

摘要：特朗鹰派班底或基本成型，对华新政策初显端倪

主要内容

特朗普的明牌与暗牌

—— 细解特朗普2.0内阁

2024年11月25日

主要观点

一、具体来看，本次特朗普的内阁提名主要呈现以下几个特点：1) 用人更加“快、准、狠”；2) 强调忠诚与信任而非专业性；3) 强调美国优先和对华强硬；4) 美联储被“架空”风险抬升。

二、基准情形下，美元指数的持续强势行情大概率还未到，短期内的相对顶部或将显现。因此，对应到美元兑人民币即期汇率方面，只要国内自身方面不发生系统性风险，未来大概率也较难看到美元兑人民币即期汇率趋势性的大幅上行。

风险点：各国货币政策转向进程、中国出台政策力度不及预期、地缘政治冲突升级

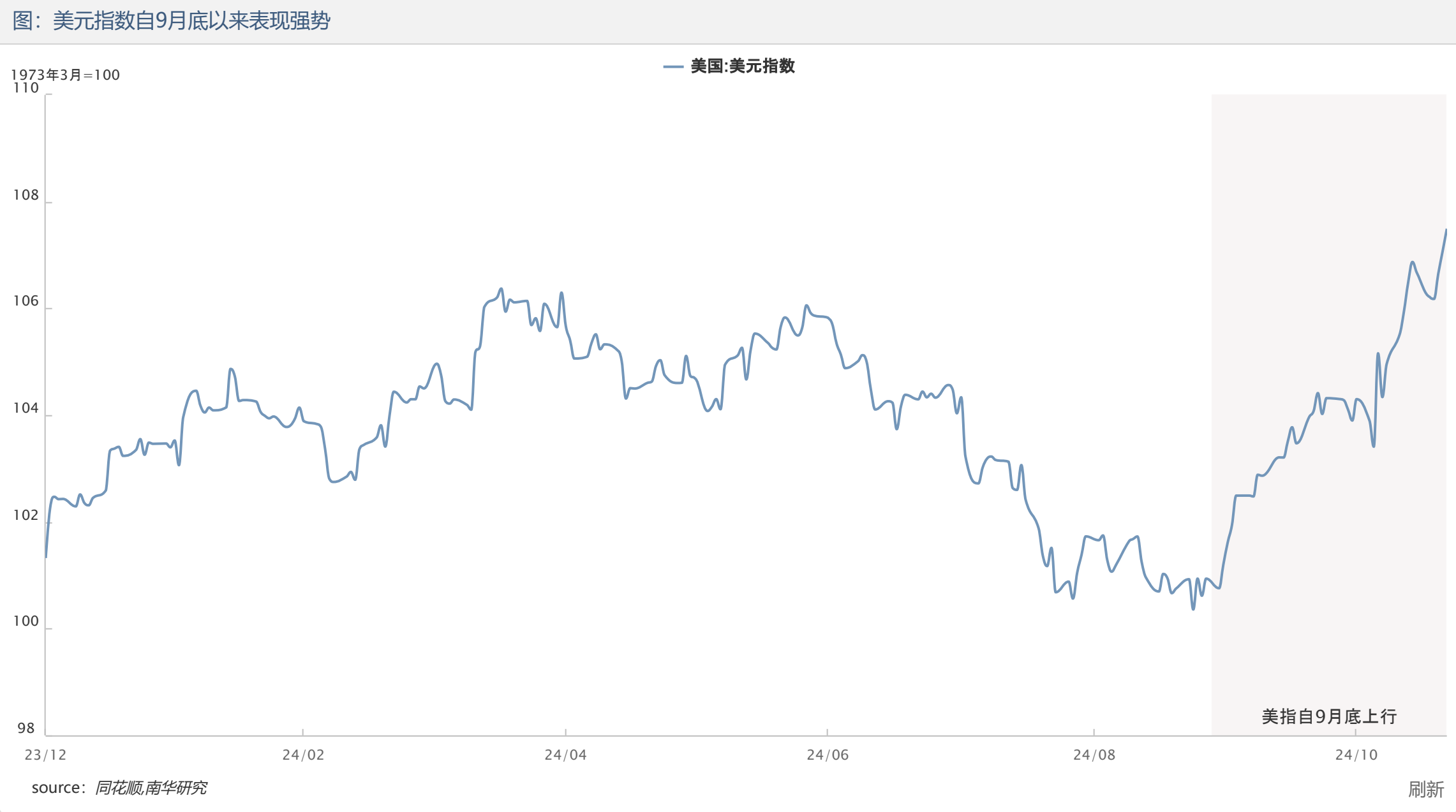
正文

一、近期美元指数为何强势？

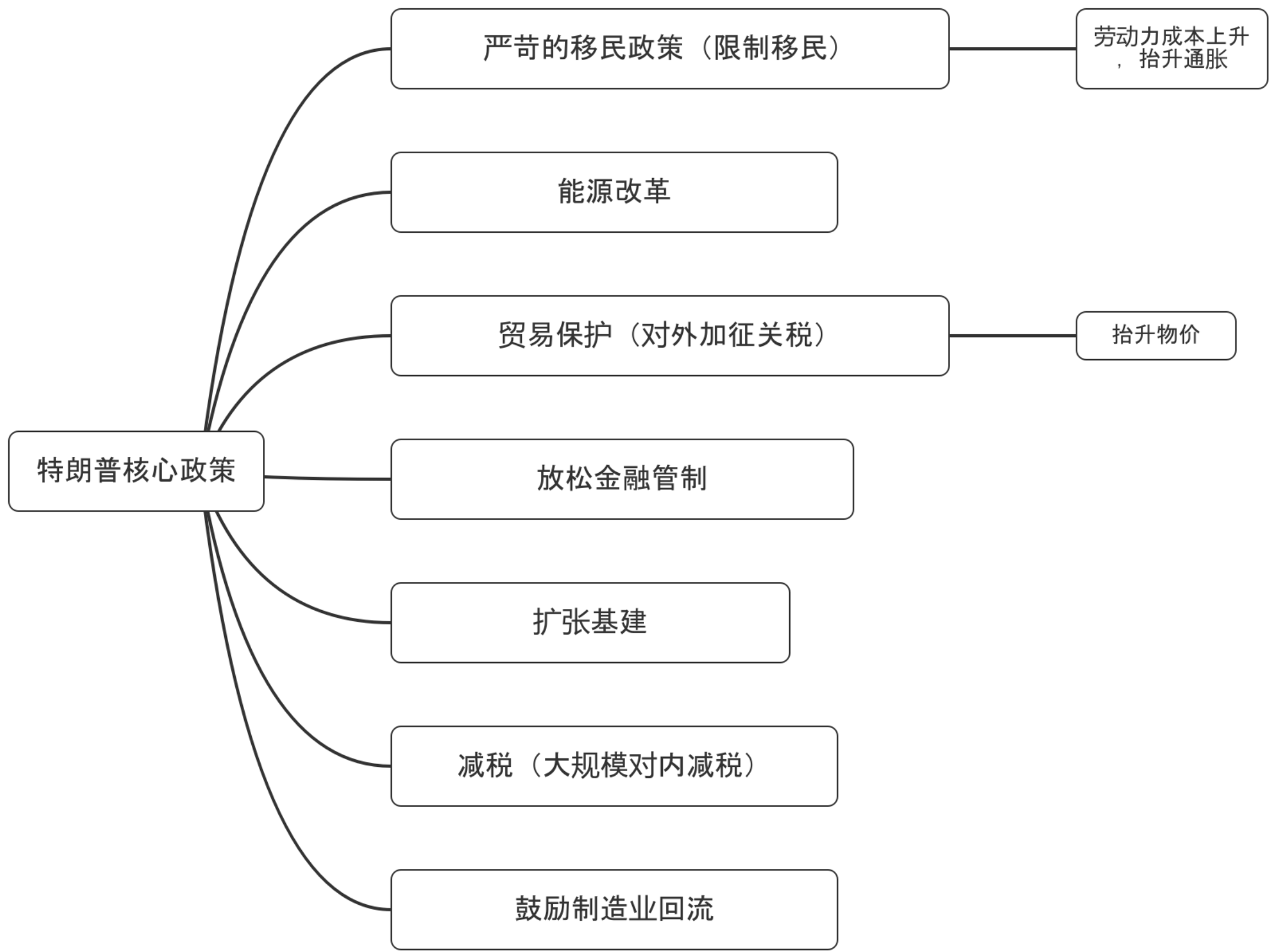
1.1 近期推动美元指数持续超预期上涨的因素有哪些？

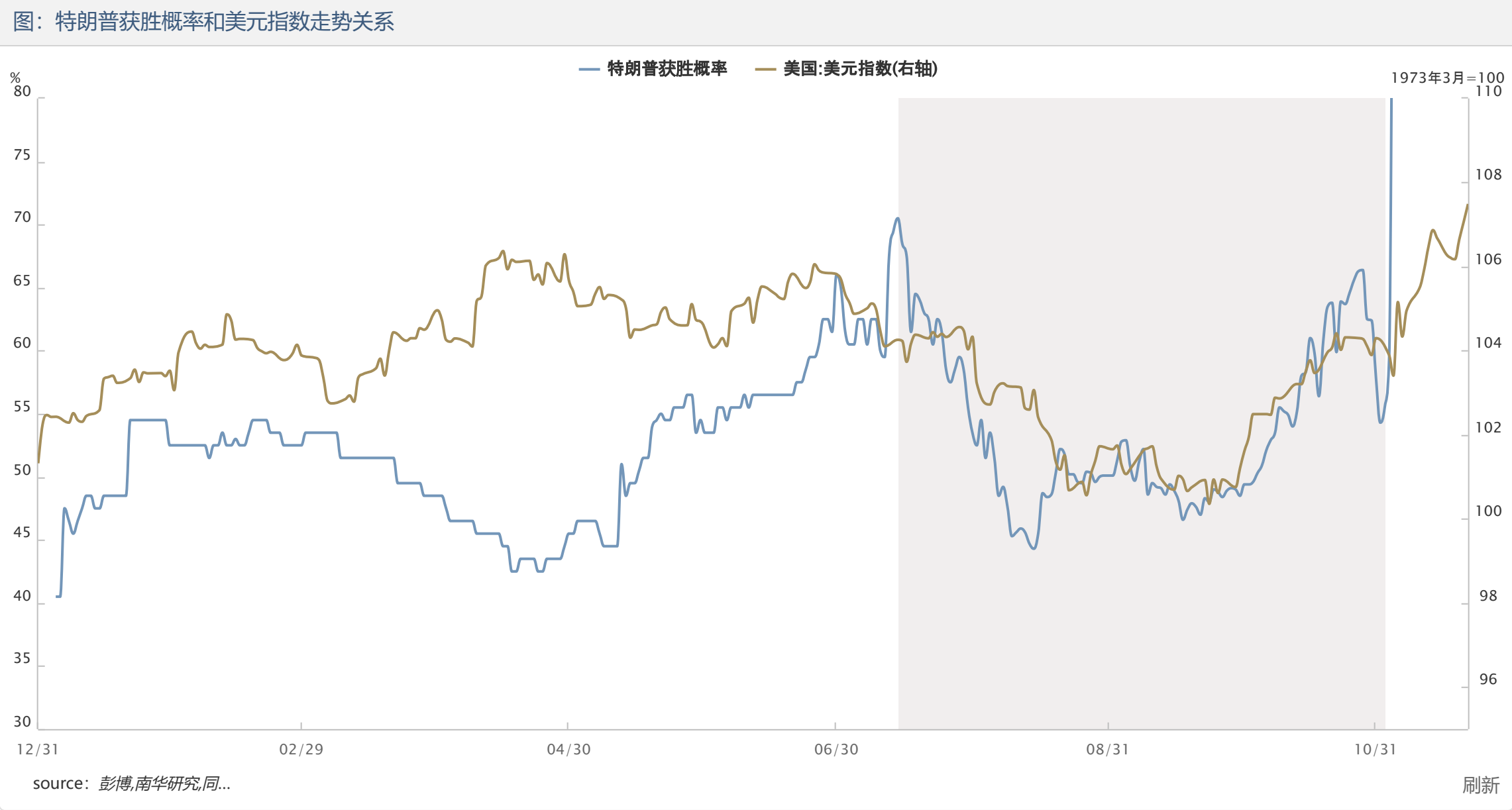
近期，全球地缘政治、经济以及资产轮动的核心焦点均集中在美元指数上。美元指数的波动背后，涉及到美国与欧洲经济的相对强弱、中美关税问题以及特朗普政策等因素。这些因素共同作用于资产价格，造成剧烈波动。在这一背景下，美股市场保持相对稳定，而其他资产类别，尤其是港股市场，面临较大调整压力。黄金价格经历了先降后升的过程，人民币汇率也进入了敏感区域，同时，欧洲和日元的汇率也遭遇了显著下跌。对于在降息周期中，美元指数近期的强势表现超出了市场预期，原本市场普遍认为美元指数在105至106的区间内已达到较高水平，包括我本人也判断短期内美元指数的阻力位是在106附近。然而，受到美国大选、特朗普政策预期以及俄乌冲突等因素的影响，美元指数从100左右上升至107以上，这一变化对全球金融市场产生了深远影响。对于自2024年9月底以来美元指数的强势表现，我们认为与以下几方面有关，并总结如下：

1、“特朗普交易”的盛行。随着特朗普获选概率的加大以及特朗普最终以较为明显的优势碾压哈里斯，再度当选美国总统，即美国第47任总统，美元指数从弱转强。对于特朗普交易，本质上是市场对特朗普所主张的政策，尤其是大规模对内减税、对外提高进口商品关税以及严苛的移民政策等在政策主张上的预期反应。这些政策被广泛预期将抬升美国物价水平，从而引发美国经济“再通胀”风险。在这种预期下，市场参与者可能会调整其对美联储货币政策路径的预期，认为在“再通胀”压力下，美联储可能会放缓其降息的步伐。通过历史复盘，无论是从特朗普第一任执政期，还是近期特朗普胜选后，特朗普交易最大的特点是带来“强美元”。在特朗普的第一任期内，比较显著的“特朗普交易”一共有两轮：一轮是由情绪驱动、持续时间较短的，发生在2016年大选后；另一轮是以减税法案的通过为标志，持续时间较长，从2017年底持续到2018年中，最终因美国经济走弱而结束。

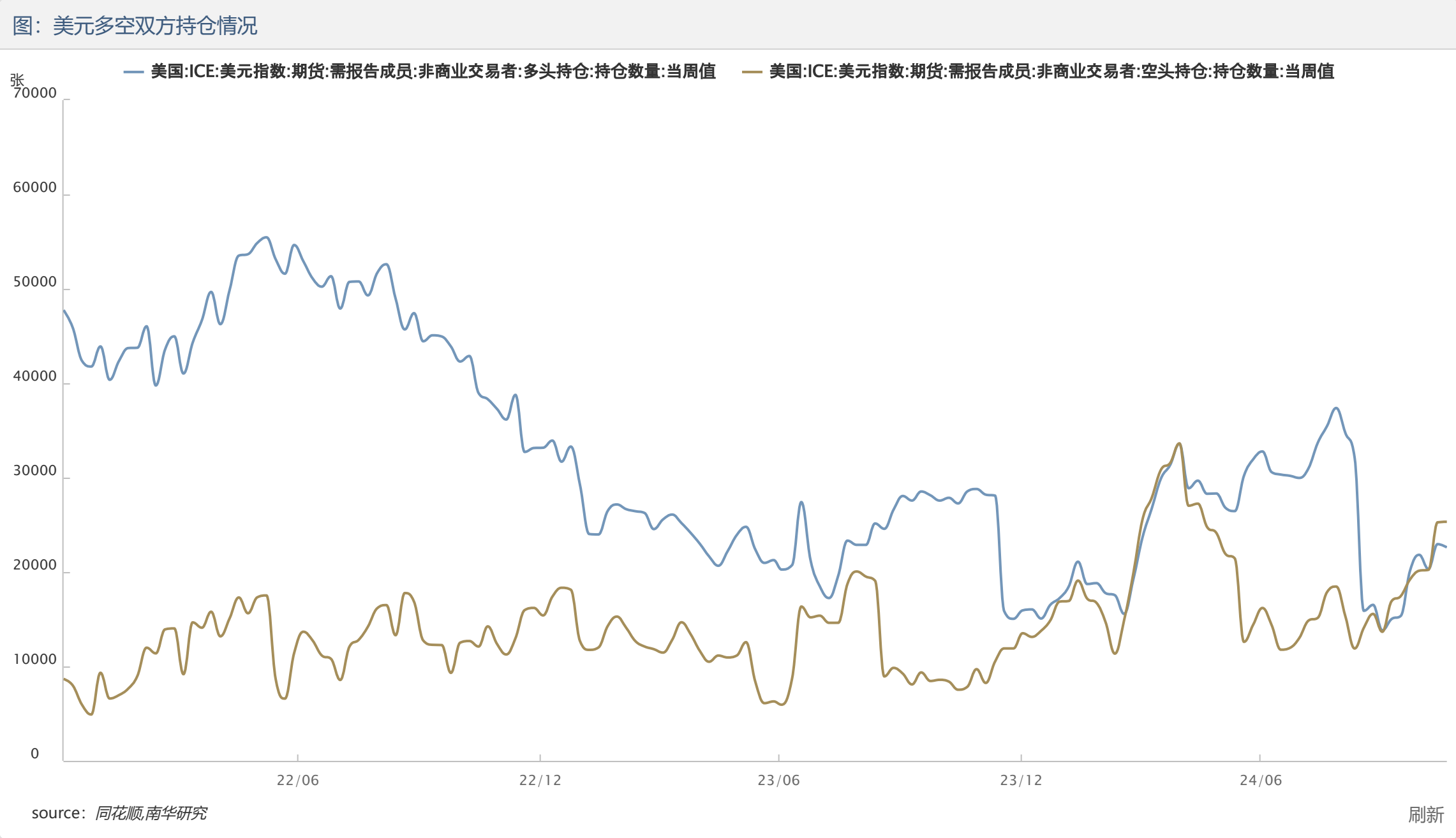


图：特朗普核心政策一览



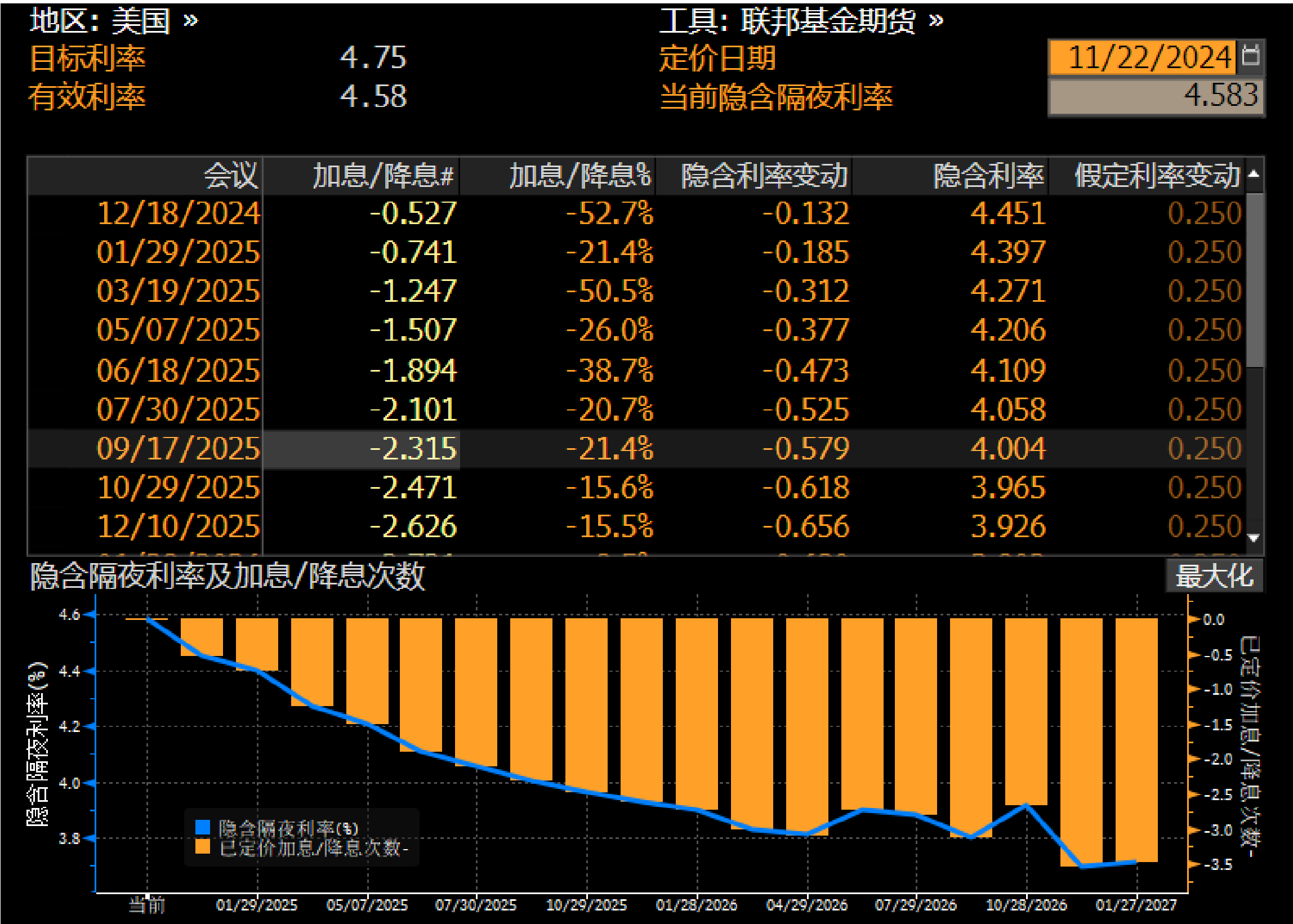


2、“地缘政治”的盛行。11月底以来，随着市场对“特朗普交易”进行到白热化，导致美元多空双方陷入僵持。但在俄罗斯总统普京签署的新核政策文件影响下，市场的避险情绪被大量激发。尽管美元指数的反应较日元和瑞郎等传统避险货币稍显滞后，但在俄乌紧张局势加剧的背景下，避险需求对美元指数的上涨起到了一定的推动作用。



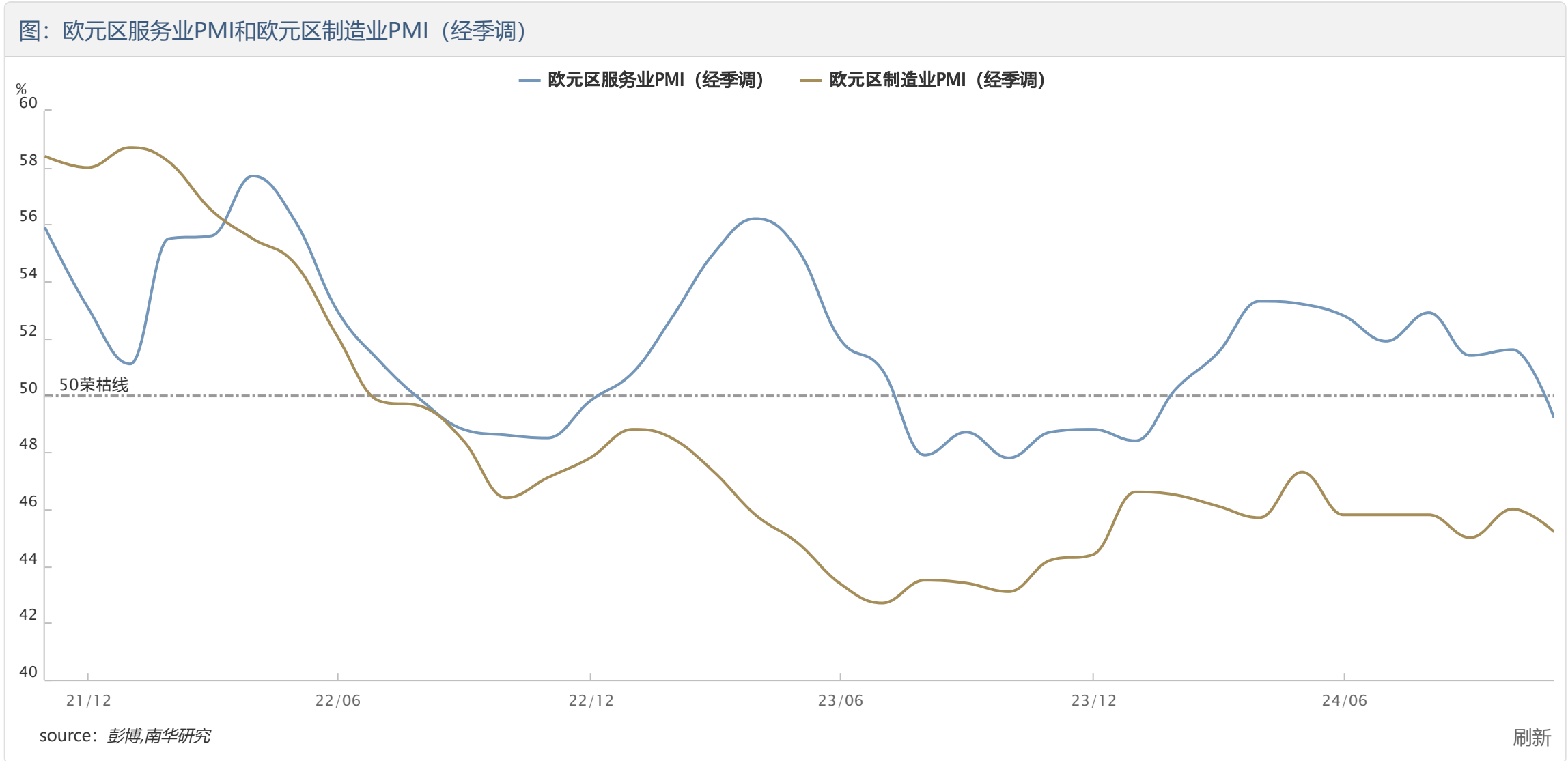
3、美联储降息预期降温。自11月以来，反映就业市场状况的高频数据——初请失业金人数持续下降，显示出在10月份飓风和波音公司罢工的双重负面影响消退后，就业市场保持稳定，预示着11月非农就业数据有望出现反弹，叠加多位美联储官员讲话表达了对经济的信心和对降息步伐的谨慎，从而抑制了市场对美联储降息的预期，进一步支撑美元指数保持强势。

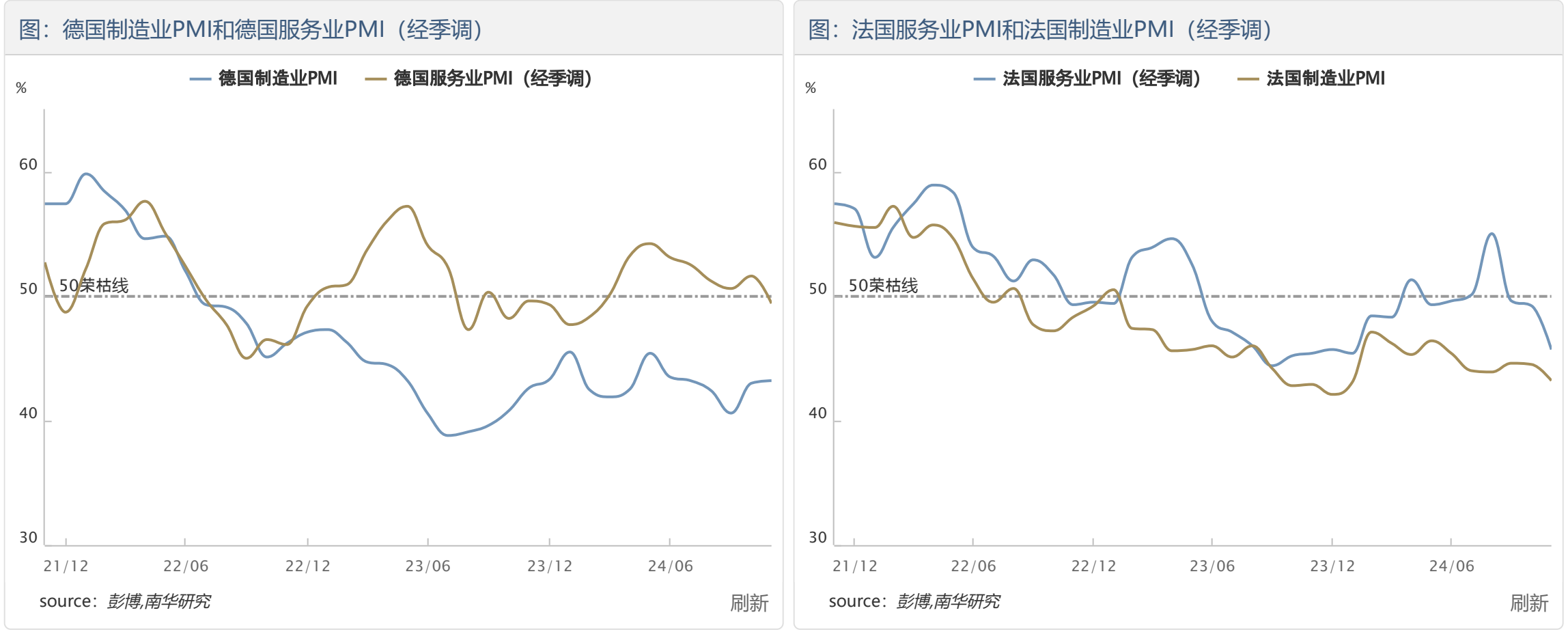
图：市场对美联储加/降息预期



source: Bloomberg 南华研究

4、经济比较优势。当前，欧洲经济表现极为疲软，与中国经济的底部震荡相似，甚至情况更为严峻。若将中国经济视作在底部波动，欧洲经济则呈现出明显的下降趋势，实际上已步入衰退阶段。具体来看：1) 生产活动减缓：数据显示，欧元区的生产活动速度有所下降，这表明市场需求的疲软；2) 就业岗位减少：企业在就业方面采取了紧缩措施，尤其是制造业领域，就业人数出现了显著下降；3) 产能过剩：企业继续面临产能过剩的问题，这导致未完成订单的数量进一步减少。整体而言，11月份欧元区经济呈现出滞胀特征。此外，欧洲的高利率以及俄乌冲突导致资金流出欧洲，对德国等传统制造业大国造成了重大影响。尽管欧洲股市指数保持相对高位，但这主要得益于服务业的强劲表现。然而，11月服务业PMI初值也显示出收缩迹象，预期值为51.6，实际值为49.2，显示出显著差距。与此同时，美国的经济数据相对具有韧性。尽管制造业PMI为48.8，但服务业PMI达到了55.3，显示出服务业的强劲势头。从更广泛的角度来看，无论是欧洲还是美国，制造业的下滑趋势是明确的，包括中国在内的全球主要经济体都面临着制造业产能过剩的问题，这对大宗商品的需求构成了压力。因此，对于工业品等大宗商品而言，维持看空策略可能是合理的。





5、逐渐形成的偏鹰派内阁阵仗。目前来看，特朗普已经宣布了多位内阁人选，包括国务卿卢比奥、国防部长海格塞斯、国家安全顾问迈克·沃尔兹、财政部长科特·贝森特等，整体呈现的是偏鹰的格局。但需要注意的是，美国总统有4000个政府职位需要任命，而任命的过程可能需数月且信息或发生变动，因此，在这一过程中，对外汇市场带来的或是不确定性的起伏。

1.2 细解特朗普2.0内阁

1.2.1 从特朗普自身说起

唐纳德·特朗普的政治生涯和核心理念可以通过四个维度进行探讨：显赫的家族背景、非传统的精英形象、跨领域的人才吸纳策略以及对美国传统价值观的维护与变革。

1) 家族背景

特朗普于1946年6月出生在一个富裕的房地产商家庭，这一出身为他提供了独特的社会和经济优势。他的成长经历包括在纽约军事学校的教育，以及在宾夕法尼亚大学沃顿商学院获得的硕士学位。在商业、电视和出版领域，特朗普取得了显著的成就，这些成就为他的政治生涯奠定了坚实的基础。

2) 精英形象

特朗普的行为和风格与传统的常青藤联盟所代表的主流体制和层级晋升模式存在显著差异，同时也与典型的“盎格鲁-撒克逊白人老年男性”政治家形象不同。他以其独立特行和鲜明的个性，塑造了自己的品牌形象，尽管这可能与传统政治精英的行为规范存在冲突，但他无疑是上流社会的一部分。

3) 人才吸纳

尽管特朗普在内政和外交领域缺乏直接经验，但他的政府却成功吸引了来自不同专业背景的人才。在共和党控制的行政和立法机构的支持下，其政府在特定政策领域的执行力和影响力可能超出了公众的预期。

4) 传统与变革

特朗普在政治舞台上的活跃表现，体现了他试图对美国政治格局进行改革的意愿。然而，美国的政治制度、国家体制和国内利益结构并未因此发生根本性转变。他代表了大资产阶级中不同利益集团，尤其是在房地产、基础设施和金融领域的利益。特朗普的政治目标是强化美国的国家利益，并推动美国在全球舞台上扮演领导者的角色，而非仅仅是世界警察。

1.2.2 特朗普和他的“草台班子”

以下为目前网络上公布的特朗普已官宣的重要内阁人选名单，具体名单还需等待官方的最终确认：

- 1) 白宫幕僚长-苏西·威尔斯
威尔斯（Susie Wiles）现年67岁，将成为美国首位女性白宫幕僚长（又称白宫办公厅主任）。
- 2) 白宫国家安全顾问-迈克·沃尔茨
沃尔茨（Michael Waltz）现年50岁，曾是美国陆军特种部队（Army Green Beret，亦称绿色贝雷帽）的一名成员，目前是来自佛罗里达州的美国国会众议员。
- 3) 国防部长-皮特·赫格塞斯
赫格塞斯（Pete Hegseth）44岁，为美国福克斯新闻主持人。这名曾参加过阿富汗战争和伊拉克战争的老兵，未来将执掌五角大楼，领导约130万现役美军，若算上文职人员，全球范围内将达约330万人。
- 4) CIA局长-约翰·拉特克利夫
拉特克利夫（John Ratcliffe）现年59岁，前得州国会众议员，曾在特朗普第一任期内于2020年至2021年担任国家情报总监，目前在特朗普阵营担任“美国优先政策研究所”美国安全中心的联席主席。
- 5) “边境沙皇”-汤姆·霍曼
霍曼（Tom Homan）现年62岁，曾在特朗普首任政府时期担任美国移民和海关执法局代理局长，未来将负责管理美国边境事务和非法移民问题。（注：“边境沙皇”（Border Czar）没有官方头衔，指代负责边境安全和移民政策的官员，由总统直接任命。）
- 6) 国土安全部部长-克里斯蒂·诺姆
诺姆（Kristi Noem）现年52岁，曾担任南达科他州众议员，被CNN等美媒评价为特朗普的忠实支持者，在反对新冠疫情管控、反对控枪等议题上与特朗普保持一致。
- 7) 白宫法律顾问-比尔·麦金利
麦金利（Bill McGinley）为资深共和党律师。
- 8) 环境保护署署长-李·泽尔丁
泽尔丁（Lee Zeldin）现年44岁，前纽约州联邦众议员。
- 9) “政府效率部”负责人-埃隆·马斯克与维韦克·拉马斯瓦米

马斯克与拉马斯瓦米均为美国知名企业家、特朗普主要捐助者，未来将共同领导特朗普第二任期内拟成立的“政府效率部”（DOGE）。

10) 关键外交职位-迈克·赫卡比（Mike Huckabee）担任美国驻以色列大使，史蒂夫·威特科夫（Steven C. Witkoff）为中东问题特使。

11) 美国常驻联合国代表-埃莉斯·斯特凡尼克（Elise Stefanik）
斯特凡尼克现年40岁，为众议院共和党会议主席，是众议院共和党的第四大人物，一直是特朗普的坚定盟友，也是共和党的主要筹款人，是以色列支持者，曾因要求罢免那些“没有充分谴责反犹太主义的大学校长”而引发广泛关注。

12) 财政部长-斯科特·贝森特（Scott Bessent）
贝森特是一名对冲基金经理，曾为索罗斯服务，因此遭到MAGA派反对。

13) 农业部长-布鲁克·罗林斯（Brooke Rollins）
罗林斯现为美国优先政策研究所总裁兼首席执行官，曾在特朗普第一届政府担任白宫国内政策委员会主任。

14) 副国家安全顾问-黄之瀚（Alex Wong）
黄之瀚是华裔移民第二代，曾在特朗普第一届政府担任国务院亚太事务助理国务卿帮办和朝鲜事务副特别代表。

15) 司法部长-帕姆·邦迪（Pam Bondi）
邦迪现年59岁，于2011-2019年期间担任佛罗里达州总检察长，现为美国优先政策研究所法律与司法中心联合主席。2013年，特朗普曾向支持邦迪连任的政治行动委员会捐款2.5万美元，当时邦迪正在调查针对“特朗普大学”的集体诉讼，后来邦迪选择不起诉“特朗普大学”。

16) 商务部长-霍华德·卢特尼克（Howard Lutnick）
作为商务部长，卢特尼克将负责美国的关税和贸易议程，并额外直接领导美国贸易代表办公室。卢特尼克是特朗普的密友、大捐款人和总统过渡团队联合主席。此前，卢特尼克一直在竞争财政部长职位。

17) 卫生部长-小罗伯特·肯尼迪
肯尼迪是疫苗怀疑论者，不仅是新冠疫苗，还包括其他大部分疫苗。肯尼迪曾声称疫苗与儿童自闭症存在关联，政府要求注射新冠疫苗是“反人类罪”。

18) 内政部长-道格·伯古姆（Doug Burgum）
伯古姆现为北达科他州州长，曾是特朗普副总统竞选搭档人选之一。

19) 纽约南区检察官-杰伊·克莱顿（Jay Clayton）
克莱顿曾在特朗普第一届政府担任美国证券交易委员会主席。纽约南区检察官辖区包括曼哈顿，直接管辖该地区的强大企业和金融机构。

20) 司法部长-马特·盖茨（Matt Gaetz）
盖茨是佛罗里达州共和党众议员，2016年首次当选，从未有过检察官经历。

21) 国家情报总监-图尔西·加巴德（Tulsi Gabbard）
图尔西·加巴德，是一位资深的退伍军人，曾连续四届担任美国众议院民主党议员。她于2020年参与了民主党总统初选的角逐。在2022年，加巴德做出了政治立场的转变，正式退出了民主党。随后，在2024年的总统大选中，她不仅公开支持了唐纳德·特朗普，而且进一步加入了共和党。在国际关系领域，特别是在俄罗斯与乌克兰的冲突问题上，加巴德持有独到的见解。她提出，如果西方国家能够明确承诺乌克兰不会成为北约的成员国，那么这场战争原本是可以避免的。此外，加巴德对于对俄罗斯实施的经济制裁持反对态度。她认为，这种制裁措施不仅未能达到预期效果，反而可能导致美国国内石油和天然气价格的上涨，从而对美国经济和民众生活造成不利影响。

22) 国务卿-卢比奥
马尔科·卢比奥，一位具有古巴血统的美国政治家。在2010年，卢比奥首次当选为美国参议员，此后在政治舞台上扮演了重要角色，目前担任参议院情报委员会的共和党高级成员。在2016年的共和党总统初选中，卢比奥曾是唐纳德·特朗普的竞争对手。尽管在初选中未能胜出，但他在失败后迅速调整立场，转而支持特朗普。在2024年的总统大选中，卢比奥一度被视为特朗普副总统竞选搭档的有力候选人。在特朗普的第一届政府任期内，卢比奥对美国的拉丁美洲政策产生了深远的影响，因此他被赋予了“拉丁美洲事务影子国务卿”的称号。在处理涉及中国人权问题上，卢比奥展现出了坚定而强硬的立场。2020年7月和8月，中国政府两次宣布对美国官员实施制裁，卢比奥均在被制裁的名单之中，这反映了他在中美关系中的争议性角色和影响力。

表：特朗普2.0内阁重要成员

职位	人员	是否需要参议院批准
白宫办公厅主任	苏西·威尔斯	否
国家安全顾问	迈克·沃尔茨	否
环保局局长	李·泽尔丁	是
国家情报局总监	图尔西·迦巴德	是
美国驻联合国大使	艾莉丝·斯特凡尼科	是
国务卿	马尔科·卢比奥	是
司法部长	帕慕·邦迪	是
国防部长	皮特·赫格塞斯	是
商务部长	霍华德·鲁特尼克	是
内政部长	道格·博古姆	是
交通部长	肖恩·达菲	是
农业部长	布鲁克·罗林斯	是
能源部长	克里斯·莱特	是
教育部长	琳达·麦克马洪	是
卫生服务部长	罗伯特·肯尼迪	是
国土安全部长	克里斯蒂·诺姆	是
退伍军人部长	道格·科林斯	是
财政部长	斯科特·贝森特	是
副国家安全顾问	黄之瀚	是
纽约南区检察官	杰伊·克莱顿	是

source：网络资料 南华研究

刷新

具体来看，本次特朗普的内阁提名主要呈现以下几个特点：

1) 用人更加“快、准、狠”。截至2024年11月25日，在短短几周时间内特朗普已提名十几个内阁部长职务以及20多名关键人物。通过对比特朗普两次组阁过程，可以发现其在显著地揭示了其在第二任期内在组阁效率和人选确定性方面的显著提升。具体而言，特朗普在本次组阁过程中展现出了“迅速、精确、果断”的用人策略。在不到三周的时间内，他迅速完成了关键职位的提名工作，这一效率超越了美国总统平均组阁所需时间的常规标准。此外，特朗普总统在人选决策上表现出了明确的目标导向和坚定的决断力。这种高效的组阁过程不仅反映了其对政府架构和职能的深刻理解，也体现了其在政治策略和人事安排上的成熟与精准。通过这种“快、准、狠”的用人方式，特朗普总统确保了其政策议程能够迅速而有效地得到执行和推进。

2) 强调忠诚与信任而非专业性。跟特朗普1.0时代完全不同，当时的内阁成员与各自负责部门有着密切利益联系和深厚专业知识，对他们管理的领域有着深入的了解和实践经验。然而，在当前的组阁中，特朗普更倾向于选择那些对他政治理念和政策目标更为坚定忠诚和支持的人士。因此，这种基于信任和忠诚的内阁构建，可能有助于减少内部冲突，加强团队协作，从而提高政府运作的整体效能。然而，这种以忠诚和信任为基础的组阁策略也存在潜在的风险。它可能导致一个缺乏专业多样性和批判性思维的内阁，这在全球化和复杂多变的国际环境中可能会对美国的决策质量和政策效果产生不利影响。正如世界上任何国家都可能面临的问题，美国在组阁过程中也需要在忠诚与专业性之间找到恰当的平衡点。或者说，世界是一个草台班子，美国也不能例外。

3) 强调美国优先和对华强硬。通过审查这些被提名者的履历和公开发表的见解，可以发现他们共同拥有一个突出特征：他们是一群既忠诚于特朗普又年轻的反华鹰派人士。这批心腹的构成表明，特朗普在其人事布局中强调了对华强硬立场的持续性和深度。鉴于其人事班底中对华鹰派的显著存在，可以合理预测，在接下来的时期内，特朗普政府的对华政策将明显倾向于强硬路线，这一整体基调或将在未来的政策制定和执行中得到明显体现。

4) 美联储被“架空”风险抬升。贝森特提出了设立“影子”美联储主席的想法，并主张迅速确定并提名现任美联储主席杰罗姆·鲍威尔的潜在继任者，以便该继任者能够提前加入美联储理事会，并开始对货币政策提供指导和见解。此外，据《华尔街日报》报道，特朗普总统可能正在考虑提名凯文·沃什在2026年担任美联储主席。这一潜在提名，结合贝森特的提议，可能会引发市场和学术界对美联储独立性的关注。如果这些提议得以实施，可能会增加对美联储决策过程和独立性受到政治干预的担忧，从而提高了“架空”美联储的风险。这种风险的上升可能会对美联储的信誉和其在全球金融体系中的作用产生深远影响。

二、强美元，何时转弱？

2.1 强美元的转弱条件

我们认为，美元指数由强转弱可能依赖于以下几个关键事件的发生：

- 1) 俄乌冲突的得到平缓。若特朗普上台后能快速结束俄乌战争，将极大提升对欧洲经济社会的信心，进而推动欧元升值，导致美元指数下降。
- 2) 日本央行的政策调整。若日本央行决定加息，日元相对美元将走强，这将削弱美元指数的上升动力。
- 3) 特朗普对美联储进行干预。特朗普上台后，若干预美联储政策，促使其实施更大幅度的降息，从而引发美元指数的走弱。
- 4) 特朗普直接干预汇率。特朗普若通过行政手段直接干预美元指数，以实现弱美元政策，进而刺激美国制造业的发展。

5) 美国经济表现不佳。若美国经济数据开始持续低于预期，美联储可能会加大降息力度，导致美元指数转弱。

目前来看，第一种发生的可能性较高。

2.2 后续美元怎么走？

从9月以来美元由强转弱的各因素考虑，美元指数其实也是阶段性的走到了偏高的高位，可以看到，前期美元指数的上涨，主要由“特朗普交易”、“俄乌冲突带来的避险情绪”以及“欧元区经济大幅降温所带来的经济比较”带来的。目前来看，虽然，目前来看，特朗普已经宣布了多位内阁人选，包括国务卿卢比奥、国防部长海格塞斯、国家安全顾问迈克·沃尔兹、财政部长科特·贝森特等，整体呈现的是偏鹰的格局，但“特朗普交易”已经走到了瓶颈期。地缘政治方面，“俄乌冲突”若不继续发酵，对美元指数的支撑也将减弱。经济比较优势方面，后续美元指数若继续呈现强势，必须要看到美欧经济拉开更大幅度的差距，但需要注意的是，在全球经济一体化的当下，欧元区经济的每况愈下大概率意味着海外经济的整体走弱，所以这种情况也较难出现。因此，基准情形下，美元指数的持续强势行情大概率还未到，短期内的相对顶部或将显现。因此，对应到美元兑人民币即期汇率方面，只要国内自身方面不发生系统性风险，未来大概率也较难看到美元兑人民币即期汇率趋势性的大幅上行。

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: