

宏观专题报告

2024年11月4日

国联期货研究所

证监许可[2011]1773号

分析师:

王娜

从业资格证号: F3055965

投资咨询证书号: Z0001999

联系人:

吴昕玥

从业资格证号: F03124129

相关研究报告:

股指衍生品: 估值修复, 磨底等待启动契机

股指衍生品: 稳增长政策渐明朗 期待基本面拐点

【专题报告】国联期货股指分红观察(一): 分红对股指基差的影响

【专题报告】美国通胀拐点将现, 加息临近尾声

美国大选对美国经济和通胀的影响

——美国大选系列专题报告(二)

在特朗普和哈里斯的政策主张中, 对美国经济和通胀影响最大的即关税、税收和移民政策, 其中总统在贸易领域和移民政策调整领域的自主裁量权很大, 国会较难对相关政策作出有效干预, 但国会的构成对于税收政策的推进顺利与否最为关键, 因此我们考虑四种情形:

情形一: 共和党大获全胜——特朗普的减税和产业政策等从大方向上来看利于美国经济增长, 但其关税、移民等政策对于经济的影响或将是最大变数, 可能难以按照其理想路径对美国经济产生正向刺激, 因此政策对冲之后对美国经济的影响并不能确定, 而特朗普各项政策对于加剧通胀的结果相对确定。

情形二: 特朗普政府下府院分治——这可能是“最差”情形, 最可能的发展方向是政策对美国经济增长的影响偏向负面, 但美国通胀上行风险较为明确, “滞胀风险”增加。

情形三: 哈里斯政府下府院分治——这是除“共和党大获全胜”以外最可能出现的情形, 哈里斯政策框架下的美国经济可能更类似过去拜登政府任期下的延续, 其关税和移民政策都更温和, 所带来的供给侧通胀压力较小, 同时在经济刺激上力度也不大, 大概率“不温不火”维持现状。

情形四: 民主党大获全胜——在这种情形下, 最可能的发展方向是政策对美国通胀的影响具有不确定性, 但对美国经济增长的影响较偏负面。

正文目录

情形一：共和党大获全胜 - 3 -	
情形二：特朗普政府下府院分治 - 5 -	
情形三：哈里斯政府下府院分治 - 6 -	
情形四：民主党大获全胜 - 7 -	

图表目录

图 1 : 2024 美国大选四种情形.....	- 3 -
图 1 : 美国主要进口贸易伙伴 (十亿美元)	- 4 -
图 2 : 美国劳动力构成 (% , 各行业移民身份占就业的百分比)	- 5 -
表 1 : 2024 年美国大选两位候选人政策主张差异.....	- 2 -

2024 年美国大选候选人哈里斯与特朗普将在包括税法、政府支出、贸易政策、移民政策、能源政策和监管政策等各方面提出截然不同的经济政策倾向，这些政策将对美国经济和通胀表现产生重大影响。本文将对美国两位总统候选人提出的政策所带来的宏观经济后果作出初步评估。

表 1：2024 年美国大选两位候选人政策主张差异

主题	特朗普	哈里斯
财政政策	继续推进大规模减税： 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；不征收消费税、加班税	为中低收入群体减税； 对富人及大企业加税，提高新小企业税收减免： 将企业税率由 21% 提高到 28%，对年收入超过 100 万美元的人长期资本利得税率将由 20% 抬升至 28%，将新企业创业的税收减免额由 5,000 美元提高到 50,000 美元
贸易政策	坚持美国优先： 对外贸易关税提升，可能对进入美国的所有商品征收无差别的 10% 的基准关税，并对中国加征 60% 或更高的关税	增强和盟友贸易： 加征对中国进口关税，降低中国依赖度 反对特朗普全面加征关税，对部分商品加征关税
移民政策	收紧移民政策，限制移民流入： 预计将迅速重启“第 42 条”边境条款和“留在墨西哥”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	回归传统化石能源，寻求美国能源自主，降低美国能源成本： 加快发放石油、天然气勘探许可，增加美国能源产量，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： 多次明确表示发展清洁能源和维护环境正义是优先事项，承诺重返《巴黎协定》

信息整理：国联期货研究所

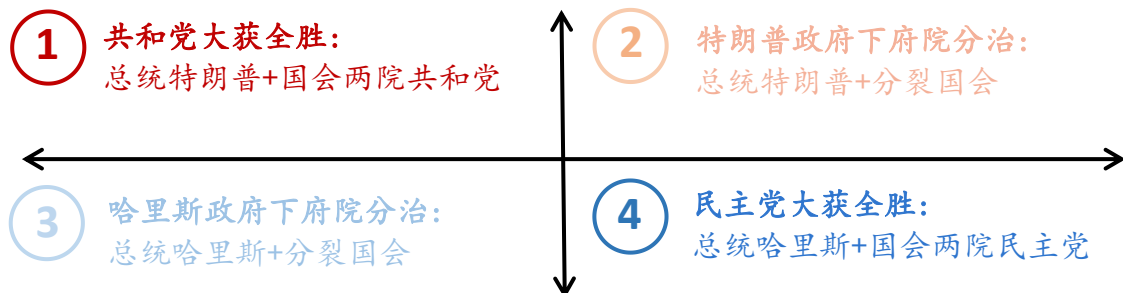
在特朗普和哈里斯的政策主张中，对美国经济和通胀影响最大的即关税、税收和移民政策。其中，由于美国在财政政策制定流程中，总统的预算提案需交由国会审议修改并形成预算决议，并最终由总统签字生效，因此国会的构成对于税收政策的推进顺利与否最为关键。同时，总统在贸易领域和移民政策调整领域的自主裁量权很大，国会较难对相关政策作出有效干预。

能源政策方面，两党无论哪一方上台，或均难以改变 2025 年油价受压制的格局，中东各国也将继续增产压制油价趋近页岩油成本，因此无论是回归传统化石能源，还是发展清洁能源，预计由于两党政策主张而造成的原油价格变动对美国通胀的影响都将相对有限。

鉴于财政政策相关主张最终成为法律并能够付诸实施的内容在很大程度上取决于美国国会的构成，因此本文从以下四种情形探讨美国大选结果对于美国经济和通

胀的影响：

图 1：2024 美国大选四种情形



资料来源：Polymarket、国联期货研究所

据全球预测市场平台 Polymarket，当前博彩市场对于“共和党大获全胜”、“特朗普政府下府院分治”、“哈里斯政府下府院分治”和“民主党大获全胜”这四种情形的预测概率分别为 39%、15%、35%和 15%（博彩市场概率加总不等于 1），即共和党大获全胜（情形一）或哈里斯政府下府院分治（情形三）这两种情形发生概率最高且不分伯仲。

情形一：共和党大获全胜

在这种情形下，最可能的发展方向是政策对美国经济增长的提振具有不确定性，但美国通胀上行风险较为明确。

税收政策方面：

特朗普主张继续推进大规模减税计划，包括（1）进一步降低企业税所得税，以及（2）免除加班费和小费等类型的收入税。若共和党掌控国会，则特朗普财税主张得到落地的概率大大提升，据 Tax foundation 测算，特朗普的这两条减税法案将分别拉动美国 GDP 增长 0.5%和 0.3%。

贸易和移民政策方面：

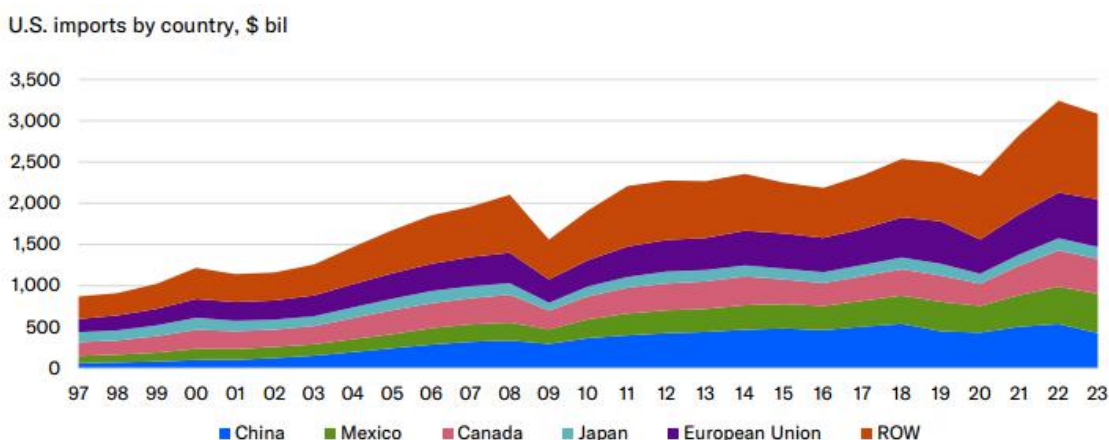
在国会无法做出有效干预和约束的贸易和移民政策方面，若特朗普延续其第一个任期内的操作方式，即通过行政命令进行改革，从而绕过立法程序，那么这些政策将在司法系统最终裁定其合法性之前长期实施，并且鉴于共和党控制国会，预计特朗普最终都能够通过立法来将已实施的相关政策合理化。

（1）贸易政策方面，特朗普在其上一任期曾对中国发起贸易战，他对于可能到来的第二任期有着更为“宏大”的计划：对所有中国商品征收 60%的关税，并对进入

美国的所有其他商品征收 10%左右的统一关税。他坚持认为，对进口商品征税的成本将由生产这些商品的外国承担，然而事实是，美国进口商支付了关税，然后通常通过提高价格的形式将这一成本转嫁给美国本土消费者，并进而推高美国通胀。

鉴于 2023 年全年美国进口货物总金额中进口自中国的占比仍达到 14%左右，特朗普关税政策对美国国内通胀的推高不可避免；根据摩根士丹利近期的一份报告统计，若其相关关税政策得以实行，将导致 2025 年美国 CPI 通胀上涨 0.9%、经济产出累计下降 1.4%。

图 1：美国主要进口贸易伙伴（十亿美元）

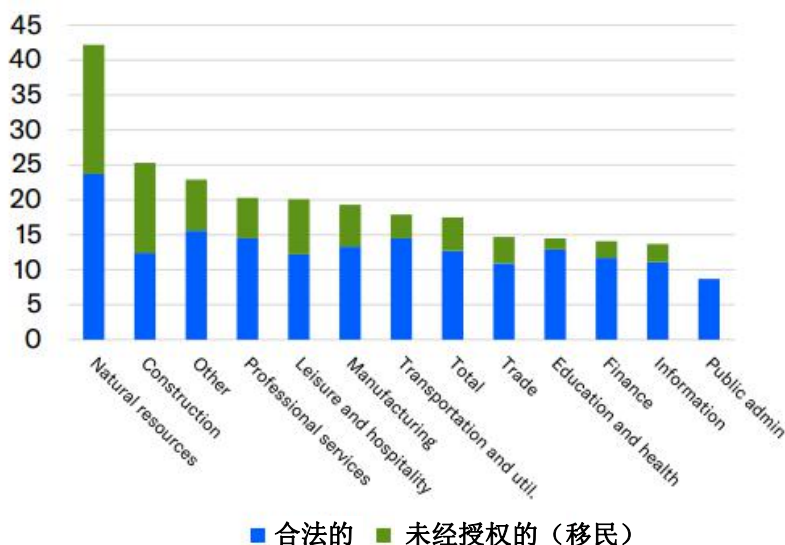


图表来源：Census Bureau

（2）移民政策方面，特朗普的相关政策或将扭转本能缓解通胀的移民潮，导致二次通胀。过去几年，美国移民潮实际令企业更容易雇佣到工人，有助于缓解雇主大幅提高工资的压力，并减少他们通过提高价格将更高的劳动力成本转嫁给消费者的情况，实际有助于打破“薪资上涨——通货膨胀”的负螺旋。

据 2024 年 1 月美国国会预算办公室（Congressional Budget Office）的报告称，在过去四年里，美国就业或求职的人数增加了近 850 万，其中大约 72%是外国出生的人。如果特朗普的第二任任期政府实施了更严格的移民政策和大规模驱逐非法移民，将迅速导致本已紧张的就业市场大幅收紧，特别是在农业、建筑、休闲、酒店及零售等行业。据彼得森研究所（Peterson Institute）计算得出，如果特朗普的第二任期政府成功驱逐了所有被认为在美国工作的 830 万无证件移民工人，那么到 2026 年，美国的 CPI 通胀率将高出 3.5 个百分点。

图 2：美国劳动力构成（%，各行业移民身份占就业的百分比）



图表来源：Pew Research

同时需要注意的是特朗普相关政策主张对美国财政带来的巨大压力，根据美国尽责联邦预算委员会（CRFB）的测算，综合支出和收入政策以及利息，特朗普的政策主张将在 2026-2035 财年增加约 7.75 万亿美元的净财政赤字。

因此综合来看，特朗普的减税和产业政策等从大方向上来看利于美国经济增长，但其关税、移民等政策对于经济的影响或将是最大变数，可能难以按照其理想路径对美国经济产生正向刺激，因此政策对冲之后对美国经济的影响并不能确定，而特朗普各项政策对于加剧通胀的结果相对确定。

在这样的背景下，中长期来看，聚焦于劳动力市场及通胀水平的美联储或将受制于再通胀，被迫需要等待更长的时间达到降息的效果，甚至不排除被迫恢复加息。利率高企将不仅使得美国政府财务负担进一步加剧，也将使市场关注点再次转移至对于美国经济硬着陆的担忧。

情形二：特朗普政府下府院分治

这可能是“最差”情形，最可能的发展方向是政策对美国经济增长的影响偏向负面，但美国通胀上行风险较为明确。

首先在税收政策方面，由于特朗普面临国会分裂格局，因此其能够推动经济增长的减税政策落地仍有非常大的挑战，不排除特朗普通过行政手段先推进加征关税和限制移民政策，增加对经济的负面增长影响和通胀上行影响。

而正如前文“情形一：共和党大获全胜”章节中所述，由于总统在关税和移民政策方面具有较大自由裁量权，因此在司法系统最终裁定政策合法性之前，相关政策已能够获得较长实施时间，因此美国对海外增加关税以及更严格的移民政策将大幅加剧对美国通胀的扰动，可能使“滞胀风险”增加。

但需注意，尽管特朗普政府在边境问题上自主权较大，但国会能够设置障碍，包括帮助移民赢得法庭诉讼以及协商将移民送往何处等。因此在这种情况下，预计净移民减少的幅度会相对可控，特朗普移民政策对通胀扰动的幅度应弱于“共和党大获全胜”情形。

情形三：哈里斯政府下府院分治

这是除“共和党大获全胜”以外最可能出现的情形，在这种情形下，最可能的发展方向是政策对美国经济和通胀影响均最小，基本维持现状。

哈里斯政策框架下的美国经济可能更类似过去拜登政府任期下的延续，其关税和移民政策都更温和，所带来的供给侧通胀压力较小，同时在经济刺激上力度也不大，大概率“不温不火”维持现状。

税收政策方面：

由于哈里斯面临分裂国会格局，因此其加税（针对富人及大型企业）及减税政策（针对中低收入群体及新小企业）均较难落地，或主要以延续拜登任期内财政政策和调整行政执行手段为主，因而对经济和通胀的影响都将相对较小。

贸易政策及移民政策方面：

贸易政策方面，哈里斯或针对性地提高关税，如类似拜登政府对中国电动汽车和太阳能电池板征收 100% 关税，以帮助美国公司与中国公司竞争；在移民政策方面，哈里斯大概率也仍将延续拜登政府的相关政策，对美国经济增长和通胀带来的额外政策影响都相对有限。

因此预计在“哈里斯政府下府院分治”情形下，美国经济仍将继续维持当前运行现状，同时基本能够确保在失业率接近 4% 的情况下保持充分就业。通胀水平或能稳步放缓，并有望在 2025 年回到美联储 2% 的目标。联邦财政赤字有望稳定在占 GDP 5% 略高的水平，虽没有新的重大政策立法，但拜登-哈里斯政府通过的政策，包括《基础设施投资和就业法案》、《CHIPS 法案》和《个人退休税法》都有望得到延续和巩

固，并继续对美国经济产生相对积极的影响。

情形四：民主党大获全胜

在这种情形下，最可能的发展方向是政策对美国通胀的影响具有不确定性，但对美国经济增长的影响较偏负面。

税收政策方面：

哈里斯总统加上民主党国会意味着哈里斯针对高收入群体和大型企业加税、对于中低收入阶层和新小企业减税、增加政府支出以加强低收入群体住房税收减免等相关政策组合或将有效推进。

第一，相关政策可能中短期会导致企业盈利降低，进而对美国经济增速构成拖累，同时或从需求侧带来价格下行压力。

第二，相关政策提振了美国中低收入群体的财政状况，并可能产生通胀上行风险：鉴于核心服务通胀粘性较强是制约美国通胀降温未及预期的主要原因，而房价和薪资增速是核心服务的主要支撑，哈里斯政府对购房者首付的大力补助可能刺激房价上涨，进而传导至房租通胀，对美国整体通胀态势构成潜在上行压力。

第三，需要注意的是，哈里斯的政策主张虽不及特朗普激进，但若在民主党国会支持下顺利推进，也将扩大联邦财政赤字，根据 CRFB，综合支出和收入政策以及利息哈里斯的政策主张将在 2026-2035 财年增加约 3.95 万亿美元的净财政赤字。

因此综合来看，哈里斯财政政策中短期对美国经济有一定负面影响，而对通胀的影响尚存不确定性。

在贸易和移民政策方面，如前文“情形三：哈里斯政府下府院分治”章节中所述，哈里斯大概率将延续拜登政府的相关政策框架，单独来看对美国经济和通胀造成的影响均较小。

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。

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