



國泰世華銀行
Cathay United Bank

2024年11月6日

美國總統大選：

川普料勝選；
共和黨控制參議院，眾議院
席次則暫居領先

揭露事項與免責聲明（最末頁）亦屬於本報告內容之一部份，讀者應同時閱讀並詳細了解該段落之所有內容，讀者應審慎評估自身投資風險，自行決定投資方針，並就投資結果自行負責。非經本公司事先書面同意，不得發送或轉送本報告予第三人轉載或使用。

美國總統大選摘要及分析

觀察重點

- 1) **選舉結果：川普料將勝選；共和黨於參議院至少取得51席、眾議院則以191席領先民主黨的163席。**
 - 川普可望順利贏下賓州、威斯康辛州、密西根州等選前變數較大的搖擺州，是致勝關鍵。
- 2) **市場變化：「川普交易」主導美股上漲，美債殖利率彈升，美元指數上探三個月新高。**
 - 股市：標普500期貨上漲1.3%、那指期貨上漲1.3%、道指期貨上漲1.4%。
 - 債市：2年債殖利率上漲8.7bps至4.26%、10年債殖利率上漲14.5bps至4.42%。
- 3) **後續觀察：**
 - 川普在關稅、企業稅、移民、能源等政策推行是否與選前政見一致。
 - 眾議院最終開票結果。
 - 11/8 FOMC會議。

策略思維

- 1) **股市：**若共和黨完全執政，減稅政策將是美股加分項，但長線仍回歸基本面；留意川普談話將加劇市場波動。
- 2) **債市：**川普交易升溫，短線利率維持高位。中長線則仍由聯準會降息節奏主導，目前價位視為佈局契機。
- 3) **匯市：**川普交易使美元短線高盤。中長線回歸聯準會及歐日央行政策，貶值空間有限。

重點速覽

問題一：選舉結果、國會席次分佈？

- 若記入大幅領先且開票結果過半的搖擺州，川普可望至少取得290張選舉人票，二度入主白宮。
- 共和黨於參議院至少取得51席，眾議院則暫以191席領先民主黨的163席，形成完全執政。

問題二：川普/共和黨政策是什麼？對聯準會有影響嗎？

- 共和黨偏好小政府治國理念，降低對於市場的干預，主要政策包含：減稅、降低監管，與民主黨立場相異。
- 川普志在「做大事」，以美國利益為優先考量。擅長使用社群媒體發聲，達到搏眼球、拉抬聲量的效果。
- 川普料再度口頭施壓聯準會快速降息，但聯準會政策考量僅限於勞動市場、通膨，研判實際影響有限。

問題三：未來的風險在哪裡？

- 移民：川普任內移民政策料趨緊，若勞動力再度短缺，恐助長通膨回升壓力。
- 關稅：川普料以關稅作為談判籌碼，對美國擁有高貿易順差的國家將是其關注重點，留意各國後續外貿政策變化。
- 中國：川普施壓中國的力道恐有增無減，美中關係有再度惡化的風險。
- 政策落實程度：移民、減稅、關稅等皆對美國通膨存在潛在影響，未來恐牽動聯準會政策動向。

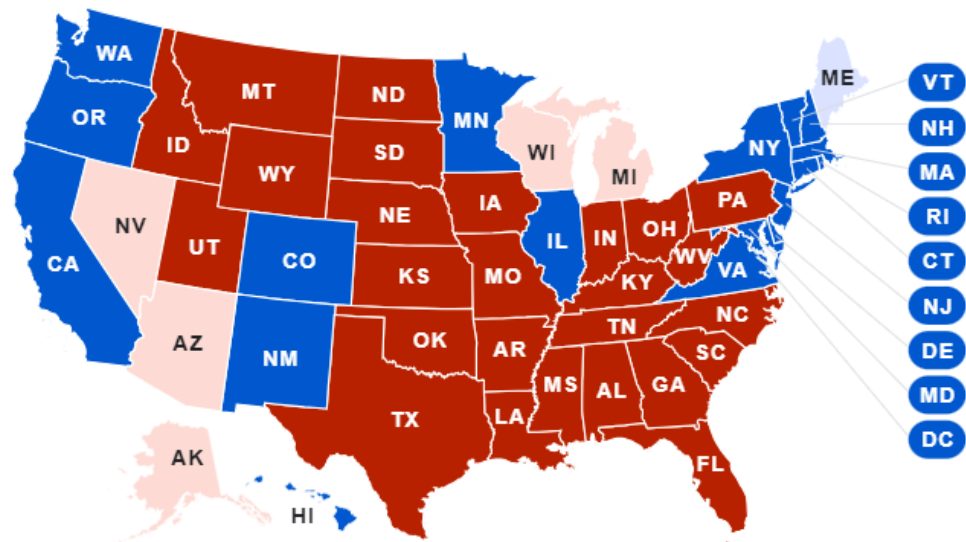


川普當選第47屆美國總統；共和黨取得參議院過半席次，眾議院席次則暫居領先

普選票開票結果大致底定，若計入領先的賓州(領先3%，開票率94%)、密西根州(領先6.1%，開票率67%)、威斯康辛州(領先4.2%，開票率89%)，川普將至少取得290張選舉人票，跨越270票門檻，成功入主白宮。

國會方面，共和黨於參議院確定至少取得51席，順利達到過半門檻；眾議院則仍未底定，目前由共和黨取得191席，領先民主黨的162席(過半席次為218席)。

2024年總統大選結果



註：統計時間截至2024/11/6 17:15。

資料來源：google。

參眾議院選前與選後席次分佈

席次	參議院		眾議院	
	民主黨	共和黨	民主黨	共和黨
選前	51	49	213	222
選後	41	51	170	197

註：統計時間截至2024/11/6 17:15。

資料來源：CNN。

「關稅人」 川普回歸，貫徹美國優先的重商主義



前總統川普將重返白宮，回顧川普從政前經歷，六度瀕臨破產，卻也歷次化危機為轉機，成功建立龐大事業版圖。在商場上，川普除善於使用遊戲規則取得競爭優勢外，勇於冒險挑戰現狀、不短視近利，皆為其重要的人格特質。

川普在1987年出版的《The Art of the Deal》稱“我做這些事不是為了賺錢，我已經賺夠錢了，....，我喜歡做交易，尤其是大交易，我從中得到極大的樂趣。”，凸顯其樂於搏眼球、拉聲量的個人偏好。

由此來看川普的二度執政，已**無需顧忌連任壓力，如何鞏固並壯大美國霸權地位**(讓美國再次偉大)，**料將成為川普首要考量**。意味著**無論是內政亦或是外交政策，將以美國利益(而非盟友)為最優先**。

川普與共和黨政見總覽：減稅、降管制等小政府治國理念為主，外交與貿易政策則轉趨強硬，確保美國利益

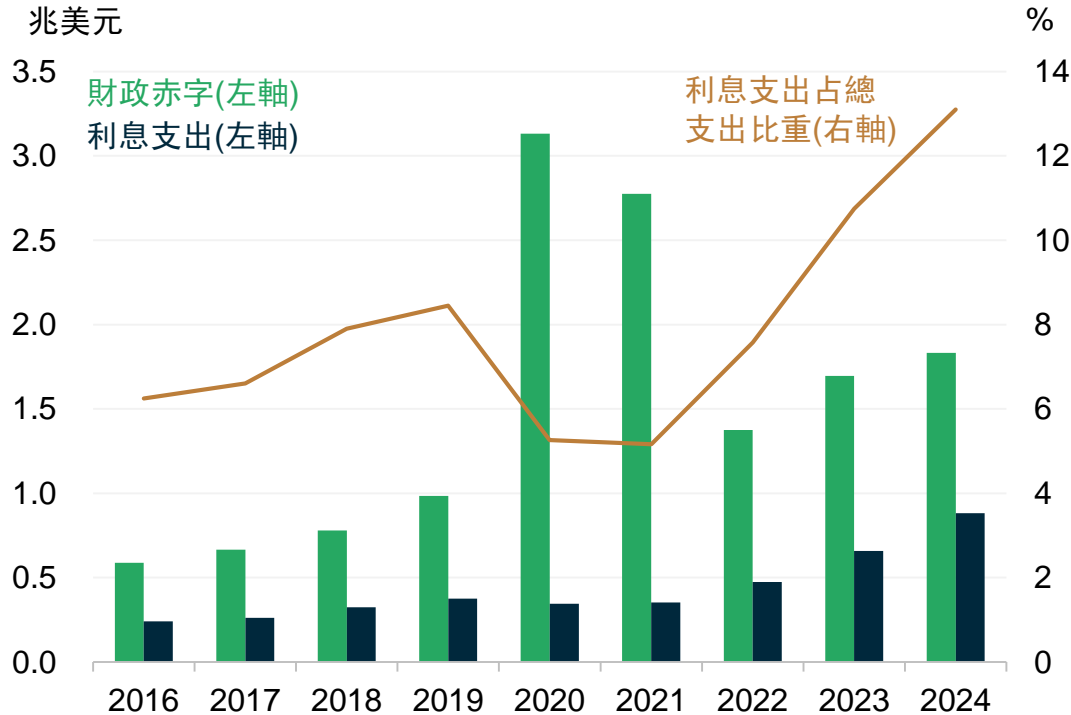
稅法	1)將企業稅率由21%下調至15%~20%、2)延長TCJA中個人所得稅率之措施
財政	1)促進美國製造業發展，引導供應鏈回流、2)壓低通膨引導房貸利率走低，並透過稅收抵減、首購優惠、降低成本等措施促進房屋自有率
能源	1)支持化石燃料，放寬石油、天然氣開採限制，尋求美國能源獨立、2)取消新能源領域相關政策補貼
科技	1)反對成立中央銀行數位貨幣，將捍衛比特幣開採權、自主保管權、2)加速發展航太工業，目標重返月球及往返火星
社會福利	1)提高兒童稅收抵減金額
醫療保健	1)擴大獲得新平價醫療健保和處方藥選擇的機會，確保Medicare制度完整
監管	1)降低行政不效率所產生的成本、2)放鬆能源、金融產業監管
移民	1)確保邊境安全、驅逐非法移民、2)確保移民制度不危害美國工人權益
外交	1)以貸款而非援助之方式提供烏克蘭援助、2)快速結束烏俄戰爭、3)若中國侵台將對中國課徵高額關稅
貿易	1)考慮退出WTO、提高進口商品關稅至10%或更高、2)對中國進口商品課徵60%或更高之關稅

稅務議題 | 減稅為共和黨執政理念, 若順利掌控國會兩院, 相關政策可期

川普喊出企業稅由21%下調至15%~20%, 並延長2017年減稅與就業法案(TCJA)中的個人減稅措施(減稅、提高扣除額等, 將於2025年底到期), **若共和黨順利完全執政**, 參議院席次雖未達絕對多數(60票), 但依靠預算協調程序(法案闖關票數僅需51票, 但政策將具有時效性), 前述政見將有望登場。

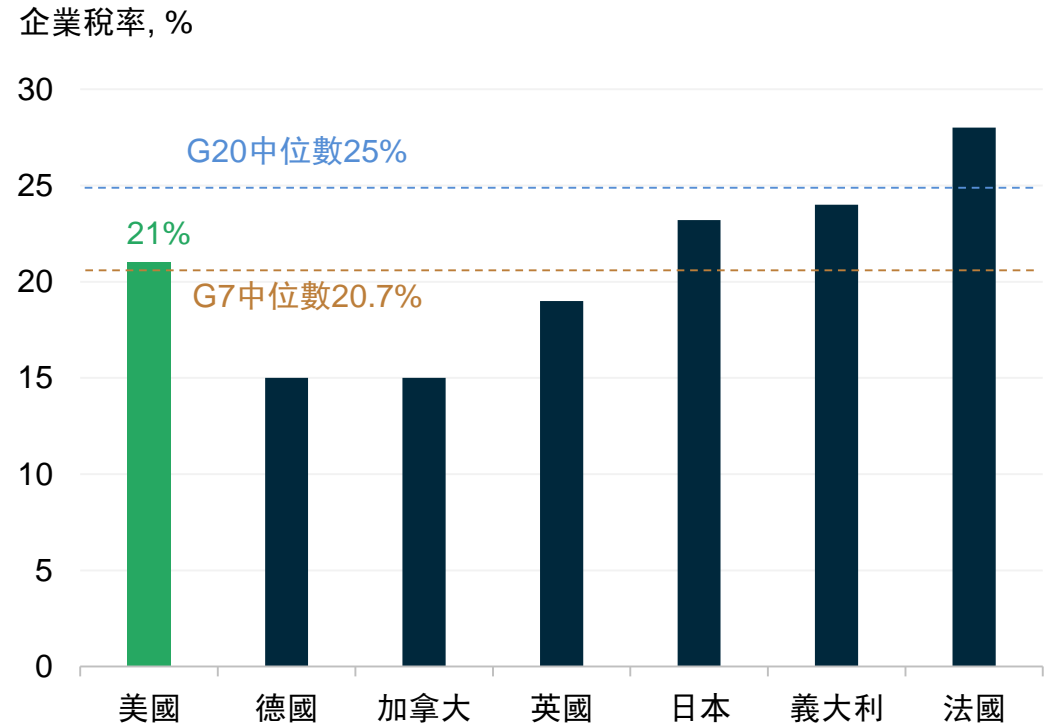
考量近年國庫赤字壓力有增無減, 且美國稅率低於G20多數國家、在G7當中亦不算高, 稅率調降幅度恐低於選前政見。個人所得稅方面, 針對低收入族群的減免為兩黨共識, 通過的可能性大。至於個人減稅措施全面延長, 則料再度附加落日條款(如同TCJA)。

過去兩年無大規模財政利多, 但赤字仍逐年攀升



資料來源: Bloomberg。

美國企業稅率已與主要國家相當



資料來源: Bloomberg。

移民議題 | 相關政策料由鬆轉緊, 埋下通膨回溫、影響降息循環的風險

拜登上任後移民政策反轉、疫情後邊境解封, 大量移民湧入填補勞動力缺口。根據美國國會預算辦公室統計, 2021-2023年平均每年移民流入達163萬人, 遠高於川普任內的每年減少1萬人, 是過去兩年幫助勞動市場脫離過熱狀態、通膨順利降溫的關鍵。

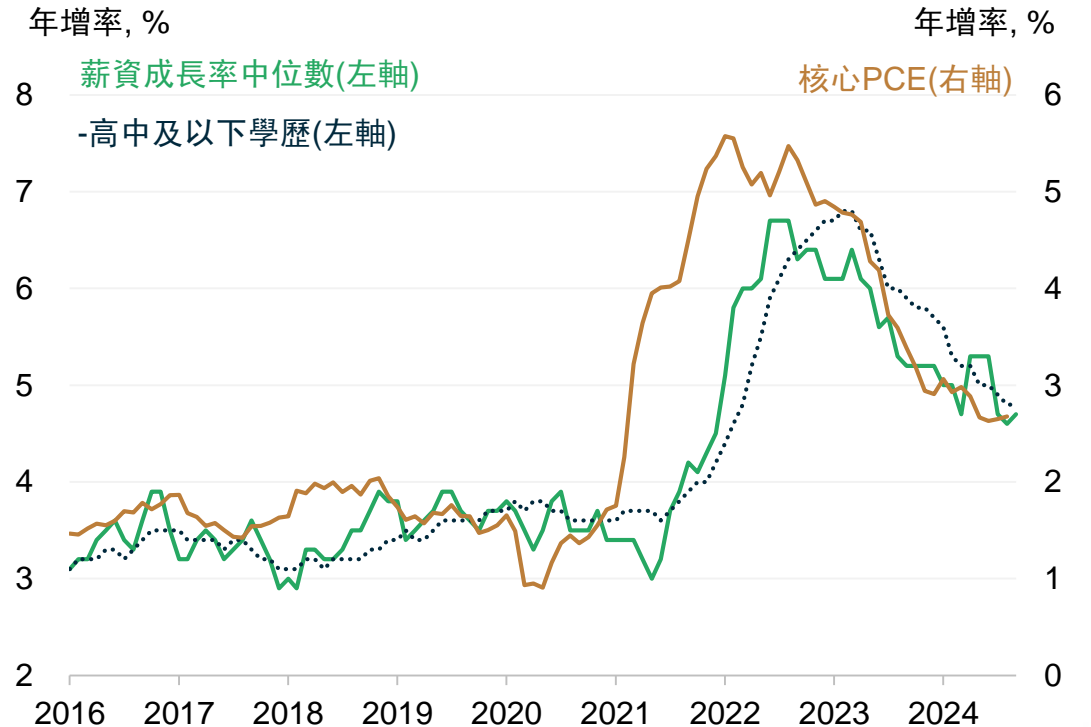
川普對於移民議題向來強硬, 而美國總統可透過行政命令驅逐非法移民, 意味著川普回鍋後, 移民政策再度緊縮的可能性大。在當前勞動市場供需已大致趨於平衡的背景下, 若移民數量大幅下滑, 恐再度導致勞動力供不應求, 引發後續企業加薪求才、通膨回升的風險。

疫情後, 移民數量大增, 是近年勞動市場穩健的一大助力



資料來源: Bloomberg。

移民填補勞動力密集之職缺, 緩和薪資與通膨壓力



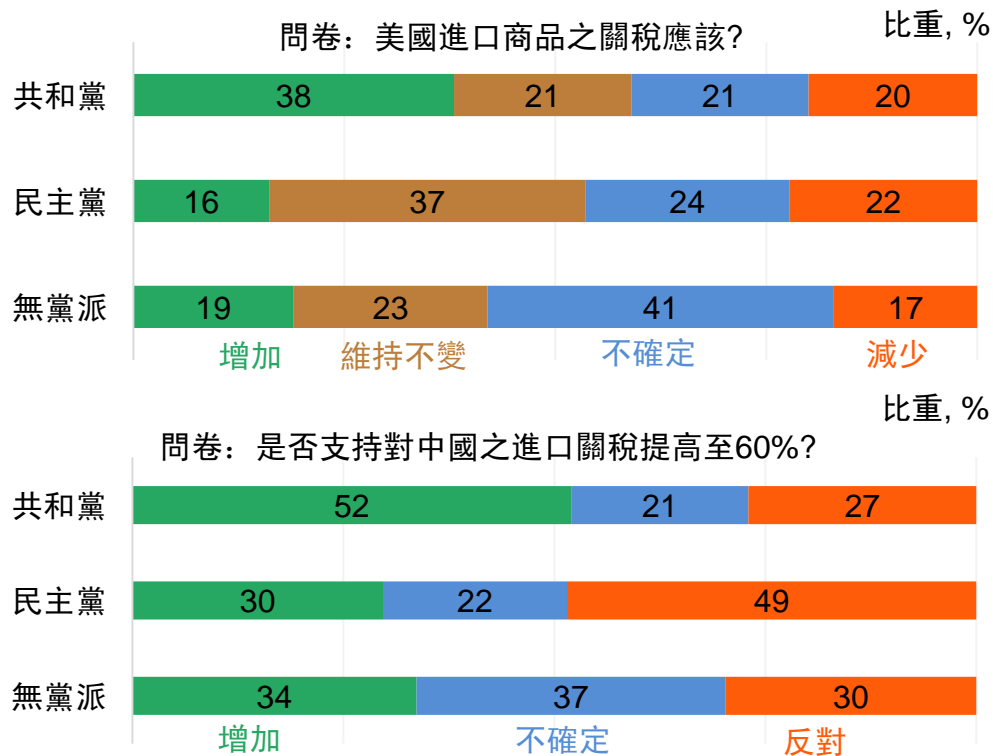
資料來源: Bloomberg。

關稅議題 | 威脅「提高關稅」是川普談判的第一步，預期加稅力道、範圍將不若選前政見

川普宣稱將對所有進口商品加徵10~20%關稅，對中國商品則加徵60%或更高的關稅。以2023年3.1兆進口總額推估，其他情況不變下，兩項政策上路將分別使進口成本增加1860億、2180億美元，將使得PCE物價指數增加2.08%、GDP下跌1.46%。

全面提高關稅非民意所向，且關稅引發的副作用甚巨，研判川普全面**提高關稅的政見，未來將用於施壓貿易夥伴，促成更佳的貿易協議**(如美墨加協定)，全面兌現的可能性不大。然而，2018年起美國有意防範中國崛起，且川普對中國的強硬立場已有先例可尋，研判對中國關稅恐進一步提高。

美國民眾對全面提高關稅的立場分歧，對中則相對強硬



全面提高關稅衝擊大，對中加關稅影響相對可控

	情境一	情境二	情境三
所有進口商品關稅	加徵10%	維持不變	維持不變
中國進口商品關稅	加徵60%	加徵60%	加徵30%
進口成本(億美元)	增加4040億	增加2180億	增加897億
GDP(年增率)	下滑1.46%	下滑0.79%	下滑0.32%
PCE物價指數(年增率)	提高2.08%	提高1.12%	增加0.46%

註：預估值假設其他條件不變，以2023年美國進口總額3.08兆、對中國進口4272億推算。
資料來源：Bloomberg。

資料來源：YouGov。

中國議題 | 圍堵中國已是民意所向, 美中衝突料再度升溫, 加劇中國股匯市風險

川普於2016年大打「反中牌」, 稱中國政府補貼導致對美國的不公平貿易、搶走美國民眾工作機會, 成功激起民眾反中情緒。拜登上任後情勢未見反轉, 對中國持負面觀感的民眾, 比例創下歷史新高。由此來看, **美國政府對中國採取強硬立場, 實為民意所樂見。**

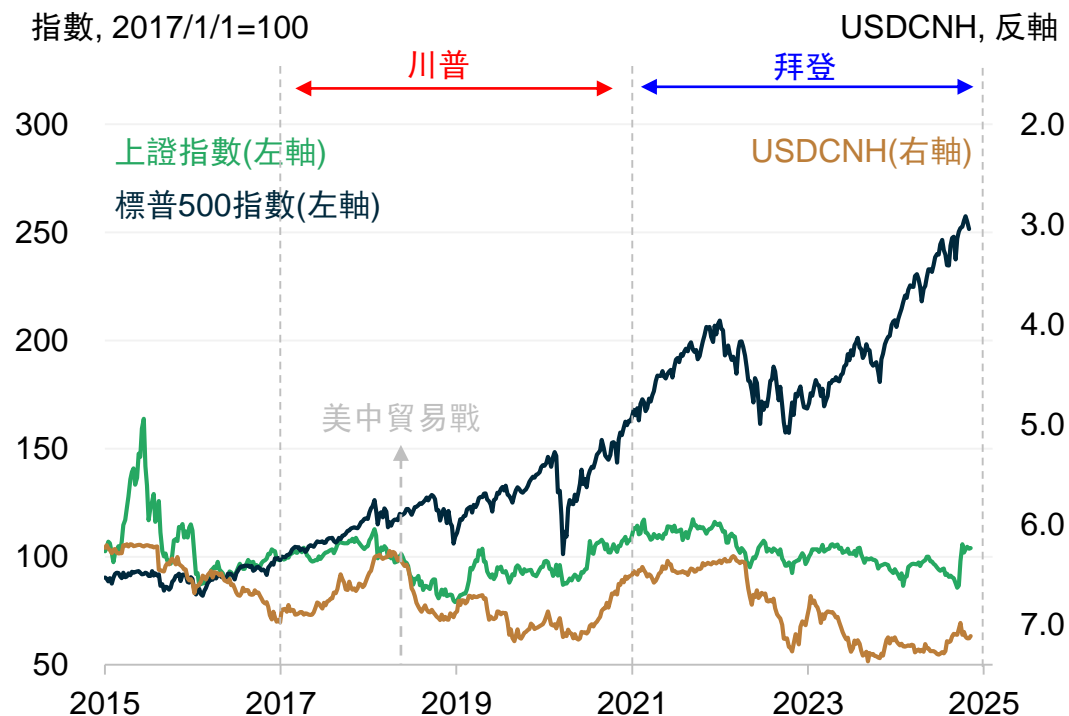
另外, 美國國防部已將中國定義為「最重要的」戰略競爭對手, 凸顯**美中兩強競逐的大背景, 並不會因政黨輪替而改變。**考量前述兩項因子, 預期川普對於中國的強硬立場將有增無減, 進口關稅、科技出口禁令、施壓盟友抗中等, 皆為可能的做法, 將加劇中國景氣與金融市場續弱的壓力。影響所及, 11/8落幕的中國人大會議, 恐進一步加大政策刺激力道。

過去四年即便政黨輪替, 美對中強硬立場並未改變

2017	1月 - 川普就任
2018	7月 - 美對中340億商品之關稅生效
	8月 - 美對中160億商品之關稅生效
	9月 - 美對中2000億商品之關稅生效
2019	6月 - 美提高對中2000億商品之關稅
	9月 - 美對中1200億商品之關稅生效
2020	1月 - 美中簽署第一階段貿易協議, 但保留先前的關稅措施
2021	1月 - 拜登就任, 未取消川普任內對中國之關稅
2022	10月 - 美擴大對中晶片出口禁令
2023	10月 - 美再度擴大對中晶片出口禁令
	12月 - 美啟動半導體供應鏈調查, 減少對中國的曝險
2024	3月 - 美修訂半導體出口禁令, 審查進一步趨嚴
	5月 - 美對中電動車、電池加徵關稅

資料來源: 國泰世華銀行整理。

2018年美中衝突至今, 陸股、人民幣皆呈現弱勢格局



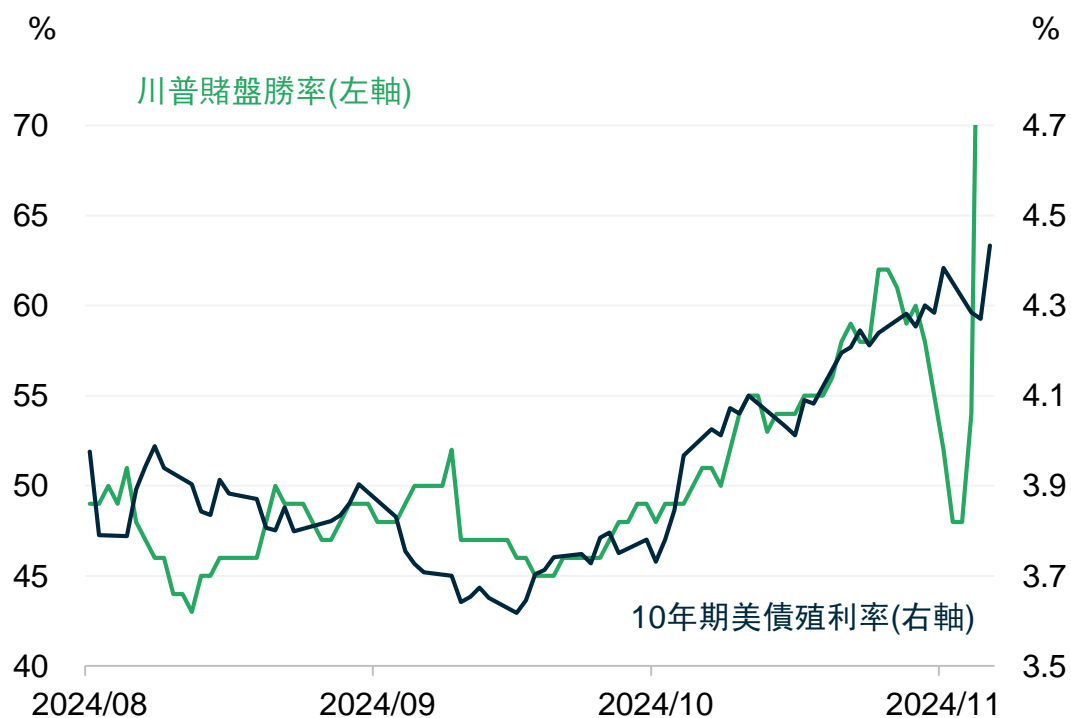
資料來源: Bloomberg。

市場展望 | 短期內川普交易將主導市場情緒, 美元利率、匯率高位盤旋

10月的颶風救災不利、訪談中政見缺乏細節, 導致選前賀錦麗民調下滑, 川普的支持度、勝選機率則雙雙上升。而川普在減稅、關稅、移民等政見若落實, 皆將對美國通膨產生潛在的回升壓力, 令市場擔心未來將影響聯準會的降息路徑, 是以「川普交易」引導美債殖利率、美元指數同步走揚。

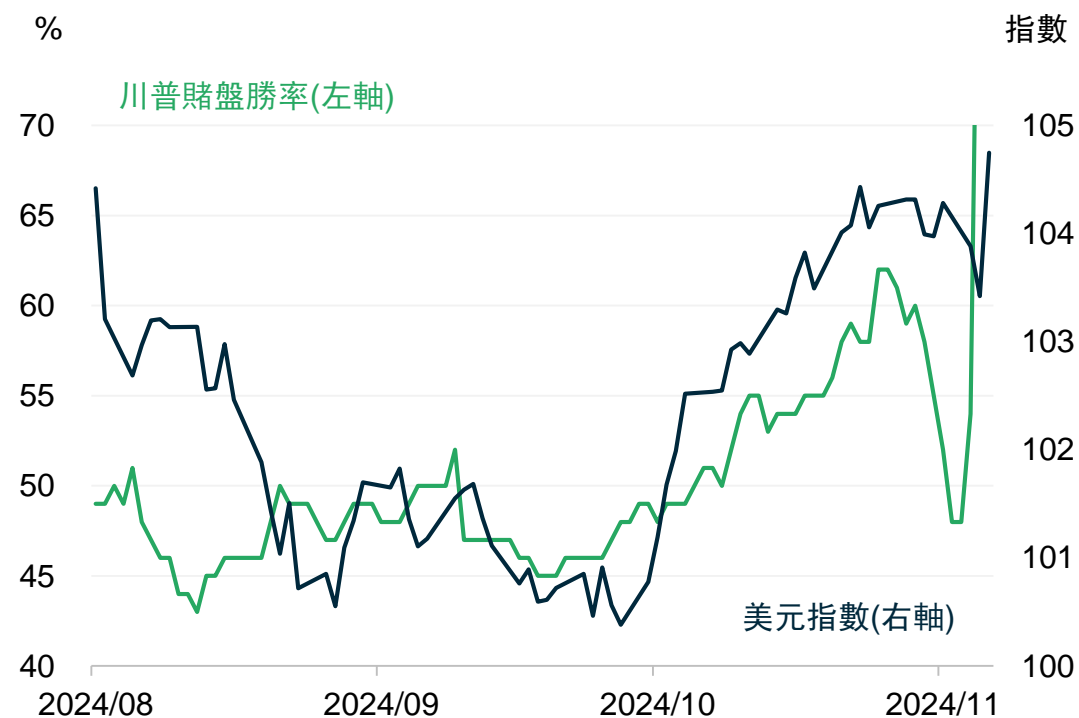
川普確定勝選、共和黨亦於國會取得完全執政, 意味著川普的政見皆有望於未來陸續兌現。在這樣的背景下, 「**川普交易**」預料將於短期內持續發酵, 將令**美元利率、匯率持穩高檔**。

10月起川普勝率走高, 美債殖利率連袂上揚



資料來源: Bloomberg。

美元指數亦同步走揚



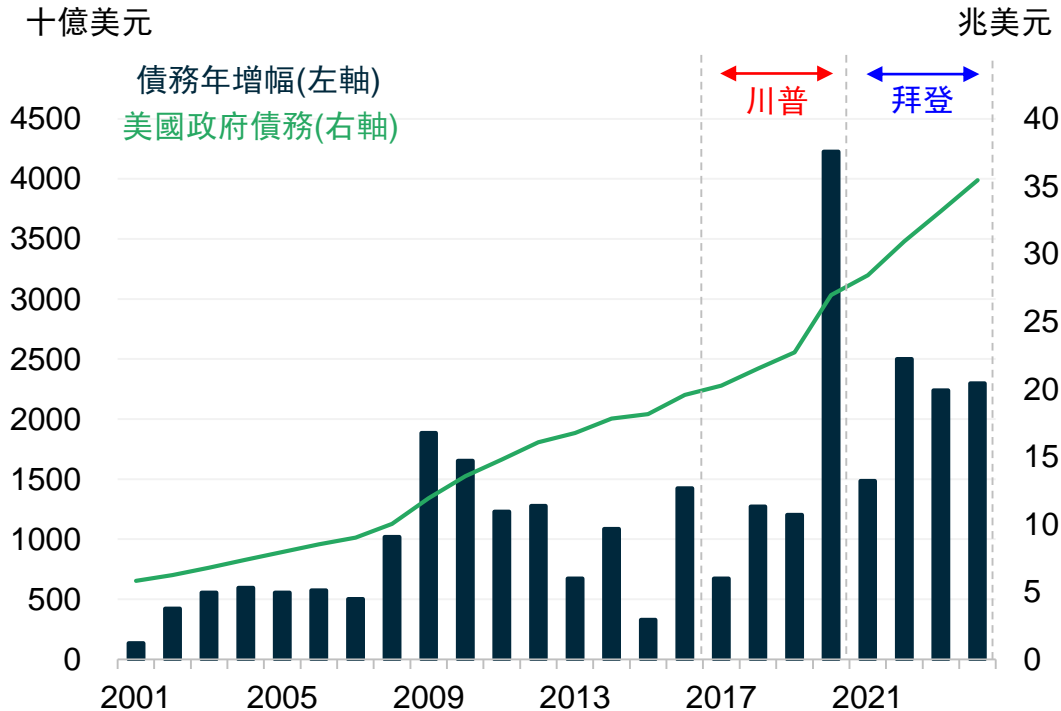
資料來源: Bloomberg。

市場展望 | 債市 – 國庫負擔恐有增無減, 但並非債市利率的決定性因素

企業減稅措施上路, 是否加劇國庫赤字壓力, 進而導致財政部加大發債力道, 推升公債殖利率?

觀察2018-2019年底, 美國政府因企業減稅, 導致稅收大減, 加以支出持續成長, 總債務於兩年內大增2.7兆, 創下當時紀錄之最, 顯示**減稅確實會加劇財政負擔**。然而, 公債殖利率並未因此大幅反彈。此外, 2020年疫情期間美國政府發行天量公債, 單年度債務暴增4.5兆, 殖利率亦不漲反跌, 降到1%之下。同期間聯準會快速降息, 利率調降至0%-0.25%, **顯示聯準會政策實為影響債市利率的關鍵**。

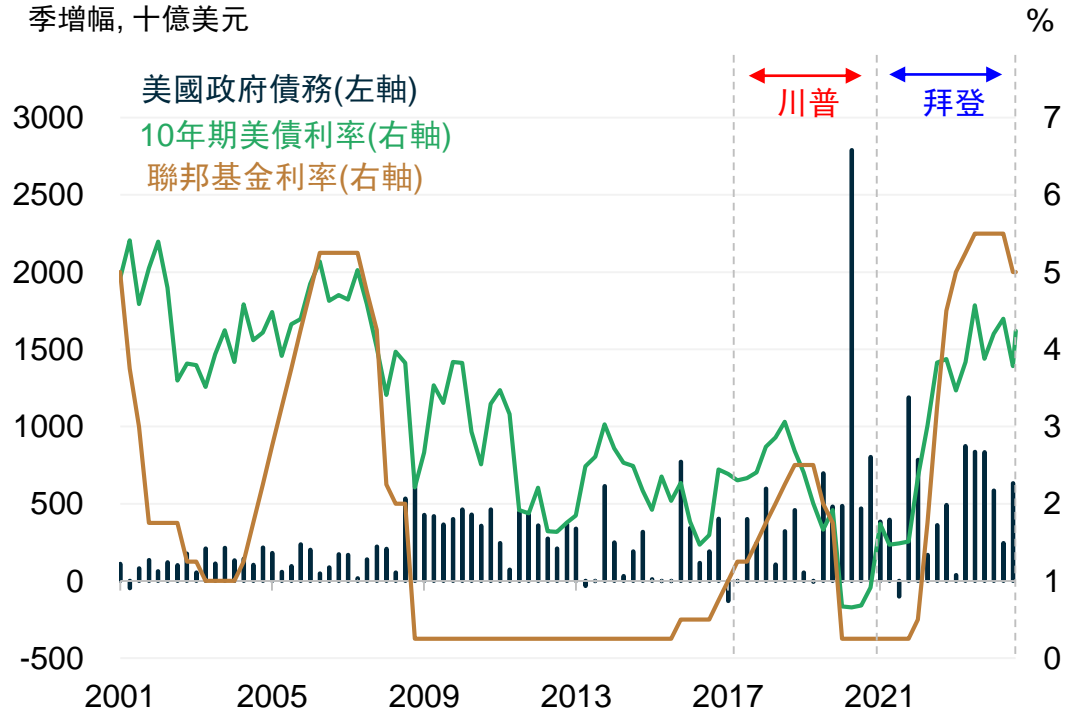
川普減稅後債務加速成長, 疫情與升息則令速度加劇



註: 2000年至今兩者相關係數為-0.37。

資料來源: Bloomberg。

18年起減稅, 後面臨疫情, 政府債務暴增, 但未推升利率



註: 2001年至今10年期美債利率與美國政府債務增量相關係數為-0.37, 與聯邦基金利率則為0.74。

資料來源: Bloomberg。

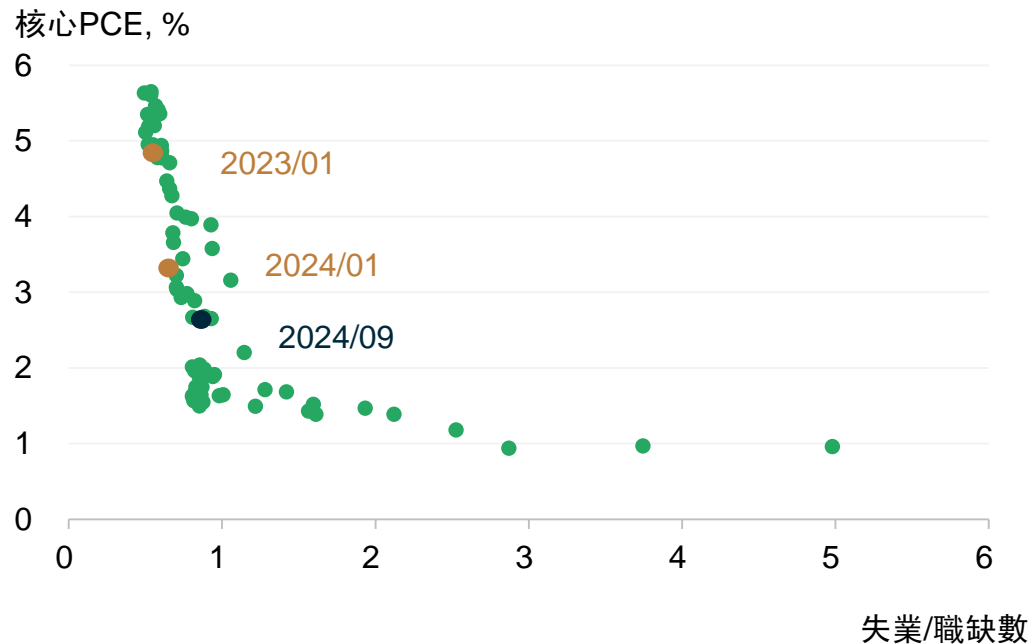
市場展望 | 債市 – 選後降息方向不變，利率反彈應視為佈局契機

過去兩季勞動供需平衡、勞動市場降溫的趨勢明確，失業/職缺比僅0.88，已回到疫情前水平。與此同時，通膨亦逐漸朝2%政策目標靠攏。影響所及，**預期未來一段時間內，聯準會的政策焦點將持續擺在勞動市場，避免失業率急升、景氣硬著陸的風險。**

另一方面，當前實質政策利率遠高於中性利率，反映政策仍處於限制性區域，將壓抑景氣擴張動能。**考量前述政策目標，以及當前利率水平，預料聯準會仍將於選後持續緩步降息，成為引導利率在中長期回落的趨動力。**

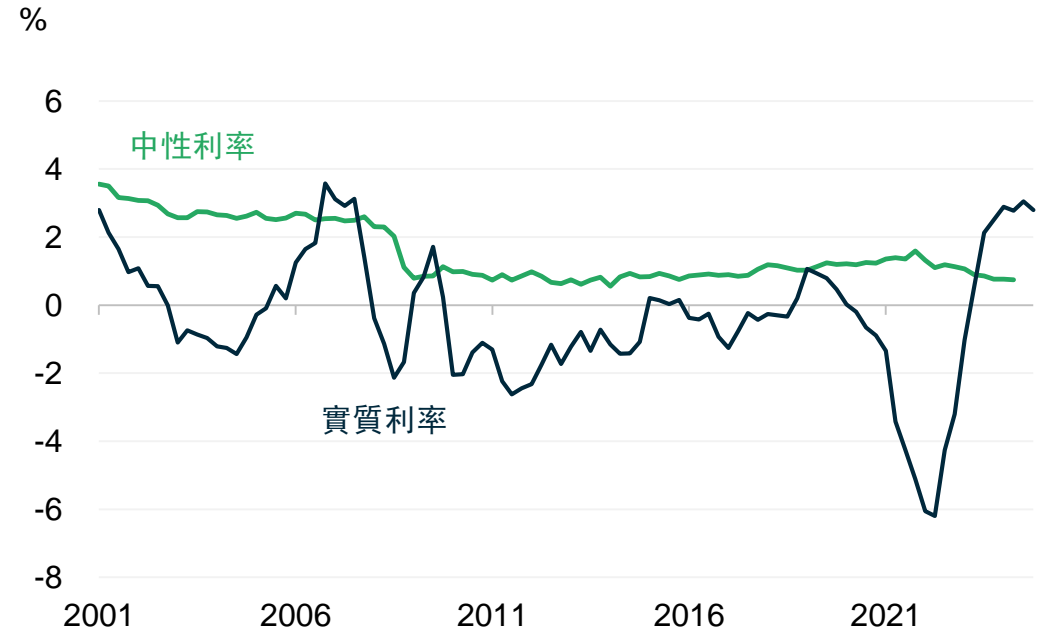
策略上，**短線「川普交易」恐帶動利率位居高位、波動加劇。但考量降息前景不變，且川普政策落實恐落於2026年後，近期利率的揚升應視為佈局的良機。**

通膨降溫、勞動市場溫和放緩的趨勢已來到臨界點



資料來源：Bloomberg。

實質利率仍遠高於中性利率，選後降息方向不變



註：實質利率為聯邦基金利率減PCE年增率，中性利率採紐約Fed HLW模型之計算值
資料來源：Bloomberg。

市場展望 | 匯市 – 短線美元或轉強；長線則回歸貨幣政策與景氣動向

未來關稅上路、國內通膨升溫的預期，或帶動短線美元指數走強。然而，2018年中美貿易戰開打，川普卸任前對中國2500億、1200億進口商品課徵25%、15%關稅，拜登上任後未見取消，2024年更針對電動車、電池等特定領域商品加徵關稅。美元指數在此期間卻是漲跌互見，並未因關稅而出現長期上漲的行情，顯然與市場預期不同。

長期而言，美元的強弱與美國相對主要國家之景氣表現呈現高度相關。IMF預期明後年美國經濟仍相對強勁，呼應聯準會對於景氣將順利軟著陸的看法。若是如此，將意味著短中期內美元雖受制於降息的影響而趨弱，但大幅走貶的可能性較低，且須留意美國經濟穩健對於美元的提振效果。

美中關稅上路至今逾五年，美元呈現漲跌互見



註：2005年至今兩者相關係數為0.92。美元指數成分國為歐元區、日本、英國、加拿大、瑞典、瑞士。2024年後GDP採用IMF預測值。

資料來源：IMF、Bloomberg。

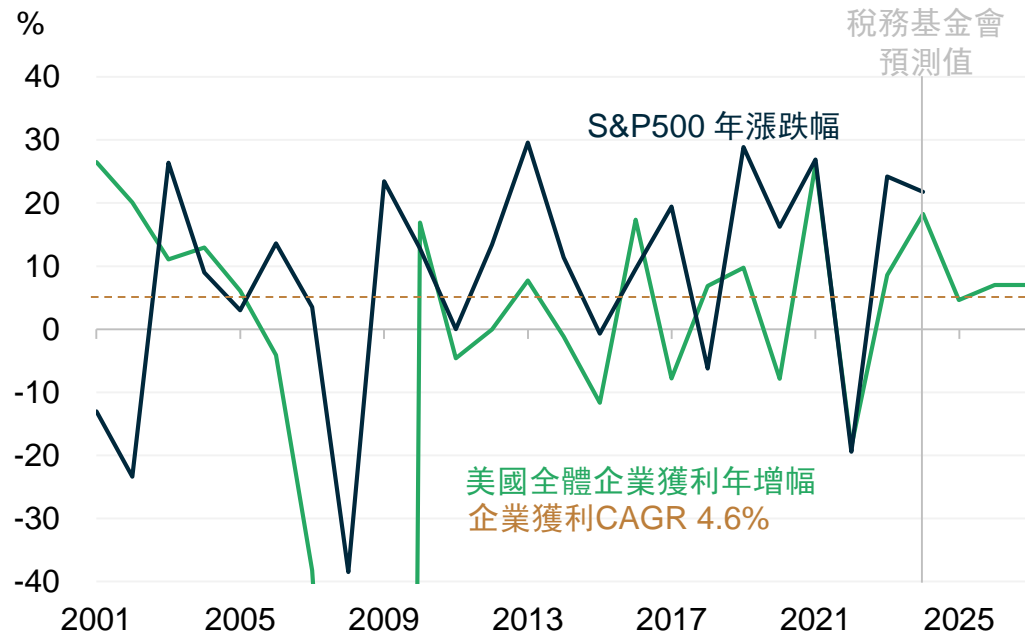
市場展望 | 股市 – 減稅有助提振企業獲利，是美股加分因子，但長期仍取決於景氣與獲利表現

若共和黨完全執政，企業減稅政策將有望登場，其對於企業獲利的提振，將是美股的加分項目。根據美國無黨派稅務基金會估計，若企業稅率降至15%，將於未來十年帶動企業獲利成長6000億美元。由此推估，減稅平均每年貢獻企業獲利成長2.3%，將是美股的有利因子。

另外，川普/共和黨之執政理念，包含放鬆金融監管、支持化石燃料、擴大國防支出等，亦可望於隨後推進，有利相關族群受惠。與此同時，對中國加徵關稅，恐推升部分消費品售價，農產品則存在中國實施關稅反制的可能性，是相關類股的風險來源。

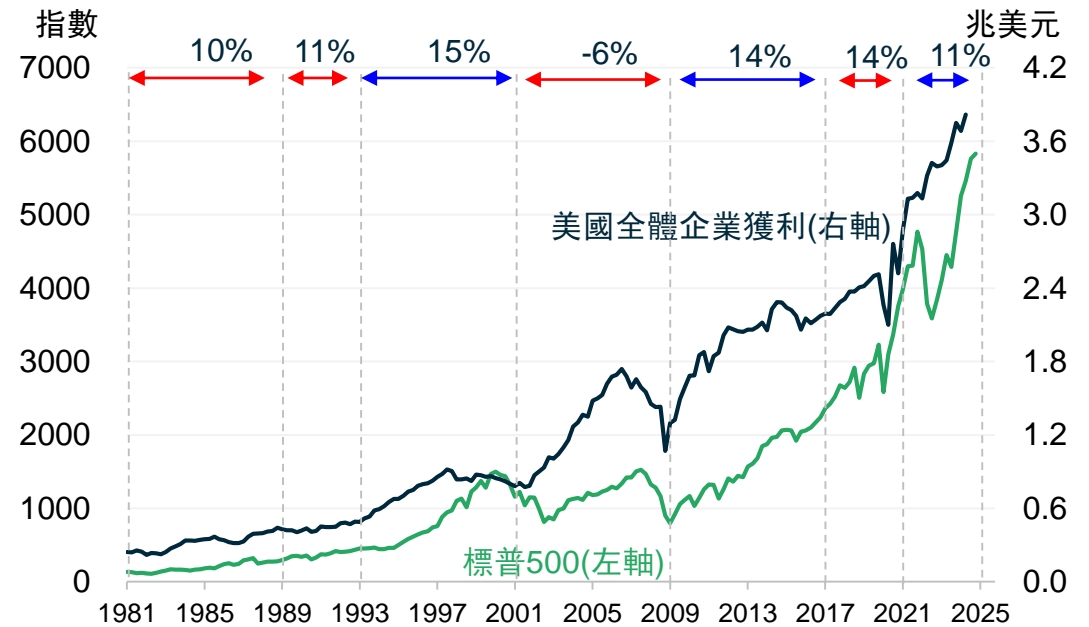
長線而言，減稅與否並非美股走勢的決定性因子，統計1980年至今，各總統任期內，標普500年化報酬率差異不大。景氣強弱與企業獲利增速，實為牽引美股的關鍵，意味著選後焦點應重回美國經濟基本面與企業獲利之動向。

企業減稅有助提振獲利動能，有望高於過去20年水平



註：企業獲利預測採長期CAGR與稅務基金會估計值之合。2001年至今兩者相關係數為0.7。
資料來源：Bloomberg、Tax Foundation。

美國經濟逐年成長，是支撐美股上漲的關鍵



註：1981年起至今兩者相關係數為0.94。藍、紅色箭頭表民主、共和黨總統執政期間。箭頭上方數字為該總統任期間標普500指數年化報酬率。
資料來源：Bloomberg。

揭露事項與免責聲明

本報告為國泰世華銀行（下稱“本公司”）提供理財客戶及媒體記者之參考資料，並非針對特定客戶所作的投資建議，且在本報告撰寫過程中，並未考量讀者個別的財務狀況與需求，故本報告所提供的資訊無法適用於所有讀者。

本報告係根據本公司所取得的資訊加以彙集及研究分析，本公司並不保證各項資訊之完整性及正確性。本報告中所提出之意見係為本報告出版當時的意見，邇後相關資訊或意見若有變更，本公司將不會另行通知。本公司亦無義務持續更新本報告之內容或追蹤研究本報告所涵蓋之主題。本報告中提及的標的價格、價值及收益隨時可能因各種本公司無法控制之政治、經濟、市場等因素而產生變化。本報告中之各項預測，均係基於對目前所得資訊作合理假設下所完成，所以並不必然實現。本報告不得視為買賣有價證券或其他金融商品的要約或要約之引誘。

國泰金融集團（下稱“本集團”）所屬各公司可能個別基於特定目的且針對特定人士出具研究報告、提供口頭或書面的市場看法或投資建議（下稱“提供資訊”），鑑於提供資訊之單位、時間、對象及目的不同，本報告與本集團其他單位所提供資訊可能有不一致或相抵觸之情事；本集團所屬公司從事各項金融業務，包括但不限於銀行、保險、證券經紀、承銷、自有資金投資、資產管理、證券投資信託等。本集團各公司對於本報告所涵蓋之標的可能有投資或其他業務往來關係，各公司從事交易之方向亦可能與本報告不一致，讀者應審慎評估自身投資風險，自行決定投資方針，不應以前述不一致或相抵觸為由，主張本公司或本集團其他成員有侵害讀者權益之情事。

2012年7月27日 金管證投字第1010033031號函
台北市松仁路7號B1 TEL: +886 8722-6666