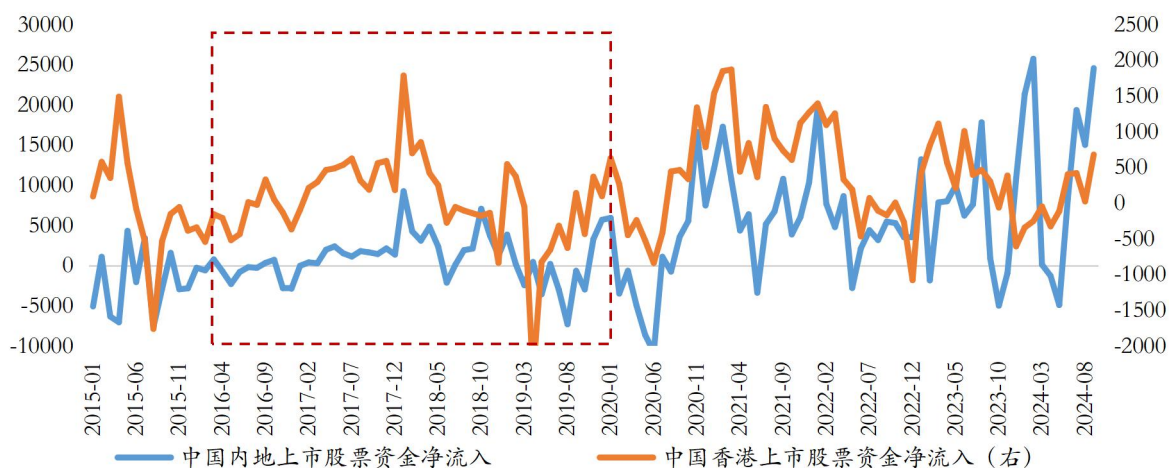
A 股波动收涨（+15%）：按年度涨跌看，2018 年在贸易摩擦升温等因素影响下，上证指数跌 24.6%；2017、2019 和 2020 则分别收涨 5.5%、22.3%、13.9%。

国际资金延续流入，其中，配置中国内地上市公司（包括在 A 股、H 股和美股上市的中国企业）资金净流入规模累计达到 584 亿美元，配置香港上市公司（仅指香港本地上市公司）的资金净流入规模累计为 46 亿美元，相较于拜登执政期间（2021 年 1 月-2024 年 9 月）累计资金净流入规模（分

⁶ 数据区间为 2017 年 1 月 20 日特朗普宣誓就职至 2021 年 1 月 19 日，下同。

别为 3386.2 亿美元、205.5 亿美元) 较小; 但与奥巴马执政时期(2013 年 1 月-2017 年 1 月)比, 国际资金延续流入(当时为累计资金净流出 509.5 亿美元、6.2 亿美元)(见图表 6)。三任美国总统任期内美联储政策方向的差异, 对国际资金流动有较大影响。奥巴马第二个任期内, 美联储退出量化宽松政策, 高利率吸引资金回流; 特朗普第一个任期内, 美联储从加息转向降息周期; 拜登任期内, 美联储历经了降息-加息-降息的政策调整。

图表 6: 特朗普上一任期内资金流入中国股票的情况对比



数据来源: EPFR, 中国工商银行(亚洲)东南亚研究中心

三、2024 年美国大选中美金融市场表现及前瞻

(一) 11 月 5 日-11 月 7 日大选期间金融市场表现

1. 美国资产价格: 美股、比特币强势走升, 美元小幅收涨、美债利率波动收平。

大选日前, 金融市场“特朗普交易”已提前抢跑, 大选当日美东时间 11 月 5 日金融市场持续波动, 大选结果基本

明确后，市场交易有所分化，具体看：

美股连创新高。股指看，11月5日大选日开启，美股波动收涨；11月6日特朗普宣布赢得大选后，美股大涨，三大股指收于纪录高位；11月7日，“特朗普交易”延续叠加美联储议息会议再度降息25BP影响，美股大盘续涨，标普500和纳斯达克指数再创新高。11月5日-7日，标普500、道琼斯工业指数、纳斯达克指数分别累计收涨4.6%、4.6%、6.0%。**板块看**，信息技术(+6.1%)、金融(+5.4%)、可选消费(+5.5%)领涨；特朗普概念股短暂获利了结，特朗普媒体科技收跌近19%，软件公司Phunware跌7%，视频平台Rumble跌0.7%。

美元指数冲高回落、小幅收涨。大选日初期，特朗普和哈里斯胜负未定前，美元指数小幅走低，一度跌破103.4水平；特朗普胜选后，美元指数盘中冲高至105.45，为7月以来新高；随后美联储如期降息25BP，美元指数有所回落，截至11月7日，美元指数收报约104.34。11月5日-7日，美元指数累计上涨0.43%。

美债利率先涨后落。大选日美债利率走升，10年期美债利率于7月6日收报4.42%，为7月初以来的高位，11月7日伴随美联储降息，美债利率小幅回落。11月5日-7日，10年期美债利率收平，收报4.31%；大选当日，美债利率曲线明显趋陡。

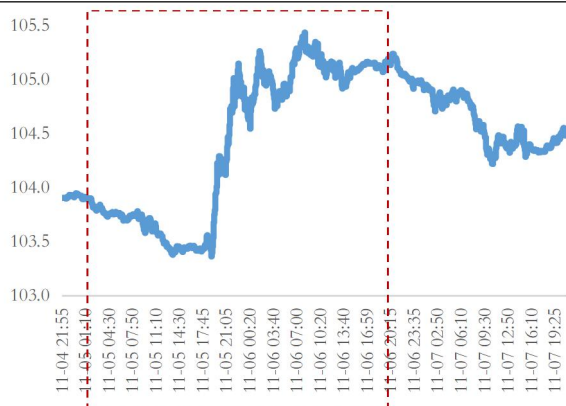
油价先跌后升、小幅收涨。市场预期特朗普产业、地缘政策提高全球石油供应、冲击全球石油需求，台风或影响墨

西哥湾石油产量，油价波动，先跌后升。11月5日-7日，WTI原油期货累计收涨1.25%，截至11月7日WTI原油期货收报72.36美元/桶。

黄金先跌后回升、累计收跌。11月5日-7日，COMEX黄金期货累计跌1.36%，截至11月7日，COMEX黄金期货收报2699.1美元/盎司。大选结果基本明确、未发生非预期事件，市场预期乌克兰危机等地缘焦灼局势或可尽快结束，不确定性下降后金价高位有所回调。

比特币强势走升。特朗普胜选交易升温，11月5日-7日，比特币三日连涨、累计收涨11.8%。截至11月11日比特币涨超8万美元关口（见图表7-11）。

图表7：大选日，美元指数走升



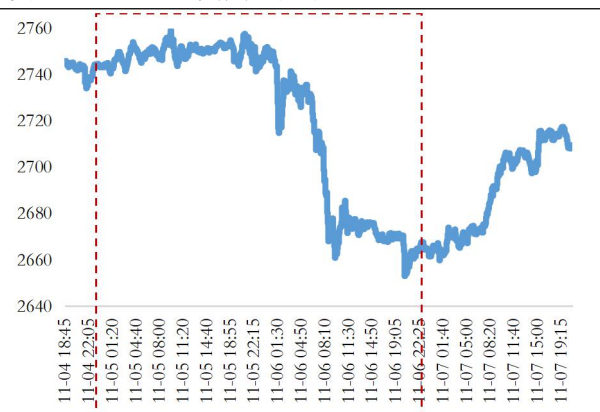
数据来源：WIND、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

图表8：大选日，比特币大幅走升



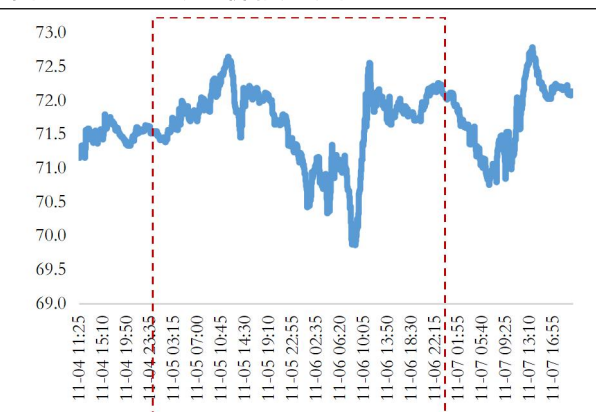
数据来源：Coin Market Cop、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

图表 9: COMEX 期货黄金走势



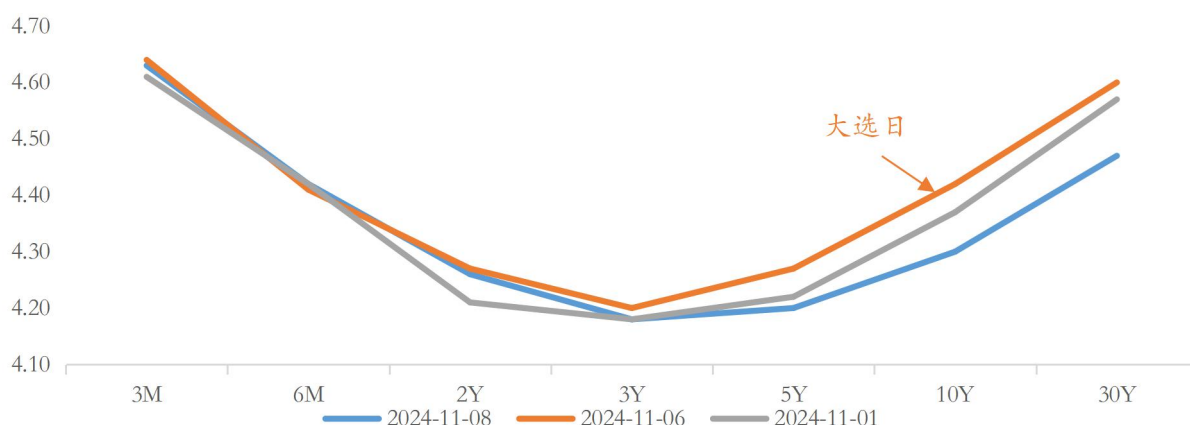
数据来源: WIND、中国工商银行(亚洲)东南亚研究中心

图表 10: WTI 原油价格先跌后升



数据来源: WIND、中国工商银行(亚洲)东南亚研究中心

图表 11: 大选当日美债利率曲线趋陡



数据来源: WIND、中国工商银行(亚洲)东南亚研究中心

2、中国资产价格: 港股、A 股波动收涨, 人民币、港币汇率时点性走弱后回升。

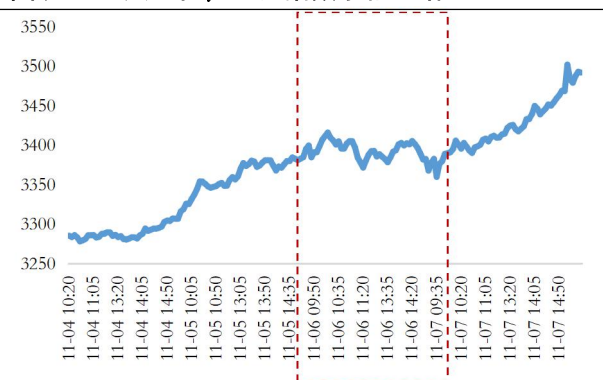
港股先跌后升、小幅收涨。美国大选投票期间, 港股市场波动, 11 月 6 日, 伴随特朗普得票率上升、离岸人民币汇率时点走弱、港股有所承压。市场亦观望中国人大常委会政策, 叠加内地出口数据胜预期, 离岸人民币汇率回稳, 港股市场情绪回暖, 11 月 7 日恒指收涨, 收报 20953.34 点。11

月5日-7日，恒指累计收涨1.9%。

A股波动收涨4.8%。11月6日，上证综指微跌3点；11月7日，出口数据胜预期叠加中国人大常委会利好政策憧憬，带动上证指数收涨2.57%，收报3470点。11月5日-7日，上证综指累计收涨4.8%。

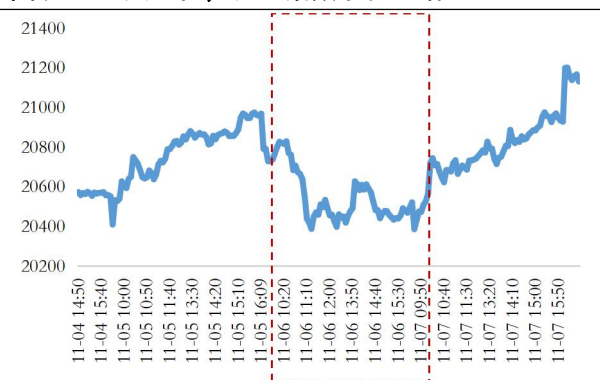
人民币和港币汇率时点性走弱后回升。离岸人民币汇率盘中最低跌至7.2115，是近3个月以来的最低水平，7号后回补了部分跌势；港元汇率仅短暂小幅走弱，随后两日重新回升（见图表12-15）。

图表 112: 大选日，上证指数小幅回落



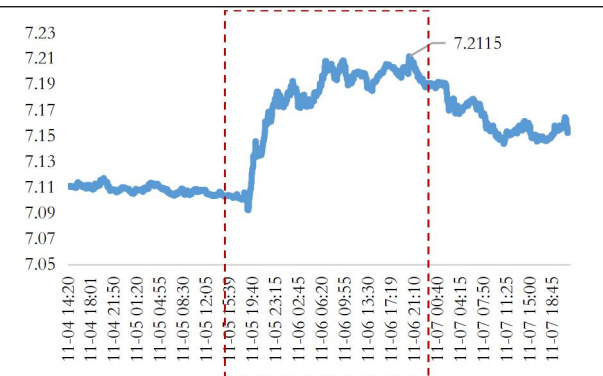
数据来源：WIND、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

图表 13: 大选日，恒生指数小幅回落



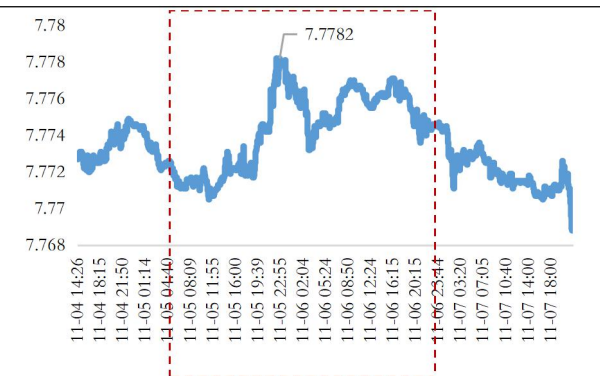
数据来源：WIND、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

图表 14: 大选日，离岸人民币汇率短暂跌破 7.2



数据来源：WIND、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

图表 15: 大选日，港币汇率短暂走跌后转升



数据来源：WIND、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

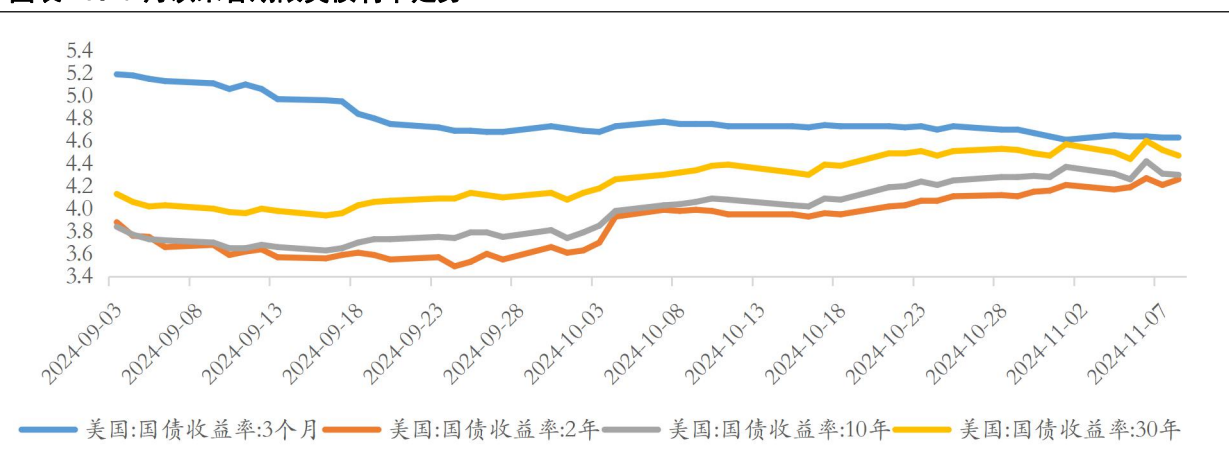
（二）“特朗普 2.0 时代”金融市场表现前瞻

美股或波动走升，利好科技、传统能源、金融和传统制造业等板块，需关注潜在不确定性引致市场波动。整体看，减税、放松监管等政策有助于短期经济增长，叠加美联储正处于降息周期，流动性整体宽裕；结构上，吸引制造业回流，放松金融、AI、数字货币等领域监管有助于提升本土企业盈利预期，利好美股尤其是科技、传统能源、金融和传统制造业等板块，但受到贸易保护反噬的消费、零售、农业等板块可能承压。需要关注的是，当前美股估值处于相对高位，需要持续关注 AI 等创新企业业绩表现，美联储降息预期变化，增加关税率的路径及影响，减税、放松监管等政策推行节奏等，可能出现预期差引致市场高波动。

利率曲线或呈“陡峭化”趋势，年底前美债利率大概率窄幅波动，降息周期内仍有波折下行空间。年底前，12 月美联储降息预期变化、从新政府人事安排角度预判特朗普政策实施路径等，预计是影响美债利率走势的主要因素，美债利率可能在 4.5% 以内波动。降息周期内，从 11 月 FOMC 会议后 Fedwatch 数据看，市场预计 12 月到 2025 年末美联储还有约 75BP 的降息空间，伴随降息持续落地，美债利率仍有下行空间，但幅度和节奏仍有“不确定性”。整体看，美国经济仍呈韧性，美联储开启降息周期，美国经济大概率软着陆，特朗普对内减税、对外加征关税以及更为严格的移民政策等，增加了美国可能面临的二次通胀压力，根据 PIIE 的预测，

到 2026 年任期结束，特朗普政策将推升美国通胀 4.1 至 7.4 个百分点；同时，宽松的财政政策带来市场对于美债供给担忧，多因素共同推升长端美债利率中枢，美债利率曲线或延续“陡峭化”。回顾 9 月初至 11 月 8 日的的数据，短端的 3 个月期美债利率跌 58BP，中期的 2 年期和 10 年期美债利率，分别升 35BP、39BP，长端 30 年期美债利率升 27BP，整体美债利率曲线趋陡（见图表 16）。

图表 16：9 月以来各期限美债利率走势



数据来源：WIND，中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

降息周期内美元指数料延续偏强表现，短期内人民币汇率大概率延续双向波动走势。短期内，美联储延续降息但市场预期美国经济向好、美联储降息终点走高，叠加欧洲、日本经济及政局不确定性偏高，仍支持美元指数表现。但特朗普有意通过“弱美元”提振美国制造业和出口竞争力，仍需持续观察后续政策落地效果，特别是美联储政策路径变化。短期内，人民币汇率大概率延续双向波动走势，详见前期报告《短期人民币汇率料呈双向波动走势—香港离岸人民币市场观察（2024 年 10 月刊）》。

A股和港股趋势向好，短期走势预计温和偏强。从历史分析不难看出，美国政治周期对中国资产价格影响有限，美联储货币政策方向、中国经济政策及增长表现是根本影响因素。**短期内**，市场观望特朗普政府加征关税等政策落地节奏、内地积极政策显效的路径，相关消息或数据可能引致市场时点波动，但全国人大积极部署支持性财政政策，创新性货币金融工具料亦相机组合发力，仍持续提振中国资产配置吸引力。**趋势看**，中国经济持续高质量深化转型，前期一揽子创新性资本市场直接支持工具、鼓励资本市场对外开放等，都支持资本市场在储蓄—投资转化、财富效应—消费升级等经济循环中发挥更积极作用，都有利于中国资产价格趋势走升。

基准情形下，大宗商品市场中长期利多黄金、利空原油，短期或仍有波动。金价短期波动承压，但在全球地缘形势延续复杂，以及美国再通胀风险抬升基本预期下，整体仍然看多黄金的中长期走势。另外，新兴市场央行购金的空间有望从低位进一步打开，进一步支持黄金的配置价值提升。特朗普政府能源、地缘等政策利空**原油价格**，但短期地缘形势、需求前景仍有不确定性，油价走势仍然偏波动。



香港中資銀行業協會
Chinese Banking Association
of Hong Kong

**本文章版权属撰稿机构及/或作者
所有，不得转载。**

**本文章发表的内容均为撰稿机构
及/或作者的意见及分析，并不代
表香港中资银行业协会意见。**