



宏观点评

证券分析师

程强

资格编号: S0120524010005

邮箱: chengqiang@tebon.com.cn

研究助理

相关研究

特朗普事件，如何解读？

——解读特朗普遇袭事件

投资要点：

- **核心观点：**特朗普遇袭后支持率显著上升，胜选概率大增，其竞选政策成为关注要点，对外政策着重强调加大对华关税力度，对内政策则重点推动以下政策：强硬的移民限制政策、打击贩毒集团、任命保守派法官、废除加税法案并延长 2017 年减税法案等。

结合特朗普的竞选政策与共和党推出的 2025 计划，特朗普胜选对我国的影响可能体现在四个方面：1) 所谓的“去中国化”可能加剧，在经贸、科技、意识形态、气候能源、文化等领域的摩擦增加。2) 关税加码或冲击我国外贸，特朗普的关税和贸易政策较拜登显著升级，2 月其表示考虑对所有中国进口产品征收高达 60% 的关税，出口对我国就业及国际收支有重要作用。3) 特朗普竞选政策可能导致后期再通胀压力提升，导致货币政策有 higher for longer 风险，对我国资本市场及国际收支产生影响。4) 特朗普本人具有较高的不确定性和不可预测性，过去“推特治国”直接发布政策主张、攻击竞争对手，这种巨大的不确定性可能导致全球资本市场波动性提升，“特朗普黑天鹅”可能扰动风险资产价格。

“特朗普交易”有何表现？2016 年 11 月其当选第 45 任美国总统后，作为当年最大的黑天鹅事件，特朗普的当选对金融市场交易造成了相当大的影响，当选当月（2016 年 11 月），受特朗普政府减税、增加财政刺激政策等影响，市场对增长、通胀预期大幅改善，带动股指上涨、美债收益率上行。当前，特朗普胜选概率提升促使市场再次关注“特朗普交易”：1) 2023 年 2 月特朗普竞选团队推出“美国优先”贸易政策，影响相对有限；2) 2024 年 2 月特朗普表示如果他在今年的大选中获胜，他可能会对中国商品征收超过 60% 的关税，在此阶段中国资产更多受国内因素影响，汇金增持带动股指回升，同期 10 年国债收益率快速下行，人民币汇率贬值而美元升值。3) 2024 年 6 月 28 日，美国总统大选举行第一次辩论，拜登表现不佳，辩论后特朗普支持率进一步上升，随着特朗普当选概率上升，大类资产走势与“特朗普交易”1.0 有部分相似之处，核心是美国经济增长预期升温导致的美股涨、美元强，中国资产方面，辩论后首周 A 股主要股指均下跌。

- 在“不确定性”中把握“高确定性”。考虑特朗普胜选带来的高度不确定性和不可预测性，我们建议关注并把握以下“高确定性”：1) 流动性宽松已至。再通胀扰动降息，但流动性宽松或已至，金融条件指数通常可以作为金融市场的“温度计”，可以较好的反映美联储操作以及市场预期共同作用的结果，对实体经济及部分资产价格有重要指引作用，欧央行降息抢跑、美联储放缓缩表步伐等促使金融条件转松，意味着流动性宽松或已至。2) 美元中期大概率震荡走弱。综合特朗普竞选政策和避险预期等逻辑，预计美元快速走弱概率不高，但进一步走强风险不大，大概率震荡缓慢下行。3) 再平衡。当前所谓的“去中国化”在资产价格层面的表现已经达到历史极端水平，考虑特朗普胜选带来的不确定性可能促使全球资本走向再平衡，寻求风险收益比相对合适的资产。
- **风险提示：**大国博弈超预期，地缘政治超预期恶化，美国经济超预期回落。

内容目录

1. 一枪打出一个高确定性：特朗普胜选概率大增	4
1.1. 7月13日特朗普遇袭	4
1.2. 特朗普遇袭后民调上升、多方表态，胜选概率提升	4
2. “特朗普交易”或将开启	6
2.1. 特朗普胜选概率提升，竞选政策成为关注焦点	6
2.2. “特朗普交易”表现如何？	9
3. 在“不确定性”中把握“高确定性”	15
4. 风险提示	18

图表目录

图 1: 特朗普通袭时间线	4
图 2: 特朗普的支持率上升至 71%	6
图 3: 美国各州选票	6
图 4: “特朗普交易” 1.0 时期美股表现	10
图 5: “特朗普交易” 1.0 时期美债表现 (%)	10
图 6: 关税政策或是“特朗普交易”在 A 股映射的主导因素	14
图 7: 上半年铜油已经历一轮上涨	15
图 8: 近期金融条件指数逐步走向宽松	16
图 9: 金融条件指数的变化对美国经济有前瞻指引作用	16
图 10: MSCI 美国/MSCI 中国已经走到历史极端水平	16
图 11: 实际使用外资增速逐步筑底	16
图 12: 2022 年以来资产价格相关性表现	17
表 1: 特朗普通害后诸方评论	5
表 2: 特朗普主要政治主张	6
表 3: 共和党 2016 和 2024 年纲领对比	8
表 4: “特朗普交易” 1.0 总览	10
表 5: 特朗普竞选团队公布“美国优先”贸易政策前后大类资产走势	11
表 6: 特朗普宣布若当选将对对中国商品征收超 60% 关税前后大类资产走势	12
表 7: 特朗普关税言论前后行业指数走势	13
表 8: 首轮辩论前后大类资产走势	14

1. 一枪打出一个高确定性：特朗普胜选概率大增

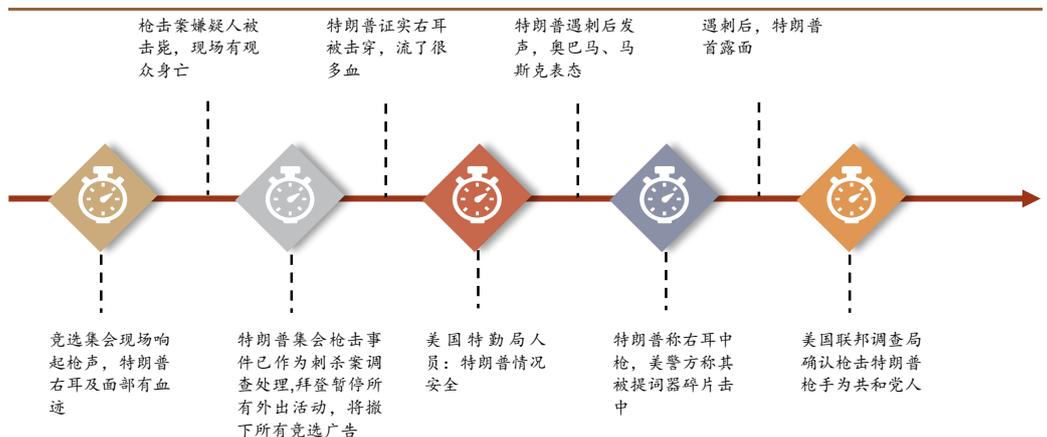
1.1. 7月13日特朗普遇袭

央视网消息称，美国当地时间7月13日下午，美国前总统特朗普在宾夕法尼亚州的竞选集会现场遭遇枪击。特朗普称，其右耳被一枚子弹击伤。涉案枪手已被特勤局击毙，另有1名集会参与者遇难，两人重伤。

枪击事件的细节：枪击事件大约发生在美国当地时间晚上6时11分。据美国媒体报道，现场至少传出五声枪响。特朗普在枪响后用手捂住了右侧面部。随后大批特勤人员冲上台，将他团团护住。在被护送下台的过程中，特朗普仍挥舞着拳头，并呼喊口号，他的右耳处可以看到血迹。

特朗普公开表态：在离开现场后不久，特朗普公开表示他“被一颗子弹击中，穿透了我右耳的上部。”他在自己的社交媒体平台（Truth Social）上写道：“我立刻知道出了问题，因为我听到了嗖嗖的声音，枪声，然后立刻感觉到子弹划破了皮肤。出血很多……”特朗普竞选团队在集会枪击事件发生后发表声明称，特朗普目前状况稳定，仍将继续出席当地时间15日在威斯康星州密尔沃基举行的共和党党代会。

图 1：特朗普遇袭时间线



资料来源：央视新闻，环球网等，德邦研究所整理绘制

1.2. 特朗普遇袭后民调上升、多方表态，胜选概率提升

在7月13日特朗普遭受枪击事件后，各国高层及部分意见领袖发表了诸多评论。Barstool Sports的创始人Dave Portnoy认为选举已经结束，民主党无法击败特朗普，应该弃权。马斯克则表示他完全支持特朗普总统，并祝愿他早日康复。苹果CEO库克和微软CEO纳德拉都对特朗普表达了祝愿，并强烈谴责了这种暴力行为。中国国家主席习近平和日本首相岸田文雄也对事件表示关注和慰问。美国国内，包括总统拜登、副总统哈里斯、前总统奥巴马和众议院少数党领袖哈基姆·杰弗里斯等政要纷纷谴责这起暴力事件，呼吁社会各界坚决反对任何形式的政治暴力。英国首相斯塔默、以色列总理内塔尼亚胡等国际领导人也对特朗普及其家人表示祝愿和同情。美国司法部部长加兰德表示动用一切可用资源展开调查。

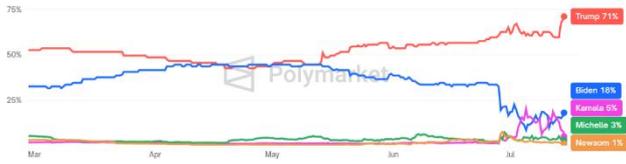
表 1：特朗普遇害后各方评论

发表的评论		发表的评论			
意见领袖	Barstool Sports 的创始人 Dave Portnoy	选举结束了，他（特朗普）是下一任总统。民主党应该弃权，因为现在民主党已经无法击败他（特朗普）了。	美国国内	乔·拜登总统	对此次袭击表示谴责，称其“令人作呕”。他说：“美国不应该容忍这种暴力行为。每个人都必须谴责这种行为。”
	马斯克	我完全支持特朗普总统并祝愿他早日康复。		前总统巴拉克·奥巴马	“我们的民主国家绝对不允许政治暴力”，并表示“前总统特朗普没有受到严重伤害”，他对此感到“欣慰”。
	苹果 CEO 库克	我祈祷特朗普总统早日康复。我的心与他、其他受害者和特朗普家人同在。我强烈谴责这种暴力行为。		众议院少数党领袖哈基姆·杰弗里斯	我的心与前总统特朗普同在。我感谢执法部门的果断反应。美国是一个民主国家。任何形式的政治暴力都是不可接受的。
	微软 CEO 萨提亚·纳德拉	我们的社会绝对不允许任何形式的暴力。我衷心祝愿特朗普总统早日康复，也祝愿所有受到今天这起可怕事件影响的人们早日康复。		共和党全国代表大会密尔沃基主办委员会	特朗普总统在这次暗杀行动中幸存下来，我为他祈祷。我们也感到心碎，因为有报道显示至少有一名无辜者被杀，也许还有其他人受伤。这种可怕的暴力行为在美国不应该发生。客人已经开始抵达威斯康星州，我们期待与共和党全国委员会合作，欢迎大家本周来到密尔沃基。
亚洲国家	中国	中方关注特朗普前总统遭遇枪击事件，习近平主席已向特朗普前总统表达慰问。	美国副总统哈里斯	这种暴力在我们国家是不能容忍的。我们所有人都必须谴责这种令人憎恶的行为，并尽自己的努力确保不会更多的暴力行为发生。	
	日本首相岸田文雄	祈祷特朗普早日康复。我们必须坚决反对任何挑战民主的暴力行为。	美国国土安全部部长马约卡斯	“美国特勤局局长齐特和我已向拜登总统汇报了今天在宾夕法尼亚州发生的枪击事件。国土安全部和特勤局正在与执法部门合作，对枪击事件作出回应并展开调查。我们以最强烈的言辞谴责这种暴力行为，并赞扬特勤局今天的迅速行动。我们与拜登总统、前总统特朗普及其竞选团队保持联系，并采取一切可能的措施确保他们的安全。维护总统候选人及其竞选活动的安全，是我们部门最重要的优先事项之一。”	
	以色列总理内塔尼亚胡	我和夫人萨拉对此次事件“感到震惊”。我们祈祷他(特朗普)平安并早日康复。	美国国防部长奥斯汀	整个国防部都谴责这种暴力行为，这种行为在我们的民主制度中绝对没有立足之地。这不是我们解决美国分歧的方式——也绝不应该是。有报道称前总统特朗普目前很安全，这让我感到欣慰，我为他和他的家人以及所有受到这起骇人听闻事件影响的人祈祷。	
欧洲国家	英国新任首相斯塔默	我对特朗普总统集会上令人震惊的场面感到震惊，我们向他和他的家人致以最美好的祝愿。我们的社会容忍不下任何形式的政治暴力，我对这次袭击的所有受害者表示同情。	美国司法部长梅里克·加兰	枪击事件发生后，美国联邦调查局、美国烟酒枪炮及爆炸物管理局与特勤局已展开合作。司法部将动用一切可用资源开展调查。	

资料来源：中国外交部官网，财联社，BBC 等，德邦研究所

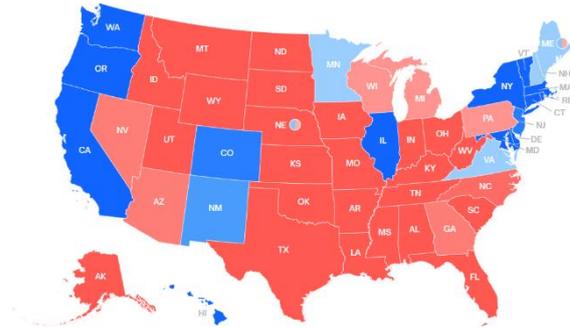
在遭受枪击以后，特朗普胜选概率大增。根据 Polymarket 网站预测，枪击事件结束后特朗普的支持率上升至 71%，此前已经显著领先于拜登，本次枪击事件后，包括马斯克在内的部分意见领袖等也表达了对特朗普的支持，当前来看特朗普胜选概率显著提升，预计未来特朗普身体状态平稳后，将以更加强势的姿态回归竞选，会充分利用这次对他的“刺杀未遂”事件给他带来的政治声望，进而为胜选奠定更加稳固的基础。

图 2：特朗普的支持率上升至 71%



资料来源：Polymarket, 德邦研究所 (截至时间: 北京时间 7 月 15 日 1:00PM)

图 3：美国各州选票



资料来源：Polymarket, 德邦研究所 (截至时间: 北京时间 7 月 15 日 1:00PM)
注：红色表明更支持特朗普，蓝色表明更支持拜登

2. “特朗普交易”或将开启

2.1. 特朗普胜选概率提升，竞选政策成为关注焦点

枪击事件后，特朗普胜选概率提升，在其竞选期间的竞选政策主张，也成为市场关注焦点，大体可以分为对外政策和对内政策两个部分，对外政策主要强调对中国加关税。对内政策则主要强调强硬移民、反对禁止避孕、任命保守派法官、延长减税等方案。

一是对外强调：取消天然气出口限制及对中国加关税。

- 能源出口方面，特朗普长期主张取消美国天然气出口的限制。特朗普承诺通过增加国内生产来降低能源价格。在早前的多次竞选活动中，特朗普都提出了结束联邦钻探许可证和租约拖延的计划。2024 年 4 月特朗普承诺“撤销拜登总统的一些天然气出口限制政策”。在其他能源方面，特朗普在总统任期内曾大力宣扬海上风电场扩张，称其是“释放经济创新力量，更充分地开发和探索我们的海洋经济”的更广泛推动的一部分。2024 年 5 月特朗普将风力发电场描述为“可怕的”，并指责涡轮机杀死鸟类和鲸鱼，并补充说，他将“确保这种情况在第一天就结束”。
- 对中国关税方面，特朗普从征收类别细化至征收税率。2024 年 2 月特朗普表示如果他再次当选，他将考虑对所有中国进口产品征收高达 60% 的关税。据路透社报道，特朗普 6 月份在与共和党国会议员的会议上建议用高关税取代联邦所得税。早在 2023 年 1 月的竞选视频中特朗普称要限制中国对美国能源、技术、电信和自然资源等基础设施的所有权，他将迫使中国出售可能危及美国国家安全的现有资产。

表 2：特朗普主要政治主张

对外		对内	
能源	取消美国天然气出口的限制，通过增加国内生产来降低能源价格	移民	宣扬强硬移民政策，承诺“进行美国历史上最大规模的国内驱逐行动”
贸易	将考虑对所有中国进口产品征收高达 60% 的关税	贩毒	要“打倒”贩毒集团
外交	阻止“永无休止的战争”的战略	教育	关闭教育部，将“所有教育及教育工作和需求送回各州”
气候	继续削弱美国在气候变化领域的承诺和行动	卫生	为美国人民提供比奥巴马医改更好的医疗保健
		性别	削减促进性别转变的项目
		司法	继续任命保守派法官
		城市	建设所谓的“自由城市”
		汽车	将撤销美国环境保护署新的汽车污染规则
		税收	延长 2017 年《减税与就业法案》的减税措施，承诺废除拜登的加税政策

资料来源：politics trump, CNN 等，德邦研究所整理，截止 2024 年 7 月 14 日

二是对内强调：强硬移民+反对禁止避孕+保守派法官+延长减税。

- **特朗普在移民方面态度自年初至今更加强硬。**2024年1月特朗普称利用“外国敌人法案”将已知或疑似的帮派成员、毒贩或贩毒集团成员驱逐出美国。2024年2月特朗普宣扬强硬移民政策，承诺“进行美国历史上最大规模的国内驱逐行动”。
- **特朗普在贩毒方面坚持“打倒”贩毒集团。**2022年11月特朗普称“如果当选，将要求国会确保贩毒者和人口贩子因其“令人发指的行为”被判处死刑。要“打倒”贩毒集团，包括对贩毒集团实施海军禁运，切断其进入全球金融体系的渠道，以及动用国防部的特种部队摧毁贩毒集团的领导层。
- **特朗普要求关闭教育部。**2023年9月特朗普宣布要求关闭教育部，并将“所有教育及教育工作和需求送回各州”。特朗普政府的第二届任期将追查学校中违反宪法“宗教信仰自由”条款的行为，这两项条款禁止政府建立宗教，并保护公民信奉自己宗教的权利。特朗普还承诺利用私立大学捐赠基金资助免费在线课程。
- **特朗普极力取消奥巴马医改。**2023年6月特朗普在竞选视频中誓言要恢复之前的行政命令，让美国政府支付与其他发达国家相同的药品价格。2023年11月，特朗普在 TruthSocial 上发布了一系列帖子，承诺要取代《平价医疗法案》(又称“奥巴马医改”)。2024年4月特朗普表示，不会签署联邦堕胎禁令，并表示堕胎法应该由各州决定。
- **特朗普多次强调削弱性别转变。**在2023年保守党政治行动会议上特朗普表示：“将撤销拜登的每一项提倡对青少年进行化学阉割和性残害的政策，并要求国会向他提交一项法案，禁止全美50个州对儿童进行性残害。”特朗普在竞选视频中补充，他将发布行政命令，指示联邦机构削减促进性别转变的项目，并要求国会停止使用联邦资金来推广和支付性别确认程序。即如果医院和医疗保健提供者向青少年提供化学或物理性别确认护理，特朗普的政府将不允许这些医院达到联邦医疗补助和医疗保险的健康和安全标准。
- **特朗普继续任命保守派法官。**2023年6月特朗普表示：“将任命一位真正的特别检察官，追捕美国历史上最腐败的总统乔·拜登以及整个拜登犯罪家族，彻底消灭深层政府。”2023年9月，特朗普在华盛顿特区发表讲话时宣布，将任命一个特别工作组，审查那些“遭到拜登政府不公正迫害”人的案件。特朗普指出，他希望“迅速研究情况，并在第一天签署赦免或减刑令”。随后，在2024年5月自由党大会上，特朗普承诺释放网络黑市丝绸之路的创始人罗斯·乌布利希，特朗普在任期间拒绝为乌布利希减刑。
- **特朗普认为自由城市是美国制造业回归的基石。**特朗普在多个竞选视频中表示，他将带头建设所谓的“自由城市”，以“重新开放边疆，重新点燃美国人的想象力，并为数十万年轻人和其他人，所有勤劳的家庭，提供拥有住房的新机会，事实上，实现美国梦”。在他的计划中，联邦政府将在联邦土地上特许建立10个新城市，并将它们授予提出最佳发展方案的地区。这位前总统在竞选视频中表示，自由城市将带来美国制造业的回归、经济机会、新产业和负担得起的生活。在2023年3月的视频中，特朗普补充说，在第二届特朗普政府领导下，美国将带头“为家庭和个人开发垂直起降飞行器”，而不是让中国引领“这场空中交通革命”。这位前总统表示，这些飞行器将改变商业，并为农村社区带来财富。
- **特朗普力主中止电动汽车授权。**特朗普承诺将撤销美国环境保护署新的汽车污染规则，该规则可能要求到2032年电动汽车占美国新车销量的

三分之二。特朗普在密歇根州的一次集会上声称，拜登的电动汽车相关政策“意味着美国汽车业的死亡”。特朗普补充道：“第一天，我将终止乔·拜登的电动汽车授权，并将取消每一项压垮美国汽车工人的法规。”

- **在财政方面特朗普力争实施美国历史上最大的减税政策。**特朗普承诺将延长 2017 年《减税与就业法案》的减税措施，尤其是《减税与就业法案》的个人所得税减免。这位前总统还谈到将企业税率从目前的 21% 降至 15%。“我将使特朗普的减税政策成为历史上最大的减税政策。”特朗普还承诺废除拜登的加税政策，“立即应对”通货膨胀，并结束他所谓的拜登对美国能源生产的“战争”。在拉斯维加斯的竞选期间，特朗普还承诺取消小费税，此举旨在吸引在该市工作的数十万民众。

表 3：共和党 2016 和 2024 年纲领对比

		2016 年纲领核心观点	2024 年纲领核心观点
对外	能源	继续主张支持发展各种形式的能源，鼓励向外国市场出口能源产品，反对征收碳税，反对落实气候变化《巴黎协定》	让美国成为世界上占主导地位的能源生产国
	贸易	跨境贸易自由	-
移民	支持沿南部边境修建围墙		封锁边境，阻止移民入侵
			执行美国历史上最大规模的驱逐行动
			制止移民犯罪，拆除外国毒品库，打击帮派暴力，关押暴力犯罪分子
军事	反对禁止枪支	防止第三次世界大战，在欧洲和中东恢复和平	
	-	结束针对美国人民的政府武器化	
	-	加强军队并使之现代化	
城市	反对联邦政府对高速公路、铁路等基础设施项目进行资助，强调应完全让私营部门来发挥作用	重建城市，包括华盛顿特区	
货币	-	保持美元作为世界储备货币	
福利	废除奥巴马医改	争取和保护社会保障和医疗保险，不改变退休年龄	
种族	-		削减联邦政府对任何向孩子灌输批判性种族理论及其他不适当的种族、性别或政治内容等的学校拨款
			不让男人参加女子运动
			驱逐亲哈马斯激进分子，让大学校园重新变得安全
选举	反对民主党主导通过的金融监管法案《多德-弗兰克法》	确保选举安全，包括当天投票、选民身份、纸质选票和公民身份证明	

资料来源：《2016 Republican Party Platform》，《2024 GOP PLATFORM MAKE AMERICA GREAT AGAIN!》，新华社等，德邦研究所整理

此外，2024 版共和党纲领草案以及 2025 计划（Project 2025）均是分析跟踪特朗普政策主张的较好文件。2024 年 7 月 8 日，共和党发布 2024 版党纲草案，该草案也是对特朗普政策主张的验证，纲领强调降低通胀、打击非法移民、重振经济、促进制造业回流等几大核心议题。“2025 项目”（Project 2025），又名“总统过渡计划”，是由美国保守派智库传统基金会发起的一系列政策提议，包括反对保护少数族裔的公民权利、打击堕胎权、推动反移民政策和推动学校私有化等内容，目的是在特朗普再次入主白宫的情况下重塑美国联邦政府，是特朗普政策思路的重要参考。

综合特朗普的竞选策略与共和党 2025 计划，我们认为，特朗普胜选后对我国的影响主要体现在四个方面：

1、所谓的“去中国化”可能加剧。特朗普在其首个任期内对中国“重拳出击”，明确强调寻求与中国脱钩，在贸易、意识形态、科技、主权等领域与中国产生对抗，共和党 2025 年计划中在对华政策层面，也进一步强调推动“彻底与中国切断联系”的提议，比如限制访问 TikTok、禁止中国政府资助的孔子学院等。我们认为，随着特朗普的上台，所谓的“去中国化”可能进一步加剧，经贸、科技、意识形态、能源、文化等领域可能摩擦加码。

2、关税加码或将冲击我国外贸。不论是拜登还是特朗普，均将关税政策作为对华限制的重要方式，相比于拜登，特朗普的关税和贸易政策对我国的冲击更大，2 月特朗普表示如果他再次当选，他将考虑对所有中国进口产品征收高达 60% 的关税，6 月在与共和党国会议员的会议上建议用高关税取代联邦所得税。我们预计，特朗普胜选对我国外贸可能带来一定冲击，出口部门对我国的国际收支和就业有较大影响，可能会导致宏观政策相对应的做出改变。

3、远期可能面临再通胀压力。从特朗普的竞选政策主张来看，坚持美国优先的贸易政策、加大基础设施支出、促进美国制造业回流、主动压低美元提振出口、推出“史上”最严苛的移民政策等政策，从劳动力、金融条件、全球供应链等不同角度，对美国通胀带来不同程度的推升，再通胀压力可能导致货币政策有 higher for longer 风险，进而对我国国际收支及资本市场产生冲击。

4、不确定性提升，关注地缘政治风险。回顾特朗普首个任期，特朗普在施政时表现出了较大的不确定性，“推特治国”就是典型表现，特朗普通过推特直接发布政策主张，攻击竞争对手，甚至解雇政府官员，其推文具有鲜明的个人色彩并使用简单易懂的语言，直言不讳的对他人进行攻击，这种“推特治国”的方式对政策信号带来了巨大的不确定性，也导致全球资本市场波动性显著提升。特别值得注意的是，当前地缘政治风险较特朗普第一个任期已经显著上升，特朗普自身蕴含的巨大不确定性，可能在未来对地缘政治风险带来更大的潜在冲击，资产价格波动性也可能抬升。

2.2. “特朗普交易”表现如何？

“特朗普交易”的概念诞生于 2016 年 11 月其当选第 45 任美国总统后，作为当年最大的黑天鹅事件，特朗普的当选对金融市场交易造成了相当大的影响，在选举结果尚未公布前的 2016 年 10 月，市场避险情绪较强，美国主要股指均下跌，美债收益率上升，美元资产股债齐跌；当选当月（2016 年 11 月），市场快速反向交易，主要催化是特朗普政府减税、增加财政刺激政策，市场对增长、通胀预

期大幅改善，带动美股上涨、美债下跌；而资金回流美国也导致了阶段性的中国股指下跌、国债收益率回调、人民币贬值和美元上涨，风险偏好的回升也导致了铜油齐涨，金价下跌，此后这一交易格局持续了一段时间。**2016年11月起的大类资产走势可以视为“特朗普交易”1.0**，总结为**美股涨、美债跌、美元强、铜油涨、金价跌、中国资产走弱**。

表 4：“特朗普交易”1.0 总览

资产大类	代表资产	2016年1-9月	2016年10月	2016年11月	2016年12月	2017年1月
美国股指	标普 500	7.73%	-1.94%	3.42%	1.82%	2.58%
	道琼斯工业指数	6.76%	-0.91%	5.41%	3.34%	1.71%
	纳斯达克指数	8.34%	-2.31%	2.59%	1.12%	5.05%
	罗素 3000 指数	8.21%	-2.27%	4.21%	1.79%	2.60%
	MSCI 美国	7.69%	-2.01%	3.33%	1.71%	2.72%
中国股指	上证综指	-15.10%	3.19%	4.82%	-4.50%	1.79%
	深证成指	-16.56%	1.29%	2.88%	-7.58%	-1.23%
	创业板指	-20.79%	0.46%	1.08%	-10.12%	-3.86%
	沪深 300	-12.80%	2.55%	6.05%	-6.44%	2.35%
	万得全 A	-14.17%	3.15%	3.94%	-5.36%	-0.25%
香港股指	恒生指数	6.31%	-1.56%	-0.63%	-3.46%	6.18%
	恒生科技指数	12.61%	-0.37%	1.82%	-2.98%	5.56%
美债	2Y 美债 (bp)	-25	9	25	9	1
	10Y 美债 (bp)	-64	24	53	8	6
中债	1Y 中债 (bp)	-14	1	13	35	3
	10Y 中债 (bp)	-10	2	21	6	34
商品	WTI 原油	25.20%	-2.53%	7.81%	8.66%	-3.29%
	COMEX 黄金	24.36%	-3.11%	-8.06%	-1.94%	5.24%
	LME 铜	3.11%	-0.10%	18.86%	-4.08%	7.43%
汇率	美元指数	-3.30%	3.05%	3.28%	0.80%	-2.75%
	在岸人民币	2.72%	1.51%	1.72%	0.91%	-1.03%
	离岸人民币	1.62%	1.54%	2.04%	0.77%	-2.04%
	欧元兑美元	3.49%	-2.46%	-3.50%	-0.25%	2.29%
	美元兑日元	-15.85%	3.81%	8.82%	2.13%	-3.48%
	英镑兑美元	-11.74%	-6.17%	2.20%	-1.15%	2.01%

资料来源：Wind，德邦研究所

图 4：“特朗普交易”1.0 时期美股表现



资料来源：Wind，德邦研究所

图 5：“特朗普交易”1.0 时期美债表现 (%)



资料来源：Wind，德邦研究所

2022 年 11 月，特朗普宣布将于 2024 年第三次参选美国总统，市场广泛关

注“特朗普交易”能否再现。从政策纲领来看，共和党 2024 年选举纲领在主要经济政策上延续了 2016 年的基调，实施减税+支持重点产业（以能源为代表），相关政策对增长与通胀的影响或也较为类似，但今年与 2016 年不同的是，2016 年特朗普当选更多被视为极端风险事件，直到特朗普当选后市场才后知后觉地开启“特朗普交易”，而今年特朗普的选情明显好于 2016 年，Polymarket 的数据显示，绝大多数时间特朗普的支持率都高于拜登，尤其是 5 月下旬以来二者支持率差距持续拉大。

此后，两个重要事件导致特朗普支持率出现跳升，其一是 6 月 28 日的拜登及特朗普的第一次电视辩论，拜登表现不佳导致特朗普上破 60%；其二是 7 月 13 日的枪击事件，政治暴力的受害者形象和特朗普表现出的坚强导致其支持率在事件发生后快速上升至 70%，从整体市场预期来看，市场对特朗普当选或已打上较高预期。

我们对过去几次“特朗普交易”进行跟踪发现，随着特朗普支持率的逐步提升，“特朗普交易”对市场的影响也逐步提升，“特朗普交易”2.0 或将提前且更平缓地进行。

首先，2023 年 2 月特朗普竞选团队推出“美国优先”贸易政策，对资产价格影响有限。2023 年 2 月 27 日，特朗普和其 2024 年总统竞选团队推出“美国优先”贸易政策，主要包括取消中国最惠国贸易地位，并采取一项为期四年的计划，逐步淘汰所有中国进口的必需品，禁止任何与业务外包给中国的公司签订联邦合同等。

“美国优先”贸易政策是特朗普首次任期以来对贸易保护主义政策的加强版，其主张彰显了特朗普意在与中国“硬脱钩”的态度。虽然政策表述较为激进，但这一阶段距离美国总统换届时间还比较长，一位潜在总统候选人的政策纲领对中国资产影响并不大，虽然 2023 年 3-5 月中国主要股指下行为主，但主要是受疫后复苏预期走弱的内部因素影响。

表 5：特朗普竞选团队公布“美国优先”贸易政策前后大类资产走势

资产大类	代表资产	2023 年初至 2 月 27 日	2023 年 3 月	2023 年 4 月	2023 年 5 月	2023 年 6 月
美国股指	标普 500	4.13%	3.51%	1.46%	0.25%	6.47%
	道琼斯工业指数	-0.75%	1.89%	2.48%	-3.49%	4.56%
	纳斯达克指数	10.40%	6.69%	0.04%	5.80%	6.59%
	罗素 3000 指数	4.84%	2.51%	0.97%	0.21%	6.69%
	MSCI 美国	4.51%	3.39%	1.18%	0.47%	6.53%
中国股指	上证综指	4.54%	0.46%	1.54%	-3.57%	-0.08%
	深证成指	5.26%	0.21%	-3.31%	-4.80%	2.16%
	创业板指	2.26%	-0.43%	-3.12%	-5.65%	0.98%
	沪深 300	4.01%	0.18%	-0.54%	-5.72%	1.16%
	万得全 A	5.23%	-0.09%	-1.44%	-3.31%	1.58%
香港股指	恒生指数	-8.69%	3.10%	-2.48%	-8.35%	3.74%
	恒生科技指数	-12.17%	9.65%	-9.35%	-7.04%	7.85%
美债	2Y 美债 (bp)	38	-75	-2	36	47
	10Y 美债 (bp)	13	-44	-4	20	17
中债	1Y 中债 (bp)	22	-8	-9	-16	-11
	10Y 中债 (bp)	8	-6	-7	-9	-5
商品	WTI 原油	-5.71%	-0.01%	1.47%	-11.32%	3.75%

	COMEX 黄金	-0.32%	8.92%	0.62%	-0.92%	-2.69%
	LME 铜	4.39%	1.89%	-3.90%	-6.27%	2.00%
汇率	美元指数	1.12%	-1.96%	-0.91%	2.51%	-0.81%
	在岸人民币	0.19%	-1.34%	0.83%	2.57%	1.46%
	离岸人民币	0.57%	-1.24%	0.77%	2.77%	2.09%
	欧元兑美元	-0.95%	2.60%	1.55%	-3.50%	2.50%
	美元兑日元	3.32%	-2.52%	2.44%	2.79%	3.36%
	英镑兑美元	-0.34%	2.77%	1.72%	-1.48%	2.53%

资料来源：Wind，德邦研究所

其二，2024年2月5日，美国《财富》杂志网站报道，特朗普表示，如果他在今年的大选中获胜，他可能会对对中国商品征收超过60%的关税。这段时期中国资产走势受到汇金公司等增持行为影响明显，1月到2月5日前，主要股指明显下跌，2月5日当周起，主要股指扭转跌幅大幅上涨，这一轮上涨持续了三周；同期中债正处于2024年债牛开端，10年国债收益率快速下行；同期人民币贬值为主，美元升值为主。

表 6：特朗普宣布若当选将对对中国商品征收超 60%关税前后大类资产走势

资产大类	代表资产	2024年初至2024年2月4日	T+1周	T+2周	T+3周	T+4周
美国股指	标普 500	4.55%	0.79%	1.82%	-0.11%	-0.26%
	道琼斯工业指数	2.49%	0.19%	1.05%	-0.11%	-0.93%
	纳斯达克指数	5.84%	1.05%	1.29%	1.74%	-1.17%
	罗素 3000 指数	3.89%	0.86%	1.80%	1.09%	-0.21%
	MSCI 美国	4.52%	0.84%	1.75%	1.01%	-0.25%
中国股指	上证综指	-8.23%	4.97%	4.85%	0.74%	0.63%
	深证成指	-15.42%	9.49%	2.82%	4.03%	-0.70%
	创业板指	-18.03%	11.38%	1.81%	3.74%	-0.92%
	沪深 300	-7.33%	5.83%	3.71%	1.38%	0.20%
	万得全 A	-15.12%	5.72%	5.18%	2.42%	-0.04%
香港股指	恒生指数	-8.88%	1.37%	3.77%	2.36%	-0.82%
	恒生科技指数	-19.14%	2.74%	6.89%	1.71%	2.60%
美债	2Y 美债 (bp)	3	10	21	-13	-6
	10Y 美债 (bp)	8	12	11	-7	-10
中债	1Y 中债 (bp)	-19	4	-16	1	-3
	10Y 中债 (bp)	-13	1	-3	-3	-9
商品	WTI 原油	0.88%	6.31%	3.06%	-3.41%	4.55%
	COMEX 黄金	-0.71%	-0.89%	-0.65%	1.00%	2.24%
	LME 铜	-0.72%	-3.70%	2.53%	1.57%	-0.69%
汇率	美元指数	2.55%	0.10%	0.20%	-0.29%	-0.09%
	在岸人民币	1.23%	0.19%	0.07%	0.01%	0.00%
	离岸人民币	1.28%	0.04%	-0.08%	-0.10%	0.06%
	欧元兑美元	-2.49%	-0.05%	-0.12%	0.55%	0.04%
	美元兑日元	5.41%	0.57%	0.64%	0.01%	-0.11%
	英镑兑美元	-0.91%	0.01%	-0.30%	0.70%	-0.21%

资料来源：Wind，德邦研究所

为观察这一阶段汇金公司等增持行动下中国股指整体上涨期间特朗普关税言论的影响，我们考察不同行业走势的差异，可以发现2月5日特朗普关税言论发酵后一周，传统出口导向行业涨幅多数不及万得全 A，其中纺服、轻工制造、家用电器等都是代表性的传统出口导向行业，特朗普关税言论对传统出口导向行业指

数的负面影响较为显著；而汽车、电子等行业虽然也具有较强的出口导向性，但作为新质生产力的代表行业，今年以来受政策支持、出口走势较好等利好影响，2月初反弹行情后多数时期指数表现好于万得全 A。

表 7：特朗普关税言论前后行业指数走势

指数	2024 年初至 2024 年 2 月 4 日	T+1 周	T+2 周	T+3 周	T+4 周
建筑装饰	-8.05%	-0.69%	6.91%	0.33%	0.33%
综合	-20.65%	-0.58%	6.38%	1.73%	-0.62%
纺织服饰	-14.09%	0.66%	5.61%	0.66%	2.60%
房地产	-8.95%	1.00%	4.50%	-0.72%	-4.52%
环保	-18.79%	1.03%	6.21%	1.75%	-0.33%
银行	6.74%	1.18%	6.09%	-2.33%	0.36%
轻工制造	-18.02%	1.19%	7.81%	1.02%	-0.27%
传媒	-17.10%	2.02%	13.39%	3.64%	-2.54%
社会服务	-18.79%	2.10%	8.28%	1.34%	-2.18%
商贸零售	-13.94%	2.27%	6.14%	0.94%	-2.55%
公用事业	-5.12%	2.61%	4.38%	-1.05%	4.23%
煤炭	1.47%	3.36%	8.14%	-1.00%	2.81%
农林牧渔	-14.77%	3.61%	2.29%	-0.20%	-0.38%
建筑材料	-11.43%	4.03%	3.19%	0.67%	-1.56%
交通运输	-5.58%	4.05%	3.86%	-1.29%	-0.14%
家用电器	-2.07%	4.38%	2.50%	5.55%	1.75%
石油石化	-5.37%	4.42%	5.45%	-0.61%	5.24%
机械设备	-20.75%	5.29%	7.00%	5.60%	2.23%
通信	-15.09%	5.37%	11.13%	6.05%	2.55%
万得全 A	-15.12%	5.72%	5.18%	2.42%	-0.04%
计算机	-25.25%	5.81%	11.59%	7.53%	-2.07%
非银金融	-4.54%	6.06%	2.80%	0.41%	-2.37%
钢铁	-10.20%	6.26%	2.68%	0.48%	1.80%
汽车	-17.21%	6.41%	5.82%	4.55%	-0.55%
食品饮料	-8.78%	6.59%	3.32%	-0.71%	-1.83%
基础化工	-19.78%	6.79%	5.10%	2.39%	-0.81%
有色金属	-15.15%	6.87%	4.96%	2.07%	4.49%
电力设备	-18.21%	8.43%	2.87%	3.84%	0.62%
电子	-25.01%	8.64%	6.02%	7.02%	0.55%
美容护理	-14.40%	9.01%	5.90%	0.16%	-2.24%
国防军工	-24.39%	9.26%	4.15%	5.44%	0.09%
医药生物	-21.08%	10.31%	2.09%	1.72%	-2.24%

资料来源：Wind，德邦研究所

图 6：关税政策或是“特朗普交易”在 A 股映射的主导因素



资料来源：Wind，德邦研究所

其三，2024年6月28日，美国总统大选举行第一次辩论，拜登表现不佳，辩论后特朗普支持率进一步上升。这一阶段的事件特征是特朗普当选概率上升，大类资产走势与“特朗普交易”1.0有部分相似之处，核心是美国经济增长预期升温导致的美股涨、美元强，这一阶段美债收益率并未上升，主要是受到美联储降息预期升温影响，降息交易与“特朗普交易”并行导致美国股债齐涨，商品价格走势与2016年11月不同的原因或是上半年铜油已经经历一轮上涨，涨价动能已释放，当前处于震荡调节阶段。中国资产方面，辩论后首周A股主要股指均下跌，后一个月也以下跌为主。

表 8：首轮辩论前后大类资产走势

资产大类	代表资产	2024/5/28 至 2024/6/28	T+1 周	T+2 周	T+3 周	T+4 周
美国股指	标普 500	4.80%	1.32%	1.58%	0.61%	-0.08%
	道琼斯工业指数	2.30%	0.29%	-0.54%	1.45%	-0.08%
	纳斯达克指数	6.88%	2.38%	3.24%	0.00%	0.24%
	罗素 3000 指数	4.57%	0.94%	1.31%	0.65%	0.05%
	MSCI 美国	4.62%	1.25%	1.57%	0.61%	-0.02%
中国股指	上证综指	0.42%	-0.64%	-1.04%	-0.66%	0.75%
	深证成指	-2.32%	-1.16%	-0.04%	-2.03%	-2.38%
	创业板指	-2.87%	-1.33%	0.58%	-1.98%	-4.13%
	沪深 300	-0.68%	-0.16%	-0.91%	-1.30%	-0.97%
	万得全 A	-1.21%	-2.09%	0.15%	-1.49%	-1.78%

香港股指	恒生指数	1.78%	1.59%	-2.31%	0.48%	-1.72%
	恒生科技指数	-0.27%	2.21%	-1.72%	-0.17%	-3.97%
美债	2Y 美债 (bp)	-3	-17	4	-12	-4
	10Y 美债 (bp)	-9	-21	6	-17	1
中债	1Y 中债 (bp)	-13	-1	-5	1	-4
	10Y 中债 (bp)	-5	-1	-1	-3	-2
商品	WTI 原油	-3.39%	-8.24%	6.35%	4.71%	-0.91%
	COMEX 黄金	1.95%	-1.48%	1.01%	-0.61%	0.24%
	LME 铜	0.78%	-2.90%	0.10%	-0.63%	-1.00%
汇率	美元指数	-1.60%	0.29%	0.56%	0.28%	0.02%
	在岸人民币	0.00%	-0.04%	0.13%	0.03%	0.09%
	离岸人民币	0.26%	-0.21%	0.33%	-0.01%	0.25%
	欧元兑美元	1.71%	-0.42%	-0.92%	-0.09%	0.20%
	美元兑日元	-0.30%	-0.37%	0.41%	1.52%	0.69%
	英镑兑美元	1.76%	0.42%	-0.35%	0.13%	0.10%

资料来源: Wind, 德邦研究所

图 7: 上半年铜油已经历一轮上涨



资料来源: Wind, 德邦研究所

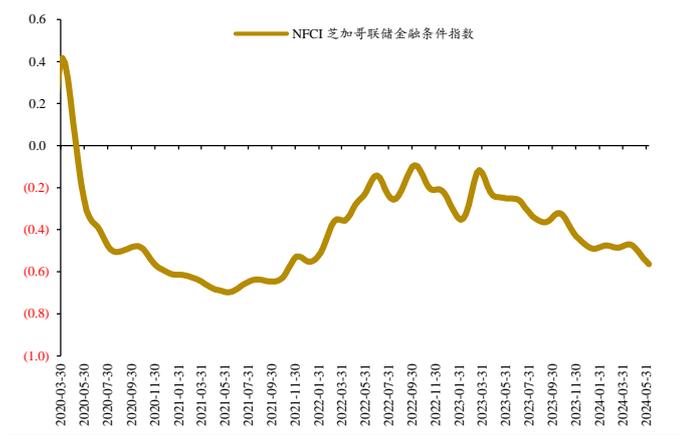
3. 在“不确定性”中把握“高确定性”

特朗普遇袭事件发生后，从媒体民调和部分意见领袖表态来看，特朗普胜选的概率显著上升，考虑竞选政策背后的宏观线索，一方面所谓的“去中国化”可能加剧，关税加码对我国外贸产生冲击，美国再通胀压力加大可能扰动“降息”及美元走势，另一方面特朗普自身的高度不确定性，可能为全球资本市场及资产价格带来“惊吓”和“惊喜”。综合来看，特朗普胜选对经济、政策及资产价格的影响是相对复杂，且具备较高不确定性的，我们认为，在不确定性中把握“高确定性”更为重要，建议关注以下逻辑：

其一、再通胀扰动降息，但流动性宽松已至。结合前文分析，特朗普倾向于较为宽松的货币环境，主要在于促进美元走弱，进而扭转贸易逆差，但其坚持美国优先的贸易政策、加大基础设施支出、促进美国制造业回流、主动压低美元提振出口、推出“史上”最严苛的移民政策等政策可能催生再通胀风险，再通胀压力可能导致货币政策有 higher for longer 风险。若特朗普上台后开启“吹风机”对鲍威尔施压，再通胀出现或将扰动降息，鲍威尔与特朗普之争可能再度开启。

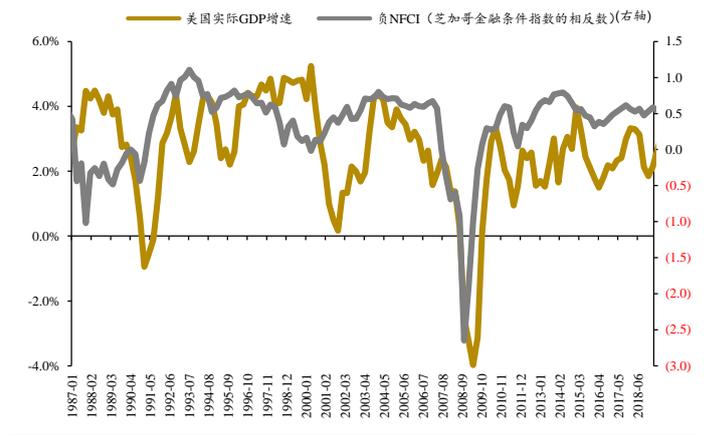
我们认为，虽然再通胀可能扰动降息进程，但无需过度担心，金融条件指数显示美国流动性宽松实质性或已至。金融条件指数通常可以作为金融市场的“温度计”，可以较好的反映美联储操作以及市场预期共同作用的结果，对实体经济及部分资产价格有重要指引作用，以芝加哥联储的金融条件指数为例(Chicago Fed's National Financial Condition Index, NFCI)，其包含了风险(Risk)、信用(Credit)、和杠杆(Leverage)三大维度的105个相关指标以刻画美国货币市场、股票、债券、以及影子银行体系的金融条件状况。当前来看，6月6日，加拿大央行与欧央行先后降息，美联储也于6月开始逐步放缓缩表步伐，这些措施在不同程度上促使了金融条件指数走向宽松。

图 8：近期金融条件指数逐步走向宽松



资料来源：Wind，德邦研究所

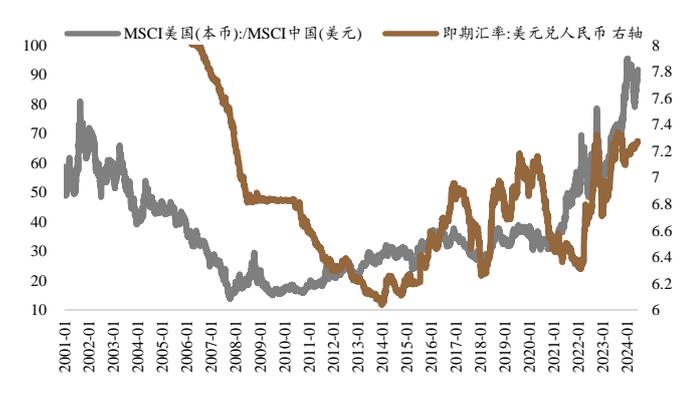
图 9：金融条件指数的变化对美国实际GDP增速有前瞻指引作用



资料来源：Wind，德邦研究所

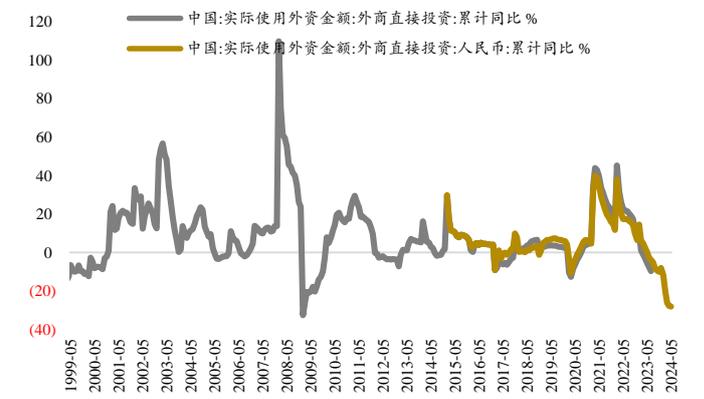
其二、美元快速走弱概率不高，但进一步走强风险降低。美元是影响全球资本流动的重要力量，呈现出周期性波动规律，对全球大宗商品价格、各国宏观政策等产生诸多影响。过去两年美元保持着较为强势的表现，即便在衰退预期和流动性宽松预期影响下，美元也相对维持较强表现。特朗普胜选概率提升，将如何影响美元变化？特朗普倾向于美元贬值，借以推动出口扭转美国贸易逆差，但由于其施政的高度不确定性，将美国优先和大国博弈摆在较高的政策优先级，在经贸、科技、汇率等诸多层面进行意识形态对抗，胜选后可能进一步对华施加摩擦，美元类资产相对安全，“避险情绪”或导致全球资本回流美国，因此我们认为，美元快速走弱概率不高，但进一步走强风险不大，大概率震荡缓慢下行。

图 10：MSCI 美国/MSCI 中国已经走到历史极端水平



资料来源：Wind，德邦研究所

图 11：实际使用外资增速逐步筑底



资料来源：Wind，德邦研究所

其三、所谓的“去中国化”与再平衡。2022年2月俄乌冲突爆发后，全球地缘政治风险抬升对全球资本流动产生较大影响，进而对全球资产价格表现形成扰动。2022年我国证券投资净流出2811亿美元，四个季度分别流出796亿、783亿1040亿和193亿美元，2023年适当好转，2023年我国证券投资项下净流出632亿美元，较2022年下降78%。其中，前三个季度净流出分别为565亿美元、59亿美元和356亿美元，2023年四季度转为证券投资净流入348亿美元。同期，根据《世界经济展望》预测，2023年美国证券投资净流入4287亿美元，与2022年规模相当。欧元区经济持续低迷、通胀高企，德国证券投资净流出增加至972亿美元，英国证券投资净流入增加至1808亿美元。日本证券投资净流出规模为1287亿美元，与2022年规模相当。以美国为首的G7国家旨在经贸、供应链、科技、能源等领域所谓的“去中国化”，这种所谓的“去中国化”解释了为什么在相似的流动性环境和事件催化下不同国家的股票市场出现了不同表现，美国、日本、印度等股票市场表现较好，中国市场相对承压。

我们认为当前资产价格所谓的“去中国化”已经走到历史极端水平，未来更多关注再平衡带来的潜在利好。当前来看，资产价格所谓的“去中国化”已经达到历史极端水平，一方面MSCI美国与中国之比达到历史最高水平阶段，另一方面实际使用外资等数据也在逐步筑底。结合过去两年全球资产价格的相关性，人民币资产整体与黄金价格、美日股市及印度等部分新兴市场国家股市走势背离，考虑特朗普胜选后带来的不确定性提升以及美元中期逐步走弱的概率较高，可能促使全球资本重新走向再平衡，寻求风险收益比相对合适的资产，建议后续关注再平衡力量。

图 12：2022 年以来资产价格相关性表现

2022年至今资产相关性表现	纳斯达克指数	COMEX黄金	日经225	英国富时100	印度 SENSEX30	中债-信用债总财富指数	ICE石油	富时越南30价格指数	恒生科技	科技	周期制造	金融地产	消费	医药	科创50
纳斯达克指数	100%	80%	86%	57%	80%	71%	-28%	16%	-14%	72%	-31%	19%	-45%	-41%	-53%
标普500	99%	84%	89%	65%	84%	74%	-30%	9%	-18%	71%	-34%	16%	-47%	-41%	-59%
日经225	86%	81%	100%	57%	94%	93%	-46%	-27%	-49%	60%	-46%	-3%	-64%	-64%	-78%
中债-投资级中资美元债财富(总值)指数	82%	70%	56%	53%	49%	37%	-19%	38%	23%	79%	-6%	44%	-6%	0%	-17%
印度SENSEX30	80%	77%	94%	61%	100%	92%	-59%	-37%	-53%	57%	-51%	-3%	-62%	-58%	-80%
COMEX黄金	80%	100%	81%	76%	77%	78%	-32%	-15%	-26%	71%	-37%	20%	-44%	-42%	-63%
巴西IBOVESPA指数	76%	62%	80%	37%	84%	75%	-32%	-13%	-50%	43%	-53%	-12%	-69%	-59%	-73%
SHFE黄金	76%	92%	91%	67%	89%	95%	-47%	-42%	-51%	60%	-51%	4%	-60%	-62%	-82%
A股科技	72%	71%	60%	63%	57%	53%	-46%	1%	19%	100%	8%	49%	1%	6%	-15%
中债-总财富(总值)指数	72%	78%	94%	56%	94%	100%	-56%	-52%	-63%	51%	-53%	-10%	-67%	-70%	-87%
中债-信用债总财富(总值)指数	71%	78%	93%	55%	92%	100%	-56%	-54%	-63%	53%	-53%	-8%	-67%	-70%	-86%
英国富时100	57%	76%	57%	100%	61%	55%	-38%	-21%	-6%	63%	-17%	33%	-10%	-12%	-41%
南华工业品指数	45%	63%	47%	47%	53%	56%	4%	-20%	-37%	18%	-51%	-7%	-46%	-51%	-72%
胡志明指数	44%	15%	3%	3%	-9%	-26%	48%	94%	54%	22%	26%	33%	21%	14%	27%
万得外汇投资指数	40%	49%	75%	34%	80%	90%	-65%	-76%	-71%	29%	-54%	-18%	-64%	-69%	-79%
南非富时综指	39%	55%	30%	75%	41%	31%	-52%	-16%	17%	64%	-9%	57%	12%	15%	-10%
A股金融地产	19%	20%	-3%	33%	-3%	-8%	-15%	30%	67%	49%	30%	100%	56%	37%	28%
富时越南30价格指数	16%	-15%	-27%	-21%	-37%	-54%	60%	100%	66%	1%	40%	30%	38%	33%	52%
恒生科技	-14%	-26%	-49%	-6%	-53%	-63%	32%	66%	100%	19%	71%	67%	90%	72%	75%
上证指数	-26%	-26%	-51%	-4%	-57%	-60%	22%	49%	84%	18%	84%	61%	86%	75%	84%
恒生指数	-27%	-29%	-60%	-1%	-65%	-73%	37%	63%	94%	6%	67%	61%	89%	75%	79%
ICE石油	-28%	-32%	-46%	-38%	-59%	-56%	100%	60%	32%	-46%	30%	-15%	20%	15%	36%
A股周期制造	-31%	-37%	-46%	-17%	-51%	-53%	30%	40%	71%	8%	100%	30%	77%	67%	73%
沪深300USD(CNH)	-35%	-44%	-70%	-23%	-75%	-84%	50%	73%	88%	-8%	72%	43%	82%	79%	89%
中证转债	-35%	-50%	-55%	-23%	-59%	-62%	26%	48%	75%	-2%	86%	36%	80%	62%	83%
上证50	-36%	-44%	-68%	-21%	-75%	-82%	53%	71%	88%	-12%	73%	45%	85%	75%	84%
A股医药	-41%	-42%	-64%	-12%	-58%	-70%	15%	33%	72%	6%	67%	37%	79%	100%	80%
A股消费	-45%	-44%	-64%	-10%	-62%	-67%	20%	38%	90%	1%	77%	56%	100%	79%	76%
中证500	-51%	-57%	-74%	-28%	-74%	-81%	29%	46%	78%	-8%	83%	37%	85%	84%	96%
科创50	-53%	-63%	-78%	-41%	-80%	-86%	36%	52%	75%	-15%	73%	28%	76%	80%	100%

资料来源：Wind，德邦研究所

4. 风险提示

- 1) 大国博弈超预期。
- 2) 地缘政治超预期恶化。
- 3) 美国经济超预期回落。

信息披露

分析师与研究助理简介

程强，博士，CFA，CPA，德邦证券研究所所长、首席经济学家。

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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

	类别	评级	说明
1. 投资评级的比较和评级标准： 以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅；	股票投资评级	买入	相对强于市场表现 20%以上；
		增持	相对强于市场表现 5%~20%；
		中性	相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
		减持	相对弱于市场表现 5%以下。
2. 市场基准指数的比较标准： A股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 10%以下。

法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（以下简称“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，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，德邦证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。