

“特朗普新政”的方向及影响

宏观点评

日期： 2025.01.22

分析师 尤春野

登记编码：S0950523100001

☎：021-61102508

✉：youchunye1@wkzq.com.cn

相关研究

➤ 《美国大选的影响》(2024/11/3)

事件描述

2025 年 1 月 20 日，特朗普正式宣誓就任美国第 47 任总统。

事件点评

内政优先。综合特朗普的就职演讲和白宫官网“优先事项”两方面内容，移民问题和通胀问题均列在前两位，是第一优先级。对外加征关税的问题在就职演说中提及，在白宫优先事项中未提及，态度似有弱化。我们认为特朗普上台后优先处理的方向是内政，禁止移民、开发传统能源等相关政策会迅速推出，对外事务的节奏则需进一步观察。而对内减税计划尚未提上日程。所以我们认为特朗普 2.0 时期政策优先级是：限制移民 ≥ 抗击通胀 > 优化政府部门 ≥ 对外关税 > 对内减税。

限制移民及抗击通胀的矛盾。位列特朗普执政方针第一优先级的是限制移民和抗击通胀。大幅收紧移民政策毫无疑问会增加美国劳动力供给端的压力，从而进一步加重薪资通胀，对服务业影响尤其明显。特朗普抗击通胀的主要方式是恢复传统能源的供给。但是目前来看，能源和商品已经不是物价上涨的主要动力，服务价格上涨才是通胀中黏性最强的部分，是当前美国通胀的核心矛盾。目前国际上主要能源的价格并未超出合理区间，我们认为特朗普的政策虽然有助于推动能源价格下降，但空间可能有限；反而限制移民带来的劳动力供给不足和随之而来的服务通胀会大大增加核心通胀的黏性。所以特朗普 2.0 时代抗击通胀的前景存在较大不确定性，如果对外贸易摩擦升级，则出现二次通胀的概率并不小。

对华关税与对内减税延后。特朗普的就职演讲中未强调其竞选时对所有国家加征关税及对中国额外加征关税的主张，在关税表态上有所弱化。随后特朗普表示“计划 2 月 1 日对从加拿大和墨西哥进口的商品征收 25% 的关税。”即特朗普首批关税战的目标并非对所有国家或中国，而是先面向两个邻国。总体上，虽然我们认为未来中美仍然很可能出现关税等方面的摩擦，但相比于立刻加征关税的情况而言，目前特朗普的政策节奏给双方带来了缓和的可能性，有利于市场风险偏好边际改善。此外，特朗普在竞选中将继续对内减税作为纲领，但在就职演讲和优先事项中均未提及。我们认为其推行时间可能会相对较晚。

对于资产价格的影响。我们认为特朗普的新政计划有助于提振人民币汇率。一方面，特朗普并未立即对华加征关税，有助于提振市场对中国资产的风险偏好，缓解人民币贬值压力。另一方面，中方如果有意谈判，则也应稳定人民币汇率以示诚意。我们认为中国股市风险偏好也有望边际改善。相比于此前全球资产较为极致的“特朗普交易”而言，目前“特朗普新政”计划则留出了中美关系缓和的空间，对于风险偏好边际利好。此外，特朗普对近期对加拿大、丹麦格陵兰岛、巴拿马运河等地区提出了一系列领土诉求，可能会引发较多地缘政治的不确定性，所以对华政策的节奏也可能延缓，有助于缓和中国市场的担忧情绪。

风险提示：

- 1、特朗普对华加征关税超预期；
- 2、美国通胀超预期上行。

内政优先

2025 年 1 月 20 日，特朗普正式宣誓就任美国第 47 任总统。在就职演讲上，特朗普提出将签署一系列行政命令，其主要方向一是禁止非法移民；二是以终结“绿色新政”、开发传统能源为手段压制国内通胀；三是成立“外部税务局”，改革贸易体系；四是成立“政府效率部门”，并保障言论自由，明确只有男女两种性别；五是树立美国霸主地位，包括收回巴拿马运河、探索火星等。

白宫官网也进行了大幅更新，同时指出了特朗普政府的“优先事项”：一是保证美国安全，主要指移民等问题；二是压制通胀和能源价格；三是优化政府部门结构及办公方式；四是重塑美国传统价值观，包括性别意识、重要地标重新命名等。

综合特朗普的就职演讲和白宫官网“优先事项”两方面内容，移民问题和通胀问题均列在前两位，是第一优先级。对外加征关税的问题在就职演说中提及，在白宫优先事项中未提及，态度似有弱化。我们认为特朗普上台后优先处理的方向是内政，禁止移民、开发传统能源等相关政策会迅速推出，对外事务的节奏则需进一步观察。而对内减税计划尚未提上日程。所以我们认为特朗普 2.0 时期政策优先级是：限制移民>抗击通胀>优化政府部门>对外关税>对内减税。

限制移民及抗击通胀的矛盾

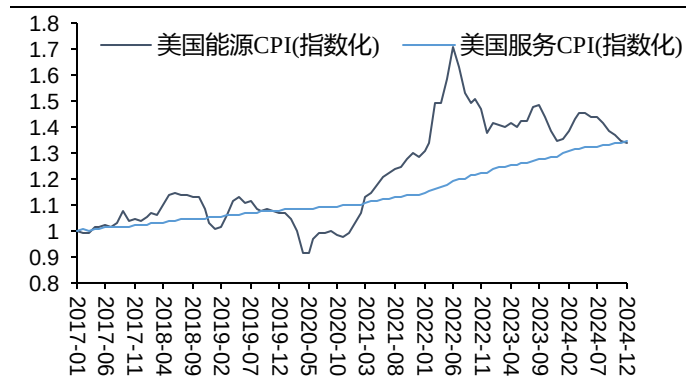
位列特朗普执政方针第一优先级的是限制移民和抗击通胀。特朗普在就职典礼上声明将“在南部边境宣布国家紧急状态。所有非法入境将立即停止，将开始将数百万犯罪的外国人遣返他们来自的地方。”外来移民一直是美国新增劳动力的重要组成部分，大幅收紧移民政策毫无疑问会增加美国劳动力供给端的压力，从而进一步加重薪资通胀，对服务业影响尤其明显。

特朗普抗击通胀的主要方式是恢复传统能源的供给。特朗普团队认为，“通货膨胀危机是由大规模的超支和不断上涨的能源价格引起的。”所以特朗普政府将大幅增加传统能源的供给，以对抗通货膨胀。同时，特朗普还将终结“绿色新政”，取消对于新能源车的补贴等等，以促进传统汽车行业及传统能源的发展。

限制移民本身是通胀性的，特朗普政府能否通过压低能源价格的方法有效控制通胀？我们认为效果存疑。自 2021 年起的本轮海外大通胀，最初是起源于供应链断裂及俄乌冲突带来的能源危机，能源及商品通胀确实是高通胀的导火索。但是目前来看，能源和商品已经不是物价上涨的主要动力，服务价格上涨才是通胀中黏性最强的部分，是当前美国通胀的核心矛盾。对比美国能源价格和服务价格，从绝对水平来看，以 2017 年特朗普首届任期为起点，至今能源价格累计涨幅和服务价格累计涨幅基本一致，即能源价格虽在 2022 年出现了大幅上涨，但目前看并未处于过高的水平。从边际变化来看，两年来能源 CPI 持续下降，同比涨幅一直处于较低水平，并不是拉动通胀的主要因素，而服务价格则持续上涨，拉动整体通胀上行。

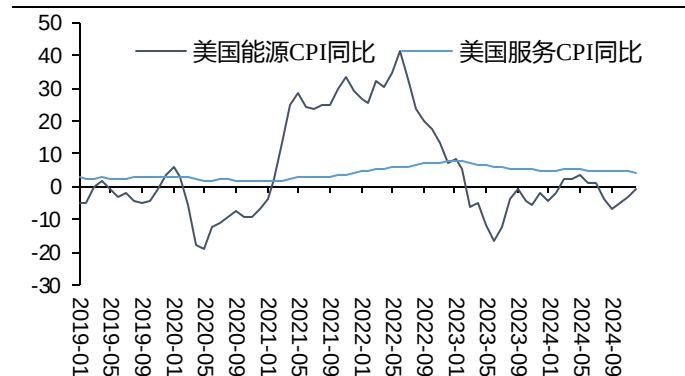
目前布伦特原油价格在 79 美元/桶左右，从历史对比来看并未处于明显高估的水平，天然气等主要燃料国际价格也未超出合理区间。我们认为特朗普的政策虽然有助于推动能源价格下降，但空间可能有限；反而限制移民带来的劳动力供给不足和随之而来的服务通胀会大大增加核心通胀的黏性。所以特朗普 2.0 时代抗击通胀的前景存在较大不确定性，如果对外贸易摩擦升级，则出现二次通胀的概率并不小。

图表 1：美国能源价格累计涨幅与服务价格基本一致



资料来源：Wind，五矿证券研究所

图表 2：美国服务价格黏性更高



资料来源：Wind，五矿证券研究所

对华关税与对内减税延后

特朗普的就职演讲中提到“立即开始改革我们的贸易体系”，“建立‘对外税务局’”，不过并未强调其竞选时对所有国家加征关税及对中国额外加征关税的主张，在关税表态上有所弱化。随后特朗普表示“计划 2 月 1 日对从加拿大和墨西哥进口的商品征收 25% 的关税。”即特朗普首批关税战的目标并非对所有国家或中国，而是先面向两个邻国。我们认为其用意有两方面：

第一，特朗普 2.0 时代有较强的地缘政治野心。此前特朗普多次表示将加拿大并入美国，所以对加拿大加征关税可能是威胁的手段之一。特朗普将把“墨西哥湾”改为“美国湾”，并着重限制墨西哥移民，所以对墨西哥加征关税也可能是威胁的手段。

第二，特朗普并未直接对中国加征关税，但在其《美国优先贸易政策》备忘录中提出对中美 2020 年 1 月签署的贸易协议进行审查，以及评估 2024 年 5 月 14 日的 301 报告，等等。我们认为特朗普此举旨在增加谈判筹码，并为中美双方对贸易等问题的谈判留出时间。所以中美双方仍有谈判的空间。

总体上，虽然我们认为未来中美仍然很可能出现关税等方面的摩擦，但相比于立刻加征关税的情况而言，目前特朗普的政策节奏给双方带来了缓和的可能性，有利于市场风险偏好边际改善。

特朗普在竞选中将继续对内减税作为纲领，但在就职演讲和优先事项中均未提及。我们认为其推行时间可能会相对较晚，预计前文中提到的政策相继落地后才会会在国会两院讨论减税法案。

对于资产价格的影响

我们认为特朗普的新政计划有助于提振人民币汇率。一方面，特朗普并未立即对华加征关税，有助于提振市场对中国资产的风险偏好，缓解人民币贬值压力。另一方面，特朗普留出了更多对华谈判的时间和空间，而近期中国方面也给出了较为积极的响应，所以双方谈判的意愿较强。鉴于特朗普的主要诉求之一是缩小对华贸易逆差，则必然对人民币汇率有稳定甚至升值的诉求，而中方如果有意谈判，则也应稳定人民币汇率以示诚意。

我们认为中国股市风险偏好也有望边际改善。相比于此前全球资产较为极致的“特朗普交易”而言，目前“特朗普新政”计划则留出了中美关系缓和的空间，对于风险偏好边际利好。此外，特朗普对近期对加拿大、丹麦格陵兰岛、巴拿马运河等地区提出了一系列领土诉求，可能会引发较多地缘政治的不确定性，所以对华政策的节奏也可能延缓，有助于缓和中国市场的担忧情绪。

风险提示

1. 特朗普对华加征关税超预期。
2. 美国通胀超预期上行。

分析师声明

作者在中国证券业协会登记为证券投资咨询(分析师)，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。作者保证：(i) 本报告所采用的数据均来自合规渠道；(ii) 本报告分析逻辑基于作者的职业理解，并清晰准确地反映了作者的研究观点；(iii) 本报告结论不受任何第三方的授意或影响；(iv) 不存在任何利益冲突；(v) 英文版翻译若与中文版有所歧义，以中文版报告为准；特此声明。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即以报告发布日后的 6 到 12 个月内的公司股价(或行业指数)相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	股票评级	买入	预期个股相对同期相关证券市场代表性指数的回报在 20%及以上；
		增持	预期个股相对同期相关证券市场代表性指数的回报介于 5%~20%之间；
		持有	预期个股相对同期相关证券市场代表性指数的回报介于-10%~5%之间；
		卖出	预期个股相对同期相关证券市场代表性指数的回报在-10%及以下；
		无评级	预期对于个股未来 6 个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
	行业评级	看好	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%~10%之间；
		看淡	预期行业整体回报低于基准指数整体水平-10%以下。

一般声明

五矿证券有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本公司不会因接收人收到本报告即视其为客户，本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。本报告的版权仅为本公司所有，未经本公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式对本研究报告的任何部分以任何方式制作任何形式的翻版、复制或再次分发给任何其他人。如引用须联络五矿证券研究所获得许可后，再注明出处为五矿证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。在刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的同时，也应注明本报告的发布人和发布日期及提示使用证券研究报告的风险。若未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入或将产生波动；在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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。

本报告的作者是基于独立、客观、公正和审慎的原则制作本研究报告。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。在任何情况下，报告中的信息或意见不构成对任何人的投资建议，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。本公司及作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

五矿证券版权所有。保留一切权利。

特别声明

在法律许可的情况下，五矿证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到五矿证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

联系我们

上海	深圳	北京
地址：上海市浦东新区陆家嘴街道富城路 99 号震旦国际大厦 30 楼 邮编：200120	地址：深圳市南山区滨海大道 3165 号五矿金融大厦 23 层 邮编：518035	地址：北京市东城区朝阳门北大街 3 号五矿广场 C 座 3F 邮编：100010

Analyst Certification

The research analyst is primarily responsible for the content of this report, in whole or in part. The analyst has the Securities Investment Advisory Certification granted by the Securities Association of China. Besides, the analyst independently and objectively issues this report holding a diligent attitude. We hereby declare that (1) all the data used herein is gathered from legitimate sources; (2) the research is based on analyst's professional understanding, and accurately reflects his/her views; (3) the analyst has not been placed under any undue influence or intervention from a third party in compiling this report; (4) there is no conflict of interest; (5) in case of ambiguity due to the translation of the report, the original version in Chinese shall prevail.

Investment Rating Definitions

The rating criteria of investment recommendations The ratings contained herein are classified into company ratings and sector ratings (unless otherwise stated). The rating criteria is the relative market performance between 6 and 12 months after the report's date of issue, i.e. based on the range of rise and fall of the company's stock price (or industry index) compared to the benchmark index. Specifically, the CSI 300 Index is the benchmark index of the A-share market. The Hang Seng Index is the benchmark index of the HK market. The NASDAQ Composite Index or the S&P 500 Index is the benchmark index of the U.S. market.	Ratings		Definitions
	Company Ratings	BUY	Stock return is expected to outperform the benchmark index by more than 20%;
		ACCUMULATE	Stock relative performance is expected to range between 5% and 20%;
		HOLD	Stock relative performance is expected to range between -10% and 5%;
		SELL	Stock return is expected to underperform the benchmark index by more than 10%;
		NOT RATED	No clear view of the stock relative performance over the next 6 months.
	Sector Ratings	POSITIVE	Overall sector return is expected to outperform the benchmark index by more than 10%;
		NEUTRAL	Overall sector expected relative performance ranges between -10% and 10%;
		CAUTIOUS	Overall sector return is expected to underperform the benchmark index by more than 10%.

General Disclaimer

Minmetals Securities Co., Ltd. (or "the company") is licensed to carry on securities investment advisory business by the China Securities Regulatory Commission. The Company will not deem any person as its client notwithstanding his/her receipt of this report. The report is issued only under permit of relevant laws and regulations, solely for the purpose of providing information. The report should not be used or considered as an offer or the solicitation of an offer to sell, buy or subscribe for securities or other financial instruments. The information presented in the report is under the copyright of the company. Without the written permission of the company, none of the institutions or individuals shall duplicate, copy, or redistribute any part of this report, in any form, to any other institutions or individuals. The party who quotes the report should contact the company directly to request permission, specify the source as Equity Research Department of Minmetals Securities, and should not make any change to the information in a manner contrary to the original intention. The party who re-publishes or forwards the research report or part of the report shall indicate the issuer, the date of issue, and the risk of using the report. Otherwise, the company will reserve its right to taking legal action. If any other institution (or "this institution") redistributes this report, this institution will be solely responsible for its redistribution. The information, opinions, and inferences herein only reflect the judgment of the company on the date of issue. Prices, values as well as the returns of securities or the underlying assets herein may fluctuate. At different periods, the company may issue reports with inconsistent information, opinions, and inferences, and does not guarantee the information contained herein is kept up to date. Meanwhile, the information contained herein is subject to change without any prior notice. Investors should pay attention to the updates or modifications. The analyst wrote the report based on principles of independence, objectivity, fairness, and prudence. Information contained herein was obtained from publicly available sources. However, the company makes no warranty of accuracy or completeness of information, and does not guarantee the information and recommendations contained do not change. The company strives to be objective and fair in the report's content. However, opinions, conclusions, and recommendations herein are only for reference, and do not contain any certain judgments about the changes in the stock price or the market. Under no circumstance shall the information contained or opinions expressed herein form investment recommendations to anyone. The company or analysts have no responsibility for any investment decision based on this report. Neither the company, nor its employees, or affiliates shall guarantee any certain return, share any profits with investors, and be liable to any investors for any losses caused by use of the content herein. The company and its analysts, to the extent of their awareness, have no conflict of interest which is required to be disclosed, or taken restrictive or silent measures by the laws with the stock evaluated or recommended in this report.

Minmetals Securities Co. Ltd. 2019. All rights reserved.

Special Disclaimer

Permitted by laws, Minmetals Securities Co., Ltd. may hold and trade the securities of companies mentioned herein, and may provide or seek to provide investment banking, financial consulting, financial products, and other financial services for these companies. Therefore, investors should be aware that Minmetals Securities Co., Ltd. or other related parties may have potential conflicts of interest which may affect the objectivity of the report. Investors should not make investment decisions solely based on this report.

Contact us

Shanghai

Address: 30/F, Zhendan International Building, No.99 Fucheng Road, Lujiazui Street, Pudong New District, Shanghai
Postcode: 200120

Shenzhen

Address: 23F, Minmetals Financial Center, 3165 Binhai Avenue, Nanshan District, Shenzhen
Postcode: 518035

Beijing

Address: 3/F, Tower C, Minmetals Plaza, No.3 Chaoyangmen North Street, Dongcheng District, Beijing
Postcode: 100010