

“特朗普交易”前景展望

团队成员

分析师 燕翔
 执业证书编号：S0210523050003
 邮箱：yx30128@hfzq.com.cn

联系人 石琳
 邮箱：sl30332@hfzq.com.cn

投资要点：

遇袭事件后，特朗普当选概率大幅提升：（1）历史经验看，遇刺对选情中性偏利好：包括特朗普在内，美国历史上相继有12名总统或总统候选人遇袭，通常而言，遇袭对总统和总统候选人的选情中性偏利好；（2）特朗普支持率已明显高于拜登：遇袭前特朗普支持率在6月27日首场电视辩论以来持续提升，目前较拜登的优势已较为明显，遇袭后领先优势扩大。

复盘2016年特朗普交易1.0，基本面主导2016年大选前市场，特朗普胜选后经济预期提升，带动美股大幅走强：（1）美国大选前市场主要受基本面驱动：6-7月就业数据超预期+二季报不差，6-8月美股持续上行。进入9月后，受7-8月PMI数据低于预期影响，美股持续回调，而市场对美联储加息预期较为强烈，美债在16H2承压；（2）11月特朗普胜选带动经济预期提升：在美国经济温和扩张+市场对特朗普减税、放松监管等有较好预期的作用下，美股持续上涨，美债受制于美联储加息周期，总体表现不佳。避险情绪推动，美元在大选前后3个月明显上涨，但2017年后持续下行。

若拜登继续执政，意味着现有的政策环境得以延续，对市场的影响偏中性。但若特朗普重新执政，其施政纲领兑现的话，对各类资产或带来不同程度影响：（1）中长期利好美股：参照2017年特朗普减税，减税意味着美股企业盈利受到支撑，中长期利好美股；（2）美债下行幅度或有限：若全面加征关税、国内限制移民，以及减税对企业盈利的潜在带动，均意味着美国通胀后续较难继续下行，不排除二次通胀压力，美债利率下行幅度或相对有限；（3）美元方向较难判断：特朗普的财政刺激有助于提振美国经济从而推动美元走强，但特朗普团队同样明确强调让美元贬值以推动出口，对于美元走势仍需要观察；（4）大宗商品分化：对于黄金而言，短期美国政治选举带来的避险情绪，以及美国财政赤字加剧，市场对美元信用担忧提升，黄金上涨趋势并未结束。对于石油、天然气等能源品种而言，在特朗普增加能源供应的承诺下，能源价格或整体承压。

从更长周期看，美国大选对各类资产的影响偏中性，但全球范围内政治风险对各类资产的影响在上升：（1）美国大选的影响偏中性：对1956年以来的美股大选年进行梳理发现，政治周期的影响有限，美股在大部分选举年均能取得较好收益，且领先其他大类资产，但相对其他年份差异并不突出；（2）全球范围政治风险的影响在提升：疫情以来全球政治经济不稳定性加剧，政治作为新的影响变量，被纳入全球投资人的新投资框架中。

风险提示：一是美国大选出现突发状况。二是地缘政治风险超预期。三是历史经验不代表未来。

相关报告

- 1、《美国大选的政策影响与资产映射》 — 2024.04.05
- 2、《美股新高背后的盈利逻辑》 — 2024.05.17
- 3、《警惕美联储全年不降息的风险》 — 2024.04.13

正文目录

1	特朗普当选概率大幅提升.....	3
2	复盘 2016 年的特朗普交易 1.0.....	4
3	特朗普交易 2.0 前景展望.....	6
4	长期看美国大选对各类资产的影响偏中性.....	7
5	政治风险对各类资产的影响在上升.....	8
6	风险提示.....	9

图表目录

图表 1:	美国历史上相继有 12 名总统或总统候选人遇袭.....	3
图表 2:	截至 7.12, 特朗普支持率 (47.4%) 领先拜登 (44.5%)	4
图表 3:	遇袭事件发生后, 特朗普胜选概率提升至 70%.....	4
图表 4:	2016 年大选前后大类资产涨跌幅.....	5
图表 5:	2016 年大选前后美股分行业涨跌幅.....	5
图表 6:	特朗普和拜登的政策纲领异同点.....	6
图表 7:	不同年份大类资产收益率.....	7
图表 8:	标普 500 分行业指数在选举成功月前后变化情况.....	8
图表 9:	不同情况下的国会构成对美股收益影响.....	8
图表 10:	2022 年以来全球地缘政治风险中枢提升.....	9

1 特朗普当选概率大幅提升

据新华社消息，美国时间7月13日，美国前总统特朗普在宾夕法尼亚州巴特勒市举行的竞选集会现场发生枪击事件，引发全球市场关注。

包括特朗普在内，美国历史上相继有12名总统或总统候选人遇袭，通常而言，遇袭对总统和总统候选人的选情中性偏利好。根据NDTV的不完全统计，美国1776年建国以来，相继有8位总统在任期内遇袭，其中林肯、肯尼迪在内的4位总统遇刺身亡，总统候选人方面有4人先后遇袭，在特朗普之前距离最近的是1972年乔治·华莱士遇刺受伤。总体看，遇袭对总统和总统候选人的选情中性偏利好，若总统和候选人在遇袭中存活下来且未因身体原因退出政坛的话，通常对其支持度较为有利，最为典型的是西奥多·罗斯福在大选前遭遇袭击，但在1912年成功当选，而时任总统里根在1981年遇袭后支持度同样明显提升。但也有例外，如70年代美国第38任总统福特在1975年先后两次遇袭未遂，但在1976年连任失败。

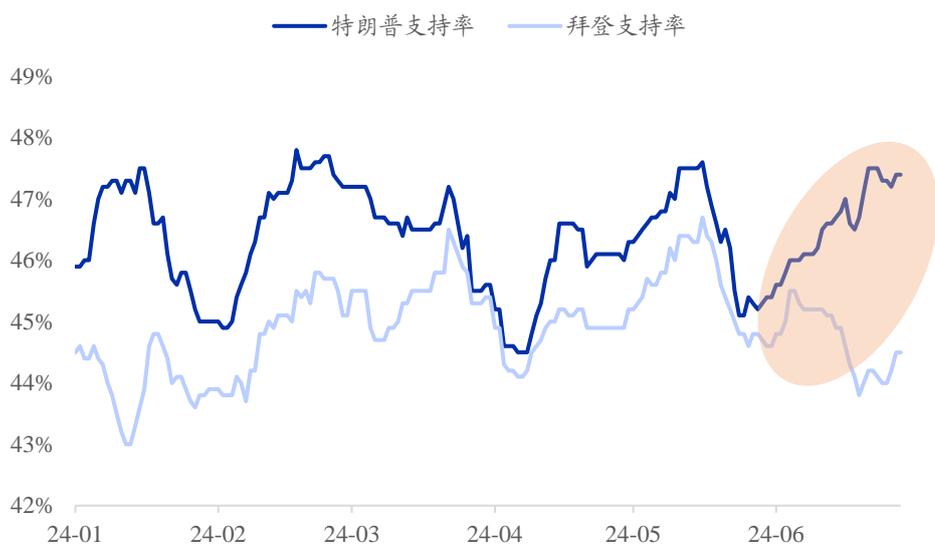
图表1：美国历史上相继有12名总统或总统候选人遇袭

职务	遇袭人	时间	结果	对后续选举影响
在任总统	第16任总统亚伯拉罕·林肯	1865	遇刺身亡	
在任总统	第20任总统詹姆斯·加菲尔德	1881	遇刺身亡	
在任总统	第25任总统威廉·麦金莱	1901	遇刺身亡	
在任总统	第32任总统富兰克林·罗斯福	1933	遇刺未遂	
在任总统	第35任总统约翰·肯尼迪	1963	遇刺身亡	
在任总统	第38任总统杰拉尔德·福特	1975	遇刺未遂	1976年连任失败
在任总统	第40任总统罗纳德·里根	1981	遇刺受伤	
在任总统	第43任总统乔治·布什	2005	遇刺未遂	
总统候选人	罗伯特·肯尼迪	1968	遇刺身亡	
总统候选人	西奥多·罗斯福	1912	遇刺受伤	成功当选
总统候选人	乔治·华莱士	1972	遇刺受伤	退出选举
总统候选人	唐纳德·特朗普	2024	遇刺受伤	-

来源：NDTV、华福证券研究所

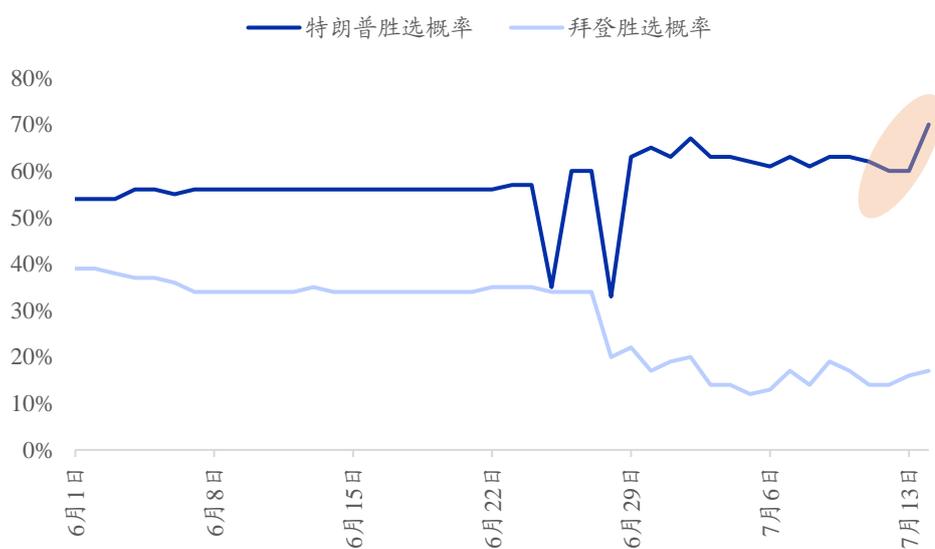
遇袭前特朗普支持率在6月27日首场电视辩论以来持续提升，目前较拜登的优势已较为明显，遇袭后领先优势进一步扩大。6月27日美国总统选举首场电视辩论举行，拜登被普遍认为发挥较差，特朗普的支持率持续提升。根据Real Clear Politics的民调数据汇总，截至7.12，特朗普支持率（47.4%）明显领先拜登（44.5%）。而7月13日的遇袭事件发生后，特朗普当选概率大幅攀升。根据Polymarket的数据，特朗普当选概率由前一日的60%大幅提升至70%，显示市场普遍认为遇袭事件对特朗普当选是重大利好。

图表 2：截至 7.12，特朗普支持率（47.4%）领先拜登（44.5%）



来源：Real Clear Politics、华福证券研究所

图表 3：遇袭事件发生后，特朗普胜选概率提升至 70%



来源：Polymarket、华福证券研究所

2 复盘 2016 年的特朗普交易 1.0

基本面主导 2016 年大选前市场，特朗普胜选后经济预期提升，带动美股大幅走强。复盘来看，2016 年 11 月美国大选前，主要资产仍然受基本面驱动，2016 年 6-7 月就业数据超预期+美股二季报不差，使得 6-8 月美股持续上行。进入 9 月后，受 7-8 月 PMI 数据低于预期影响，美股持续回调，而同时市场对美联储加息预期较为强烈，带动美债利率在 16H2 持续上行。11 月特朗普胜选后，在美国经济温和扩张+市

市场对特朗普减税、放松监管等有较好预期的作用下，美股持续上涨，美债受制于美联储加息周期，总体表现落后。而受避险情绪影响，美元在大选前后3个月明显上涨，但2017年后持续下行。

图表 4：2016 年大选前后大类资产涨跌幅

2016年大选前后大类资产涨跌幅													
	T-6M	T-5M	T-4M	T-3M	T-2M	T-1M	T	T+1M	T+2M	T+3M	T+4M	T+5M	T+6M
美股	1.8%	0.3%	3.7%	0.1%	0.0%	-1.8%	3.7%	2.0%	1.9%	4.0%	0.1%	1.0%	1.4%
政府债	0.1%	3.3%	0.4%	-1.0%	0.0%	-2.0%	-4.5%	-0.5%	0.2%	1.0%	-0.2%	1.2%	0.9%
公司债	0.3%	2.3%	1.4%	0.4%	-1.4%	1.1%	-2.7%	0.6%	-0.4%	1.5%	0.1%	-1.3%	1.1%
美元指数	0.2%	0.0%	2.0%	-1.2%	0.1%	2.3%	2.1%	2.3%	-0.8%	-0.5%	0.1%	-0.7%	-1.8%
铜	-7.7%	4.5%	1.5%	-7.0%	6.7%	-0.5%	18.7%	-4.6%	8.7%	-0.6%	-1.4%	-2.5%	-0.7%
原油	6.8%	-1.7%	-13.9%	7.6%	7.7%	-2.7%	5.5%	8.8%	-1.9%	2.4%	-6.4%	-2.4%	-2.1%
黄金	-6.1%	8.8%	2.2%	-3.1%	0.6%	-2.9%	-8.2%	-1.8%	5.1%	3.1%	0.0%	1.5%	0.0%

来源：GFD、华福证券研究所；T代表2016.11美国大选当月

美股中金融、工业和消费板块在特朗普胜选后超额收益明显。2016.11特朗普胜选后，市场对特朗普放松监管、重振制造业、减税等政策持乐观预期，金融、工业和消费等与特朗普政策关联度较高的板块涨幅居前，能源板块在特朗普胜选之初涨幅居前，但2017年后随着油价走弱而表现偏弱。

图表 5：2016 年大选前后美股分行业涨跌幅

2016年大选前后美股分行业涨跌幅													
	T-6M	T-5M	T-4M	T-3M	T-2M	T-1M	T	T+1M	T+2M	T+3M	T+4M	T+5M	T+6M
能源	-1.2%	3.2%	-2.0%	0.6%	2.9%	-3.0%	7.9%	1.8%	-3.6%	-2.7%	-1.1%	-2.9%	-4.0%
材料	-0.6%	-1.1%	5.0%	-0.3%	-1.5%	-2.2%	6.6%	-0.1%	4.6%	0.5%	0.2%	1.4%	-0.3%
工业	-0.8%	0.8%	3.3%	0.5%	-0.3%	-2.1%	8.5%	0.3%	1.4%	3.4%	-0.8%	1.7%	1.2%
可选消费	0.0%	-1.3%	4.4%	-1.4%	-0.4%	-2.4%	4.5%	-0.1%	4.2%	1.8%	1.9%	2.4%	1.0%
必选消费	0.6%	4.8%	-0.9%	-0.7%	-1.7%	-1.0%	-4.5%	2.9%	1.5%	4.9%	-0.7%	0.8%	2.6%
健康	2.0%	0.9%	4.9%	-3.5%	-0.7%	-6.6%	1.7%	0.6%	2.2%	6.2%	-0.6%	1.5%	0.6%
金融	1.8%	-3.4%	3.4%	3.6%	-2.9%	2.2%	13.7%	3.8%	0.1%	5.0%	-2.9%	-1.0%	-1.4%
信息技术	5.3%	-2.8%	7.8%	1.8%	2.4%	-0.1%	-0.6%	1.5%	4.3%	4.9%	2.5%	2.4%	4.1%
传媒	0.0%	9.3%	0.0%	-5.7%	-0.9%	-7.5%	3.5%	8.1%	-3.5%	-0.4%	-1.2%	-4.4%	-1.0%
公用事业	1.0%	7.5%	-0.7%	-6.1%	0.1%	0.8%	-6.0%	4.6%	1.2%	4.7%	-0.5%	0.7%	3.6%

来源：GFD、华福证券研究所；T代表2016.11美国大选当月

3 特朗普交易 2.0 前景展望

与拜登相比，特朗普的施政纲领更强调减税、限制非法移民、大规模加征关税和发展化石能源。综合两位候选人已公布的政策纲领看，特朗普和拜登在社会经济相关议题的主要区别如下：(1) **财政政策**：两者均认同应提高财政支出，但特朗普更强调减税，而拜登则赞同加税；(2) **关税和贸易政策**：与拜登相比，特朗普的贸易政策更为激进，提议对几乎所有进口商品征收约 10% 关税；(3) **监管**：与拜登相比，特朗普强调放松监管，尤其是在环保、金融等方面；(4) **气候与能源**：拜登强调发展清洁能源，继续实施《通胀削减法案》，而特朗普认为全球变暖是骗局，若胜选会重新退出《巴黎气候协定》，并强调提升化石能源供应；(5) **移民**：拜登对移民更加开放和友好，而特朗普支持严格的边境管制和镇压，打击非法移民；(6) **外交政策**：拜登强调多边主义、建立联盟，而特朗普强调美国优先，但两者在对华政策上均较为强硬。

图表 6：特朗普和拜登的政策纲领异同点

政策分类	特朗普	拜登	特朗普的政策潜在影响
财政	提高财政支出，降低税率（延长 2017 年签署的减税法案）	提高财政支出，提高税率（公司税率由 21% 提升至 28%）	财政赤字提升，提振美国经济
关税/贸易	大幅提高关税，对几乎所有进口外国商品征收约 10% 的关税	对钢铁、铝、新能源车等提高关税税率	提高美国通胀，经济下行压力提升
监管	放宽监管，特别是在环保和金融监管方面	-	提振美国经济和股市
气候与能源	提升化石能源供应，终止清洁能源补贴，重新退出《巴黎气候协定》	发展清洁能源，继续实施《通胀削减法案》	化石能源供应提升，通胀下降
移民	支持严格的边境管制和镇压，打击非法移民	对移民更加开放和友好，为非法移民提供获取公民身份途径	移民受限，劳动力供应不足，通胀难下
外交	“美国优先”的孤立主义；对华强硬	多边主义，建立联盟；对华强硬	政策不可预测性提升，避险资产需求加强
联邦政府	对联邦官僚机构进行彻底改革，消灭深层政府	避免大规模解雇公务员	提振美国经济和股市

来源：AP News、华福证券研究所

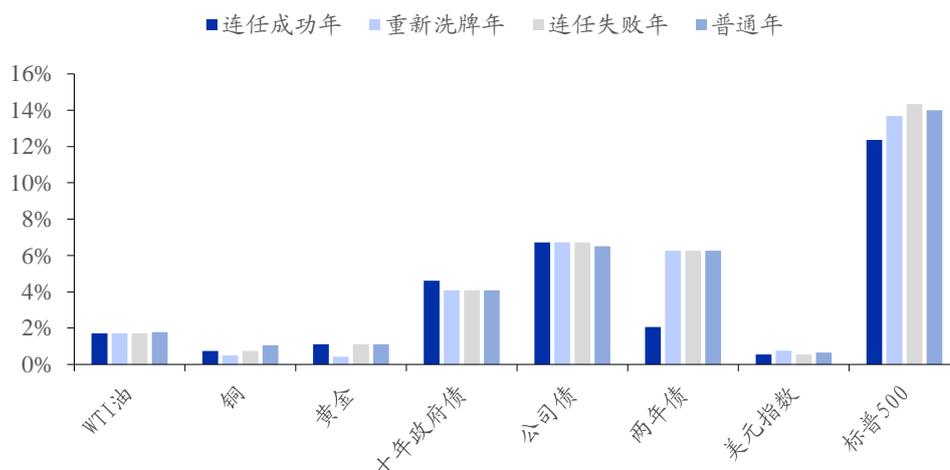
若拜登继续执政，意味着现有的政策环境得以延续，对市场的影响偏中性。但若特朗普重新执政，其施政纲领兑现的话，对各类资产或带来不同程度影响：(1) **美股**：减税带动下美股盈利端整体受益，对美股总体利好。参照 2017 年特朗普减税，若本轮减税得以延续，意味着美股企业盈利受到支撑，中长期利好美股；(2) **美债**：若全面加征关税、国内限制移民，以及减税对企业盈利的潜在带动，均意味着美国通胀后续较难继续下行，不排除二次通胀压力，在这种情况下美债利率下行幅度或相对有限，美联储加息幅度同样整体受限；(3) **美元**：对于美元而言，特朗普的财政刺激有助于提振美国经济从而推动美元走强，但特朗普团队同样明确强调让美元贬值以推动出口，

对于美元的后续影响仍需要观察；(4) **大宗商品**：对于黄金而言，短期美国政治选举带来的避险情绪，叠加特朗普若上台后带来的政策不确定性提升，以及更为关键的美联储财政赤字加剧，市场对美元信用担忧提升，长期看黄金上涨趋势并未结束。对于石油、天然气等能源品种而言，在特朗普增加能源供应的承诺下，能源价格或整体承压，但需要持续关注。

4 长期看美国大选对各类资产的影响偏中性

对 1956 年以来的美股大选年进行梳理发现，美股在大部分选举年均能取得较好收益，且领先其他大类资产，但相对其他年份差异并不突出。从年度来看，自 1956 年以来，标普 500 的非大选年均回报率为 14%，一般大选年（包含现任总统两任届满和连任失败）则为 14.3%，而碰到现任总统成功连任的年份则为 12.4%。大类资产方面，连任年的债券收益领先其他年份下的债券收益，而在所有年份收益最高的投资品为股票。同时在无人连任年中，黄金的收益率不及普通年份和连任成功的年份，油价在所有年份均没有特别大的波动。

图表 7：不同年份大类资产收益率



来源：GFD、华福证券研究所；连任成功年为现任总统寻求连任且连任成功，重新洗牌年为现任总统届满，连任失败年为现任总统连任失败，其余为普通年份，以下同

月度来看，标普 500 分行业指数其月度收益率受大选影响相对小。月度来看，标普 500 分行业指数其月度收益率受大选影响相对小。根据标普 500 分行业月度数据，以选举当月 11 月作为 T，部分板块在选举前 6 个月开始回报率逐渐下降，并在选举结束一个月后开始上升。以总统连任成功的年份为例，这些年份中科技、材料板块走势不佳，能源、公用事业板块回报稳定。与其他年份相比，除科技板块外，其余板块月度收益率相近，可见大选对于板块的月度回报并不起决定性作用。

图表 8：标普 500 分行业指数在选举成功月前后变化情况

行业	T-6M	T-3M	T-1M	T+1M	T+3M	T+6M
能源	3.6%	3.6%	3.7%	3.7%	3.7%	3.8%
材料	-0.3%	-0.4%	-0.8%	-0.9%	-0.5%	-0.1%
工业	1.7%	1.7%	1.8%	1.8%	1.9%	2.2%
可选消费	2.2%	2.3%	2.4%	2.5%	2.6%	2.9%
必选消费	2.8%	2.9%	3.0%	3.0%	3.0%	3.2%
健康	2.2%	1.5%	0.7%	0.3%	0.9%	1.5%
金融	2.9%	2.8%	2.8%	2.9%	3.1%	3.5%
科技	-3.5%	-4.9%	-6.2%	-7.0%	-6.8%	-6.5%
通信	3.2%	3.2%	3.2%	3.2%	3.3%	3.3%
公用事业	3.1%	3.0%	3.0%	3.0%	3.1%	3.2%

来源：GFD、华福证券研究所

国会的党派构成对股市的影响较小。自 1956 年以来的国会中，市场在选举结果揭晓后的三个月并没有表现出非常明显的波动。在收益差距最极端情况下，标普 500 在国会选举后三个月波动的差值小于 0.5%。国会与总统党派不一致的情况下，选举之后三个月标普 500 回报率比国会和总统来自一个党派时的回报率高出 0.03 个百分点。造成这一原因可能的解释是随着选民观念逐渐定型，国会内出现席位在党派间大幅翻转可能性越来越小。对于任何党籍的总统来说，出现混合甚至是反对党居多的国会的情况越来越多，市场已经消化了这一变动。

图表 9：不同情况下的国会构成对美股收益影响

情况	总统党派	国会选举	结果	选举后平均三个月美股涨幅	超额收益
1	民主党	民主党	一党	3.43%	1.26%
2	民主党	共和党	分裂	3.32%	1.15%
3	民主党	非一党	分裂	3.25%	1.08%
4	共和党	民主党	分裂	3.70%	1.54%
5	共和党	共和党	分裂	3.25%	1.08%
6	共和党	非一党	分裂	3.37%	1.21%
全部一党情况				3.40%	1.24%
全部分裂情况				3.43%	1.26%

来源：GFD、华福证券研究所

5 政治风险对各类资产的影响在上升

疫情以来全球政治经济不稳定性加剧，政治作为新的影响变量，被纳入全球投资人的新投资框架中。根据 Caldara 等（2022）构造的地缘政治风险指数，2022 年以来在俄乌冲突、巴以冲突等影响下，其中枢较疫情前明显提升。世界经济论坛 2023 年的报告显示，90%受访者认为地缘政治会成为 2024 年全球经济波动的来源之一，74%的受访者认为地缘政治紧张局势会阻碍全球发展目标的实现。年初以来，印度、法国、



英国及美国等经济体相继或即将开展大选，大选结果对金融资产的波动率明显提升。往后看，政治风险将持续作为重要变量，对全球各类资产带来即期和长久的影响，对此需要密切保持关注。

图表 10：2022 年以来全球地缘政治风险中枢提升



来源：Matteo Iacoviello、华福证券研究所

6 风险提示

一是美国大选出现突发状况。二是地缘政治风险超预期。三是历史经验不代表未来。

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

一般声明

华福证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，该等公开资料的准确性及完整性由其发布者负责，本公司及其研究人员对该等信息不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，之后可能会随情况的变化而调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司仅承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告以供投资者参考，但不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。投资者应自行决策，自担投资风险。

本报告版权归“华福证券有限责任公司”所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或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。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	评级	评级说明
公司评级	买入	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在 20%以上
	持有	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市	未来 6 个月内，行业整体回报高于市场基准指数 5%以上
	跟随大市	未来 6 个月内，行业整体回报介于市场基准指数-5%与 5%之间
	弱于大市	未来 6 个月内，行业整体回报低于市场基准指数-5%以下

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

联系方式

华福证券研究所 上海

公司地址：上海市浦东新区浦明路 1436 号陆家嘴滨江中心 MT 座 20 层

邮编：200120

邮箱：hfyjs@hfzq.com.cn