



宏观经济点评报告

宏观经济点评
证券研究报告

宏观经济组

分析师：宋雪涛（执业 S1130525030001）

songxuetao@gjzq.com.cn

DOGE 如何改造美国？

基本内容

美国正在发生的现代化改革让我们见证历史，也成为历史的一部分。

但自上而下的改革难度较大，美国政治和权力的高度集中又扼杀了自下而上的改革活力。尽管特朗普当选至今的行为贯彻着“天变不足畏，祖宗不足法，人言不足恤”；但被抑制的改革活力意味着马斯克的“变法”和特朗普的改革似乎带有更多的悲剧性成分。

软数据的走弱或已经开始反映出特朗普对美国经济的负面影响，改革的阵痛和混乱先于繁荣到来，形成了一个人为的“小型衰退预期”；叙事从此前的“美国例外论”走向了“氛围衰退”。但特朗普的一系列政策和预期传导仍需要时间，可能要到二季度才能看到更明显的经济变化。

风险提示

1) “特马改革”的进程推进节奏 2) 关税对物价超预期传导，影响联储货币政策节奏 3) 欧洲财政刺激落地的时点和非美货币过度升值风险



美国改革的历史必然性

美国正在发生的现代化改革让我们见证历史，也成为历史的一部分。

从趋势来看，改革具有历史必然性。从方法来看，自上而下的改革往往缺乏灵活性，导致效果不尽人意；而成功的改革更多是自下而上进行不断的修正。威廉·佩恩早在 1682 年开拓宾夕法尼亚州时就曾写过：是政府依赖人民，而非人民依赖政府（Wherefore governments rather depend upon men than men upon governments）。

人们都认识到问题的必然性和重要性，愿意牺牲短期利益，承担短期的阵痛，以追求长期的确定性：分配的确定性，增长的确定性，以及制度的“再公平”。这样改革才能从量变走向质变，出现相变和涌现。

自上而下的改革难度较大，美国政治和权力的高度集中又扼杀了自下而上的改革活力。尽管特朗普当选至今的行为贯彻着“天变不足畏，祖宗不足法，人言不足恤”；但被抑制的改革活力意味着马斯克的“变法”和特朗普的改革似乎带有更多的悲剧性成分。

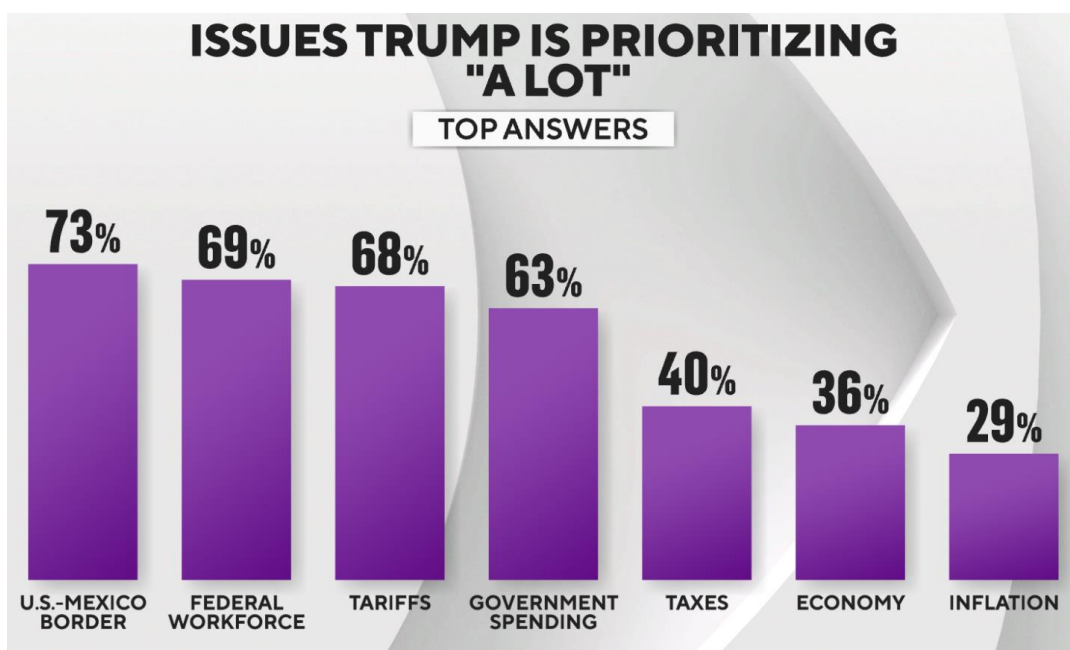
同时还有相对叙事的转变：过去，AI 领域一直是美国领先，而如今中国正在加速追赶。

去年中国有三中全会强化改革决心，今年美国有马斯克“变法”开启改革进程；中美之间移形换影，2025 年注定充满波折。马斯克率领的 DOGE 的目标是在 2026 年 7 月，即美国建国 250 周年，完成 1 万亿减支的使命；同时也是为了 2026 年的中期选举造势。

只有在改革卓有成效时，选民才会买单，从而让特朗普在中期选举后不至于跛脚，也能够助力共和党在 2028 年的总统选举中得以继续执政。

而最新的民调以及全美多地爆发的反马斯克游行也反映出，美国民众对于“特马改革”已经有了“较为明显”的体感；从这个角度也再次印证，特朗普的改革并非浅尝辄止。

图表 1：美国民众对于特朗普的政策感知集中在 DOGE 改革和关税方面



来源：CBS News，国金证券研究所

对外战略收缩与重回小政府倾向

DOGE 第一步是清理政府部门，以削减官僚体系，其中 USAID 和 DEI 等左派意识形态相关支出和部门首当其冲。特朗普将华盛顿的深层官僚体系视为一个整体，甚至可以将其与华盛顿画等号。

马斯克认为只有“斩草除根”，才能防止问题复发。如果只是裁员，四年后他们又会被重新雇用，因此必须从根本上解决问题，即关闭冗余的联邦机构。

优先关闭 USAID 也体现了特朗普政府和马斯克对美国的自我认知——美国今天的国力、财政实力和美元的底层信用已无法再支撑像过去一样通过意识形态扩张来实现全球化控制，需要收缩不必要的对外开支，减少可能超出国力的资金投入。

关闭 USAID 体现三个反对，反对左派意识形态，反对财政无序扩张，反对全球化秩序；先巩固自身实力，至于其他国家或地区的问题，选择暂时搁置。这反映了特朗普政府在第二任期的战略收缩、孤立主义，以及以“北美新大陆”为

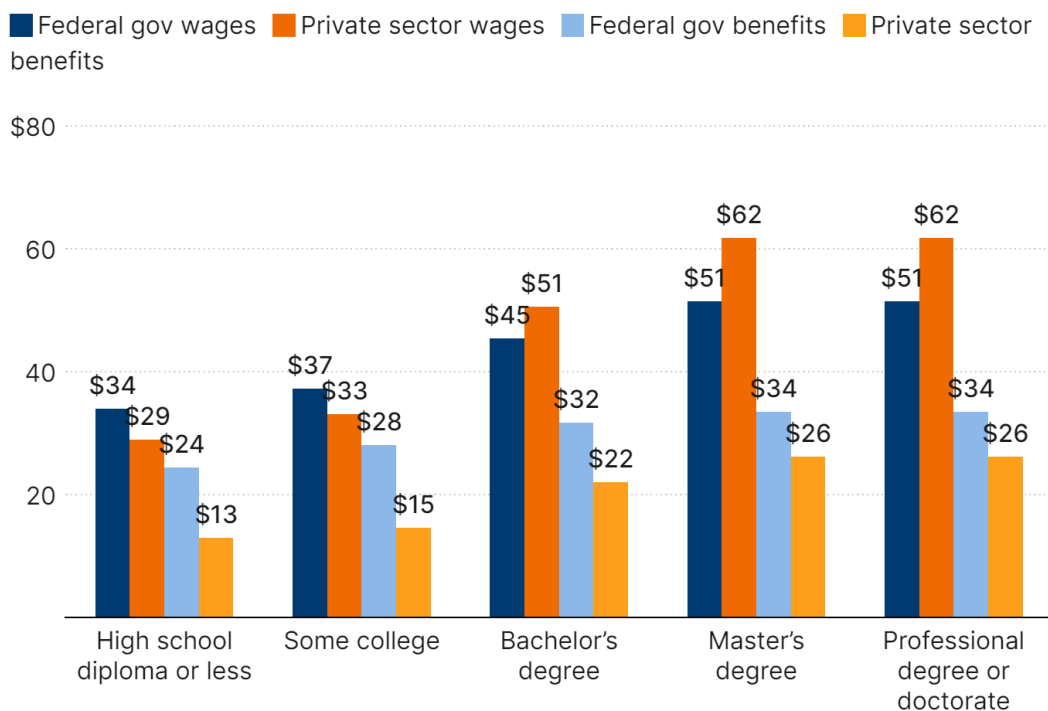


中心的帝国主义自我意识。

特朗普与泽连斯基在白宫的争吵固然有一定的戏剧性因素，但其根本还是在特朗普 2.0 时代，美国愿意提供的与其盟友期待获得的之间，存在巨大的不平等。这次争吵只是美国战略收缩的一个微小具象，还会随着更多的国家意识到这一点而放大，对“美国例外论”和“唯一超级大国论”产生更多的质疑。

特朗普如何在“新帝国主义意识”形成的过程中保留盟友的信任成为挑战。

图表 2：技能越低，联邦公务员相对公司更高，也意味着效率更低



来源：Brookings，国金证券研究所

与对外战略收缩相协同的是对内的效率优先和支出削减，有两种需要重点处理的支出类型。

第一类是低效支出。这类支出的资金使用未能产生显著效果，主要体现在军费和公共服务领域。例如，修建道路和桥梁的项目往往耗时过长，导致预算不断超支。

第二类是无效支出，在特朗普眼里，这类支出数量众多，尤其是那些与意识形态相关的项目。从马斯克和特朗普的“美国优先”视角来看，这些支出被视为无效，甚至包括与腐败相关的负效支出。

联邦裁员的三步走

马斯克的自传中，详细介绍了收购推特以后裁员的三个步骤，这对他接下来的 DOGE 裁员计划具有参考意义。第一步是自愿离开买断，第二步是根据第一性原理裁掉不需要的冗员，第三步是检验编程水平裁掉能力不够的工程师。

而当下的联邦机构裁员进程也在做着类似的映射。

第一轮联邦政府瘦身的“买断计划”（Deferred Resignation Program）已经结束：员工可以申请带薪休假，期间工资照发，在 2025 年 9 月 30 后自动离职，而这些员工当下依然算做就业。

根据 DOGE 的统计，共计大约有 7.7 万人同意了这一计划，占联邦公务员人数的约 3.8%。虽然低于白宫此前预期的 5%-10% 的目标，但也足以清晰地传达出“DOGE is not a doge”的信号。

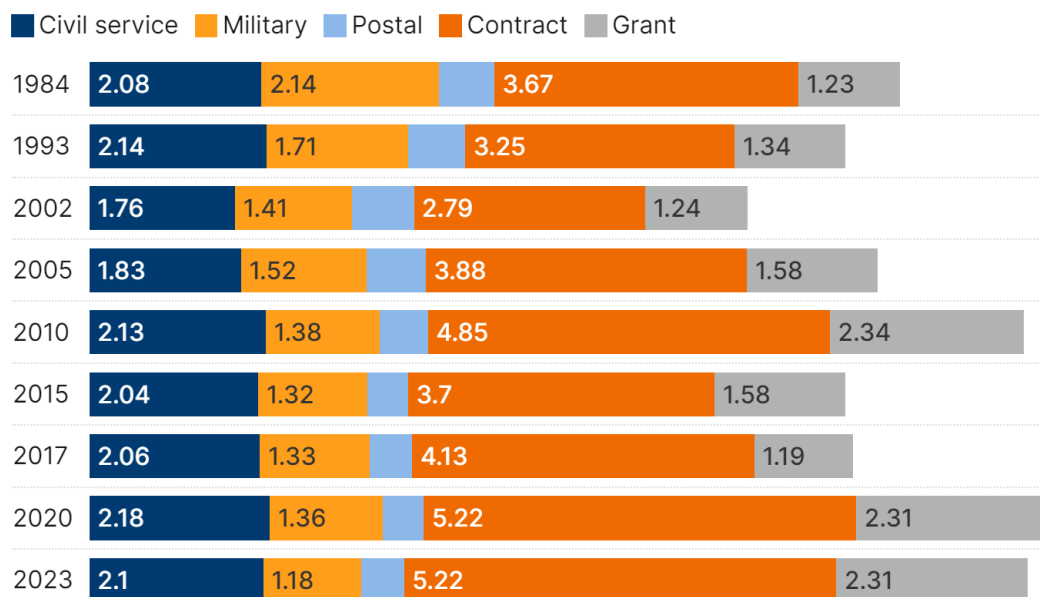
第二步的冗余裁员则对应着特朗普正在推进的新一轮大规模裁员计划。

包括在各机构在 3 月 13 日之前提交裁员（减少职位）计划，更详细的计划提交截止日期为 4 月 14 日，届时各机构将概述他们将如何整合管理、提高效率，并可能将办事处搬迁到美国成本低于华盛顿的地区。而各机构的实施截止日期为 9 月 30 日，这也体现出特朗普的雷厉风行。

AI 提高政府效率的作用在 DOGE 接入财政部的支付系统查看支出是否合理时得到充分体现。而改革的阻力也在此显现：不同地区的联邦法官秉持着不同的价值观做出了不同的许可决定。特朗普的行政令对联邦机构是强制的，而马斯克的执行层面遭遇更大的困难，这将会有更多的故事。



图表 3：庞大的联邦“编外”人员将放大潜在波动



来源：Brookings，国金证券研究所

全面而广泛的目标

“特马组合”的目标非常清晰，全方位的政府改革，包括裁员、减支等手段，扩展之前提到不会动的领域，例如国防支出、医保支出、社保支出，以及合法移民的福利。

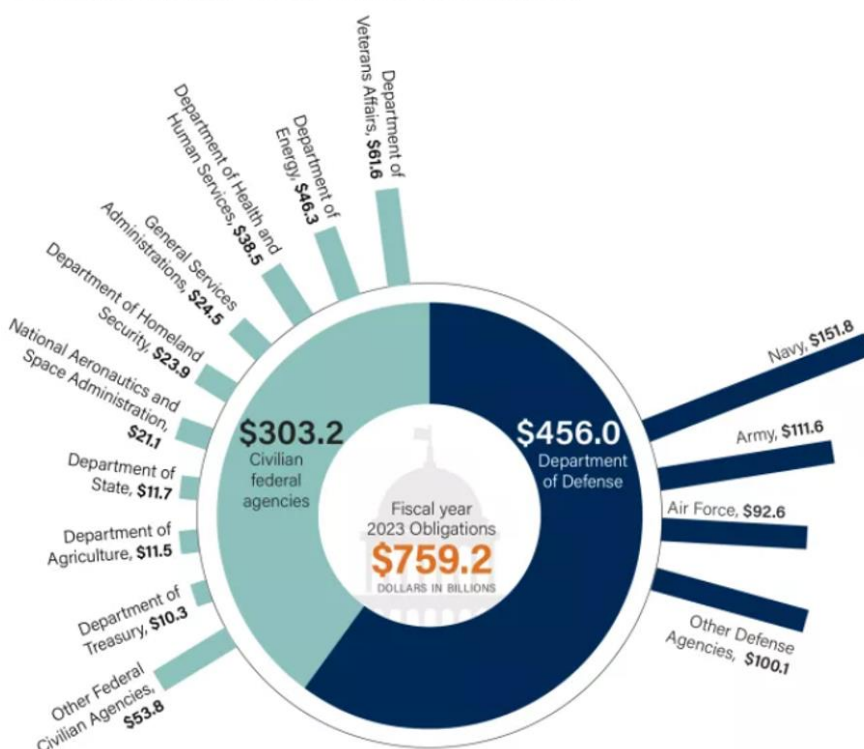
去年年底，许多人研究了美国财政削减的可能性，但结论普遍悲观，认为不会动医保、社保和军费，可以削减的空间有限，最多只能削减一两千亿元，因此结论是马斯克改革对美国经济影响不大。

这类研究显然低估了“特马组合”的决心和动力，实际上，军队、医疗、教育、社保、福利，没有不能动的蛋糕。联邦政府 2023 财年采购了约 7500 亿美元的国防商品和服务，其中五角大楼占了近 60%，约 4500 亿美元。然而，五角大楼的审计从未被通过，成本超支、管理不善的问题很常见。



图表 4：近 4500 亿美元国防采购面临审计

WHICH AGENCIES WERE RESPONSIBLE FOR THE MOST CONTRACT DOLLARS?



来源：GAO，国金证券研究所

医疗领域同样存在改革空间。医保是最大的减支项之一，比如废除拜登 2021 年制定的 ACA 医疗补助扩大法案。

社保和福利支出也存在改革空间，社保的食品券计划（SNAP）可以进行调整。拜登上任后，食品券福利大幅上升，每人每天从 4.8 美元增加到 6.2 美元。如果对食品券的使用范围进行限制，例如禁止购买垃圾食品，可以大幅削减支出。合法移民的福利也可能被削减，减少联邦补助和税收减免。

特朗普和马斯克的改革决心不容小觑，他们已经做好了面对阻力和风险的准备。

“特马改革”的混乱正逐步显现

过去三周，美国经济数据引发了广泛讨论。软数据的走弱或已经开始反映出特朗普对美国经济的负面影响，改革的阵痛和混乱先于繁荣到来，形成了一个人造的“小型衰退预期”；叙事从此前的“美国例外论”走向了“氛围衰退”。

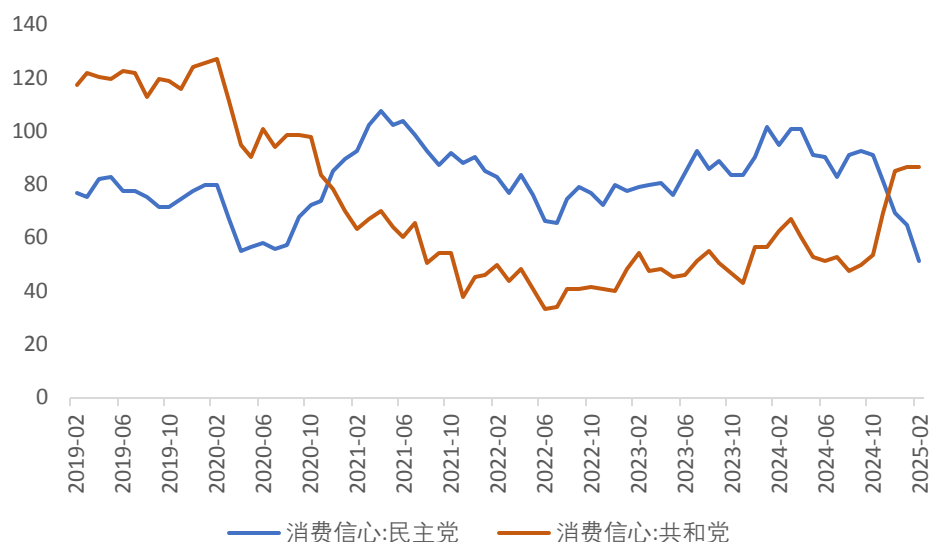
但特朗普的一系列政策和预期传导仍需要时间，可能要到二季度才能看到更明显的经济变化。非农就业可能恶化而失业率可能上升，财政的收缩预期又可能会对美国经济造成重大冲击。

同时，美国经济感知的差异在党派间的分歧尤为明显，背后是对特朗普的信任问题：共和党认为特朗普是天选之人，而民主党认为他是混乱之源，且这种认知有进一步扩大化，极端化的趋势。

当前已经持续推进的政府裁员难以迅速被私营部门就业对冲，官僚体系使得从政府到企业的转换变得困难。随着时间的推移，“寒蝉效应”或将从公务员系统内蔓延到更多领域，向广义公务员系统蔓延，美国庞大的“隐形政府雇员”就业也会受到马斯克审计的冲击。

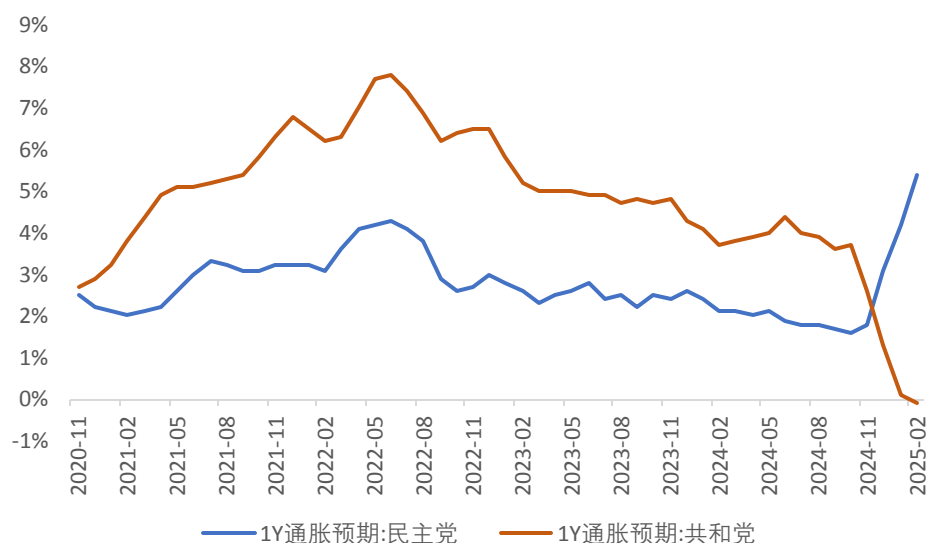


图表 5：美国经济感知的差异在党派这个二元分类中尤为明显



来源：Bloomberg，国金证券研究所

图表 6：党派间差异也体现在通胀预期的明显变化



来源：Bloomberg，国金证券研究所

财政政策对美国的影响也不容忽视。美国经济在很大程度上依赖财政扩张和赤字货币化，而美元的强势则是这种政策的支撑。美元的强势依赖于投资者对美国经济和美股的信心，而美股则是美元根基的重要组成部分。

从短期来看，财政支出增速对经济效果至关重要。然而，长期依赖财政扩张会使经济变得更加脆弱。当前，美国的财政政策调整，包括反腐、审计、削减政府支出、关闭政府部门和裁员，已经引发了一定程度的“寒蝉效应”；预期的变化也会影响实体部门的经济决策。

财政政策和经济数据的不确定性对美股市场构成了双重打击。美股对经济基本面的反映敏感，就业数据、政府支出和经济数据的表现对美股至关重要。当下的美国经济，增长比通胀更重要；“高处不胜寒”的美股也将会受到“增长倒春寒”的挑战。

风险提示

1) “特马改革”的进程推进节奏可能存在与文中分析不一致的变化。马斯克作为“编外”人员参与美国政府改革，主要依靠其与特朗普在价值观上的高度认可。如果在接下来改革过程中马斯克的行为进一步引发更多内阁的不满，特朗



普或为了平息“法律意义下”美国政府成员的情绪，阶段性削减甚至剥夺马斯克的 DOGE 高级顾问权。

2) 特朗普关税政策的不确定性使得在未来可能存在关税落地后对美国物价超预期传导。从可贸易部门通胀出发，向服务业等对美国经济影响更为深远的不可贸易业成本传导，这将影响联储货币政策节奏。

3) 欧洲财政刺激政策落地时点和非美货币过度升值风险。当前美弱非美强的叙事主要驱动是欧洲财政刺激的“预期”，无论是德国的财政刺激还是欧洲的再武装，如何在这股热潮过去后看到真正由财政驱动的基本面转好值得进一步观察。同时如果非美货币进一步升值，可能将引发美国资金流出，将会加剧 DOGE 改革阻力，同时对美股带来更大压力。



特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建国门内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究