

特朗普當選：對投資者的重要啟示



MONICA DEFEND

東方匯理資產管理投資研究院
院主管



VINCENT MORTIER

東方匯理集團首席投資總監



MARCO PIRONDINI

東方匯理美國首席投資總監



MAHMOOD PRADHAN

東方匯理資產管理投資研究院
環球市場宏觀經濟部主管



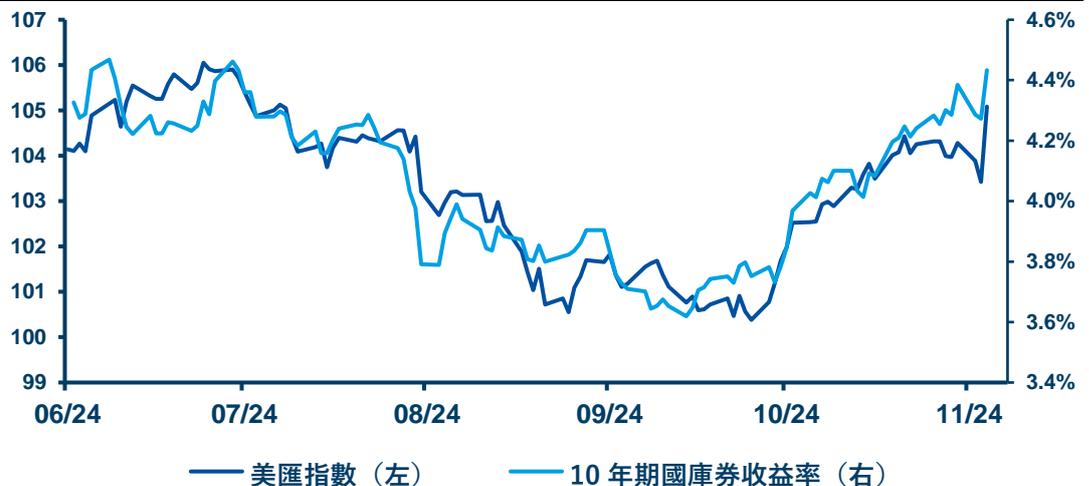
AIDAN YAO

東方匯理資產管理投資研究院
亞洲高級投資策略師

- **選舉結果：**前總統特朗普將再度入主白宮，開展四年的任期，共和黨亦重奪參議院控制權，甚至是眾議院 — 「共和黨全面大勝」 (red sweep) 是最有可能出現的結果。由於投資者認為特朗普很大機會兌現競選政綱，金融市場已隨即作出反應 — 備受追捧的「特朗普交易」得以延續，推動債券收益率、美元及股票期貨上升¹。
- **政策及影響：**我們認為新總統或會優先考慮關稅及移民政策多於減稅，因為這些措施可透過行政命令執行，毋須經國會批准。政策執行次序對評估增長及通脹影響甚為關鍵。關稅將對經濟產生負面的供應衝擊，並增加滯脹風險 — 程度將取決於最終關稅水平。
- **對全球市場的影響：**在貿易環境越趨不明朗及保護主義抬頭下，如果特朗普全面落實影響深遠的關稅提案，便註定不會有任何贏家。跨大西洋關係可能受經濟局勢日益緊張所影響，並可能蔓延至其他合作領域，亞洲將最受打擊，中國更首當其衝。然而，中國政府可以透過談判（例如針對美國高度依賴的領域—製藥成份和稀土元素）、外匯貶值及貿易繞道等措施來緩和有關衝擊。如要化解外部挑戰及國內經濟放緩問題，將需要比目前更大膽果斷地執行政策。以本土市場為主的大型經濟體則較不受影響，例如印度和印尼。
- **投資啟示：**通脹上升及聯儲局立場轉趨強硬，將為固定收益投資帶來風險，同時於短期為美元提供支持。金融狀況收緊將波及全球，考慮到加徵關稅的衝擊，亞洲市場尤其易受影響。美股將面對衝突角力，但在特朗普 2.0 時代下，監管放寬及工業政策很可能利好銀行及中小型股等領域。

特朗普即將重返白宮，成為美國第 47 任總統。在撰文時，共和黨亦重奪參議院控制權，取得 52 個議席，民主黨則有 42 個。眾議院的點票過程尚未完結，但如果共和黨維持目前的領先優勢，則可望「全面大勝」，控制參眾兩院，有更多空間推行政策議程。

美國 10 年期國庫券收益率及美元



資料來源：東方匯理資產管理投資研究院、彭博數據截至 2024 年 11 月 6 日。

¹於 2024 年 11 月 6 日最終定稿。

「特朗普政策將會對通脹造成最大影響，令聯儲局進退維谷。」

市場對大選結果作出反應，備受追捧的「特朗普交易」得以延續。在大選前，有關交易已主導跨資產類別的資金流向。10 年期國庫券收益率躍升至 4.4% 的四個月高位。美匯指數兌一籃子貨幣上升 1.7%，兌歐元、墨西哥披索及其他對貿易敏感的新興市場貨幣顯著走強。標準普爾 500 指數升逾 2.5%，而中小型股指數羅素 2000 指數則升 5.8%。值得注意的是，在離岸市場交易的中國資產受挫，恆生指數下跌超過 2%，離岸人民幣兌美元亦貶值 1.2%。然而，在岸股票及在岸人民幣較為強韌，可能源於投資者預計即將推出的財政刺激措施將有助緩和預期的關稅衝擊。

對新總統有什麼預期？

候任總統特朗普提出的政策綱領 — 無論是貿易、移民、財政政策、監管法規，還是對聯儲局的態度，都明顯偏離拜登政府的政策規範。假如全面落實有關政策，可能對美國以至全球其他地區的增長、通脹及市場前景造成深遠影響（請參閱我們最近發表的文章：[2024 美國總統選舉：宏觀，地緣政治及投資觀點](#)）。

我們從兩方面評估特朗普執行各項政策的優先次序。**第一是政策對總統的重要程度**；第二是**政策執行受阻的程度**（主要是需要國會批准）。第一，我們認為稅務政策是特朗普「讓美國偉大」經濟議程的核心，他建議向美國人減稅，並透過對其他國家加徵關稅的所得收入，抵銷[部份]稅項影響。移民問題是總統的首要競選議題，於選舉時他對此作出堅定承諾。放寬監管的重要程度較低。至於政策制定（貨幣政策），他的立場較為進取，但干預聯儲局的獨立性方面，至今只是唬嚇性質。

第二方面是政策執行的難易度，大部份關稅及移民政策可透過總統行政命令執行，因此不太受國會分治所影響，這個情況仍有可能發生。然而，減稅及擴大財政開支則大多需要立法機關批准。雖然民主黨或會投票支持延長特朗普 2017 年減稅方案的部份措施，但他提出企業稅率再由 21% 降至 15% 的方案，很可能面對強大阻力。一些監管變動亦面臨類似阻礙。共和黨成功控制參議院，使特朗普在任命新官員方面相對自由，包括聯儲局的主要職位。

總括而言，我們認為關稅／移民是特朗普優先處理的首要任務，其次是減稅及其他財政改革，然後是放寬監管。

政策將如何（重新）塑造美國經濟前景？

特朗普政策對經濟的影響將取決於執行政策的規模和次序。

加徵關稅和收緊移民政策（包括隨著時間過去，政府可能把無證移民驅逐出境）造成負面的供應衝擊，不僅削弱經濟增長，同時會導致通脹升溫，令經濟可能出現滯脹。問題在於特朗普會否即時落實所有措施：增加中國產品關稅 60%，其他產品關稅則上調 10% 至 20%，並把估計多達 1,300 萬名無證移民中的 100 萬人驅逐出境？對經濟及市場來說，如果特朗普全面及倉猝推出這些政策，將會帶來「震撼」療法的效果。

「關稅及移民議題可能是特朗普的首要任務。」

「通脹風險上升將不利債券表現。股票方面，小型股和銀行股可望受惠。」

「中國將最受關稅影響。然而，中國政府可以透過談判、外匯貶值、貿易繞道及刺激措施來緩和影響。」

相反，特朗普的財政方案將短期利好增長和通脹。然而，隨著時間過去，市場或會質疑美國能否持續承擔巨額債務。放寬監管將影響行業表現，而對整體經濟的影響程度將取決於轉變的規模和廣度。削弱聯儲局的獨立性無助對抗通脹，而近期數據反映通脹問題仍未解決。

把關稅因素納入我們的模型後，便會發現增長股將首當其衝，主要由於加徵關稅，其次是經濟從 2026 年起溫和復甦。然而，這將取決於關稅的走勢。若特朗普以循序漸進的方式加徵關稅，並提前減稅，將有助延遲通脹衝擊，並較為利好 2025 年的經濟增長。相反，若特朗普提前及大幅上調關稅，便會削弱經濟增長，令通脹在 2025 年進一步升溫。滯脹風險上升將令聯儲局身陷困境。

美國開徵關稅對亞洲有什麼影響？

對環球經濟而言，新任總統具最影響力的政策就是開徵關稅。特朗普在大選期間提出的關稅規模及廣度均遠超 2018 年和 2019 年所執行的措施，而且影響更深遠。鑑於貿易夥伴可能採取報復行動，貿易戰 2.0 的破壞力可能高於貿易戰 1.0。

我們的分析顯示，美國全面徵收 10% 的關稅，加上受影響國家採取報復性措施的風險，將令整體情況惡化。此舉可能令美國與歐洲的經濟和政治關係緊張，削弱跨大西洋將來的合作關係。然而，亞洲將最受打擊，中國更首當其衝，承擔 60% 的關稅。我們的模型分析顯示，在沒有加推財政或貨幣刺激措施的情況下，關稅帶來的最大衝擊將令中國經濟增長減少多達 0.5 個百分點。

「印度及印尼則較不受影響。」

不過，中國可以透過多種方法來緩和這股衝擊。首先是談判協商；中國政府於 2020 年初與特朗普簽署首階段貿易協議，在這方面取得一定成果。中國的關稅報復策略亦可能側重於美國高度依賴的領域（製藥成份和稀土元素），對中國出口的損害可能有限。其次是外匯貶值；在 2018 年至 2019 年期間亦有助緩減出口商的壓力。第三個可行方法是貿易繞道；中國企業近年藉此擺脫限制。最後，中國政府可以加推國內刺激措施，為出口業提供支持。因此，最終的影響或會低於原先預期。

除中國外，其他亞洲小型開放經濟體（例如台灣、韓國、新加坡及馬來西亞）亦會受到拖累，因為：1) 美國向它們的產品徵收關稅；2) 中國需求轉弱；以及 3) 環球不確定因素升溫，令商業投資受壓。然而，美國放寬監管政策有望利好科技業，從而減低負面影響。以本土市場為主的大型經濟體則較不受影響，例如印度和印尼。在評估全面影響時，我們亦須考慮環球貿易路線和供應鏈重新定位如何有利墨西哥、印度和東南亞等國家。在特朗普 2.0 期間，這些趨勢可能轉強。

「特朗普當選或會推動歐洲加強國防方面的合作，並有機會推進《德拉吉報告》的建議。」

對歐洲有何啟示？

特朗普當選或會推動歐洲成員國加強國防方面的合作，並有機會推進《德拉吉報告》(Draghi report) 的建議。歐元區的短期經濟前景似乎更不明朗，尤其是在美國加徵關稅及歐盟採取報復措施下。然而，特朗普展開第二個任期，可能間接帶來一些長期優勢，並觸發這個一般對衝擊作出反應的地區進行經濟轉型。貿易繞道可能有助緩和關稅影響。歐洲方面，由出口帶動的德國經濟將最受關稅影響。德國總理朔爾茨昨晚突然宣佈撤換財長林德納，導致由社民黨 (SPD)、綠黨 (Die Grünen) 和自民黨組 (FDP) 組成的聯合政府瓦解。聯合政府一直以來分歧不斷，特別是在明年的財政政策上。現時，朔爾茨 (Scholz) 帶領只剩下社民黨和綠黨的少

數派政府，尚欠 42 議席才達到大多數席位。因此，總理提請國會在明年 1 月 15 日對政府進行信任投票很可能不獲支持，從而導致當地提前大選。以法定期限來看，大選應會在明年 3 月底舉行。這將初步增加德國的政治不確定性，但亦可能成功組建更穩定的執政聯盟，為修訂債務剎車的憲法規則（即德國平衡預算修訂）打開大門。具體來說，未來的聯合政府將有更大空間控制公共投資及國防開支方面的政策。下一任聯合政府將致力透過復甦計劃平衡關稅對經濟的損害，而預期歐洲央行減息將為內需帶來支持。

對投資者有什麼啟示？

特朗普政策對通脹的影響將為固定收益投資帶來風險，而市場對美國財政可持續性的憂慮或會增加。目前的利率水平已經反映通脹前景轉趨不利。然而，**政策執行次序及其對經濟的影響缺乏透明度，因此難以過度依賴存續期。**儘管如此，基於聯儲局的立場，預計收益率曲線將溫和走斜。**市場預期通脹上升及聯儲局立場轉趨強硬，將在短期利好美元表現。**不過，鑑於本已堪憂的美國財政可能進一步惡化，這股趨勢能否延續目前仍然未明。此外，加徵關稅及環球不確定性升溫帶來負面增長衝擊，對美國經濟造成壓力，繼而增加未來經濟衰退的可能性。在這個情況下，聯儲局或會顯著放寬政策，對美元造成第二輪打擊。黃金等廣為人知的美元替代工具表現強勁，可能與投資者對沖美元風險的行動一致。

特朗普情境有利股市進一步輪換。環球方面，美國受惠於政府可能減稅。特朗普的政策具多重特性，可能對美國股市的個別行業造成較大影響，但是整體指數受到的影響未必如此明顯。放寬監管和稅務政策可望利好銀行及中小型股，而石油和燃氣公司則可受惠於「Drill Baby Drill」計劃的短期正面氣氛。若特朗普決定撤回《降通脹法案》對可再生能源及電動車的扶助措施，這些行業的股票或會回落。工業方面，業務較受環球供應鏈、中國經濟及移民勞工影響的股票可能最受打擊，而從事自動化業務的股票可望受惠。

美元短期轉強利好日本股市多於新興市場，因為新興市場亦受關稅影響。整體而言，當地股票將較為受惠。至於歐洲，在美國設有本土生產線的公司將備受青睞。綜觀新興市場，亞洲將首當其衝，因其已實現價值鏈一體化，而外匯可以作為吸收緩衝的最終手段。我們建議對亞洲外匯（特別是人民幣），以及對貿易因素敏感的公司股票及信貸保持審慎。

圖表 1：特朗普當選對各行業的影響

<p>能源和材料</p> 	<p>石油和燃氣的短期投資氣氛正面，主要受到特朗普支持鑽油（drill baby drill）的口號刺激。中期好淡紛呈。美國石油和燃氣供應增加，或會導致油價下跌，難以提振上游公司的投資意欲。 有利天然氣公司，因為當局放寬許可規定，並結束「暫停」液化天然氣出口審批的政策。 電動車政策可能略為倒退；這將逐步利好汽油需求，但不利鋰需求。</p>
<p>工業</p> 	<p>利好自動化業務，主要受惠於回流趨勢和移民政策，利好本土業務比重偏高的公司（受惠於減稅）。 不利受到移民政策影響，導致勞工短缺的建築設備、貨運公司和農業，以及較受中國和環球供應鏈影響的製造業公司（汽車業或會面對風險）。</p>
<p>金融</p> 	<p>由於併購活動的監管放寬及減稅措施，對銀行特別有利。</p>
<p>消費</p> 	<p>由於減稅針對本土市場，因此將利好餐廳業務。這亦可能利好從事面向消費者行業的下游供應商及基建公司。 關稅將影響通脹，故不利消費股；部份勞動力可能遭驅逐出境，則不利房屋／建造業。</p>
<p>健康護理</p> 	<p>中性至輕微負面。關稅並無帶來重大影響（可能出現短期利潤壓力）。撤銷《降通脹法案》及新的參考藥物價格計劃存在不明朗因素。</p>
<p>科技硬件、半導體</p> 	<p>影響好淡紛呈。關稅的影響或會抵銷減稅的效益。減少與中國的業務往來。</p>
<p>通訊服務／互聯網平台</p> 	<p>減稅及可能重推紅利折舊／研發稅務抵免，以及美國司法部／聯邦貿易委員會／聯邦通訊委員會的領導官員換屆帶來正面影響。 潛在的第 230 條改革（發表錯誤資訊的責任），以及撤銷對 Tik Tok 的禁令（於 2024 年通過立法，並從 2025 年 1 月 19 日起生效）帶來負面影響。</p>
<p>公用事業</p> 	<p>可能廢除《降通脹法案》對潔淨能源不利。</p>
<p>房地產</p> 	<p>並無重大影響。改變資產貶值年期可能帶來輕微刺激作用，但目前沒有重大建議。</p>

資料來源：東方匯理，截至 2024 年 11 月 6 日。

東方匯理資產管理投資研究院

在一個日益複雜和不斷變化的世界中，投資者需要加深了解環境和投資實踐的演變，以便設定資產配置並幫助構建適合自己的投資組合。

這種環境橫跨經濟、金融、地緣政治、社會和環境各個範疇。為了迎合投資者的需求，東方匯理資產管理創立東方匯理資產管理投資研究院。這個獨立研究平台結集東方匯理資產管理的研究、市場策略、投資主題和資產配置諮詢活動。東方匯理資產管理投資研究院致力編製及分享研究和思想領導力刊物，並持續進行預測和創新，為投資團隊和客戶提供重要的參考。

請瀏覽 www.amundi.com

了解更多東方匯理資產管理的投資見解。



重要資料

本文提及的東方匯理是指東方匯理資產管理。本文乃由東方匯理資產管理香港有限公司編制。本文不擬被視為要約或招攬購買或出售證券，當中包括基金股份。本文所載的觀點及/或所提及的公司不應被視為東方匯理資產管理的建議。所有意見及估計可以隨時作出更改而毋須事先通知。在適用之法律、規則、守則及指引允許的範圍內，東方匯理資產管理及其相關公司對任何因使用本文所載之資料而引致的直接或間接損失概不負責。本文只能分發予獲准接受之人士，及任何可能接受本文而沒有違反適用法例及條例之人士。本文及所提及之網站並未得到由中國證券監督管理委員會或香港證券及期貨事務監察委員會（「證監會」）的審閱。本文撰寫的目的只為提供資訊，並不代表已參考個別可能接收到本文人士的個別投資目標，財務情況及個別需求。有意投資者應就個別投資項目的適合程度或其他因素尋求獨立的意見。投資者不可單靠本文而作出投資決定。投資涉及風險。市場、基金經理以及投資的過往表現及經濟市場、股市、債市或經濟趨勢預測並非將來表現依據。投資回報以非港元或美元為單位可能因匯率波動而令投資總值下跌或上升。投資可跌可升。本文不擬提供予美國公民、美國居民或任何根據美國 1933 年證券法下的規則 S 所定義的「美國人士」。

主編

Monica DEFEND

東方匯理資產管理投資研究院主管

Vincent MORTIER

東方匯理集團首席投資總監

編輯

Claudia BERTINO

東方匯理資產管理投資研究院投資分析及出版部主管

Laura FIOROT

東方匯理資產管理投資研究院投資分析及出版部主管