

就任满月：特朗普的忧虑

2025 年 02 月 20 日



分析师：陶川

执业证号：S0100524060005

邮箱：taochuan@mszq.com

分析师：裴明楠

执业证号：S0100524080002

邮箱：peimingnan@mszq.com

➤ 回望特朗普 1 月 20 日宣誓就职以来，政策多管齐下，我们化繁为简，从三个问题对其就任首月的表现进行提炼：这一个月，**特朗普做了什么？“变”了什么？后续有什么关注的伏笔？**

➤ **这一个月，特朗普做了什么？**

➤ 截至当地时间 2 月 19 日，特朗普共签署行政令、总统备忘录、总统声明、法案上百项。**分领域看：行政改革的政策最多**，特朗普落实“小政府”理念，打造精简高效团队；**其次是外交政策**；再次是贸易与关税、边境与移民、能源与环境政策。

➤ **行政改革的动作最大**：冻结招聘、落实“政府效率部”劳动力优化计划、结束政府 DEI（多元化、公平性和包容）、命令各机构公开“浪费性支出”等。截至 2 月 18 日被裁员或被迫停工休假的联邦员工约 2 万人。

➤ **外交方面**：积极推进结束俄乌和巴以冲突，虽然达成协议时间仍未知，但至少特朗普在通胀压力下，表现出结束地缘冲突的高度重视。此外，对欧洲的态度从“孤立欧洲”发展至“进一步偏向欧洲极右翼势力”。例如，万斯在上周的慕尼黑安全会议上期间，会见“极右翼”德国选择党（AfD）领导人。

➤ 民调结果显示，美国民众对于特朗普近期移民政策的净支持率相对较高，对整顿和裁减政府机构的净支持率较低（图 3-图 4）。

➤ **这一个月，特朗普“变”了什么？**

➤ **对比其竞选承诺**，特朗普在行政裁员整顿、能源环境、性别认同等方面的立场相对坚定，但在移民和贸易方面，迫于形势变化，立场有所转变。

➤ **治理经济（主要是通胀）的压力更紧迫**。对比 2017 年初，特朗普第二任期面临更严峻的通胀遗留问题，若控制不好，或密切影响总统支持率、甚至影响 2026 年中期选举中共和党的优势。

➤ **“债务上限”的期限靠近**。2 月 12 日众议院共和党提出预算提案文本，建议把债务上限**提高 4 万亿美元**，而后续债务上限的磋商或还需循环反复，问题不解决，意味着控制长期利率的诉求、以及财政部发债受掣肘。

➤ **关税可谓带来最大的市场预期差之一**：竞选时特朗普表示对全球加 10% 关税、对中国加 60%；再看当下，对加墨 25% 关税处于暂停期，对中国生效了 10% 关税，全球钢铁/铝和汽车的关税待生效。

➤ **移民政策也有所让步**：竞选时，承诺驱逐境内所有的非法移民；而当下，主要驱逐有犯罪记录的非法移民、同时严控非法入境。根据美国国土安全部数据，截至 2 月 3 日累计逮捕 8758 非法移民、其中 5693 名已经驱逐出境。

➤ **后续关注：关税政策或只是“阶段性”软化，关键转折点或在 4 月初。**

相关研究

1.国内宏观事件点评：民企座谈会：新义与深意-2025/02/17

2.新质生产力系列（四）：民企座谈会那些重要事-2025/02/16

3.美国政策分析：对等关税的“表”与“里”-2025/02/14

4.美国通胀分析：通胀预警：特朗普关税牌还如何打？-2025/02/13

5.新质生产力系列（三）：一季度拼经济的“科技锚”：2025 vs 2024-2025/02/12

➤ **1) 301 调查的针对性关税或在路上。**目前美国对中国 10%关税是援引 IEEPA（国际紧急经济权力法）进行加征，理由为芬太尼问题；我们认为，若双方就芬太尼等问题达成协议，IEEPA 条款下的关税仍**有望降级**。

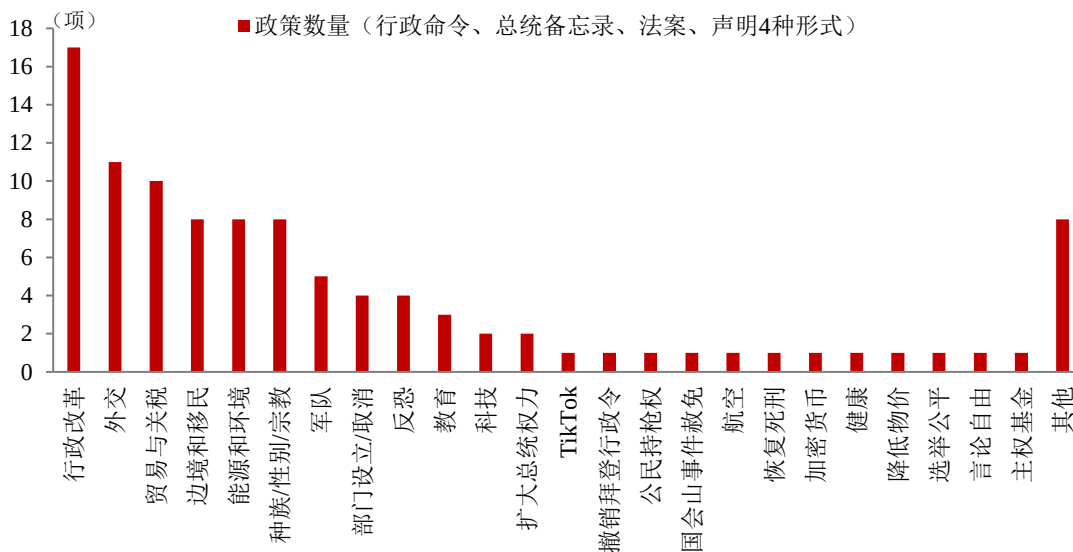
但需注意，特朗普 1 月 20 日签署的《美国贸易优先政策》备忘录要求，对中美经贸关系的审查结果 **4 月 1 日**前提交，而后**基于 301 调查**的针对性关税或落地。

➤ **2) “对等关税”推动全球关税升级。**特朗普 2 月 13 日正式提出“对等关税”，指示 USTR 和商务部展开审查；计划于 **4 月 2 日**前发布结果。

➤ **3) TikTok 禁令延期到期。**特朗普将 TikTok “不卖就禁”延期 75 天；即在 **4 月 4 日**之前，TikTok 问题或将再度成为谈判热点。

➤ **风险提示：**特朗普关税政策超预期，美国经济基本面变化超预期。

图1：特朗普就任一个月，各领域政策的数量（2025.1.20-2025.2.19）



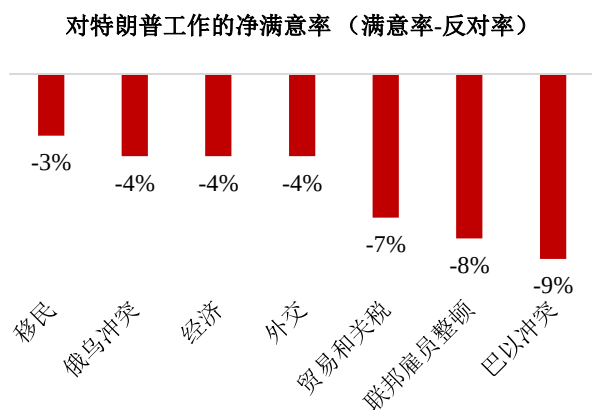
资料来源：白宫，民生证券研究院

图2：特朗普的关税立场：就职前 vs 就职后

就职日之前		就职日之后的1个月内	
2024年美国大选的竞选期间	对全球商品加10%关税。 对中国商品征收60%关税；取消中国PNTR。	审查中	“美国优先贸易政策”总统备忘录（2025/1/20），其中对中美经贸关系的审查结果要求在4月1日前提交。
2024/11/25	将对墨西哥、加拿大的所有产品征收25%关税。		“互惠贸易和关税”的总统备忘录（2025/2/13），预计4月2日前提交关于“对等关税”的审查结果。
2024/11/25	将对来自中国的所有进口商品加征10%的额外关税。	已生效	对所有中国商品将在现有关税基础上加征10%的关税，理由是芬太尼等问题。
2024/12/1	威胁金砖集团：若试图取代美元，将加征100%关税。	待生效	从3月12日起对所有进口至美国的钢铁和铝征25%关税。
2024/12/19	如果欧盟成员国不购买更多的美国石油和天然气，将对欧盟征收关税。		从4月2日起对外国汽车征收25%左右关税。
2025/1/5	否认华盛顿邮报的报道，称“关税政策将缩水”的报道有误。	暂停中	加拿大、墨西哥的进口产品征收25%的额外关税；对来自加拿大的能源资源征收10%关税（推迟至3月4日）
2025/1/14	将设立“对外税务局”专门收取关税收入。		中国“小额包裹”关税（推迟直至美国商务部建立足够的系统来快速收取该关税）

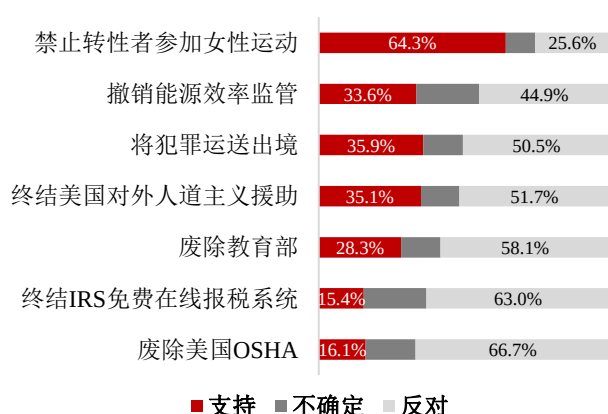
资料来源：白宫，财联社，民生证券研究院

图3：2月民调：对特朗普工作的净满意度



资料来源：Quinnipiac University Poll, 民生证券研究院（民调发布时间：2月19日）

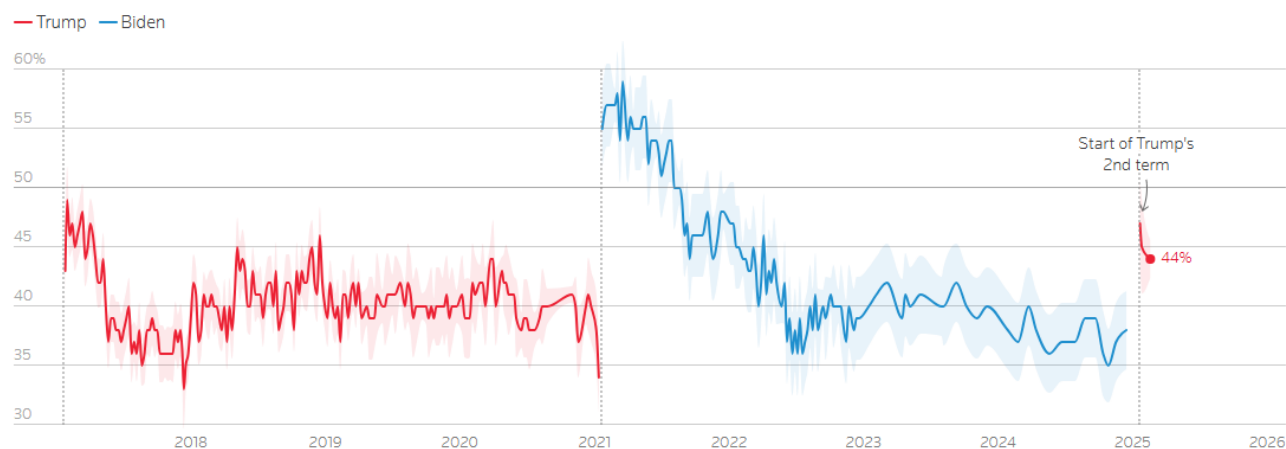
图4：2月民调：对特朗普政策的净支持率



资料来源：Economist/YouGov Poll, 民生证券研究院（民调发布时间：2月13日）

图5：对总统工作表现的支持度（数据截至2025年2月18日）

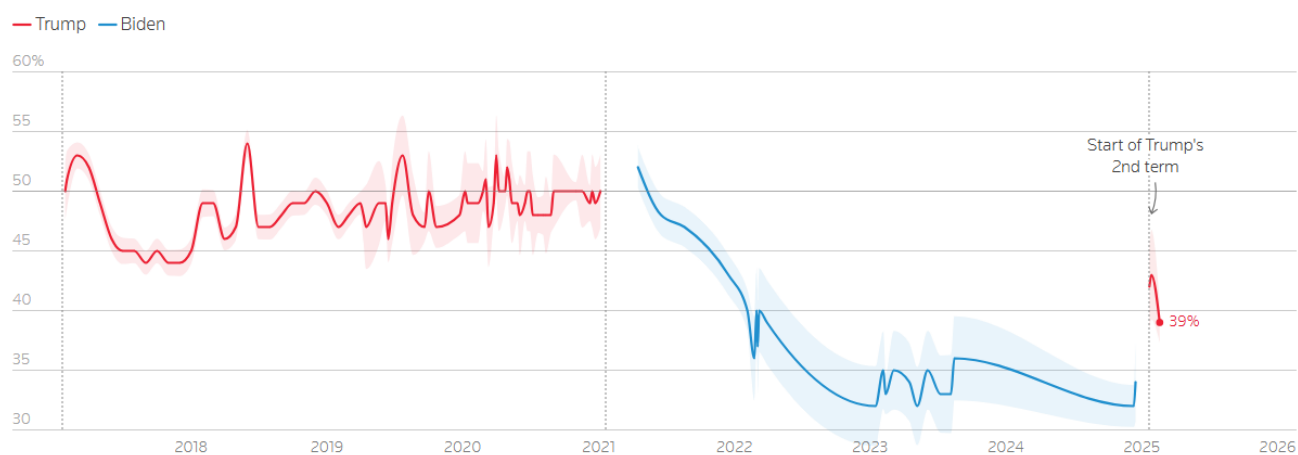
What share of Americans approve of the president's job performance?



资料来源：Reuters/Ipsos poll, 民生证券研究院

图6：对总统处理经济问题的支持度（数据截至 2025 年 2 月 18 日）

What share of Americans approve of the president's handling of the economy?



资料来源：Reuters/Ipsos poll, 民生证券研究院

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
公司评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑获取本报告的机构及个人的具体投资目的、财务状况、特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，进行独立评估，并应同时考量自身的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代自身的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 1 座 10 层 01 室； 518048