

美国放在首位，开启常识革命

——2025 年美国总统就职演说点评

2025 年 1 月 21 日

宏观经济

事件点评

分析师

康明怡 电话：021-25102911 邮箱：kangmy@dxzq.net.cn

执业证书编号：S1480519090001

事件：

特朗普就职。

主要观点：

- 1、 就职演说比预期的理性，非法移民和通胀居于首位
- 2、 关税政策节奏不及市场预期，但不能以此认为最终落地的力度不及预期
- 3、 涉及中国较少，预计双方先谈判，后关税
- 4、 美国年内通胀压力比去年年底预期的略有减轻，但仍保持一定水平
- 5、 对美股保持中性偏积极
- 6、 原油价格更取决于全球经济基本面

就职演说中，特朗普强调其政策基调为“美国放在首位”，签署一系列历史性的行政命令，开启“常识革命”。提及的政策顺序为非法移民、通胀（传统能源、制造、终结绿色新政），对外贸易（建立外部税务局）、政府效率部，社会公正（性别、种族）、军事、对外扩张（墨西哥湾、巴拿马运河）等。

点评：非法移民和通胀居于首位。特朗普再次当选表明美国社会对非法移民和通胀容忍度降低，这两项议题在就职演说中的排位也体现了这一点。对于移民问题，从特朗普第一个任期和随后拜登任期中非法移民迥然的表现来看，并不确定特朗普的政策能够根本解决这一问题。总体而言，就职演说更多着力于美国内部改革，比市场预期的略微理性。

特朗普在就职演说中将通胀归咎于大规模超支和能源价格。因此他将 1) 通过大力开发传统能源并出口能源，将动用地球上最大的石油和天然气储量，降低价格，重新填满战略储备并出口，用“液体黄金”再次成为一个富裕的国家；2) 重振制造业。对汽车行业，结束绿色新政，撤销电动车强制要求，拯救汽车行业；3) 成立政府效率部，减少政府对经济生产活动的干预。

点评：美国从奥巴马执政时期就已成为全球原油出口前三的国家，其能源产量已经具有相当规模。从数据上看，通胀与原油价格高度相关，通过降低原油价格来降低通胀的想法有一定的依据。

对于重振制造业的细节着墨不多。即使实现制造业回流，或集中于中高端。经过几十年的国际贸易分工，中低端制造业的成本控制达到极致，利润率也较低。从成本收益比来说，制造业回流不会发生在中低端，更可能聚焦于利润率较高的中高端制造业，例如芯片、汽车、飞机、生物医药等。因此，美国制造业回流对其他发达国家影响较大。此外，回流的效果还取决于美国政府与工会之间的关系。过去 8 年，美国制造业回流的效果并不显著。

就职演说中没有特别提及对内减税的措施。特朗普第一任期中对内减税的法案于 2017 年 12 月正式生效。本次减税政策是基于上一次减税法案的改进，预计落地速度略快于上一次。

改革贸易体系。通过关税和税收保护美国工人和家庭，成立外部税务局，从外国收款（关税、税收和收入等）。

点评：特朗普认为对外部征税可以使美国富裕。但历史上美国的制造业能力与当前不可同日而语，关税客观上对通胀有一定

的推升作用。从目前落地关税的节奏上，显然，特朗普政府对通胀和外交关系均有所考虑，并没有像之前宣称的上任第一天就启动关税。对全球 10% 的关税没有即刻落地，推升了市场的乐观情绪。但在就职演说中，特朗普也没有特别提及对内减税措施，所以并不能以此推测其他政策最终落地的力度不及预期。目前能够确定的为 2 月 1 日可能对加拿大和墨西哥的 25% 关税，主要来自其认为这两个国家的非法移民和毒品对美国造成伤害。对多数国家而言，若能达成新的贸易协议，则关税可免。

就职演说中提及“中国”的次数不多，针对中国的关税没有特别提及，略超市场预期。但与上同理，不能以此认为对华政策最终不及预期。参考特朗普第一任期中美关系的时间线，中美之间可能首先是谈判，然后才是关税政策。针对中国的关税最终会以对美国负面冲击最小的方式渐进落地，这一策略也适用于企业和投资政策等。其竞选期间声称对华关税加征 60%，有三层含义。一，高关税主要针对中高端制造业。二，可能分三年完成 60% 的目标，给相关产业链以准备时间。三，对华关税的最终目的与对其他国家有所不同，关税是与中国之间国家竞争的工具之一。

除外交以外，特朗普政府对内的各项改革举措多数需要通过国会，尤其是争议较大的部分，所需时间更长。**外交是美国总统职位权力最大的角色。**根据以往经验，有利于美国的外交成果基本会被继任者继承。例如拜登继承了特朗普已达成的新北美以及其他贸易协议，也继承了对华政策逻辑。同样，拜登时期有利于美国的对华政策也会被特朗普所继承。特朗普施政纲领中对全球经济最大的不确定性来自于其关税政策的落地情况。预计欧洲紧张局势有所缓和，而东亚局势有所变化，利好我国政策进一步向科技领域、以及内需倾斜。

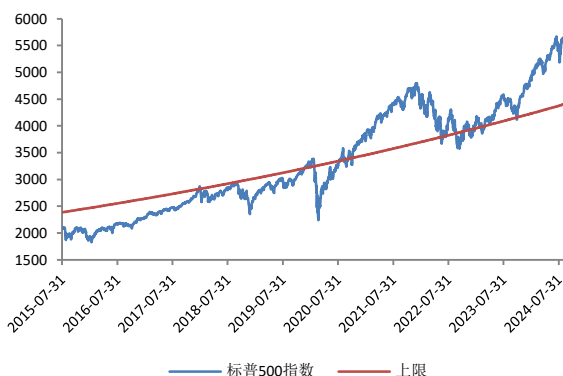
政策传导需要时间，今年美国通胀整体压力略有减轻。特朗普第一任期于执政第一年 2017 年 12 月正式通过减税法案，照此推测，第二任期的减税法案落地最快在 2025 年下半年，减税对通胀的影响最快也要到 2025 年四季度才会体现。其关税政策的落地时间也会随着与各国重新谈判而有所变化。即使政策落地速度加快，从政策面传导到宏观总量也需要一段时间。因此，即使通胀的不确定性客观上行，在不考虑美联储政策的背景下，节奏上可能没有那么快体现在宏观数据中。

美股处于泡沫，维持中性略偏积极。银行信贷有所放松，实体经济投资止跌反弹，叠加 AI 技术突破，股市短期风险不大。类似 1997-2000 年的长期泡沫再次出现，但本次泡沫尚未达到 2000 年水平。历次长期趋势的泡沫湮灭均与货币政策收紧有关。鉴于美联储尚未进入加息通道，我们在 2023 年年底对长期趋势的看法从中性谨慎转为中性，中性是对泡沫的警惕，去掉谨慎是目前尚没有货币政策导致的流动性问题。目前，美国国债抵押市场利率波动正常，联邦隔夜拆借利率非常平稳，表明市场短期资金流动性充裕。叠加特朗普减税预期，我们对美股的态度维持中性略偏积极。

原油价格更取决于全球经济。特朗普第一任期内原油价格并未出现趋势性的下跌，2020 年 2 月之前，原油价格基本高于特朗普就职之前。

风险提示：欧洲经济衰退，贸易摩擦升温。

图1：标普 500 与上限



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图2：短期流动性充裕（%）



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图3：原油价格在特朗普第一任期在疫情前基本高于其任期前（美元/桶）



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

相关报告汇总

报告类型	标题	日期
宏观普通报告	再通胀风险取决于财政货币政策节奏—美国 12 月 CPI 数据点评	2025-01-16
宏观普通报告	周期性行业部分好转，制造业持续收缩—12 月美国非农数据点评	2025-01-13
宏观深度报告	欧美经济分化，海外配置利好美元资产—2025 年海外经济年度展望	2025-01-02
宏观普通报告	就业权重略有回归，财政政策尚未完全进入视野—12 月美国 FOMC 点评	2024-12-19



报告类型	标题	日期
宏观普通报告	全方位扩大国内需求，财政货币双宽—12月12日中央经济工作会议点评	2024-12-13
宏观普通报告	商品价格拉动通胀，服务类价格稳定—美国11月CPI数据点评	2024-12-12
宏观普通报告	超常规逆周期调节，全方位扩大国内需求—12月09日中共中央政治局会议点评	2024-12-09
宏观普通报告	非农总量平稳，制造业略显疲软—11月美国非农数据点评	2024-12-09
宏观普通报告	核心通胀粘性仍在，但无碍年内降息节奏—美国10月CPI数据点评	2024-11-15
宏观普通报告	一揽子财政政策尚未结束，增量政策可期—11月8日人大会议新闻发布会点评	2024-11-12

资料来源：东兴证券研究所

分析师简介

康明怡

经济学博士。分别就读于武汉大学、清华大学和明尼苏达大学，博士期间曾在明尼苏达大学、美联储明尼阿波利斯分行从事多年教学和访问工作。2010 年开始执教于复旦大学经济学院 985 平台，上海浦江人才计划项目。2017 年加入东兴证券研究所。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们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，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及报告作者在自身所知情的范围内，与本报告所评价或推荐的证券或投资标的的存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和法律责任。

行业评级体系

公司投资评级（A股市场基准为沪深300指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普500指数）：
以报告日后的6个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率15%以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率5%~15%之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5%之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率5%以上。

行业投资评级（A股市场基准为沪深300指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普500指数）：
以报告日后的6个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5%之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率5%以上。

东兴证券研究所

北京

西城区金融大街5号新盛大厦B座16层

邮编：100033

电话：010-66554070

传真：010-66554008

上海

虹口区杨树浦路248号瑞丰国际大厦23层

邮编：200082

电话：021-25102800

传真：021-25102881

深圳

福田区益田路6009号新世界中心46F

邮编：518038

电话：0755-83239601

传真：0755-23824526