

美国大选系列四： 大选落地后的资产逻辑推演

投资咨询业务资格：
证监许可【2012】669号

报告要点

临近大选前资金可能有避险需求，结果落地后或使当周风险偏好回弹。

10月初以来交易特朗普胜选对于相关资产的定价或已相对充分，共和党是否横扫或为后续交易持续性的核心。在国会选举确定到新任总统上台后100天承诺之前，大选交易或有所退坡，基本面定价权重边际增强。

摘要：

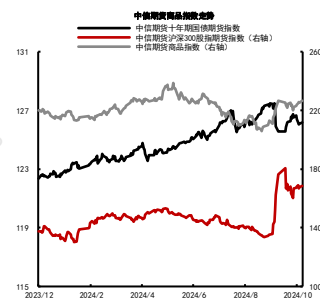
继前面几篇报告讨论政策、贸易和制造业之后，本篇我们聚焦资产逻辑的演绎。美国大选主要从胜选总统、国会选举结果落地与政府党派构成等方面对资产风险偏好形成短期影响，长期仍围绕资产基本面以及政策是否兑现进行定价。

临近大选前资金可能有避险需求，结果落地后或使当周风险偏好回弹。临近大选日期，市场偏好往往会有所降低，等待最终结果落地。复盘2000年后共6次美国大选前后的资产表现，结果公布后短期风险偏好修复。

如果特朗普胜选，市场短期内“软着陆”路径交易或中断，转而交易“滞胀”路径，体现为与通胀和流动性定价权重高的美债、美元有向上弹性，经济属性定价权重高的铜有一定承压，美股、贵金属在同时有利好和利空因素下保持一定韧性。本次竞选过程中，特朗普交易升温主要有三个时间段：7月13日特朗普遇袭后、7月22日拜登退选后、10月起民调反超哈里斯。市场对于特朗普当选的定价更倾向于“滞胀交易”，且整体来看市场对于二次通胀的担忧大于经济收缩。

当前仍在选票博弈阶段，市场波动上升，大选结果公布之后，将逐渐进入经济博弈阶段。美国仍存“软着陆”预期，后续经济和资产的演绎路径将受到美国大选结果影响。短期来看，10月初以来交易特朗普胜选对于相关资产的定价或已相对充分，共和党是否横扫或为后续交易持续性的核心。中期来看，在国会选举确定到明年新任总统上台后100天承诺之前，大选交易或有所退坡，基本面定价权重边际增强。

风险提示：政策落地不及预期，宏观经济不确定性



宏观研究组

研究员：

姜 婧

从业资格号：F3018552

投资咨询号：Z0013315

刘道钰

从业资格号：F3061482

投资咨询号：Z0016422

陈健照

从业资格号：F03093837

投资咨询号：Z0020032

重要提示：本报告非期货交易咨询业务项下服务，其中的观点和信息仅作参考之用，不构成对任何人的投资建议。中信期货不会因为关注、收到或阅读本报告内容而视相关人员为客户；市场有风险，投资需谨慎。如本报告涉及行业分析或上市公司相关内容，旨在对期货市场及其相关性进行比较论证，列举解释期货品种相关特性及潜在风险，不涉及对其行业或上市公司的相关推荐，不构成对任何主体进行或不进行某项行为的建议或意见，不得将本报告的任何内容据以作为中信期货所作的承诺或声明。在任何情况下，任何主体依据本报告所进行的任何作为或不作为，中信期货不承担任何责任。

目录

摘要:	1
一、 美国大选后资产表现	4
(一) 历次美国大选落地后, 短期或有风险偏好修复	4
(二) 市场对“特朗普交易”的定价更倾向于“滞涨交易”	6
二、 大选后资产表现节奏展望	9

图表目录

图表 1: 2000 年以来 6 次美国大选日后大类资产表现对比	4
图表 2: 大选后美股走势 (以大选日为起点)	5
图表 3: 大选后美债走势 (以大选日为起点)	5
图表 4: 大选后美元走势 (以大选日为起点)	5
图表 5: 大选后铜走势 (以大选日为起点)	5
图表 6: 大选后黄金走势 (以大选日为起点)	6
图表 7: 大选后原油走势 (以大选日为起点)	6
图表 8: 近期特朗普交易下大类资产表现对比	7
图表 9: 特朗普胜选概率与美债走势	7
图表 10: 特朗普胜选概率与美元走势	7
图表 11: 特朗普胜选概率与铜价走势	8
图表 12: 特朗普胜选概率与原油走势	8
图表 13: 特朗普胜选概率与美股走势	8
图表 14: 特朗普胜选概率与黄金走势	8
图表 15: 后续市场交易逻辑推演	9
图表 16: 各情形下大类资产走势	10

一、美国大选后资产表现

复盘 2000 年后共 6 次美国大选，我们发现美国大选主要从总统大选、国会选举结果落地与政府党派构成等方面对资产风险偏好形成短期影响，长期仍围绕资产基本面以及政策是否兑现进行定价。

（一）历次美国大选落地后，短期或有风险偏好修复

复盘 2000 年以来 6 次美国大选，在结果落地后，短期市场偏好以抬升为主。美国总统选举周期较长，期间民调，辩论等各类事件均会对大选预期产生较强变化，在大选结果出台前，市场偏好往往会有所降低，等待最终结果落地。因此，在大选结果出台后，风险偏好会有所回弹，风险属性较强的资产如美股，铜等表现偏强，而避险属性较强的资产，如美债、黄金等普遍回落。2008 年由于金融危机爆发，美国迎来了较为严重的经济衰退，而当时奥巴马当选也符合市场预期，整体周期滑落预期难以通过大选扭转，大类资产价格走势流畅地走出了下行周期的路线，体现为美股、铜、油下跌；黄金，美债上行。2012 年也因欧债危机，货币政策处于宽松周期，避险风格强烈。

图表1：2000 年以来 6 次美国大选日后大类资产表现对比

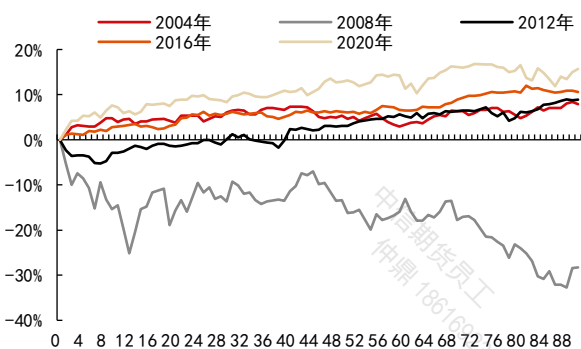
2020 年大选	标普 500	10Y 美债利率	黄金	铜	原油	美元
T+1	2.20%	-13.33%	-0.20%	0.80%	3.83%	0.04%
T+7	5.23%	8.89%	-2.09%	2.67%	9.82%	-0.74%
T+30	7.49%	-6.67%	-6.83%	11.58%	19.84%	-1.47%
2016 年大选	标普 500	10Y 美债利率	黄金	铜	原油	美元
T+1	1.11%	10.11%	0.02%	3.30%	0.70%	0.81%
T+7	1.91%	18.62%	-4.01%	5.24%	1.98%	2.37%
T+30	2.77%	26.06%	-8.08%	10.43%	9.62%	3.78%
2012 年大选	标普 500	10Y 美债利率	黄金	铜	原油	美元
T+1	-2.37%	-5.62%	-0.08%	-1.74%	-3.83%	0.20%
T+7	-3.39%	-10.67%	0.92%	-1.05%	-1.80%	0.57%
T+30	-0.85%	-8.99%	0.03%	3.29%	0.14%	-0.46%
2008 年大选	标普 500	10Y 美债利率	黄金	铜	原油	美元
T+1	-5.27%	-2.10%	-1.94%	-7.03%	-6.88%	-0.20%
T+7	-10.62%	-1.57%	-2.06%	-15.72%	-16.15%	2.71%
T+30	-10.89%	-23.10%	7.96%	-15.77%	-19.49%	2.14%

2004 年大选	标普 500	10Y 美债利率	黄金	铜	原油	美元
T+1	1.12%	-0.24%	1.10%	0.81%	2.17%	-0.90%
T+7	2.97%	2.93%	3.74%	4.13%	-6.10%	-1.47%
T+30	3.83%	6.34%	7.45%	8.86%	-2.23%	-4.27%
2000 年大选	标普 500	10Y 美债利率	黄金	铜	原油	美元
T+1	-1.58%	0.00%	0.26%	0.44%	-1.14%	0.48%
T+7	-3.42%	-1.87%	0.00%	-0.17%	3.19%	0.49%
T+30	-3.86%	-7.50%	1.88%	3.36%	-12.28%	-0.93%

资料来源：Wind、中信期货研究所

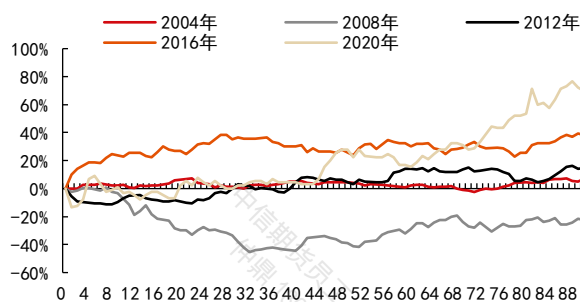
我们认为特朗普胜选更易引发市场对二次通胀和经济下滑的担忧，因此从预期层面上，对于特朗普交易而言，对美债、美元有向上支撑，美股、贵金属有韧性，而有色金属与原油偏承压。同时，国会选举会放大交易弹性，如果出现国会横扫，市场对于当选人政策兑现的预期更强，相关资产分化路径相对清晰。中期看，交易回归基本面落地，我们关注政策是否落地以及对于需求端的实际影响。

图表2：大选后美股走势（以大选日为起点）



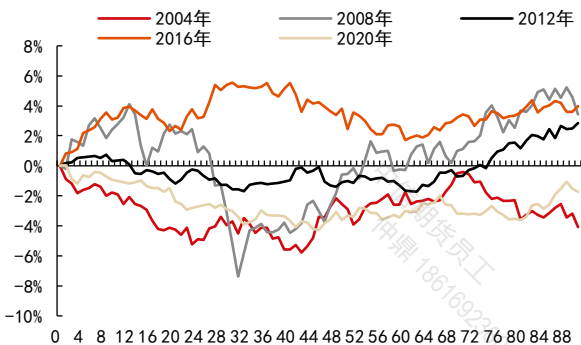
资料来源：Wind、中信期货研究所

图表3：大选后美债走势（以大选日为起点）



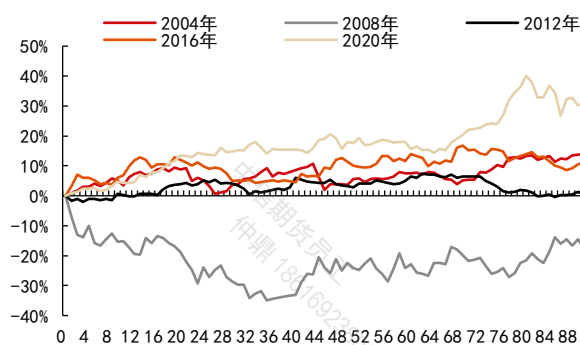
资料来源：Wind、中信期货研究所

图表4：大选后美元走势（以大选日为起点）



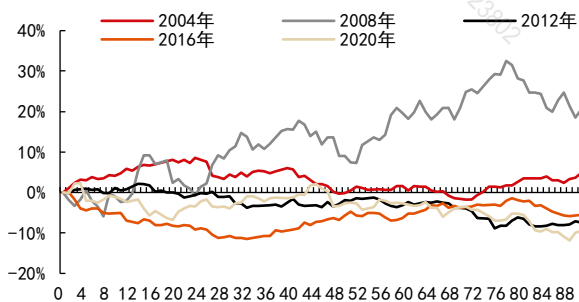
资料来源：Wind、中信期货研究所

图表5：大选后铜走势（以大选日为起点）



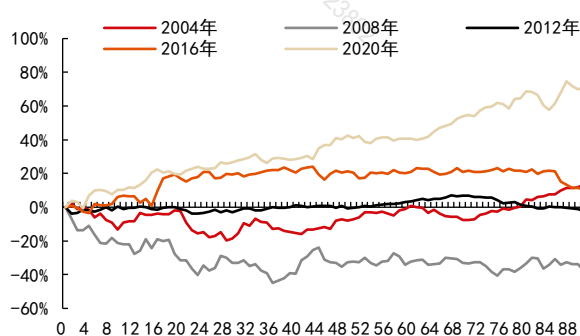
资料来源：Wind、中信期货研究所

图表6：大选后黄金走势（以大选日为起点）



资料来源：Wind、中信期货研究所

图表7：大选后原油走势（以大选日为起点）



资料来源：Wind、中信期货研究所

（二）市场对“特朗普交易”的定价更倾向于“滞胀交易”

大选结果出来之前仍存变数，不过市场已经提前抢跑特朗普胜选的情形。本次竞选过程中，特朗普交易升温主要有三个时间段：7月13日特朗普遇袭后、7月22日拜登退选后、10月起民调反超哈里斯。我们发现，资产对于特朗普当选的定价更倾向于“滞胀交易”，且整体来看市场对于二次通胀的担忧大于经济收缩，表现为美债上涨幅度与概率均较高，黄金在地缘、抗通胀属性与远期流动性转宽空间收缩下维持韧性，美股则因减税等利好因素表现偏好，而对更纯粹交易经济的铜价普遍承压。

从预期交易来看，我们认为如果特朗普胜选，市场短期内“软着陆”路径交易或中断，转而交易“滞胀”路径，体现为与通胀和流动性定价权重高的美债、美元有向上弹性，经济属性定价权重高的铜有一定承压，美股、贵金属在同时有利好和利空因素下保持一定韧性。其中，美股虽受到经济下滑的担忧的负面冲击，但特朗普政策中的减税有提高提高EPS收入的预期，且美股中特朗普主题（能源油气、特朗普传媒）也有比较优势，整体表现仍有韧性。而贵金属受到对冲信用货币贬值风险的长期驱动，以及地缘风险的短期驱动，也有一定支撑。而如若哈里斯胜选，则市场对于滞胀的担忧有所缓和，在当前经济数据尤有韧性，通胀数据趋于下行以及市场已提前抢跑特朗普交易的背景下，短期整体交易或更加倾向于“软着陆”路径，即原油上方有限，有色有向上支撑。

图表8：近期特朗普交易下大类资产表现对比

特朗普通袭 (2024 年 7 月 13 日)	标普 500	10Y 美债利率	黄金	铜	原油	美元
T+1	0.28%	1.20%	1.29%	-1.10%	-0.21%	0.16%
T+7	-1.97%	1.67%	-0.03%	-5.94%	-2.82%	0.26%
T+30	-2.85%	-8.37%	1.88%	-9.44%	-6.20%	-1.44%

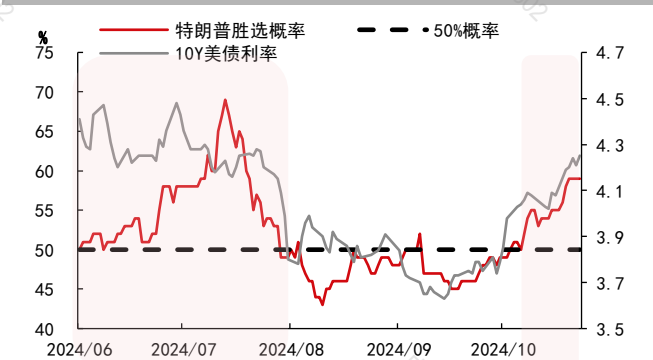
拜登退选 (2024 年 7 月 21 日)	标普 500	10Y 美债利率	黄金	铜	原油	美元
T+1	1.08%	0.24%	0.13%	-0.58%	-0.28%	-0.07%
T+7	-0.83%	-1.18%	-0.51%	-2.34%	-1.82%	-0.04%
T+30	1.88%	-10.82%	4.86%	-0.44%	-7.96%	-3.06%

特朗普及反超 (2024 年 10 月 3 日)	标普 500	10Y 美债利率	黄金	铜	原油	美元
T+1	0.90%	3.38%	-0.11%	0.63%	0.55%	0.52%
T+7	1.41%	6.23%	-0.82%	-1.58%	2.29%	0.87%
至今	2.17%	11.17%	3.40%	-3.41%	-7.99%	2.30%

资料来源：Wind、中信期货研究所

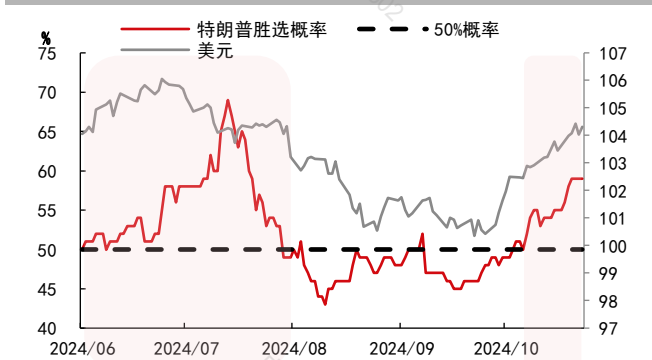
“特朗普交易”中表现最明显的资产是美债与美元，体现通胀担忧。在特朗普胜选概率超过 50%时，美债与美元均处于近端时间的高位水平。10 月初以来，随着特朗普胜选概率再次大幅提升，并超过一半的水平，此时美债与美元市场也对其进行充分定价，相关性有所抬升。同时美元端在经济韧性以及欧央行 10 月议息鸽派降息拖累欧元的背景下持续走强。

图表9：特朗普胜选概率与美债走势



资料来源：Bloomberg、Wind、中信期货研究所

图表10：特朗普胜选概率与美元走势

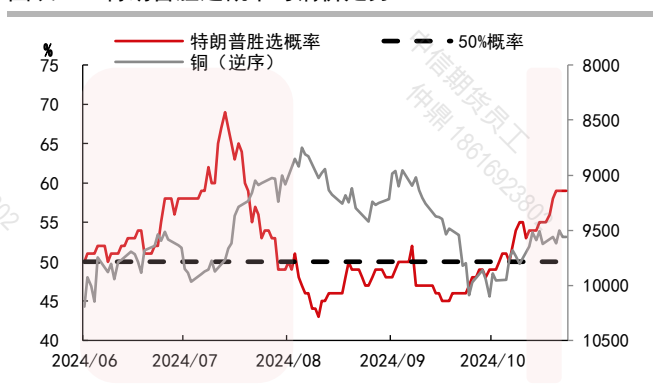


资料来源：Bloomberg、Wind、中信期货研究所

“特朗普交易”对于铜与原油有一定宏观压制作用，体现需求下降的担忧。铜价、油价与特朗普胜选的负相关性相对较低，但仍能反映交易对两者价格上的压制。铜方面，今年以来铜价主要围绕 1) 软着陆预期以及 2) 供应扰动两条主线定价，两者均支持铜价长期上行。当前美国经济与通胀数据均符合软着陆路径，但近期特朗普交易通过干扰“软着陆预期”的方式对铜价的上行趋势造成干扰，从基本面的来看，铜供需面在国庆节后整体延续略宽松格局加剧了铜价的下行压力，

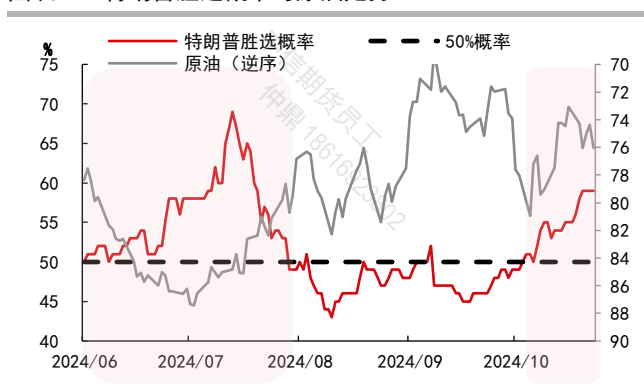
但后续来看，一方面特朗普政策落地概率以及是否将对经济和通胀产生实际影响尚未确定，另一方面铜供应收紧的趋势未变，在特朗普交易退坡后或仍有上行空间。**油方面**，特朗普能源独立以及需求下行的担忧均对油价产生一定负面压制，根据 EIA 供需平衡表来看，即使 2025 年非 OPEC+ 石油供应增幅较大，但是库存累计幅度相对有限，当前库存水平与 2024 年相当。因此短期如果没有发生重大变化，布伦特原油较难跌破 68-70 美元/桶处这一重要支撑。中期看，关注美国大选结果，如果中美股市能够企稳，有可能修复原油基本面估值。

图表11：特朗普胜选概率与铜价走势



资料来源：Bloomberg、Wind、中信期货研究所

图表12：特朗普胜选概率与原油走势

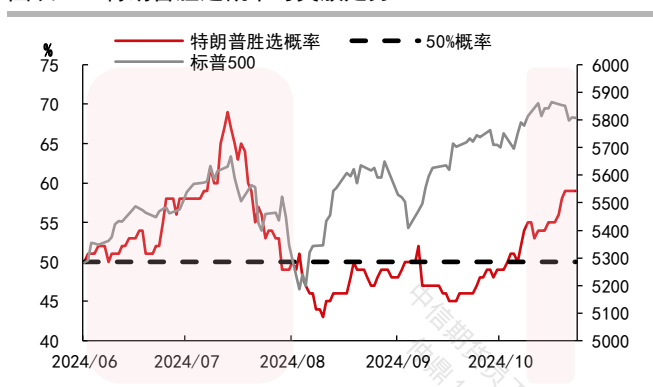


资料来源：Bloomberg、Wind、中信期货研究所

“特朗普交易”对于美股与贵金属的作用利弊皆有，总体表现为中性偏强。

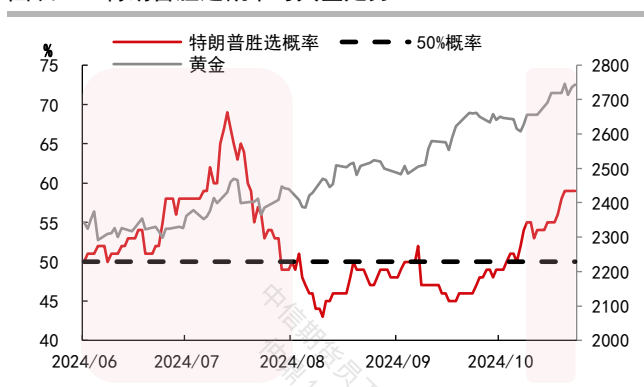
总体来看，特朗普胜选概率与美股和黄金仍呈现一定正相关关系。美股方面，虽然总需求下滑的担忧从基本面路径对美股产生一定负面影响，但其中部分特朗普相关资产，如能源油气、特朗普传媒出现了边际上升，且其减税的政策对于提高 EPS 收入有一定帮助，市场对于整体美股定价为中性偏强。贵金属方面，受到对冲信用货币贬值风险的长期驱动，以及地缘风险的短期驱动整体表现仍较为强势。

图表13：特朗普胜选概率与美股走势



资料来源：Bloomberg、Wind、中信期货研究所

图表14：特朗普胜选概率与黄金走势



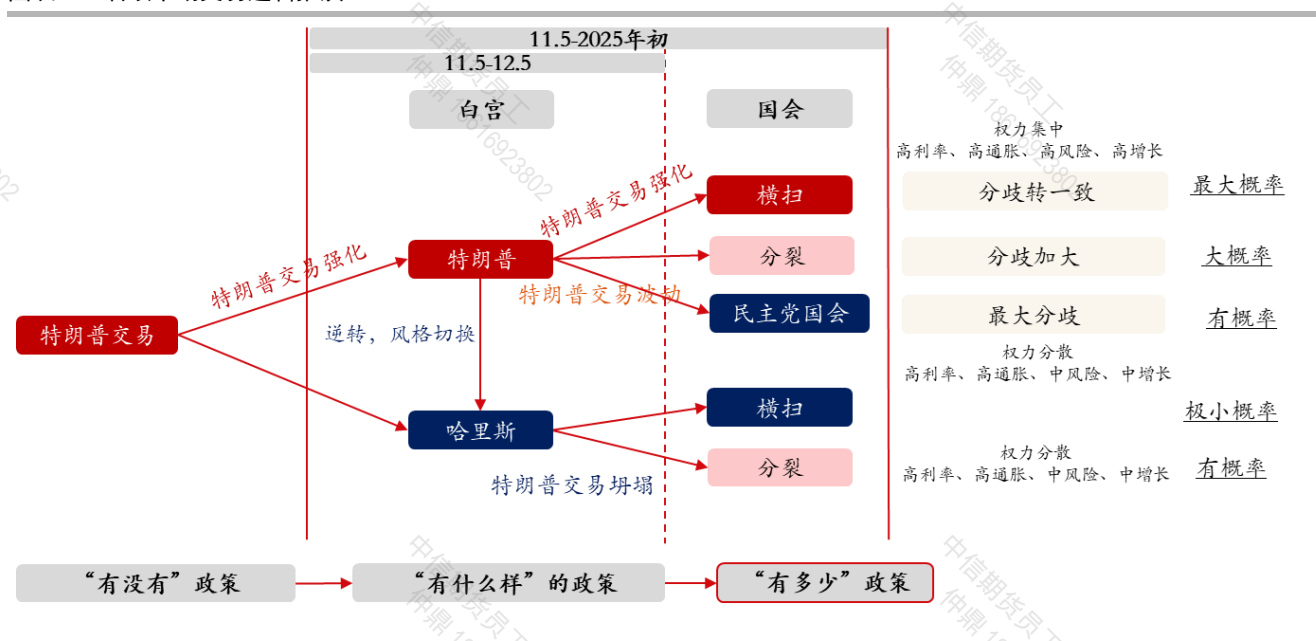
资料来源：Bloomberg、Wind、中信期货研究所

二、大选后资产表现节奏展望

市场从 10 月初开始交易特朗普胜选，截至目前，胜选对于相关资产的定价或已相对充分，共和党是否横扫或为后续交易核心。截止至 10 月 30 日，根据 predictit 平台数据，特朗普胜选概率已至 59%，市场围绕特朗普胜选的交易已持续一个月左右的时间。因此，若 11 月 5 日大选结果符合预期，相关资产进一步沿特朗普胜选路径交易的空间或相对有限；结果落地后，市场或聚焦在国会是否横扫，以交易后续政策推进的流畅度。根据 2024 年 10 月 29 日 Polymarket 数据显示，共和党横扫的概率为 46%，为当前国会构成最大概率事件，其次为民主党总统，共和党国会及民主党国会，因此如若共和党未能横扫或甚至特朗普未能胜选，则有较大概率出现逆向交易，市场定价从滞胀重新转回软着陆路径之中。

中期来看，在国会选举确定到胜选候选人上台后 100 天承诺之前，大选交易或有所退坡，基本面定价权重边际增强。在当前经济数据韧性与通胀趋于下降的背景下，随着后续相关数据的推进，不排除重新交易“软着陆”路径的可能性。大选结果落地后我们将持续关注胜选者的政策倾向是否有边际变化以及落地的时间与力度，以衡量新一届政府对于资产的影响。

图表15：后续市场交易逻辑推演



资料来源：Wind、中信期货研究所

如果共和党横扫两院，市场对于当选人政策兑现的预期有望加强，相关资产路径相对清晰。中期看，预计交易回归基本面，关注政策是否落地。后续不同情形料对市场产生不同影响（概率数据来自 Polymarket, 截至 10 月 29 日）：

1. 共和党横扫（46%），特朗普交易加强：该情形目前有较高概率。特朗普当选且参众两院均为共和党控制，与 2016 年情形类似。这一情形下，美

国政府权力高度集中于特朗普，该情形下其政策实施阻力最小，预计市场将加强特朗普交易，美债美元进一步走强，美股、黄金继续上探，铜、油等或享受黄金带来的金融属性提振，但商品属性尚待特朗普政策进一步细化。

2. **哈里斯+分裂国会与共和党国会（25），特朗普交易逆转：**与 2022 年中期选举以来的情形类似，拜登与共和党众议院对立。预计哈里斯财税政策施政空间受限，或以延续拜登任期内政策和调整行政执行手段为主。这一情形下，预计特朗普交易将逆转，由于哈里斯政策通胀含义较淡，此时，市场对于“滞胀”担忧相对有限，在近期经济数据表现韧性的背景下，市场或更加倾向于“软着陆”路径交易，即原油上方有限，有色有向上支撑，贵金属在流动性转宽的预期下长期走强。
3. **特朗普+分裂国会与民主党国会（17.4%），市场进入分歧待转一致：**2018 年中期选举后分裂国会情形类似，时任总统特朗普与民主党众议院对立。特朗普在这一情形中政策阻力加大，特朗普政策完整度受损料使市场进入分歧调整，特朗普交易将降温，等待经济数据反馈以及其后续政策拓展承接。
4. **民主党横扫（13%），市场交易风格逆转：**该情形为最小概率事件。预计哈里斯相关软着陆交易走强。

图表16：各情形下大类资产走势

情形	概率	交易逻辑	标普500	10Y美债收益率	黄金	铜	油	美元
共和党横扫	46%	“滞胀”	强	高	强	金融属性商品属性博弈	或存地缘风险支撑	强
哈里斯+分裂国会与共和党国会	26%	分歧	偏强	震荡		向上支撑	上方有限	偏强
特朗普+分裂国会与民主党国会	17%	分歧	偏强	震荡偏高		震荡	震荡	偏强
哈里斯横扫	13%	“软着陆”	强	震荡偏低		向上支撑	上方有限	震荡

资料来源：Wind、中信期货研究所

免责声明

除非另有说明，中信期货有限公司（以下简称“中信期货”）拥有本报告的版权和/或其他相关知识产权。未经中信期货有限公司事先书面许可，任何单位或个人不得以任何方式复制、转载、引用、刊登、发表、发行、修改、翻译此报告的全部或部分材料、内容。除非另有说明，本报告中使用的所有商标、服务标记及标记均为中信期货所有或经合法授权被许可使用的商标、服务标记及标记。未经中信期货或商标所有权人的书面许可，任何单位或个人不得使用该商标、服务标记及标记。

如果在任何国家或地区管辖范围内，本报告内容或其适用与任何政府机构、监管机构、自律组织或者清算机构的法律、规则或规定内容相抵触，或者中信期货未被授权在当地提供这种信息或服务，那么本报告的内容并不意图提供给这些地区的个人或组织，任何个人或组织也不得在当地查看或使用本报告。本报告所载的内容并非适用于所有国家或地区或者适用于所有人。

此报告所载的全部内容仅作参考之用。此报告的内容不构成对任何人的投资建议，且中信期货不会因接收人收到此报告而视其为客户。

尽管本报告中所包含的信息是我们于发布之时从我们认为可靠的渠道获得，但中信期货对于本报告所载的信息、观点以及数据的准确性、可靠性、时效性以及完整性不作任何明确或隐含的保证。因此任何人不得对本报告所载的信息、观点以及数据的准确性、可靠性、时效性及完整性产生任何依赖，且中信期货不对因使用此报告及所载材料而造成的损失承担任何责任。本报告不应取代个人的独立判断。本报告仅反映编写人的不同设想、见解及分析方法。本报告所载的观点并不代表中信期货或任何其附属或联营公司的立场。

此报告中所指的投资及服务可能不适合阁下。我们建议阁下如有任何疑问应咨询独立投资顾问。此报告不构成任何投资、法律、会计或税务建议，且不承担任何投资及策略适合阁下。此报告并不构成中信期货给予阁下的任何私人咨询建议。

深圳总部

地址：深圳市福田区中心三路 8 号卓越时代广场（二期）北座 13 层 1301-1305、14 层

邮编：518048

电话：400-990-8826

传真：(0755) 83241191

网址：<http://www.citicsf.com>