

特朗普当选，美国主权风险不确定性总体上升，但经济增长可能加速

分析师

胡前方

邮箱：huqf@unitedratings.com.cn

王倩

邮箱：wangqian@unitedratings.com.cn

丁翔

邮箱：dingx@unitedratings.com.cn

电话：+861085172818

传真：+861085171273

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号

PICC大厦12层

网址：www.unitedratings.com.cn

发布时间

2016年11月18日

主要观点

- 特朗普当选不会对美国固有政治体制造成重大冲击，但大选加深的社会分裂如果不能尽快弥合，整个社会的稳定性有可能出现下降的趋势。
- 特朗普逆全球化的贸易政策和相对孤立和收缩阵线的外交政策及民粹主义倾向，在一定程度上影响到美国的整体地缘政治环境。
- 特朗普提出的财政政策将会加剧当前的美国政府赤字水平，推高政府负债率，政府税收面临大幅缩减，政府财政赤字压力呈现上升趋势。
- 特朗普的贸易保护主义主张一方面可能有利于国内制造业的增长，但另一方面，如果遭到贸易伙伴的报复，也会使得美国经济增长前景蒙上阴影，并且打乱全球经济缓慢恢复的步伐。
- 特朗普的减税和基建计划如果得以顺利实施，可能会比较有力地推升美国的经济增速，但其主张的移民和贸易政策又可能在较低程度上抑制经济的增长。
- 虽然美国主权风险不确定性有所上升，但总体上不足以触动美国主权级别和展望的调整。

概述

在2016年11月8日举行的美国大选中，共和党总统候选人地产商人唐纳德·特朗普战胜了民主党总统候选人前国务卿希拉里·克林顿，成功当选第58届美国总统。时隔8年之后，共和党再度入主白宫。

因为此前美国国内各类民意调查和专业性分析普遍预测希拉里将在大选中获胜，特朗普的当选被视为今年国际政坛继英国脱欧后的又一起黑天鹅事件，故他的当选短时间内引起了国际金融市场的大幅度震荡，美国主权风险的走势也因此受到了全球的格外关注。

联合评级认为，特朗普的当选在很大程度上反应了相当一部分选民对于民主党当政8年来一系列政策以及希拉里竞选主张的不满，包括对于奥巴马的医保政策给大部分中产阶级增加了不小的负担、宽松的移民政策减少了部分本土公民的工作机会、开放的贸易政策打击了美国本土的制造业、希拉里主张的增税计划直接威胁到中上层收入者的经济利益等等。而特朗普正是洞察到美国社会这部分选民的不满情绪，提出了针对性的主张，因此获得了大选的胜利。

联合评级认为特朗普的当选总体上推升了美国主权风险不确定性，但不足以促动美国主权级别和展望的调整。联合评级同时认为，如果特朗普的减税政策和基建计划得以顺利实施，可能会在一定程度上促进美国的国内经济增长。因此，联合评级将密切关注特朗普上台后各项政策主张的推进力度，及时进行主权风险级别和展望的调整。

政治趋势

美国民主体制发达，体制灵活性和适应性高，预计特朗普当选不会对美国固有的政治体制造成冲击。

美国民主体制发达，长期以来已形成了稳固的政治体系及两党政治传统，具有较强的灵活性和适应性，公民政治参与渠道较为通畅，使美国民主的规范性程度高，对促进美国经济的长期相对稳定具有基础性作用。虽然政治走向也受多种利益集团博弈的影响，但美国两大政党的政治观点主线相对清晰，政治体制与经济发展适应度高。此次缺乏公职经验的特朗普战胜专业的政治精英希拉里虽然出乎部分人意料，但预计不会对美国固有的政治体制造成冲击。

特朗普在立法、司法、行政方面均占据较大的政策优势，虽然共和党内仍存在分歧，但政策推行的阻力相较两党制衡要小，其实际作为的不可预测性加大。

特朗普当选美国总统后，国会参、众两院也随之洗牌。目前，共和党在两院均占有多数席位。而历史上美国一府两院极大多数是由两党制衡的，鲜有权力如此集中到一党过。目前看来，特朗普任命一位保守派法官的阻力较小。因此特朗普在立法、司法及行政方面均建立了较大的政策优势。虽然特朗普和共和党内精英建制派利益不完全一致，党内存在一定分歧，未来预计推行政策会遇到阻力，但与两党制衡终究不同，从这一点来看，他实际的作为不可预测性加大，政策的稳定性面临较大不确定性。当然，其竞选言论有可能只是手段，具体执政还需在“基本法”的框架下，在各方利益中寻得平衡。

特朗普缺乏从政经验，政策团队鲜有历任总统的知名经济学教授和业内专家，其所推出的政策效果如何仍待观察。

从治理水平看，作为政治局外人的特朗普缺乏从政公职经验，其政策智囊团也一反此前历任总统业内资深经济学教授、业内专家的构成，取而代之的是以保守派华尔街金融巨头及出资人为主。在此背景下出台的政策效果如何仍需进一步观察。

特朗普当选后，美国国内各地爆发了抗议活动，社会阶层分裂凸显，中期内特朗普将面临重塑社会秩序，凝聚民众对国家的认同感等问题。

特朗普虽赢得了多数选举人票，但在普选中以47.5%不及希拉里47.7%，其当选后，美国东西海岸均有民众不满大选结果，上街示威游行，以不承认特朗普当选总统为由在东西海岸各城市主流媒体组织“全美反特朗普游行”，出现打砸、袭警、烧车、烧公共设施、堵塞交通要道等行为，示威暴乱的人群中包括极端派希拉里支持者、非法移民、白左学生，还有少数穆斯林等群体。预计未来数月，至17年1月20日特朗普的就职典礼前，此类抗议活动仍会在美国各地零星爆发。抗议行为反映出美国社会由此次大选造成的分裂伤口短时间内难以愈合，中期内“自由”与“保守”之争可能远比以往激烈，特朗普将面临重塑社会秩序，凝聚民众对国家的认同感等迫切问题。

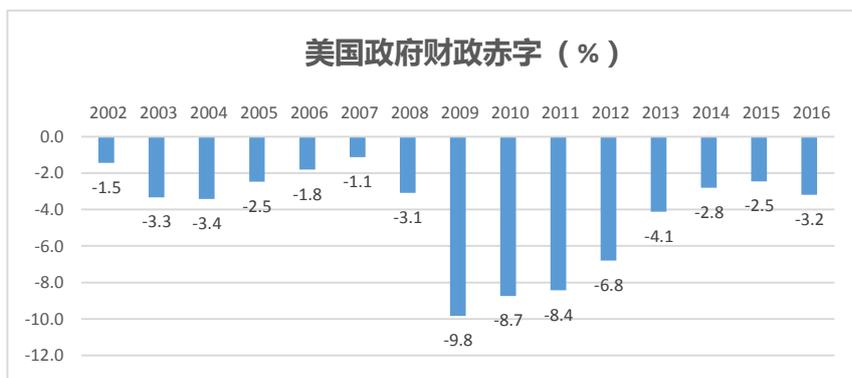
特朗普逆全球化政策主张有可能令地区不稳定因素凸显，造成地区安全秩序失衡。

当前各国政治经济联系加强，在这样的前提下，特朗普逆全球化的贸易政策和相对孤立和收缩阵线的外交政策及民粹主义倾向，一旦外化为政策付诸实施，有可能令地区不稳定因素凸显，放任地缘风险滋长，造成地区安全秩序失衡，在一定程度上影响到美国的整体地缘政治环境。

财政和货币政策

特朗普提出的财政政策将会加剧当前的美国政府赤字水平，推高政府负债率，政府税收面临大幅缩减，政府财政赤字压力呈现上升趋势。

特朗普的财政政策中主要包含两个部分。一是主张缩减政府部门开支，同时加强基础设施建设投入。该政策细节在他的竞选网站中并未做详细介绍，只是承诺将桥路建设作为基建投入的内容之一，该政策的有效性和可执行性仍有待观察。二是提出对个人和企业大幅减少所得税。这一减税计划在其竞选网站中做了详细介绍，预计特朗普对减税政策的执行具备一定的热情和信心。减税政策可能增加个人消费和企业利润，但更明显的是减少政府财政收入。高收入人群从特朗普减税计划中收益更大，政府个人所得税收入将明显减少。企业税率从 35% 降低至 15%，意味着美国企业进入低税率时代。保守测算，特朗普的减税政策将使联邦政府 2016 年税收收入减少 4350 亿美元，约占美国 2015 年财政收入的 20%。当前美国的税制改革的任务不仅是改善政府公共财政状况，同时也要兼顾经济整体的复苏增长。面对如此大的财政收入缩减，我们预计特朗普只能部分实现该减税计划。



数据来源：联合评级主权数据库，2016 年为预测数据

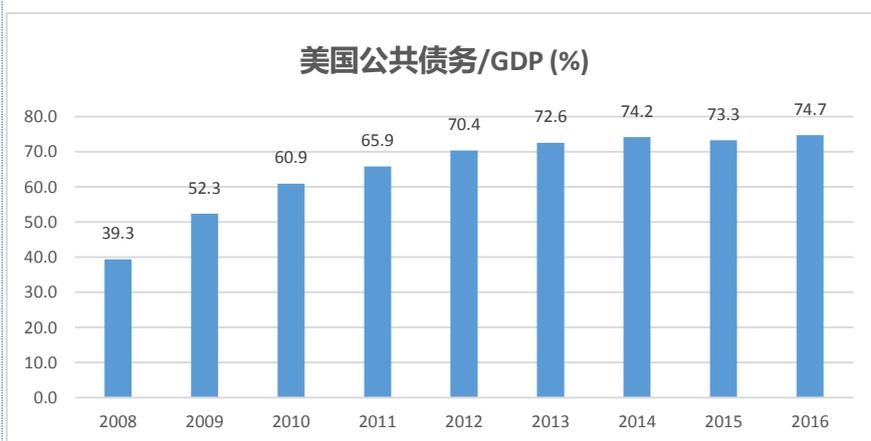
政府债务上限上调可能性增大，警惕政策性违约风险。

美国财政已经连续 15 年赤字，2015 年联邦政府赤字率为 2.5%，预计 2016 年政府赤字将扩大至 3.2%。如果政府赤字水平将被进一步推高，联邦政府极有可能再次上调债务上限，需警惕政策性违约风险。在特朗普财政政策的刺激下，政府财政收入减少，基建投入将扩大政府支出，财政赤字局面不会改变，美国财政状况依然面临较为严峻的形势。

低利率货币政策可能继续维持，预期美联储加息进程加快但力度或减弱。

特朗普表达了对低利率的支持态度。特朗普批评现任美联储主席耶伦加息进程效率缓慢，有可能加快加息进程，但鉴于现阶段美国货币市场的稳定性考虑，加息力度预计不会太强。自 2008 年金融危机之后，美国政府债务水平大幅增长，2015 年达到 73.3%，预计 2016 年将继续增长趋势，达到 74.7% 左右。低利率货币政策虽然会带来资产价格泡沫和股市的虚假繁荣，但在政府财政收入减少的情况下，通过低利率来获得更便宜的债务，可以在一定程度上缓解目前美国政府的高负债负担，为基建投资解决融资成本问题，利于长期融资。长期来看，低利率货币政策客

观上也有利于维护美国金融体系稳定。

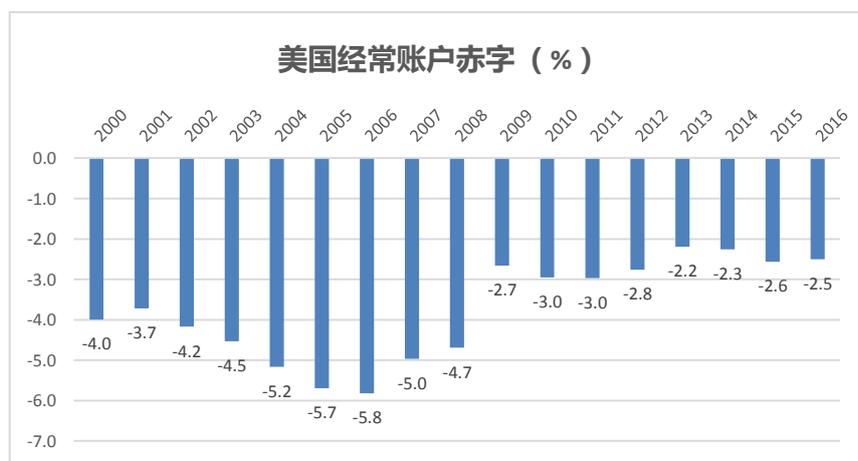


数据来源：联合评级主权数据库，2016年为预测数据

对外贸易

特朗普逆全球化的贸易政策将使得美国经济增长前景蒙上阴影，并且全球经济缓慢复苏的步骤也将被打乱。

贸易保护主义势力抬头，短期内美国贸易逆差有望收缩，但长期来看将制约美国经济增长。特朗普是强硬的贸易保护主义者，反对贸易自由，他主张退出跨太平洋伙伴关系协议（Trans-Pacific Partnership Agreement, TPP），质疑北美自由贸易协议（North American Free Trade Agreement, NAFTA），这两个协议是全球自由贸易的重要内容。美国经常项目账户也已经连续16年赤字，2015年国际收支赤字率为2.60%，贸易保护主义势力抬头，预计2016年小幅收缩至2.5%。需要看到的是，贸易保护主义可能在短期内缓解美国贸易赤字水平，为扩大财政支出背书；但长期来看，贸易保护主义最终必将导致全球贸易额的减少，美国作为全球贸易的重要参与者，甚至多年占据世界贸易份额的领先地位，贸易保护主义对其自身的损害不可忽视，长期看，可能压制美国的经济表现，制约美国经济增长。



数据来源：联合评级主权数据库，2016年为预测数据

中国和墨西哥将成为美国贸易保护主义政策下制裁的主要目标，贸易制裁对墨西哥比对中国带来的负面影响更大。

对中国和墨西哥征收关税是特朗普贸易政策中的重要内容。他认为在与这些国家的贸易中，美国受到了不公平的逆差。根据 2015 年的贸易数据来看，墨西哥是美国第二大贸易出口国和第三大贸易进口国，贸易份额分别为美国总贸易额的 15.7% 和 13.1%；中国是美国第三大贸易出口国和第一大贸易进口国，贸易份额分别为 7.7% 和 21.4%，同时美国是墨西哥的第一大出口国和进口国，贸易份额分别为 81.1% 和 52%，是中国的第一大出口国和第二大进口国，贸易份额分别为 18.1% 和 8.5%。双边贸易数据显示出墨西哥对美国市场的高度依赖，以及中美双方高度相互依赖的局面。美国的贸易制裁对墨西哥比对中国带来的负面影响更大。同时，反制裁也会使美国自身的贸易市场受到负面影响，这种影响将使美国经济增长恢复面临更多的阻碍。

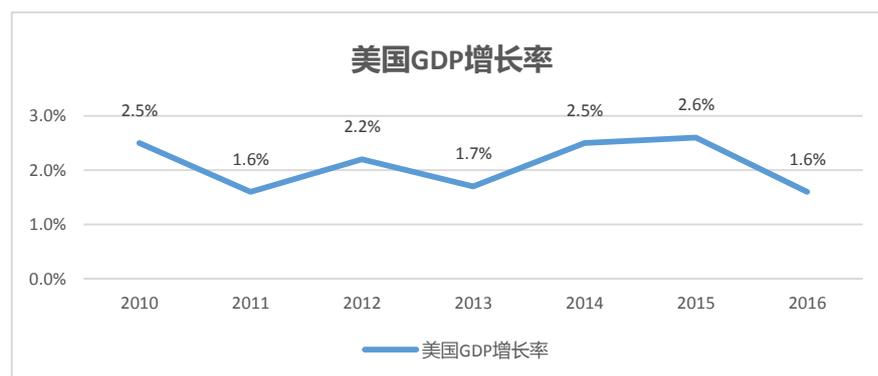
对华态度强硬，中美贸易战的可能性存在，将对全球经济增长产生负面影响。在特朗普竞选网站的七大的贸易政策主张中，有三条是针对中国，分别是：（1）将中国列为汇率操纵国；（2）严厉纠察中国在对外贸易中违反 WTO 协议不公平补贴的行为；（3）利用一切合法的总统权力纠正中国的一切非法活动，包括提高关税、启动 1974 年贸易法第 201 条和 301 条，以及 1962 年贸易拓展法的第 232 条。当前全球经济处于缓慢复苏阶段，中国和美国是全球第一和第二大经济体，当前中美两国都面临经济增速的压力，特朗普如果在此时发动一场对华贸易战，将毁灭当前的经济缓慢复苏的成果，并有可能将全球贸易带入贸易保护主义的深渊。

宏观经济

经济增长

短期内，特朗普的当选对美国经济增速的影响不会非常明显。

自 2008 年次贷危机以后，美国经济基本上维持了大约 2% 的同比增长率，我们认为在劳动生产率大幅度突破的情况下，2% 可视为现阶段美国经济的潜在增长率。



数据来源：联合评级主权数据库，2016 年为预测数据

特朗普当选短期内对美国经济影响不大的主要原因在于美国经济补库存和缓慢复苏的态势短期不至于变化。目前，美国经济依然比较强劲，消费和就业数据平稳；制造业订单震荡上行，且库存依然偏低。即使在共和党控制参众两院的情况下，特朗普能够在当选后全力推行他的各项主张，但在现今美国的政治框架下，游说和博弈依然需要耗费不短的时间。因此，我们维持今年美国 GDP 增长 1.6% 和 2017 年 GDP 增长 2.3% 的预测。

中长期内，特朗普当选大幅度地增加了美国未来经济成长的不确定性，但对主权风险的影响程度取决于其竞选纲领在多大程度上得以贯彻。

中长期内，特朗普的各项竞选主张对于经济发展既存在正面的促进因素，也存在负面的抑制因素。特朗普提出的未来几年基建投资 5500 亿美元的计划，如果得以实现，或将在中长期内对美国经济起到积极的推动作用。而他提出的个人和企业的减税计划，如果实施也将刺激美国国内消费和投资水平，有利于拉动经济的增长。

但另一方面，特朗普的移民和对外贸易主张则会对经济增长起到负面作用。驱逐移民和限制新移民的政策会导致消费增长速度的下降，同时会使已经基本充分就业的劳动力市场趋向紧张，进而制约美国经济的增长。特朗普在竞选中对中国和墨西哥的贸易的出口优势表达了强烈的不满，声称要对来自两国的进口商品征收 45% 和 35% 的进口关税。在其执政期间，对墨西哥和中国的贸易制裁和两国对美贸易反制裁的可能性存在。如果贸易战争爆发，那么来自对象国的报复措施无疑也会重创美国的出口贸易，给美国经济增长蒙上阴影。由此判断，特朗普当选对于美国经济中长期影响的关键在于他的竞选纲领在执政过程中能够在多大程度上得以实施。总体而言，我们认为，就对于美国经济增长的影响力度而言，其促进美国经济增长相关主张较之抑制经济增长的相关主张更大，因此特朗普当选可能会提升美国经济增长的速度，但其政策推动的不确定性也导致了美国未来经济成长不确定性上升。

通货膨胀

特朗普的当选使得美国通货膨胀率上升的趋势加速，这在一定程度上也会对美国经济增长起到抑制作用。

随着国际大宗商品和油价的企稳和小幅反弹，美国的通货膨胀率已经呈现出上升趋势。其核心通货膨胀率已经稳定在 2% 以上，而美联储重点观察的 PCE 指标也在迅速接近 2%。而特朗普提出的扩张性财政政策和大额度减税计划，即使只能部分实施都可能加快通货膨胀率的上升速度。因此美联储在未来持续加息的可能性大幅度增加，这又会反过来在一定程度上对美国经济的成长起到抑制作用。

就业

虽然特朗普当选对就业率的影响不大，但可能引起低端就业人口结构的变化，且可能在一定程度上提高劳动参与率。

考虑到美国劳动力市场目前已经接近充分就业状态，特朗普拟推出的扩张性财政政策对就业率本身产生影响的可能性不大，但因为移民政策中更为严厉的财务要求，工资总体水平上涨的可能性增加，且在低端就业人口中，非移民的就业人口比例可能上升。

虽然美国的就业率已经接近充分就业水平，但劳动参与率的数据并不乐观，且从金融危机后一直呈持续下降趋势，这固然有人口老龄化的因素，但很大程度上也是因为不少失业者因技能和工资水平等因素放弃了就业努力。而特朗普的扩张性财政政策和更严格的移民政策都可能给本土劳动力提供更多的机会，因此有可能小幅度提高美国的劳动参与率。

展望

联合评级认为，特朗普上台后，即使能在参众两院的支持下全力推进他的各项政治主张，但美国现有的政治框架还会令其耗费不菲的时间完成游说和博弈，因此短期内难以导致美国的政治和经济形势发生重大的变化，因此我们暂对未来 1-2 年美国本、外币主权信用评级展望均维持稳定。

美国主权信用等级

长期本币信用等级：**AAA_f**

长期外币信用等级：**AAA_f**

评级展望：稳定

美国主权评级关键数据

	2011	2012	2013	2014	2015	2016 ^f
名义 GDP (10 亿美元)	15518	16155	16692	17393	18037	18568
人均 GDP (美元, PPP)	49802	51458	52762	54553	56129	57330
GDP 实际增长率 (%)	1.6	2.2	1.7	2.5	2.6	1.6
通货膨胀率 (%)	3.1	2.1	1.5	1.6	0.1	1.1
信贷总量/GDP (%)	227.2	232.5	241.7	244.9	253.3	255.1
国内信贷增长率 (%)	6.2	3.1	8.7	5.8	3.0	5.6
M2 增长率 (%)	7.3	8.6	6.7	6.2	5.9	6.6
各级政府财政平衡/GDP (%)	-8.4	-6.8	-4.1	-2.8	-2.5	-3.2
各级政府初级财政平衡/GDP (%)	-6.9	-5.4	-2.8	-1.5	-1.2	-1.6
各级政府总债务/GDP (%)	65.9	70.4	72.6	74.2	73.3	74.7
经常项目余额/GDP (%)	-3.0	-2.8	-2.2	-2.3	-2.6	-2.5

数据来源：联合评级主权数据库，f 表示预测数据