

证券研究报告

平安观大选系列（十）

解构特朗普政府：从政策到内阁，本轮“政治周期”将如何影响大类资产？（下篇）

证券分析师

魏 伟 投资咨询资格编号：S1060513060001、BOT313

周 畅 投资咨询资格编号：S1060522080004

郭子睿 投资咨询资格编号：S1060520070003

研究助理

校 星 一般从业资格编号：S1060123120037

2024年12月5日

请务必阅读正文后免责声明

核心观点

■ 截至12月5日，特朗普已完成15位内阁级部长及多名其他内阁级官员的提名，新任政府雏形出现。本篇报告将对新任政府提名人选及其政策主张进行分析，同时结合本篇章上篇的政策深度分析，试图从短、中、长期分别分析特朗普执政2.0时期对大类资产的影响。

■ 行政权：关键岗位提名人有何特点？

➤ **特朗普执政1.0时期：**1) 调整内阁成员结构，以倾力于其重点执政领域；2) 高频更换内阁人员，确保人员的忠诚及与其政治思路的高度一致；3) 内阁成员提名速度较快，同时参议院归属共和党的情形下，提名的内阁成员获批几乎无阻力。

➤ **特朗普执政2.0时期：相较于1.0时期，本次提名人选有明显的三大特点：**

- 1) 剔除建制派，从外围挑人，重用商界人士，重执行力轻资历，符合特朗普要改造政府架构、抵抗“深层政府”理念；
- 2) 更重视个人忠诚度，人选本身与特朗普MAGA理念有着高度相似，主要可分为三类：一是特朗普执政1.0时期拥护者，且后续在国会山事件等特朗普风险事件中公开为其辩论、站场的，例如国务卿人选卢比奥、常驻联合国代表斯特凡尼克等；二是特朗普三次总统竞选的核心团队成员及背后长期捐款人士，如白宫幕僚长人选怀尔斯、商务部部长人选卢特尼克等；三是媒体上公开且频繁为特朗普发声的人士，如曾任Fox主持人的国防部长人选海格塞斯和交通部长人选达菲；
- 3) 更年轻化，多位提名人选为“80后”，或为4年任期结束后留下政治遗产、延续政治影响力而进行布局。

■ 行政权：关键岗位提名人有何倾向？

➤ **财政关键岗位：**贝森特政策大方向与特朗普一致，更加强调控制赤字、美元中心地位，并主张逐步、分层加征关税，同时新设的政府效率部门亦致力于削减政府开支，但预计削减开支举措实施效果或有限；

➤ **能源政策关键岗位：**环保署长、能源部长、内政部长兼国家能源委员会主席与特朗普支持传统能源扩产的目标高度一致，支持传统能源开发、反对拜登的新能源政策、主张减轻能源行业监管，同时近期采访曾透露特朗普或优先颁布能源政策；

➤ **外交政策关键岗位：**对外更鹰，贯彻“美国优先”的新孤立主义理念，减少对外资源投入，避免卷入外部冲突，俄乌问题方面意图快速解决，让美国从俄乌战场上脱身，而中东问题方面则继续支持以色列，提名支持以色列、反对伊朗的外交政策鹰派斯特凡尼克为下一任美国驻联合国大使；

➤ **贸易政策关键岗位：**一则，商务部权力在贸易领域权力有所提升，将直接负责美国贸易代表办公室；二则贸易领域人选呈现“大部分激进、小部分温和”的特点，激进派主张全面提高关税税率，温和派主张将关税作为谈判策略，而非目的，并建议逐步分层加税。

核心观点

- **立法权+司法权：**在特朗普当选总统+共和党横扫国会+三位大法官为特朗普任命且仍有可能继续提名新的大法官的情形下，本届美国政府或呈一党独大的新政治局面，本应分立的立法权、行政权及司法权或将出现统一倾斜，特朗普政策主张或将更快效率落地。
- **资产走势：短、中、长期三个维度看本轮特朗普执政如何影响大类资产？**
 - **短期看市场情绪：**不确定性下降，风险偏好提升，与历次大选年经验一致，“特朗普交易”或持续延续到其正式上任，同时警惕政府交接期的风险事件，如俄乌问题再度升温等。短期美元、黄金是否再度上行取决于地缘局势等非利率因素，但即使短期因为避险因素而上行，其维持的时间也不会太久。
 - **中期看政策效果：**从“里根大循环”看本轮特朗普执政时期政策效果，特朗普系列政策或推动非美货币贬值及资本流出的压力加大，资金倾向于流入美国，同时强美元+高利率将进一步加强资金流入美国的趋势，或将形成“特朗普大循环”。但从效果来看，“特朗普大循环”程度及时长取决于政策实际效果，目前来看效果较弱：一则，本轮减税变动幅度不大，且并未提及降低个人所得税税率，只是取消对小费征税，整体减税政策效果有限；二则，财政扩张压力加大，关键在于新财长、新设的政府效率部门等能否有效降低赤字，目前来看预计削减开支效果或有限；三则，美国再通胀风险加大，可能影响资金回流。
 - **长期看战略方向：**制造业回流为两党共识，根本为维护美国产业安全，目标在于把握核心技术、降低对外“依赖度”，或将持续推动制造业回流。整体来看，2009年至今，美国制造业衰退趋势有所扭转，回流取得一定成效，但空心化等问题仍较严重，且对华依赖度仍较高。从细分行业来看，高端制造回流明显，其优先级别最高，也与回流政策要求相吻合，其中电子、柔性制造、信息及通信等板块回流效果尤其显著；低端制造更多通过进口来源地多元化降低“单一依赖度”，中端制造回流效果一般，部分产品进口增速持续高于美国国内出货增速。往后看，全球供应链重构，部分经济体与美国供应链关系或将更紧密，将有所利好，同时中国中端产业出海、高端产业自主可控或迎来结构性机会。
 - **大类资产走势：**1) 美股：偏积极，指数上涨或更多依靠盈利的增长，关注科技及顺周期板块；2) 美债：短端美债利率仍取决于美联储降息路径，明年仍有一定下行空间，长端利率更可能受发行规模上行及特朗普政策影响而出现中枢抬升；3) 美元：偏强运行，明年或将呈现先跌后涨的趋势；4) 人民币：承压将加大，但仍有一定韧性，不必对人民币贬值过于悲观，明年或呈现先上后下的趋势。
- **风险提示：1) 美国政坛发生风险事件；2) 美国经济下行风险超预期；3) 国际地缘形势变化超预期；4) 历史经验不代表未来。**



目录 CONTENTS

1 行政权：关键岗位提名人有何特点和倾向？

- 1.0 内阁结构：负责协助总统管理政府事务的20多位部长级官员组成的团体
- 1.1 特朗普1.0特点：提名快且高频换人，以确保内阁人员的忠诚及与其政治思路的高度一致
- 1.2 特朗普2.0特点：更契合MAGA理念，更重视个人忠诚度，更年轻，重执行力轻资历
- 1.3 财政关键岗位：强调控制赤字，并主张逐步、分层加征关税，但预计削减开支效果或有限
- 1.4 能源关键岗位：支持传统能源开发、反对拜登的新能源政策、主张减轻能源行业监管
- 1.5 外交关键岗位：对外更鹰，贯彻“美国优先”的新孤立主义理念，减少对外资源投入
- 1.6 贸易关键岗位：人选呈现“大部分激进、小部分温和”的特点，温和派建议逐步分层加税

2 立法权+司法权：共和党横扫国会+三位大法官为特朗普任命，影响几何？

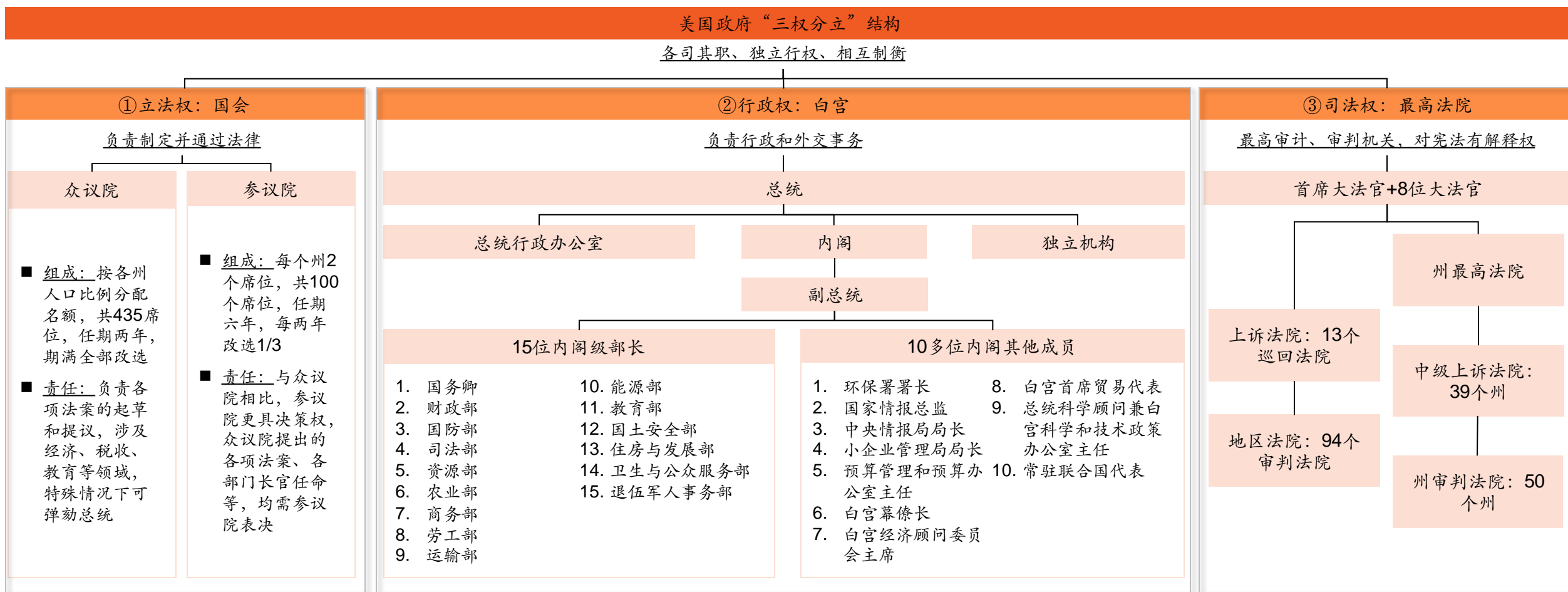
3 资产走势：短、中、长期三个维度看本轮特朗普执政如何影响大类资产？

- 3.1 短期看市场情绪：“特朗普交易”或延续到其上任，警惕政府交接期的风险事件
- 3.2 中期看政策效果：从美元循环角度看，有可能推动强美元+高利率，从而推动资金回流
- 3.3 长期看战略方向：制造业为两党共识，高端回流明显，中端较差，低端更多为产地多元化
- 3.4 大类资产展望：美股偏积极，美债下行空间有限，美元偏强运行，人民币承压加大

1.0 总统内阁：为负责协助总统管理政府事务的部长级官员组成的团体

■ 美国总统的内阁是由总统任命的、负责协助总统管理政府事务的部长级官员组成的团体，通常为包括副总统、15位部长等在内的20多位官员。流程上，除了副总统、白宫幕僚长可由总统直接任命外，其余职位均需由总统提名，并经参议院确认方可正式就职。

图表1 美国政府“三权分立”结构及总统内阁组成



1.1 特朗普1.0特点 (1/2)：调整内阁成员结构，以倾力于其重点执政领域，同时高频更换内阁人员，确保人员的忠诚及与其政治思路的高度一致

- 预计本次特朗普执政后或再次对内阁成员的结构进行调整。复盘特朗普执政1.0时期，其就重点执政领域对内阁成员的结构进行了调整，如撤销经济顾问委员会主席、提拔中央情报局局长入内阁等，预计本次特朗普执政2.0时期或将再次对内阁成员结构进行调整。
- 高频更换内阁人员，以确保高忠诚度及与其政治思路的高度一致。高频更换内阁人员是特朗普执政特点之一，在特朗普执政1.0时期，有16个内阁职位出现过换人，如2018年将国务卿从蒂勒森换为蓬佩奥、2019年国防部部长从马蒂斯换为埃斯珀、内政部长从津克换为伯恩哈特。特朗普本人看重忠诚度和能力，通过高频换人来确保内阁人员的忠诚及与其政治思路高度一致。

图表2 特朗普执政1.0时期内阁人员出现高频更换

美国内阁组成		特朗普执政1.0时期任职人员	美国内阁组成		特朗普执政1.0时期任职人员	美国内阁组成		特朗普执政1.0时期任职人员	
副总统		Mike Pence	教育部长		Betsy DeVos	环保署署长		<ul style="list-style-type: none"> ■ 2017-2018: Scott Pruitt ■ 2019-2021: Andrew Wheeler 	
15位 部门 长	国务卿	<ul style="list-style-type: none"> ■ 2017-2018: Rex Tillerson ■ 2018-2021: Mike Pompeo 	15位 部门 长	退伍军人事务部长	<ul style="list-style-type: none"> ■ 2017-2018: David Shulkin ■ 2018-2021: Robert Wilkie 	国家情报总监		<ul style="list-style-type: none"> ■ 2017-2019: Dan Coats ■ 2019-2021: John Ratcliffe 	
	财政部长	Steven Mnuchin		国土安全部长	<ul style="list-style-type: none"> ■ 2017: John Kelly ■ 2018-2021: Kirstjen Nielsen 	中央情报局局长		<ul style="list-style-type: none"> ■ 2017-2018: Michael Richard Pompeo ■ 2018-2021: Gina Cheri Haspel 	
	国防部长	<ul style="list-style-type: none"> ■ 2017-2019: James Mattis ■ 2019-2021: Mark Esper 		卫生与公共服务部长	<ul style="list-style-type: none"> ■ 2017: Tom Price ■ 2018-2021: Alex Azar 	小企业管理局局长		<ul style="list-style-type: none"> ■ 2017-2018: Linda McMahon ■ 2020-2021: Jovita Carranza 	
	司法部长	<ul style="list-style-type: none"> ■ 2017-2018: Jeff Sessions ■ 2019-2021: William Barr 		住房与城市发展部长	Ben Carson	预算管理和预算办公室主任		<ul style="list-style-type: none"> ■ 2017-2018: Mick Mulvaney ■ 2019-2020: Russell Vought ■ 2020-2021: Mark Ezra Zadiel 	
	内政部长	<ul style="list-style-type: none"> ■ 2017-2019: Ryan Zinke ■ 2019-2021: David Bernhardt 		交通部长	Elaine Chao	白宫幕僚长		<ul style="list-style-type: none"> ■ 2017: Reince Priebus ■ 2017-2018: John Francis Kelly ■ 2020-2021: Mark Randall Meadows 	
	农业部长	Sonny Perdue		能源部长	<ul style="list-style-type: none"> ■ 2017-2019: Rick Perry ■ 2019-2021: Dan Brouillette 	白宫经济顾问委员会主席		■ 特朗普时期撤销该职位的内阁级别	
	商务部长	Wilbur Ross				白宫首席贸易代表		Robert Lighthizer	
	劳工部长	<ul style="list-style-type: none"> ■ 2017-2019: Alexander Acosta ■ 2019-2021: Eugene Scalia 				总统科学顾问兼白宫科学和技术政策办公室主任		■ 该职位在拜登任职时才提升至内阁级别	
								其他内阁成员	

资料来源：美国国会、白宫官网、美联社，平安证券研究所；标黄为特朗普执政1.0时期更换过人员的岗位

1.1 特朗普1.0特点 (2/2)：内阁成员提名速度较快，同时参议院归属共和党的情形下，提名的内阁成员获批几乎无阻力

- 预计本次将在大选后4-5周内陆续确定内阁各职位人员。复盘特朗普执政1.0时期内阁人员提名情况，从大选日到特朗普方对外宣布人选，整体耗时4.3周，较快于其他届政府。
- 参议院归属共和党，总统提名的内阁成员基本将顺利获批。复盘以往新任政府组建时，基于对新任总统的尊重，参议院顺利通过大部分内阁人员提名。同时本次大选参议院归属共和党，在此情形下，特朗普提名的内阁成员在审批上几乎无阻力，基本将顺利获批。

图表3 特朗普执政1.0时期耗时4.3周完成内阁人员提名

美国内阁组成	提名人员	特朗普提名时间	从选举日至正式提名之间耗时(周)
国务卿	Rex Tillerson	2016/12/13	4.9
财政部长	Steven Mnuchin	2016/11/30	3.0
国防部长	James Mattis	2016/12/6	3.9
司法部长	Jeff Sessions	2016/11/18	1.3
内政部长	Ryan Zinke	2016/12/15	5.1
农业部长	Sonny Perdue	2017/1/19	10.1
商务部长	Wilbur Ross	2016/11/30	3.0
劳工部长	Alexander Acosta	2016/12/8	4.1
教育部长	Betsy DeVos	2016/11/23	2.0
能源部长	Rick Perry	2016/12/14	5.0
国土安全部长	John Kelly	2016/12/12	4.7
交通部长	Elaine Chao	2016/11/29	2.9

美国内阁组成	提名人员	特朗普提名时间	从选举日至正式提名之间耗时(周)
住房与城市发展部长	Ben Carson	2016/12/5	3.7
退伍军人事务部长	David Shulkin	2017/1/11	9.0
卫生与公共服务部长	Tom Price	2016/11/29	2.9
环保署署长	Scott Pruitt	2016/12/8	4.1
国家情报总监	Dan Coats	2017/1/5	8.1
中央情报局局长	Michael Pompeo	2016/11/18	1.3
小企业管理局局长	Linda McMahon	2016/12/7	4.0
预算管理和预算办公室主任	Mick Mulvaney	2016/12/16	5.3
白宫幕僚长	Reince Priebus	2016/11/13	0.6
白宫首席贸易代表	Robert Lighthizer	2017/1/3	7.9
常驻联合国	Nikki Haley	2016/11/23	2.0

整体平均耗时：4.3周

1.2 特朗普2.0特点：提名更快，17天时间完成15位部长候选人提名

■ 截至11月23日，特朗普已完成15位部长候选人及多位内阁其他重要岗位提名，共耗时17天，提名速度较执政1.0时期更快。

图表4 特朗普新任政府雏形初现

资料来源：美联社，平安证券研究所



1.2 特朗普2.0特点：更契合MAGA理念，更重视忠诚度，更年轻化，重用商界人士，重执行力轻资历，符合特朗普要改造政府架构、抵抗“深层政府”理念

■ 特朗普2.0政府人选呈现出明显的三大特点：

- **特点一：剔除建制派，从外围挑人，重用商界人士，重执行力轻资历。**从目前已提名的人来看，大部分人选之前并不具备公职工作经验，更多反而为商界、媒体行业的高管及社会知名人士，与特朗普1.0时期形成鲜明对比，背后原因或在于：其第一任期时尚未具备足够的人脉，因此要与共和党建制派建立合作关系，启用相关人员，但也为后续他与相关人员的政策矛盾埋下了伏笔。而这一次，经过8年政坛历练，特朗普无需再依赖建制派的辅政，此次选人呈现出明显的与建制派切割的迹象，或将清理所谓的“华盛顿沼泽”即“深层国家”，同时利用外围资历较浅但执行力强的人士进行大刀阔斧的改革，符合特朗普要改造政府架构、抵抗“深层政府”的理念。
- **特点二：更重视个人忠诚度，人选本身与特朗普MAGA理念有着高度相似。**本次提名人基本均为特朗普忠实追随者，均公开表态支持特朗普多年，大致可分为三类：一是特朗普执政1.0时期拥护者，且后续在国会山事件等特朗普风险事件中公开为其辩论、站场的，例如国务卿人选卢比奥、常驻联合国代表斯特凡尼克等；二是特朗普三次总统竞选的核心团队成员及背后长期捐款人士，如白宫幕僚长人选怀尔斯、商务部部长人选卢特尼克等；三是媒体上公开且频繁为特朗普发声的人士，如曾任Fox主持人的国防部长人选海格塞斯和交通部长人选达菲。
- **特点三：多位“80后”人选，更年轻化。**多位提名人选为“80后”，如国防部人选海格塞斯、常驻联合国代表人选斯特凡尼克等，人选呈现更年轻化趋势，或为4年任期结束后留下政治遗产、延续政治影响力而进行布局。

图表5 特朗普新团队部分重要成员并无公职经历

资料来源：美联社、新华社、平安证券研究所

职位	姓名	过往背景
财长	贝森特	1991年任索罗斯基金管理公司高管，2011年至2015年为首席投资官，2015年创立投资公司Key Square Group。
国防部长	海格塞斯	2003年为明尼苏达国民警卫队步兵军官，曾部署到伊拉克、阿富汗。2019年重新加入国民警卫队，2020年退役。2014年担任福克斯主持人。
商务部长	卢特尼克	出生犹太家庭，1983年就职于金融机构Cantor Fitzgerald，1996年成为董事长，“911”中员工无一幸存，公司重建后现为一级交易商之一。
能源部长	赖特	1992年创立了Pinnacle Technologies，该公司帮助启动了商业页岩气生产，并创建了水力压裂测绘行业。2010年，赖特创立了Liberty Energy，并担任首席执行官。
政府效率部 联席负责人	马斯克	出生于南非，1995年创办Zip2、PayPal，2002年成立SpaceX，2004年投资特斯拉，2006年创办SolarCity，2022年收购Twitter，常年位于福布斯富豪榜前列。
	拉马斯瓦米	出生印度移民家庭，2014年以来陆续创立了5家公司，曾以共和党人身份参与2024年总统选举，后退出并宣布全力支持特朗普。

1.3 财政关键岗位：贝森特政策大方向与特朗普一致，更加强调整控制赤字、美元中心地位，并主张逐步、分层加征关税，但预计削减开支举措实施效果或有限

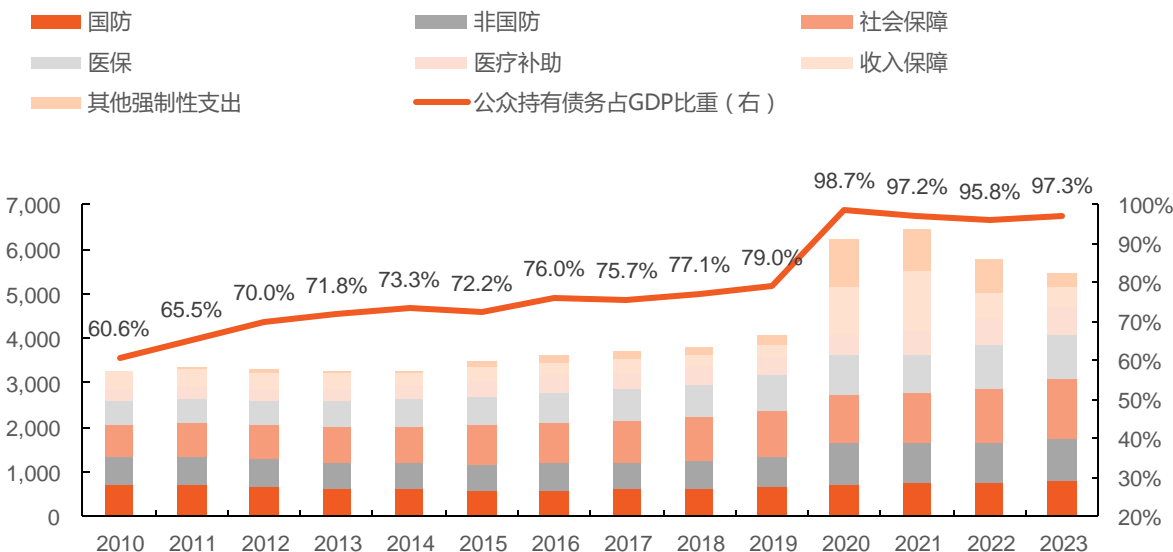
- 贝森特政策主张大方向与特朗普一致，但更加强调整控制赤字、美元中心地位，并主张逐步、分层加征关税。贝森特“3-3-3”经济计划具体为：1) 2028年将赤字降至GDP的3%；2) 通过放松监管和其他经济增长政策将GDP增速提至3%；3) 每天增加300万桶石油产量以对抗通胀。税收方面，贝森特主张延长或永久实施减税法案；货币方面，认为美元中心地位是一种资产，主张保持其世界储备货币地位，并放弃“影子联储”主张；贸易方面，主张逐步、分层加征关税。整体来看，贝森特相较特朗普更加强调整控制赤字，以及美元中心地位，而在贸易政策方面相对温和。
- 尽管贝森特主张控制赤字，同时特朗普成立政府效率部门以削减开支，但考虑到刚性支出占比较大，预计削减开支举措实施效果或有限，可供削减的支出占比或难超10%。拆分美国财政支出，其中社会保障、医保、医疗补助、收入保障等支出为强制性支出，2000-2023年该部分支出呈上升趋势，平均占总支出比重为64%，占比波动较小。而剩下约占四成的非强制性支出主要包含国防、非国防（其中利息支出约占一成），二者规模基本差不多，叠加特朗普主张扩大国防开支，且利息也为刚性支出，因此可供削减的支出占比或难超10%。参考2024财年财政支出为6.75万亿美元，10%则对应6750亿美元，远不及特朗普政府效率部门主张的2万亿美元的支出削减规模。

图表6 斯科特·贝森特主要政策主张

政策领域	主张	具体内容
税收政策	延长或永久实施《减税和就业法案》	认为特朗普的减税政策有利于企业和经济增长。贝森特曾在FOX新闻采访中表示，“延长或永久实施《减税和就业法案》是当务之急”。
财政政策	削减开支，控制赤字	是贝森特“3-3-3”计划中的一部分，具体内容为到2028年将赤字降至GDP的3%。贝森特曾在FOX新闻采访中表示，联邦政府的强制性支出（尤其是社会保障和医疗保险福利计划）是预算赤字的主要驱动因素。他认为对于即将上任的特朗普政府来说，更现实的做法是集中精力控制可自由支配的支出（这在联邦预算中只占很小一部分），为未来政府实施福利改革创造动力。
贸易政策	主张逐步、分层加征关税	贝森特称关税为实现总统外交政策目标的有用工具，但同时也呼吁逐步“分层次”征收关税。
监管政策	放松监管	是贝森特“3-3-3”计划中的一部分，具体内容为通过放松监管和其他促进增长的政策将GDP增速提高到3%。贝森特曾在FOX新闻采访中表示，实现3%经济增长目标将通过放松管制、增加美国能源产量、抑制通胀以及为人们的投资信心提供前瞻性指引来实现。
货币政策	放弃“影子联储”主张	贝森特在彭博社采访中表示放弃此前他提出的“影子联储”主张，并认为“影子联储”是一个“糟糕的决定”。
美元政策	保持美元作为世界储备货币的地位	贝森特认为美元的中心地位是一种资产，因为美元的地位使美国能够利用其境外制裁权（针对境外实体）来影响或惩罚其行为。
能源政策	扩大原油生产，降低油价	是贝森特“3-3-3”计划中的一部分，具体内容为通过每天增加300万桶石油产量。贝森特曾在FOX新闻采访中表示，鉴于能源和汽油价格是通胀衡量中反映家庭预算的关键因素，提高能源产量将有助于降低未来的通胀预期。

资料来源：FOX News, 彭博社, CNBC, Responsible Statecraft, 平安证券研究所

图表7 美国财政支出拆分（十亿美元）



资料来源：CBO, 平安证券研究所；注：其中社会保障、医保、医疗补助、收入保障以及其他强制性支出属于强制支出范畴

1.4 能源政策关键岗位：环保署长、能源部长、内政部长兼国家能源委员会主席与特朗普支持传统能源扩产的目标高度一致，且表态将能源政策或优先颁布

- 环保署署长、能源部部长、内政部长兼国家能源委员会主席的主张与特朗普支持传统能源扩产的目标高度一致。整体来看，三者均倡导石油、天然气等传统能源开发，恢复美国能源主导地位；反对拜登的新能源相关政策；主张减轻能源行业监管。其中，内政部长伯古姆还被特朗普任命为国家能源委员会主席。据美联社报导，该部门职权涉及能源许可、生产、发电、分配、监管和运输，主要目的为通过减少繁琐手续、加强私营部门对经济各个领域的投资，以及通过专注于创新而不是监管来恢复美国能源主导地位。该部门的成立目的与伯古姆主张高度一致，也与其在担任北达科他州州长时提出的大型管道计划相匹配。
- 从能源政策相关官员主张高度一致以及官员近期表态中或可窥知能源政策可能在特朗普上任后优先颁布。环保署长李·泽尔丁被任命后在FOX新闻采访中表示，特朗普上任 100 天内将“撤销”那些导致企业“陷入困境”并“迫使”它们迁往海外的监管规定，指向能源政策或优先颁布。

图表8 与能源政策制定相关的官员及其主张

职位	姓名	政策主张
环保署长	李·泽尔丁	1) 在FOX新闻采访中表示，在特朗普政府执政的前 100 天里，共和党将“撤销”那些导致企业“陷入困境”并“迫使”它们迁往海外的监管规定。
		2) 主张恢复美国的能源主导地位，振兴汽车行业以恢复美国的就业。
		3) 在环境审查和维护方面制定新的标准，让美国能够以健康和结构良好的方式发展。
		4) 反对拜登的《通胀削减法案》；在担任众议员期间，曾多次反对清洁水、清洁空气的立法；反对在白宫内设立气候适应力办公室；支持美国退出促进全球气候谈判；在竞选州长期间，泽尔丁承诺要撤销纽约州2015年对水力压裂的禁令。
能源部长	克里斯·赖特	1) 大力倡导石油和天然气开发，包括水力压裂法，反对限制化石燃料燃烧温室气体排放。
		2) 对气候变化是否是极端天气事件的驱动力表示怀疑，支持减少能源领域监管，反对政府清洁能源的补贴，并认为唯一类似于气候变化危机的是那些以气候变化为名的倒退、压制机会的政策。
		3) 赖特表示将“全身心投入能源领域”，包括石油、天然气、核能、太阳能和地热能，但此前他曾对那些认为太阳能或风能更利于环境的倡导者提出了严厉批评，并列举了风能或太阳能发电场建设所需的庞大能源量。
内政部长&国家能源委员会主席	道格·伯古姆	1) 支持石油行业，并攻击拜登总统的能源政策。
		2) 主张专注于创新而非监管来解决国家面临的挑战，扩大美国能源，并通过向盟友出售能源（而不是让他们从对手那里购买能源）来让世界更清洁、更安全。
		3) 曾在担任州长时在北达科他州制定大型管道计划，并提出2030 年使北达科他州实现碳中和的目标，部分方法是使用碳捕获、氢气和生物燃料。

1.5 外交政策关键岗位：对外更鹰，贯彻“美国优先”的新孤立主义理念，减少对外资源投入，避免卷入外部冲突

- 本次仍将延续特朗普孤立主义外交政策。特朗普在竞选时多次表示要尽快结束俄乌冲突，同时也要结束巴以冲突，背后目的还是在于意图让美国尽快从俄乌战场上脱身，不愿继续投入大量的资源，也要放手让以色列自己解决周边安全问题，整体指向或将延续特朗普孤立主义外交政策的延续。观整个2.0时期内阁外交团队人选，仅卢比奥此前有过对外事务经验，其他人选未有经验，但在外交主张上与特朗普保持高度一致。
- 俄乌问题方面，意图快速解决，让美国从俄乌战场上脱身。除了多次表态“将停止对乌克兰援助，尽快解决俄乌战争”以外，特朗普还在11月27日任命基思·凯洛格担任俄乌冲突问题特使，这也将标志特朗普对快速解决俄乌战争的急迫，凯洛格曾任特朗普执政时期白宫国家安全委员会幕僚长及副总统彭斯的国家安全顾问，并此前接受媒体访问时表示“将促使俄乌双方迅速坐到谈判桌，如果乌克兰拒绝，美国将停止援助”。
- 中东问题方面，表示支持以色列，并提名支持以色列的外交政策鹰派埃利斯·斯特凡尼克为下一任美国驻联合国大使。斯特凡尼克一直是以色列的坚定支持者，特别是在以色列与加沙哈马斯进行的战争以及对黎巴嫩真主党的空袭期间，她支持以色列取缔联合国巴勒斯坦救济和工程处的决定，因为“该机构的工作人员被以色列指控协助哈马斯激进分子”。同时，斯特凡尼克也是伊朗鹰派人物，其在获得提名后明确表示“美国已经准备好重新加入特朗普总统对伊朗实施的极限施压政策”，或进一步指明特朗普后续在中东问题上的倾向。

图表9 与外交政策制定相关的官员及其主张

职位	姓名	政策主张
副总统	万斯	1) 反对进一步援助乌克兰，支持采取措施尽快实现和平；2) 支持以色列，并主张推动以色列与沙特阿拉伯和其他海湾阿拉伯国家达成良好关系；3) 主张恢复不干涉主义外交政策
国务卿	鲁比奥	1) 主张俄乌问题需通过和平谈判来结束，而不是通过对乌克兰的大规模军事援助排解；2) 将以色列视为中东地区唯一的亲美、自由企业民主国家，并强调如果不支持以色列，则将无盟友再信任美国
国防部长	海格塞斯	1) 非干涉主义，主张避免不必要的海外军事介入，更注重保护美国的核心利益；2) 主张对伊朗采取更激进的军事行动；3) 支持对国防部进行改革，以实现“精英主义、致命性、问责制和卓越性
常驻联合国大使	斯特凡尼克	1) 支持以色列；2) 支持对伊朗实施极限施压政策；3) 支持增加国防预算，确保美国军队的现代化和准备状态
国家情报总监	加巴德	1) 主张“反干涉主义”的外交政策，反对美国在海外进行政权更迭的军事行动；2) 反对制裁俄罗斯；3) 反对中东战乱，支持以色列
国家安全顾问	沃尔兹	1) 支持对伊朗、阿富汗等国家实施施压和制裁；2) 曾大力支持为乌克兰提供武器以抵抗俄罗斯侵略，近期立场有变，表态美国需要重新评估其在乌克兰的目标

1.6 贸易政策关键岗位：人选呈现“大部分激进、小部分温和”的特点，激进派主张全面提高关税税率，温和派主张将关税作为谈判策略，并逐步分层加税

- 商务部权力在贸易领域权力有所提升。11月19日，特朗普提名金融公司Cantor Fitzgerald的首席执行官霍华德·卢特尼克出任商务部长，同时宣布“卢特尼克将领导美国的关税和贸易议程，并直接负责美国贸易代表办公室”，而在之前政府中，美国贸易代表办公室是直接向总统汇报工作的。此举意味着在特朗普执政2.0时期，商务部不仅继续负责国际贸易、出口管制、贸易救济等工作，还将负责领导贸易代表办公室直接与贸易伙伴进行谈判，也指向商务部在外贸方面权力有所提升。
- 关税领域，相关人选呈现“大部分激进、小部分温和”的特点，关注后续商务部长人选卢特尼克的表态。在国务卿、财政部长、商务部长、贸易代表等人选确定后，特朗普执政2.0时期的贸易团队已有雏形。从被提名人倾向来看，呈现出“大部分激进、小部分温和”的特点：一方面，国务卿人选卢比奥、商务部长人选卢特尼克、贸易代表人选格里尔均支持对全球广泛征税，其中对华征税60%；另一方面，财长人选贝森特则较为温和，主张将关税作为谈判策略而不是最终目的，建议采取分阶段增加关税的方式，来减轻关税对美国国内的经济压力。但在贸易政策领域，财长权限可能不如商务部部长，后续关税谈判需关注卢特尼克的态度。

图表10 与贸易政策制定相关的官员及其主张

职位	姓名	政策主张
国务卿	鲁比奥	1) 支持特朗普对全球加征关税等贸易保护主义政策；2) 主张取消部分国家的贸易优惠；3) 修改部分国家最惠国待遇的法案
商务部长	卢特尼克	1) 主张通过提高关税来保护美国工业和工人；2) 支持“泛安全化”特征的经贸政策，主张以国家利益为先，同时加强对人工智能、量子计算等前沿领域关键技术的管制
财长	贝森特	1) 认为关税威胁是一种谈判策略，目的是从其他国家获取让步。将关税视为与贸易伙伴进行谈判的起点；2) 建议将关税“逐步分层实施”，这样任何通胀的影响都会逐步显现，并可以通过去监管等反通胀政策来抵消
贸易代表人	格里尔	1) 支持全球加税政策，并认为关税成本没有转嫁给美国消费者；2) 主张继续实施出口管制和制裁



目录 CONTENTS

1 行政权：关键岗位提名人有何特点和倾向？

- 1.0 内阁结构：负责协助总统管理政府事务的20多位部长级官员组成的团体
- 1.1 特朗普1.0特点：提名快且高频换人，以确保内阁人员的忠诚及与其政治思路的高度一致
- 1.2 特朗普2.0特点：更契合MAGA理念，更重视个人忠诚度，更年轻，重执行力轻资历
- 1.3 财政关键岗位：强调控制赤字，并主张逐步、分层加征关税，但预计削减开支效果或有限
- 1.4 能源关键岗位：支持传统能源开发、反对拜登的新能源政策、主张减轻能源行业监管
- 1.5 外交关键岗位：对外更鹰，贯彻“美国优先”的新孤立主义理念，减少对外资源投入
- 1.6 贸易关键岗位：人选呈现“大部分激进、小部分温和”的特点，温和派建议逐步分层加税

2 立法权+司法权：共和党横扫国会+三位大法官为特朗普任命，影响几何？

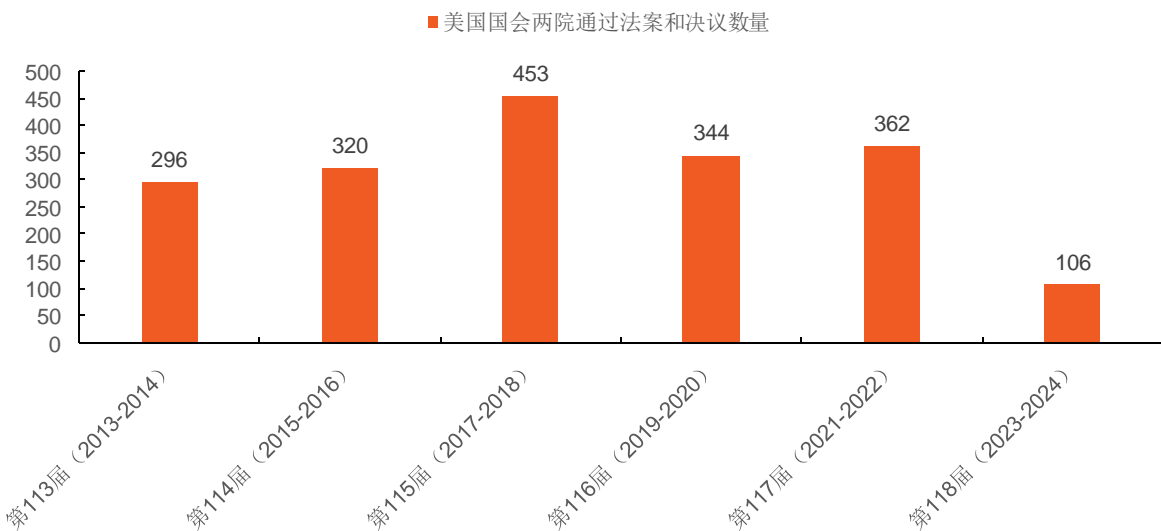
3 资产走势：短、中、长期三个维度看本轮特朗普执政如何影响大类资产？

- 3.1 短期看市场情绪：“特朗普交易”或延续到其上任，警惕政府交接期的风险事件
- 3.2 中期看政策效果：从美元循环角度看，有可能推动强美元+高利率，从而推动资金回流
- 3.3 长期看战略方向：制造业为两党共识，高端回流明显，中端较差，低端更多为产地多元化
- 3.4 大类资产展望：美股偏积极，美债下行空间有限，美元偏强运行，人民币承压加大

2.0 本届政府特点：特朗普任总统+共和党横扫国会+三位大法官为特朗普任命，分立的三权或将出现统一倾斜，从而呈现一党独大的新政治局面

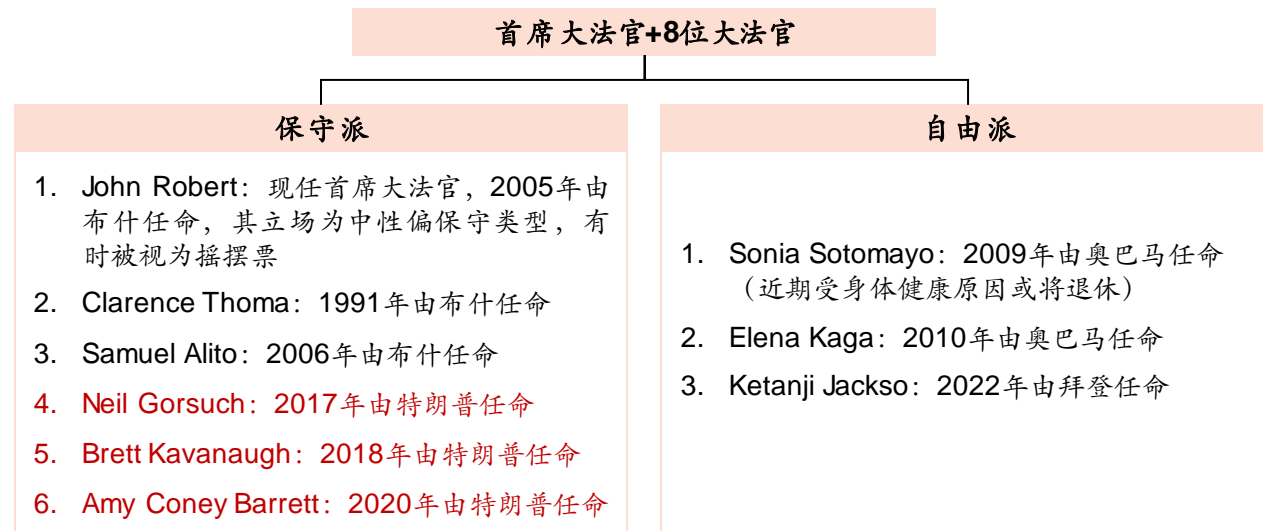
- 立法方面，共和党横扫两院，特朗普政策或将更快获得立法审批。在经历了三届两院分裂状态后，第119届国会再度回归至两院统一的局面。该局面与2016年特朗普当选时的第115届国会情形一致，该届立法通过规模为近年来最高。在特朗普+共和党横扫两院情形下，特朗普更易于推进其政策主张，包括对内减税、对外加关税等。
- 司法层面，目前9位大法官中3位为特朗普时期任命，且其仍有可能继续提名新的大法官，司法部门或将呈失衡状态。美国司法部门有9个大法官，其中6位为保守派、3位为自由派，而6位保守派中3位是特朗普在其1.0执政时期任命，而特朗普在其执政2.0时期仍可继续提名“更保守且无畏”的保守派法官，且参议院归属于共和党的情形下，特朗普在填补最高法院可能出现的空缺时将更顺利，从而导致美国司法或呈失衡状态。
- 整体来看，在特朗普当选总统+共和党横扫国会+三位大法官为特朗普任命且仍有可能继续提名新的大法官的情形下，本届美国政府或呈一党独大的新政治局面，本应分立的立法权、行政权及司法权或将出现统一倾斜，特朗普政策主张或将更快效率落地。

图表11 第115届国会为特朗普+共和党横扫国会，其法案通过数量为近年最高（单位：件）



资料来源：Legiscan，平安证券研究所；数据截至2024年10月26日

图表12 目前9位大法官中3位为特朗普时期任命



资料来源：美联社，平安证券研究所



目录 CONTENTS

1 行政权：关键岗位提名人有何特点和倾向？

- 1.0 内阁结构：负责协助总统管理政府事务的20多位部长级官员组成的团体
- 1.1 特朗普1.0特点：提名快且高频换人，以确保内阁人员的忠诚及与其政治思路的高度一致
- 1.2 特朗普2.0特点：更契合MAGA理念，更重视个人忠诚度，更年轻，重执行力轻资历
- 1.3 财政关键岗位：强调控制赤字，并主张逐步、分层加征关税，但预计削减开支效果或有限
- 1.4 能源关键岗位：支持传统能源开发、反对拜登的新能源政策、主张减轻能源行业监管
- 1.5 外交关键岗位：对外更鹰，贯彻“美国优先”的新孤立主义理念，减少对外资源投入
- 1.6 贸易关键岗位：人选呈现“大部分激进、小部分温和”的特点，温和派建议逐步分层加税

2 立法权+司法权：共和党横扫国会+三位大法官为特朗普任命，影响几何？

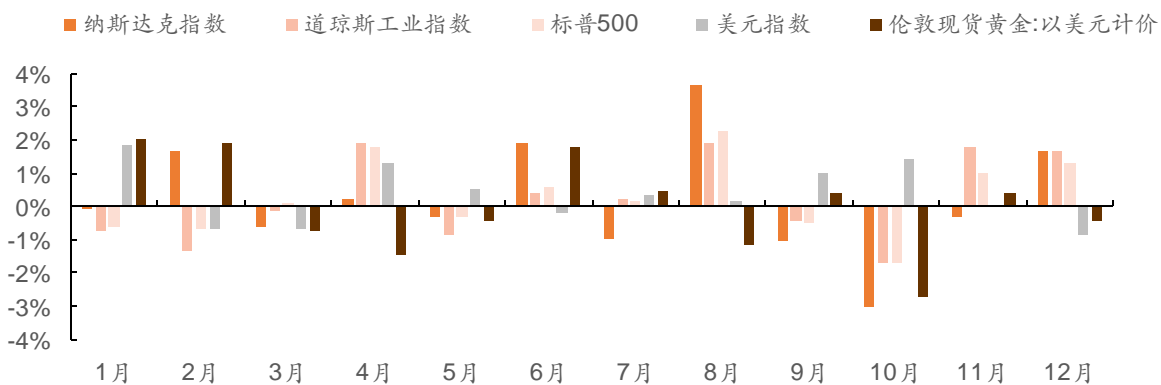
3 资产走势：短、中、长期三个维度看本轮特朗普执政如何影响大类资产？

- 3.1 短期看市场情绪：“特朗普交易”或延续到其上任，警惕政府交接期的风险事件
- 3.2 中期看政策效果：从美元循环角度看，有可能推动强美元+高利率，从而推动资金回流
- 3.3 长期看战略方向：制造业为两党共识，高端回流明显，中端较差，低端更多为产地多元化
- 3.4 大类资产展望：美股偏积极，美债下行空间有限，美元偏强运行，人民币承压加大

3.1 短期看市场情绪：不确定性下降，风险偏好提升，与历次大选年经验一致，“特朗普交易”或持续延续到其正式上任，同时警惕政府交接期的风险事件

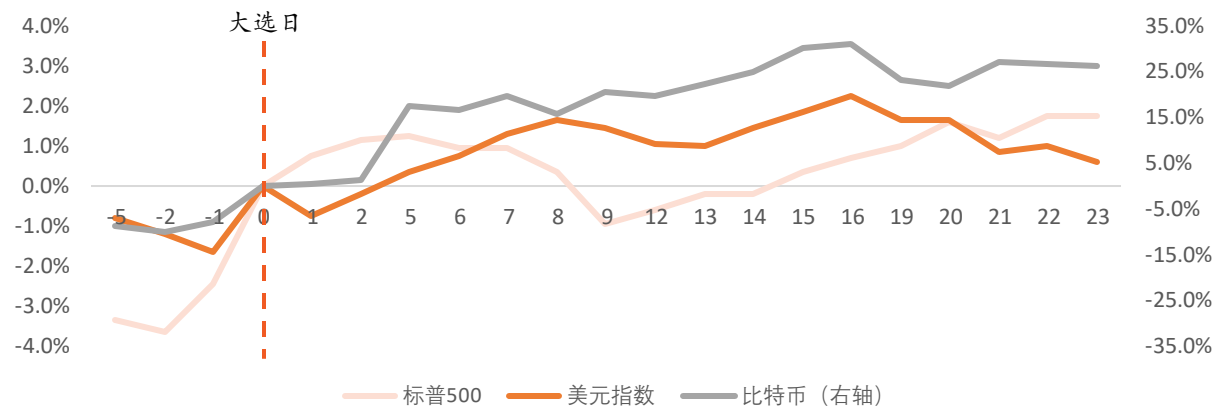
- 对市场而言，虽然新任政府的政策仍存在较多变数，但短期只要是大选结果顺利落地，都是偏积极的，风险偏好或有所提升。复盘1984年以来的10次大选，大选末期10月因受大选不确定性扰动，美股易出现大波动，而11月-12月因市场认为大选不确定性将逐渐落地，风险偏好或有所提升，美股倾向上行，11月纳指、道指、标普500分别平均涨幅为-0.30%、1.78%、0.98%，12月纳指、道指、标普500分别平均涨幅为1.69%、1.68%、1.32%。本次大选靴子落地后，对于市场而言，虽然新任政府的政策仍存在较多变数，但短期只要是大选结果顺利落地，都是偏积极的，短期风险偏好或有所提升。
- 短时间内“特朗普交易”或仍将延续，直到其正式上任。从11月6日获选起，截至11月30日，“特朗普交易”仍在持续，其典型利好资产比特币上涨26.2%，从6.88万美元/枚一度上涨至接近9.90万美元/枚，美元指数从105上涨至一度盘中突破108，美股能源、房地产、金融板块涨幅居前。随着其新政府成员陆续公布提名，短时间内“特朗普交易”或仍将延续，直到其正式上任。
- 同时需警惕政府交接期可能出现的风险事件，或推升避险情绪。近期美元指数冲高上行，除了受“特朗普交易”影响外，还受美国新旧政府交接期风险事件的影响，如俄乌问题再度升温等。短期美元、黄金是否再度上行取决于地缘局势等非利率因素，但即使短期因为避险因素而上行，其维持的时间也不会太久。

图表13 近10次大选结果落地后，11月-12月美股短期再次冲高



资料来源：Wind，平安证券研究所

图表14 短期内“特朗普交易”仍在持续

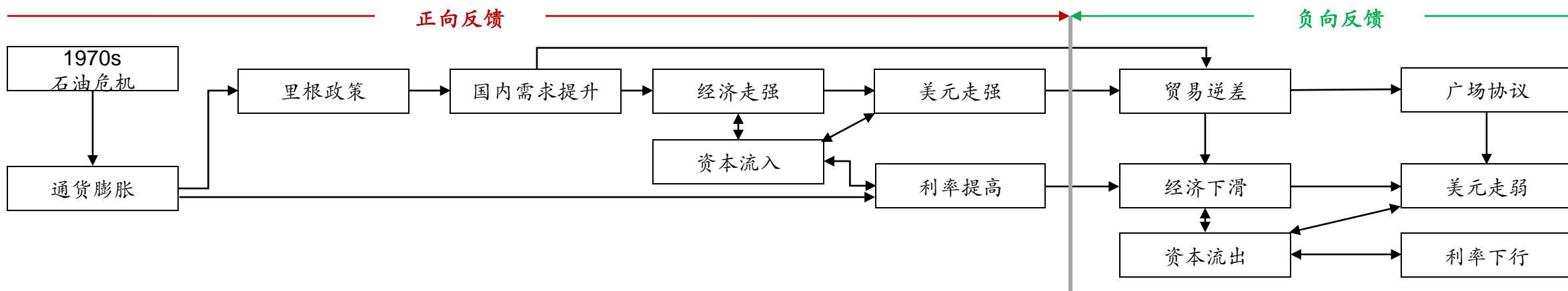


资料来源：彭博，平安证券研究所；数据截至2024年11月30日

3.2 中期看政策效果：从“里根大循环”看本轮特朗普执政时期政策效果

- 何为“里根大循环”？供给侧驱动，通过大财政提振经济，推动资金回流美国，推动美国走出当时的滞胀。“里根大循环”产生的背景是美国在第二次世界大战后的高速发展期结束，对内社会矛盾日趋尖锐，对外日本、德国等国重新崛起以及两次石油危机，凯恩斯的“需求理论”失效，美国陷入了“大滞胀”的困境。1981年里根以供给侧经济学为基础，实施了一系列经济政策，旨在通过降低供给侧的生产障碍来创造经济增长，其中核心政策包括对内的大规模减税+减少政府对企业的监管以降低生产端阻碍、紧缩货币政策以控制通胀、针对性的贸易保护和汇率管控以保护本土制造业和控制贸易逆差。这些政策组合下，最终实现了1980年代美国经济的复苏，顺利走出滞胀，经济增长、利率、汇率和资本流入形成了相互强化的良性循环。索罗斯将“里根大循环”描述为“强有力的经济+强势的货币+庞大的预算赤字+巨额的贸易逆差的相互加强，共同创造了无通货膨胀下的经济增长”。
- 后续高利率+高汇率一度引发经济放缓，通过外汇干预及美联储降息得以缓解。1985年美元汇率攀升至历史顶点，随后美国经济在高利率与高汇率压制下出现增长放缓，制造业景气度明显回落，此时资本出现流出，美元走弱，正负反馈出现初步切换。9月美国与英法德日签署《广场协议》，美元加速走弱。此次外汇干预政策、美联储降息等多重解决方式在一定程度上解决了此前高利率+高汇率引发的财政和贸易双赤字问题，美国经济增长得以恢复。整体走势或意味着“里根大循环”正负反馈切换的关键在于利率与汇率。

图表15 里根大循环的正向反馈和负向反馈



3.2 中期看政策效果:

特朗普与里根在政策主张、面对的宏观经济形势等方面存在较大相似度

■ 里根时期与特朗普时期在政策主张、经济情形等方面均存在较多相似。从政策主张来看，两者在宽财政、对内大幅减税、对外贸易保护、严控移民、产业去监管化等政策上具有较高的相似度。从宏观经济来看，两者均处于经济增长放缓、通胀回落、财政赤字扩大的时期，同时本轮AI产业发展类似于里根时期的互联网，均成为美国经济增长的强劲助力。

图表16 特朗普与里根在政策主张等方面存在较大相似度

资料来源:《金融炼金术》，共和党官网，Wind，平安证券研究所；注：经济数据均为两者执政1.0时期的年平均数据



罗纳德·德威尔逊·里根

1981-1984
1985-1988

• 关键行业采取保护措施，对日本实施惩罚性关税等手段

• 两度降低税率，个人、企业所得税分别下降42%、12%

• 推动当时互联网产业发展

• 签署《移民改革与控制法案》，加强边境执法

• 放松对金融、交通运输、电信、能源等领域的监管

• 签署“战略防御倡议”，预算超1万亿美元

• 相对强劲，实际 GDP 增速平均 5.2%

• 通胀从高位回落，CPI 通胀率平均 3.7%

• 赤字率有所扩张，OCED口径赤字率平均6.5%

• 处于加息阶段，有效联邦基金利率平均 9.1%

• 美元相对强势，美元指数平均 136

• 贸易逆差扩大，逆差平均 962 亿美元

贸易政策

• 全球加征10%关税，其中对中国征收60%关税

税收政策

• TCAJ永久化，企业所得税率调降6%，取消小费征税等

产业政策

• 推动当前AI科技发展，放松相关监管

移民政策

• 升级执政1.0时期的边境政策，大规模驱逐非法移民

监管政策

• 放松能源、金融、AI、加密货币、住房等领域的监管

国防政策

• 增加军费预算，加强国防力量

经济增长

• 增长放缓，部分受疫情拖累，实际 GDP增速平均1.5%

通胀

• 通胀有所回落，CPI 通胀率平均 1.8%

财政赤字

• 部分受疫情影响，赤字率有所扩张，OCED口径赤字率平均7.5%

联邦基准利率

• 2019年之前处于加息阶段，后快速降息，有效联邦基金利率平均1.5%

汇率

• 美元相对弱势，美元指数平均96

贸易差额

• 贸易逆差小幅扩大，逆差平均465亿美元



唐纳德·特朗普

2016-2020
2024-2028

■ 行为不确定性高，主张MAGA，以“美国优先”为原则

■ 核心主张：

1. 对内大幅减税
2. 放松监管
3. 对外加征关税
4. 施压盟友，收紧对外援助
5. 严控移民

■ 认为前几届政府治理“滞胀”很不成功，主张变革

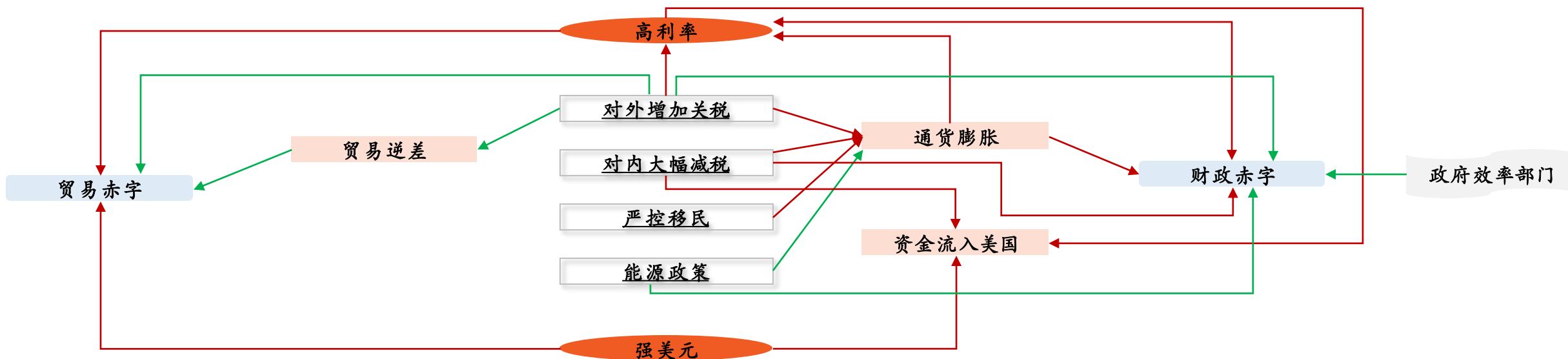
■ 核心主张：

1. 对内大幅减税
2. 放松监管
3. 贸易保护主义
4. 收紧货币政策以控制通胀
5. 严控移民

3.2 中期看政策效果：从美元循环的角度来看，特朗普系列政策有可能推动强美元+高利率，从而推动资金流入美国，中期美国经济或得以提振，利好美股

- 从美元循环角度，特朗普系列政策或推动非美货币贬值及资本流出的压力加大，资金倾向于流入美国，同时强美元+高利率将进一步加强资金流入美国的趋势，或将形成“特朗普大循环”：
 - 强美元：一则，对外增加关税或推动美国贸易逆差收窄，从而引发非美国家外汇收入减少；二则，对外加关税+对内减税或进一步推进美国制造业回流，资金倾向于流回美国；三则，金融市场存在反身性，美债高利率、强美元+美股偏积极本身也可能进一步推动资金回流；
 - 高利率：如我们在报告《解构特朗普政府：从政策到内阁，本轮“政治周期”将如何影响大类资产？（上篇）》分析的，特朗普执政2.0时期，其政策效果“做高通胀”、“做多赤字”的效果会更明显，受此影响，长端美债或维持高位，同时美债利率更加陡峭。
 - 美股偏积极：对外增加关税或推进贸易赤字，对内大幅减税或增加财政赤字，整体或利于增加私人部门盈余，叠加目前美国经济仍较健康，中期美国经济或将得以提振，基本面稳健下美股仍有一定支撑，更多或偏积极运行。

图表17 从美元循环的角度来看，特朗普系列政策或再次推动强美元+高利率，从而推动资金流入美国



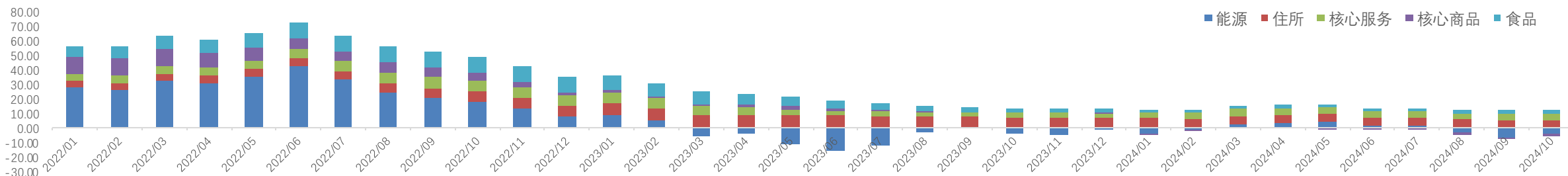
3.2 中期看政策效果：

“特朗普大循环”程度及时长取决于政策实际效果，目前来看效果或较弱

- 目前市场对特朗普本轮政策效果更多预期为“做强经济、做高通胀、做高赤字”，但实际效果是否与市场预期存在差距，短期难以证伪，正如其执政1.0时期中期时才确定主张的扩大基建、弱美元等政策无法落地。但目前从部分政策可预期的效果来看，本轮美元循环仍面临较大挑战：
- 一则，减税效果可能较弱。一则，本轮税收政策变动幅度不大，TCJA中仅部分条款将在2025年底到期，主要涉及个人所得税、标准扣除额、子女税收抵免、遗产税等，同时本轮特朗普承诺将企业税率从21%降至15%，与上轮税改将企业税率从35%降至21%相比，本轮减税幅度明显降低。二则，此次纲领并未提及降低个人所得税税率，只是取消对小费征税。据根据耶鲁大学预算实验室数据，只有2.5%的劳动力从事小费相关职业，而最低25%收入的工人中只有5%从事小费相关工作，该政策并未惠及绝大多数低收入者。
- 二则，财政扩张压力加大，关键在于新财长、新设的政府效率部门等能否有效降低赤字。复盘特朗普1.0时期，关税带来的收入无力抵消新冠救济、减税法案、预算法案增加的债务，美国公众持有债务占GDP比重高增。当前美国赤字水平已到历史较高水平，根据CBO数据2024年美国赤字率已经高达6.4%，高于2022和2023年的5.4%和6.2%。根据联邦预算委员会测算，中性情形下特朗普的政策可能导致美国政府赤字在2026-2035年平均每年增加7500亿美元，赤字压力增加，或将限制财政进一步扩张。但以上计算未计入新财长、政府效率部门等带来的影响，前者提出将在2028年将赤字率降至3%，后者宣布将每年财政支出削减2万亿美元，未来关键在于这些新的削减财政支出的举措的效用。
- 三则，美国再通胀风险加大，可能影响资金回流。2024年美国通胀整体呈降温趋势，但仍在2%的通胀目标之上。受供给的恢复及需求的降温的影响，能源项、核心商品项持续回落，但因为劳动力供给和住房供给仍存在缺口，服务项仍有一定粘性，成为抗通胀“最后一公里”最大的阻碍。中期在特朗普政策下，通胀有进一步抬升的可能，但与考虑到“降通胀”是其本轮竞选核心主张之一，且能源政策、非美货币贬值等均可一定程度上缓解通胀压力，本轮出现极端恶性通胀的概率也不大。

图表18 美国通胀服务项仍有一定粘性（单位：%）

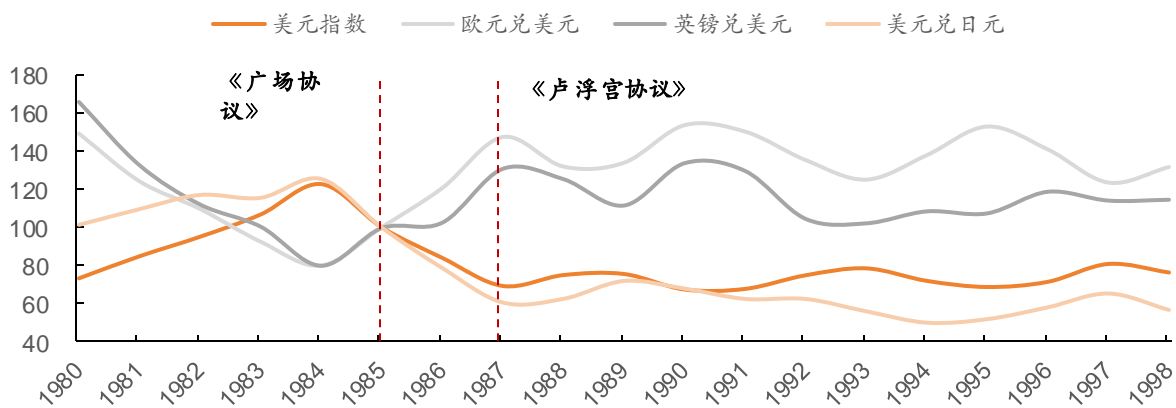
资料来源：Wind，平安证券研究所；数据截至2024年11月30日



3.2 中期看政策效果：如“特朗普大循环”顺利启动，中期需重点关注是否实施美元干预政策，但如最终实现美元走弱，新兴市场或有所受益，但幅度也不大

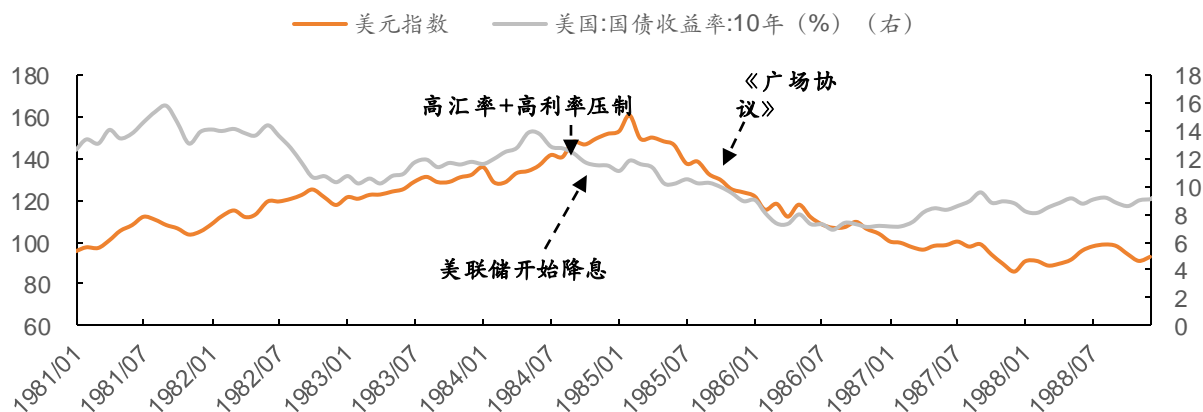
- 里根执政时期曾采取外汇干预政策推动美元走弱，从而缓解贸易赤字+财政赤字问题。如前述，里根执政时期，高利率+高汇率对经济形成一定压制，前者压制企业部门、私人部门消费及投资需求，同时增大财政利息支出，后者降低美国企业出口竞争力。当时面对财政、贸易双赤字问题，里根政府采取了外汇干预、美联储降息等多重解决方式，其中外汇干预政策为1985年9月美国与英法德日签署《广场协议》，随后美元加速走弱，缓解了此前高汇率对经济的压制。
- 特朗普执政2.0中期需重点关注是否实施美元干预政策，如最终实现美元走弱，新兴市场或有所受益，但流出美国的资金幅度或较小且速度较慢。如果“大循环”顺利开启，面对可能的财政、贸易双赤字问题，不排除特朗普执行美元干预政策，毕竟“弱美元”也是其本次竞选主要主张之一。市场目前讨论比较多的“弱美元”政策可能性操作有两种：一是推出“广场协议2.0”版本，即效仿当年做法，与其他国家合作，但鉴于目前不干预汇率已为G7的共识，特朗普可能以“增加关税”手段作为“威胁”来推进谈判。但1985年《广场协议》后日本步入了失去的二十年，历史教训摆在眼前，本轮特朗普如效仿《广场协议》，谈判难度颇大。二是大量印发美元，但会有加速再通胀的风险。不管最终那种措施落地，如美元最终实现走弱，势必会有资金流出至非美经济体，新兴市场或能有所受益，但考虑到美国自身经济保持强劲、AI革命仍在发酵、美债利率偏高，美元资产仍有一定吸引力，资金即使流出也未必大幅流出，且流出速度未必较快。

图表19 《广场协议》后，美元出现快速贬值，日元则大幅升值，后日本步入失去的二十年



资料来源：Wind，平安证券研究所

图表20 里根执政中期，通过外汇干预、美联储降息等方式解决高利率+高汇率的压制



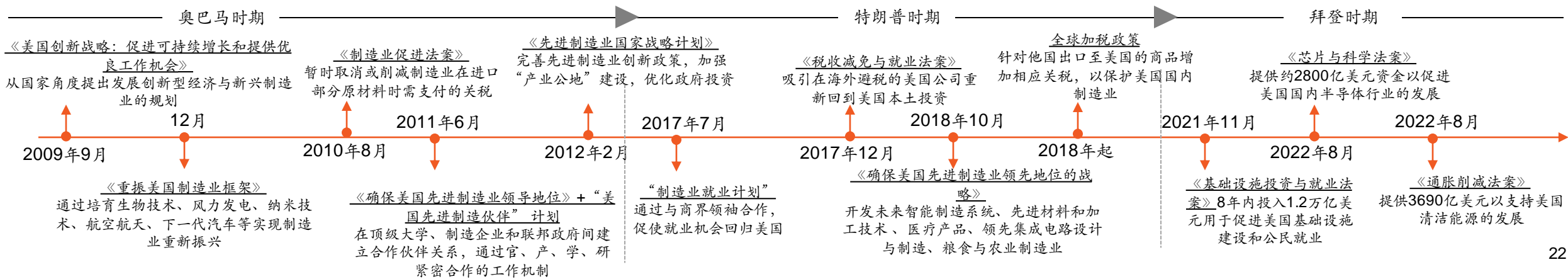
资料来源：Wind，平安证券研究所

3.3 长期看战略方向：制造业回流为两党共识，根本为维护美国产业安全，目标在于把握核心技术、降低对外“依赖度”，或将持续推动制造业回流

- 制造业回流为两党共识，核心目标在于将核心技术把握在自己手中，降低对外“依赖度”。2008年金融危机之后，美国政府逐渐意识到制造业的重要性，通过产业政策、保护主义贸易政策、收紧“买美国商品”条款等方式推动制造业回流，从而试图解决制造业空心化等问题，包括创造就业来缓解美国国内社会分裂、增强供应链韧性来维护美国国家安全等。从奥巴马时期的“再工业化”，到特朗普时期的“把制造业带回美国”，再到拜登时期的“重振制造业”，三届政府尽管在形式、路径上存在一定差异，但核心目标均为激励制造业回流。
- 两党存在一定分歧，民主党主张通过政府补贴、公共性投资等方式刺激本土制造业发展，共和党则偏向通过减税、贸易保护等方式降低本土生产成本，吸引企业回流。在制造业回流的具体路径上，两党存在较大分歧：民主党倾向于大政府理念，支持加大政府干预，通过政府补贴、公共性投资等方式刺激本土制造业发展，而共和党则倾向于小政府理念，反对增加政府开支，认为会进一步提升通胀，主张通过减税、贸易保护等方式降低本土生产成本，吸引企业回流。
- 两党在回流政策的分歧，将影响政策的可持续性。从拜登政府时期推动三大法案立法的过程中即可一窥：2022年两院同属于民主党控制，但《通胀削减法》在审批过程中仍遭遇较大困难，在众议院审批时，法案以220:207的投票通过，当时众议院共和党207名议员全部投反对票，之后参议院以51:50的微弱优势通过，参议院共和党50名议员亦全部投反对票。而2024年大选中特朗普获胜，其在竞选时曾明确表示“上台第一天将废除《通胀削减法》中补贴电动汽车的相关税收抵免条款”，意味着拜登时期的制造业回流政策在特朗普执政2.0时期将难以再续。

图表21 2008年起两党均重视制造业回流，相关政策陆续颁布

资料来源：美国国会，平安证券研究所

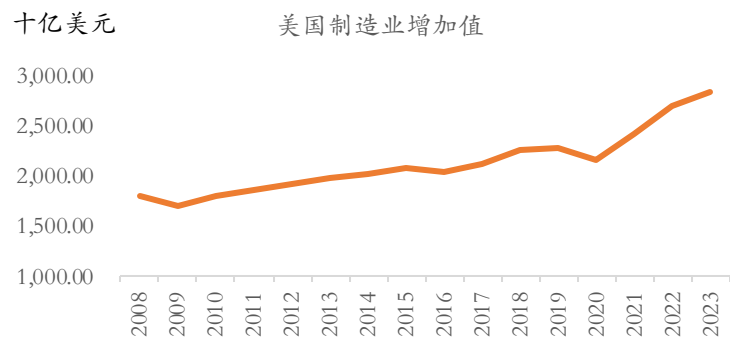


3.3 回流政策是否有效果：美国制造业衰退趋势有所扭转，回流取得一定成效

■ 2009年以来，美国制造业衰退趋势有所扭转，制造业回流取得一定成效，其中拜登政府时期效果最显著：

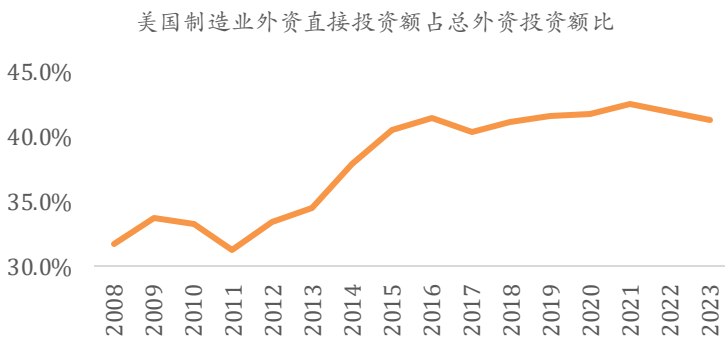
- 一则，美国制造业增加值在拜登时期出现显著提升。根据美国经济分析局披露的数据，美国制造业增加值从2008年的1.80万亿美元提升至2023年的2.84万亿美元，其中奥巴马、特朗普、拜登各自执政时期对应的平均年增长率为2.50%、0.47%、10.71%，指向拜登政府制造业回流效果较前两任政府更为显著。2021年起拜登政府先后颁布《基础设施投资与就业法案》、《芯片与科学法案》、《通胀削减法案》，三大法案总支出规模约1.2万亿美元，其中《基础设施投资与就业法案》计划在2022至2029年支出约5500亿美元，主要投资道路桥梁、铁路建设、宽带、电力设施等基础设施领域，《芯片与科学法案》计划在2022至2031年支出约2500亿美元，主要投资半导体投资、生产等领域，《通胀削减法案》计划2022至2032年支出约4330亿，主要投资能源、气候等领域。在三大法案推动下，美国私人部门制造业投资出现上行。
- 二则，外资投资持续加大对美国制造业领域的投资。根据美国经济分析局披露的数据，美国制造业外国直接投资额从2008年的6504亿美元提升至2023年的2.22万亿美元，占外国直接投资的比重从2008年的31.8%提升至41.2%，指向外资投资美国制造业出现显著提升。
- 三则，制造业建设支出明显增加。制造业建设支出为衡量制造业增长的领先指标。奥巴马时期到特朗普时期，美国制造业建设支出低速增长，从2009年的578.95亿美元提升至2020年的754.25亿美元。拜登时期在三大法案推动下，制造业支出从2021年的820.30亿美元快速提升至2023年的1936.30亿美元，出现显著提升。

图表22 美国制造业增加值在拜登时期出现显著提升



资料来源：Wind，平安证券研究所

图表23 外资投资持续加大对美国制造业领域的投资



资料来源：Wind，平安证券研究所

图表24 制造业建设支出在拜登时期亦出现明显增加

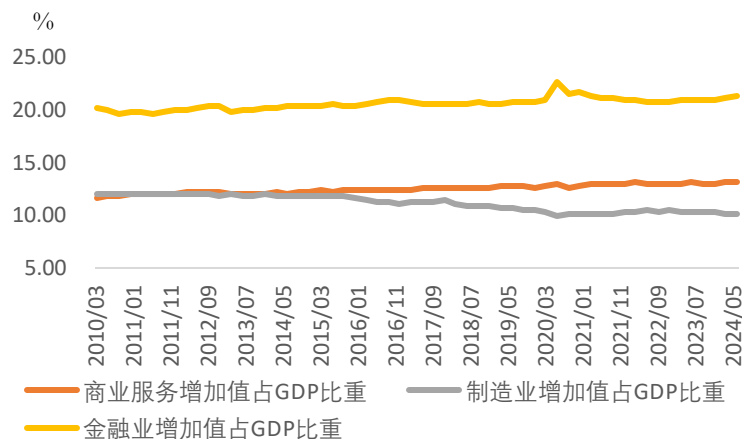


资料来源：Wind，平安证券研究所

3.3 回流政策是否有效果：但空心化等问题仍较严重，且对华依赖度仍较高

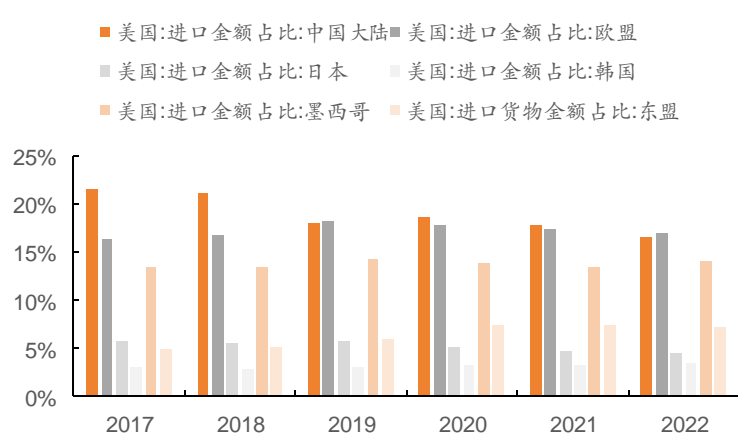
- **制造业空心化问题仍未得到有效缓解。**持续的制造业回流政策及新冠疫情“渐行渐远”下，美国制造业增加值占GDP的比重从2020年低点的9.9%略微上升至2023年的10.3%，仍落后于疫情前2019年的10.5%，同时2008年金融危机以来，该指标持续位于12.0%的低位水平，指向近两年该指标的小幅提升或更多来源于美国供应链在疫情结束后的逐步修复，而非本身供应链韧性得到较大加强。反观其他行业，金融业、商业服务业相应的增加值分别占GDP比重呈现持续上行，指向制造业发展速度仍落后于其他经济部门，制造业空心化问题仍未得到较好解决。
- **一定程度上加强了自身供应链能力，但对华依赖度依然较高，中国则通过东盟、墨西哥等地的中转贸易，“间接再挂钩”趋势出现。**对华产品加征关税迫使美国企业在有国内或第三方替代来源的情况下，减少或停止向中国购买，从而达到逐步将产业链移出中国，压制中国战略性新兴产业发展的中长期目标。根据中国海关公布的数据，中国对美国的出口总额占比从2017年中美贸易摩擦前的19%下降至2019年的16.7%，下滑明显。从2018年中美摩擦起，中国对东盟、墨西哥的出口快速增长。之所以通过东盟、墨西哥等地实现中转贸易，一是东盟具备劳动力成本优势，同时与中国签订自由贸易协定，劳动密集型产业形成向东盟转移的趋势，实现低附加值商品贸易中转；二是2020年7月特朗普执政后期推动《美墨加协定》，对墨西哥产品出口美加提供关税免除，近年来中国对墨西哥的FDI数据增速呈现快速上行态势，中资企业在墨投资项目涉及领域包括传统能源及新能源、汽车及其零部件、基础设施建设等。

图表25 制造业空心化问题仍未得到有效缓解



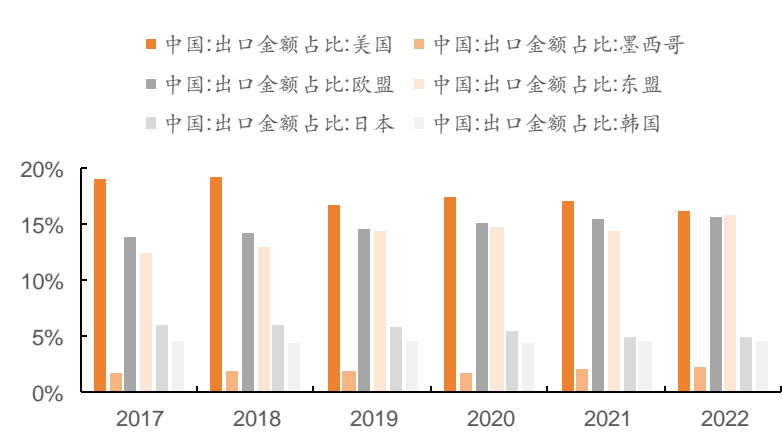
资料来源：Wind；数据截至2024年11月30日

图表26 美国对不同经济体进口份额变化



资料来源：Wind，平安证券研究所

图表27 中国对不同经济体出口份额变化



资料来源：Wind，平安证券研究所

3.3 哪些行业回流明显：高端制造回流明显，其优先级别最高，也与回流政策要求相吻合，其中电子、柔性制造、信息及通信等板块回流效果尤其显著

■ 回流效果在行业间出现分化，高端制造回流最为明显，其优先级别最高，也与回流政策要求相吻合；低端制造次之，其更多通过进口来源地多元化降低“单一依赖度”；中端制造回流效果最差，更多或在于涉及的产业链较为复杂且成本偏高：

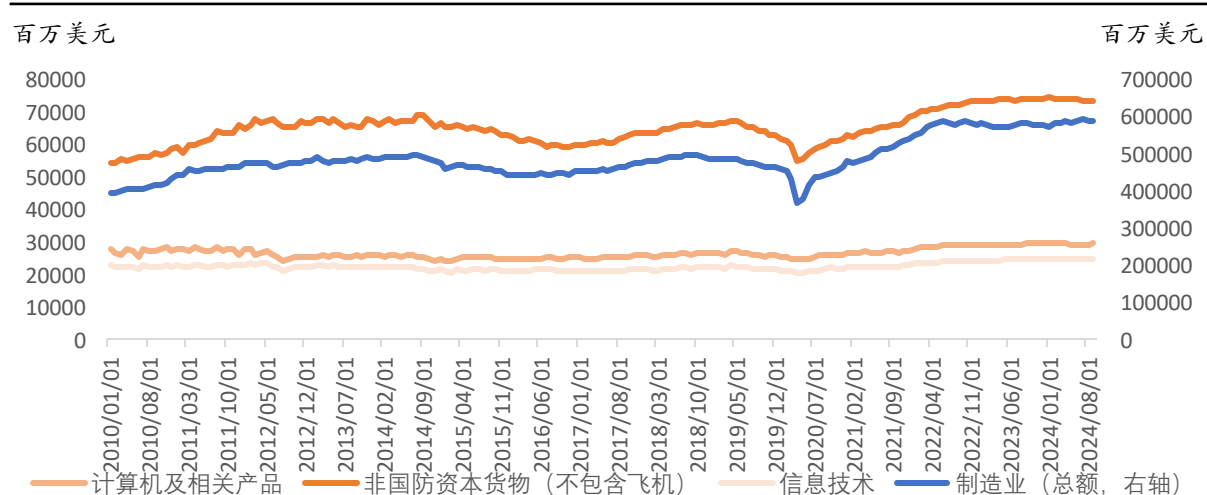
一 高端制造业回流效果明显，电子、柔性制造、信息及通信等板块尤其显著。从进口金额同比变化来看，根据美国商务部统计局数据，美国高端制造2023年进口达6372亿美元，出口达4182亿美元，整体为净进口2190亿美元，虽仍以净进口为主，但较2022年同比已下滑9.8%。其中，电子、柔性制造、信息及通讯板块净进口增速同比下滑更显著，其从2021年起出现持续大幅下行，与拜登政府2021年底开始推行的三大法案相吻合。从出货量来看，根据美国人口普查局数据，信息技术、计算机及相关产品、非国防资本货物等板块出货量从2020年出现上行，且持续位于历史出货量高位水平，指向美国国内相关产能得以加强。从回流岗位来看，根据Reshoring Initiative数据，2010至2021年美国制造业回流岗位中的高技术、中高技术、中低技术及以下岗位占比分别为25%、42%和33%，而2022年高技术和中高技术岗位占比分别为58%和28%，2023年占比分别为49%和38%，出现制造业回流岗位技术等级明显上升的趋势，与拜登政府推行重点扶持高科技行业时间点吻合。整体来看，高端制造业美国国内产能有所加强，进口规模出现下行，指向回流效果较为明显。

图表28 电子、柔性制造、信息及通讯等高端板块净进口增速下滑居前

产品类别	美国相关净进口金额变化 (百万美元)					美国相关净进口金额同比变化		
	2024年9月底	2023年	2022年	2021年	2020年	2023年	2022年	2021年
高端制造 (整体)	207919	218930	242697	195945	191179	-9.8%	23.9%	2.5%
先进材料	-2	496	1618	484	-18	-69.3%	234.3%	-2788.9%
航天	-58489	-73744	-60422	-55843	-43823	22.0%	8.2%	27.4%
生物科技	47022	41686	30380	21456	32938	37.2%	41.6%	-34.9%
电子	11592	9639	-1015	-9149	-10492	-1049.7%	-88.9%	-12.8%
柔性制造	-10	-2222	-7239	-11132	-6977	-69.3%	-35.0%	59.6%
信息及通讯	162001	189610	228470	205827	174825	-17.0%	11.0%	17.7%
生命科学	23101	22507	27235	21200	24123	-17.4%	28.5%	-12.1%
核技术	2866	3116	2091	1520	897	49.0%	37.6%	69.5%
光电	21682	30565	23446	23013	21474	30.4%	1.9%	7.2%
特种	-1844	-2725	-1867	-1430	-1769	46.0%	30.6%	-19.2%

资料来源：美国商务部统计局，平安证券研究所

图表29 信息技术、计算机及相关产品、非国防资本货物等板块出货量出现上行



资料来源：美国人口普查局，平安证券研究所；数据截至2024年11月30日

3.3 哪些行业回流明显：低端制造更多通过进口来源地多元化降低“单一依赖度”，中端制造回流效果一般，部分产品进口增速持续高于美国国内出货增速

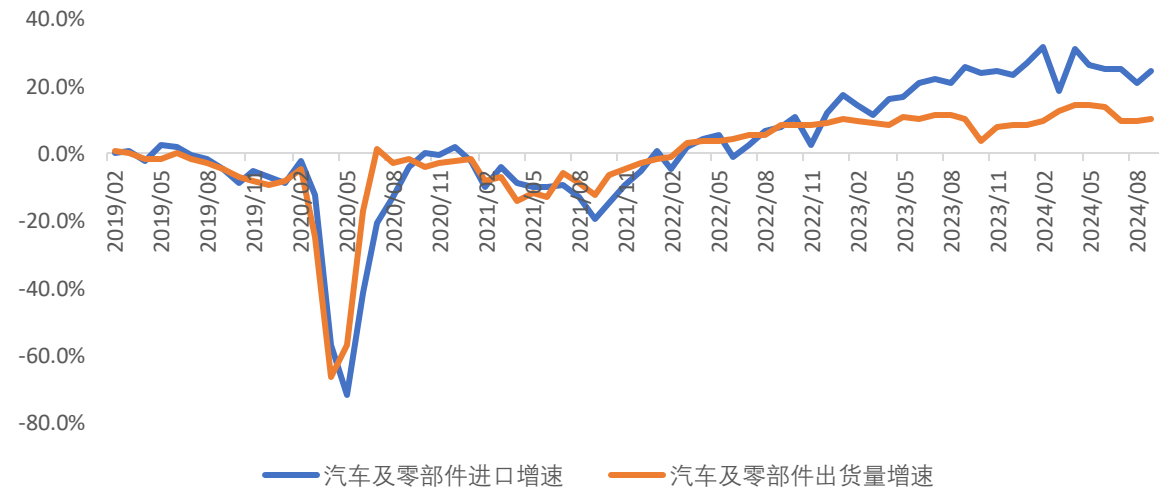
- 低端制造更多通过进口来源地多元化降低“单一依赖度”，或在于考虑低端制造业战略高度有限、美国国内劳动成本偏高、迁回可能推升国内通胀等因素。制造业回流的目标本质在于政治上维护供应链安全，实际也是逆全球化的表现。从这个目的看，相关产业不一定需要全部迁回至美国国内，考虑到美国国内劳动成本偏高、迁回可能推升通胀等风险，低端制造业更多通过进口来源地多元化降低“单一依赖度”。拆解进口细分行业，美国低端制造业在多个行业的进口规模排名前三国家的进口规模占总规模的比例呈现明显下行趋势，指向这些行业进口集中度下降、来源地呈现多元化，以此来降低低端制造业以往对个别进口国家的“高依赖度”。
- 中端制造回流效果一般，部分产品进口增速持续高于美国国内出货增速。中端制造优先级别低于高端制造，同时较低端制造而言，中端制造涉及到的产业链更为复杂且成本较高，难以复制低端制造快速分散生产地的做法。在中端制造的部分行业，例如汽车及零部件，根据trade map的数据，该板块2023年进口集中度达62.2%，高于2022年的60.9%，进口集中度不降反升，且进口规模同比增速持续高于国内出货增速的趋势，指向中端制造可能回流效果一般，目前或为回流政策推进中的“空置区”。

图表30 低端制造业多个行业呈现进口集中度下行

行业进口规模排名前三国家的进口规模占该行业总进口规模比例						
HS2编码	简称	2019	2020	2021	2022	2023
46	稻草秸秆等编结品	61.3%	62.9%	62.4%	60.3%	55.0%
65	帽类及零件	75.6%	72.2%	69.5%	67.9%	67.0%
42	皮革制品手提包	57.9%	50.9%	53.3%	48.1%	47.4%
94	家具	71.8%	70.6%	70.4%	67.6%	66.1%
64	鞋靴	81.3%	80.2%	77.7%	75.7%	75.6%
60	针织、编制织物	45.3%	45.8%	48.6%	48.5%	38.0%

资料来源：Trade Map，平安证券研究所

图表31 汽车及零部件的进口规模同比增速持续高于国内出货增速

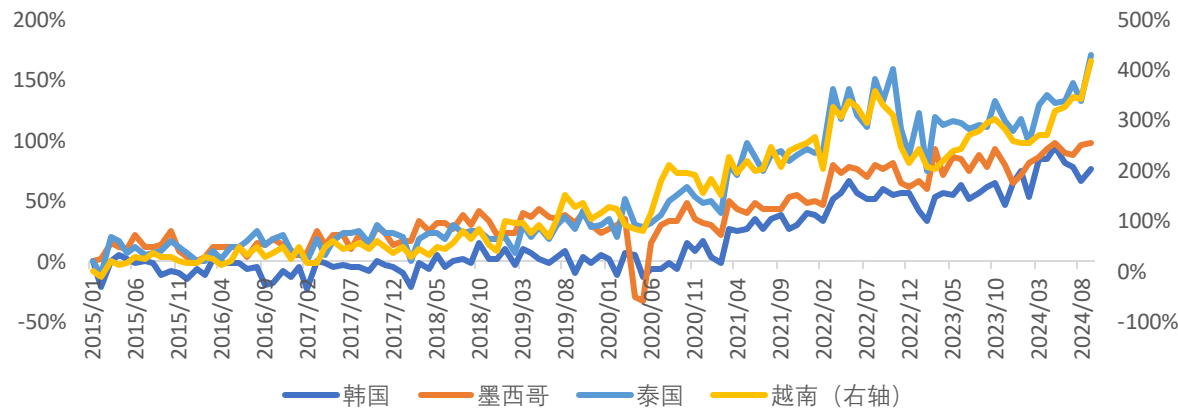


资料来源：Wind，平安证券研究所；注：以2019年1月值为100%

3.3 哪些板块受益：全球供应链重构，部分经济体与美国供应链关系或将更紧密，将有所利好，同时中国中端产业出海、高端产业自主可控或迎来结构性机会

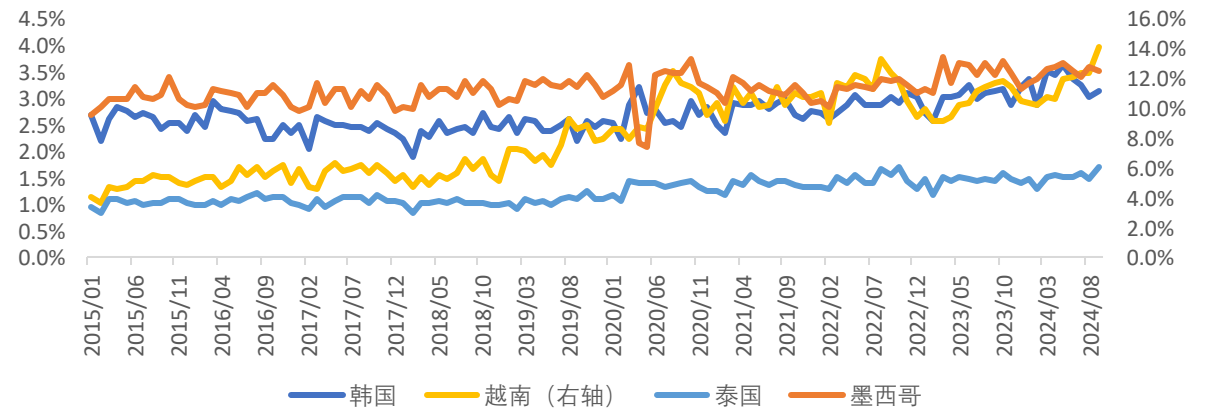
- 美国政府强调供应链安全下，主动降低进口集中度，重构其供应链，部分经济体与美国供应链关系或将更紧密，将有所利好。如前述，美国制造业回流更多是对不同要素密集的产业进行重构，迁回资本/核心技术密集型产业，而将劳动力密集型、战略高度有限等相对劣势的产业分散到更多国家或地区去，主动降低低端制造业进口集中度。在此情形下，近年来墨西哥、韩国、泰国、越南等国与美国供应链关系呈现逐步紧密的趋势，尤其是墨西哥、越南，美国从这两个国家的进口规模占总规模的比重呈现较为显著的增长。
- 中国中端产业出海、高端产业自主可控或迎来结构性机会。如前述，美国中端制造业受制于产业链较为复杂、成本偏高等因素，回流效果最差。对于在中端制造业有优势的中国企业而言，有望趁时机抓住出海机会，利用全球竞争力开拓海外市场。同时，随着中国持续支持产业链自主可控能力提升，加大对科技创新、关键核心技术攻关的支持力度，中高端产业自主可控领域亦将迎来结构性机会。上一轮中美贸易战以来，全球政治经济环境已发生明显变化，2018年12月，习近平总书记在中央经济工作会议上指出“世界面临百年未有之大变局”“要善于化危为机、转危为安，紧扣重要战略机遇新内涵，加快经济结构优化升级，提升科技创新能力，变压力为加快推动经济高质量发展的动力”。在此背景下，提升产业链自主可控水平、实现产业链安全稳定的重要性和必要性进一步凸显。目前我国在引导各类资源向新质生产力集聚，今年以来证监会已先后发布“科创十六条”、“科创板八条”、“并购六条”等政策支持科技创新培育，长期关注高端企业自主可控的机会。

图表32 从进口规模来看，越南、泰国增长最为显著



资料来源：Wind，平安证券研究所；注：以2015年1月进口额度为1

图表33 从进口规模占比来看，越南进口增长较为显著



资料来源：Wind，平安证券研究所

3.4 大类资产走势展望：美股偏积极，指数上涨或更多依靠盈利的增长，关注科技及顺周期板块

- 美国基本面有所支撑下，美股偏积极，指数上涨或更多依靠盈利的增长。如前述，特朗普对外增加关税或推进贸易赤字，对内大幅减税或增加财政赤字，整体或利于增加私人部门盈余，叠加目前美国经济仍较健康，中期美国经济或将得以提振，基本面稳健下美股仍有一定支撑，更多或偏积极运行。美股盈利方面，根据Factset的一致预期，标普500指数2025年全年EPS预期略下调，从6月30日的15.66%微调至11月21日的14.68%，指向市场预期美股明年盈利仍有一定支撑。明年预计特朗普对内大规模减税、提升债务上限、产业政策等将陆续落地，整体将利好美股盈利。从估值和盈利角度来看，目前美股估值已处于历史高位，后续风险溢价改善预计有限的情况下，估值进一步抬升幅度也将受限，指数上涨或更多依靠盈利的增长。
- 建议关注科技及顺周期板块。科技板块方面，Q3财报指向TMT板块业绩整体仍具韧性，云业务表现较为强劲，且广告、电商、订阅等业务处于稳健增长，同时二级市场对AI等业务表现出较强耐心，相关AI板块估值亦有提升。往后看，加密货币、AI等板块亦为特朗普产业政策利好板块，科技股盈利增长仍有所支撑。顺周期板块方面，本轮美联储降息仍在进行中，预计将于明年上半年结束，后续降息兑现下，市场将逐步从仅受益于分母端的资产转向分子端将迎来盈利修复的资产，顺周期板块或将有机会。同时特朗普政策更倾向于支持传统行业，包括扩大基建等，随着其政策在明年逐步推进，中期来看顺周期板块盈利或将有所改善。

图表34 市场对2025年盈利预期略有下调，指向预期美股盈利仍有一定韧性

行业	2025全年业绩同比增速		
	6月30日预期 (%)	11月21日预期 (%)	变动 (百分点)
标普500	15.7	14.7	↓ -1.0
通讯服务	11.3	15.2	↑ 3.9
可选消费	13.1	12.3	↓ -0.8
必需消费	8.1	5.6	↓ -2.5
能源	30.1	5.6	↓ -24.6
金融	6.9	8.4	↑ 1.5
医疗健康	22.3	20.9	↓ -1.5
工业	22.9	18.4	↓ -4.5
信息科技	19.8	22.5	↑ 2.7
原材料	25.1	18.6	↓ -6.5
房地产	5.5	4.5	↓ -1.0
公共事业	7.9	8.6	↑ 0.6

资料来源：Factset，平安证券研究所；数据截至2024年11月21日

图表35 标普500股权风险溢价

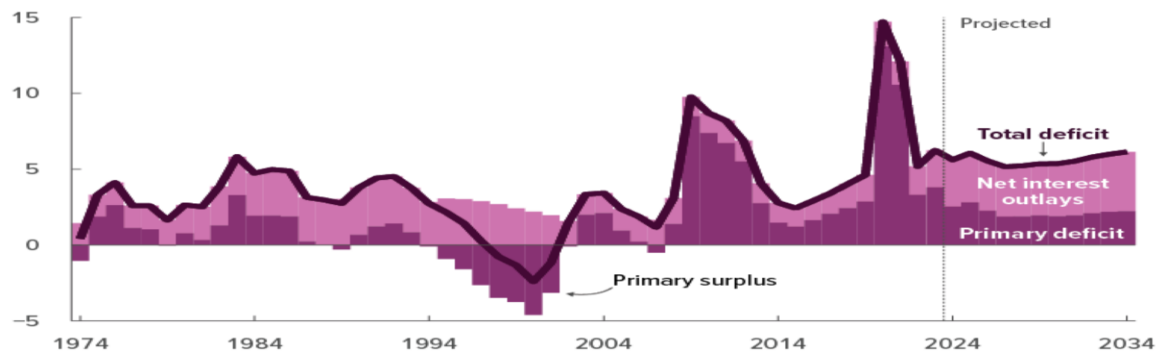


资料来源：Wind，平安证券研究所；数据截至2024年12月2日

3.4 大类资产走势展望：短端美债利率仍取决于美联储降息路径，明年仍有一定下行空间，长端利率更可能受发行规模上行及特朗普政策影响而出现中枢抬升

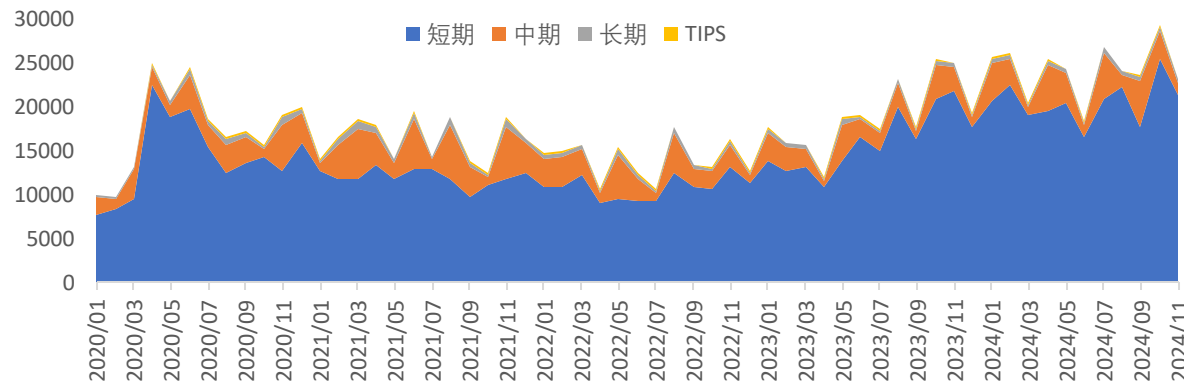
- 供给方面，持续长端债务增长难以快速改变，且明年中长期美债发行占比或将有所提升，预计对美债期限利差带来一定上行压力。根据CBO测算，2024年美国财政部利息支出达8700亿美元，占财政赤字比重超55%，且预测在存量债务驱动下，利息支出仍会快速增长，预计2034年利息支出占比将达64%，推动美债供给持续增加。同时，中长期美债发行占比或将有所提升。2023年6月美国国会临时取消财政部债务上限，即从2023年春季到2025年1月1日暂停了债务上限，随后美国财政部发行了大规模短期国债T-Bills来融资，主要在于在利率高位滚动发行T-Bills可以减少财政部长期利息支出。后续随着降息开启，中长期美债发行规模恢复。而近期获特朗普提名的新财长贝森特公开批评了过度依赖短期国债来融资的方式。我们预期明年随着美联储持续降息及新政府上任，美国中长期美债发行规模及占比将有所扩大，将推动美债期限利差上行。
- 明年短端美债利率仍取决于美联储降息路径，长端利率更可能在特朗普执政下出现中枢抬升。近期美债利率出现大幅上行后的回调，此前大幅上行主要受再通胀风险抬升及“特朗普交易”的影响，前者意味着本轮美联储或放缓降息节奏，此前透支的降息交易或将提前结束，后者更多受特朗普上台后其及新任政府成员陆续发言的影响，也意味着其执政2.0时期美债的方向，即受特朗普政策“做高通胀”、“做多赤字”效果的影响，长端美债利率更多将中枢抬升，同时美债利率陡峭化。大幅上行后的回调主要在于新财长表态“将控制赤字率”，市场下调对新任期财政赤字扩张的预期。整体来看，我们预期明年在美联储较缓慢的降息路径下，中短期美债利率仍有一定下行空间，但同时期限利差可能会缓慢上行，长端美债利率受长端美债发行规模上行及特朗普2.0政策的影响，中枢或将出现抬升，预期3.8%-4.1%是相对合理的10年美债中枢。

图表36 预计在利息支付滚动下美债发行规模占比将持续增长（占GDP比重，%）



资料来源：CBO

图表37 2023年6月后短债发行规模快速上行（单位：亿美元）

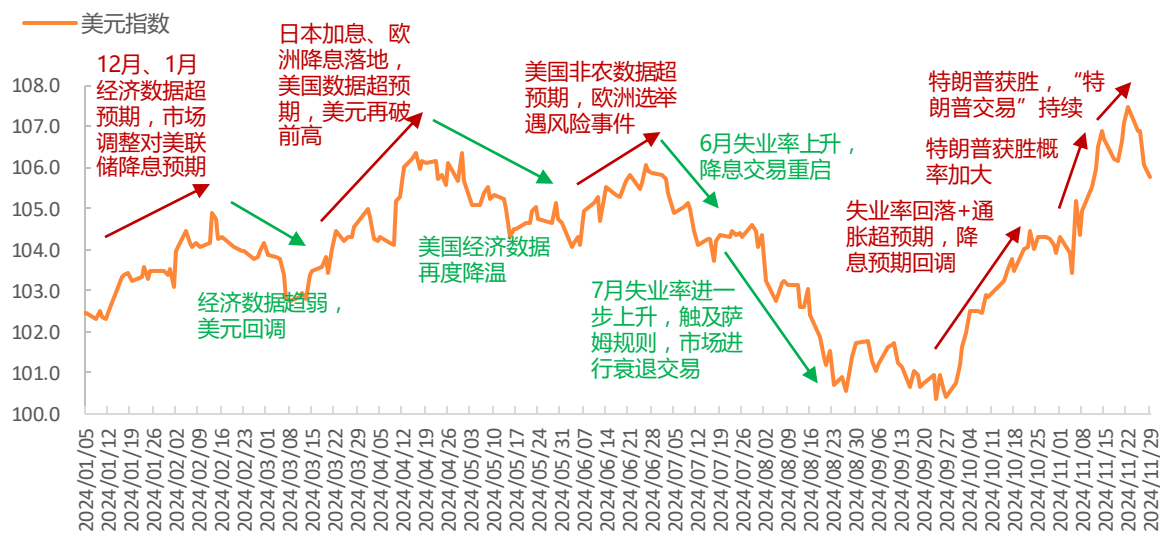


资料来源：美国财政部，平安证券研究所；数据截至2024年11月30日

3.4 大类资产走势展望：美元偏强运行，明年或将呈现先跌后涨的趋势

- 中长期来看美元更多将偏强运行，中枢或将抬升。近期美元持续上行，更多在于经济数据超预期走强及“特朗普交易”，其中经济数据显示美国经济仍保持一定韧性，美国经济衰退仍言之过早。往后看，美元仍有较多支撑：一则，不管是对内减税还是对外加关税，均会导致资金倾向于流出非美国国家，离岸美元流动性收紧，美元走强；二则，目前美国经济较健康，后续对外加关税或推进贸易赤字，对内减税或增加财政赤字，整体或利于增加私人部门盈余，中期美国经济或将得以提振，基本面稳健下美元仍有支撑；三则，金融市场存在反身性，美债高利率、强美元+美股偏积极本身也可能进一步推动资金回流，但部分资金为投资性“热钱”，但美元资产出现风险时，这类资金也“来得快去得也快”。
- 展望明年，美元或将呈现先跌后涨的趋势。展望2025年，利率和风险偏好仍将是美元走向的两大影响因素，其中美联储货币政策变动将会是主要影响因素。虽近期通胀情况或将促使美联储放慢本轮降息节奏，但预计就业等数据仍将支持美联储明年上半年继续降息，新一轮降息交易或带动美元在目前水平进一步下行。到了明年下半年，降息将逐步对通胀、就业等数据起效，尤其是近期数据显示存在再通胀风险下，美联储或将逐步结束本轮降息，美元指数此时开始触底反弹。整体来看，明年美元利率或将呈现先低后高的走势。

图表38 美元指数在2024年呈现宽幅震荡的走势



资料来源：Wind，平安证券研究所；数据截至2024年12月2日

图表39 目前市场预期美联储在明年轻降息2次（5月和9月）

CME FEDWATCH TOOL - CONDITIONAL MEETING PROBABILITIES								
MEETING DATE	275-300	300-325	325-350	350-375	375-400	400-425	425-450	450-475
2024/12/18			0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	67.1%	32.9%
2025/1/29	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	15.8%	59.1%	25.1%
2025/3/19	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	8.8%	40.0%	40.1%	11.1%
2025/5/7	0.0%	0.0%	0.0%	2.4%	17.4%	40.0%	32.1%	8.0%
2025/6/18	0.0%	0.0%	1.1%	9.0%	27.3%	36.6%	21.6%	4.5%
2025/7/30	0.0%	0.2%	2.9%	13.2%	29.4%	33.2%	17.7%	3.5%
2025/9/17	0.1%	1.1%	6.1%	18.3%	30.6%	28.3%	13.2%	2.4%
2025/10/29	0.3%	2.2%	8.8%	21.1%	30.1%	24.9%	10.8%	1.8%
2025/12/10	0.7%	3.6%	11.4%	22.9%	29.0%	22.0%	8.9%	1.5%

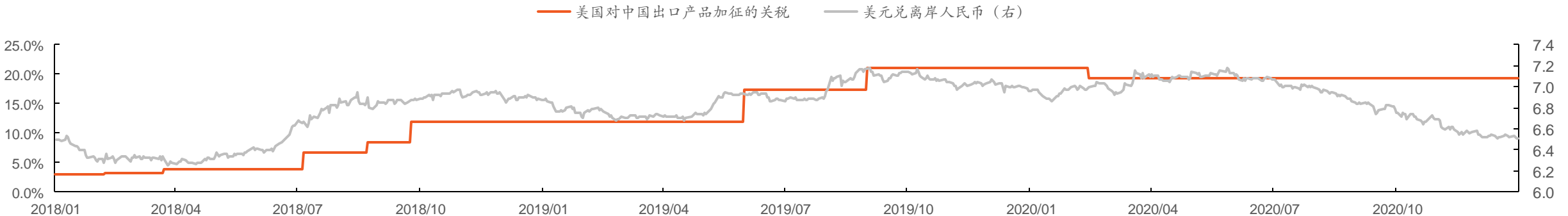
资料来源：CME，平安证券研究所；数据截至2024年12月2日

3.4 大类资产走势展望：人民币承压，但仍有一定韧性，波动幅度加大，不必对人民币贬值过于悲观

- **人民币或因特朗普关税等政策而承压将加大。**特朗普执政2.0下，人民币更多风险来自于其关税政策及中美利差。复盘特朗普执政1.0时期，2018年其激进的关税政策曾压制人民币一度从6.3跌至接近7.0，年内贬值5.4%。本轮特朗普提议对华征税60%，并取消最惠国待遇，人民币承压将加大。但我们预计受影响程度或小于2018年：一则，对比18年关税时期美联储处于加息阶段，且当年12月利率才到达高点，本轮美联储处于降息阶段，且明年上半年预计仍将持续降息，基准利率的下调或带动美元利率进一步走低，对人民币有所支撑；二则，我们已有应对经验且做好充足的准备，如今年以来人民币在央行稳汇率政策下保持整体稳定，从政策来看，快速贬值和快速升值都不是政策当局希望看到的。如果出现非理性贬值，政策当局有充足的工具维持外汇市场平稳。同时，本轮关税预计将分批加征，节奏反复，且中美或举行多轮磋商，人民币单边贬值概率不大。
- **人民币虽承压加大，但保持较大韧性。**从基本面来看，国内的宏观经济政策自9月底已经全面转向稳增长，本轮稳增长政策的三大切入点是地产、消费、广义融资（降准降息刺激信贷、财政更加积极），均是目前经济的关键短板。10月和11月制造业PMI连续回升，重回荣枯线以上，说明稳增长的政策正在促进经济止跌回稳。从交易面来看，9月份和10月份银行代客结售汇数据转为顺差，这说明外汇市场在逢低结汇，此前一致的贬值预期有所分化。
- **展望明年，人民币将宽幅震荡，波动幅度加大。**一则，中美利差方面，如前述，美联储更多将在明年上半年完成本轮降息，受此影响，中美利差在明年或将经历先收窄后扩大的过程；二则，关税政策方面，考虑到政策的权威性 & 本轮共和党横扫国会，特朗普2.0时期关税政策或更多通过国会立法形式，而非总统紧急行政令形式，则需到明年下半年政策才会有所行动。整体来看，明年上半年人民币或存在反弹机会，下半年随着关税政策落地、中美利差或再度扩大，人民币贬值压力增加，汇率的波动幅度加大。

图表40 2018年特朗普关税下，人民币出现大幅贬值

资料来源：PIIE，Wind，平安证券研究所



风险提示

- 1、**美国政治风险事件**：距离特朗普正式就职仍有时间，两党博弈激烈下，不排除或突发风险性事件，对资产走势造成一定影响；
- 2、**美国经济下行风险超预期**：美国未来经济走弱的节奏具有不确定性，将对大类资产价格走势形成影响；
- 3、**国际地缘形势变化超预期**：地缘政治局势变化将对市场交易情绪等造成较大影响；
- 4、**历史经验不代表未来**：过往历史资产价格由当时宏观环境、市场交易行为等多重因素决定，历史不会简单地重复，因此过往资产价格走势仅供参考。

股票投资评级：

强烈推荐（预计6个月内，股价表现强于沪深300指数20%以上）

推 荐（预计6个月内，股价表现强于沪深300指数10%至20%之间）

中 性（预计6个月内，股价表现相对沪深300指数在±10%之间）

回 避（预计6个月内，股价表现弱于沪深300指数10%以上）

行业投资评级：

强于大市（预计6个月内，行业指数表现强于沪深300指数5%以上）

中 性（预计6个月内，行业指数表现相对沪深300指数在±5%之间）

弱于大市（预计6个月内，行业指数表现弱于沪深300指数5%以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司2024版权所有。保留一切权利。