

摘要：美国大选系列之汇率篇

主要内容

## 特朗普归来，汇率何去何从？

2024年11月6日

### 主要观点

一、结合当前“特朗普交易”的现状以及美元指数在“美国总统选举”第二阶段的历史走势规律，我们认为，美元指数延续前期交易特征的可能性或相对有限，这类似于2020年、2012年等的情况。因此，基准情形下，预计短期美元指数的强势大概率得以维持，但持续性存疑（主要基于美国经济端的考虑），因此给予到人民币的贬值压力或是短期的；中长期，美元指数与美元兑人民币即期汇率走势情况将视特朗普选举承诺的执行速度和可行性而定。目前来看，预计特朗普实施弱美元政策的概率以及弱美元政策对美元指数带来的影响均较小。

二、我们推测，特朗普在对华政策上可能不会完全复刻第一任时期的策略，且可能在政策的实施力度与优先级上有所推后，这一变化或能缓解人民币面临的贬值压力。但若特朗普提前在2024年年内大举加征关税的牌子，将大概率给人民币带来较大的贬值压力，但需密切关注中国央行对汇率的态度及其可能采取的干预措施。

**风险点：**美国大选风波超预期、美国国内政治冲突、特朗普政府政策执行不及预期

### 正文

#### 一、特朗普执政下的市场表现分析

截至北京时间2024年11月6日17:00，美国大选基本决出胜负，以特朗普2.0的结果落地（哈里斯被打败），同时共党已在参议院获得控制权，众议院的控制权仍待投票结果的进一步确定。因此，我们将从特朗普整体政策基调，探寻其对市场的整体影响和对汇率的影响。

表：2024年美国大选不同选举情形

不同情形的选举结果			
	总统	众议院	参议院
情形一	特朗普	共和党	共和党
情形二	特朗普	民主党	共和党
情形三	哈里斯	共和党	共和党
情形四	哈里斯	民主党	共和党

source：南华研究

刷新

表：2024年美国大选不同选举情形下的资产影响猜想

选举情形	普选结果落地后的影响			
	美元指数（“特朗普交易”）	美元兑人民币即期汇率	对美国经济增长的支撑力度	对美国通胀的影响
情形一	延续此前走势	短期上行	整体偏强	有一定的“再通胀”危机
情形二	交易提前逆转	短期小幅上行后震荡	整体偏弱	有一定的“再通胀”危机
情形三	交易逆转	短期小幅下行	整体偏温和	整体偏中性
情形四	交易大幅度逆转	短期大幅下行	整体偏温和	整体偏中性

source：南华研究

刷新

#### 1.1 对市场的整体影响

在分析特朗普政策对市场整体影响时，我们将从其政策的连续性与变动性两个维度入手，深入探讨这些政策对全球经济及国际贸易可能产生的潜在效应。从特朗普前一任期的表现来看，其执政风格鲜明地体现了“个人主义”、“孤立主义”及“保护主义”的倾向，这些特点在其政策制定过程中尤为突出。

鉴于其再次当选的背景，以下几点值得考虑：

- 就市场整体影响而言，特朗普的保护主义政策对全球经济和国际贸易的冲击尤为突出。他倾向于采取扩大贸易冲突、对多国加征高额关税的策略，以期提振国内制造业并缩减贸易逆差。这种做法加剧了贸易与移民政策的不确定性，可能会引发全球市场的动荡，尤其使墨西哥成为政策调整的重点关注对象之一。
- 特朗普的孤立主义政策可能导致美国减少对诸如乌克兰等地区的支持，从而为欧洲地缘政治局势增添新的不确定因素。这种政策导向可能削弱美国在国际事务中的活跃程度，进而对全球政治经济架构的稳定性造成影响。

#### 1.2 对汇率的影响

##### 1) 财政政策（主张“宽财政”）

在财政政策方面，特朗普首次执政期间实施了宽松的财政政策，该策略的特征在于通过缩减部分非核心政府支出与增强军事、国防领域的财政拨款，以维持一个相对高企的财政预算水平。在本次竞选中，特朗普提出了一个旨在缓解债务负担的财政方案，该方案包含两个方面：一是通过征收额外的关税以增加财政收入，二是进一步压缩政府开支。然而，与此同时，他也规划了扩大支出的举措，这一矛盾性的提议透露出其财政政策依然保持着向宽松方向倾斜。



2) 货币政策 (“宽货币”+“弱美元”)

在货币政策上，我们观察到特朗普首任执政期与当前候选期提出的之间既存在连贯性，又隐含着潜在的调整。在其首次执政期间，特朗普倾向于采取降息措施以刺激经济增长，并对美联储施加压力，力促其实现这一政策目标。在本次竞选中，他继续主张实施宽松的货币政策，并明确支持“弱美元”政策，以期提升美国产品的国际竞争力并缩减贸易逆差。然而，鉴于当前美国通胀形势，**特朗普强调了实施弱美元政策的基础是在“保持美元在国际上的地位，保持汇率政策平衡”的基础上实施的。**

3) 产业政策 (利好房地产、金融、信息技术、能源等板块)

在产业政策上，在第一任期内，特朗普政府推行了一系列旨在促进传统能源产业、国防工业以及高科技产业增长的举措，并对金融行业实施了相对宽松的监管政策。这些政策的核心目标在于提升美国在全球能源市场与科技领域的竞争力，并有效促进美国就业市场的繁荣。在本次竞选中，特朗普在继续支持传统能源产业的基础上，进一步将政策焦点扩展至汽车制造业与国防工业的振兴。这一转变显示出其意图通过更为积极的产业政策来巩固美国制造业的根基，并有效保护关键产业免受国际竞争的冲击。此外，特朗普还提出了对新兴产业的扶持计划，涵盖加密货币、人工智能以及航天技术等前沿领域，这些领域被视为推动未来经济增长的重要驱动力。通过这些精心设计的政策，**特朗普旨在紧跟全球技术发展的潮流，同时确保美国在全球科技版图中的领导地位得以巩固。**

4) 税收政策

税收政策方面，特朗普在其第一任期内推行了一项具有历史意义的税改举措，即《减税与就业法案》（Tax Cuts and Jobs Act）。该法案通过大幅降低企业所得税税率，对企业利润的增长及投资决策产生了显著的正面激励效应。在本次竞选中，特朗普提出了将《减税与就业法案》永久化的主张，并进一步规划降低企业所得税率，具体计划是将当前约21%的企业所得税率削减至15%。这一政策预期将显著增强美国制造业的本土吸引力，推动其回流美国本土。

5) 关税政策 (激进贸易主义)

关税政策方面，特朗普政策表现出了激进特性与显著的贸易保护主义倾向。在其第一任期内，特朗普政府推行了一系列极具冲击力的贸易保护举措，主要包括对全球范围内商品实施广泛的关税加征，这些政策不仅在国际社会中引发了广泛的非议，还招致了多个国家的反制性关税措施。特别值得注意的是，美国针对中国出口商品加增的三次关税，导致80%左右的中国出口商品在美国的市场份额出现下滑，20%左右的商品保持了市场份额的稳定。**本次大选中，特朗普提出取消部分国家的最惠国待遇，并可能将对中国出口商品加增的关税税率上调至60%的高位，这一政策展现出其对中国的针对性。**我们认为，若特朗普对中国进口商品施加60%的高额关税，大概率对中国出口情况和中国经济产生负面影响。据彼得森国际经济研究所（PIIE）的研究分析表明，即便是实施10%的普遍性关税，亦会在中短期内对中国出口和中国经济产生负面影响，但这种负面效应会随着时间的推移逐步减弱。但如果特朗普主张美元竞争性贬值，那么，我们预计关税政策对中国出口和中国经济产生的冲击或更大，也在一定程度上把压力给到了人民币。

表：美国针对中国出口商品实施的三次关税

时间	主要内容
2018年6月	对中国约500亿美元出口商品加征25%关税
2018年9月	对中国约2000亿美元出口商品加征10%关税
2019年9月	对中国约3000亿美元出口商品加征10%关税

source：网络资料整理、南华研究

刷新

尽管特朗普以“让美国再次伟大”（Make America Great Again）为竞选口号重返政治舞台，但从其本次竞选期间的表现来看，**我们推测特朗普在对华政策上可能不会完全复刻第一任期的策略，且可能在政策的实施力度与优先级上都有一定的降级，这一变化或能缓解人民币面临的贬值压力。** 以下是对此推测的详细分析：

- 1) 在特朗普参与的2016年与2020年两次美国总统大选中，中美关系是当时候选人竞选的核心议题之一。然而，在2024年的总统竞选中，候选人并未将中美关系作为竞选的主要焦点，而是转向其他议题。
- 2) 在十月二十六日，特朗普接受了美国最有影响力博客Joe Rogan的采访。在这次对话中，特朗普坦诚地谈到了自己犯过的最大错误以及他对一些人的看法。他表示，由于其个人政治经验的缺乏，首任期内曾任命了一些与其政策理念不符的官员。他特别指出两个人的名字，第一个是凯利，特朗普任总统期间的白宫幕僚长。因此，我们认为，此次特朗普再次当选，他可能会更倾向于任用与其政策理念一致的非建制派人员，并专注于移民、边境安全等方面。
- 3) 在2024年的总统竞选中，特朗普的竞选纲领中存在一些相互矛盾的主张，这些矛盾在其当选后可能通过政策调整得到化解。
- 4) 总统在关税领域的自由裁量权虽大，但目前在一定程度上受到美国国会、法院及国际社会的制约。由于特朗普在第一任期内对外加征高额关税带来的一些负面效应，其在关税领域的自由裁量或受限。
- 5) 从2024年的总统竞选中 特朗普新执政表态来看，其更倾向于通过经贸合作来实现国家利益的最大化，或在一定程度上会寻求与中国建立新的经贸平衡。

综上所述，特朗普若再次当选美国总统，其在对华政策上可能会有所调整，这将对人民币的贬值压力产生一定影响。然而，这一推测仍需根据特朗普当选后的实际政策走向进行验证。

二、外汇市场定价了多少风险？

整体而言，历史上的“美国总统交易”是一个随着选举进程和政策执行而变化的动态过程。市场会基于候选人的政策立场、选举结果的落地以及政策的实际执行情况来调整交易策略，进而影响资产价格。这个过程不仅显示了市场对政治事件的敏感性，还表明了预期政策与实际执行之间的差异对市场的影响。具体来看，根据美国大选的流程，市场会进行不同阶段的交易。大体上，这一过程遵循以下三个阶段的规律：

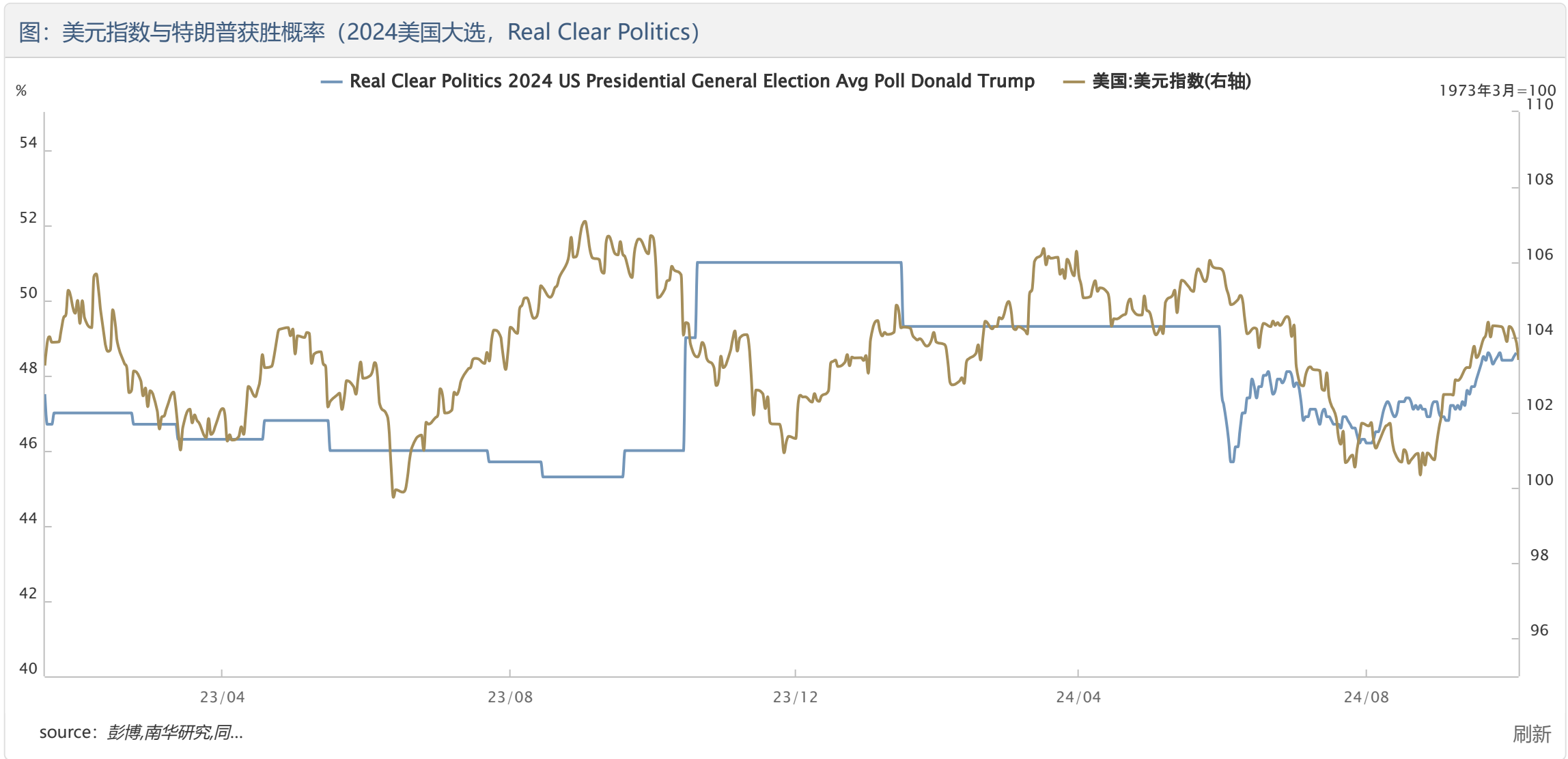
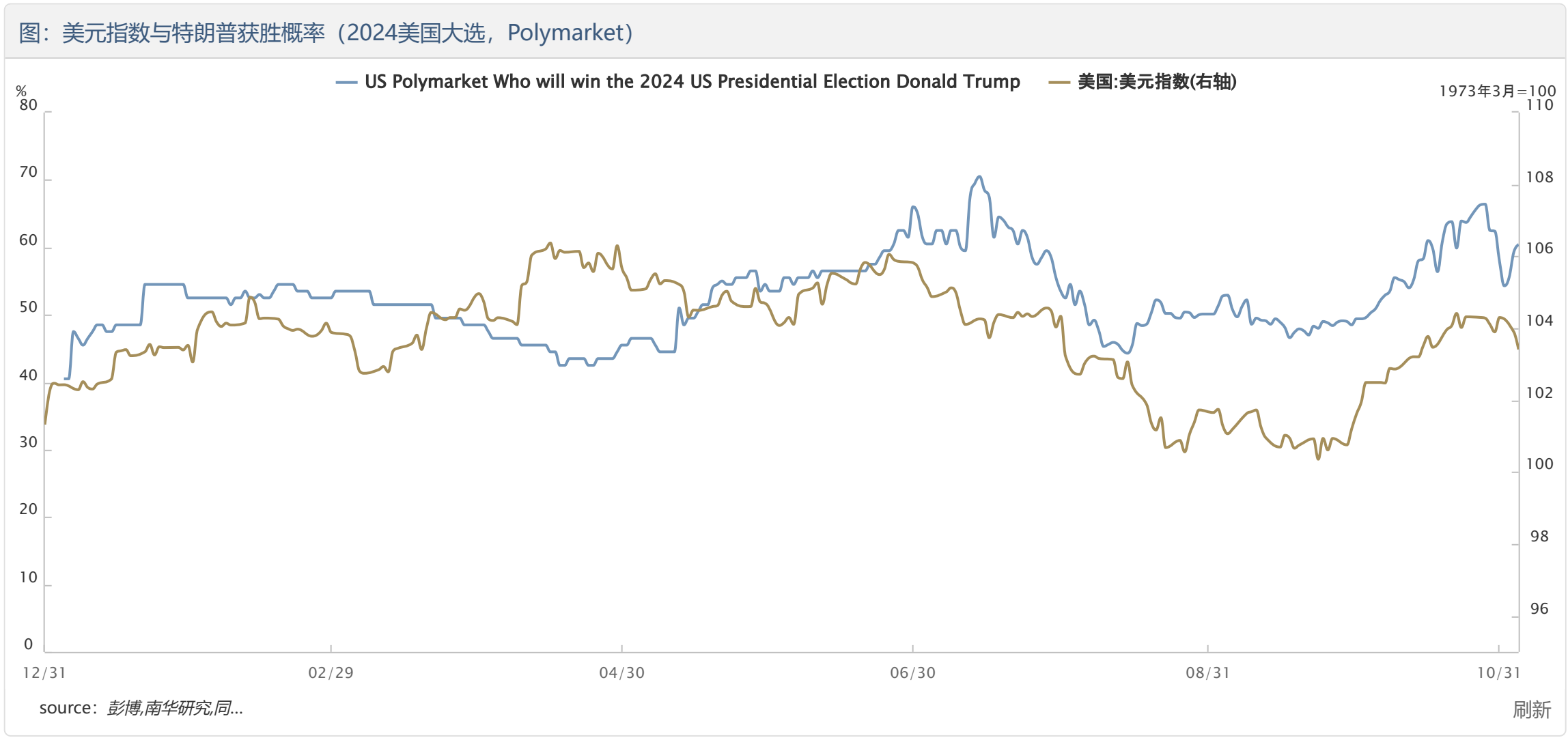
- 1) 第一阶段：候选人胜选优势变化期。在“从初选到全国代表大会，确定党内总统候选人”阶段结束后，市场开始对两党候选人的政策立场进行定价，尤其是当某候选人的胜率大幅抬升或回落时；
- 2) 第二阶段：大选结果落地的预期差定价期。大选结果公布后（主要在普选到国会确认前），市场会根据结果的意外程度做出不同的反应。在不同情况下，市场反应的时间长度和强度各异，可能是结果完全不和预期出现的明显反转，也可能是较为符合预期下的继续延续此前的交易趋势，或者完全符合预期的较为平淡的市场反应。在上述结果下，呈现的是持续时间和波动幅度依次降低；
- 3) 第三阶段：政策落地交易期。若总统在候选时期所提出的主要政策按计划实施，市场大概率会延续此前的交易方向，但若政策发生改变，交易趋势大概率出现反转。



**对于今年以来的几次“特朗普交易”的交易情况来看，该交易对汇率的影响更多带来的是“强美元”，以及施加人民币一定的贬值压力（在国内基本面未强势企稳前），即使特朗普试图推动“弱美元政策”并面临巨额赤字。**具体来看：

2024年6月27日，特朗普与拜登进行了首次总统辩论，特朗普占优。辩论期间，美元指数走强，人民币承压。这表明“特朗普交易”可能推动美元升值，并给人民币带来贬值压力。

2024年9月10日，特朗普与哈里斯的辩论中，哈里斯占优。辩论期间，美元指数走弱、人民币相对于美元微幅上涨。这次市场表现仍然显示出“特朗普交易”具有推动美元走强和给人民币带来贬值压力的特征。同时，我们注意到自2024年6月底以来，美元指数与特朗普胜选概率之间的正相关性在增强，呈现出在“特朗普交易”期间美元指数整体偏强（人民币走弱），而在“特朗普交易”逆转（或“哈里斯交易”期间）美元指数整体偏弱的特点（人民币走强）。



结合当前“特朗普交易”的现状以及美元指数在“美国总统选举”第二阶段的历史走势规律，我们认为，短期内美元指数延续前期交易特征的可能性或相对有限，这类似于2020年、2012年等的情况。因此，基准情形下，预计短期美元指数的强势大概率得以维持，但持续性存疑（主要基于美国经济端的考虑），因此给予到人民币的贬值压力或是短期的。中长期来看，美元指数与美元兑人民币即期汇率走势情况将视特朗普选举承诺的执行速度和可行性而定。但若特朗普提前在2024年年内大举加征关税的牌子，将给人



民币带来较大的贬值压力。目前来看，预计特朗普实施弱美元政策的概率以及弱美元政策对美元指数带来的影响均较小，但需密切关注中国央行对汇率的态度及其可能采取的干预措施。

**免责声明**

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使本公司违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，本报告所载资料、意见及推测仅反映在本报告载明的日期的判断，期货市场存在潜在市场变化及交易风险，本报告观点可能随时根据该等变化及风险产生变化。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本报告中的信息和所表达的意见和建议以及所载的数据、工具及材料均不应作为您进行相关交易的依据。本公司不承担因根据本报告所进行期货买卖操作而导致的任何形式的损失。

本公司的销售人员或其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、涉及相应业务内容的子公司可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到本公司可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。

未经本公司允许，不得以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容或复印本予以任何其他人，或投入商业使用。经过本公司同意的转发应遵循原文本意并注明出处“南华期货股份有限公司”。未经授权的转载本公司不承担任何责任。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

南华研究院投资咨询业务资格：证监许可【2011】1290号  
南华宏观外汇团队  
周骥 投资咨询证号：Z0017101

公司总部地址：浙江省杭州市上城区富春路136号横店大厦  
邮编：310008  
全国统一客服热线：400 8888 910  
网址：www.nanhua.net  
股票简称：南华期货  
股票代码：603093

Bigger mind, Bigger fortune  
智慧创造财富

免责声明: