

# 特朗普连任存隐忧

## 报告摘要

### ● 主题评论：特朗普连任存隐忧

- 6月28日-6月29日G20在日本大阪召开，中美两国元首同意重启两国经贸磋商，美方不再对中国出口产品加征新的关税。
- 贸易争端对特朗普连任而言，主要的不利因素在于两点：**(1) 贸易争端导致美国经济下滑和消费者福利损失。**根据IMF和NBER的报告，关税加征后，美国从中国进口的跨境价格几乎没有变化，关税所造成的福利损失将大部分由美国的消费者所承担。**(2) 贸易争端导致通胀上升，制约美联储货币宽松的空间。**根据FRBSF和CBO的测算，如果美国对中国所有商品加征25%的关税，将会提高PCE0.4个百分点，提高PFI1.4个百分点。
- 当然以上两条逻辑在今年3、4月份的时候也存在，但是5月份贸易问题却卷土重来。那么为什么现在这两条逻辑可以成立？最根本的不同在于以下三点：
  - **(1) 美股和美国经济的状况不同。**去年美股对贸易争端的反应并不大，但今年5月份后美股也出现明显下跌；美国经济尽管在今年不会出现衰退，但下滑是非常确定的事情。
  - **(2) 美联储的降息概率不同。**特朗普的政策在事实上形成了对美联储降息的倒逼，但目前市场对美联储降息的预期已经是100%，美联储今年降息几乎已经是非常确定的事情，此时特朗普已经没有必要去倒逼美联储。
  - **(3) 特朗普面临的大选环境不同。**2016年特朗普竞选成功的重要原因之一是争取了五大湖周边的摇摆州。但根据USCBC的研究，五大湖周边是受贸易争端影响最大的区域之一。受此影响，在2018年的中期选举中，五大湖周边已经有三个州开始转向民主党，分别为宾夕法尼亚州、密歇根州及爱荷华州，各拥有20、16、6张选举人票。而现在与3、4月份一个非常不同的地方在于，特朗普出现了一个强有力的竞争对手，即民主党的前副总统乔·拜登。从目前的民调结果来看：**(1) 拜登的平均支持率为49.4%，特朗普的平均支持率仅有40.5%；(2) 目前特朗普的支持率显著低于同期的其他任总统；(3) 民主党将会赢得2020年总统大选。**
- 因此，**特朗普连任目前仍存在很大的不确定性，这也许是中美此次在G20上达成一定共识的重要原因。**从这个角度出发，贸易争端进一步恶化的可能性是比较低的。但总统大选结束后，如果特朗普成功连任，需要十分警惕贸易争端会卷土重来；即使民主党上台，对华的强硬政策也不会改变太多，只是政策形式会有所变化而已。

## 研究部

钟正生

[zhongzhengsheng@cebm.com.cn](mailto:zhongzhengsheng@cebm.com.cn)

姚世泽

[szyao@cebm.com.cn](mailto:szyao@cebm.com.cn)

## 关于莫尼塔研究：

莫尼塔研究是财新集团旗下的一家独立研究公司。

自2005年成立伊始，莫尼塔研究一直为全球大型投资机构及各类企业提供资本市场投资策略，信息数据以及产业相关的研究服务。我们的客户包括国内外大型资产管理公司，保险公司，私募基金及各类企业。

2015年莫尼塔研究加入财新集团，成为中国最具影响力的财经媒体集团+顶级智库的一员。



## 目录

一、主题评论：特朗普连任存隐忧 .....	4
二、海外重点事件追踪 .....	8
1、欧元区 PMI 略有改善 .....	8
2、Hibor 出现明显上行 .....	8
3、美国经济数据不及预期 .....	9
4、新西兰联储保持利率不变 .....	9
三、海外央行与市场观点追踪 .....	10
四、大类资产走势回顾 .....	11
1、汇率：美元指数基本收平 .....	11
2、商品：原油价格继续反弹 .....	11
3、股债：全球股指基本保持平稳 .....	12

## 图表目录

图表 1：IMF 测算的贸易争端对美国的影响 .....	4
图表 2：关税的福利损失大部分由美国消费者承担 .....	4
图表 3：关税造成了美国进口价格明显上涨 .....	4
图表 4：加征关税将提高美国 PCE0.4 个百分点 .....	5
图表 5：2012 年总统大选民主党获得五大湖地区 .....	5
图表 6：2016 年总统大选共和党获得五大湖地区 .....	5
图表 7：美国中部地区和五大湖周边是受贸易争端影响最大的地区 .....	6
图表 8：2018 年中期选举众议院情况 .....	6
图表 9：2018 年中期选举参议院情况 .....	6
图表 10：目前拜登的支持率明显高于特朗普 .....	6
图表 11：特朗普的支持率显著低于同期的其他任总统（绿色的线为特朗普的支持率） .....	7
图表 12：2020 年美国大选预测 .....	7
图表 13：海外央行利率决议与官员表态追踪 .....	10
图表 14：海外机构主要市场观点追踪 .....	10
图表 15：上周美元指数基本走平 .....	11
图表 16：上周澳元与新西兰远明显升值 .....	11
图表 17：上周原油价格继续反弹 .....	11
图表 18：上周黄金价格小幅上涨 .....	11

---

图表 19: 上周全球股指普遍反弹 .....	12
图表 20: 上周美德和美日利差稍走阔.....	12

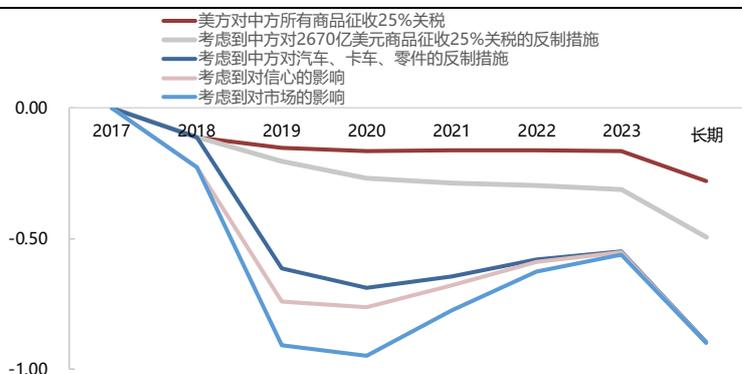
## 一、主题评论：特朗普连任存隐忧

6月28日-6月29日G20在日本大阪召开，中美两国元首同意重启两国经贸磋商，美方表示不再对中国出口产品加征新的关税。

贸易争端对特朗普连任而言，主要的不利因素在于两点：

(1) 贸易争端导致美国经济下滑和消费者福利损失。根据IMF2018年10月发布的报告，在贸易争端最坏的情况下，2018-2023年，贸易争端对美国GDP的影响分别为-0.23%、-0.91%、-0.95%、-0.77%、-0.62%、-0.56%（图表1）。IMF2019年5月的报告和美国国家经济研究局（NBER）2019年3月的工作论文则指出，关税加征后，从中国进口的跨境价格几乎没有变化，关税上升造成的成本增加几乎全部由美国进口商承担。这些成本很大一部分通过提高产品价格转嫁给了美国消费者，只有极少一部分由进口商自己承担。也就是说，关税所造成的福利损失将大部分由美国消费者所承担（图表2、图表3）。

图表 1：IMF 测算的贸易争端对美国经济的长期影响



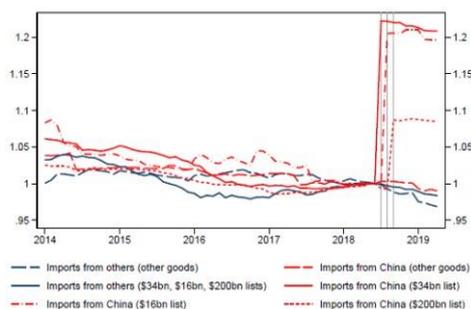
资料来源：IMF，莫尼塔研究

图表 2：关税的福利损失大部分由美国消费者承担

### Impact on consumers

While importing firms will absorb some of the tariff costs through lower profit margins, US consumers will bear the cost.

(average log price of imported goods in the US, June 2018 = 1)

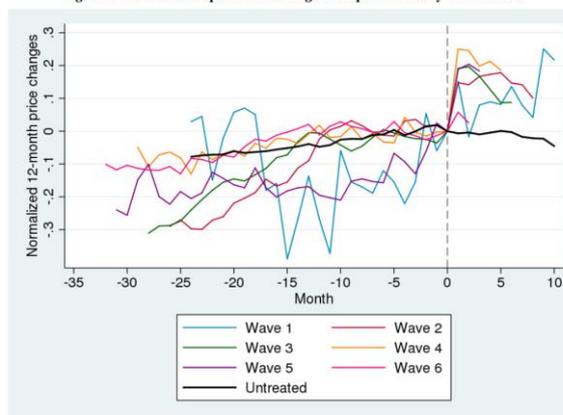


Source: Cavallo, Gopinath, Neiman and Tang (2019), "Tariff Passthrough at the Border and at the Store: Evidence from US Trade Policy," mimeo.

资料来源：IMF，莫尼塔研究

图表 3：关税造成了美国进口价格明显上涨

Figure 3: 12-month Proportional Change in Import Prices by Tariff Wave

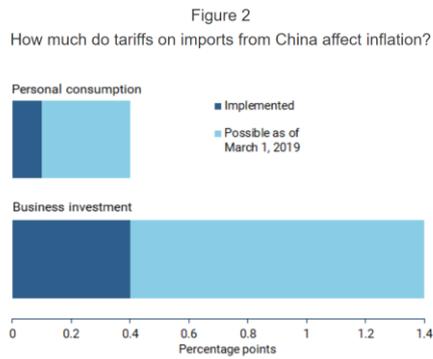


Notes: Proportional change in an import-share-weighted average of 12-month relative changes in U.S. import unit values inclusive of tariffs (import values divided by input quantities) for each tariff wave and for unaffected countries and products; proportional changes for each wave are normalized to equal zero in the month prior to the introduction of the tariff; tariff waves are defined in Section 2 of the paper.

资料来源：NBER，莫尼塔研究

(2) 贸易争端导致通胀上升，制约美联储货币宽松的空间。根据旧金山联储（FRBSF）和美国国会预算办公室（CBO）对通胀的测算，如果只考虑对2000亿商品加征10%的关税，将会提高PCE0.1个百分点，提高PFI（private fixed investment）0.4个百分点（CBO测算的结果为0.5%）；如果关税扩大到对这2000亿商品加征25%的关税，将会提高PCE0.4个百分点，提高PFI1.4个百分点（图表4）。如果3000亿产品加征关税，PCE将会有很大概率超出2%，制约美联储货币宽松的空间。

图表 4：加征关税将提高美国 PCE0.4 个百分点



Note: Dark blue portions indicate estimated tariffs implemented as of the end of 2018. Light blue portions of bars indicate estimates of tariffs expected to become effective on March 1, 2019 if no new trade agreement is enacted.

资料来源：FRBSF，莫尼塔研究

当然以上两条逻辑在今年3、4月份的时候也存在，但是5月份贸易问题却卷土重来。那么为什么现在这两条逻辑可以成立？最根本的不同在于以下三点：

### (1) 美股和美国经济的状况不同

去年美股对贸易争端的反应并不大，但今年5月份后，面对贸易争端，美股也出现了明显的下跌。美国经济尽管在今年不会出现衰退，但经济下滑是非常确定的事情。

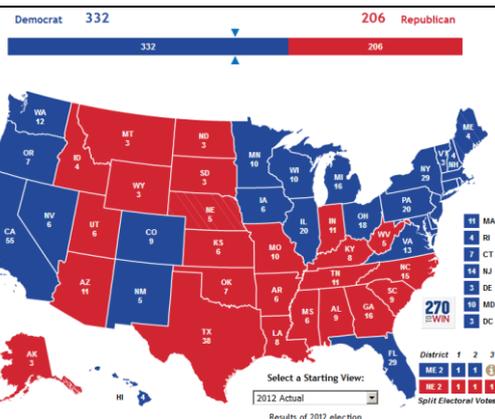
### (2) 美联储的降息概率不同

特朗普一直希望美联储能够降低利率，但美联储此前一直表态不会降息。而特朗普的政策在事实上形成了对美联储降息的倒逼，若美联储开启降息，保证了经济和股市的稳定，这对特朗普的连任是最有利的。目前，市场对美联储降息的概率已经是100%，美联储为了稳定预期并和市场预期保持一致，今年降息几乎已经是非常确定的事情，此时特朗普已经没有必要去倒逼美联储（详见：《美债收益率倒挂难修复》）。

### (3) 特朗普面临的大选环境不同

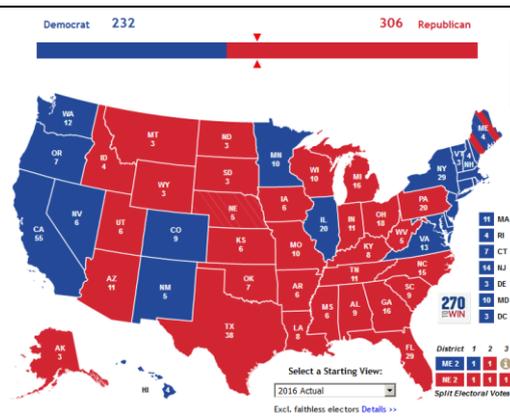
民主党传统的票仓为美国东、西海岸，共和党传统的票仓为中部地区，2016年特朗普竞选成功的重要原因便是争取了五大湖周边的摇摆州（图表5、图表6）。但据美中贸易全国委员会（USCBC）的研究，中部地区与五大湖周边是受贸易争端影响最大的区域，而作为民主党票仓的东西海岸对中国的出口量反而出现了上升（图表7）。

图表 5：2012 年总统大选民主党获得五大湖地区



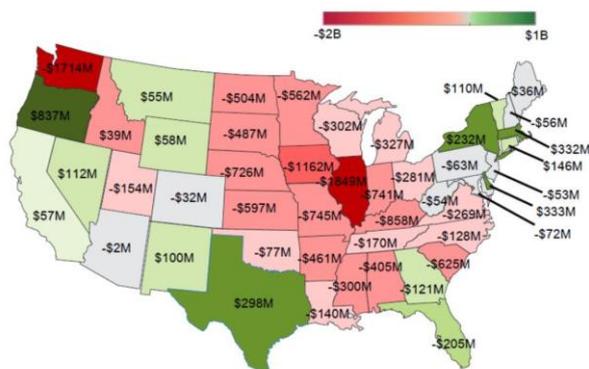
资料来源：270twin，莫尼塔研究

图表 6：2016 年总统大选共和党获得五大湖地区



资料来源：270twin，莫尼塔研究

图表 7：美国中部地区和五大湖周边是受贸易争端影响最大的地区

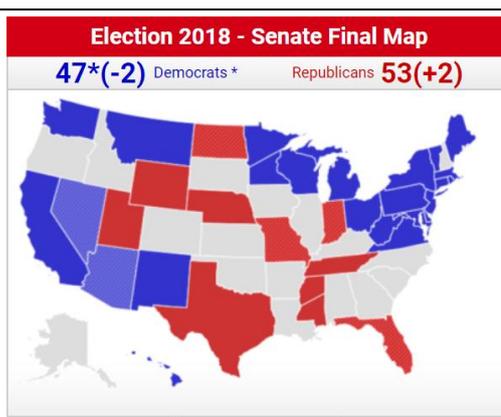
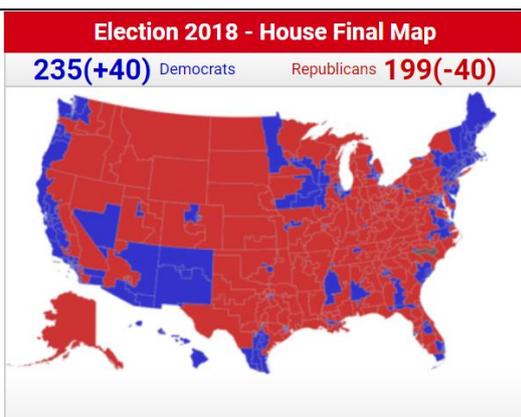


资料来源：USCBC，莫尼塔研究

从中期选举的结果来看，五大湖周边已经有三个州开始转向民主党，分别为宾夕法尼亚州、密歇根州及爱荷华州，分别拥有20、16、6张选举人票（图表8、图表9）。2016年大选特朗普比希拉里高出74张选票，如果最终这42张选举人票丢失，特朗普的连任概率会低很多。

图表 8：2018 年中期选举众议院情况

图表 9：2018 年中期选举参议院情况



资料来源：realclearpolitics，莫尼塔研究

资料来源：realclearpolitics，莫尼塔研究

现在与3、4月份一个非常不同的地方在于，特朗普出现了一个强有力的竞争对手，即民主党的前副总统乔·拜登。拜登同样认为应该对中国采取强硬态度，但对关税持反对意见，认为应该在科学研究、尖端基础设施和劳动力技能进行投资，这比较符合国内大部分人的看法。从目前的民调结果来看：（1）拜登的平均支持率为49.4%，特朗普的平均支持率仅有40.5%（图表10）；（2）目前特朗普的支持率显著低于同期的其他任总统（图表11）；（3）民主党将会赢得2020年总统大选（图表12）。

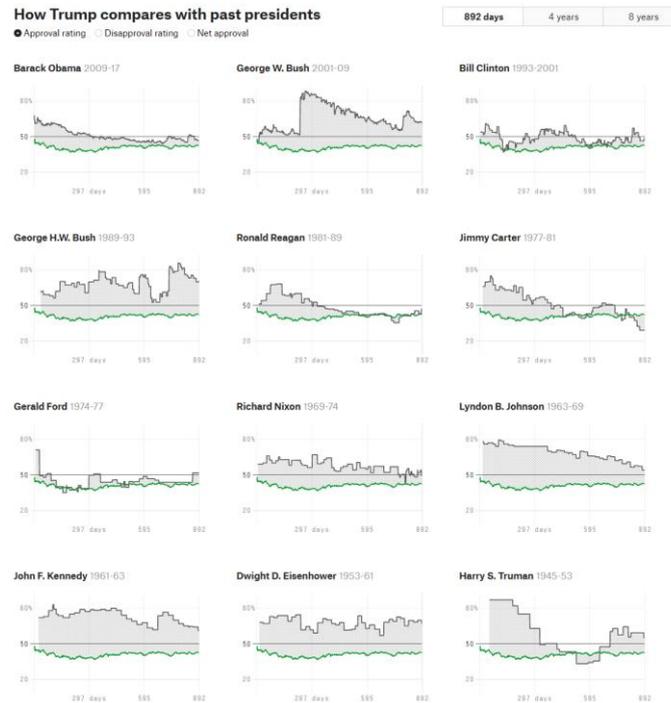
图表 10：目前拜登的支持率明显高于特朗普

Polling Data						
Poll	Date	Sample	MoE	Biden (D)	Trump (R)	Spread
RCP Average	3/17 - 6/24	--	--	49.4	40.5	Biden +8.9
Emerson	6/21 - 6/24	1096 RV	2.9	55	45	Biden +10
FOX News	6/9 - 6/12	1001 RV	3.0	49	39	Biden +10
Quinnipiac	6/6 - 6/10	1214 RV	3.5	53	40	Biden +13
CNN	4/25 - 4/29	470 RV	5.5	51	45	Biden +6
The Hill/HarrisX	4/25 - 4/26	1000 RV	3.1	43	37	Biden +6
Politico/Morning Consult	4/19 - 4/21	1992 RV	2.0	42	34	Biden +8
PPP (D)	3/27 - 3/28	846 RV	3.4	53	40	Biden +13
Rasmussen Reports	3/17 - 3/21	5000 LV	1.5	49	44	Biden +5

All General Election: Trump vs. Biden Polling Data

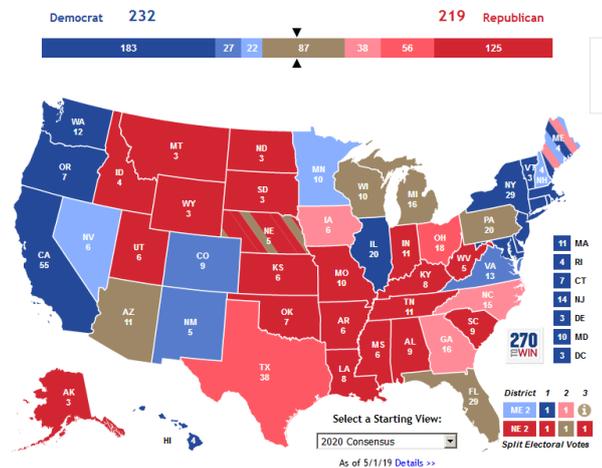
资料来源：realclearpolitics，莫尼塔研究

图表 11: 特朗普的支持率显著低于同期的其他任总统 (绿色的线为特朗普的支持率)



资料来源: fivethirtyeight, 莫尼塔研究

图表 12: 2020 年美国总统大选预测



资料来源: 270twin, 莫尼塔研究

因此，特朗普连任目前仍存在很大的不确定性，这也许是中美此次在G20上达成一定共识的重要原因。从这个角度出发，中美贸易冲突进一步恶化的可能性是比较低的。但总统大选结束后，如果特朗普成功连任，需要十分警惕贸易争端会卷土重来；即使民主党上台，对华的强硬政策也不会改变太多，只是政策形式有所变化而已。

## 二、海外重点事件追踪

### 1、欧元区 PMI 略有改善

6月21日欧洲统计局公布6月份Markit PMI初值数据，欧元区制造业PMI为47.8，前值47.7，预期值48；德国制造业PMI为45.4，前值44.3，预期值44.6；法国制造业PMI为52，前值50.6，预期值50.8。总体而言，PMI数据出现了一定的改善迹象。首先，从需求端的角度，PMI改善的主要原因在于外需的改善，外需改善主要因为欧元汇率出现明显下跌，欧洲出口数据近几个月出现了一定转好；其次，从库存的角度，一季度欧元区的库存数据下滑幅度较大，厂商也有一定的补库存需求。

但PMI数据的改善并不足以缓解欧央行的担忧。6月18日和6月21日，欧洲央行行长德拉吉两次表示，目前欧元区经济疲软迹象越来越多，如果经济没有改善，那么将需要额外的刺激措施，欧洲央行可以再次降息或提供资产购买。目前市场普遍预期欧央行将在7月份议息会议上释放出进一步宽松的 signals，比如调整前瞻指引、采用分层利率等，并在9月将存款利率从-0.4%下调至-0.5%，但预计利率不会降至-0.6%以下，也就是市场预计欧央行仅有20个BP的降息空间。

截止到6月14日，欧央行购债的规模为2.625万亿欧元，向商业银行贷款的规模为7246.57亿元，合计的宽松规模达到3.35万亿左右，占欧央行总资产规模的71.55%，继续QE的空间已经不大。同时，由于长期债券收益率已经降至0，欧央行已经进入了类似“流动性陷阱”的状态，继续QE对实体经济的传导可能也并不通畅。

### 2、Hibor 出现明显上行

近期香港Hibor出现了十分明显的上行，1个月Hibor6月13日一度上升到2.6297%的高位，创下2008年11月以来的新高。从结构上来看，短期Hibor涨幅较大，中长期Hibor比较平稳。受Hibor上升的影响，港币汇率近期出现了明显的升值。

Hibor上行的原因是什么？（1）由于5月份之前港汇的贬值，香港银行业总结余明显下滑，银行同业间的流动资金减少；（2）时间接近6月底，银行业对资金的需求增大；（3）6、7月是上市公司派息的高峰期，许多在港上市的中资企业需要提前融入港币来派息；（4）阿里巴巴将赴香港上市，可能有部分投资者提前借入打新资金。

Hibor上行对股市有何影响？对港股而言，Hibor上行直接压低了市场估值。5月份以来，港股走势与美股的相关性非常高，但6月中旬出现明显背离，主要原因便在于Hibor上行对估值形成压制；对A股而言，Hibor上行的直接影响在于抑制北上资金的流入。Hibor与北上资金单日净流入呈现非常明显的负相关关系，这背后可能在外资加杠杆或者内地游资绕道香港加杠杆的情况。2018年3次Hibor到高位

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

[https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1\\_11691](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_11691)

