

研究报告

欢迎扫码关注
工银亚洲研究



中国工商银行 (亚洲)

东南亚研究中心

李卢霞 周文敏

杨妍 黄斯佳

美国大选动态及金融市场走势情景推演

阅读摘要

9月下旬以来, 民调及博彩市场押注特朗普胜选概率反超哈里斯, 两院共和党全胜概率最大。

9月中旬以来, 市场交易主线从“降息交易”向“特朗普交易”切换, 大类资产价格大幅波动。从大类资产表现来看, 比特币 (13.4%) > 黄金 (COMEX 黄金: 6.6%) > 美股 (纳指: 5.7%) > 美元 (3.3%) > 原油 (布伦特原油: -0.6%) > 美债 (10年期美债利率: +58BP)。

四种情景下, 美国大选后大类资产走势推演, 具体看:

情景一: 特朗普+共和党主导两院 (47.5%): 通胀隐忧抬升、避险情绪降温, 整体利多美元、美债利率、黄金、美股 (科技、传统能源、金融、传统制造业)、比特币, 油价大概率承压。

情景二: 哈里斯+民主党主导两院 (11.5%): “特朗普交易”逆转, 美元、美债利率料重回下行趋势, 利好美股基建、地产、芯片、新能源等板块, 限制金价走升和油价下行空间, 关注短期市场反向“超调”的影响。

情景三: 特朗普+民主党主导众议院 (16.1%): 通胀隐忧最高、美联储降息意愿或提升, 美元、黄金、美债利率走升动能偏弱, 利好比特币, 美股涨幅受限, 油价压力较大, 关注短期内“特朗普交易”降温的可能影响。

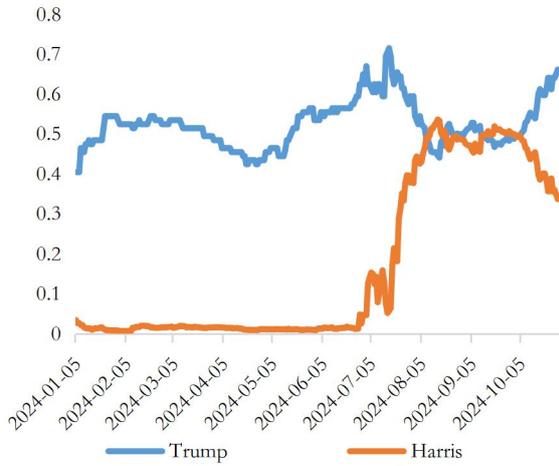
情景四: 哈里斯+共和党主导众议院 (概率: 5.9%): 加税受限或利好美股, 美元、美债利率、比特币预计明显回落, 金价回调后仍有走升空间, 油价下方支撑力度相对较大。

美国大选动态及金融市场走势情景推演

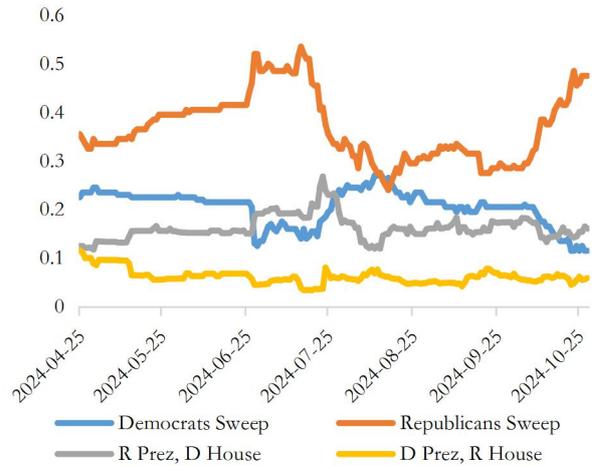
一、9月下旬以来，民调及博彩市场押注特朗普胜选概率反超哈里斯、两院共和党全胜概率最大

从 Polymarket 数据看，特朗普获胜概率远超哈里斯。9月下旬以来，特朗普支持率持续提升，并在10月初再度反超哈里斯，截至10月28日，特朗普胜选概率大幅回升至66.3%，超过哈里斯32.6个百分点（见图表1）。摇摆州特朗普亦全面领先，在亚利桑那（+1.5%）、内华达（+0.7%）、北卡罗莱纳（+0.8%）、佐治亚（+1.5%）领先优势明显，在宾夕法尼亚、威斯康星、密歇根三大关键摇摆州也以不足0.5%的微弱优势领先（见图表3）。两院方面，10月上旬以来，共和党全胜（特朗普+共和党主导两院）的概率快速提升，截至10月28日为47.5%，远超民主党全胜（哈里斯+民主党主导两院）的概率11.5%；此外，特朗普+民主党众议院、哈里斯+共和党众议院的概率分别为16.1%、5.9%（见图表2）。

图表 1：特朗普最新支持率超 60%，大幅反超哈里斯

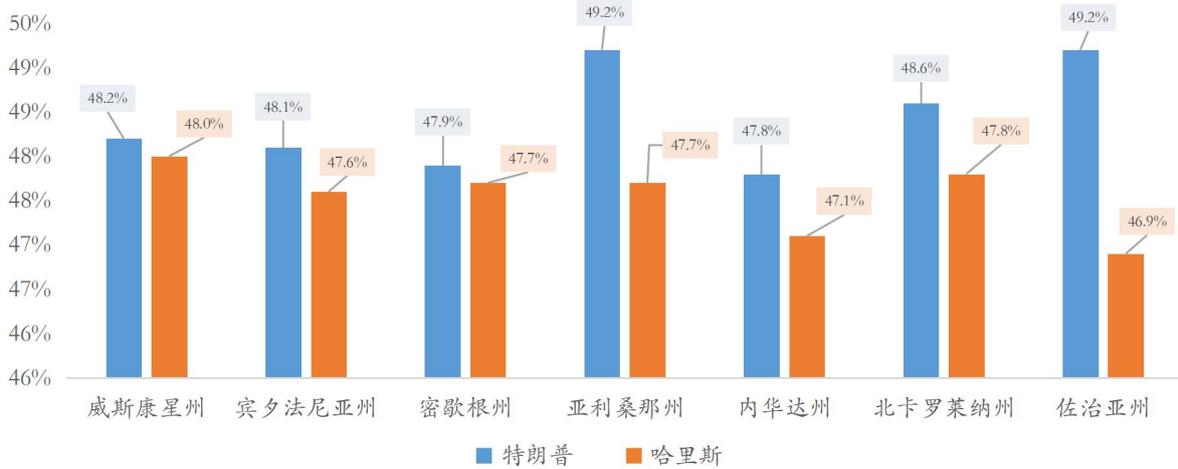


图表 2：共和党全胜（特朗普+共和党主导两院）的概率最大，为 47.5%



数据来源：Polymarket，中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心
注：数据截至 2024 年 10 月 28 日

图表 3：特朗普在摇摆州的支持率全面领先哈里斯



数据来源：RealClearPolitics，中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心
注：最新数据截至 2024 年 10 月 28 日。

二、9 月中旬以来，市场交易主线从“降息交易”向“特朗普交易”切换，大类资产价格大幅波动

9 月美联储降息至 10 月 28 日，“降息交易”、“特朗普交易”交替成为市场交易主线，叠加中东、东北亚地缘局势阶

段升温，市场波动明显加大。从大类资产表现来看，比特币（13.4%）>黄金（COMEX 黄金：6.6%）>美股（纳指：5.7%）>美元（3.3%）>原油（布伦特原油：-0.6%）>美债（10 年期美债利率：+58BP）¹（见图表 4）。具体而言：

美股震荡走升。美联储 9 月降息前，市场已提前开启“降息交易”，美股走升，防御性较强的工业、公用事业板块领涨。9 月 18 日美联储超预期降息 50BP 提振市场风险情绪，美股继续上扬；伴随特朗普在博彩市场支持率逆转，“特朗普交易”再次升温，道指、标普 500 再创历史新高、纳指接近 7 月中旬高点，信息技术、科技、工业、可选消费等板块领涨（见图表 5），其中，特朗普媒体科技集团（DJT）股价飙涨 2.7 倍、Rumble（RUM）²股价升 25.1%³。

美元指数触底反弹。美联储超预期降息 50BP，短暂引发市场对美国经济衰退担忧，9 月 27 日美元指数最低降至 100.15，是 2023 年 7 月以来低位。此后，在美联储降息预期收敛（11 月降息 50BP 概率大幅降温）、欧日央行降息预期反复（欧央行 12 月降息 50BP 概率走升、日央行年底前加息概率走低），地缘局势升温推升避险买需、特朗普胜选抬升通胀担忧，共同提振美元指数反弹升破 104 关口。

美债利率再度攀升。美联储降息落地前，10 年期美债利率最低跌至 3.65%，为 2023 年 6 月初以来低位；此后，在“降

¹ 行情统计时间：9 月 19 日-10 月 28 日。

² MAGA/右翼的视频及社交媒体平台，作为对 YouTube 等左翼/民主党互联网大厂社交媒体平台的替代。Peter Thiel、JD 万斯、Vivek Ramaswamy（MAGA 政客，曾参加共和党总统初选）参与早期投资。

³ 行情统计时间：9 月 24 日-10 月 28 日。

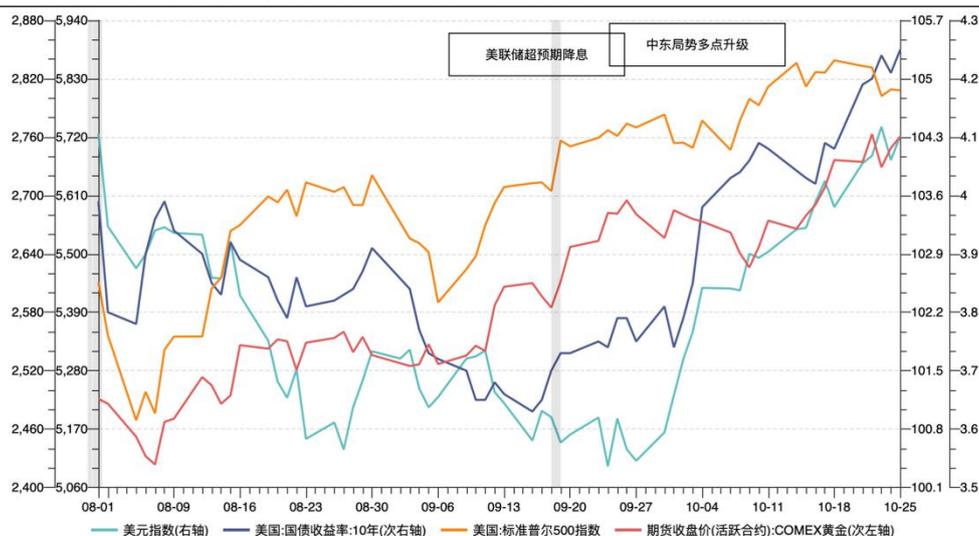
息交易”缓和、“特朗普交易”升温共同驱动下持续攀升，10年期美债利率盘中一度突破4.3%关口。

油价先升后降。美联储降息落地后，市场风险情绪回暖短暂提振油价；进入10月，伊朗打击以色列令推升地缘局势担忧情绪，内地一揽子内需政策提振市场需求预期，布油冲高至80美元上方；此后地缘局势暂缓，利比亚原油恢复供给、OPEC+坚持12月增产计划等提升供给预期，叠加经济数据反映需求端延续偏弱，布油回落并在70-75美元区间震荡。

金价持续创新高。美联储降息落地后，金价快速走升；此后，降息预期缓和，金价小幅回调；但10月中旬后，在特朗普胜选概率走升提高通胀担忧、地缘局势升温提升避险买需等叠加影响下，金价盘中一度突破2,800美元关口，接连刷新历史高点，10月下旬以来升势有所放缓。

比特币价格震荡走升。“降息交易”和“特朗普交易”共同驱动下，比特币价格再度震荡上行至7万美元上方。

图表 4：近期美股、美元、美债收益率及黄金走势



数据来源：WIND，中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心整理

图表 5：美联储降息至今，美股各板块表现

	标普 500	道指	纳指	能源	材料	工业	可选消费	日常消费	医疗保健	金融	信息技术	通讯服务	公用事业	房地产
降息前 (9.1-9.18)	1.6%	1.4%	2.6%	-0.9%	2.9%	4.2%	3.3%	0.4%	-1.0%	0.0%	2.7%	2.8%	3.8%	3.1%
降息以来 (9.19-10.28)	3.7%	2.1%	5.7%	0.9%	4.1%	5.6%	4.9%	-1.0%	-4.0%	4.0%	7.1%	1.8%	3.7%	0.2%

数据来源：WIND，中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心整理

三、四种情景下，美国大选后大类资产走势推演⁴

（一）情景一：特朗普+共和党主导两院（47.5%）：通胀隐忧抬升、避险情绪降温，整体利多美元、美债利率、黄金、美股（科技、传统能源、金融、传统制造业）、比特币，油价大概率承压

该情景下，**大选后短期内**，由于大类资产交易之前已经充分定价“特朗普”全胜，大选后市场波动预计较小，关注

⁴ 参议院职能涵盖人事任免、对外关系、议案审核等，而众议院具有经济财税提案权（参见附表 2）。财税政策由众议院主导，但参议院亦有审议或驳回的权利，因而政策推行需两院协力达成合意，“分裂国会”的背景下，政策推行难度较大，政府决策效率受损，例如，2018 年中期选举后，时任总统特朗普与主导众议院的民主党对立，2022 年中期选举后，时任总统拜登与主导众议院的共和党对立。为简化分析情景，我们优先关注对财税政策起提案作用的众议院的归属，按四种可能的竞选结果进行分析。

美联储降息路径、主要经济体需求数据表现。**需要关注的是**，如果大选后发生暴力冲突⁵事件，届时美股、美元可能因市场信心受挫时点承压，金价、美债利率可能因恐慌情绪时点走升，油价直接关联或不大。金融市场相关反应可能与上一届大选期间有所差异，当时受新冠疫情非预期冲击，油价、美元均处低位，当前市场充分定价“特朗普交易”、叠加大选前地缘局势多点升温，美元、金价快速走高。回顾上次事件，2021年1月6日国会山暴力事件发生，其后一周内，金融市场恐慌情绪短暂发酵，标普500指数仅事件当日跌1.48%，10Y美债利率周升23BP、美元指数周升1.3%，WTI原油连涨四日、升幅11.4%，COMEX黄金在事件前两日跳升2.7%、事件发生后反而高位回落。

中期内，由于共和党全胜，特朗普政策推行阻力较小，对内减税、坚持强硬移民政策，对外大幅加征关税、降低对乌克兰危机、东北亚局势的参与力度，有望提振经济增长预期、但通胀风险较高⁶，**料推高美债利率、提振美元**。同时，制造业回流、放松金融、AI、数字货币等领域监管有助于提升本土企业盈利预期，**利好美股尤其是科技、传统能源、金融和传统制造业板块以及比特币**；需要关注的是，但受到贸易保护反噬的消费、零售、农业等板块可能承压。**支持传统**

⁵ 根据10月24日斯克里普斯新闻与民调机构益普索发布的民调结果，62%的受访民众认为大选后“极有可能”或“有可能”发生暴力事件，70%的民主党选民认为会有选后暴力，59%的共和党选民认为会有选后暴力。

⁶ 根据美国税务基金会（Tax Foundation）的预测，特朗普减税政策料提振长期美国GDP（Long-run GDP）2.4个百分点，但贸易保护政策将造成1.7个百分点的拖累，综合影响料提升GDP 0.8个百分点；对比来看，哈里斯的政策料拖累美国长期增长率2个百分点。另外，根据PIIE的预测，到2026年任期结束，特朗普的政策将推升美国通胀4.1至7.4个百分点。

能源、地缘局势降温料对油价有压力；避险情绪降温但通胀担忧延续，金价仍有上行空间。但“贸易战”反噬情况、AI创新商用前景、中东地缘形势等仍是影响美国经济增长、大类资产表现的或有潜在不确定性因素。

（二）情景二：哈里斯+民主党主导两院（11.5%）：“特朗普交易”逆转，美元、美债利率料重回下行趋势，利好美股基建、地产、芯片、新能源等板块，限制金价走升和油价下行空间，关注短期市场反向“超调”的影响

该情景下，**大选后短期内**，“特朗普交易”逆转，美元、美债利率料重回下行通道，暴力冲突事件发生概率更高⁷，可能进一步加大短期美元、美债利率、美股下行力度，比特币料明显逆转之前升势，政策前景、恐慌情绪、季节因素（冬季取暖）叠加影响下，金价、油价短期波动压力相对较小。

中期内，哈里斯主张加税，或拖累美国经济增长动能，并对上市公司盈利增长造成一定影响，**制约美股走势**；板块上，民主党倾向于加大基建、地产、芯片、新能源以及医疗和教育等社会福利领域的投资，可能利好相关板块的表现。经济走弱预期、叠加相对温和的关税政策下**美元指数大概率重回趋势下行通道**。政府支出上升增加财政赤字，美债供给增加，或推动美债利率走升，但经济预期走弱、物价管理措施加大通胀延续下行预期，限制美债利率升幅，**美债利率大概率重回趋势下行、终点抬高通道**。地缘博弈形势延续复杂

⁷ 目前，共和党已经在摇摆州提起了100多起诉讼，为选后诉讼埋下伏笔。

支撑避险和央行购金需求，但通胀压力减弱降低黄金抗通胀属性，金价持续大幅上行动能偏弱。能源转型、复杂地缘博弈形势下，油价走低空间不大。

情景三：特朗普+民主党主导众议院（16.1%）：通胀隐忧最高、美联储降息意愿或提升，美元、黄金、美债利率走升动能偏弱，利好比特币，美股涨幅料受限，油价压力较大，关注短期内“特朗普交易”降温的可能影响

该情景下，**大选后短期内**，因特朗普全胜预期落空，“特朗普交易”降温，美元、金价、美债利率、比特币价格可能有一定回调压力。

中期内，民主党主导众议院可能导致特朗普对内减税的政策推进难度较大，但总统可通过行政手段先推进关税等对外贸易政策及移民政策。该情景下，积极财政提振经济景气的空间有限，但“贸易战”反噬引发通胀的风险较高，利多美元、金价、美债利率表现；财政政策掣肘背景下，经济景气承压，美联储降息意愿预计提升，相应掣肘美元、美债利率表现。美股方面，企业补贴和减税的幅度受限，叠加经济走弱压力，美股涨幅料有限，传统能源、科技创新、金融、制造等板块或受益于产业政策、监管放松支持，有相对较好表现。区域地缘局势降温、美国传统能源生产提振、关税博弈下全球经济增长压力提高等因素综合影响下，油价压力预计较大。

情景四：哈里斯+共和党主导众议院（概率：5.9%）：加

税受限或利好美股，美元、美债利率、比特币预计明显回落，金价回调后仍有走升空间，油价下方支撑力度相对较大

该情景下，**大选后短期内**，“特朗普交易”逆转，美元、美债利率、金价、比特币价格预计回落，暴力事件发生概率小于情景二，市场波动幅度料相应偏小。

中期内，哈里斯面向企业加税的政策料推行困难，**短期**可能利好美股，但同时基建、医疗教育补贴、消除通胀的相关政策落地难度亦增大，缓和财政赤字，减少发债，并制约政府支出拖累经济增长动能，**美债利率料回落，美元中枢亦震荡走跌，比特币价格回调**。大选后地缘局势料有所降温、但地缘博弈局势延续复杂化背景下避险和央行购金需求，**预计金价回调后仍有继续走升空间**。哈里斯倾向于支持能源转型，中东和乌克兰局势长期化概率提升，**油价下方支撑力度相对较大**。

附表 1：2024 年美国大选两党主要政策对比

重点领域	特朗普（共和党）	哈里斯（民主党）	
核心思想	美国优先	自由发展	
财政和产业政策	税收	<p>1、企业所得税率从21%削减至15%</p> <p>2、将于2026年初到期的特朗普个人和企业减税法案（TCJA）全部延续，实现税收减免永久化</p> <p>3、停止对小费征税</p> <p>4、成立政府效率委员会，重新审视政府开支、研究如何减少支出，并将起用企业家埃隆·马斯克担任该委员会的负责人</p> <p>5、成立主权财富基金，利用关税收入投资于最先进的制造中心、先进的国防能力、尖端的医学研究</p>	<p>1、将企业税率从21%提高至28%；</p> <p>2、削减工薪家庭税收，低于40万美元年薪者承诺不加税，为收入低于10万美元的人每月提供500美元的退税减免</p> <p>3、对高收入群体增加税收，要求亿万富翁缴纳最低25%的所得税税率；停止对百万富翁的资本利得优惠待遇，不再允许公司扣除每年向高管支付超过100万美元的费用，把股票回购税提高到4%</p> <p>4、支持取消小费税</p> <p>5、为创办中小企业提供5万美元的税收减免</p>
	医疗	反对削减社保和医保开支，明确表示不会缩减美国人的医保福利和覆盖范围	支持扩展政府医疗计划，保护和加强现有的《平价医疗法案》，提出与各州合作取消美国人的医疗债务
	移民	实施对非法移民全面驱逐，继续修建边境墙，加大驱逐力度、并停止对移民补助	确保边境安全、改革庇护制度、 扩大合法移民；对边境安全法案表示支持，对贩运枪支、毒品和人口的跨国犯罪组织等进行打击
	教育	-	资助3000亿美元教师加薪计划，支持增加对公共教育的投资
	劳动力	减少政府对企业的规制，增加企业的灵活性和创造更多就业机会	支持增加联邦最低工资至每小时15美元，并推动更广泛的劳动者权利保护措施
	房地产	削减通胀来降低抵押贷款利率,开放有限的联邦土地以允许新房建设，提供税收优惠和对首次购房者的支持	<p>1、呼吁新建300万套住房，在未来四年内结束住房供应短缺的局面</p> <p>2、为企业开发“起步房”提供税收激励，进一步增加开发经济型租赁住房企业的税收激励</p> <p>3、为首次购房者提供多达25,000美元的首付支持</p>
	能源	<p>1、加大化石燃料供给，促进能源独立</p> <p>2、取消对新能源行业的补贴</p> <p>3、对风能和太阳能等可再生能源持保留意见，认为产出效率不高</p>	<p>1、减少对化石能源的依赖，支持结束对化石燃料的联邦补贴</p> <p>2、支持对新能源行业的补贴；扩大、投资新能源项目</p>
新兴产业	<p>1、保护加密货币权益，承诺撤换对加密货币持批评态度的SEC主席、政府将100%保留其拥有的比特币;推广美国加密货币挖矿，反对央行数字货币；</p> <p>2、推动人工智能，放松对AI的监管</p> <p>3、提出通过空中飞行器改变商业模式</p>	主张对人工智能加强监督和监管，但近期态度出现转变，表示“将确保美国在太空和人工智能领域引领世界”	
货币政策	支持宽松的货币环境，批评美联储在调整利率方面不够及时	尊重美联储的独立性。在“抗通胀”方面， 提出用法制和行政手段打压物价	
对外贸易	外贸政策	<p>1、取消特定国家最惠国待遇；</p> <p>2、对所有进口商品加征10%关税，推出《对等贸易法》，若他国对美国征收高于美国对该国的关税，美国有权加征关税至“对等”水平</p> <p>3、对中国加征超过60%的关税，中国车企在墨西哥设厂“绕道”出口美国的汽车，征收200%的关税</p>	<p>1、支持自由贸易，但强调公平贸易，支持加强对进口商品的监管</p> <p>2、支持多边贸易协定，强调对抗不公平的贸易行为，支持使用供应链法规和协议解决问题</p>
	乌克兰危机	承诺在进驻白宫前停止俄乌战争，取消对俄制裁	继续援助乌克兰，表示将坚定地和乌克兰及北约盟友站在一起
外交政策	巴以冲突	<p>1、支持援助以色列；</p> <p>2、特朗普重中对伊朗核问题的强硬立场，但希望与伊朗建立更加友好的关系</p>	表态称“以色列有权自卫”，但敦促尽快谈判实现停火，提倡“两国方案”，并呼吁关注加沙人道主义危机
	对华政策	<p>1、在关键领域摆脱对华依赖；</p> <p>2、禁止美国公司投资中国，禁止中国购买美国关键产品</p> <p>3、对中国台湾地区避免战争</p>	<p>1、支持使用经济工具和贸易政策来平衡与中国的经济关系，同时维护美国的工业和技术领先地位；应在亚太地区发挥积极作用，以平衡中国的崛起</p> <p>2、支持美国根据《台湾关系法》提供对台军售，推动中国台湾地区参与国际事务</p>
	其他	威胁称如果北约成员不为自身防御支付更多费用，就撤回对北约成员的支持	应当专注于与盟友的关系，专注于投资美国的技术，这样才能在量子计算和人工智能竞赛中获胜

数据来源：新闻整理，中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

附表 2：美国国会和总统职权的简单对比

	国会		总统
	参议院	众议院	
主要职权		立法权	行政权
具体职权	<p>【立法】 具有审议权，大多数法案回送入国会两院的其中之一，参议院无权提案征税，但有权对之修订或驳回。</p>	<p>【立法】 具有提议权，掌管财政权，首先是征税权，只有众议院有权提出税收相关法案，参议院法案不得涉及税收问题；其次是财政权，众议院负责联邦政府财政预算的起草和后续拨款法案的发起，审批所有政府开支。典型案例是联邦政府预算的制定，需由众议院首先制定预算决议案草案和拨款法案才能由参议院审议，并由众议院完成拨款法案的最终审议。</p>	<p>【行政】 有权发出对联邦机关有法律约束力的政令，选任所有行政机关首长（须经参议院认可），以及其它数百名联邦政府高级官员。</p>
	<p>【调查】 对行政部门以及美国社会其它地方的渎职行为进行调查。</p>	<p>【发起弹劾】 有权对总统等政府官员发起弹劾。</p>	<p>【立法】 可以否决国会通过的任何法案，但需要于法案通过后10日（星期日除外）内提出，如果法案获国会两院均以2/3票数通过，总统的否决权将会被推翻；可以向国会提出各种咨文建议立法；总统还享有委托立法权。</p>
	<p>【人事任免】 总统仅可在得到参议院建议与认可后任命人事（内阁成员、大使、大法官以及美联储主席等）。</p>	<p>【临时推荐】 如果没有总统候选人在选举团获得多数票，众议院有权选举总统。</p>	<p>【司法】 有权任命联邦最高司法官员。可提名任命联邦法官（包括最高法院法官），但须获得参议院的认可。总统还可以对任何被判处破坏联邦法律的人（被弹劾的人除外）作完全或有条件的赦免。</p>
	<p>【条约】 宪法赋予参议院2/3投票批准行政部门制定的条约的权力。</p>	—	<p>【军事】 可召集各州的国民警卫队为联邦服务。宣战权虽属国会，但在一些情况下总统往往越过国会不宣而战。在战争和紧急情况下，经国会授权，总统还可拥有更大的权力。</p> <p>【外交】 任命驻外大使、公使和领事（须经参议院认可），接见外国大使及公务人员。有权与外国缔结条约，但须经参议院2/3多数票的批准；与外国签订的一切行政协定不需经参议院同意。</p>

数据来源：中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心整理



香港中資銀行業協會
Chinese Banking Association
of Hong Kong

**本文章版权属撰稿机构及/或作者
所有，不得转载。**

**本文章发表的内容均为撰稿机构
及/或作者的意见及分析，并不代
表香港中资银行业协会意见。**