

特朗普 2.0 时代的宏观影响深度解读

研究院

徐闻宇

✉ xuwenyu@htfc.com

从业资格号：F0299877

投资咨询号：Z0011454

投资咨询业务资格：

证监许可【2011】1289 号

宏观事件

特朗普于 2025 年 1 月 20 日宣布就职美国 47 任总统，开启了特朗普 2.0 时代。

核心观点

美国国会于 1 月 6 日点数选举人票，正式确认前总统、共和党总统候选人特朗普当选总统。参议院选举中共和党获得 53 个席位，众议院选举中共和党获得 220 个席位，均占据绝对多数。由于在总统选举中取得决定性胜利、共和党在参众两院均占据多数和保守派占据最高法院多数，特朗普将得以更容易推进其“让美国再次伟大”（MAGA）议程。

■ 政策、周期和节奏

核心政策：基于美国的经济与政治情况，我们认为特朗普上台后，将主要推行包括（1）对内减税、（2）对外加税、（3）放开传统能源和（4）反移民政策等，影响将包括：短期内利好美元，利空人民币。中长期利好美股，利空长期美债。长期或利好黄金。

时间周期：特朗普推进政策的窗口期是 1 月 20 日上任至 2026 年 11 月中期选举，为了不至于让自己陷入“权力受限”局面，丢掉参众两院的多数席位，他有动机在中期选举前优先推进选民最关注的议题。

节奏判断：（1）结束战争预计耗时相对较短（停止对乌援助）。（2）反移民是特朗普铁票仓“红脖子”们关注的核心议题，伴随着特朗普任命的“边境沙皇”职务，一上任就有相关动作。（3）对外加征关税由于施政难度较低，在 1-3 个月就会逐渐启动。（4）对内减税，特别是减免个人所得税，提振经济是两党的共识，其矛盾在于税率减免的多少以及获得减免的主体。民主党方面则认为应该对大企业和富人加税。鉴于美国经济软着陆的需要，为了提振经济，我们认为中短期内就能有相关政策落地。（5）至于放开传统能源，不论是废除拜登的清洁能源新政还是大规模签发油气钻井许可，均在总统的行政职权范围内，特朗普在就职当日即签署相关行政令。（6）最后对于“废除出生公民权”这一问题关系到美国宪法，修改将有可能动摇国本，需国会 2/3 多数通过及 3/4 州批准，推行的阻力会相对较大，此外已有联邦法院法官裁定其违宪。

资产影响：鉴于上述判断，短期内利好美元，利空人民币。中长期利好美股，利空长期美债。长期利好黄金。后续需要等待特朗普实际施政方针确认。

■ 风险

政策实际影响与预估偏差风险；政策时间、力度、经济主体反应及政策间抵消效应的不确定性风险。

* 感谢实习生王唐俊杰对报告撰写的贡献

请仔细阅读本报告最后一页的免责声明

目录

宏观事件	1
核心观点	1
全文综述	4
美国经济状况	5
通胀	5
经济	5
展望	7
美国政治状况	9
共性	9
特性	10
政策分析：概述	12
政策	12
影响	18
政策分析：推演	23
减税	24
能源	26
外贸	27
外交	31
资产配置	33
美股	33
外汇	33
美债	33
黄金	33

图表

图 1： 美国 PCE 单位：%YoY	5
图 2： 美国制造业和 CPI 单位：指数	5
图 3： 美国名义和实际 GDP 增速 单位：%YoY	6
图 4： 美国政府支出和家庭消费 单位：%YoY	6
图 5： 美国制造业和非制造业 PMI 单位：指数	6
图 6： 美国出口和投资增速 单位：%YoY	6
图 7： 美国失业率和非农就业变化率 单位：%YoY	7
图 8： 美国薪酬与通胀关系 单位：%YoY	7
图 9： 美国个人消费支出和储蓄增速 单位：%YoY	7
图 10： 美国投资和联邦基金目标利率 单位：十亿美元， %YoY	7
图 11： 美国公共债务总额 单位：万亿美元	8
图 12： 美国财政赤字率 单位：%YoY	8
图 13： 美国参众两院极化情况 单位：无	9
图 14： 美国民众政治立场极化情况 单位：无	10

图 15 :	特朗普政府政策推出节奏 单位 : 无.....	11
图 16 :	特朗普政府承诺中相关政策梳理 单位 : 无	13
图 17 :	特朗普政府已经签署主要行政令 单位 : 无	16
图 18 :	特朗普政府减税对经济影响 单位 : 无.....	18
图 19 :	美国汽油进出口和价格 单位 : 千桶/天, 千桶, 美元/升	19
图 20 :	世界主要经济体关税水平 单位 : %YoY.....	19
图 21 :	美国关税水平与 CPI 单位 : %YoY.....	19
图 22 :	地缘冲突大事件梳理 单位 : 无	20
图 23 :	特朗普政府政策与影响时间轴 单位 : 无	24
图 24 :	美国基尼系数 单位 : 指数	24
图 25 :	美国税收占 GDP 比例 单位 : %YoY.....	24
图 26 :	十年美债收益率 单位 : %YoY.....	25
图 27 :	标普 500 指数 单位 : 指数	25
图 28 :	美国旋转钻机运行元件数量 单位 : 件	26
图 29 :	伦敦布伦特原油期货价格 单位 : 美元/桶	26
图 30 :	美国新能源汽车销售额 单位 : 万辆	27
图 31 :	中美关税税率 单位 : %YoY.....	28
图 32 :	美国对华进口金额和关税收入 单位 : 美元	28
图 33 :	人民币兑美元汇率和美元指数 单位 : 美元, 指数	29
图 34 :	美国非法移民数量 单位 : 百万人	30
图 35 :	美国当前移民分布 单位 : 无	30
图 36 :	地缘政治风险指数、全球经济不确定性指数和黄金现货价格 单位 : 指数, 美元/盎司	32

全文综述

特朗普于 1 月 20 日就职，其当选背景为共和党在国会选举中占据参众两院多数，且保守派在最高法院占优，为其推进“让美国再次伟大”（MAGA）议程奠定基础。

在经济层面，2024 年美国经济增长强劲，家庭消费、企业投资、政府支出和出口是主要驱动力，但也面临下行压力。家庭消费受就业、工资等因素支撑，但储蓄已开始回落，未来消费可能下降；高利率下私人投资疲软，尤其是住宅投资。通胀方面，薪资增速放缓，商品通胀下降，服务通胀回落慢，PCE 通胀仍处高位。

在政治层面，美国政治极化与社会分裂严重，立法效率低下。特朗普此次当选非政治素人，在党内影响力大增，其阵营虽有摩擦，但对外强硬派政策落地或更快。

在政策层面，特朗普将推行多项关键政策。对内减税旨在刺激生产与就业、增加居民可支配收入，拉动消费与企业盈利，影响经济增长、通胀、美债与美股；能源政策放宽油气开采监管等，短期内有望增加能源供给抑制通胀，但面临油价及各方利益挑战；外贸政策加征关税虽可短期改善贸易逆差、强美元弱人民币，但长期损害中美经济，且关税实施可能渐进，预计最终税率存在不确定性；移民政策加强边境管控与遣返移民，会减少劳动力供给、增加企业成本、推动通胀，不利经济稳定；外交上或迅速结束俄乌冲突、支持以色列，前者影响黄金避险需求，长期看黄金因全球局势仍有上涨空间。

在资产配置层面，基于政策影响，资产配置建议在其上任前夕持有美股和美元，抛空人民币、长期美债，黄金待价格震荡结束后可持有。

美国经济状况

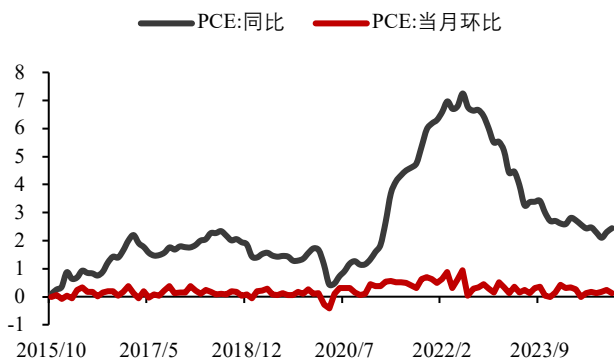
或许令人有些意外的是，在“高利率”之下，2024 年美国的经济增长十分强劲，经济增长率达到 2.8%，其中家庭消费、企业投资、政府支出和出口成为主要驱动因素。

通胀

在 1 月 20 日的就职演说中，特朗普强调，“下一步，我将指示我的内阁所有成员集中他们所能支配的巨大力量来战胜创纪录的通货膨胀，并迅速降低成本和价格。”通胀问题已被特朗普政府置于优先处理的重要位置。

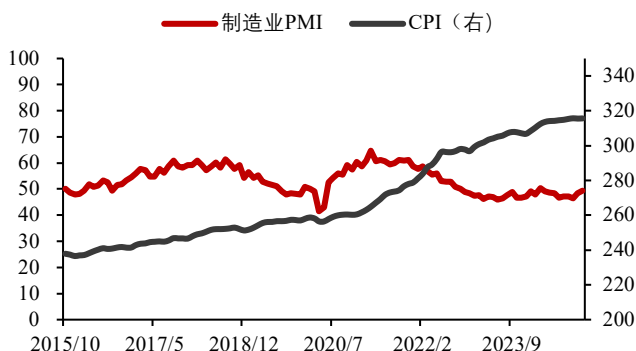
从数据上看，商品通胀大幅下降，服务通胀回落较慢，PCE 通胀预计为 2.2%，仍处于较高水平。

图1： 美国 PCE | 单位：%YoY



数据来源：Wind 华泰期货研究院

图2： 美国制造业和 CPI | 单位：指数



数据来源：Wind 华泰期货研究院

经济

家庭消费保持强劲，服务消费增长成为经济支撑。

(1) 稳健的就业市场、工资增长、财富效应和固定利率房贷支撑家庭消费，全年增速为 2.6%，对 GDP 增长贡献约 1.7%。2024 年消费支出整体增速与家庭消费全年增速一致为 2.6%，高于 2023 年的 2.5%。商品消费整体增速为 2.3%。其中耐用品增长 2.7%，非耐用品增长 1.9%，能源产品消费下降 0.5%，汽车消费下降 2.6%，而家具家电消费增速反弹至 4.1%。服务消费增速为 2.91%，略高于 2023 年的 2.86%。

(2) 企业投资在 AI 技术、财政补贴等支撑下，增速为 3.7%，低于 2014-2023 年 4.3% 的平均增速。

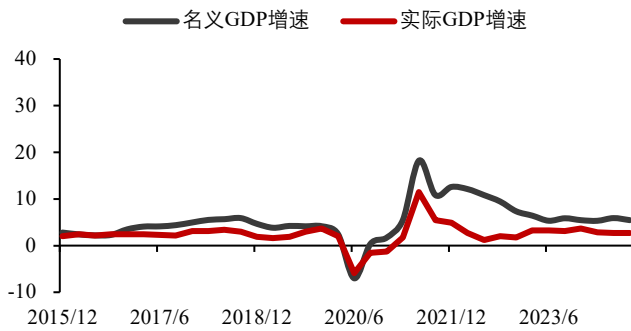
(3) 政府支出增速可能达到 3.5%，超过过去十年的 1.5% 平均水平。

请仔细阅读本报告最后一页的免责声明

(4) 出口增速为 3.4%。

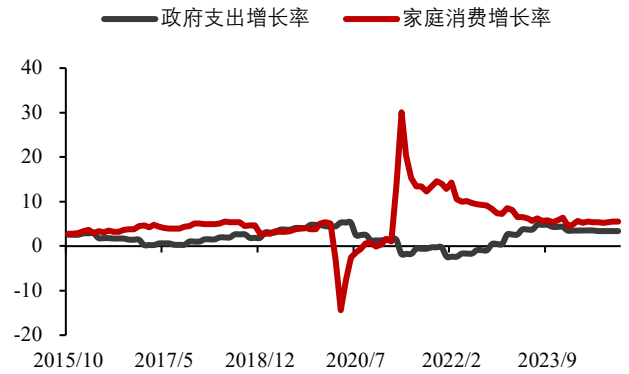
(5) 劳动力市场逐步降温, 2024 年非农就业月均新增 18 万人, 失业率小幅升至 4.2%, 仍处低位。

图3: 美国名义和实际 GDP 增速 | 单位: %YoY



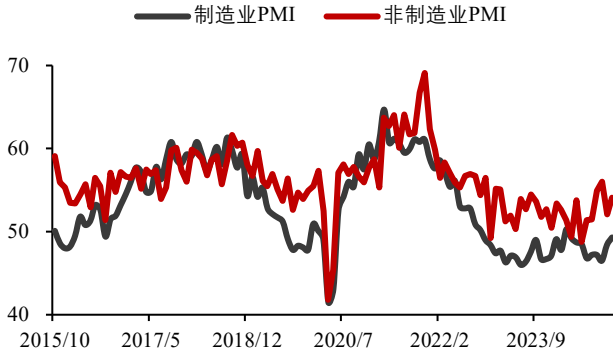
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图4: 美国政府支出和家庭消费 | 单位: %YoY



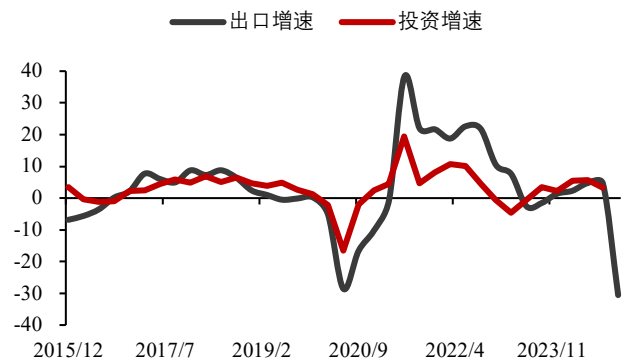
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图5: 美国制造业和非制造业 PMI | 单位: 指数



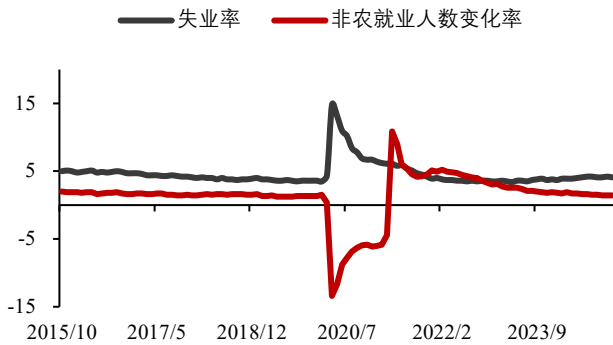
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图6: 美国出口和投资增速 | 单位: %YoY



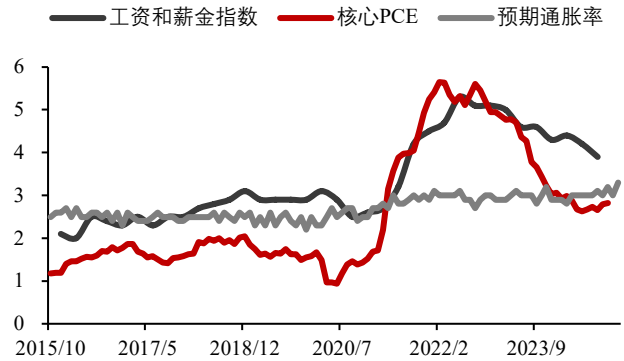
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图7： 美国失业率和非农就业变化率 | 单位：%YoY



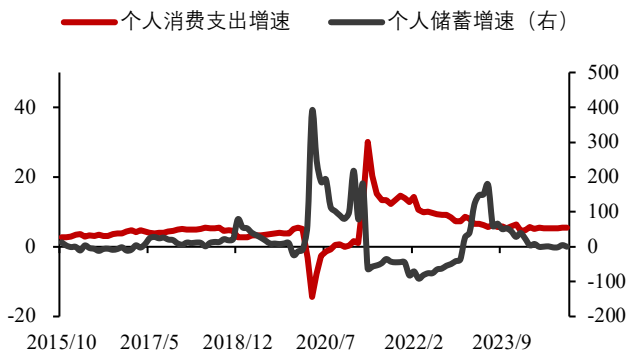
数据来源：Wind 华泰期货研究院

图8： 美国薪酬与通胀关系 | 单位：%YoY



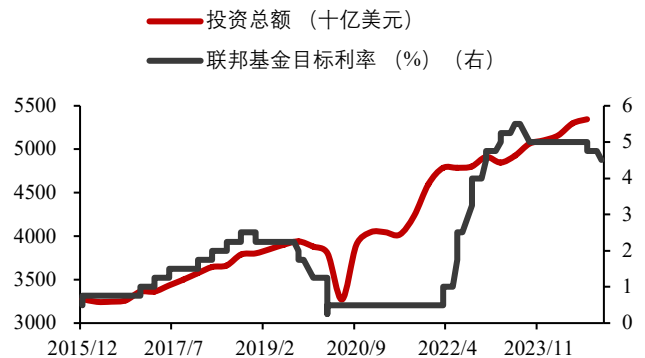
数据来源：Wind 华泰期货研究院

图9： 美国个人消费支出和储蓄增速 | 单位：%YoY



数据来源：Wind 华泰期货研究院

图10： 美国投资和联邦基金目标利率 | 单位：十亿美元，%YoY



数据来源：Wind 华泰期货研究院

展望

展望未来，美国经济也面临着相当大的下行压力。

在当前经济格局下，美国财政扩张进程正面临着极为严峻的挑战，主要集中在巨额债务以及高利率环境下的利息支出问题上。从财政赤字规模来看，2024 财年美国联邦政府的财政赤字达到 1.833 万亿美元，占 GDP 的 6.4%，这一数据在历史序列中位居第三，仅次于 2020 年和 2021 年疫情期间的赤字水平。值得注意的是，在这一财年中，债务利息支出首次突破 1 万亿美元大关，具体数额达到 1.1 万亿美元，同比增长 29%，占 GDP 的 3.93%，创下自 1998 年以来的最高纪录。

展望后续财政年度，2025 财年美国联邦预算赤字预计将达到 1.865 万亿美元，占 GDP 的 6.2%。CBO 更是预测，到 2035 年，赤字规模将攀升至 2.7 万亿美元。这一系列预

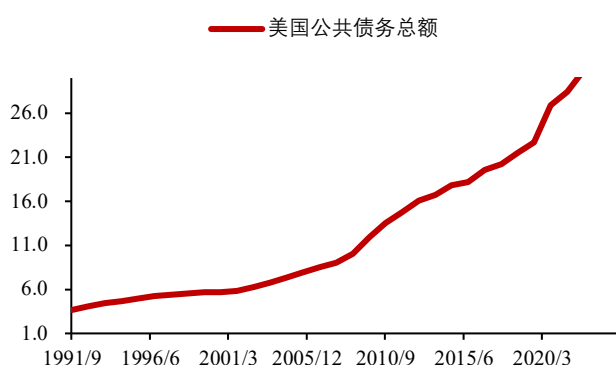
请仔细阅读本报告最后一页的免责声明

测数据充分凸显出未来十年美国财政政策所面临的巨大挑战。随着美国联邦债务规模持续不断地扩大，利息支出对财政造成的压力日益沉重。

从利率角度分析，截至 2024 年 9 月，未偿还美国联邦债务的加权平均利率为 3.32%，处于约 15 年来的最高水平。这种高利率环境使得美国政府在债务利息方面的支出持续增加，进而进一步加剧了财政赤字状况。财政赤字与利息支出之间形成了一种恶性循环，高赤字导致债务规模扩大，而高利率环境下的高额利息支出又进一步推高了赤字水平，给美国财政扩张带来了极大的阻碍。

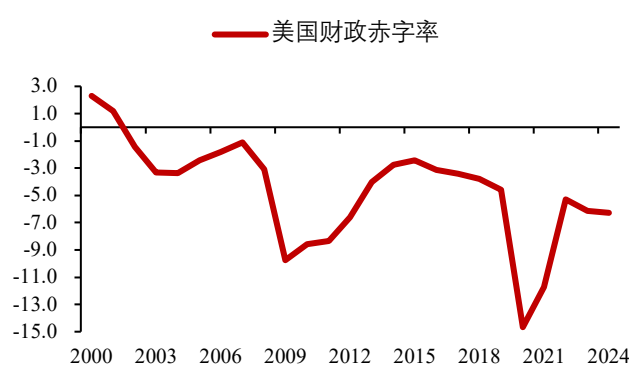
美国的财政扩张代价高昂且不可持续。欧文·费雪的“债务——通缩理论”认为，当经济在某个时点处于“过度负债”的状态，债务人或债权人出于谨慎，往往会引发债务的清偿，这样就产生连锁反应，导致经济伴随着通缩萧条。明斯基的“金融不稳定性假说”也指出经济繁荣是由信用扩张导致的，信用扩张加剧了经济过热，反过来本身也愈加成为了庞氏型经济，愈加脆弱。在金融危机后，学者逐步形成了债务与经济增长之间呈现“倒 U 形”关系的初步共识，即适当的债务扩张有利于促进经济增长，但是高债务则会对经济增长产生抑制作用，甚至引发经济的长期衰退¹。

图11： 美国公共债务总额 | 单位：万亿美元



数据来源：美国财政部 华泰期货研究院

图12： 美国财政赤字率 | 单位：%YoY



数据来源：CBO 华泰期货研究院

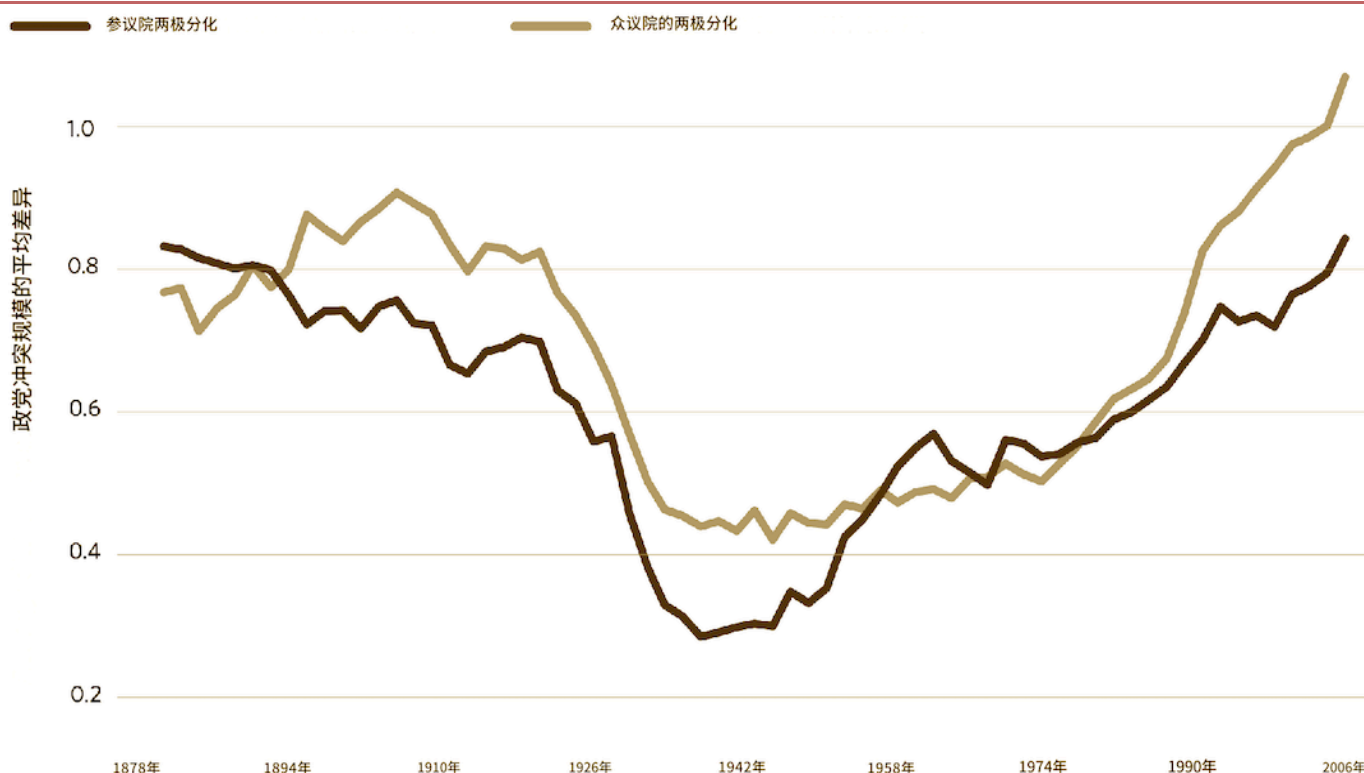
¹ 刘哲希, 王兆瑞, 陈小亮, 陈彦斌. 外债规模、政府债务风险与经济增长[J]. 财经研究, 2022, 48(6): 4-18.

美国政治状况

共性

政治高度极化和社会分裂是当前美国国内政治的主要特点²。当前，美国已经成为全球政治极化程度最严重的国家。在高度极化背景下，两党的中间派消失，民主党变得越来越“左”，共和党则变得越来越“右”（当然这里的左右放在世界范围内未必合理）。在相关的议题上，两党除了争论不休外，投票的模式呈现为反对而反对的“否决政治”特点。美国政治的高度极化导致的直接结果是立法效率的严重下降，立法过程经常陷入瘫痪，成为美国政治的常态。在此背景下，美国政治运作受到严重影响。

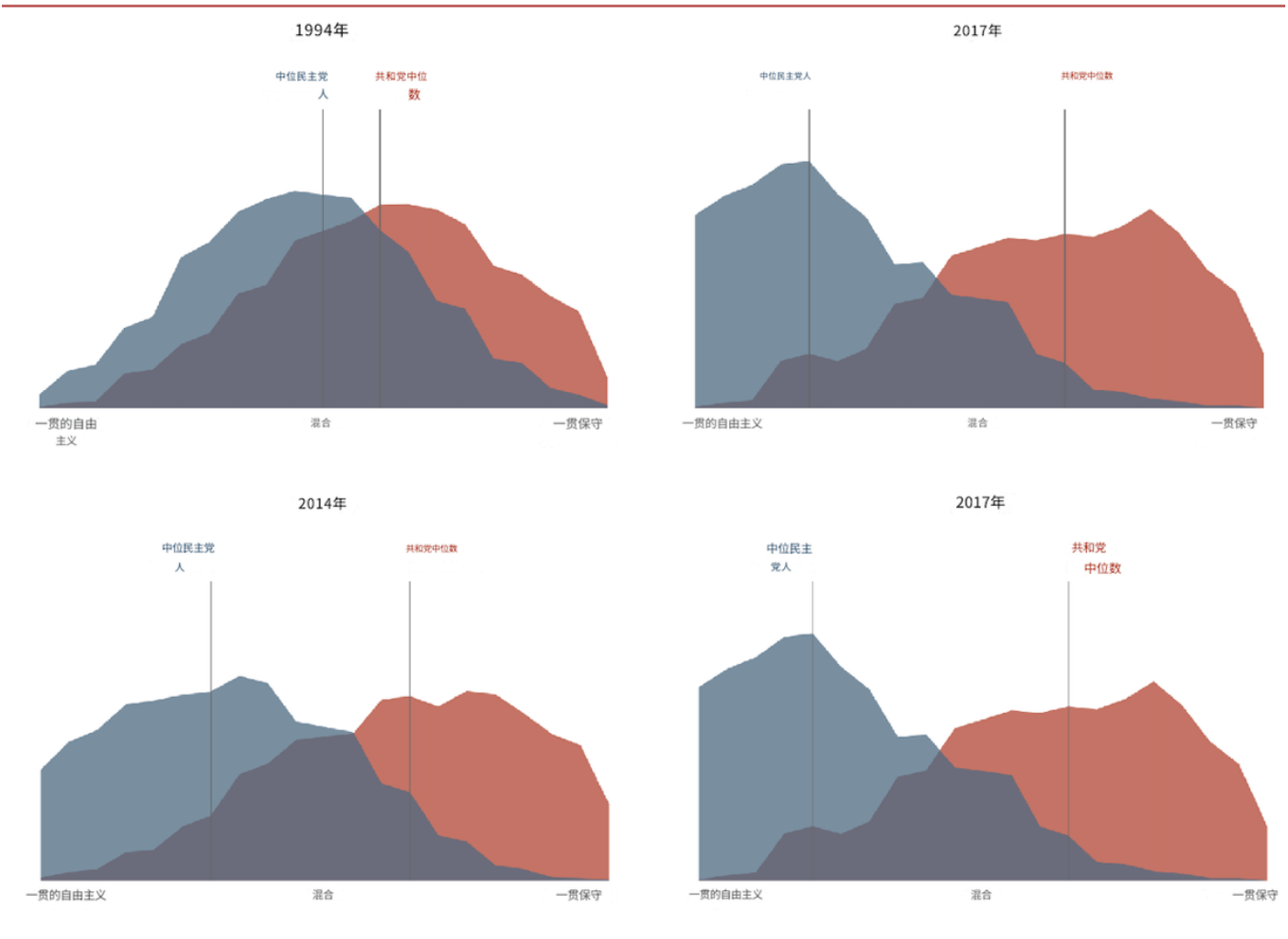
图13： 美国参众两院极化情况 | 单位：无



数据来源：卡耐基和平基金会 华泰期货研究院

² 唐慧云，【国际观察】分裂的美国:多重矛盾叠加

图14： 美国民众政治立场极化情况 | 单位：无



数据来源：皮尤研究中心 华泰期货研究院

特性

除了美国政治在近些年来的大趋势以外，特朗普此次再度当选也带来一些新的特质。不仅包括从上一任期所展露出的政策不确定性、反传统以及民粹主义，经过了8年的沉淀，特朗普的这一任期也将展现出一些新特点。

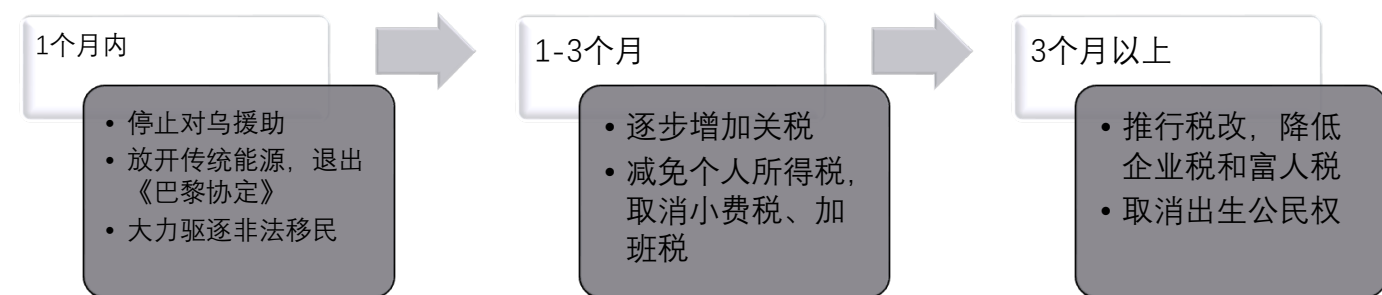
(1) 特朗普已经不是一个像2016年当选时的那样一个政治素人，经过人脉的累积以及民粹主义的不断纯粹，特朗普已经被相当多的共和党支持者认为是“救世主”的存在。即使是处于下野的状态，其一言一行都能对政坛产生冲击。2016年，特朗普不得不对党内的建制派妥协，从而任命一些建制派作为政府官员，而这些官员对于他本人并非完全忠诚，这里面就包括“出卖”特朗普的副总统迈克·彭斯。而这一届，特朗普在党内已经基本

请仔细阅读本报告最后一页的免责声明

没有反对的声音，这意味着他能够更好地推行自己的政策。

(2) 此次特朗普的胜选不仅仅是胜利而且是“大胜”，从“三权分立”走向“三权合一”，这也表明我们需要提高对其兑现竞选承诺的预期。尽管如此，不容忽视的是特朗普阵营中不同派系之间还是存在摩擦和矛盾，他们各自之间都存在异见，这会成为决定经济和市场节奏的重要因素。我们预计对外强硬派的政策落地会更快，主要原因在于这些领域的政策目标更加明确、被提名的人员也更加深谙此道，比如移民、关税等，相关负责人许多都经历过第一任期的“考验”。而政策更有利于平稳增长的温和派则要么缺乏实施的细节，要么自身对政策目标和领域缺乏完全的掌控，比如降低赤字率、去监管、促进经济增长还有增加能源生产方面。

图15： 特朗普政府政策推出节奏 | 单位：无



数据来源：华泰期货研究院

政策分析：概述

特朗普推行以“美国优先”为核心的政策，包括对内减税、对外加税、放开传统能源、反移民及结束战争等主张。在经济方面，他承诺减税，永久化《减税与就业法案》，将制造业企业税率降至 15%，并减轻个人所得税负担，刺激消费和就业，提升美股表现。在能源领域，他主张提高石油和天然气产量，放松环境管制，反对“绿色新政”，降低能源成本。在贸易方面，他计划设立“对外税务局”，对墨西哥和加拿大进口产品征收 25% 关税，甚至更高，以保护本土产业。移民政策上，他宣布南部边境进入紧急状态，强化打击非法移民。外交上，他承诺终结战争，推动“和平缔造者”形象。这些政策旨在重振制造业和经济，同时强化能源和贸易独立性。

政策

基于共和党全国委员会(RNC)竞选期间公布的 2024 年政纲，即特朗普的竞选纲领、相关公开言论以及 1 月 20 日就职演说内容，我们认为特朗普上台，主要推行包括对内减税、对外加税、放开传统能源、反移民和结束战争等政策。

经济方面，将指示所有内阁成员运用权力击败创纪录的通货膨胀，降低成本和价格，要让美国再次成为制造业大国，以惊人速度在美国生产汽车。在 2024 年 3 月的佛罗里达州奥兰多集会，特朗普提出将延续减税政策，特别是减税给企业和富人的计划，他承诺一旦当选，将减少企业税负，激励美国公司回流美国，推动“美国优先”的经济战略。

能源方面，将宣布国家能源紧急状态，旨在提高美国的石油和天然气产量，降低美国消费者的成本，还要撤销电动汽车强制令，让美国再次加大力度开采石油、天然气。在 2024 年 6 月的宾夕法尼亚州匹兹堡集会，特朗普声称要恢复美国的能源独立，重新启用国内的石油和天然气生产，他还批评拜登政府的气候变化政策，称“绿色新政”将破坏美国经济，并承诺将放松环境管制。在上台后，特朗普立刻签署行政令，要求扩大传统能源生产且废除绿色能源补贴。

贸易方面，将立即开始改革贸易体系，建立“对外税务局”，负责征收关税、税费和所有来自外国的收入，还计划对从加拿大和墨西哥进口到美国的所有产品征收 25% 的关税。在 2024 年 11 月北卡罗来纳州集会，特朗普表示“如果他们不阻止罪犯和毒品涌入我国，我将立即对他们出口到美国的所有物品征收 25% 的关税”，并威胁会将关税最高提至 100%。

移民方面，宣布南部边境进入国家紧急状态，派遣军队抵御所谓非法移民“灾难性入侵”。在 2024 年 11 月北卡罗来纳州集会，特朗普表示“当选第一天，我就将启动美国历史上最大规模的驱逐罪犯计划。我们要把他们赶出去。”

外交方面，称要把墨西哥湾的名称改为美国湾，还表示要夺回巴拿马运河，强调自己致
请仔细阅读本报告最后一页的免责声明

力于成为终结战争的“和平缔造者”，并承诺不参与战争。

图16： 特朗普政府承诺中相关政策梳理 | 单位：无

经济政策 税收改革： 1. 企业税进一步降低到 15%，立法削减中小企业税率 2. 个人所得税简化为 10%、20%、25% 三档，提高标准扣除额 3. 为高科技、能源、基建提供投资税优惠 4. 免除服务行业低收入者小费所得税 5. 扩大减税规模，取消遗产税 6. 为离岸资金回流提供税收减免 监管削减： 1. 废除沃尔克规则 2. 环保许可期限限制为一年 3. 放宽对银行业、能源行业和中小企业的监管 联邦预算管理： 1. 取消某些福利计划，推动 “工作换福利” 2. 冻结联邦雇员薪资增长三年 3. 削减政府开支，加强财政审计	移民政策 边境安全计划： 1. 完成 2000 英里边境墙，增加红外传感器和无人机监控 2. 部署 1 万名军人协助边境执法 3. 扩大边境墙长度，增加边境巡逻队人力和技术支持 4. 部署更多国民警卫队到边境地区 庇护与合法移民： 1. 禁止非法入境者申请庇护，仅允许在合法入境口岸申请 2. 废除 “绿卡抽签制度”，转向基于技能的移民筛选 3. 终止出生公民权，加速庇护审查，废除庇护城市政策 非法移民驱逐： 1. 设立快速遣返法院，30 天内完成案件审理 2. ICE 每月驱逐目标 5 万人，优先处理有犯罪背景者 3. 增加 ICE 预算，计划大规模突击行动驱逐非法移民 工作签证改革： 1. H-1B 签证设置薪资门槛，优先给硕士、博士学位申请者
外交与国防政策 对华政策： 1. 每季度部署航母打击群进入南海水域 2. 制裁中国科技企业，如限制华为和中芯国际 3. 加强对中国科技出口限制，扩大高科技领域封锁 4. 对中国企业在美投资实行更严格审查 俄乌战争政策：	能源与环境政策 化石燃料生产扩张： 1. 批准联邦土地上所有油气开采申请 2. 取消清洁能源税收补贴 3. 宣布国家能源紧急状态，加速化石能源开发审批 4. 放宽联邦土地上石油和天然气勘探限制 核能支持计划：



1. 推动乌克兰割让东部领土，取消武器援助，转向人道援助 中东政策： 1. 向沙特提供 F-35 战斗机和爱国者导弹系统 2. 加强与以色列盟友关系，推动更多阿拉伯国家加入《亚伯拉罕协议》 3. 对伊朗实施更多经济制裁 墨西哥与拉美政策： 1. 将墨西哥贩毒集团指定为恐怖组织，采取军事打击 2. 增强美墨边境安全合作 国防现代化： 1. 建造 10 艘核潜艇，增强海军实力 2. 太空军预算翻倍，发展卫星拦截器等技术 3. 扩大国防预算，投资高科技武器、人工智能武器和网络战能力	1. 投资 50 亿美元重启核能研发项目，鼓励小型模块化反应堆商业化 退出国际气候协议： 1. 重新退出《巴黎协定》，减少对全球气候合作的参与
贸易政策 对中国的经济施压： 1. 对中国进口商品征收 30% 关税，扩大关税清单 2. 逐步将对华关税提高到 60% 制造业回流计划： 1. 强制联邦采购至少 90% 来源于美国公司 针对墨西哥的贸易措施： 1. 对墨西哥出口商品征收 10%-25% 关税	社会与文化政策 教育改革： 1. 联邦资助家庭送子女去私立或宗教学校，每年最高提供 7500 美元教育券 2. 禁止学校教授批判性种族理论和 LGBTQ 相关内容 3. 推进学校选择计划，增加对私立和宗教学校资助 4. 反对“觉醒文化”，禁止学校教授“左翼意识形态”内容 堕胎政策： 1. 通过《胎儿心跳法案》，禁止怀孕 6 周后堕胎，仅限生命危险可豁免 2. 推动全美范围堕胎限制法案，支持州级反堕胎法律 文化与宗教自由：

	1. 恢复跨性别军人禁令 2. 扩大宗教自由豁免，允许企业因宗教信仰拒绝特定服务 3. 终止联邦政府内部多元化和包容性计划 法律与秩序： 1. 支持更严厉量刑政策，打击犯罪 2. 增加对警察部门资金支持
科技与网络政策 限制社交媒体内容审查： 1. 修订《通信规范法》第 230 条，要求社交平台对用户内容担责 AI 监管与投资： 1. 建立 AI 国家实验室，与私企合作 2. 对 AI 生成内容的安全性和伦理问题设联邦标准 3. 建立联邦 AI 安全委员会，规范和保护 AI 技术使用 拆分大型科技公司： 1. 对谷歌、亚马逊和 Meta 等展开反垄断诉讼，推动业务拆分	毒品与犯罪政策 打击毒品走私： 1. 军事打击墨西哥贩毒集团 2. 推动联邦层面通过处死毒贩法案 打击城市犯罪： 1. 增加联邦执法资金，向高犯罪率城市派驻更多人员 2. 恢复 “停止搜查” 政策
司法与法律政策 最高法院改革： 1. 扩大保守派在联邦法院的影响力，提名更多保守派法官 2. 推动国家范围的法律改革，例如减少犯罪的量刑时间 枪支权利： 1. 强烈支持《第二修正案》，反对任何新的枪支控制法	

数据来源：华泰期货研究院根据公开资料整理

图17： 特朗普政府已经签署的主要行政令 | 单位：无

联邦劳动力 1. 冻结联邦招聘，军事等特定职位除外。 2. 恢复附表 F 联邦工作人员类别，取消其部分工作保护。 3. 阻止新联邦法规生效，待特朗普政府官员审查。 4. 审查拜登政府调查行动，纠正执法和情报界不当行为。 5. 终止远程工作，令联邦工作人员返岗全职工作。 6. 政府全面检讨和审查开支。	移民与边境 1. 试图终止无证移民子女出生公民权。 2. 暂停美国难民接纳计划。 3. 宣布美墨边境移民过境为国家紧急状态，以加强执法。 4. 恢复寻求庇护者在墨西哥等待审理政策。 5. 将卡特尔组织指定为“外国恐怖组织”。
性别与多样性、公平和包容倡议 1. 终止联邦政府的 DEI 项目。 2. 禁止跨性别女子参加女子体育比赛。	关税与贸易 1. 指示联邦机构调查贸易行为，检查移民和毒品流向。 2. 评估中国对贸易协议的遵守及美墨加协定执行情况。 3. 评估设立“对外税务部门”征收关税等税费的可行性。 4. 对所有中国产品征收 10%的关税。 5. 对所有数美钢铝征收 25%的关税。 6. 暂缓对中国小额包裹征税。
司法与法律政策 最高法院改革： 1. 扩大保守派在联邦法院的影响力，提名更多保守派法官。 2. 推动国家范围的法律改革，例如减少犯罪的量刑时间。 枪支权利： 1. 强烈支持《第二修正案》，反对任何新的枪支控制法。 2. 审查拜登政府的枪支管制政策。	TikTok 禁令 咨询联邦机构 TikTok 安全风险，75 天内不执行禁令以寻求解决方案。
能源与环境 1. 让美国退出《巴黎协定》。 2. 宣布国家能源紧急状态。 3. 推翻拜登近海钻探禁令。	其他 1. 退出世界卫生组织。 2. 推出马斯克领导的政府效率部。 3. 对国际刑事法院提起制裁。

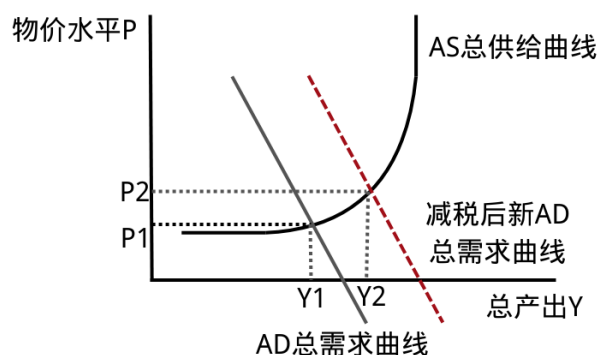
4. 废除拜登时代汽车尾气污染规定。 5. 撤销部分能效规定。 6. 开放阿拉斯加荒野用于石油和天然气钻探。 7. 重新启动液化天然气出口终端审批。 8. 停止租赁联邦水域用于海上风力发电场。 9. 取消环境正义计划。 10. 审查能源开发相关联邦法规。 11. 恢复并鼓励使用塑料吸管	4. 宣布 2 月 9 日为 “美国湾” 日。 5. 取消拜登等前政府官员的机密访问权限。 6. 退出联合国人权理事会。
---	---

数据来源：华泰期货研究院根据公开资料整理 备注：红色部分是 1 月 20 日特朗普就职当日签署行政令

影响

对内减税政策领域，将对宏观需求产生积极影响，带动美股。(1) 企业方面，特朗普提议将《减税与就业法案》永久化，并将美国制造业企业的税率从 21% 降至 15%，以刺激国内生产和就业。(2) 个人方面，他主张免除消费税、加班工资和社会保障福利的个人所得税，并提高或取消州和地方税在联邦税中的扣除上限，以增加居民可支配收入。减税政策的实施预计将拉动消费，提高企业盈利，从而对美股产生积极影响。

图18： 特朗普政府减税对经济影响 | 单位：无

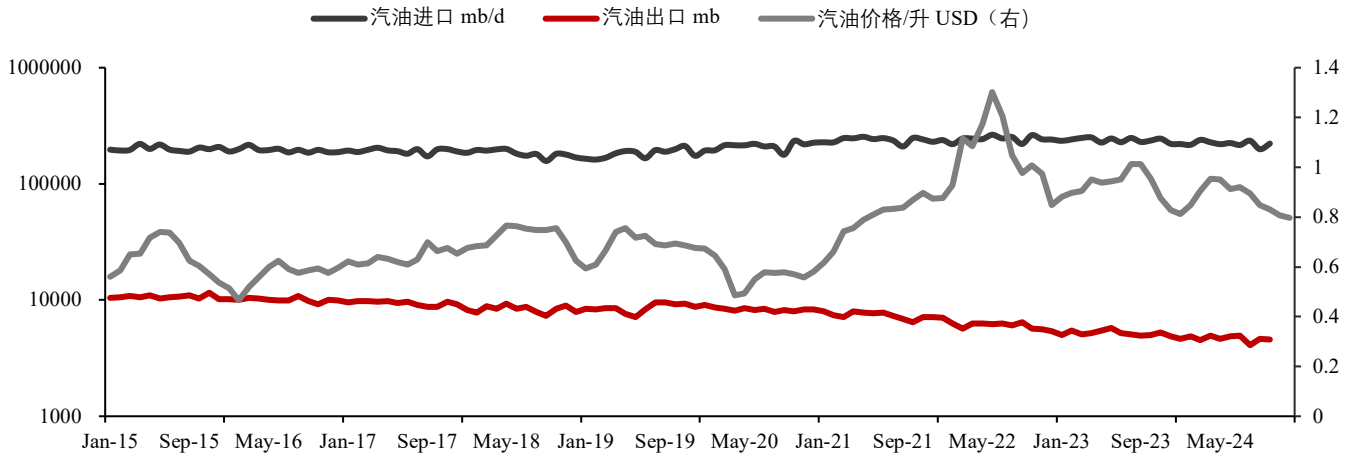


数据来源：华泰期货研究院

从 AD-AS 曲线上看，特朗普政府的一系列减税政策使 AD 曲线右移。当 AD 曲线右移后，经济会在一个新的平衡位置达到均衡，此时总产出和物价水平都会有所提高。

能源政策领域，特朗普放宽对石油和天然气开采的监管，削减环保规定和相关补贴以及退出《巴黎协定》，旨在提升美国能源生产，降低能源成本。

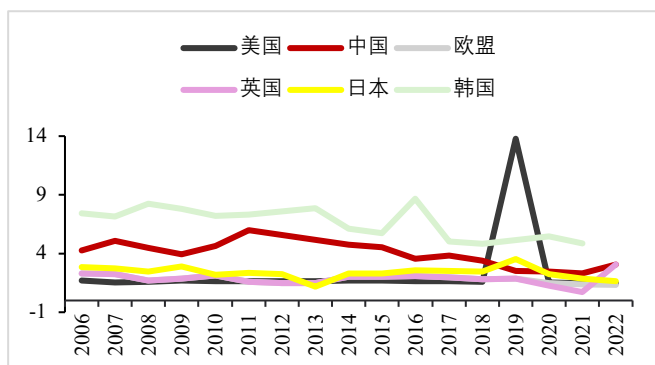
图19： 美国汽油进出口和价格 | 单位：千桶/天，千桶，美元/升



数据来源： IEA EIA 华泰期货研究院

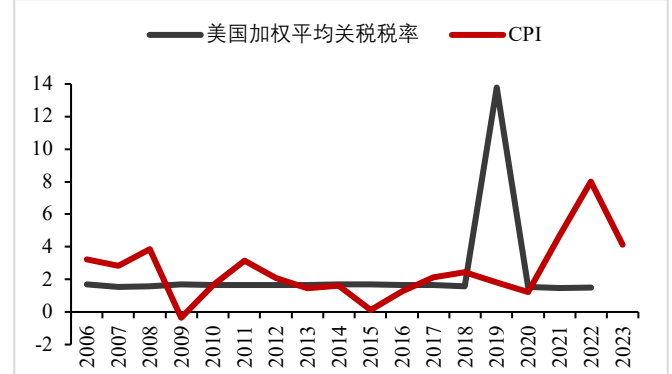
外贸政策的收紧在对全球总需求产生负面影响的同时，增加美国成本的压力。(1) 为保护美国制造业，特朗普或采取对中国的关税提高至 60%，并对其他国家征收 10%至 20% 的关税的措施。美国对全球大幅加征关税并不是什么新鲜的事，在大萧条期间，美国通过了斯穆特-霍利关税法，将大部分进口商品的关税提高了 60%。这项法案导致了其他国家（如加拿大、欧洲国家）采取报复性关税措施，全球贸易在随后的几年里萎缩了约 66%。根据哈佛大学经济学家道格拉斯·欧文（Douglas Irwin）的研究，斯穆特-霍利关税法是全球经济大萧条加剧的一个重要原因之一。同时，他还指出，大规模提高关税通常会引发贸易对抗，导致全球需求下降，并削弱各国的经济增长。(2) 然而，关税政策是相互的，随着对美出口的降低，可能导致美国进口商品价格上涨，加剧美国国内通胀压力。通胀压力的上升或导致美国国内通胀难以抑制从而对长期美债产生负面影响。

图20： 世界主要经济体关税水平 | 单位：%YoY



数据来源：世界银行 华泰期货研究院

图21： 美国关税水平与 CPI | 单位：%YoY



数据来源：世界银行 华泰期货研究院

移民政策方面，特朗普承诺加强南部边境管控，实施大规模遣返非法移民，并推行更严格的移民制度。这将导致劳动供给不足对美国经济产生冲击。

而在外交领域，特朗普声称要结束俄乌冲突，缓和国际紧张局势。若实现，可能降低地缘政治风险，短期内对避险资产如黄金的需求产生影响。

图22： 地缘冲突大事件梳理 | 单位：无

时间	俄乌冲突	巴以冲突
2022	2022 年 2 月 24 日：俄罗斯总统普京宣布在顿巴斯地区进行特别军事行动，基辅方面随即宣布乌克兰全境进入战时状态，并与俄断交，俄乌冲突正式爆发。 3 月：俄军从基辅地区撤军，俄罗斯的“闪电战”失败。 5 月 20 日：俄罗斯武装部队完成了对亚速钢铁厂的控制，结束了这场长达 82 天的马里乌波尔之战。 9 月 6 日：乌克兰军队在哈尔科夫东北部地区发动了第一次大规模反攻，迅速迫使俄罗斯从被占领数月的广大地区撤退。 9 月 30 日：乌东四地举行“入俄公投”，并正式加入俄罗斯联邦。 10 月：克里米亚大桥被炸，俄罗斯南部战线和后勤网络遭到打击。 11 月：俄军撤回第聂伯河东岸，乌克兰正式收复赫尔松。	
2023	2023 年：2 月 20 日：俄乌冲突爆发一周年前夕，美国总统拜登“闪电式”访问基辅，宣布了新一轮对乌军援计划。 3 月：巴赫穆特通向后方的补给线逐步被切断，乌军形势日益吃紧。 5 月 3 日：俄罗斯称基辅试图出动两架无人机袭击克宫，俄方认为这是对普京的恐怖行为和暗杀行动，将保留报复权利，乌克兰否认参与该次袭击事件。 5 月 21 日：俄罗斯正式宣布，已经完全控制顿涅茨克地区重镇巴赫穆特城，结束了持续时间最长、最血腥的、长达 9 个月的城市争夺战。	2023 年：10 月 7 日：巴勒斯坦伊斯兰抵抗运动（哈马斯）宣布对以色列采取新一轮军事行动，以总理内塔尼亚胡随即宣布以色列进入“战争状态”，开始对加沙地带进行军事打击。 11 月 24 日：在卡塔尔等方面斡旋下，以色列和哈马斯临时停火协议生效，为期 4 天。 11 月 27 日：双方同意将停火期限延长两天。 11 月 30 日：卡塔尔外交部发言人安萨里证实，双方同意将临时停火协议再延长一天，至 12 月 1 日。



	6 月 3 日：乌克兰对俄军发起夏季大反攻，但未取得有效突破。 6 月 23 日：瓦格纳雇佣兵集团和俄罗斯国防部之间的矛盾爆发，瓦格纳创始人普里戈任发动“叛乱”，但随后被调停。 8 月 23 日：普里戈任和其他六名集团高层在一起坠机事故当中集体遇难。 10 月 7 日：巴以冲突爆发，西方的注意力集中到巴以双方，美军原本要给乌克兰的弹药转运到了以色列。 10 月 10 日：俄军突然进攻阿夫杰耶夫卡，随后，俄乌陷入苦战，俄军装甲部队也遭遇明显损失。	
2024	2024 年 2 月 8 日：泽连斯基签署法令，解除瓦列里·扎卢日内之乌克兰武装部队总司令一职，任命亚历山大·瑟尔斯基替代其职位。 2 月 17 日：乌军决定撤出顿涅茨克地区重镇阿夫杰耶夫卡，俄军已完全控制阿夫杰耶夫卡市。 5 月 12 日：俄罗斯总统网站发布消息称，俄总统普京签署总统令，任命前国防部长谢尔盖·绍伊古为俄罗斯联邦安全会议秘书，提名别洛乌索夫担任防长。 6 月 7 日：俄罗斯总统普京表示，俄愿就乌克兰问题进行谈判，但谈判应基于俄乌双方在白俄罗斯明斯克和土耳其伊斯坦布尔谈判之初商定的条件以及当前现实。 8 月 6 日：乌克兰军队突袭俄罗斯本土库尔斯克州，随后双方在该州爆发激烈冲突。 11 月：俄罗斯发动了自夏季以来最大规模的一次空袭，出动了 23 架轰炸机和大量导弹，对乌克兰的多个城市和关键基础设施展开了密集打击，导致乌克兰多个地区的电力中断和能源设施严重破坏。	2024 年：3 月 31 日：加沙停火谈判再次在埃及首都开罗举行，以色列派代表参加，哈马斯未派代表，而是等待斡旋方与以方谈判结果。 4 月 4 日：哈马斯高级官员乌萨马·哈姆丹发表声明说，加沙地带停火谈判目前“无进展”。 4 月 14 日：伊朗向以色列目标发射导弹和无人机，超过 300 个无人机和导弹射向以色列，其中超过 99% 被拦截。 5 月 14 日：卡塔尔称，由于以军对加沙地带城市拉法展开行动，谈判陷入僵局。 6 月 1 日：埃及、卡塔尔和美国发表联合声明，共同敦促哈马斯和以色列根据美方新提议达成停火。 8 月 15 日：新一轮加沙停火谈判在多哈举行，与会者包括以色列、卡塔尔、美国和埃及官员，哈马斯未派代表，但经由斡旋方“传话”间接参与谈判。 8 月 16 日：卡塔尔、美国和埃及三国发表联合声明，称在多哈举行的新一轮谈判具有“建设性”。 11 月 9 日：卡塔尔外交部说，已暂停斡旋加沙地带停火及释放被扣押人员的谈判，并将在各方表达出“意愿和严肃态度”后再重启谈判。 12 月 7 日：卡塔尔宣布开展谈判的“势头回归”，随后各方斡旋工作重启。 12 月 21 日：哈马斯发表声明说，巴勒斯坦三个派别认为，如果以

		色列不再设置新条件，达成停火协议的可能性 “比以往任何时候都高” 。
2025	2025 年：1 月 29 日：乌克兰无人机袭击俄罗斯斯摩棱斯克州，试图攻击核电站被击落。下诺夫哥罗德州遭乌军无人机袭击，克斯特沃工业区发生火灾，乌媒称乌军袭击了当地炼油厂。 2 月 2-5 日：顿巴斯地区等多战线激烈交战，俄军在顿巴斯地区加大攻势，占领维尔卡·诺沃西尔卡等城市。双方在哈尔科夫、库皮扬斯克、北顿涅茨克、扎波罗热、赫尔松等多个方向互有攻守，均有人员装备损失。	2025 年：1 月 13 日：以色列外长萨尔表示，以色列与哈马斯正在进行的谈判取得了进展，同时来自巴方的消息证实，哈马斯当天对停火协议草案作出 “积极回应”，希望尽快达成停火。 1 月 15 日：卡塔尔宣布，卡塔尔、埃及和美国的联合斡旋取得成功，各方就停火和交换被扣押人员达成协议，协议第一阶段将于 1 月 19 日开始实施，哈马斯将释放 33 名被扣押人员，以交换以色列释放巴勒斯坦被扣押人员。 2 月 4 日：特朗普会见到访的以色列总理内坦亚胡时提议，美国接管加沙地带，并承担重建加沙的责任。

数据来源：华泰期货研究院根据公开资料整理

政策分析：推演

特朗普相关政策在节奏与影响上呈现不同态势。

(1) 减税方面，个人所得税减免因是两党共识，1 - 3 个月内有望落实，而企业税和富人税两党分歧大，可能拉锯超 1 年，其影响是短期和长期促进经济增长、增加政府支出并推动高通胀，利空美债利好美股。

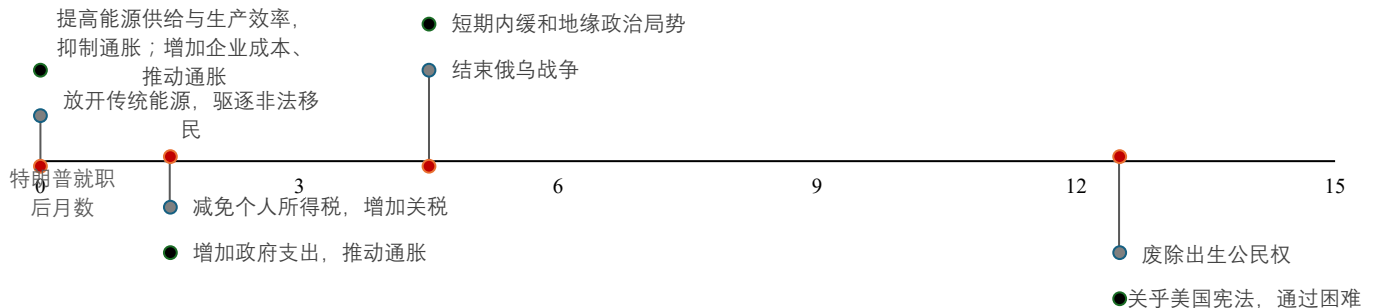
(2) 能源方面，放开传统能源举措在总统行政职权内，执政早期 1 个月内甚至就任当日或实施，打击新能源政策因利益关联难推行，其影响为短期内扩大传统能源开采使用、提高能源供给与生产效率以抑制通胀。与我们预料一致，特朗普于就职当日即签署行政令放开传统能源。

(3) 外贸方面，加征关税施政难度低，1-3 个月内可启动且会渐进式动态调整，短期能缓解美国贸易逆差、使美元走强、人民币汇率承压，长期则对中美经济有负面冲击。特朗普政府于 2 月 4 日突然宣布对华加征 10% 关税，并宣布推迟对加拿大、墨西哥征关税。

(4) 移民方面，特朗普在移民管控上态度强硬或迅速行动，但“废除出生公民权”因涉及宪法面临巨大阻力，大规模驱逐非法移民会减少劳动力供给、增加企业成本、推动通胀上升，不利于美国经济稳定与可持续发展。与我们预料一致，特朗普于就职当日即签署行政令大力驱逐非法移民并废除出生公民权。

(5) 外交方面，特朗普长期以来向选民承诺将迅速结束俄乌战争，其团队虽已明白“24 小时解决”无法实现，但仍期望在近期数月内推动俄乌冲突走向终结，可能很快采取停止对乌援助等举措，但鉴于民主党的掣肘以及相关国家利益问题，结束战争的可能性也面临挑战；在中东地区，特朗普政府一贯秉持对以色列的绝对支持立场，这无疑会给巴勒斯坦地区脆弱的和平增添更多不确定因素。从影响方面来看，因黄金具有避险属性，俄乌冲突的缓和将不利于黄金价格上涨，不过长期而言，鉴于世界局势波谲云诡，全球地缘政治博弈、贸易摩擦以及经济波动等因素相互交织，黄金作为避险资产仍存在上涨空间。

图23： 特朗普政府政策与影响时间轴 | 单位：无

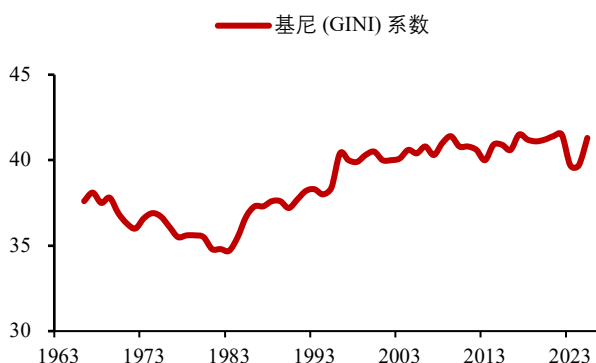


数据来源：华泰期货研究院

减税

节奏判断：对个人相关的税收减免将很快落实，而对于企业税和富人税或许需要更漫长的时间才能在国会通过。一般而言，减免普通人的个人所得税，作为两党的共识，推行的难度很小，在 1-3 个月就会有成果；然而对于企业税和富人税，两党分歧很大，按照特朗普上一任期 TCJA 法案通过情况来看，很有可能两党就此问题将拉锯 1 年以上³。

图24： 美国基尼系数 | 单位：指数



数据来源：世界银行 华泰期货研究院

图25： 美国税收占 GDP 比例 | 单位：%YoY



数据来源：世界银行 华泰期货研究院

³ 2017 年《减税与就业法案》：众议院于 2017 年 11 月 16 日以 227 票对 205 票通过，参议院于 12 月 2 日以 51 票对 49 票通过，经两院协商后，参议院于 12 月 20 日以 51 票对 48 票再次通过，众议院于 12 月 19 日和 20 日分别以 227 票对 203 票、224 票对 201 票通过，最终由特朗普于 12 月 22 日签署成为法律。

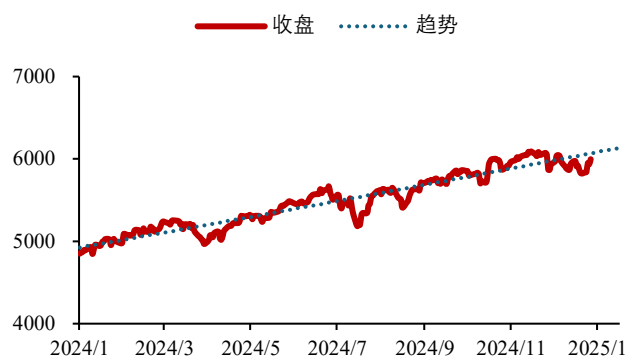
影响分析：减税政策将在短期和长期促进经济增长并增加政府支出，进一步推动经济走向高通胀，从而利空美债利好美股。（1）对经济增长。根据 Lieberknecht P 和 Wieland V. 在 2019 年的研究⁴，2017 年特朗普政府推行的《减税与就业法案》（TCJA）在中期促进 GDP 增长 2%，在长期促进 GDP 增长 2.5%。而此轮特朗普政府所推行的减税方案方向更全面，力度更猛烈，会进一步刺激 GDP 的增长。根据国会预算办公室（CBO）估算，延长 TCJA 的成本将在 10 年内达到 4.6 万亿美元。近年来，财政政策在支撑美国经济强劲增长中发挥了重要作用。2023-2024 年的财政赤字占 GDP 比例维持在 6.5% 的高位，远高于 2018-2019 年的 4.5%。同时据 CBO 预测，特朗普政府上台后未来 10 年美国国债将大幅增加 7.5 万亿美元。（2）对通货膨胀。根据传统的宏观经济理论，财政支出的大幅增加将推动通货膨胀的发生并保持经济的强劲态势。然而，著名经济学家米尔顿·弗里德曼（Milton Friedman）在整个职业生涯中，将通胀形容为一种“隐形税负”，这可能会冲击减税政策的效果，并最终导致长期经济的逆向发展。（3）对美债。美联储研究显示，美国国债每增加 1% 的 GDP，债券收益率就会上升 0.01 到 0.06 个百分点。综合 CBO 与 CRFB 预测结果，未来十年美国国债/GDP 预计增加 18%-22%，由此预计未来 10 年美债利率中枢将上升利率中枢上升 18-132bp，这将极大增加美国政府再融资压力。同时对于长端美债来说，利率的提高意味着价格的持续走低，是一个极大的利空。（4）对美股。高位的通胀率有利于与通胀成正相关的美股等资产，同时保持经济的强劲将有利于美股在中长期持续向好。

图26： 十年美债收益率 | 单位：%YoY



数据来源：Investing 华泰期货研究院

图27： 标普 500 指数 | 单位：指数



数据来源：Investing 华泰期货研究院

⁴ Lieberknecht P 和 Wieland V., On the macroeconomic and fiscal effects of the Tax Cuts and Jobs Act

能源

节奏判断：放开传统能源领域的相关举措，无论是废除拜登的清洁能源新政，还是大规模签发油气钻井许可，都完全在总统的行政职权范畴之内。我们判断，在其执政早期，这些举措极有可能在 1 个月内，甚至在就任当日便付诸实践。与我们判断一致，特朗普在就职当日就放开了能源政策。然而，涉及对新能源行业的打击政策，鉴于其中错综复杂的利益关联问题，或许难以真正推行。鉴于美国国内存在的环保诉讼、州政府抵制等潜在障碍，亦可能对政策推行起到负面作用。

图28： 美国旋转钻机运行元件数量 | 单位：件



数据来源：EIA 华泰期货研究院

图29： 伦敦布伦特原油期货价格 | 单位：美元/桶

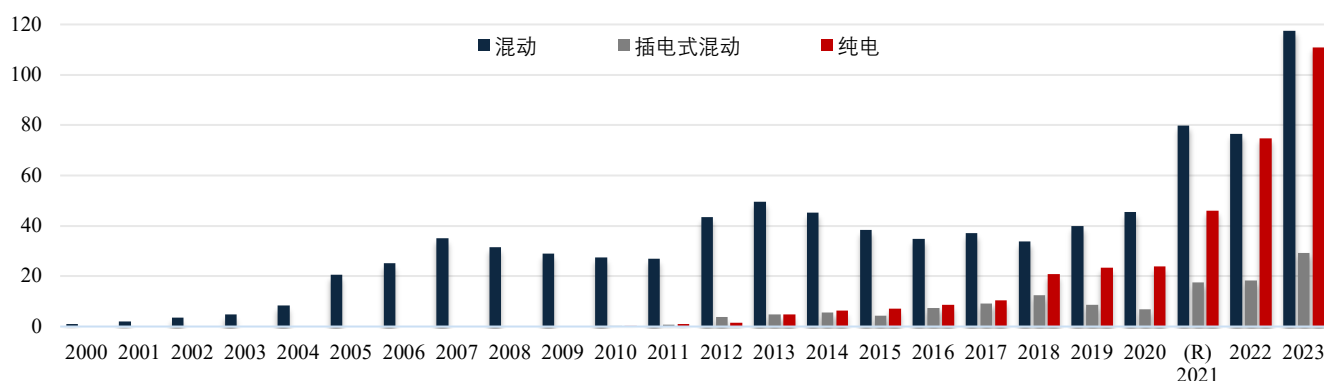


数据来源：Investing 华泰期货研究院

影响分析：能源政策短期内将扩大传统能源的开采使用提高能源供给，提高生产效率从而抑制通胀。（1）政策执行层面，作为新任财长提名人，贝森特近期提出了引人瞩目的“333 方案”，即到 2028 年将预算赤字降至 GDP 的 3%、通过放松管制实现 3% 的 GDP 增长、每日增产 300 万桶石油或等量能源。这与特朗普的能源政策不谋而合。（2）政策可行性层面，据堪萨斯城联储银行的调查，石油公司需要 64 美元/桶的平均油价才能盈利，大幅增加钻探活动则需要 91 美元/桶的油价。华泰期货预测，2025 年布伦特原油价格较大可能在每桶 70 美元到 95 美元之间波动。实现每日 300 万桶原油产量，同时又保证能源价格在合理区间的目标可能具备挑战性。此外，对伊朗制裁、欧美寒潮等事项分别从供给和需求端给油价带来短期的上行压力，而将在中期带给油价下行压力。因此，尽管降低能源价格成为特朗普优先考虑的问题，仅仅通过放开传统能源的开采未必能产生效果。（3）政府决策层面，特朗普的 MAGA 派与此次以硅谷新军马斯克为代表的高科技富豪金主的利益诉求也未必一致。其中马斯克为特斯拉 CEO，而特斯拉是美国新能源汽车的绝对领导者。如果取消对新能源行业补贴，特斯拉和马斯克都将遭受损失，同时也宣告着美国新能源行业的阶段性假死。至今，特朗普常常对该问题不予置评。不过同时

也有分析指出，如果特朗普政府取消 7500 美元的新能源汽车补贴，将有利于特斯拉进一步提高市场份额。而鉴于选民对能源问题的关注程度，特朗普政府很有可能坚持扩大传统能源的开采和使用，短期内将提升能源的供给水平，降低能源价格，从而提高生产效率，抑制通胀。

图30： 美国新能源汽车销售额 | 单位：万辆



数据来源：EIA 华泰期货研究院

外贸

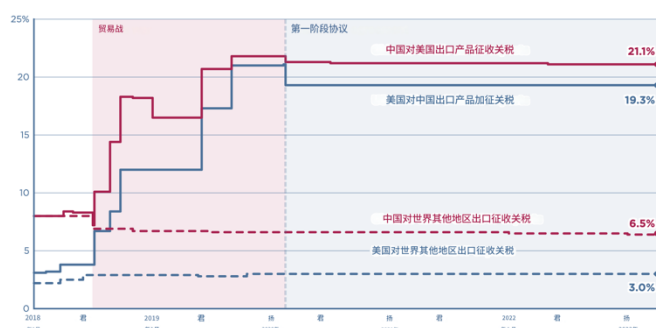
节奏判断：在当前的政策与法律框架体系下，对外加征关税这一举措因施政难度相对较低，故而对于特朗普政府而言，完全可凭借行政命令来予以施行。通常情况下，从决策到启动，在 1-3 个月内足够走完流程。据我们深入分析推测，特朗普政府在加征关税方面，会采取一种较为渐进的方式，不会一蹴而就。其关税增加的速度以及幅度，并非随意而定，而是会紧密依据实际的政治、经济等多方面情况来进行动态调整与确定。在特朗普宣布对华先征收 10% 的关税后，渐进征收关税已成必然的情况，这与我们分析的结果相同。

影响分析：在关税上调的影响下，短期内，美国贸易逆差状况得到一定程度的缓解，美元亦呈现出持续走强的态势，而人民币汇率则面临下行压力。然而，从长期视角审视，关税的持续存在会对中美两国经济均产生显著的负面冲击，损害双方的经济利益与市场活力。（1）回顾特朗普的第一任期，他在 2018 年发起了针对中国的全面贸易战，这一措施对金融市场的冲击似乎超过了对实际经济的影响。由于双方未能达成协议，特朗普于 2018 年 6 月 15 日正式启动了关税战，第一轮对价值 500 亿美元的中国商品加征 25% 关税，第二轮则针对 2000 亿美元的商品加征同样的税率，并威胁对剩余的中国商品加征 25% 关税。在加征关税初期，主要集中在高附加值、高技术含量以及对美国国家安

请仔细阅读本报告最后一页的免责声明

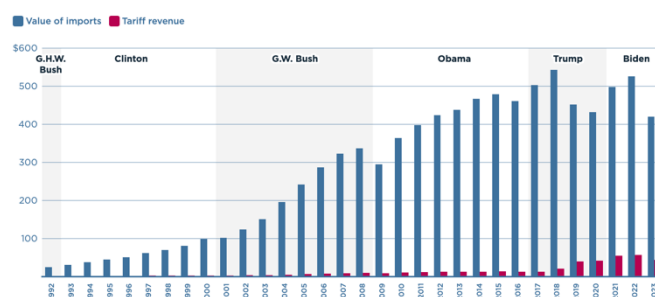
全影响较大的产品，而后期逐渐扩展至消费品。经过三轮关税调整，几乎涵盖了所有商品类别。根据统计数据，美国对中国进口商品的平均关税税率从 2018 年初的 3.1% 大幅上升至 19.3%，并曾一度高达 21.1%。然而，随着 2020 年初签署的第一阶段贸易协议，紧张局势有所缓解。为了表达诚意，双方减少了部分商品的关税。最终，这份为期两年的贸易协议仅实现了中国承诺购买的美国商品的 57%。拜登成为总统后，协议的执行进程停滞。尽管加征关税并未根本性解决美国贸易逆差问题，但在经历了短暂的出口下降后，市场和政策逐步调整，中美贸易在新的平衡点上恢复。

图31： 中美关税税率 | 单位：%YoY



数据来源：PIIE 华泰期货研究院

图32： 美国对华进口金额和关税收入 | 单位：美元



数据来源：PIIE 华泰期货研究院

(2) 关于特朗普政府可能采取的加征关税政策，其方式可能类似于上次贸易战中的渐进式调整，也可能直接将关税水平提高至 60%。显然，后者的经济影响将更为深远。据相关预测，若特朗普政府如同上一轮贸易战那样加征关税，其对中国经济的影响可能达到 GDP 减少 2.3%。与此同时，对美国经济的影响同样不容忽视。研究显示，与不提高关税的情况相比，美国 GDP 可能下降 1.1%，其中矿业和农业部门的衰退幅度分别达到 1.5%。美国与墨西哥和加拿大之间经济联系紧密，进口大量西红柿、牛油果等农产品，关税的增加会推高这些商品的价格，可能导致美国消费水平下降并带来就业压力。

如果特朗普决定一次性大幅加征关税，《国际经济紧急状态权力法》可能成为其重要法律依据。特朗普近期多次在媒体上暗示，若重新上台，将宣布美国进入国家经济紧急状态。根据该法案，总统在经济紧急状态下可以无须国会批准，对任何被认为危害美国经济的贸易行为采取相应措施。而若特朗普选择延续之前的政策，逐步增加关税，“301 条款”和“232 条款”将成为其依据，政府通过这些条款调查并应对所谓“不合理”贸易。

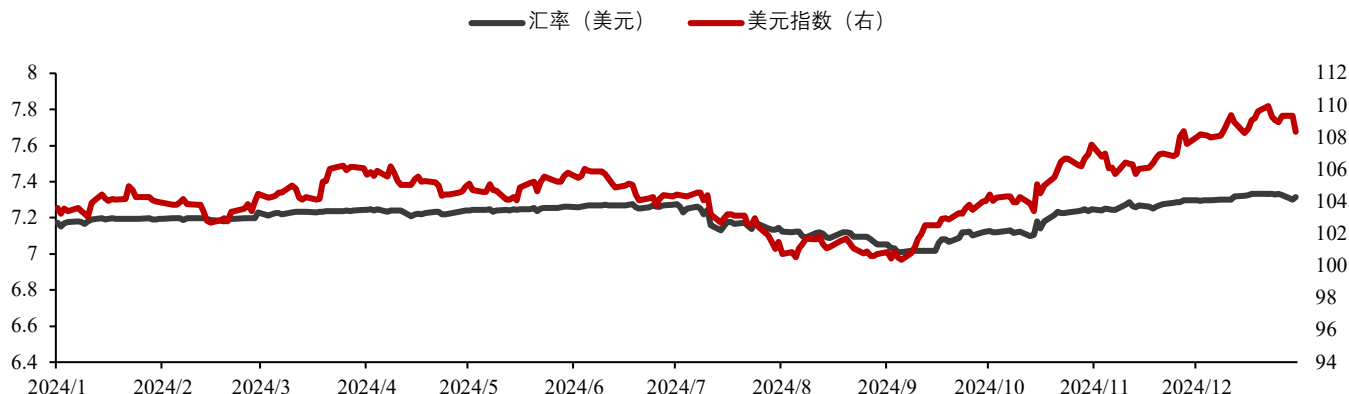
尽管贸易和关税问题并非美国选民关注的焦点，而且大规模加征关税可能与降通胀的目标发生冲突，但根据彼得森国际经济研究所 (PIIE) 的研究，若对中国征收 60% 的关税，

2025 年美国通胀率可能上升 0.4%到 0.7%。因此，加征关税的时机可能会选择在通胀水平得到有效控制之后实施。此外，据财政部长和贸易官员所言，增加关税是对其他国家施压的手段。

根据相关信息，特朗普团队正在讨论是否以逐月递增的方式加征关税，因此，渐进式加税的可能性较大。参考上一轮贸易战的经验，尽管特朗普曾公开表示将对中国商品征收 45%的关税，最终实际执行的关税税率仅为 21%。基于此，尽管特朗普目前宣称可能征收 60%的关税，但结合过往经验，预计最终实施的税率可能会有所“折扣”，40%的关税税率可能是当前最为可能的情境。根据路透社对经济学家的调查，大多数经济学家预测 2025 年特朗普对中国的关税水平中位数为 38%。

而伴随着关税的增加，短期内美国贸易逆差情况得到改善，美元将持续走强。在 2018 年特朗普政府发动“贸易战”以后，人民币汇率总体处于贬值通道。经过相关测算，人民币汇率与美元指数的相关系数为 0.81,人民币走弱将对应上美元的走强。因此，至少在短期内，如果没有相应力度的汇率调控，人民币有下行压力。

图33： 人民币兑美元汇率和美元指数 | 单位：美元，指数



数据来源：Investing 华泰期货研究院

移民

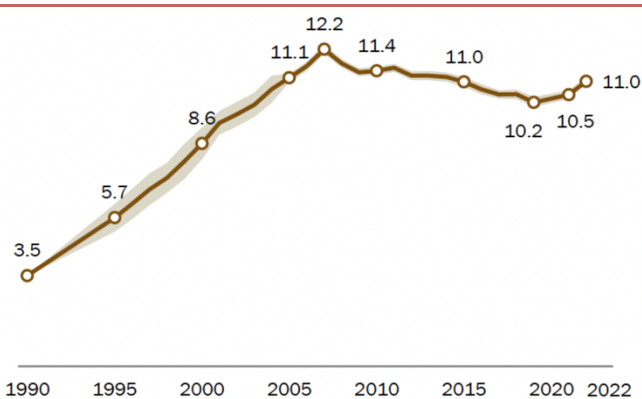
节奏判断：反移民无疑是特朗普坚实票仓“红脖子”们重点聚焦的核心议题。特朗普所任命的“边境沙皇”，似乎预示着其在移民管控方面的强硬态度。由此可以判断，特朗普一旦就职，很可能迅速在移民事务上采取行动。然而，“废除出生公民权”这一设想却面临着巨大的挑战，由于它与美国宪法息息相关，修改这一规定可能会对美国的国家根基造成冲击，需国会 2/3 多数通过及 3/4 州批准，所以在推动实施的过程中，将会遭遇来

请仔细阅读本报告最后一页的免责声明

自各方的强大阻力。

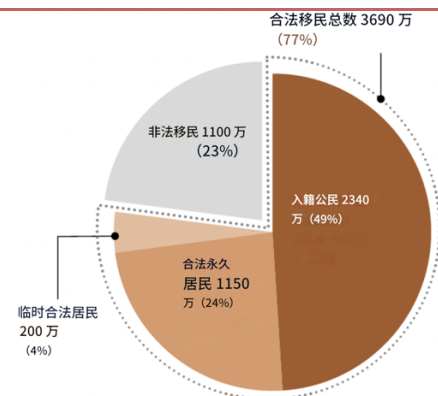
影响分析：移民是推动美国经济发展的重要力量，若大规模驱逐非法移民，将减少劳动力供给，相关岗位空缺难以填补，企业需提高薪酬吸引劳动力，进而增加运营成本，导致物价普遍上涨，最终推动通货膨胀率上升，这对美国经济的稳定与可持续发展会产生不利影响。（1）从驱逐方式上，大规模驱逐非法移民在后勤、司法和政治方面面临巨大挑战。特朗普可能采取渐进方式，通过“切香肠”策略优先解决相对简单的问题。首先，他可能利用行政职权减少非法移民流入，将边境政策从“抓捕并释放”改为“留在墨西哥”。根据美国国会预算办公室（CBO）的数据，2023 年新增非法移民约 330 万，其中 200 万通过非官方口岸进入，包括 110 万被抓获后释放和 86 万未被发现的人。其次，特朗普可能推动合法移民制度改革，强调只有合法移民才能减少连锁移民。在他第一任期内，合法移民人数从 2017 年的 131 万降至 2020 年的 60 万，高技能雇员的 H1-B 签证拒签率显著上升。最后，最具挑战性的措施是驱逐境内非法移民，特朗普可能优先针对约 200 万有刑事指控或庇护申请被拒的非法移民。（2）在经济层面上，移民流入，不论是合法或者非法，对美国经济增长有显著提振作用，既增加劳动力供给，又拉动食品、住房和教育等商品与服务的需求。同时，特别是非法移民通过缴纳消费税和工资税贡献财政收入，但对社会福利的使用相对有限。2023 年以来，美国非农就业人口的增长主要来自教育服务、餐饮服务和建筑业等行业，这些行业对劳动素质要求较低，被认为是非法移民就业的集中选择。如果大规模驱逐非法移民可能导致这些行业的劳动力短缺。若劳动力短缺超预期，可能导致美国服务业等行业成本骤升。CBO 预测，2025-2028 年非法移民将减少财政赤字约 2610 亿美元，占同期预测赤字总额（不含利息）的 6% 左右。此外，美联储主席鲍威尔表示，从长期看，移民对通胀影响基本中性，移民流入劳动力供给增加也能缓解工资上涨压力。因此，特朗普政府一系列限制移民的政策方针下，将从供给端和需求端同时对美国的经济产生影响，因此长期来看，美国资产具备一定的风险。

图34： 美国非法移民数量 | 单位：百万人



数据来源：皮尤研究中心 华泰期货研究院

图35： 美国当前移民分布 | 单位：无



数据来源：皮尤研究中心 华泰期货研究院

外交

节奏判断：作为特朗普长期以来对选民的承诺，他曾宣称将迅速结束俄乌战争，可能采取停止对乌援助等举措。从目前形势来看，特朗普团队虽已意识到“24 小时解决”难以实现，但仍希望能在近期数月内推动俄乌冲突走向终结。而在中东地区特朗普政府一贯秉持对以色列的绝对支持立场，这种立场无疑会给巴勒斯坦地区本就脆弱的和平增添更多不确定因素。

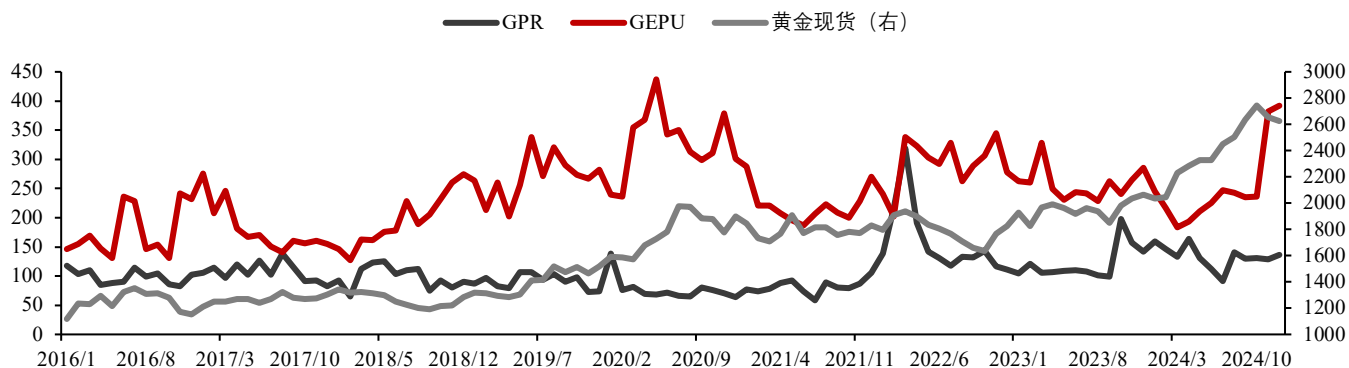
影响分析：由于避险属性，俄乌冲突的缓和将不利于黄金价格的上涨。长期来看，世界局势仍波谲云诡，全球地缘政治博弈、贸易摩擦及经济波动等因素交织，黄金作为避险资产仍有上涨的空间。

(1) 俄乌冲突方面，在竞选时，特朗普声称，乌克兰总统泽连斯基是“历史上最成功的推销员”，美国本可以置身事外，没有理由为乌克兰花那么多钱，他将“在上任 24 小时内结束俄乌冲突”。特朗普政府若真能按照其承诺的那样快速结束俄乌冲突，这对于缓解地缘局势紧张的氛围具有十分积极的意义。我们认为地缘政治的和缓趋势将不利于黄金资产的持有。黄金作为一类特殊的资产，具有稀缺性、非主权性和避险性三大属性。据相关研究，黄金现货价格与地缘政治风险指数 (GPR) 以及全球经济不确定性指数 (GEPU) 存在较强的正相关关系⁵，这表明当局势处于动荡的环境时，黄金的避险属性被放大。如果特朗普政府能够缓和地区紧张局势，短期来看对于黄金价格将产生冲击，资金可以重新流转到别的形式。然而，俄罗斯官方近期表明，暂不接受特朗普政府所谓的停火协议，一方面是因为俄罗斯建立与北约的军事缓冲区的利益以及在黑海出海权的利益，另一方面是因为俄罗斯在战场上占据优势，没有理由在这个时间停火。另一方面，特朗普政府面临着民主党的掣肘以及所谓“国家利益”的裹挟，很难立刻放手对乌克兰事态的关注。这无不提醒我们，特朗普政府停火政策的实际效果，还要打上一个问号。俄乌冲突若未能按预期缓和，黄金避险需求可能持续超预期。

(2) 巴以冲突方面，特朗普对于以色列的强硬支持对于中东的局势动荡情况将会产生负面影响。特朗普难以预测的政策以及强人政治的作风给世界局势带来的不确定性，可能进一步加剧局势动荡，而有利于黄金价格的上涨。同样的，美元信用长期依赖的贬值趋势也将为黄金价格的上涨提供支持。综合考虑来看，黄金价格可能长期来看呈现利好。

⁵ 郑明贵等，国际黄金期货价格影响因素研究

图36： 地缘政治风险指数、全球经济不确定性指数和黄金现货价格 | 单位：指数，美元/盎司



数据来源： EPU Creative Commons Investing 华泰期货研究院

资产配置

我们认为，在特朗普上任前夕，可以考虑持有美股和美元，同时抛空人民币、长期美债。而黄金在价格震荡结束后，也可以选择持有。

美股

减税以及其他刺激政策利好美股。具体利好的板块包括：1) 传统能源板块，由于特朗普能源政策，可能导致传统能源的价格上升，从而引发相关股票的上涨；2) 科技板块，受益于减税政策以及“美国优先”的相关保护主义政策；3) 军工板块，特朗普秉持强硬的军事立场，强调核威慑、导弹防御和太空能力的提升，这意味着美国政府会在军事装备研发、采购等方面投入更多资金，直接为军工企业带来大量订单。然而需要注意的是，在疫情后的大牛市推动下，美股估值普遍较高，当前美股估值水平已达历史第三高点，仅次于1999年末和2021年末。前两次估值达峰后，美股均经历了深度调整。同时也有“利好出尽是利空”的局面的发生的可能性。特朗普的上台又可能引发市场波动，导致“羊群效应”，因此应择机止盈。

外汇

大幅提高关税和减税等政策都会带来“强美元”。外汇由于宏观经济事件和政策调控的影响较大，因此需要密切关注美国实际贸易差额和中美之间的贸易政策。对于可能的高通胀，美联储很可能会在第一季度暂停降息，这很可能会带来美元居高不下。同时美联储政策转向可能逆转美元强势。长期来看，汇率的变化具有双向波动性。考虑到这些因素，美元和人民币适合短线操作，不宜长期持有。

美债

短债可能受益于美联储的温和降息，而长债由于特朗普政府的政策组合可能难以有效解决通胀压力甚至持续推动通胀的走高，价值将存在下行压力。因此可以考虑长期卖空长期美债。

黄金

短期市场存在震荡，不确定性高，中期特朗普上台后有缓解地缘政治冲突的可能性，地缘政治的紧张局势对黄金价格的推动作用有可能转向，而在长期面临美元信用的不断下降以及国际局势的不确定性，黄金的避险属性使得黄金仍然是一类优质无息资产。

免责声明

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、结论及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，投资者并不能依靠本报告以取代行使独立判断。对投资者依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰期货研究院”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

华泰期货有限公司版权所有并保留一切权利。

公司总部

广州市天河区临江大道1号之一2101-2106单元 | 邮编：510000

电话：400-6280-888

网址：www.htfc.com