

The Amundi logo is positioned in the top right corner of the page. It features the brand name 'Amundi' in a bold, dark blue sans-serif font. Below the name, the Chinese characters '東方匯理 資產管理' are written in a smaller, lighter blue font. The entire logo is set against a background of a blurred photograph of the White House at dusk, with an American flag flying on a tall pole in the center. The image is framed by a thick blue border.

東方匯理 資產管理

憑藉實力 贏得信任

投資研究院

2024 美國總統選舉： 宏觀、地緣政治及投資觀點

經濟及市場

2024 年 10 月



主題討論 | 2024 年 10 月

目錄

摘要.....	3
資訊圖表：美國大選情境及其對市場的影響.....	4
賀錦麗與特朗普的比較：國內政策及宏觀經濟影響.....	5
我們對兩者政綱的經濟影響的評估.....	6
大選主要動力.....	7
外交政策及貿易.....	8
賀錦麗與特朗普的外交政策比較.....	9
美國大選會如何影響新興市場經濟體.....	11
投資影響.....	12
對固定收益市場會造成甚麼影響？.....	12
對美元有何影響？.....	13
對股票表現有何預期？.....	13
對新興市場資產有何影響？.....	15
對多元資產投資者有何主要影響？.....	16
作者.....	17
設計.....	17
編輯.....	17
假設情境.....	18
參考資料.....	19

摘要

美國大選臨近，投資者日益關注候選人的政綱及其對經濟和市場的影響。在候選人的議程當中，稅務、外貿、移民及財政政策成為焦點。賀錦麗主張提高企業及富裕人士的稅率，為社會倡議和綠色政策提供資金；特朗普則建議減稅、放寬監管及增加石油產量。

從地緣政治、經濟及投資角度而言，關稅尤其重要。若特朗普政府落實競選活動所述的提案，經濟面對衝擊的風險將會較高，並可能損害聯盟關係。這些行動的後果難以預測，尤其在地緣政治局勢持續轉變的環境下，任何行動都可能觸發其他國家的反應。舉例來說，中國可能就美國實施關稅採取應對措施，並根據大選結果調整其刺激經濟政策。另一方面，賀錦麗政府帶來的衝擊看來較少，但或會促使美國敵對勢力形成更緊密的聯盟。

最重要的是，在大選結束前，哪些政策將會有效執行仍屬未知之數，因為競選文宣不能作準；而國會在多大程度上同意執行這些政策，亦將取決於執政黨是否擁有足夠多數議席，而這一方面亦影響有效執行政策的時間。

就投資者關心的議題，我們歸納了以下五個重點：

首先，短期來說，市場氣氛可能受特朗普下調企業稅率的建議帶動，有助緩減關稅對供應和通脹的不利影響。此外，特朗普對驅逐無證移民的承諾亦可能影響市場。**另一方面，賀錦麗應被視為現屆政府的延續**，尤其是若民主黨未能在眾議院獲得大多數議席，這將紓緩市場對財富稅及可能上調企業稅的憂慮。

第二，「讓美國再次偉大」的議題可能為美股塑造投資機會，而不同政策在行業層面帶來的影響則各異。若特朗普當選，美股的升勢應該會進一步擴大，有利小型股及銀行等行業。**若賀錦麗當選，美股可能好淡紛呈，較利好基建、建築及綠色企業。**

第三，地緣政治局勢重組將會重塑市場機遇，尤其是在關稅帶動供應鏈遷移及科技霸權白熱化的情況下，**新興市場**的機遇更為可觀。若特朗普執政，亞洲可能面臨較大壓力，但中國亦可根據美國大選結果，評估其刺激經濟措施。其他新興市場，例如墨西哥，則有望受惠於供應鏈遷移。

第四，增加財政開支可能成為一個重大主題，並可能影響通脹預期。收益率曲線可能進一步走斜，加上通脹升溫的可能性增加，促使投資者把通脹視為資產配置的關鍵因素。若特朗普當選，在通脹加劇波動的環境下，新興市場債券可能面對挑戰。鑑於通脹仍備受關注，市場應會看好商品及與通脹掛鈎的資產以作分散投資。

最後，我們認為美元可能已進入結構性下行趨勢，只有強硬的貿易政策或美國物價通脹再度急升，才能延遲甚至扭轉這趨勢。就此而言，若特朗普當選，政策分歧可能對聯儲局有利，加上風險溢價上升，可望提高美元走強的機會。



VINCENT MORTIER
東方匯理集團首席
投資總監

為應對美國大選的影響，投資者應在短期行業機會與長期通脹風險之間取得平衡，同時密切關注可能重塑市場動態的地緣政治轉變。



MONICA DEFEND
東方匯理資產管理
投資研究院主管

資訊圖表：美國大選對投資者的啟示 | 2024 年 10 月

資訊圖表：美國大選情境及其對市場的影響



賀錦麗

大選情境



特朗普

	民主黨全面獲勝	分立政府：賀錦麗當選	分立政府：特朗普當選	共和黨全面獲勝
國內政策	賀錦麗當選 民主黨控制眾議院 民主黨控制參議院	賀錦麗當選 民主黨控制眾議院 共和黨控制參議院	特朗普當選 民主黨控制眾議院 共和黨控制參議院	特朗普當選 共和黨控制眾議院 共和黨控制參議院
貿易政策	<ul style="list-style-type: none"> 局部延長《2017 年減稅與就業法案》； 上調企業稅； 改革移民系統； 並無明確整頓財政的計劃。 	<ul style="list-style-type: none"> 局部延長《2017 年減稅與就業法案》； 上調企業稅； 控制移民系統； 在增加開支方面存在爭議。 	<ul style="list-style-type: none"> 局部延長《2017 年減稅與就業法案》； 上調企業稅； 在增加開支方面存在爭議。 	<ul style="list-style-type: none"> 延長《2017 年減稅與就業法案》； 下調企業稅； 控制移民； 並無整頓財政。
外交政策	<ul style="list-style-type: none"> 維持現狀； 維持對華強硬立場； 在 2026 年就美墨加協定重新展開談判。 俄烏戰事、中東及台海局勢維持不變。 	<ul style="list-style-type: none"> 維持現狀； 維持對華強硬立場； 在 2026 年就美墨加協定重新展開談判。 俄烏戰事、中東及台海局勢維持不變； 對烏克蘭的資金援助受到更多限制。 	<ul style="list-style-type: none"> 統一徵收 10% 關稅； 互惠關稅； 對個別中國進口貨品徵收 60% 關稅。 國內政策受到限制，轉而聚焦外交政策。 	<ul style="list-style-type: none"> 統一徵收 10% 關稅； 互惠關稅； 對個別中國進口貨品徵收 60% 關稅。 民族主義更濃厚； 減少對烏克蘭及台灣的支持； 貿易政策影響外交政策。
聯儲局政策	<ul style="list-style-type: none"> 面對財政政策壓力，收緊中期貨幣政策。 	<ul style="list-style-type: none"> 財政政策相對緊縮，使聯儲局有責任提供貨幣支持。 	<ul style="list-style-type: none"> 實施關稅及延長減稅引發通脹憂慮，促使聯儲局對 2025 年過度放寬政策保持警惕。 	<ul style="list-style-type: none"> 寬鬆的財政政策將被收緊貨幣政策抵銷，以達到 2% 通脹目標。

資產類別啟示

股票	<ul style="list-style-type: none"> 市場預期加稅，導致股市下跌； 基建、建築及綠色企業表現領先。 	<ul style="list-style-type: none"> 股價走勢取決於內部盈利及增長前景。 	<ul style="list-style-type: none"> 價格加劇波動； 稅務議題有限； 關稅對企業盈利的影響未明。 	<ul style="list-style-type: none"> 短期來說，預期推進稅務改革及企業加快併購步伐，帶動股市上升； 小型股和銀行業展現投資機會。
固定收益	<ul style="list-style-type: none"> 赤字上升推高利率。 	<ul style="list-style-type: none"> 就利率而言，財政政策相對緊縮及貨幣政策寬鬆屬利好因素。 	<ul style="list-style-type: none"> 實施關稅導致通脹升溫，使利率受壓。 	<ul style="list-style-type: none"> 若削減開支未能抵銷減稅及放寬財政政策的影響，利率可能上升。
外匯	<ul style="list-style-type: none"> 美元下跌。 	<ul style="list-style-type: none"> 美元下跌； 財政政策相對緊縮及貨幣政策寬鬆。 	<ul style="list-style-type: none"> 外匯波幅加劇，美元在一段較長時間走強。 	<ul style="list-style-type: none"> 美元最初走強（放寬財政政策 + 收緊貨幣政策），但若收益率曲線走斜（增長幅度高於通脹），美元其後走弱。

資料來源：東方匯理資產管理投資研究院、Amundi US · 截至 2024 年 10 月。

賀錦麗與特朗普的比較：國內政策及宏觀經濟影響

市場日漸聚焦於候選人各自的政綱，但與個別提案相關的成本仍不明確。最重要的是，在大選結束前，哪些政策將會有效執行仍屬未知之數，因為競選文宣不能作準；而國會在多大程度上同意執行這些政策，亦將取決於執政黨是否擁有足夠多數議席。

政策差異概要：



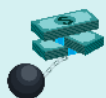
稅務：賀錦麗主張對企業及富裕家庭加稅，以為社會開支提供資金，並擴大支持低收入房屋，以及繼續推行環保議程。相反，候選人特朗普將會下調企業稅、削減政府開支、進一步放寬監管，以及增加石油產量。



外貿：此為兩名候選人政綱分歧最顯著的領域。賀錦麗將會延續現屆政府的戰略性關稅政策，主要針對中國。特朗普則致力擴大全面保護主義的規模：對所有中國進口貨品全面徵收 60% 的關稅，並對所有其他國家進口貨品徵收 10% 至 20% 的關稅。實務上，不少人質疑特朗普當選後，面對潛在報復舉措以及與貿易夥伴的談判，任內的實際關稅將會明顯較低。



移民：若特朗普切實執行驅逐無證移民計劃（涉及超過 10 萬個美國勞動人口）以及關稅提案，將會構成重大供應衝擊，導致經濟增長放緩及通脹升溫。即使僅實行嚴格控制移民，美國勞工供應亦會減少。



債務及赤字：債務及赤字是美國（以至全球）的中期重大憂慮，但兩名候選人均對此著墨不多。市場似乎普遍預期，在賀錦麗的領導下，十年內赤字將會增加約 2 至 3 萬億美元；在特朗普的領導下則會增加約 6 至 7 萬億美元。鑑於美國政府債務預計將由目前的 35 萬億美元增至 2034 年約 50 萬億美元，這會成為投資者的重大憂慮。¹

兩者各自政策的經濟影響目前僅能以其整體框架衡量。

圖 1：經濟師對賀錦麗及特朗普政策影響的預期



提案：賀錦麗建議調高企業利得稅（由 21% 至 28%），並可能徵收財富稅及未實現資本增值稅（兩者均可能無法實行）。她亦建議規管部份貨品及服務的價格，以限制哄抬物價。其社會開支規劃僅提及值得關注的領域，但並無提及金額。

經濟影響：以上述政綱的表面（大膽假設）來看，經濟師估計賀錦麗政府對經濟增長的影響甚微，預計未來十年美國趨勢增長約為 2%，主要取決於當地人口結構及生產力。



提案：同樣，特朗普並無詳細說明政府削減開支的規模，或提高進口關稅可能增加的收入金額。他建議下調企業稅率（由 21% 至 15%），此舉或會導致庫房收入減少約 8,000 億美元。

經濟影響：特朗普的政綱（表面上）將導致經濟增長下跌 0.5% 至 0.8%，但目前難以評估放寬監管能否為經濟增長帶來任何正面作用。其關稅提案若全面落實，將會減少美國平均可動用收入 5%，並對許多其他國家造成不利影響。

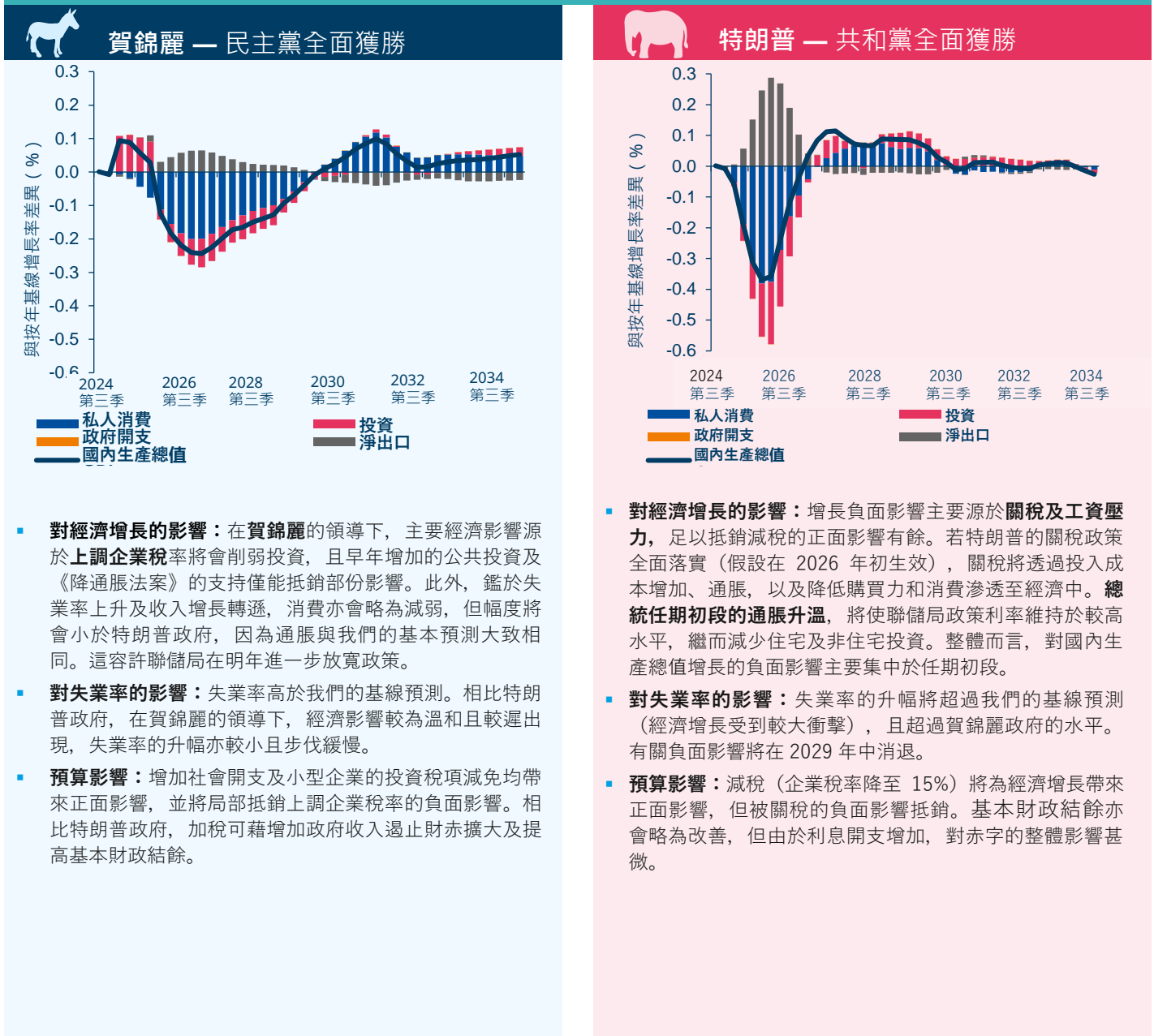
資料來源：東方匯理資產管理投資研究院，截至 2024 年 10 月 10 日

短期來說，美國市場氣氛將受以下因素帶動：特朗普下調企業稅率，有助緩減關稅對供應和通脹的不利影響，以及驅逐無證移民的承諾。此外，賀錦麗應被視為現屆政府的延續，尤其是若民主黨未能在眾議院控制大多數議席，這將紓緩市場對財富稅及可能大幅上調企業稅率的憂慮。

我們對兩者政綱的經濟影響的評估

我們模擬雙方政綱的短期宏觀經濟影響，屬於大膽假設（詳情請參閱第 18 頁）。如果以上政綱在執行上受到限制（可能性甚高），最終可能會遭弱化。整個總統任期內，兩者政綱均可能令國內生產總值按年增長平均降低 0.1%至 0.2%。然而，如下圖所示，有關影響出現的時間及渠道各有不同，在特朗普當選情境下（若全面落實政綱），影響可能較賀錦麗當選情境更為負面及顯著。特朗普方案所帶來的負面影響主要源於通脹壓力（關稅相關）；賀錦麗政綱帶來的負面影響則源於商業投資減少（基於加稅）。

圖 2：我們對國內生產總值組成部份的基本模擬影響（需求預測）



資料來源：東方匯理資產管理投資研究院、Eikon Refinitiv、標普全球。數據截至 2024 年 10 月 10 日。請參閱第 18 頁的假設及參考 II。

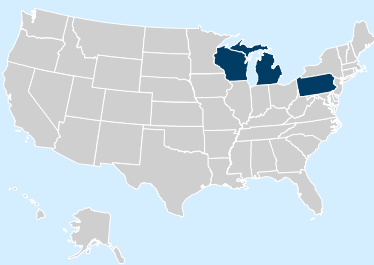
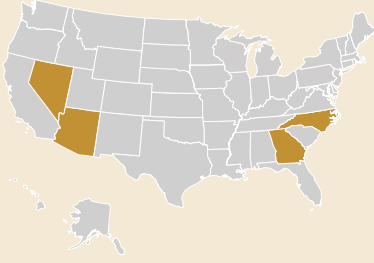
大選主要動力

自從賀錦麗獲提名民主黨候選人以來，她一直盡享勢頭，目前在全國民調中領先。然而，總統大選由選舉人團決定，這是一種加權投票制，而非普選票制。因此，搖擺州份舉足輕重，因為美國每個州份按其人口擁有一定數量的選舉人選票。按此制度，可使賀錦麗或特朗普獲得當選所需的門檻（即超過 270 張選舉人票）的州份票數總和有眾多個組合可能性。

假設目前的全國民調反映實況，賀錦麗或特朗普無需全取七個戰場州。

民調顯示，在 2024 年的大選，所有搖擺州份均勝負難料。

圖 3：搖擺州份是致勝關鍵

州份	歷史	民調反映的首要議題
<p>「藍牆」北部搖擺州份（賓夕凡尼亞州、威斯康辛州、密歇根州）</p> 	<p>自 1992 年以來，賓夕凡尼亞州一直為藍牆州，只有 2016 年大選例外，當時特朗普微勝 0.7%。</p> <p>自 1988 年以來，威斯康辛州一直為藍牆州，只有 2016 年大選例外，當時特朗普以 0.7% 獲勝。</p> <p>自 1992 年以來，密歇根州一直為藍牆州，只有 2016 年大選例外，當時特朗普以領先 0.2% 的得票率獲勝。</p>	<p>賓夕凡尼亞州：經濟佔 47%，民主面臨威脅佔 12%，移民佔 11%，醫療保健佔 7%。</p> <p>威斯康辛州：經濟佔 43%，民主面臨威脅佔 11%，墮胎權佔 9%，移民佔 9%，住房負擔能力佔 8%。</p> <p>密歇根州：經濟佔 51%，民主面臨威脅佔 11%，住房負擔能力佔 8%，醫療保健佔 7%。</p>
<p>「陽光帶」搖擺州份（喬治亞州、北卡羅萊納州、亞利桑那州）及內華達州</p> 	<p>內華達州 自 2008 年以來一直投票支持民主黨，至少獲得 2% 領先優勢。</p> <p>喬治亞州 自 1996 年以來一直投票支持共和黨，直至 2020 年，當時拜登以領先 0.2% 的得票率獲勝。</p> <p>北卡羅萊納州 自 1980 年以來一直投票支持共和黨，只有 2008 年例外，當時民主黨以 0.3% 獲勝。</p> <p>亞利桑那州 自 1976 年以來一直投票支持共和黨，只有 1996 年克林頓參選及 2020 年拜登參選時成為搖擺州份（拜登的得票率領先 0.3%）。</p>	<p>內華達州：經濟佔 36%，住房負擔能力佔 15%，移民佔 13%，民主面臨威脅佔 11%。</p> <p>喬治亞州：經濟佔 47%，民主面臨威脅佔 10%，移民佔 8%，住房負擔能力佔 8%，醫療保健佔 7%。</p> <p>北卡羅萊納州：經濟佔 44%，移民佔 10%，住房負擔能力佔 9%，教育佔 9%。</p> <p>亞利桑那州：移民佔 30%，經濟佔 24%，民主面臨威脅佔 11%，住房負擔能力佔 10%，墮胎權佔 10%。</p>

民調不能作為定論，甚或出現矛盾。根據美聯社與美國民意研究所公共事務研究中心在 9 月 12 至 16 日進行的民調，約 43% 受訪者認為就處理美國經濟而言，特朗普是最值得信賴的候選人，而選擇賀錦麗的受訪者佔 41%。美國金融時報及密歇根大學羅斯商學院進行了一項類似的調查，結果發現 44% 美國人選擇由賀錦麗領導經濟，而非特朗普。另一項近期聚焦搖擺州份的民調顯示，特朗普在經濟（亞利桑那州除外）和移民問題（威斯康辛州除外）方面是最值得信賴的候選人，而在所有搖擺州份中，賀錦麗在選舉誠信方面是最值得信賴的候選人。

外交政策及貿易

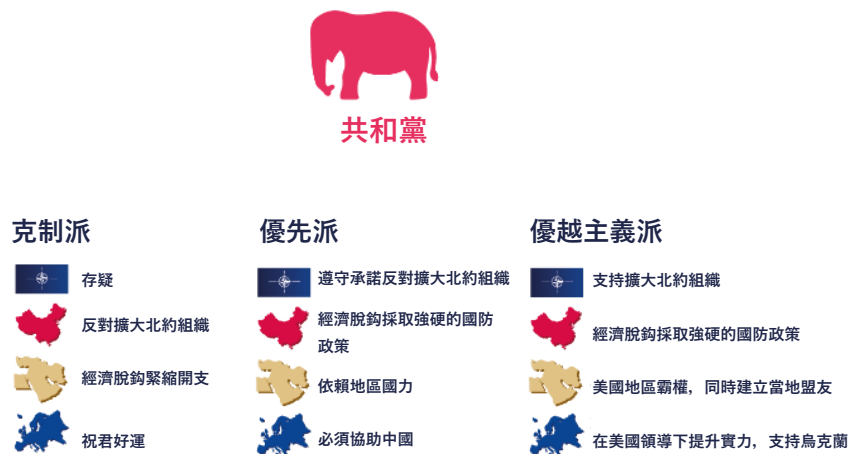
整體來說，特朗普和賀錦麗政府在部份外交政策領域有所相同，例如對中東及中國採取的態度。雙方都具孤立主義傾向，並推行「讓美國再次偉大」政策，旨在推動美國再工業化。此外，雙方都認為歐洲應加大國防力度。

外交事務方面，兩者觀點的最大分歧在於他們對貿易、氣候變化、化石燃料、俄烏戰事、美國盟友，以及多邊主義的取態。市場傾向認為相對特朗普，賀錦麗有望促成較穩定的地緣政治前景。

雖然在賀錦麗執政下，美國盟友的安全感可能較大，但特朗普較有可能緩減目前地緣政治緊張局勢的部份來源，至少短期如是。

市場普遍認為，特朗普 1.0 時期的大部份政策意念未能落實，因為受到特朗普政府內的務實主義者阻撓，而特朗普 2.0 所面對的掣肘將會較少。這很可能並不正確，因為特朗普第二屆任期將會受多項因素影響，包括共和黨內不同的「外交政策派別」（見圖 4）、特朗普第一屆任期的實際經驗、獲委任的關鍵官員，以及特朗普的協商意願。上述所有因素都會影響其外交政策。舉例來說，在首屆任期，特朗普希望以巴兩國達成和平計劃，並實現兩國方案，卻以失敗告終，導致以色列總理內塔尼亞胡與特朗普之間的信任破裂。特朗普在應對當前中東緊張局勢時，將會借鑒這些經驗。

圖 4：共和黨外交政策派別



目前共和黨內存在不同的外交政策派別，這些派別將會在特朗普第二屆任期內影響美國外交政策。

資料來源：東方匯理資產管理投資研究院以與專家交流及歐洲外交關係委員會進行的研究為基礎。

簡而言之，特朗普第二屆政府在落實特朗普為總統競選活動制定的政策意念時，可能面臨掣肘。因此，特朗普 2.0 總統任期可能同時面對意識形態和務實影響。

特朗普關稅計劃的估計影響



根據我們對特朗普關稅計劃的分析，全面實施關稅或會抵銷減稅帶來的經濟增長，在未來十年累計削減國內生產總值 1.7%，與稅務基金會（Tax Foundation Institute）^{III} 的估計相若。該基金會估計約 0.8% 國內生產總值源自上調中國關稅至 60% 及上調所有其他國家關稅至 10%；若上調所有其他國家關稅至 20%，國內生產總可能再削減 0.5%。所有該等估計均取決於其他國家的反應。若反擊行動（估計在未來十年內可能削減國內生產總值 0.4%）達到一定強度，可能削弱美國經濟增長，或導致特朗普政府縮減目前建議的政策規模和範圍。

賀錦麗與特朗普的外交政策比較

在考慮不同影響後，我們在下文概述特朗普的外交政策和貿易立場，並透過回顧賀錦麗至今的政治往績及向其提供建議的顧問，概述賀錦麗可能持有的立場。以下是個別政策可能帶來的影響：

圖 5：個別外交政策可能帶來的影響

	賀錦麗	特朗普
 <p>軍事干預</p> 	傳統的民主黨外交政策，但 旨在減少干預 。	避免軍事干預；「實力促和平」。
<p>盟友／北約組織／歐洲</p> 	支持北約組織及歐洲盟友，但呼籲增加國防貢獻和減少對美國的依賴；致力透過歐盟加強與中國的協調。	向盟友施壓，以減少對美國的依賴。與歐洲的談判面對挑戰。向盟友施壓，要求購買更多美國產品；面對關稅和安全威脅，但鑑於中美關係緊張而放棄歐洲的機會不大；可能以美國輸往歐洲的天然氣作為政治籌碼。
<p>俄烏戰事</p> 	對俄羅斯立場轉趨強硬；較大可能「等待普京退出」— 支持烏克蘭堅守防線；對暫時停火持開放態度，以爭取時間。	試圖進行停火談判。若烏克蘭拒絕，美國不再提供支持。若俄羅斯拒絕，將加大對烏克蘭的支持。
<p>中東</p> 	維持現狀，但向內塔尼亞胡進一步施壓；專注停火和兩國方案，支持亞伯拉罕協定。	繼續支持以色列；沙特阿拉伯在中東的影響力增加。
<p>伊朗</p> 	外交。	試圖與伊朗談判以達成新協議，而非重啟《聯合國全面行動計劃》。威脅動武並實施懲罰性經濟制裁。
<p>墨西哥</p> 	致力在 2026 年到期前就美墨加協定重新展開談判。	恢復「留在墨西哥」的移民政策；對進口擺出象徵性姿態，但隨著墨西哥加徵中國關稅（例如近期對中國進口徵收鋼鐵關稅，以降低美國對墨西哥徵收關稅的可能性），可能豁免或下調關稅。

	賀錦麗	特朗普
 <p>中國</p> 	<p>經濟政策：維持現狀；繼續對主要科技業實施出口管制；聚焦人工智能。</p> <p>國防政策：維持現狀；深化亞太區聯盟。</p>	<p>經濟政策：統一關稅較低；敏感領域的關稅則較高。</p> <p>國防政策：對台灣的保護存在不確定性；南海問題維持現狀。</p>
<p>科技</p> 	<p>進一步聚焦科技威脅／未來戰爭／人工智能。</p>	
<p>貿易／工業政策</p> 	<p>支持多邊主義和以規則為本的秩序；反對實施關稅，但採取保護主義（反對《跨太平洋夥伴關係協議》、《北美自由貿易協議》、《美墨加協定》）；增加勞工和氣候撥款。</p>	<p>廣泛利用關稅，促使各國購買更多美國商品。</p>

資料來源：東方匯理資產管理投資研究院，2024年10月。Trans Pacific Partnership (TPP), Asia-Pacific (APAC), United States-Mexico-Canada Agreement (USMCA), North American Free Trade Agreement (NAFTA).

特朗普對比賀錦麗的外交政策和貿易重點

總括而言，特朗普和賀錦麗對地緣政治穩定性均帶來上行及下行風險。**特朗普政府帶來的下行風險在於經濟衝擊**，因為對盟友和敵國徵收關稅將會成為更重要的工具，促使各國採取反擊措施。西方聯盟和跨大西洋關係可能受壓。**利好消息方面，在特朗普政府執政下**，俄烏停火的可能性較高，從而有望降低俄羅斯、伊朗、北韓和中國加強聯繫帶來的地緣政治風險。

賀錦麗政府可能維持現狀，即美國作為超級大國，盡可能以最少的干擾，協助全球過渡至多極世界。**利好因素是此舉將專注維持當前的世界秩序**，並使國際體系盡可能開放。**利淡因素是俄羅斯／伊朗／北韓與中國可能具相同的地緣政治目標。**

美國大選會如何影響新興市場經濟體

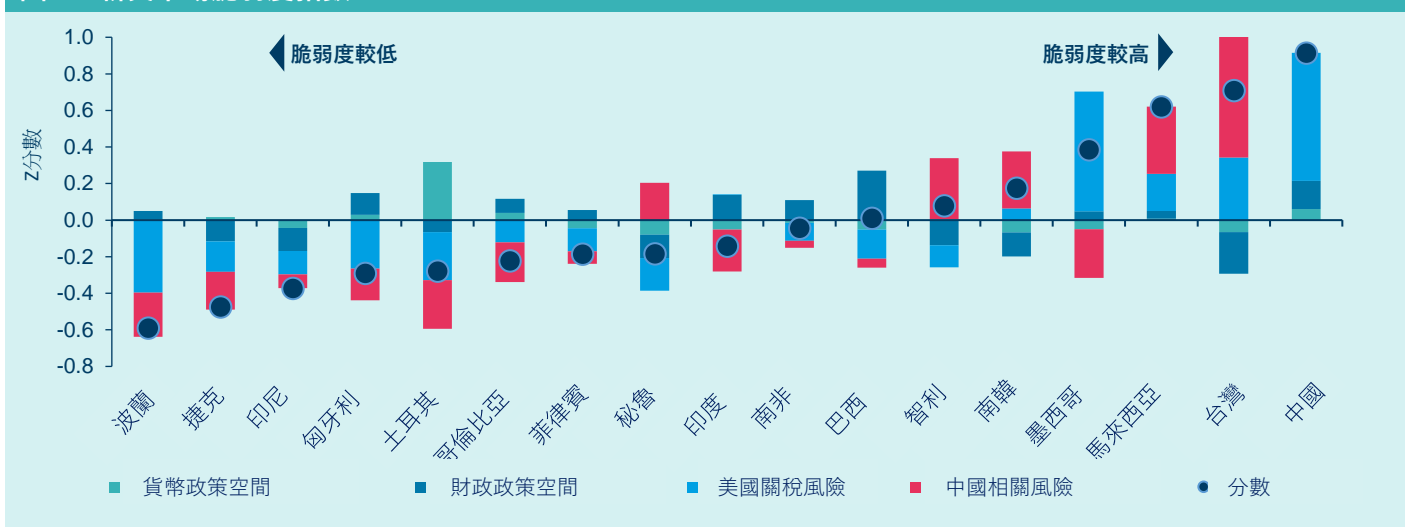
在評估美國大選對新興市場宏觀及金融市場的潛在影響時，最直接的切入點是兩位候選人對關稅的不同立場。特朗普主張對關稅採取更進取的立場，而賀錦麗則傾向更溫和或維持現狀的做法。他們的政綱有一個共通點，就是沒有提及財政調整，意味著核心收益率和期限溢價可能在中期內上升，從而影響新興市場的貨幣政策及其資產類別估值，而二人導致的影響沒有顯著差異。從理論角度而言，特朗普的激進關稅措施預計會對全球經濟增長、通脹及貨幣政策造成廣泛影響，並對新興市場宏觀和資產類別產生漣漪效應。

賀錦麗的政策整體上更利好新興市場增長，而預計在 2025 年底至 2028 年期間，新興市場的本地生產總值增長會超過特朗普執政時期的水平。

預料經濟增長將於 2026 年中見頂，然後在 2028 年底回落至特朗普執政時期的水平。領先表現主要源於一旦賀錦麗當選，中國經濟將會表現平穩，但若特朗普當選，其政策會於初期壓抑新興市場的增長，特別是在亞洲，並於其後數年才回升。相比之下，墨西哥應能受惠於特朗普的貿易政策。

在特朗普的領導下，亞洲新興市場將會面對不利影響，例如台灣、泰國，而中國所受的影響將會尤其明顯。馬來西亞和印度也會受到不利影響，但程度較輕微。墨西哥和匈牙利可能會成為表現相對理想的市場，其中墨西哥能把握供應鏈從中國轉向北美的機會。相比之下，在賀錦麗的領導下，多邊主義、綠色能源投資和基建發展會令經濟增長和通脹的波動性降低。

圖 6：新興市場脆弱度指數



資料來源：東方匯理資產管理投資研究院、CEIC、標普及經濟合作暨發展組織，截至 2024 年 10 月 10 日。基於加權 z 分數總和的相對脆弱度。

通脹走勢

若特朗普成為美國下任總統，新興市場通脹將會短暫急升，在 2025 年底上升超過 0.5 個百分點，並在 2026 年大部分時間維持於高位。預計通脹衝擊將會逐漸回復正常，最終會略低於由賀錦麗執政時的水平。亞洲將會是最受影響的地區，中國、台灣、馬來西亞和泰國將會面對最顯著的通脹壓力，而墨西哥則會出現通脹放緩。其中一個關鍵憂慮是新興市場央行是否需要犧牲經濟增長的代價而介入抑制通脹，又或通脹會否因為穩定的預期而自然地回落。

賀錦麗的政策預計能促進更加穩定的通脹環境，整體新興市場的波動性將會下降，主要因為其政策主張加強全球貿易合作和強調經濟穩定性。相反，特朗普的貿易保護主義政策和難以預測的外交政策，可能會引發較高的通脹波動，特別是在亞洲市場。此外，由於貨幣能作為緩衝及競爭工具，特朗普主張的貨幣貶值政策可能會加劇通脹壓力。

投資影響

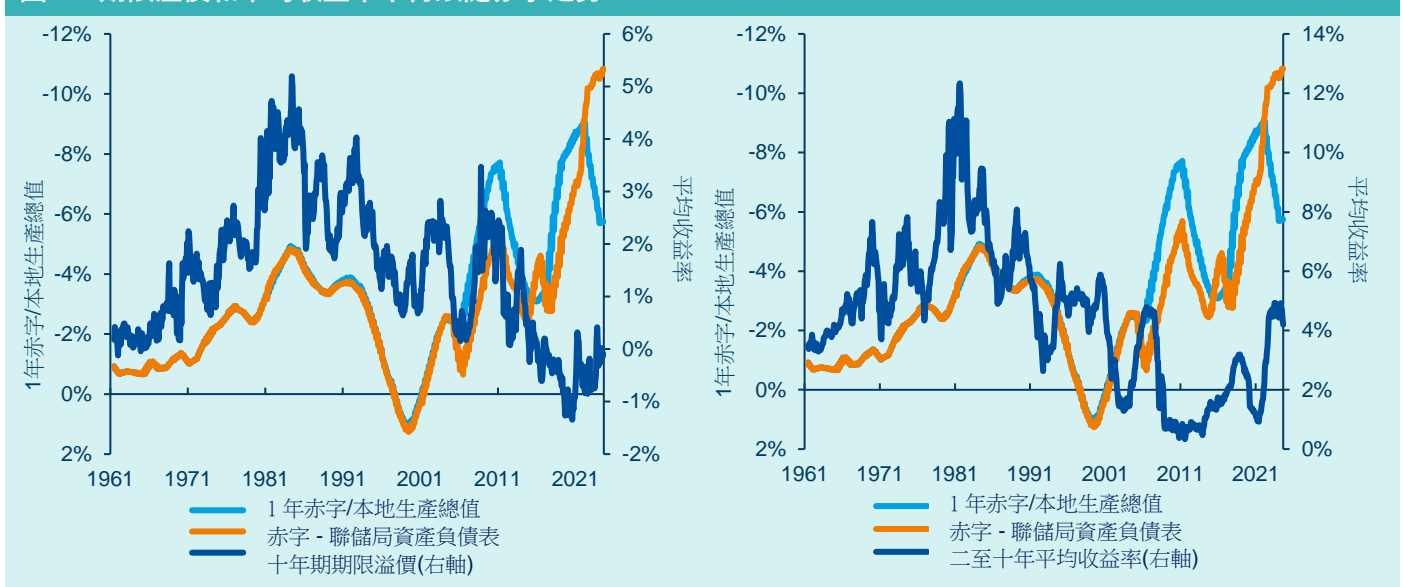
對固定收益市場會造成甚麼影響？

固定收益投資者會關注下一任總統的政策如何影響經濟增長和通脹前景，以及相關政策對赤字的影響。政治顧問卡維爾 (James Carville) 曾經表示想化身成為債券市場，因為這樣便可以恐嚇所有人。在 1990 年代，卡維爾的說話是有道理的，因為當時的赤字增加時，收益率亦上升，收益率曲線變得更陡峭。

下方的右圖顯示聯邦赤字佔本地生產總值比率的一年平均值，以及與兩年期至十年期美國國債的平均收益率曲線對比。左圖顯示相同的赤字與紐約聯邦儲備銀行估計的十年期期限溢價對比。1970 及 1980 年代較高的赤字往往與債券收益率上升和曲線走斜吻合，但這種關係在克林頓 (與其戰略顧問卡維爾) 卸任後消失。2008 至 2009 年度與 2020 至 2021 年度的赤字既沒有令曲線變得更陡峭，也沒有令收益率上升，背後原因可能包括量化寬鬆政策 (聯儲局的資產負債表擴大，圖 7 中的橙色線顯示債務增長的速度卻超越聯儲局的資產負債表。) 。然而，鑒於債務規模的空前增加，我們很可能會回到 80 年代的關係，而不是近期的關係。

擴張性財政赤字可能引發通脹擔憂

圖 7：期限溢價和平均收益率不再跟隨赤字走勢



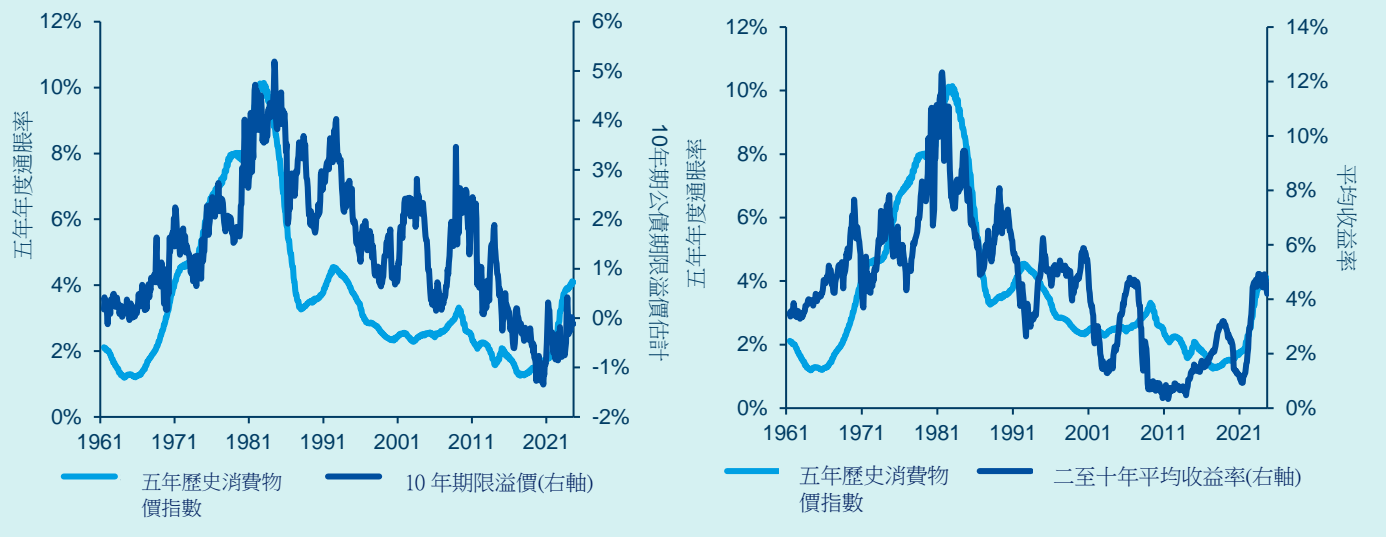
資料來源：東方匯理資產管理投資研究院、彭博，數據截至 2024 年 10 月 10 日。

如果考慮到通脹，卡維爾的言論仍然合理。從中國加入世界貿易組織至疫情危機的期間，通脹率極低，可能減輕聯邦赤字對債券收益率的影響。下頁的圖表顯示平均收益率和十年期期限溢價與五年歷史通脹率 (作為通脹預期的指標) 的比較。在 1960 年代至 2000 年代和 2000 年代至 2019 年代的兩段時期，通脹對收益率曲線水平和斜度的影響重大。

對債券投資者而言，關鍵問題並非聯邦赤字會上升或下降，而是赤字將對通脹有何影響。

我們的經濟學家認為如果民主黨或共和黨同時入主白宮和國會兩院，赤字將會上升 (如特朗普當選升幅會更大)，而在特朗普執政的情況下，通脹升溫的問題會更令人憂慮。即使在民主黨控制國會的情況下，特朗普再度當選也可能引發通脹，因為他能夠徵收關稅，至少對中國收關稅。因此，固定收益投資者需要特別留意此風險。

圖 8：期限溢價和平均收益率緊隨通脹記憶



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 10 月 10 日。

對美元有何影響？

隨著美國大選即將到來，一系列廣泛的貿易、財政及監管政策選項可能會影響市場對經濟增長、通脹和貨幣政策的觀點。此情況反映投資者對美元走向的憂慮，因為兩位候選人的政綱也展示政策持續性與政策不確定性之爭。我們認為無論美國大選結果如何，風險溢價也需要大幅上升，才能支撐美元的目前水平。

我們認為美元已進入結構性下行趨勢，只有強硬的貿易政策或美國物價通脹再度顯著回升，才能推遲甚至扭轉此走勢。

鑑於「高利率環境」對公共財政的金融穩定性構成威脅，特朗普和賀錦麗當選的情境暫時未能構成人人信服的條件，促使聯儲局作出不同的反應。在聯儲局與其他主要央行保持溫和立場的情況下，美元近期的強勢未必能持久。然而，如果新政府選擇忽略不斷上升的債務水平，並更加傾向保護主義，情況可能會迅速改變。

相對於我們的基本預測情境，特朗普勝選應會為美元走強帶來更好的機會。

我們預計在政府分裂的情況下，外匯波動幅度會比共和黨大勝的情況更嚴重。特朗普在國內政策上可能面臨的挑戰，應會促使他在貿易問題上採取強硬態度，考慮到美國經濟的性質（與其他地區相比更加封閉），美國最終可能會變得更加孤立。

如果共和黨在國會獲勝，我們預計美元最初會在放寬財政和收緊貨幣政策的預期下走強。然而，我們認為除非通脹顯著上升，否則增長／週期早段交易和正面的承險情緒最終可能會佔據主導地位（歷史上不利美元）。同時，在賀錦麗勝選的情況下，幾乎沒有任何壞消息能支持美元。財政整固及對貿易和關稅的取態較溫和，使立場溫和的聯儲局成為美元貶值的推動因素。

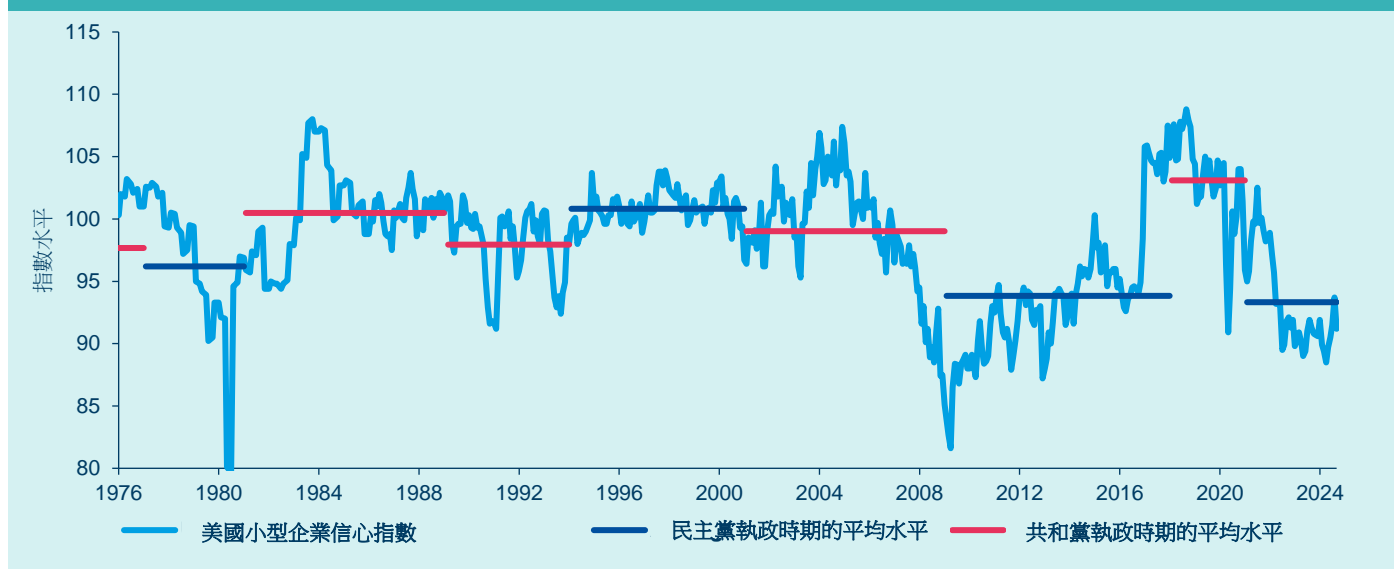
對股票表現有何預期？

特朗普和賀錦麗的政綱中最明顯的分別之一在於稅項。特朗普主張削減企業稅率，並將 2017 年削減所得稅的政策變成永久性，而賀錦麗則計劃提高企業稅率。

與賀錦麗相比，股票市場可能更傾向支持特朗普當選。在不同行業和地區也可能出現重大差異，特別是在特朗普再度當選的情況下。

此外，小型企業更傾向支持特朗普，美國全國獨立企業聯合會(NFIB)樂觀情緒調查的結果亦反映這一點。下圖為自 1970 年代中期以來進行的調查，結果顯示企業近年才開始傾向支持由共和黨候選人執政。在 1970 年代中期，小型企業對福特的樂觀程度略高於卡特，但與老布殊和小布殊相比，小型企業在克林頓執政時的樂觀程度較高，甚至高於列根，而奧巴馬時期則出現翻天覆地的變化，樂觀程度跌至史上最低水平（但在拜登時期再創新低）。相比之下，小型企業的樂觀情緒指數在特朗普執政時期創下歷史最高的平均水平。

圖 9：小型企業傾向支持特朗普當選



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 10 月 10 日。

股市表現開始反映企業信心的變化。下表顯示代表小型企業的羅素指數中 2,000 間最小型企業的年度化表現，以及標普 500 指數中大型企業表現。在大部分總統任期內，小型企業與大型企業之間的表現差距較大，克林頓時期的年度化表現差距則並未影響企業信心。但在拜登執政時期，差距相當明顯。如今，企業信心不足可能會影響股市表現。

圖 10：最近幾任總統任內個別指數的年度化表現

	羅素 2000 指數	標普 500 指數	小型與大型企業表現差距	小型企業信心指數
列根	10%	11%	1%	100.5
老布殊	12%	10%	-2%	97.9
克林頓	10%	16%	6%	100.8
喬治布殊	-2%	-6%	-4%	99.0
奧巴馬	15%	15%	0%	93.8
特朗普	10%	10%	0%	103.1
拜登	1%	12%	11%	93.3

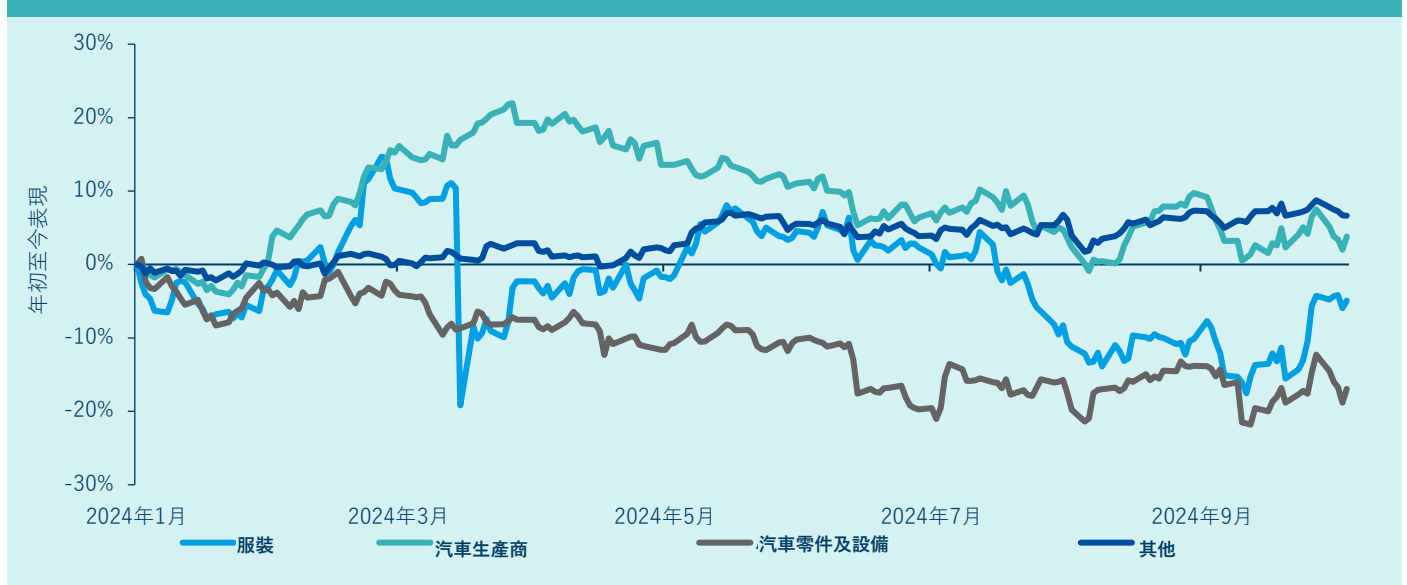
資料來源：東方匯理資產管理投資研究院、彭博，數據截至 2024 年 10 月 10 日。

目前難以判斷為何小型企業在過去兩任民主黨總統的領導下缺乏信心。對監管的憂慮（或希望放寬監管）可能是原因之一，因為監管成本對小型企業的影響更大。無論如何，不論原因為何，特朗普回歸似乎可能令小型企業的信心回升，並縮窄小型與大型企業近期的表現差距。在行業方面，特朗普放寬監管的政策可能利好銀行，並促進企業併購活動，而正面的市場情緒亦利好消費品行業。賀錦麗當選則可能對潔淨能源、電動汽車和健康護理行業更有利。

歐洲股市方面，向消費者出口的企業近期表現遜色。

下圖顯示汽車、汽車零件及服裝的等權重子指數與 Eurostoxx 600 指數中所有其他企業的等權重指數比較的表現。汽車零件及設備的跌幅最大，服裝類別今年表現下滑，而汽車製造商亦回吐早期的升幅。疲弱表現源於對中國的憂慮，若特朗普實施關稅政策，情況可能會加劇，並蔓延至工業出口商。

圖 11：歐洲消費品出口商受壓






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 10 月 10 日。

倘特朗普當選，股票投資者宜對歐洲出口企業採取審慎的投資方針，同時留意美國小型企業的投資機會。

對新興市場資產有何影響？

- 新興市場債券：**在賀錦麗執政下，預料美國經濟增長會輕微上升，而特朗普的政策將會導致通脹大幅上升，預期帶來更具限制性的長期貨幣政策。核心收益率上升將會導致新興市場的本地貨幣債券收益率上升，尤其是在 2025 年下半年，並略高於由賀錦麗當選的基本預測情境。若特朗普上任，收益率應會於 2025 年上半年繼續受控，但在下半年則會急升，為新興市場債券帶來極具挑戰性的環境。
- 硬貨幣債券息差：**由於美國國債收益率上升，加上新興市場增長疲弱，預計特朗普執政時息差將會擴大。而賀錦麗的政策應會令息差保持相對中性，與基本情況偏差不大。
- 新興市場股票：**若賀錦麗當選，預計新興市場股票將會表現溫和，以估值為基礎的投資策略在歐洲、中東及非洲（波蘭）、拉丁美洲（巴西）及亞洲新興市場（韓國）等地區仍然有利。如特朗普當選，關稅政策和貿易緊張局勢將會導致亞洲股票面對更多下行風險。與 H 股相比，中國內資股（A 股）可能受惠的於政府加推刺激措施，而外部風險加劇則可能對 H 股造成不利影響。
- 新興市場外匯：**在外匯市場方面，巴西雷亞爾、中國人民幣、南韓圓、印尼盾和南非蘭特等個別貨幣的基本前景向好。在特朗普執政下，歐洲、中東和非洲地區及拉丁美洲的貨幣可能會輕微上升，而亞洲貨幣市場則因貿易緊張局勢而受壓。而賀錦麗執政會令亞洲貨幣面臨阻力，但與特朗普當選的情況相比程度較輕微。

圖 12：美國大選對新興市場的投資影響

資產類別	基本情況	賀錦麗當選	特朗普當選
新興市場債券 	新興市場政府債券指數（本地貨幣）：本地收益率繼續下降。 新興市場債券指數（硬貨幣）：息差略為擴大。	收益率輕微上升。 中性，與基本情況一致。	收益率高於基本情況，特別是在亞洲。 美國國債收益率上升，導致息差擴大。
新興市場股票 	中性；利好歐洲、中東及非洲地區、拉丁美洲及亞洲的估值投資策略。	中性。	不利亞洲股票（關稅），利好拉丁美洲。
新興市場外匯 	中性；利好歐洲、中東及非洲地區、拉丁美洲及亞洲的估值投資策略。	不利亞洲，整體而言比基本情況更差。	對歐洲、中東及非洲地區和拉丁美洲略為有利，但不利亞洲。

資料來源：東方匯理資產管理投資研究院，數據截至 2024 年 10 月 10 日。

對多元資產投資者有何主要影響？

若特朗普成為下一任美國總統，我們可以辨別短期和中期的潛在交易機會。短期而言，若實施特朗普提議的部分或全部政策，可能會吸引投資者對能源、銀行和非必需消費品等行業的興趣。具體而言，延遲實施新一輪的銀行監管措施可能令銀行業的前景變得吸引。健康護理是另一個可能引起投資者興趣的行業，主要因為大型股與小型股之間的市場領導地位可能會改變。如前文所述，美國中小型股可能會繼續拉近與大型股的表現差距。事實上，預計部分交易走勢可能會持續三至六個月。

未來可能會出現溫和滯脹的情況，期間債券發行量將會增加，而關稅會導致長期通脹上升，收益率曲線因而更加陡峭。因此，長期國庫抗通脹債券可能變得更加吸引。

相反，賀錦麗當選可能會令市場短期反應較為冷淡，而股票可能會受加稅的預期所影響。由於她更重視基建、建造和綠色企業等行業，相關範疇可能會表現領先。

作者



ALESSIA BERARDI
東方匯理資產管理
投資研究院
新興市場宏觀策略主管



FEDERICO CESARINI
東方匯理資產管理
投資研究院
已發展市場外匯主管



MAHMOOD PRADHAN
東方匯理資產管理
投資研究院
環球宏觀經濟主管



ANNA ROSENBERG
東方匯理資產管理
投資研究院
地緣政治主管



FRANCESCO SANDRINI
東方匯理
多元資產策略部
主管



GUY STEAR
東方匯理資產管理
投資研究院
已發展市場策略主管



PARESH UPADHYAYA
東方匯理
美國固定收益及外匯策略
高級副總裁



ANNALISA USARDI, CFA
東方匯理資產管理
投資研究院高級經濟
師、先進經濟模式主管

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



UJJWAL DHINGRA
東方匯理資產管理
投資研究院投資分析及客
戶部

設計



CHIARA BENETTI
東方匯理資產管理
投資研究院數碼藝術總
監兼策略設計師



LAURA FIOROT
東方匯理資產管理
投資研究院投資分析及
客戶部主管



FRANCESCA PANELLI
東方匯理資產管理
投資研究院投資分析及客
戶部

撰稿

MATTEO ALMICI
東方匯理資產管理投資研究院初級經濟師

AMRI SAMY
東方匯理資產管理投資研究院初級跨資產策略師

假設情境

我們評估雙方政綱的經濟影響時採用的假設情境 — 第 6 頁

基本預測情境：我們對未來 18 至 24 個月的基本預測情境為由於本地需求減弱和失業率上升，美國經濟增長將會放緩。通脹將會進一步下降，聯儲局將於 2025 年下半年達到 2% 的通脹目標，因而能夠進一步下調政策利率，由目前的限制性水平降至 2025 年底的大約 3%。

在任何一方當選的情況下，失業率均高於我們的基本預測，其走勢主要與對經濟增長的影響有關。重要的是，我們沒有對因移民法例變動或遞解無證移民出境的提案導致的勞工供應變化作出任何特定假設。



兩位候選人的稅收提案會導致截然不同的結果。我們的分析顯示稅項的影響並非線性：與基本情境相關的變動不會對其國內生產總值 (GDP) 造成對稱的影響。調高稅率導致 GDP 下降的幅度大於低稅率對 GDP 的提振作用。

圖 13：我們對宏觀經濟的基本預測情境

按季增長率	2023 年第四季	2024 年第四季	2025 年第四季
本地生產總值	3.2%	3.2%	3.2%
通脹消費物價指數	2.1%	2.6%	2.6%
核心個人消費支出平減指數	2.0%	2.1%	1.8%

資料來源：東方匯理資產管理投資研究院、Eikon Refinitiv、標準普爾，數據截至 2024 年 10 月 10 日。

圖 14：國內和貿易政策假設

	國內政策	貿易政策
<p>民主黨大勝</p>  <p>賀錦麗</p>	<p>企業稅項條文主要涉及：</p> <ul style="list-style-type: none"> 將企業所得稅稅率從 21% 提高至 28%。 將企業替代性最低稅率提高至 21%。 <p>個人稅項條文主要涉及：</p> <ul style="list-style-type: none"> 高收入人士：a) 提高高收入人士的最高邊際所得稅率 b) 淨投資所得稅轉移至商業收入 c) 提高淨投資所得稅率和額外的聯邦醫療保險稅率。 資本所得稅處理的變動。 低收入人士：a) 增加子女免稅額 b) 恢復《美國救援計劃》中擴大無合資格子女工人的所得稅免稅額。 延長 2025 年底到期的 2017 年《減稅與就業法案》中僅針對年收入低於 40 萬美元人士的條文。 <p>《降低通脹法案》：延續多項政策，包括高投資（比基線多 300 至 350 億美元）和高財政成本（比基線多 200 至 250 億美元）。</p>	<p>維持現狀。</p>
<p>共和黨大勝</p>  <p>特朗普</p>	<p>企業稅項條文主要涉及：</p> <ul style="list-style-type: none"> 將企業所得稅稅率從 21% 提高至 28%。 延長 2025 年底到期的 2017 年《減稅與就業法案》條文 <p>《降低通脹法案》：假設投資額會下降（從 2027 年起比基線減少 50 億至 100 億美元，與之前的基線大致相同），將會導致財政成本下降（從 2027 年起比基線少 50 億至 100 億美元）。</p>	<ul style="list-style-type: none"> 從 2026 年起增加從中國大陸（至 60%）和全球其他地區（至 10%）進口產品的關稅，但就比例而言，豁免措施會與 2017 至 2023 年期間的情況相同。 貿易夥伴作出全面報復。

資料來源：東方匯理資產管理投資研究院、標準全球，數據截至 2024 年 10 月 10 日。

參考資料

- I. 資料來源：美國聯邦預算問責委員會和國會預算辦公室的債務數據。
- II. 國會預算辦公室對財政乘數的估算。
- III. 稅務基金會。特朗普 2024 年稅務計劃：詳細內容與分析([taxfoundation.org](https://www.taxfoundation.org))

免責聲明

本文乃由東方匯理資產管理香港有限公司編製。

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仕，及任何可能接受本文而沒有違反適用法例及條例之人士。本文並未得到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。

本文不擬提供於美國公民、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」。

照片來源: ©iStock/Getty Images Plus – Robert Shafer

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。

緊貼以下範疇的最新動態：



- 地緣政治
- 經濟與市場
- 投資組合策略
- 環境、社會及管治分析
- 資本市場假設
- 跨資產研究
- 房地產及另類資產

請瀏覽：



[到訪我們投資研究院的網站](#)

總編輯	編輯
<p>MONICA DEFEND 東方匯理資產管理投資研究院主管</p>	<p>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</p> <p>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</p>

Amundi
東方匯理 資產管理
憑藉實力 贏得信任