

2025 年 01 月 21 日

对特朗普就职演讲及首日行政令的几点理解

宏观研究团队

——宏观经济点评

何宁（分析师）

hening@kysec.cn

证书编号：S0790522110002

潘纬桢（分析师）

panweizhen@kysec.cn

证书编号：S0790524040006

● **事件：**当地时间 1 月 20 日，美国总统特朗普在华盛顿宣誓就职，成为美国第 47 任总统，并发表就职演讲，签署首日行政命令。

● **美国优先是本次演讲主旨，聚焦驱逐非法移民、降低通胀，关税提及较少**

1. **美国优先是本次演讲的核心基调，强调回归常识，保守主义立场再度彰显。**本次演讲中，特朗普表示美国将会进入一个黄金时代(the golden age of America)，并强调在任职期间将会将美国放在第一位(put America first)，并签署行政命令全面恢复美国和进行常识革命，美国优先与保守主义立场再度彰显。

2. **大力驱逐非法移民，严格管理边境，并派遣军队进行协助管理。**特朗普宣布美国南部边境进入国家紧急状态，非法入境将立刻被禁止，并将遣返数百万犯罪外籍人士(criminal aliens)，重申留在墨西哥政策(Remain in Mexico policy)，结束拜登政府抓捕即释放的做法，并将派遣军队以击退对国家的灾难性入侵。

3. **加快能源开采，废除严格环保标准应对通货膨胀。**特朗普将通货膨胀的上升归因于大规模过度支出及不断上升的能源价格，因此其宣布进入国家紧急能源状态，进行更多的钻井来促进石油及天然气开采。同时，特朗普还撤销了电动汽车强制令，以便于部分汽车厂商可以免于更严苛的环保标准。

4. **成立外部收入服务机构管理关税。**特朗普在演讲中对关税提及较少，仅表示将改革美国贸易体系，成立外部收入服务机构(External Revenue Service)来征收所有的关税，并在后续提到麦金利总统通过关税促进美国发展。

5. **再次强调选举全面获胜，并宣布终结司法武器政治化。**特朗普还强调在本次选举中美国社会各阶层(不同族裔、年龄段、性别)对其支持都在大幅增加，其将会停止言论审查、终结使用司法手段迫害政治对手，并恢复性别认同。

● **发言整体符合预期，政策力度与影响有待观察，关税影响不容忽视**

1. **特朗普发言基本符合市场预期，但政策细节尚未完全披露，力度与影响有待观察。**在前期报告中，我们曾结合共和党大纲及特朗普公开发言对其施政优先顺序进行过分析(《从 1.0 到 2.0：特朗普施政路径及影响的不变与变》)，结合白宫发布的各项备忘录来看，特朗普一方面撤销了拜登政府的部分行政命令，另一方面是针对联邦政府运行方向做出了一些变革(冻结联邦政府招聘、政府部门工作优先目标转移)，更多的是一些方向性的命令签署，诸多政策细节并未公布。如驱逐非法移民的具体目标、如何派遣军队来进行实施、降低通胀政策、减税政策等细节均欠缺，因此政策力度及效果尚待观察，但发言基本符合预期。

2. **关税虽然不是本次就职演讲重点，但后续影响不容忽视。**虽然特朗普没有宣布立即征收关税，但考虑到其表示将改革美国贸易体系，我们认为特朗普或在认真考虑如何最大化利用关税来达成其政治目的。从后续发布的美国贸易优先政策备忘录来看，其将贸易政策视为国家安全的关键组成部分，解决不公平和不平衡的贸易。同时，要求仔细审核与中国的经济和贸易关系，考虑必要时进行潜在额外关税调整，评估与中国的永久正常贸易关系(PNTR)。从这个角度来看，我们认为关税政策的后续负面影响不容忽视，相关谈判过程将会比较波折。

● **短期海外资产价格或“利多出尽”，但波动性与不确定性将会提升**

对海外各类资产而言，由于特朗普主要政策仍缺乏细节，因此市场前期的交易方向(多美元、美股，空美债)或边际降温，这也是为何特朗普就职后美元、美债收益率均有所回落。但我们认为，特朗普的行事手段与策略具有高度不确定性，对于其本次执政的能力(国会及最高法院影响力)不宜过度高估，但总统行政权范围内的事项(关税、驱逐移民)也不宜低估，后续资产波动与分歧或将增大。

● **风险提示：**美国通胀超预期上行。

相关研究报告

《商品房成交同比涨幅收窄——宏观周报》-2025.1.19

《DID 模型测算消费补贴边际拉动约 2.3 倍——兼评 Q4 经济数据》-2025.1.17

《核心通胀边际下降，但联储或将暂停降息——美国 12 月 CPI 点评》-2025.1.16

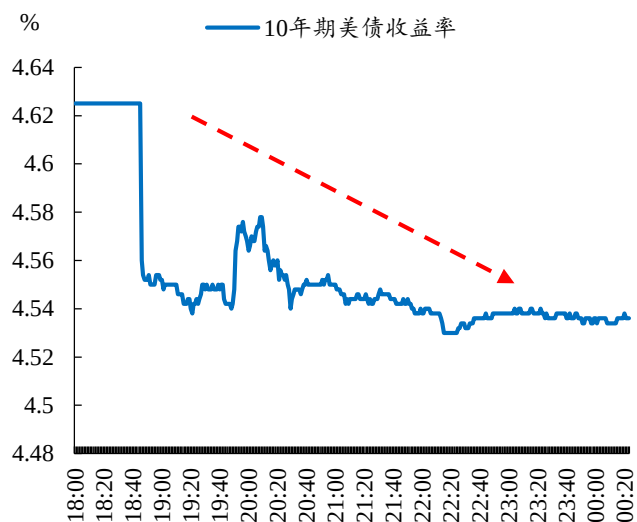
附表1： 特朗普首日行政令主要内容一览

议题	行政命令	具体内容
行政	初步撤销有害的行政命令和行动	撤销拜登时期的行政命令，共 78 项
	恢复言论自由和结束联邦审查制度	恢复言论自由和结束联邦审查制度
	结束联邦政府的武器化	结束联邦政府司法的武器化
	返回到个人工作	终止远程工作安排，并要求联邦工作人员恢复全职工作
	监管冻结等待审查	监管冻结“防止官僚发布更多法规”，直到特朗普完全控制政府
	冻结招聘	联邦招聘冻结（军事和其他排除类别除外）
	对与 2021 年 1 月 6 日在美国首都或附近发生的事件有关的某些罪行给予赦免和减刑	对与 2021 年 1 月 6 日在美国首都或附近发生的事件有关的某些罪行给予赦免和减刑
	恢复联邦劳动力中影响政策的职位的问责制	恢复职业公务员制度的问责制，首先从具有保密、决策、制定政策或倡导政策性质的职位开始。
	追究前政府官员干预选举和不当披露敏感政府信息	追究前政府官员干预选举和不当披露敏感政府信息的责任
	总统“政府效率部”的建立与实施	设立了政府效率部，通过使联邦技术和软件现代化，最大限度地提高政府效率和生产力，来执行总统的 DOGE 议程。
通货膨胀	恢复死刑保障公共安全	确保授权死刑的法律得到尊重和忠实执行，并打击那些通过阻挠和阻止执行死刑来破坏法律的政客和法官。
	为美国家庭提供紧急价格救济并战胜生活成本危机	命令所有行政部门和机构的负责人，根据适用的法律，向美国人民提供紧急价格救济，并增加美国工人的繁荣。这应包括采取适当行动，以降低住房成本并扩大住房供应；消除不必要的行政费用和增加医疗保健成本的寻租行为；消除提高家用电器成本的适得其反的要求；为美国工人创造就业机会，包括吸引沮丧的工人进入劳动力市场；并消除增加食品和燃料成本的有害、强制性“气候”政策。在本备忘录签署之日起 30 天内，负责经济政策的总统助理应向我报告本备忘录的执行情况，此后每 30 天报告一次。
	美国优先贸易政策	审核美国与主要贸易伙伴之间的经济情况，并建议可能必要或适当的任何修订，以实现或维持与自由贸易协定伙伴国在相互和互利让步方面的总体水平。
贸易	经济合作与发展组织（OECD）全球税收协议（Global Tax Deal）	财政部长和美国常驻经合组织代表应通知经合组织，如果国会没有通过《全球税收协定》相关条款的法案，前任政府代表美国就《全球税收协定》作出的任何承诺在美国境内都不具有效力。 财政部长和美国贸易代表应在其权力范围内采取一切额外的必要措施，以执行本备忘录的调查结果。
环境与能源	在国际环境协定中把美国放在首位	退出巴黎气候协定，美国退出根据《联合国气候变化框架公约》作出的任何协定、停止或撤销作出的任何财政承诺。
	停止激进的环保主义，为南加州供水	立即重新启动国家海洋渔业局、美国鱼类和野生动物局、填海局、和其他机构将更多的水从萨克拉门托-圣华金三角洲输送到该州的其他地区，供那里迫切需要可靠供水的人们使用。
移民、难民	释放美国能源	释放美国能源
	宣布美国南部边境的紧急状态	宣布美国南部边境进入紧急状态

确认军队在维护美国领土完整方面的作用	确保美国武装部队优先保护美国沿着国界的主权和领土完整。使命是封锁边界，维护美国的主权、领土完整和安全，击退各种形式的入侵，包括非法大规模移民、毒品贩运、人口走私和贩运，和其他犯罪活动。
重新调整美国难民接纳计划	暂停 United States Refugee Admissions Program (USRAP)，直到难民进一步进入美国符合美国的利益。
保护美国公民身份的意义和价值	美国政府的任何部门或机构都不得向以下人员颁发承认美国公民身份的文件，或接受州、地方或其他政府或当局颁发的声称承认美国公民身份的文件：（1）当该人的母亲在美国非法存在，并且该人的父亲在上述时间不是美国公民或合法永久居民时，该人的出生，或（2）该人的母亲在美国合法但暂时存在，并且该人的父亲在该人出生时不是美国公民或合法永久居民。
保护美国人民不受侵略	美国的政策是忠实地执行移民法，禁止所有不允许入境和可驱逐的外国人，特别是那些威胁美国人民安全或保障的外国人。此外，美国的政策是全面和有效地执行这些法律，包括通过合法的奖励措施和拘留能力。
使美国免受外国恐怖主义和其他威胁安全和公共安全的威胁	为了保护美国人，美国必须在签证发放过程中保持警惕，以确保获准进入美国的外国人不会打算伤害美国人或我们的国家利益。更重要的是，美国必须在他们入境或进入美国之前识别他们。美国必须确保被接纳的外国人和已经在美国的外国人不对美国公民、文化、政府、机构或建国原则持敌对态度，不支持、援助或支持指定的外国恐怖分子和其他对我们国家安全的威胁。
指定卡特尔和其他组织为外国恐怖组织和特别指定的全球恐怖分子	指定卡特尔和其他组织为外国恐怖组织和特别指定的全球恐怖分子，美国的政策是确保彻底消除这些组织在美国的存在及其通过域外指挥和控制结构威胁美国领土、安全和保障的能力，从而保护美国人民和美国领土完整。
保证国家免受侵略	暂停参与入侵美国南部边境的外国人的实际入境，对入侵美国的外国人实施入境限制。
保护妇女不受性别意识形态极端主义的影响，恢复联邦政府的生物学真理	美国的政策是承认两种性别，男性和女性。这些性别是不可改变的，是基于基本的和无可争议的现实。
其它 结束激进和浪费的政府 DEI 计划和偏好	管理和预算办公室主任在总检察长和人事管理办公室主任的协助下，应协调终止所有歧视性方案，包括非法的 DEI 和“多样性、公平、包容和无障碍”（DEIA）任务、政策、方案、偏好和联邦政府的活动，无论它们以何种名义出现。为了执行这一指令，人事管理局局长应在总检察长的协助下，酌情审查和修订所有现行的联邦雇用惯例、工会合同和培训政策或方案，以遵守这一命令。联邦雇佣惯例，包括联邦员工绩效考核，应奖励个人主动性、技能、绩效和辛勤工作，在任何情况下均不得考虑 DEI 或 DEIA 因素、目标、政策、授权或要求。
改革联邦雇用程序和恢复政府服务的业绩	应制定并向各机构负责人发送一份联邦招聘计划，该计划只为联邦劳动力带来致力于促进美国理想、价值观和利益的高技能美国人。
美国退出世界卫生组织	美国退出世界卫生组织

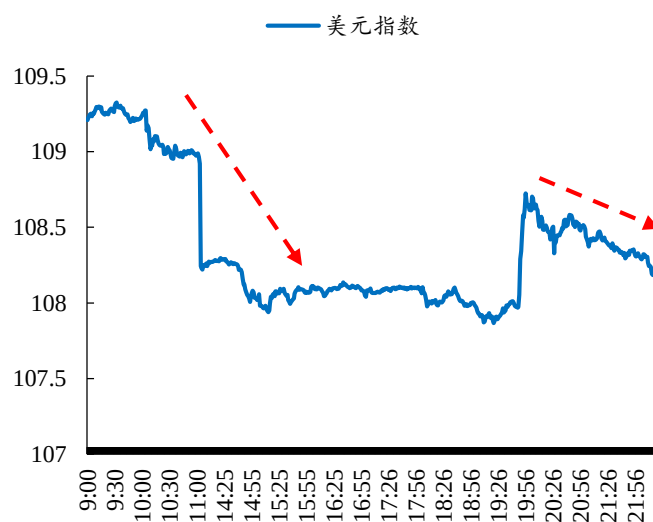
资料来源：白宫、开源证券研究所

附图1： 美债收益率回落



数据来源：Wind、开源证券研究所

附图2： 美元指数边际下降



数据来源：Wind、开源证券研究所

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，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、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。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、价值及投资收入可能会波动。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼3层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn