

研究报告

宏观大类专题研究

美国大选及特朗普 2.0 交易解析

广州期货 研究中心

联系电话：020-22836112

摘要：

美国大选无疑是今年宏观交易的重要主线之一。8 月 5 日，美国副总统哈里斯正式获得 2024 年美国总统选举民主党总统候选人提名，哈里斯取代拜登成为总统候选人，使得“一边倒”的选情再度产生变数。我们通常通过三个数据追踪大选情况，一是全国民调率，二是参照民调情况分配选举人选票的结果，三是博彩市场赔率变化。目前来看两者均无见胜算。

根据竞选承诺，特朗普总体政策主张与上一届执政一脉相承，归纳为美国优先，紧贸易+宽财政。特朗普 2.0 政策可能有以下特征。一是财政扩张或相对温和，一方面，减税政策为 2017 年政策延续，非新一轮刺激，另一方面，目前美国政府债务问题对后续财政扩张空间形成明显制约，“理想”与“现实”或存在差距。二是贸易保护主义或加剧，根据特朗普发言，承诺“对中国和其他贸易滥用者实施严厉惩罚”，提议一项四年计划，逐步停止所有从中国进口的必需品，以及阻止中国收购美国和停止美国公司在中国的投资，并提出将考虑对所有中国进口商品征收高达 60% 的关税。考虑到特朗普上一届任期实施一系列关税政策后并未有效达到降低贸易逆差的目的，本轮政策目标更以“美国优先”为头号目标，关税政策的必要性提升，力度及长度均大概较上一轮大概率更为强化。

哈里斯与拜登、特朗普相比更为年轻，作为两名美国移民的后代具有多种族背景，头顶美国历史上级别最高的女性官员、第一位女性副总统、第一位非裔副总统和第一位亚裔副总统的标签，使得她在女性选民、有色人种选民和年轻选民中更受欢迎。在绝大部分立场上，哈里斯政策主张与拜登较为相似。

两党主张较为一致。在宽财政刺激经济、紧贸易保护本土企业、对华强硬等方面，除了减所得税外，与拜登/哈里斯主张基本一致，即无论哪个党派当选，若未来坚定落实目前政策主张，则均体现为对华紧贸易。特朗普与哈里斯执行最大的区别在于政策的可预期性。若特朗普上任，其本人将是美国经济及中美关系最大的变数。据 PolitiFact，在特朗普的上一任期中，他的竞选承诺只有 23% 得到兑现，22% 部分兑现，53% 未能兑现。

特朗普交易的背后是市场基于特朗普政策对经济及资本市场的影响传导的理解和预期形成的方向性交易。总体来看，对外加关税、对内减税为通胀型政策，旨在保护本土企业、推动制造业周期复苏，美国通胀预期回升对应着美债收益率上行、美元指数上行，因此特朗普交易最典型的组合即为美债收益率+美元指数双走强。对商品市场的影响并非线性，取决于政策路径及节奏。

投资咨询业务资格：

证监许可【2012】1497 号

联系信息

分析师 方旻

期货从业资格：F03105216

投资咨询资格：Z0021334

邮箱：fang.min@gzf2010.com.cn

特朗普 2.0 交易的特殊之处一是本轮交易明显提前，对“不确定性”的交易更为充分。与 2016 年特朗普超预期获选不同，在本轮的选举预热期，特朗普与拜登的民意调查支持率便不相上下，且均低于 50%。自 6 月 18 日以来，特朗普较拜登的支持率优势有所拉开。这说明了市场对“特朗普交易”明显提前，与此相对，市场对最终结果的反应及波动也将没那么剧烈。同时，本轮特朗普交易特殊之处在于黄金价格的走高，体现了市场对特朗普上任政策不确定性的避险情绪。

二是本轮美国大选处于美联储货币政策转折的关键期。“特朗普交易”所对应的通胀预期及美债收益率上行，与“美联储降息交易”所对应的美债收益率下行、商品经历衰退回调后随基本面企稳而上行，形成两股交易逻辑的博弈。财政扩张要求宽松环境配合，考验美联储货币政策独立性。从独立性看，通胀压力抬升意味着降息幅度及节奏受制约，不利于发挥刺激经济增长的调控效果。通胀型政策组合的预期效果或与现实基本面修复情况不一致。

三是特朗普政策目标存在矛盾。目前交易的是预期高通胀+高赤字+强增长，但政策目标之间有明显冲突，实际政策组合仍有待在新一届任期内进一步明朗。

风险因素：美国经济超预期变化，美联储货币政策超预期，地缘政治超预期发展

目录

| | |
|------------------------------|----|
| 一、读懂美国总统选举制度及选情跟踪 | 1 |
| (一) 美国总统选举制度介绍 | 1 |
| (二) 民调支持率及选情跟踪 | 2 |
| 二、特朗普与哈里斯政策主张的异同 | 5 |
| (一) 从竞选承诺看特朗普 2.0 政策 | 5 |
| (二) 哈里斯的政策主要及参选优劣势 | 6 |
| (三) 特朗普 VS 哈里斯的对华政策 | 8 |
| 三、特朗普 2.0 交易解析与展望 | 8 |
| (一) 特朗普交易的背后逻辑 | 8 |
| (二) 2016 年特朗普 1.0 交易复盘 | 9 |
| (三) 特朗普 2.0 交易的特殊之处 | 9 |
| 免责声明 | 11 |

图表目录

| | |
|------------------------------------|---|
| 图表 1：特朗普与哈里斯的民调支持率 | 2 |
| 图表 2：主流民调结果 | 2 |
| 图表 3：民调支持率在摇摆州的情况 | 3 |
| 图表 4：2020 年总统大选民调与最终结果的误差 | 4 |
| 图表 5：哈里斯与特朗普主要背景及从政经历对比 | 6 |
| 图表 6：特朗普上一任期竞选承诺兑现情况 | 8 |
| 图表 7：2016 年美国大选关键时点大类资产当日涨跌幅 | 9 |
| 图表 8：2016 年美国大选关键时点大类资产次月涨跌幅 | 9 |
| 图表 9：2016 特朗普执政期间大类资产涨跌幅 | 9 |

一、读懂美国总统选举制度及选情跟踪

美国总统选举，简称美国大选，由1792年起每4年举行一次，通过选举产生总统及副总统，日期为11月1日之后的首个星期二。美国大选无疑是今年宏观交易的重要主线之一。

（一）美国总统选举制度介绍

Q：2024年选举什么时候？

2024年总统选举在2024年11月5日周二举行，胜选者将自2025年1月起入主白宫成为未来四年的新领导人。

同时，选民投票选举新的国会议员。总统有权力通过部分法律制定，但大多数需要通过国会立法。国会由众议院和参议院组成，目前共和党人控制着众议院，民主党人掌管着参议院。

Q：选举制度如何？

间接选举制，选民投票选择一组选举人团的成员；这些选举人随后直接选举总统和副总统。但总统选举获胜者并不是在全国选民中选票获得者最多的人，而是赢得足够多的州所对应选举人票超过270的人。获得最多票数的候选人可全数取得该州（除缅因州和内布拉斯加州外）的选举人票。举例而言，若共和党候选人在得克萨斯州的全民投票中赢得50.1%的票数，那他就会获得该州的全部38张选举人票。在2016年选举中，希拉里在全国范围内赢得最多选票，但仍未赢得选举。

大多数州都对两党有明显倾向，因此大选的关键点在于十几个摇摆州的情况。

Q3：总统候选人如何产生？

主要政党的候选人通过一系列初选来寻求提名，这些初选选出的代表将在党的全国大会上选择候选人。每个党的全国大会选择副总统竞选搭档，以组成该党的竞选团队。总统候选人通常会挑选副总统竞选搭档，随后由党的大会上的代表批准。

在共和党内，前总统唐纳德·特朗普以大幅领先对手的优势赢得了该党的支持，在威斯康星州密尔沃基举行的党代表大会上成为共和党的正式总统候选人。对于民主党来说，在乔·拜登总统退出后，副总统卡玛拉·哈里斯获得支持，可能在8月芝加哥举行的党代表大会上成为正式候选人。

此外还有一些独立参选人。

Q4：有什么关键议程需要关注？

2024年7月15-18日，共和党全国代表大会确定特朗普为正式总统候选人。

2024年8月19-22日，2024年民主党全国代表大会确定总统候选人。

2024年9月10日，开展第二轮ABC总统候选人辩论。

2024年11月5日，选举日。

2025年1月20日，宣誓就职。

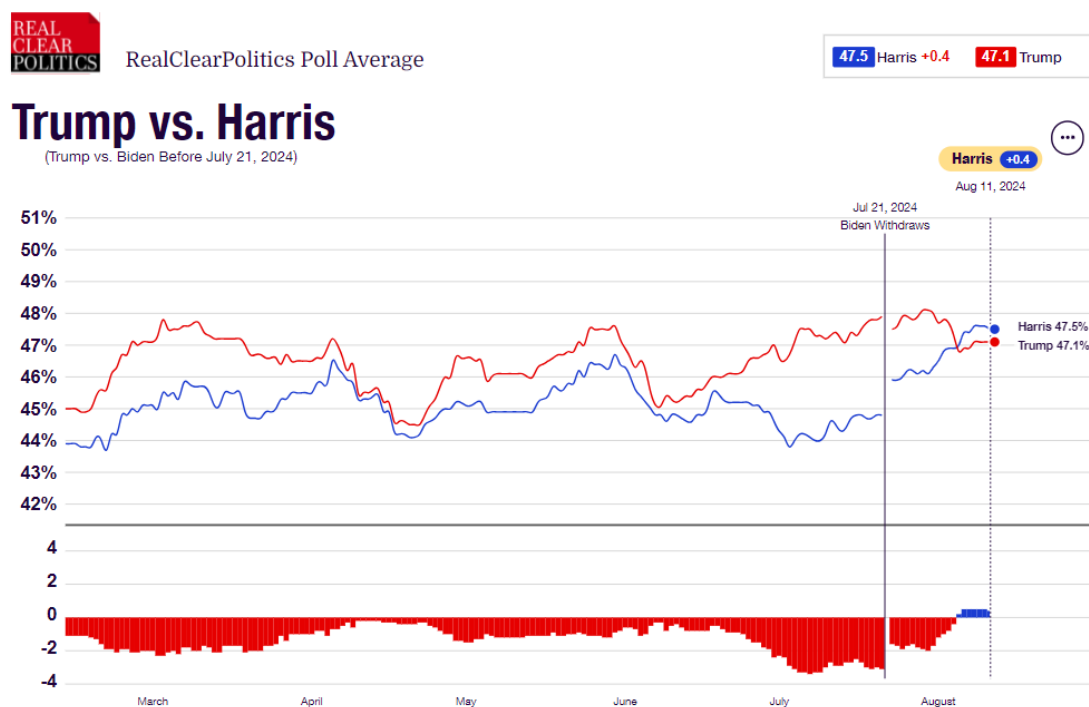
（二）民调支持率及选情跟踪

8月5日，美国副总统哈里斯正式获得2024年美国总统选举民主党总统候选人提名，民主党全国代表大会定于8月19日至22日在芝加哥举行，哈里斯预计将在会上正式成为民主党总统候选人。哈里斯取代拜登成为总统候选人，使得“一边倒”的选情再度产生变数。

我们通常通过三个数据追踪大选情况，一是全国民调率，二是参照民调情况分配选举人选票的结果，三是博彩市场赔率变化。

前两者主要参照RealClearPolitics Poll Average结果。RealClearPolitics Poll Average将主流媒体、调查机构的民调结果做平均处理。根据RealClearPolitics Poll Average，截至8月11日，根据RealClearPolitics数据，哈里斯支持率47.5%，特朗普支持率约47.1%，哈里斯的民调胜率由落后转为领先0.4个百分点，无疑成为大选的最大变数。但无论是特朗普还是哈里斯，均未达50%。

图表 1：特朗普与哈里斯的民调支持率



数据来源：RealClearPolitics Poll，广州期货研究中心

细看主流民调结果，特朗普的民调优势在1-7个百分点之间，仅Reuters、Morning Consult等少数民调结果显示哈里斯占优。

图表 2：主流民调结果

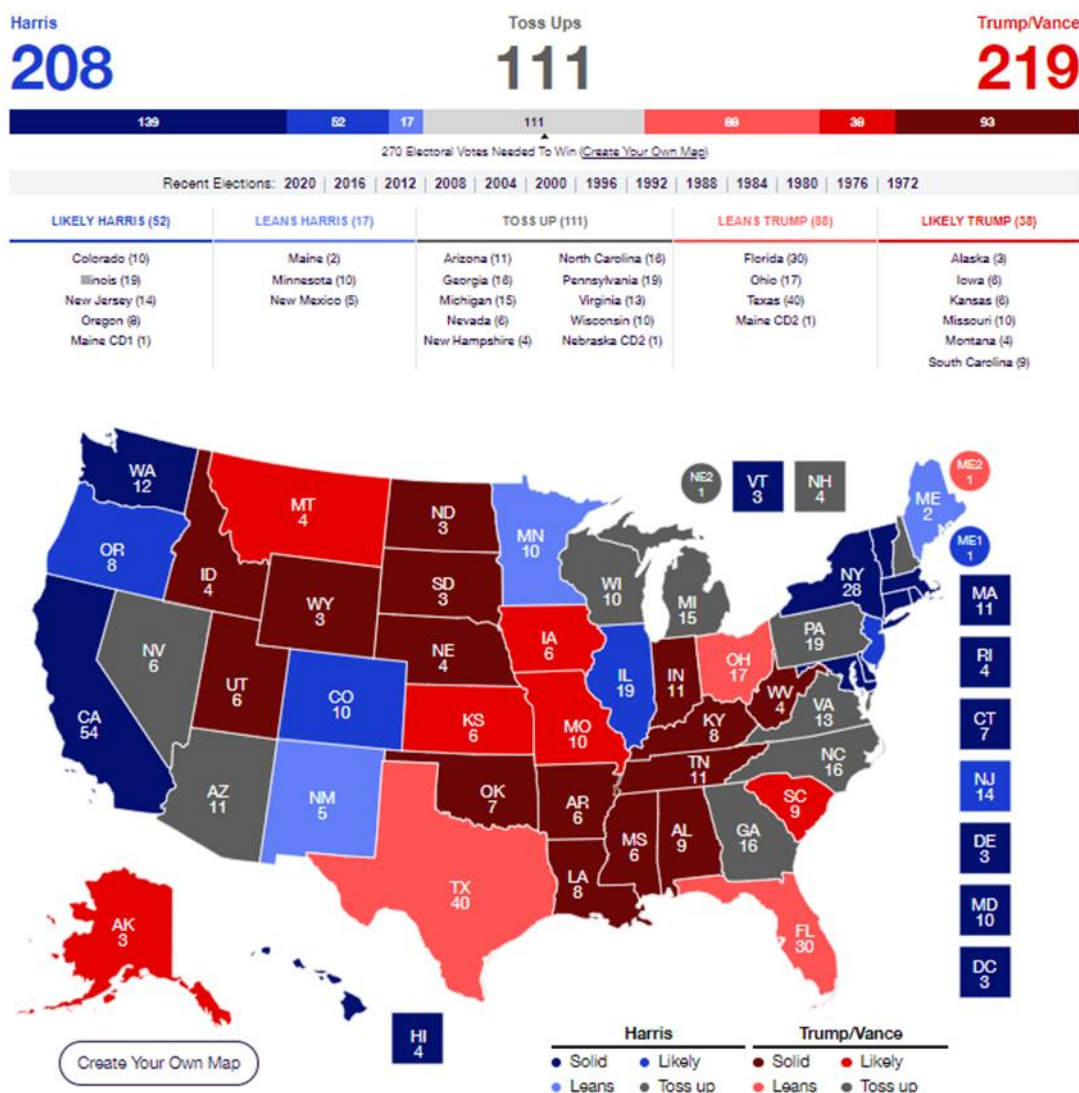
| POLLSTER | DATE | SAMPLE | MOE | TRUMP (P) | HARRIS (D) | SPREAD |
|---------------------|-------------|----------|-----|-----------|------------|------------|
| RCP Average | 7/22 - 7/28 | — | — | 48.1 | 46.1 | Trump +2.0 |
| Harvard-Harris | 7/26 - 7/28 | 2196 RV | 2.1 | 52 | 48 | Trump +4 |
| Reuters/Ipsos | 7/26 - 7/28 | 879 RV | 3.5 | 42 | 43 | Harris +1 |
| Morning Consult | 7/26 - 7/28 | 11538 RV | 1.0 | 46 | 47 | Harris +1 |
| Wall Street Journal | 7/23 - 7/25 | 1000 RV | 3.1 | 49 | 47 | Trump +2 |
| Forbes/HarrisX | 7/22 - 7/25 | 3013 RV | 1.8 | 51 | 49 | Trump +2 |
| NY Times/Siena | 7/22 - 7/24 | 1142 LV | — | 48 | 47 | Trump +1 |
| Rasmussen Reports | 7/22 - 7/24 | 1074 LV | 3.0 | 50 | 43 | Trump +7 |
| Morning Consult | 7/22 - 7/24 | 11297 RV | 1.0 | 45 | 46 | Harris +1 |
| CNN | 7/22 - 7/23 | 1631 RV | 3.0 | 49 | 46 | Trump +3 |
| Reuters/Ipsos | 7/22 - 7/23 | 1018 RV | 3.0 | 42 | 44 | Harris +2 |
| NPR/PBS/Marist | 7/22 - 7/22 | 1117 RV | 3.5 | 46 | 45 | Trump +1 |
| Morning Consult | 7/21 - 7/22 | 4001 RV | — | 47 | 45 | Trump +2 |
| Yahoo News | 7/19 - 7/22 | 1178 RV | — | 46 | 46 | Tie |
| Quinnipiac | 7/19 - 7/21 | 1257 RV | 2.8 | 49 | 47 | Trump +2 |
| Forbes/HarrisX | 7/19 - 7/21 | 2753 RV | 1.9 | 53 | 47 | Trump +6 |

数据来源：RealClearPolitics Poll，广州期货研究中心

如前文所述，美国大选总统选举获胜者并不是在全国选民中选票获得者最多的人，而是赢得足够多的州所对应选举人票超过270的人，获得最多票数的候选人可全数取得该州（除缅因州和内布拉斯加州外）的选举人票。赢得州即得州全部选票，因此摇摆州的选票竞争是关键。截至目前民调情况，特朗普获得（含可能获得）25个州合计219选票支持，哈里斯（含可能获得）获得19个州合计208选票支持，两者距离270选票获胜条件仍远。

摇摆州分别为：亚利桑那州（11张选票）、格鲁吉亚州（16）、密歇根州（15）、内华达州（6）、新罕布什尔州（4）、北卡罗来纳州（16）、宾夕法尼亚州（19）、弗吉尼亚州（13）、威斯康星州（10）、内布拉斯加州（1）。上述除了北卡罗来纳州外，均为2020年选举特朗普输掉的州。

图表 3：民调支持率在摇摆州的情况



数据来源：RealClearPolitics Poll，广州期货研究中心

但民调结果在选举日之前或发生重大变化，与最终投票结果亦可能出现较大差距。以2020年结果为例，主流媒体及调查机构的误差在0.5-8个百分点宽幅区间。

图表 4：2020 年总统大选民调与最终结果的误差

| National Polls 2020: National President | | | |
|--|---------------|------------------------------|----------------------------|
| Pollster | Average Error | Error Favored Republicans | Error Favored Democrats |
| IBD/TIPP | 0.5 | ✓ | |
| HarrisX | 0.5 | ✓ | |
| Emerson | 1.1 | | ✓ |
| Reuters/Ipsos | 2.5 | | ✓ |
| JTN/RMG Research | 2.5 | | ✓ |
| USA Today/Suffolk | 3.0 | | ✓ |
| Harvard-Harris | 3.5 | | ✓ |
| SurveyUSA | 3.5 | | ✓ |
| FOX News | 3.5 | | ✓ |
| Rasmussen Reports | 3.5 | ✓ | |
| New York Times/Siena | 4.5 | | ✓ |
| NBC News/WSJ | 5.5 | | ✓ |
| CNBC/Change Research | 5.5 | | ✓ |
| Economist/YouGov | 5.5 | | ✓ |
| Quinnipiac University | 6.5 | | ✓ |
| USC Dornsife | 6.6 | | ✓ |
| ABC News/Wash Post | 7.5 | | ✓ |
| CNN | 7.5 | | ✓ |

数据来源：RealClearPolitics Poll，广州期货研究中心

而根据RealClearPolitics统计的博彩市场平均结果，特朗普博彩赔率由7月中旬底最高65回落至8月中旬的46%左右，哈里斯博彩赔率自8月8日以来反超，至8月13日达52.4%。说明市场对双方的押注仍在摇摆。（2020年大选前，拜登博弈赔率为63.8%，特朗普为35.4%。）

从交易维度看，市场关注以上关键时点两党候选人的表现以及民调支持率的变化，当民调支持率方向变化越大、超预期程度越大时，资本市场反应越为激烈，而当两者差距维持、且均低于50%时，市场对某一党派胜选的提前交易较为温和。因此，我们既需密切关注特朗普VS哈里斯的民调支持率，也要跟踪摇摆州的民意走势，更需分析市场根据民调结果开展的提前交易程度如何。

二、特朗普与哈里斯政策主张的异同

（一）从竞选承诺看特朗普 2.0 政策

根据竞选承诺，特朗普总体政策主张与上一届执政一脉相承，归纳为美国优先，紧贸易+宽财政。相较本轮竞选纲要与2016年执政方针：

与2016年、2020年类似的竞选承诺包括：

1、减税：特朗普承诺延长其2017年《减税和就业法案》，还提出将公司税率从目前的21%降至15%，并承诺废除拜登的加税政策，“立即解决”通货膨胀问题。在拉斯维加斯的竞选活动期间，特朗普还承诺停止对小费征税，此举旨在吸引在该市工作的数十万人。

2、贸易：特朗普承诺实施“美国优先”的贸易政策，对中国等加征关

税，取消最惠国待遇。

3、能源：特朗普承诺通过增加国内产量来降低能源价格，承诺取消对美国天然气出口的限制，还推广美国加密货币挖矿以增加能源需求。

4、医疗：提出为美国人民提供比奥巴马医改更好的医疗保健将是特朗普政府的首要任务。表示不会签署联邦堕胎禁令。

5、犯罪：打击贩毒集团。

6、外交：特朗普继续与北约成员国对立，承诺结束俄乌战争。

7、移民：实施严格的移民政策。

本轮竞选新提出的竞选承诺包括：

1、性别关怀：特朗普提出将削减促进性别转变的项目，并要求国会停止使用联邦资金来促进和支付性别确认程序。

2、电动汽车：特朗普承诺取消美国环境保护署的新汽车污染规定，该规定可能要求到2032年电动汽车占美国销售的新车的三分之二。

3、新城市 and 飞行汽车：特朗普提出特许10个自由新城市，将带来美国制造业的回归。特朗普提出将带领美国通过空中飞行器改变商业模式。

特朗普2.0政策可能有以下特征。

一是财政扩张或相对温和，一方面，减税政策为2017年政策延续，非新一轮刺激，另一方面，目前美国政府债务问题对后续财政扩张空间形成明显制约，“理想”与“现实”或存在差距。

二是贸易保护主义或加剧，根据特朗普发言，承诺“对中国和其他贸易滥用者实施严厉惩罚”，提议一项四年计划，逐步停止所有从中国进口的必需品，以及阻止中国收购美国和停止美国公司在中国的投资，并提出将考虑对所有中国进口商品征收高达60%的关税。考虑到特朗普上一届任期实施一系列关税政策后并未有效达到降低贸易逆差的目的，本轮政策目标更以“美国优先”为头号目标，关税政策的必要性提升，力度及长度均大概较上一轮大概率更为强化。

（二）哈里斯的政策主要及参选优劣势

哈里斯与拜登、特朗普相比更为年轻，作为两名美国移民的后代具有多种族背景，头顶美国历史上级别最高的女性官员、第一位女性副总统、第一位非裔副总统和第一位亚裔副总统的标签，使得她在女性选民、有色人种选民和年轻选民中更受欢迎。但与2020年大选的最终民调结果相比，哈里斯目前在黑人、年轻人等选民群里众的优势仍不足当年的拜登。同时，前检察官的“正义”身份，亦与特朗普“判定有罪”的身份形成反差。但此外，传统精英政客的形象使得哈里斯在争取中西部摇摆州未受到大学教育选民支持上面临挑战。

图表 5：哈里斯与特朗普主要背景及从政经历对比

| | 卡玛拉·哈里斯 | 唐纳德·特朗普 |
|--------|--|--|
| 年龄 | 59 | 78 |
| 党派 | 民主党 | 共和党 |
| 政治人物标签 | 美国历史上级别最高的女性官员，也是第一位女性副总统、第一位非裔副总统和第一位亚裔副总统。 | 美国历史上最富有的总统，首位未曾担任过军职或公职的总统。美国历史上唯一受到两次弹劾的总统，第一位被判有罪美国总统。 |
| 早年经历 | 就读于霍华德大学获经济学及政治学学士学位，于加利福尼亚大学旧金山法学院获法律博士学位，后到旧金山地方检察官办公室职业犯罪科担任管理律师、旧金山市检察长社区和邻里办公室主任。 | 就读于宾夕法尼亚大学沃顿商学院获经济金融学士学位。从政前曾担任特朗普集团的董事长兼总裁，并创办特朗普娱乐公司，全球经营房地产、赌场和酒店。 |
| 从政经历 | 2003年当选为旧金山地区检察官。2010年当选为加利福尼亚州总检察长，2014年连任。2016年参议院选举成为第二位非裔女性参议员和第一位南亚裔参议员。她作为参议员因在参议院听证会上对特朗普官员的尖锐质询而获得关注。2020年总统大选被拜登选定为竞选搭档，2021年成为美国历史上首位女性副总统。在担任副总统期间，曾对潜在移民问题发表备受争议的讲话。 | 2016年总统大选当选。2020年总统大选失败。2019年12月，众议院指控特朗普滥用职权和藐视国会，并进行首次弹劾，但参议院于2020年2月的表决中宣布无罪。2021年1月，众议院再次弹劾特朗普，指控他煽动国会山骚乱，同年2月参议院表决中判定无罪。2024年5月，特朗普在“封口费”刑事案件中被控的34项罪名全部成立。 |

数据来源：公开信息，广州期货研究中心

哈里斯虽然在具有年轻和多种族背景人设的优势，但其政治形象并不完美。

一方面，拜登政治执政期间民众认可率不高，哈里斯作为副总统，政治主张及政治活动均围绕拜登政府，这使得哈里斯在竞选活动中与拜登同样面临着要对过去政策进行辩护的挑战，且基于忠诚度，她很难提出与拜登政府南辕北辙的政治主张。另一方面，哈里斯在2019年参加总统初选时，辩论表现差强人意，在副总统任职期间亦存在感不强，且在处理边境政策问题方面饱受质疑。如何在有限的调整空间内，提出更具吸引力的政策主张，重塑公众对其执政能力的认可，是哈里斯当下的关键难题。

在选举之路上，哈里斯已“自我修正”了部分此前2020年竞选主张，以更大面积获得党内及选民支持。例如，哈里斯在2019年竞选总统时呼吁禁止水力压裂法，即石油工业用于从密集岩层中开采石油和天然气的做法，她也特别批评离岸石油开发，寻求限制加州海岸的新钻井。但哈里斯竞选团队的一名官员在7月下旬表示，她不再支持这样的禁令。在又如，她在2019年竞选时提出的全民医疗主张，于近期竞选活动中已证实不再支持。

但在绝大部分立场上，哈里斯政策主张与拜登较为相似。

哈里斯对政治主张蓝图的描绘尚未完整，期待9月10日哈里斯与特朗普美国广播公司(ABC)的辩论，这将是两人之间的首次面对面较量，也是哈里斯阐述政策主张的重要舞台。

根据哈里斯2019年竞选主张及近期表态，其与特朗普主张的差异主要在税收、贸易及能源方面。

1、税收：在早期竞选演讲中，哈里斯主张将企业所得税税率提高到35%，而为收入低于10万美元的人每月提供500美元的退税抵免，以取代特朗普于2017年推行的减税政策，即富人加税、穷人减税，且更多专注医疗保健、儿童保育、老人护理等。但自成为副总统以来，哈里斯立场转较温和。而特朗普承诺延长其2017年《减税和就业法案》，还提出将公司税率从目前的21%降至15%，并承诺废除拜登的加税政策，还承诺停止对小费征税。

2、贸易：哈里斯早期表示反对特朗普关税政策和贸易保护主义，希

望能促进美国出口。而特朗普承诺实施“美国优先”的贸易政策，对中国等加征关税，取消最惠国待遇。

3、能源：哈里斯一直支持拜登政府的气候政策，包括通过《通胀削减法案》。她主张为环保署温室气体减排基金拨款200亿美元，以支持清洁能源发展。而特朗普主张通过增加国内传统产量来降低能源价格。

4、其他产业：哈里斯重视美国居民的负担能力问题，提出《租金减免法案》，为年收入低于10万美元的租户提供税收抵免，这可能利好美国房地产行业；哈里斯对加密货币暂时没有明确的立场，对AI持谨慎态度。

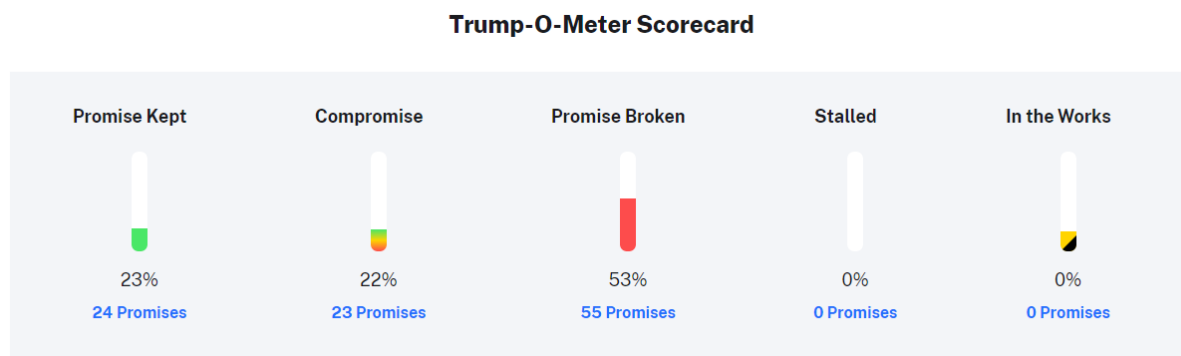
但如前文所述，哈里斯目前对政策主张尚未给出清晰蓝图。对比哈里斯2019年竞选初选主张及担任拜登政府副总统期间的执政方针，已有较大差异，近期为团结民主党选票支持亦做了部分自我修正。

（三）特朗普 VS 哈里斯的对华政策

特朗普政策主张本质延续2016年，但两党主张较为一致。在宽财政刺激经济、紧贸易保护本土企业、对华强硬等方面，除了减所得税外，与拜登/哈里斯主张基本一致，即无论哪个党派当选，若未来坚定落实目前政策主张，则均体现为对华紧贸易。

特朗普与哈里斯执行最大的区别在于政策的可预期性。若特朗普上任，其本人将是美国经济及中美关系最大的变数。据PolitiFact，在特朗普的上一任期中，他的竞选承诺只有23%得到兑现，22%部分兑现，53%未能兑现。其中，贸易、移民、税收等领域兑现较多。而对比奥巴马，竞选承诺得到兑现及部分兑现的比例分为48%及28%，拜登竞选承诺得到兑现及部分兑现的比例分别也达到32%及16%，显著高于特朗普。

图表 6：特朗普上一任期竞选承诺兑现情况



数据来源：PolitiFact，广州期货研究中心

三、特朗普 2.0 交易解析与展望

（一）特朗普交易的背后逻辑

特朗普交易的背后是市场基于特朗普政策对经济及资本市场的影响传导的理解和预期形成的方向性交易。

总体来看，对外加关税、对内减税为通胀型政策，旨在保护本土企业、推动制造业周期复苏，美国通胀预期回升对应着美债收益率上行、美元指数

数上行，因此特朗普交易最典型的组合即为美债收益率+美元指数双走强。

对商品市场的影响并非线性，取决于政策路径及节奏。从关税政策看，美国减少对外进口量，利空贸易伙伴出口需求，对工业品形成下行压力，但当贸易摩擦加大时，供应链风险亦同步增加，有可能对部分工业品形成支撑。从经济基本面看，减税政策有利于刺激美国经济，利好总需求，对工业品形成利好支撑，而扩张性财政政策要求宽松货币环境以配合，考验美联储货币政策独立性。

（二）2016 年特朗普 1.0 交易复盘

我们先来回顾一下，2016年特朗普胜选，市场如何反应。从关键时点看，市场波动最为剧烈的是2016年11月8日大选全民投票日，在此之前市场对特朗普胜选预期较弱，超预期胜选使得资产价格大幅波动。特朗普彼时主张主要通过减税及加大财政支出实行宽财政，同时加大关税的贸易保护主义，因此“特朗普交易”对应着美股涨、美债收益率上行、大宗商品上涨、美元指数小幅上涨。而在2016年12月，随着美联储加息开启，美元指数、美债收益率上行，美股涨势转弱。

图表 7：2016 年美国大选关键时点大类资产当日涨跌幅

| 事件 | 时间 | 权益市场 | | | | | | 债券市场 BP | | | | 商品市场 | | | 外汇 | |
|--------------|-------------|--------|-------|-------|-------|--------|--------|---------|--------|-------|--------|-------|-------|-------|-------|---------|
| | | 标普 500 | 道琼斯 | 纳斯达克 | 上证50 | 沪深 300 | 中证 500 | 2Y 美债 | 10Y 美债 | 1Y 中债 | 10Y 中债 | 商品 指数 | 沪金 | 沪铜 | 美元指数 | 美元兑 人民币 |
| 共和党提名特朗普为候选人 | 2016年7月19日 | 0.28 | 0.33 | 0.68 | -0.95 | -0.16 | 0.09 | 2 | -3 | -2 | 0 | -0.17 | -0.14 | 0.13 | 0.51 | -0.14 |
| 首场总统候选人辩论 | 2016年9月26日 | -0.22 | -0.18 | 0.00 | -0.90 | -1.23 | -1.31 | -1 | -3 | -1 | -1 | -0.36 | -0.31 | -0.24 | -0.21 | 0.00 |
| 第二场总统候选人辩论 | 2016年10月9日 | -0.79 | -0.61 | -0.86 | 1.46 | 1.89 | 2.50 | 4 | 4 | 2 | -2 | 2.17 | -3.81 | 1.25 | 0.43 | 0.49 |
| 第三场总统候选人辩论 | 2016年10月19日 | 0.08 | 0.00 | -0.04 | 0.03 | -0.15 | -0.17 | -1 | 1 | -1 | 0 | 0.25 | 1.08 | 0.05 | -0.01 | 0.00 |
| 大选全民投票日 | 2016年11月8日 | 1.49 | 1.81 | 1.64 | -0.57 | 0.05 | -0.24 | 5 | 5 | 1 | 3 | 3.46 | 3.04 | 4.31 | 0.14 | 0.06 |
| 总统选举 | 2016年12月19日 | 0.56 | 0.66 | 0.86 | -0.98 | -1.02 | -0.28 | -4 | -6 | 27 | 7 | -3.04 | -0.02 | -3.75 | 0.32 | -0.14 |
| 总统就职 | 2017年1月20日 | 0.07 | 0.34 | 0.23 | 0.52 | 1.92 | 2.13 | -5 | 1 | 3 | -2 | -1.18 | 0.39 | 0.51 | -0.33 | -0.01 |

数据来源：Wind，广州期货研究中心

图表 8：2016 年美国大选关键时点大类资产次日涨跌幅

| 事件 | 时间 | 权益市场 | | | | | | 债券市场 BP | | | | 商品市场 | | | 外汇 | |
|--------------|-------------|--------|-------|-------|------|--------|--------|---------|--------|-------|--------|-------|-------|-------|-------|---------|
| | | 标普 500 | 道琼斯 | 纳斯达克 | 上证50 | 沪深 300 | 中证 500 | 2Y 美债 | 10Y 美债 | 1Y 中债 | 10Y 中债 | 商品 指数 | 沪金 | 沪铜 | 美元指数 | 美元兑 人民币 |
| 共和党提名特朗普为候选人 | 2016年7月19日 | 4.47 | 5.00 | 4.92 | 3.48 | 5.42 | 7.84 | 6 | 2 | -18 | -12 | 8.97 | 4.41 | 8.41 | -2.62 | -0.59 |
| 首场总统候选人辩论 | 2016年9月26日 | -1.17 | -0.34 | -1.05 | 2.77 | 1.96 | 2.51 | 10 | 20 | -1 | -2 | 7.22 | -3.26 | -0.03 | 3.48 | 1.48 |
| 第二场总统候选人辩论 | 2016年10月9日 | 0.44 | 1.91 | -0.78 | 3.98 | 1.38 | 1.98 | 3 | 30 | -1 | 5 | 16.68 | 2.42 | 10.37 | 1.82 | 1.05 |
| 第三场总统候选人辩论 | 2016年10月19日 | 1.98 | 3.89 | 1.48 | 3.80 | 1.16 | 1.43 | 27 | 57 | 5 | 20 | 11.13 | -0.31 | 18.56 | 3.09 | 2.32 |
| 大选全民投票日 | 2016年11月8日 | 5.38 | 7.42 | 4.86 | 4.48 | 1.39 | 0.91 | 25 | 52 | 31 | 32 | 11.86 | -4.70 | 18.38 | 3.30 | 1.47 |
| 总统选举 | 2016年12月19日 | 0.25 | -0.56 | 1.89 | 1.42 | -4.95 | -4.35 | 5 | 10 | -11 | 8 | 0.05 | 2.04 | 0.19 | -1.94 | -0.99 |
| 总统就职 | 2017年1月20日 | 3.86 | 4.52 | 5.39 | 2.53 | 5.73 | 5.65 | 1 | -6 | 5 | 6 | 2.85 | 1.90 | 4.63 | 0.11 | 0.04 |

数据来源：Wind，广州期货研究中心

从执政期间政策主张看，宽财政+紧贸易得以贯彻落实，助推通胀及商品牛市，而随着新冠疫情袭来，货币政策史诗级宽松，在2017-2021年录得美股、美债、商品三牛的格局。

图表 9：2016 特朗普执政期间大类资产涨跌幅

| 执政期间 | 权益市场 | | | | | | 债券市场 BP | | | | 商品市场 | | | 外汇 | |
|-----------------------|--------|-------|--------|-------|--------|--------|---------|--------|-------|--------|-------|-------|-------|--------|---------|
| | 标普 500 | 道琼斯 | 纳斯达克 | 上证50 | 沪深 300 | 中证 500 | 2Y 美债 | 10Y 美债 | 1Y 中债 | 10Y 中债 | 商品 指数 | 沪金 | 沪铜 | 美元指数 | 美元兑 人民币 |
| 2017年1月20日—2021年1月20日 | 70.16 | 58.06 | 142.91 | 63.37 | 71.39 | 8.14 | -107 | -138 | -25 | -8 | 21.75 | 43.11 | 26.84 | -10.25 | -5.93 |

数据来源：Wind，广州期货研究中心

（三）特朗普 2.0 交易的特殊之处

一是本轮交易明显提前，对“不确定性”的交易更为充分。与2016年

特朗普超预期获选不同，在本轮的选举预热期，特朗普与拜登的民意调查支持率便不相上下，且均低于50%。自6月18日以来，特朗普较拜登的支持率优势有所拉开。这说明了市场对“特朗普交易”明显提前，与此相对，市场对最终结果的反应及波动也将没那么剧烈。同时，本轮特朗普交易特殊之处在于黄金价格的走高，体现了市场对特朗普上任政策不确定性的避险情绪。

二是本轮美国大选处于美联储货币政策转折的关键期。“特朗普交易”所对应的通胀预期及美债收益率上行，与“美联储降息交易”所对应的美债收益率下行、商品经历衰退回调后随基本面企稳而上行，形成两股交易逻辑的博弈。财政扩张要求宽松环境配合，考验美联储货币政策独立性。从独立性看，通胀压力抬升意味着降息幅度及节奏受制约，不利于发挥刺激经济增长的调控效果。通胀型政策组合的预期效果或与现实基本面修复情况不一致。

三是特朗普政策目标存在矛盾。目前交易的是预期高通胀+高赤字+强增长，但政策目标之间有明显冲突，实际政策组合仍有待在新一届任期内进一步明朗。不同政策组合对基本面的影响不同，使得经济及政策可预见性均降低。

免责声明

本报告由广州期货股份有限公司（以下简称“本公司”）编制，本公司具有中国证监会许可的期货公司投资咨询业务资格，本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。

我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，并不构成所述品种的操作依据，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在任何情况下，本公司以及雇员不对任何人因使用本报告中的任何内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。

本报告版权归本公司所有，本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、引用或转载本报告的全部或部分内容，不得再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如引用、刊发，须注明出处为广州期货股份有限公司，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

广州期货股份有限公司提醒广大投资者：期市有风险，入市需谨慎！