



国联期货研究所

证监许可[2011]1773号

分析师:

项麒麟

从业资格号: F03124488

投资咨询号: Z0019956

相关研究报告:

《汇率、利率、股指联动关系和启示——大类资产系列专题报告(三)》

《“股债双杀”如何在经济周期中破局——大类资产系列专题报告(五)》

美国大选对大类资产的影响及应对策略

——美国大选系列专题报告(一)

摘要

本文分析了不同大选结果对大类资产的影响及应对策略。核心观点如下:

美债: 选举结果的国会控制权是关键。若胜选者控制两院且倾向于扩大财政支出,对美债构成利空;若两党势均力敌,可能导致财政扩张受限,对美债产生利多效应。

美元: 短期内,全球其他央行降息使美国息差优势持续,支撑美元。长期看,美元估值高估,存在下行风险。特朗普政策短期倾向于促进增长和通胀,可能推升美元,长期“弱美元”政治诉求或压降美元;哈里斯政策可能导致美元表现温和。若两党各控制一议院,可能限制财政扩张,对美元构成利空。

黄金: 黄金价格主导因素从金融属性转变为货币属性。美国政府债务占GDP比重上升,削弱美元信用基础,增强黄金吸引力。全球央行增加黄金储备,提升黄金货币属性,支撑黄金价格。

A股: 特朗普当选可能加大关税扰动风险,限制中国央行货币政策宽松空间,影响出口和股指流动性。哈里斯当选可能不会大幅改变现状,中国出口增速回暖,国内股指市场有望形成双账户驱动格局。

中债: 大选非主要影响因素,但美国经济数据回暖可能限制中国基准利率下降空间。中国政府可能出台宽财政政策以引导内需,但货币政策将保持谨慎,避免资本流出和汇率波动。

目录

一、 美国大选基本情况和流程.....	- 3 -
二、 美国大选关键分歧.....	- 5 -
三、 不同大选结果大类资产应对策略.....	- 6 -
3.1 美债：胜选者能否成功控制两院是美债的关键.....	- 6 -
3.2 美元：短期存在支撑，但估值和关税仍为主要不确定性.....	- 6 -
3.3 黄金：长期延续超配策略，货币属性仍为主要驱动因素.....	- 7 -
3.4 A股：整体配置偏中性，大选因素驱动内部风格选择.....	- 9 -
3.5 中债：大选非主要影响因素，上下方均有明显支撑.....	- 10 -

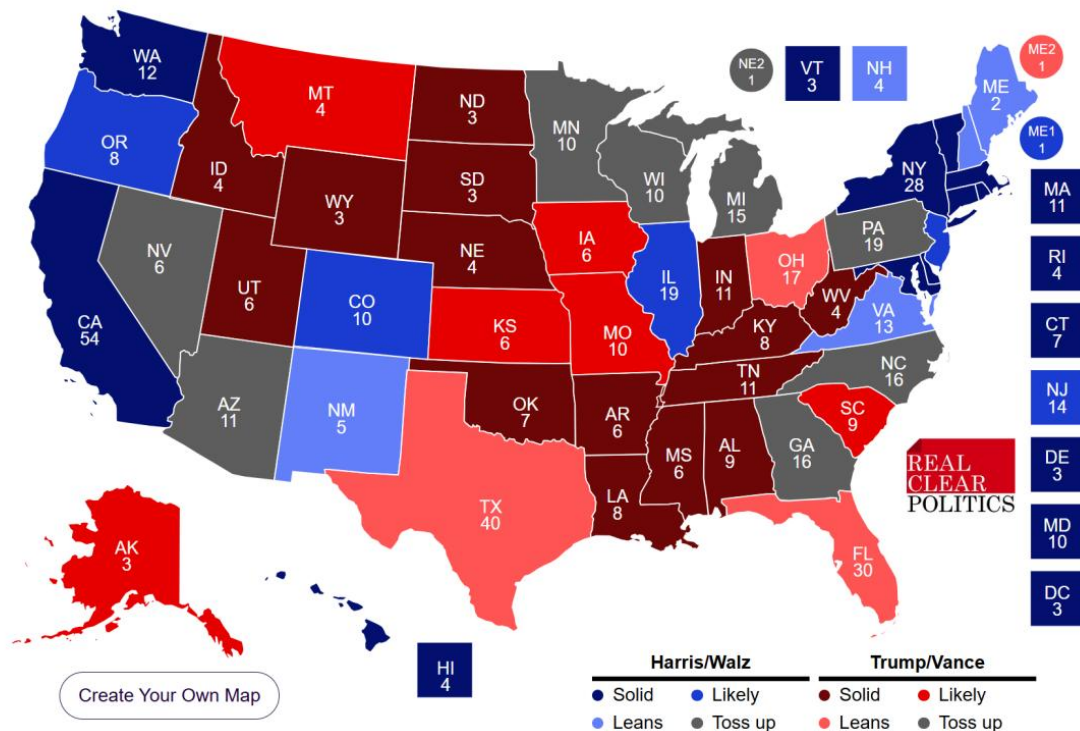
一、美国大选基本情况和流程

美国总统选举每四年举行一次，今年投票日定于11月5日。由于美国横跨多个时区，投票结果会从东海岸开始，逐步向西海岸揭晓。选举流程中，选民在投票站直接投票或者通过邮寄选票选出他们支持的总统和副总统候选人。随后，各州根据选民投票结果，确定选举人团的投票意向。选举人团在12月的第一个星期一（2024年为12月2日）正式投票，选举人根据本州选民的意愿，将选举人票投给相应的候选人。获得超过半数选举人票（至少270票）的候选人将赢得总统选举。

次年1月6日，国会将召开联席会议，由副总统主持，正式清点选举人票，并宣布总统和副总统的选举结果。最终，新当选的总统和副总统将在1月20日的就职典礼上宣誓就职，正式开启新的任期。

相较于民调，更精确的方法是将各州，尤其是摇摆州作为分析单元。这种方法能更真实地反映普选票对州内选举人票分配的影响，同时避免了跨州汇总数据可能带来的误差。根据10月29日RealClearPolitics数据，特朗普在所有八个摇摆州均以不同程度领先哈里斯，平均领先幅度达1.65%。

图 1 美国大选预测地图



数据来源：RealClearPolitics、国联期货研究所

图 2 美国大选摇摆州预测

STATE	TRUMP	HARRIS
Pennsylvania	47.9	47.5
Wisconsin	48.1	47.8
Michigan	47.9	47.7
Arizona	49.2	47.7
Nevada	47.8	47.1
Georgia	49.2	46.9
North Carolina	48.6	47.8
Virginia	44.0	49.8
Ohio	51.2	44.2
Minnesota	44.5	48.8

数据来源：RealClearPolitics、国联期货研究所

在美国总统选举的同时，选民还会参与选举产生新一届的国会议员，这一过程不涉及选举人团制度，而是通过直接投票的简单多数决出。众议院的 435 个席位每两年进行一次全面改选，因为众议员的任期为两年。而参议院的 100 个席位中，每两年会有三分之一的席位面临改选。国会的控制权对于政策的制定和实施至关重要，因为任何立法都需要参众两院的通过。例如，在 2022 年的中期选举后，民主党控制了参议院，而共和党赢得了众议院，形成了“分裂国会”，这限制了拜登政府在财政刺激政策等方面的行动能力，并使得解决债务上限问题变得更加复杂。

二、美国大选关键分歧

表 1 哈里斯和特朗普主要政见分歧

	特朗普	哈里斯
财政政策	减少税收收入：将企业所得税从当前的 21% 进一步降至 15%，刺激企业加大资本支出和生产	增加开支：抗通胀法案，芯片法案等补贴延续和扩容 将企业税率上调至 28%，并为小企业提供税收减免。
贸易政策	坚持美国优先：对外贸易关税提升	增强和盟友贸易：加征对中国进口关税，降低中国依赖度
移民政策	或推出严苛移民政策，恢复墨西哥边境政策和设施，对移民进行严格审核	确保边境安全，扩大合法移民范围
能源政策	全面增加能源产量，降低整体能源价格，宣布退出《巴黎协定》	倡导投资新能源和清洁能源，承诺重返《巴黎协定》

数据来源：资料整理、国联期货研究所

在财政政策方面，无论是特朗普还是哈里斯，都将继续维持“大财政”的态势。特朗普的政策包括力推大规模基建投资，扩大军费开支。而哈里斯的政策更注重社会公平和中产阶级的生活成本降低，提出了一系列社会福利政策，包括扩大儿童税收抵免、为首次购房者提供高达 25000 美元的补贴、降低处方药价格、减轻医疗债务等。

在税收政策方面，特朗普计划将企业税率从 21% 降至 15%。相反，哈里斯主张将企业税率上调至 28%，并提出对年收入超过 40 万美元的个人征收更高的税。

移民政策上，特朗普主张强化边境安全，推行美墨边境墙计划，并对无证移民实施更严格的遣返政策，限制合法移民数量。哈里斯则主张通过完善庇护制度和取消绿卡上限来扩大合法移民数量。

能源政策方面，特朗普支持化石燃料的发展，放松碳排放限制，并宣布退出《巴黎协定》。哈里斯则倡导绿色新政，承诺重返《巴黎协定》，并大力投资清洁能源，逐步减少对化石燃料的依赖。

总体来看，特朗普的政策倾向于减税和放松监管以刺激经济增长，而哈里斯的政策则更注重社会公平和环境保护，通过增加对高收入者和企业的税收来支持其政策计划。两位候选人的政策都将对美国的财政赤字和债务水平扩张产生显著影响，但具体的影响方向和程度存在差异。特朗普的政策可能会导致财政赤字进一步扩大，而哈里斯的政策虽然也会导致赤字增加，但幅度可能相对较小，财政扩张力度也可能更温和。

三、不同大选结果大类资产应对策略

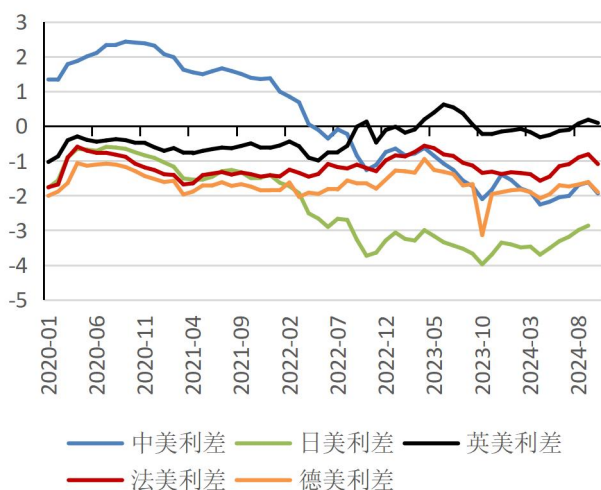
3.1 美债：胜选者能否成功控制两院是美债的关键

由于美国财政政策的制定并非总统一人所能决定，它需要国会两院的投票通过以及总统的签署。因此，选举结果中谁获胜并不是最关键的，更重要的是选举结果所反映的国会控制权。如果一位候选人以压倒性优势胜出，并在选举中获得两院的多数支持，且两院均倾向于扩大财政支出，这将对美债市场构成利空。相反，如果选举结果导致两党势均力敌，各自控制一个议院，尽管特朗普和哈里斯都有扩大财政的意愿，但由于政策分歧或难以达成共识——一方主张减税，另一方主张增加开支，最终可能导致财政扩张受限，从而可能对美债市场产生利多效应。

3.2 美元：短期存在支撑，但估值和关税仍为主要不确定性

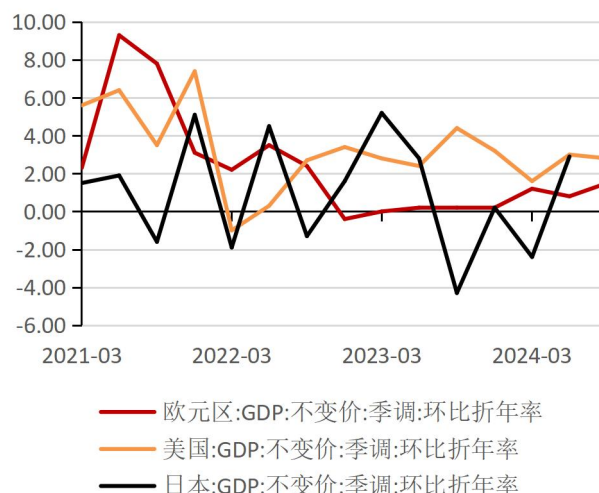
从利差角度来看，全球其他央行已经开始降息，所以美国的息差优势在短期内预计将会持续维持。由于经济数据的回暖，美债利率从 3.6% 重新回升至 4% 以上，这也为美元提供了强有力的支撑。尽管美国在过去几年实施了大规模的货币宽松政策，美国在疫情之后经济增速明显高于其他主要发达经济体，导致通胀率居高不下，美元指数却仍处于周期性的高点，显示出美元的估值存在高估情况。长期角度来看，美元存在较大的下行风险。

图 3：主要国家和美国利差



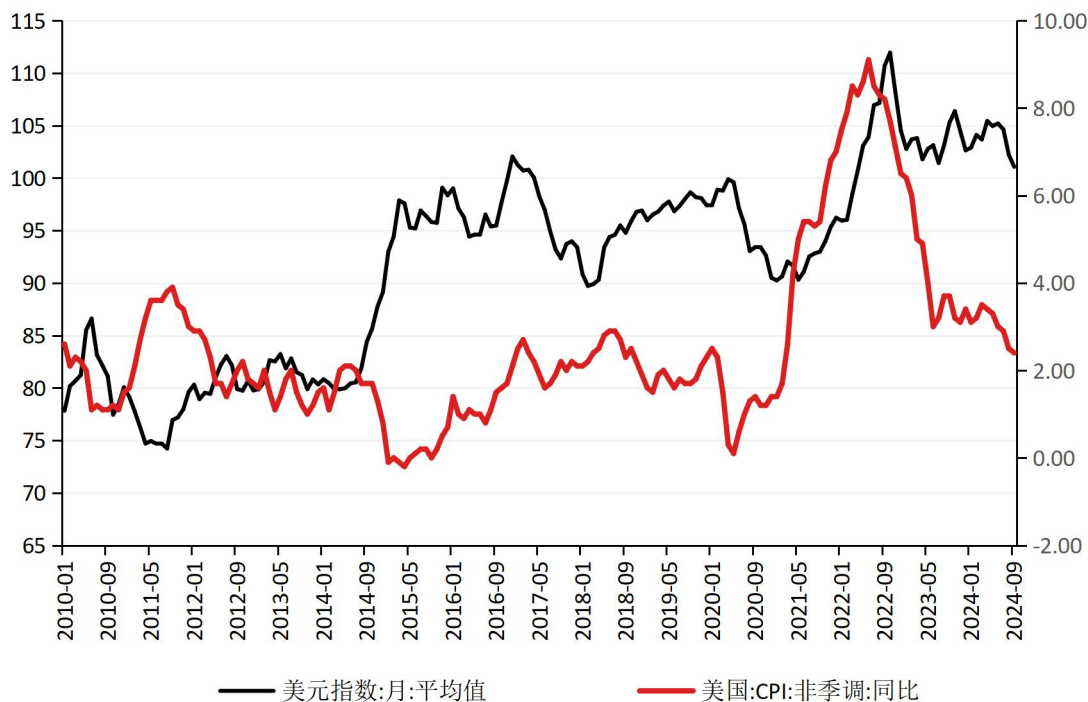
数据来源：WIND、国联期货研究所

图 4：主要发达国家 GDP 环比



数据来源：WIND、国联期货研究所

图 5 美元指数和美国 CPI



数据来源：WIND、国联期货研究所

若特朗普当选，其政策主张多倾向于促进增长和通胀，同时他的关税政策可能会对美国贸易伙伴国的汇率造成冲击，增加全球市场的不确定性，从而进一步推升美元，支撑其走强。但长期考虑到美联储主席鲍威尔的任期将在 2026 年年中结束，特朗普的宽货币弱美元的政治诉求在未来可能会得以实现，或将压降美元走弱。

相较之下，哈里斯的政策对增长和通胀的刺激作用相对较小，因此，相比于特朗普政策可能带来的强势美元效应，哈里斯的政策可能会导致美元表现更为温和。

如果选举结果导致共和党 and 民主党各自控制一个议院，那么加税政策的推进将面临较大困难，同时财政政策也难以达成一致，最终可能导致财政扩张受限。在这种情况下，对美债市场而言可能是利好消息，而对美元则构成利空。

3.3 黄金：长期延续超配策略，货币属性仍为主要驱动因素

近年来，黄金与实际利率之间的关系发生了显著变化。传统上，黄金价格与实际利率呈现负相关性，即实际利率上升时，黄金作为非生息资产的吸引力下降，价格下跌；反之亦然。但自 2022 年以来，即便美联储大幅加息，实际利率快速上行，黄金价格却逆势上涨，显示出与传统定价规律的背离。

黄金价格的主导因素正在从金融属性转变为货币属性。在当前以美元为主导的全

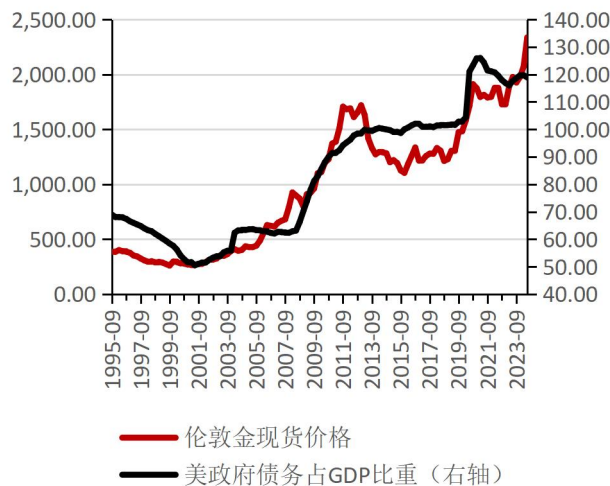
球货币体系下，黄金作为一种重要的补充资产。但美国政府债务占 GDP 的比重持续上升，美国财政赤字和债务规模的扩大，这不仅反映了美国政府偿债能力的减弱，进一步削弱了美元的信用基础。随着美元信用的减弱，黄金作为替代资产和传统避险资产的吸引力增强。此外全球央行为了多元化储备资产，增加黄金储备，从而提升了黄金的货币属性，从而对黄金价格形成支撑。

图 6：金价和实际利率



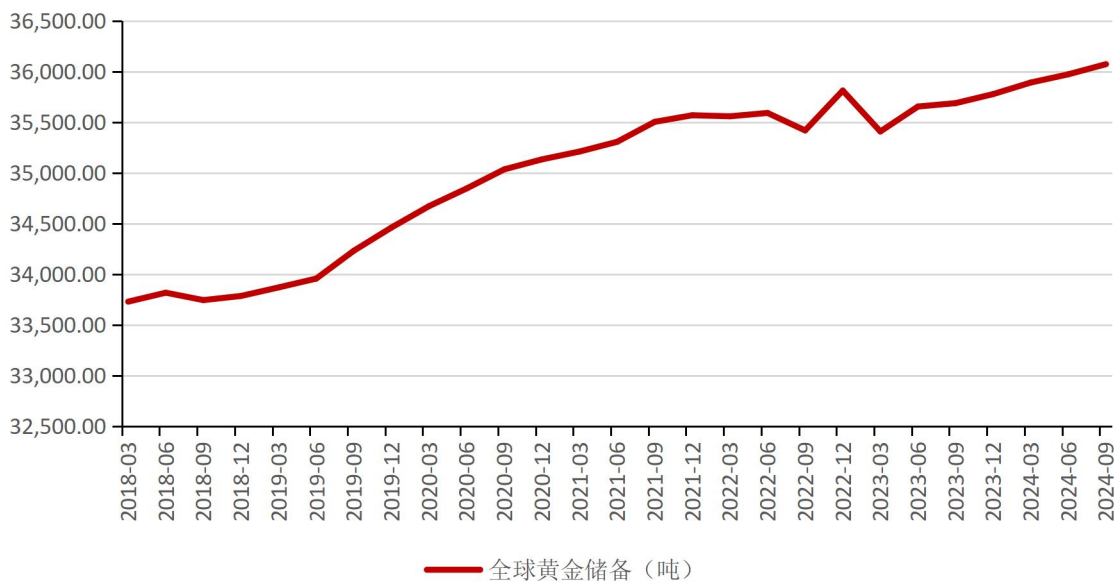
数据来源：WIND、国联期货研究所

图 7：金价和美政府债务占 GDP 比重



数据来源：WIND、国联期货研究所

图 8 全球黄金储备



数据来源：WIND、国联期货研究所

当一位候选人以极大优势击败对手并掌握参众两院时，通常意味着更大规模的财

政刺激政策将会出台。在特朗普上任并且共和党掌握两院的情况下，尽管特朗普个人偏好低利率和弱势美元，以促进出口和减少债务负担，但美联储在面对经济过热和通胀粘性的情况下，可能会考虑减少甚至停止降息，以防止经济进一步过热。在特朗普上任期间，他曾多次公开批评美联储主席鲍威尔的货币政策，并施压要求降息。如果特朗普再次上台，他可能会继续采取更为激进的政策，以刺激经济和促进通胀，这可能会导致“宽财政加紧货币”的政策组合。这种情况下，美债发行量增加，市场对美国债务问题和美元信用的担忧也随之上升，黄金货币属性仍将成为主要驱动因素。然而，考虑到美联储主席鲍威尔的任期将在2026年年中结束，特朗普的宽货币弱美元的政治诉求在未来可能会得以实现。这可能会导致美元信用面临进一步的危机，因为特朗普的政策倾向可能会增加通胀预期，从而影响美元的稳定性和全球储备货币的地位。在这种情况下由于其对冲货币贬值和通胀的功能，黄金仍具有上行动力。

如果选举结果势均力敌，导致共和党与民主党各控制一个议院，那么尽管双方都倾向于扩大财政支出，但由于政见分歧，政策实施可能会受阻。共和党倾向于通过减税来刺激经济，而民主党则可能更关注增加公共开支。这种分裂可能导致财政政策难以达成大规模的协议，从而限制了财政刺激的规模。在这种情况下，美联储降息阻力降低，美债受到利多影响，而美元可能因为政策不确定性和财政刺激预期减弱而受到利空。黄金金融属性层面在长期“脱锚”后其估值可能得到修复，价格依然具有强支撑。

3.4 A股：整体配置偏中性，大选因素驱动内部风格选择

如果特朗普当选，关税扰动风险将会明显加大，同时激进的财政政策可能意味着美国货币政策可能面临调整，美联储在面临经济过热和通胀粘性时，可能会减少降息空间，以防止经济过热。这将限制中国央行的货币政策宽松空间，因为中美利差的变化会影响资本流动和人民币汇率。同时，特朗普的高关税壁垒政策对外需构成压力，可能导致中国出口下降。这种外部压力可能促使中国政府加大内需刺激政策，以稳定经济增长。在财政政策方面，可能会有更多的宽财政政策出台，以引导内需发力。

如果共和党没能顺利拿下众议院，在“特朗普+民主党众议院”情形下，特朗普国内政策日程受阻反而会加大关税作为优先政策推进的可能性。若关税政策完全实施，短期不可避免的对出口带来压力，进而影响经常账户修复，从而对股指流动性带来消极影响。在股指风格结构层面，特朗普的政策可能会促使市场风格从外需驱动转向高

股息股票。沪深 300 指数将表现相对强于中证 500 和中证 1000 指数。

如果哈里斯当选，虽然出口限制难以出现松动，但至少也不会大幅改变现状。今年中国出口增速回暖上行，为 2024 年前三季度经济增长提供重要支撑。前三季度中国出口景气向好一部分源于低基数效应，但更主要来自外部经济环境修复超预期的推动。“一带一路”的深入推进，中国企业出口与海外拓展齐头并进，进一步提升了我国外贸国别的多元化。同时随着美国降息开启，国内货币政策逐渐打开，中美利差存在边际缩减趋势，人民币汇率贬值压力减小。国内股指市场有望形成经常、资本双账户驱动格局。股指内部风格方面，对市场流动性和估值敏感的小盘成长风格或将跑赢大盘价值风格，中证 1000 指数或将表现强势。

3.5 中债：大选非主要影响因素，上下方均有明显支撑

特朗普的高关税壁垒政策对外需构成压力，可能导致中国出口下降。这种外部压力可能促使中国政府加大内需刺激政策，以稳定经济增长。在财政政策方面，可能会有更多的宽财政政策出台，以引导内需发力。今年以来的陆续出台的政策表明，中国政策制定部门已经意识到内需的重要性，并在政策上做出了相应的调整。

虽然宽财政会增加中债的供应，但利率上行幅度依然有限。一方面，地方政府仍存在化债压力，需要维持较低的融资成本以缓解债务负担。另一方面，中央金融工作会议和货币政策执行报告均提出要进一步降低实体企业融资成本，显示出广谱利率的下行仍是大势所趋。推动企业融资和居民信贷成本稳中有降，货币政策将倾向于维持较低的利率水平以支持实体经济。

但国债下行空间依然有限。由于美国经济数据的回暖，美债利率从 3.6% 重新回升至 4% 以上，这也为美元提供了强有力的支撑。为维护汇率稳定，国内基准利率短期下降空间有限。同时央行相关政策指引控长端利率态度明确，当前债市追涨性价比不高，未来债券端价格或将很难出现前期大幅上涨行情。

因此，虽然宽财政政策可能会引导内需发力，但在利率政策上，中国央行可能会保持谨慎，以避免过度的资本流出和汇率波动。

免责声明

本报告中信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述期货操作的依据。由于报告在撰写时融入了研究员个人的观点和见解以及分析方法，如与国联期货发布的其他信息有不一致及有不同的结论，未免发生疑问，本报告所载的观点并不代表国联期货公司的立场，所以请谨慎参考。我公司及其研究员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

本报告所提供资料、分析及预测只是反映国联期货公司在本报告所载明日期的判断，可随时修改，毋需提前通知。

本报告版权归国联期货所有。未经书面许可，任何机构和个人不得进行任何形式的复制和发布。如遵循原文本意的引用，需注明引自“国联期货公司”，并保留我公司的一切权利。

期市有风险 投资需谨慎

联系方式

国联期货研究所无锡总部

地址：无锡市金融一街8号国联金融大厦6楼（214121）

电话：0510-82758631

传真：0510-82758630

国联期货研究所上海总部

地址：上海市浦东新区滨江大道999号高维大厦9楼（200135）

电话：021-60201600

传真：021-60201600