



五大方面，重新审视特朗普“新政”

——特朗普 2.0 跟踪系列研究之一

2025 年 01 月 10 日

- **核心观点：**特朗普真的那么强势吗？本文尝试从五个方面，在特朗普宣誓就职前，重新审视特朗普 2.0 时期的政策效果。我们认为“新政”的实施力度难免会打折扣：其一“三权合一”的特朗普政府面临党内多重矛盾，众议院的席位领先并不稳固；其二，通胀压力和政策成本对大规模加征关税以及驱逐移民形成掣肘；其三，作为商人，特朗普政策的可交易性仍将延续，“大棒加谈判”的情况预计还会重现。短期内市场仍在交易美国通胀和增长中枢的抬升以及降息预期的压缩，对于高度不确定的政策的定价力度已经超出经济基本面本身。不过，一旦诸多政策如果“打折”实现或导致美元指数和美债收益率的走势出现阶段性反转。
- **特朗普真的实现大权独揽了吗？**特朗普在党内面临三大矛盾，一是建制派和 MAGA 派的矛盾、二是 MAGA 派和马斯克的矛盾，三是“特朗普新政”面临的协调性矛盾。首先，目前虽然特朗普看似三权在握（立法、司法和行政），但众议院共和党仅领先 2 席且只有 217 票，理论上只要有一票倒戈，法案就无法顺利通过。实际上，在 2025 年 1 月 3 日众议院议长选举第一轮投票中就出现了这样的情况。建制派和 MAGA 派如果遇到诉求不一致的法案，可能会导致特朗普无法全面随心所欲地通过法案。其次，MAGA 派和马斯克的矛盾也逐渐加深。来自平民白人的 MAGA 派支持者和马斯克等后加入特朗普团队的精英群体利益诉求本身就不一致，MAGA 派认为外国移民、全球化剥夺了他们的工作机会；而马斯克等科技精英则需要外来劳动力或市场赚取收益，双方诉求的结构性冲突也加剧了特朗普内政实施的难度。最后，特朗普“新政”面临协调性矛盾。颠覆性和破坏性的内阁人事任命以及新阁员对于激进改革的支持力度，都使得政府陷入混乱的几率大幅增加，联邦基层雇员的配合度也会影响其施政进度。
- **对华关税真的会大幅加征吗？**目前较为可能的关税手段主要包括：（1）援引国际紧急经济权力法案（IEEPA），通过总统宣布国家紧急状态直接加征关税；（2）新一轮“301 调查”；（3）取消中国“永久正常贸易伙伴关系”（PNTR）。整体上，考虑到特朗普“控通胀”诉求、准财政部长贝森特（Bessent）对关税加征相对理性且温和的态度以及关税背后平衡贸易逆差和促进制造业回流等目的，对华大幅前置加征关税的可能性并不算高，但有针对性的分批加征恐难以避免。特朗普仍较为可能利用 IEEPA 在就职初始小幅前置加征关税，短期以此作为筹码进行进一步的贸易磋商；而 301 调查带来的关税上调也可能在 2025 年中进一步落地。
- **俄乌是否能快速实现停火？**特朗普在竞选期间说过如果他上台，俄乌会在“24 小时内实现停火”。虽然特朗普对实现停火雄心勃勃，但 12 月 26 日俄罗斯外长拉夫罗夫已明确拒绝泄露的特朗普团队和平协议。一方面，西方和俄罗斯在地缘利益上存在系统性矛盾，另一方面，俄罗斯当前在战局上具有较大优势，西方没有积累足够上桌谈判的筹码。地缘上，乌克兰一旦加入北约，俄罗斯将丧失黑海出海权，丢掉在中东和非洲的影响力，北约也会全面和俄罗斯接壤，因此北约的缓冲区和黑海出海权或是俄罗斯主要利益。从战场上看，俄罗斯在优势逐步扩大的情况下，俄罗斯就维持目前现状而停火的可能性也不大。
- **能源产量真的会提高？**受益于开采限制的放开以及减税政策的利好，美国石油公司开采的积极性或得到一定的提振，但多重因素制约下，美国原油产量或较难实现大幅跃

分析师

张迪

☎：010-8092-7737

✉：zhangdi_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130524060001

于金潼

✉：yujintong_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130524080003

研究助理：铁伟奥

风险提示

1. 美国经济和劳动市场下行的风险
2. 美国银行系统意外出现流动性问题的风险
3. 美国关税和移民驱逐政策超预期的风险

升。首先，由于美国石油生产商曾经历过因生产过剩带来的油价暴跌，其增产态度仍较为谨慎。其次，Bloomberg 提供的数据表明，现有生产的运营成本较低，但新增产量的边际成本较高，包括巴肯页岩在内的边际产量需要每桶约 70 美元的油价才能实现盈亏平衡。因此页岩油开采成本较高，导致进一步增产可能对利润空间带来压力，削弱石油生产商的生产动力。尽管政策和市场条件可能为美国石油行业创造一定的增产机会，但供需平衡和成本结构或将使美国石油产量的实际增长趋于有限。

- **大规模驱逐非法移民能否真的实现？**虽然包括 CRFB 等诸多机构的驱逐移民采用了 100 万人/年的极端假设，但历史数据表明这并不现实；同时，大量驱逐面临两大难题，即巨大的财政成本和实际执行困难。从国土安全局的数据来看，美国 2000 年以来基于驱逐令驱逐出境的人口平均每年约 28.9 万人，特朗普执政的前三年（2017-2019）平均驱逐出境约 32.0 万人，并没有显著高于其他年份。驱逐成本方面，美国移民委员会的测算表明，如果特朗普每年驱逐 100 万非法移民，则可能产生每年 880 亿美元的额外费用。此外，获得驱逐令也需要较为复杂的过程，包括由移民和海关执法局等机构识别或逮捕非法滞留者并确认其国籍、收押并使其上庭、法庭做出驱逐判决、被驱逐者再度上诉等复杂过程。确认无护照非法移民国籍的难度以及高昂的驱逐成本对美国财政产生的额外压力也意味着进行大规模移民遣返会面临明显的困难。即使按历史上限假设每年驱逐 45 万非法移民，则可能使失业率较基准情况走低 0.18% 左右，影响有限。

目录

Catalog

一、 权利能否集中？	4
二、 对华关税是否真的会前置大幅加征？	7
三、 俄乌是否能短期停火？	9
四、 能源产量真的会提高？	10
五、 大规模驱逐非法移民能否真的实现？	11
六、 风险提示	13

一、权利能否集中？

特朗普上台后在施政过程中将面临三大矛盾，一是建制派和 MAGA 派的矛盾、二是 MAGA 派和马斯克的矛盾，三是特朗普新政大幅改革面临的协调性矛盾。首先，尽管特朗普看似三权在握（立法、司法和行政），但对众议院的实际控制并不强，如何团结内部分歧的共和党可能成为阻碍。在众议院，共和党虽然在大选期间赢得 220 个席位，不过由于前众议员马特·盖茨在被提名为特朗普的司法部长时辞职，以及特朗普选择纽约州的众议员埃利斯·斯蒂芬尼克和佛罗里达州的迈克尔·沃尔兹分别担任美国驻联合国大使和国家安全顾问后，共和党席位降至 217 席，仅领先民主党 215 席两席。理论上只要共和党一票倒戈，法案就无法通过，且全部共和党人出席并投票，一旦现场缺人也可以导致议程瘫痪。

而目前在众议院中第一大矛盾就是建制派和 MAGA 派（或称自由党团）之间的。2025 年 1 月 3 日，在众议院议长选举第一轮投票中，仅有 215 名共和党人投票支持继任议长约翰逊，另有 3 票不支持，约翰逊在首轮投票中落选（虽然最后在特朗普的支持下二轮投票中约翰逊还是当选），本次事件已经暴露出众议院共和党内部的矛盾。MAGA 派反对约翰逊的起因是在 2024 年 12 月初的临时拨款决议立法中，约翰逊过于协调民主党的诉求，引起了 MAGA 派的不满。三位反对约翰逊的议员之一马斯·马西写到“我尊重并支持特朗普总统。但我们看到约翰逊与民主党合作，向乌克兰提供资金，授权监视美国人，并浪费预算。”因此在众议院一票不能丢的情况下，如何平衡建制派和 MAGA 派利益非常考验特朗普。

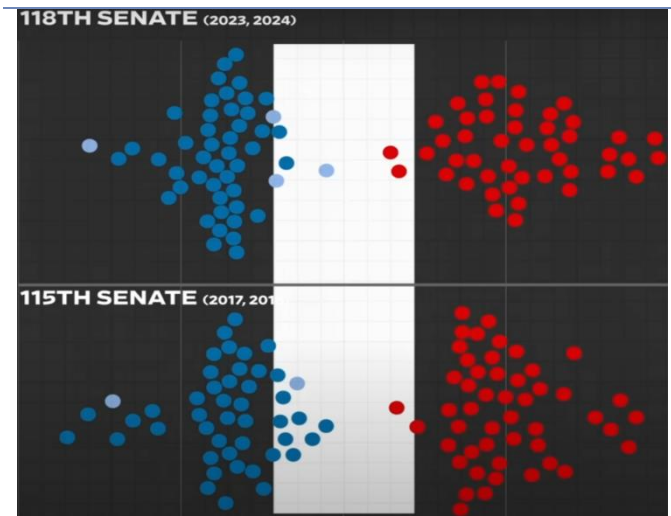
其次，MAGA 派和马斯克的矛盾也逐渐加深。马斯克在加入特朗普阵营后，频频在人事任命和政治议题上发声，引来 MAGA 派的抨击。美国极右翼活动家、特朗普支持者劳拉·鲁默（Laura Loomer）近期大力抨击马斯克和其他技术官僚，指责他们对特朗普产生越来越大的影响。鲁默批评马斯克将个人利益置于国家安全之上，“如果拥有数十亿美元的技术官僚可以不受限制地接触我们的领导人，同时与对手（中国等）保持友好关系，这对我们的宪政共和国意味着什么？”这正式将 MAGA 和马斯克等科技精英的矛盾放在聚光灯下。2024 年末，前特朗普首席战略专家和高级顾问史蒂芬·班农将马斯克等其他来自科技界的特朗普新支持者们称为“皈依者”，并表示“我们不需要南非的白人来教我们做事”。事实上，来自平民白人的 MAGA 派支持者和马斯克等后加入特朗普团队的精英群体利益诉求本身就不一致，MAGA 派认为外国移民、全球化剥夺了他们的工作机会；而马斯克等科技精英则需要外来劳动力或市场赚取收益。双方诉求的结构性冲突也加剧了特朗普内政实施的难度。

最后，特朗普新政的各类大幅改革可能面临协调性矛盾。特朗普在本次选举横扫的情况下，大量任命忠诚于自己的人进入内阁：MAGA 派系从 2016 年的 1 人提升至 8 人、建制派从 6 人降至 1 人，且几乎所有人都更有颠覆性和破坏性的政策主张。财政部长贝森特为“财政鹰派”，主张控制美国财政支出，削减财政赤字；商务部长卢特尼克主张恢复高关税保护政策；贸易代表格里尔提倡与中国的战略脱钩，推动长期贸易壁垒政策；国防部长海格塞斯此前是电视节目主持人，强调要清算军队内部的多元化政策；卫生部长小肯尼迪则是反疫苗人士。尽管内阁人选都忠于特朗普，且在各自的专业领域有一定的研究，这并不意味特朗普的施政举措可以不打折扣的推行。这些核心官员的代表性政策在实际推行中难免产生冲突，比如减少赤字与减税和驱逐非法移民成本之间的矛盾。

如果大范围、多领域的政府部门同时进行颠覆性改革，政府的运行能力会被大大削弱，叠加效果可能会造成不可预见的破坏。同时，基层官僚的不配合也会削弱特朗普的政策完成度：美国总统可以任命 4000 余个岗位，美国联邦雇员（不含邮政）有大约 240 万人，基层一旦不配合或“冷”执行政策的实施，也会阻碍特朗普的政治理念贯彻落实。这也是特朗普成立“政府效率部”（DOGE）

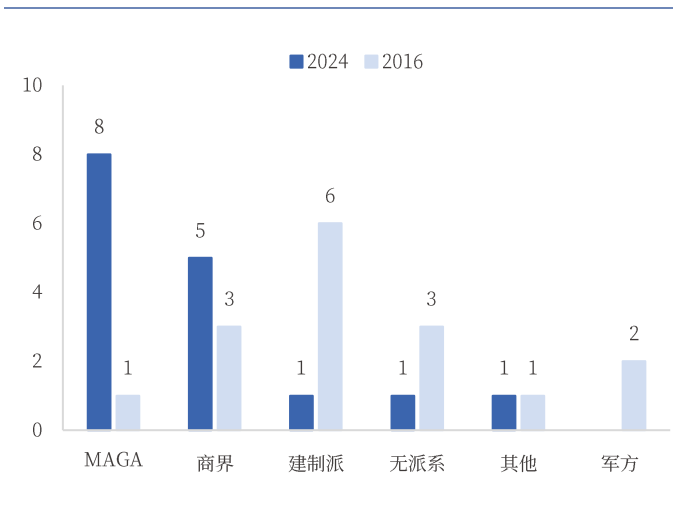
并威胁大量开除联邦雇员的原因之一，但 DOGE 也不能无视大量开除联邦雇员将会造成政府部门瘫痪的事实。

图1：118 届参议院中间派人数对比 115 届显著降低



资料来源：WSJ，中国银河证券研究院

图2：特朗普内阁各派系成员数量（位）



资料来源：AP，中国银河证券研究院

表1：按机构列出的非竞争性联邦职位总数（2016 年）

政府机构	需要参议院确认的任命	不需要参议院确认的任命	非职业高级行政人员	附表 C	机构总计
总统执行办公室	22	129	30	44	225
农业部	14	2	48	165	229
商务部	21	1	39	106	167
国防部	52	0	77	109	238
教育部	15	2	20	123	160
能源部	21	0	33	83	137
健康与人类服务部	18	2	80	80	180
国土安全部	17	7	50	82	156
住房和城市发展部	13	0	28	41	82
司法部	209	14	55	55	333
劳工部	16	2	26	88	132
国务院	265	4	38	123	430
内政部	17	0	37	52	106
财政部	31	3	36	56	126
运输部	22	2	28	39	91
退伍军人事务部	11	4	10	11	36
环境保护局	13	0	26	25	64
中央情报局	3	1	0	0	4
商品期货交易委员会	5	0	0	7	12

联邦通信委员会	5	0	4	3	12
美联储系统	7	0	0	0	7
总务管理局	1	1	19	28	49
人事管理办公室	2	0	14	19	35
美国证券交易委员会	1	4	0	15	20
小企业管理局	4	0	14	39	57
社会保障管理局	3	2	10	2	17
美国国际开发署	11	1	2	0	14
其余机构	423	291	37	143	894
所有机构合计	1242	472	761	1538	4013

资料来源：Center for presidential transition，中国银河证券研究院

图3：政府内阁成员

人名	任命职位	现职位	历史信息	对华态度	人名	任命职位	现职位	历史信息	对华态度
万斯	副总统	俄亥俄州共和党联邦参议员	美国俄亥俄州参议员(2023 – 至今) Narya Capital 联合创始人 (2019-2023 年) Rockbridge Network联合创始人 (2019 年) Our Ohio Renewal联合创始人 (2017 年至今)	鹰派	道格·伯古姆	内政部长	北达科他州州长	"北达科他州州长 (2016 年至今) 2024 年美国总统候选人 微软商业解决方案集团高级副总裁 (2001-2007 年) Great Plains Software 总裁 (1984-2001)	鹰派
马尔科·卢比奥	国务卿	佛罗里达州共和党参议员	参议院情报委员会副主席 (2021 年至今) 参议院小企业委员会主席 (2019-2021 年) 2016 年美国总统候选人 佛罗里达州美国参议员 (2011 年至今) 第 94 任佛罗里达州众议院议长 (2006-2008 年)	鹰派	小罗伯特·肯尼迪	卫生与公众服务部长	儿童健康防御组织主席兼创始人	"儿童健康防御组织创始人兼主席 (2007-2023 年) 水守护者联盟创始人兼主席 (1999-2020) 佩斯大学环境诉讼诊所主任兼监督律师 (1987 - 2017) "	鸽派
斯科特·贝森特	财政部长	宏观对冲基金 Key Square Group 创始人	Key Square Group 创始人 (2015 年至今) 唐纳德·特朗普 2024 年总统竞选的经济顾问 索罗斯基金管理公司首席投资官 (2011-2015) 外交关系委员会成员 (2016 年至今)	中性偏鹰	肖恩·达菲	运输部长	福克斯主持人，前美国众议员	Fox Business 频道《The Bottom Line》联合主持人 (2020-2024 年) 美国有线电视新闻网 (CNN) 政治评论员 (2019-2020 年) 威斯康星州第 7 选区美国代表(2011-2019) 阿什兰县地方检察官(2002-2010)	鹰派
霍华德·卢特尼克	商务部长	康托·菲茨杰拉德公司和 BGC 集团董事长兼首席执行官	Cantor Fitzgerald 总裁兼首席执行官 (1991 年至今) Cantor Fitzgerald 主席(1996 – 至今) BGC 集团董事长兼首席执行官 (2004 年至今)	鹰派	琳达·麦马汉	教育部长	美国优先委员会主席	第 25 任小企业管理局局长 (2017-2019 年) 康涅狄格州教育委员会委员 (2009-2010 年) 泰坦体育股份有限公司联合创始人 2010 年康涅狄格州美国参议员共和党候选人 2012 年康涅狄格州美国参议员共和党候选人	无态度
皮特·海格塞斯	国防部长	福克斯新闻电视主持人	《福克斯与朋友》周末节目联合主持人(2017-2024) 福克斯新闻政治评论员 (2014 年至今) 陆军国民警卫队少校 (2003 年至今)	鹰派	克里斯·莱特	能源部长	Liberty Energy 首席执行官	"Liberty Energy 创始人、首席执行官兼董事长 (2011 年至今) 斯特劳德能源公司董事长 (1994-2006) Pinnacle Technologies 创始人兼首席执行官 (1992-2006)"	无态度
帕姆·邦迪	司法部长	美国优先委员会法律部门领导人	"美国优先政策研究所首席法律官 (2024 年至今) 肯尼迪中心 董事会成员 (2020 年至今) 第 37 任佛罗里达州总检察长(2011 年 - 2019 年) 希尔斯伯勒县助理州检察官 (1994-2009)"	无态度	道格·柯林斯	退伍军人事务部长	美国众议员	众议院司法委员会排名成员 (2019-2020 年) GA-9 美国代表 (2013 年 - 2021 年) 2020 年佐治亚州美国参议员候选人 佐治亚州第 27 区众议员 (2007 年 - 2013 年) 美国空军预备役上校 (2002 年至今)	无态度

资料来源：AP，中国银河证券研究院

图4：白宫成员

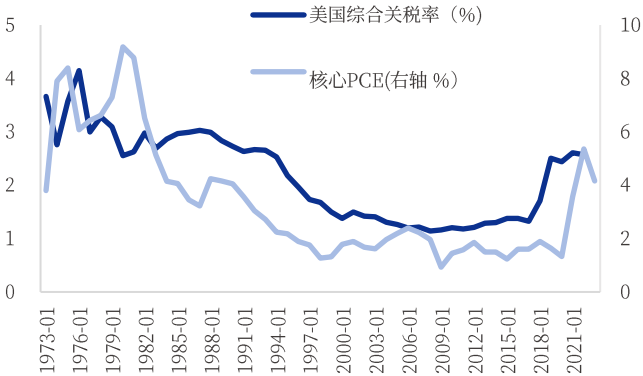
人名	任命职位	现职位	历史信息	对华态度	人名	任命职位	现职位	历史信息	对华态度
克里斯蒂·诺姆	国土安全部部长	南达科他州州长	"第 33 任南达科他州州长 (2019 年至今) 圣地亚哥-阿拉巴马州美国代表(2011-2019) 南达科他州第 6 区州议员 (2007 年 - 2011 年) 民航巡逻队中校 (2008 年至今) "	鹰派	迈克·沃尔茨	美国国家安全顾问	佛罗里达州的共和党籍国会众议员	他是第一位当选国会众议员的美国陆军特种部队成员，曾多次被派驻阿富汗、中东和非洲，目前是众议院军事委员会、外交事务委员会及情报常设特别委员会成员。	鹰派
苏珊·威尔斯	白宫办公厅主任	竞选活动联合主席	2016 年美国大选期间，负责特朗普在佛罗里达州的竞选活动，并帮助特朗普赢下该州，由此获得了“天才调解人”和“佛罗里达州专家”的称号。2018 年，受特朗普安排帮助共和党人罗恩·德桑蒂斯竞选佛州州长，再次助力取得胜利，但之后与德桑蒂斯关系出现紧张，于 2019 年被解除顾问职务。2024 年，成为特朗普竞选团队首席顾问，在过去两年中领导了特朗普的竞选活动，并帮助特朗普在 2024 年总统选举中获胜。	鹰派	艾莉丝·斯特凡尼克	驻联合国大使	美国众议员	是坚定的以色列捍卫者和联合国的激烈批评者，也是特朗普的直言不讳的盟友，自 2015 年以来一直代表纽约在国会任职。	鹰派
李·泽尔丁	美国环境保护署署长	前纽约州众议员	泽尔丁是特朗普的长期盟友，并且是 126 名签署简报向最高法院质疑 2020 年选举结果的共和党国会议员之一。	鹰派	汤姆·霍曼 Tom Homan	边境负责人	移民和海关执法局前代理局长	他曾在 2017 年至 2018 年期间担任美国移民和海关执法局 (ICE) 的代理局长。在特朗普第一任期内曾担任美国移民和海关执法局代理局长，支持特朗普美墨边境非法移民家庭分离政策。	鹰派
塔尔西·加巴德	国家情报总监	前民主党国会众议员	2022 年美国国会中期选举中，已经成为无党派独立人士的加巴德，为特朗普支持的几名议员候选人站台，并在共和党全国大会上成为特邀发言嘉宾。2024 年她干脆直接加入了共和党，并在今年 8 月成为特朗普总统过渡团队的联合负责人。	鸽派	埃隆·马斯克	政府效率部负责人	特斯拉首席执行官	马斯克一直是本次大选中，川普竞选团队的重要支柱——这位科技大亨频繁出现在 2024 年大选的关键摇摆州，并且参加川普集会和帮其拉票。	鸽派
约翰·拉特克里夫	美国中央情报局局长	美国众议员	拉特克里夫今年 59 岁，曾在得克萨斯州从事律师工作，后进入政坛，担任过市长、联邦检察官等职务，从 2015 年 1 月至 2020 年 5 月担任国会众议员。他在 2020 年至 2021 年期间担任国家情报总监。	鹰派	维克·拉马斯瓦米	政府效率部负责人	印裔生物企业家	在 2020 年总统大选中，拉马斯瓦米选择支持特朗普。在竞选候选人提名期间，拉马斯瓦米将自己定义为“科学家”，并称自己研制出了许多药物。他更像是一名活动于生物技术行业的金融企业家。今年 1 月，拉马斯瓦米转向支持特朗普竞选。	鹰派

资料来源：AP，中国银河证券研究院

二、对华关税是否真的会前置大幅加征？

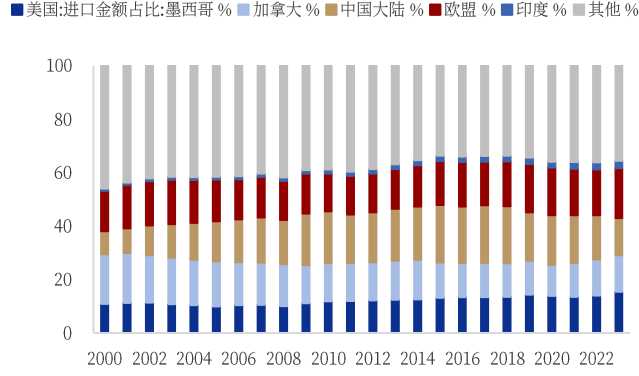
早在 2024 年 11 月 26 日，特朗普就曾表示，针对中国在芬太尼和加墨两国在毒品和非法移民上的问题，其上任后要对进口自中国的所有商品额外征收 10% 的关税，并对来自墨西哥和加拿大的所有进口商品征收 25% 的关税。中、加、墨三国占美国的总进口额的 40% 左右，上述规模意味着特朗普加征关税计划的第一步已经展露。整体上，考虑到特朗普“控通胀”的诉求、准财政部长贝森特（Bessent）对关税加征相对理性且温和的态度，以及关税背后平衡贸易逆差和促进制造业回流等目的，对华大幅前置加征关税的可能性并不算高。

图5：美国综合关税率和核心 PCE



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图6：美国进口占比



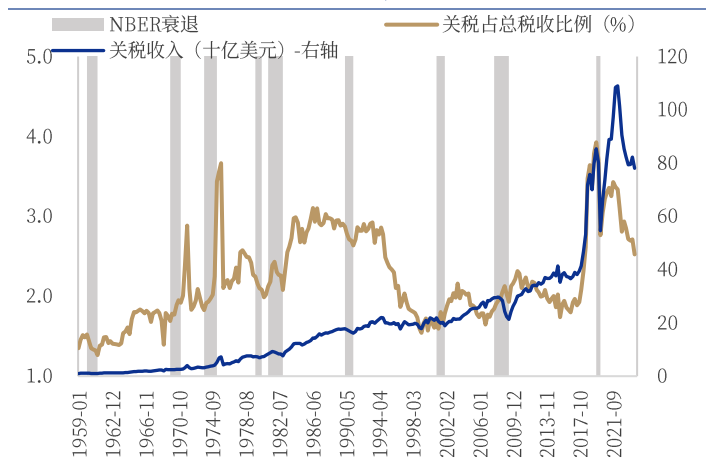
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

特朗普拟任命的主要官员态度方面，虽然财政部长、商贸部长和贸易代表都支持继续加征关税，但对于节奏和规模意见并不统一，前置大幅加征可能性亦不高。财政部长贝森特（Bessent）态度较为温和，他虽然赞扬上一届特朗普政府推行的公平贸易等政策实现了非通胀性增长，但在主要场合透露得态度似乎是将关税“分层”实施，这样不仅可以弱化对通胀的短期冲击，也可以更好地进行贸易磋商。相比之下，商务部长卢特尼克（Lutnick）对华态度更加鹰派，可能倾向于较早大幅加征关税；他曾明确表示支持特朗普的关税政策，并希望推动与中国的“脱钩”议程，针对中国企业并阻碍我国尖端科技的发展。而潜在贸易代表格利尔（Greer）作为上届特朗普政府贸易代表莱特希泽（Lighthizer）的从属，也继承了其衣钵，认为关税将在经济议程中发挥核心作用，誓言利用贸易政策来增加联邦政府收入，并迫使企业将制造业工作转移到美国。整体来看，由于主要官员在关税态度上并不统一，且提名财政部长的贝森特较为务实并倾向于通过关税沟通攫取贸易利益，关税有更高概率在沟通中分批加征。

从实施方式考虑，可能的关税加征手段包括：（1）援引国际紧急经济权力法案（IEEPA），通过总统宣布国家紧急状态直接加征关税，这种方式耗时短且程序较为简便，可能被用于 2025 年前置对中、加、墨的关税上调，这一方式也曾在 2019 年被用于威胁墨西哥。（2）启动新一轮“301 调查”，但由于 2017—19 年加征关税的经验，本轮 301 调查从开启到实施的时间可能较此前的 8-10 个月缩短；考虑到本轮特朗普政府的关税加征经验更加丰富，301 调查主导的关税可能在 2025 年中开始落地。（3）取消中国“永久正常贸易伙伴关系”（PNTR），可以对中国的贸易地位进行逐年审议，加大关税提高风险的同时也利于进行沟通 and 施压。

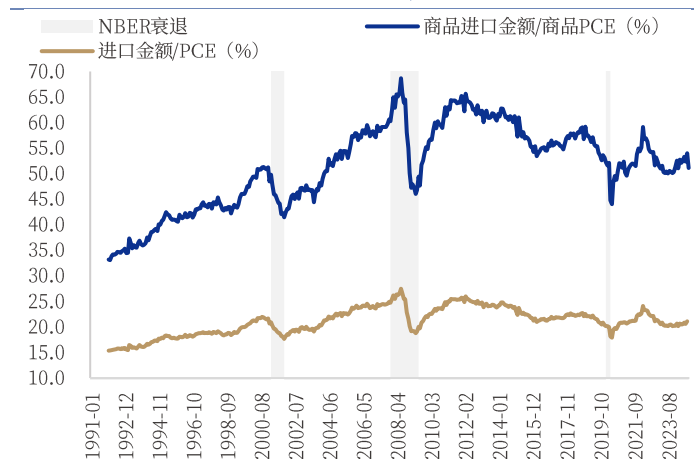
综合特朗普目前公布的关税与其他政策计划，以及其官员任命情况来考虑：（1）特朗普大概率不会直接对其他经济体全面加征 10%~20% 的普遍性关税，并使中国产品面临的关税水平升至 60%，关税政策集中且前置的概率不高。（2）特朗普的初步计划已经显示美国对主要贸易对象有针对性的分批加征关税，短期可能以此作为筹码进行进一步的贸易磋商，获取包括制造业回流美国或使对方购买更多美国产品等利益。（3）在潜在的通胀和高利率压力下，虽然关税可能不会大幅前置落地，但针对中、加、墨的小幅关税加征在 2025 年初就可能落地，作为在贸易磋商中进一步施压的筹码。（4）美国主要财政和贸易官员对关税意见并不统一，从务实角度出发，分层加征关税，而非前置大幅加征，可能更符合特朗普政府控制贸易逆差和制造业回流等诉求。

图7：关税占总财政收入比例可能提升，但未必会大幅前置落地



资料来源：Fred，中国银河证券研究院

图8：美国商品进口占商品消费比例较高，关税将冲击核心商品价格



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

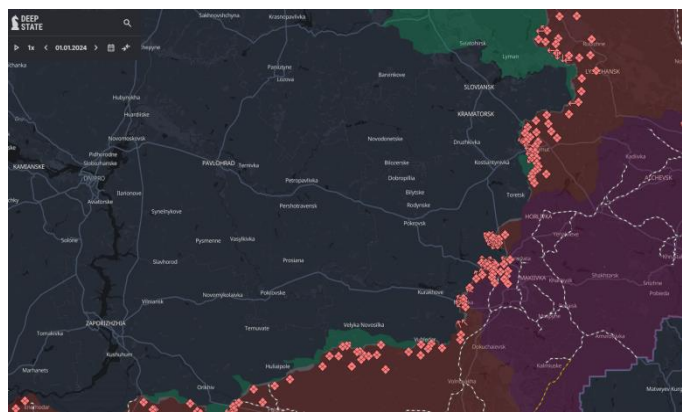
三、俄乌是否能短期停火？

虽然特朗普对持续援助乌克兰不感兴趣，但俄罗斯已明确拒绝特朗普团队提出的和平协议。特朗普在竞选期表示如果他上台，“俄乌冲突将在 24 小时内结束”。虽然他并没有表示如何解决这一冲突，但该表态已经表达出特朗普对俄乌冲突并没有拜登和民主党那么上心。内阁任命上，军方从两人降至 0 人，也凸显了特朗普对军工业和战争的不感兴趣。《华尔街日报》11 月曾报道疑似泄露的信息表示，特朗普的顾问已经起草了一份解决俄乌冲突的计划，这项提议包括：将乌克兰加入北约的时间推迟 20 年，冻结目前的交火前线，并在乌克兰建立一个由欧洲盟国维和部队控制的“非军事区”。但俄罗斯外交部长拉夫罗夫在 12 月 29 日在线上采访时说，“停火这条路走不通”，乌克兰会借机增强军事实力。拉夫罗夫说：“我们需要决定性、具有法律约束力的协议，那将为确保俄罗斯联邦的安全，当然还有我们邻居的合法安全利益，创造一切条件。”在 30 日接受俄罗斯国家通讯社塔斯社(TASS)采访时，拉夫罗夫进一步拒绝特朗普幕僚提出的乌克兰和平协议。

与北约的缓冲区和黑海出海权或是俄罗斯主要利益。从国家角度，俄罗斯在东欧、巴尔干、黑海到地中海以及北非都拥有广泛利益。而北约在冷战后经过数年东扩后，目前与俄罗斯之间的隔离仅剩白俄罗斯、乌克兰和格鲁吉亚。一旦乌克兰加入北约，北约可以从芬兰贯通到土耳其，将俄罗斯封锁在黑海以内。在波罗的海被北约国家包围、北极航道全年通航时间不足的情况下，丧失黑海到地中海的出海通道将使俄罗斯彻底变成内陆国家。因此目前的停火协议很难达到俄罗斯诉求，而美国也很难看到大幅让步，退出东欧的可能，两方诉求很难达到契合。

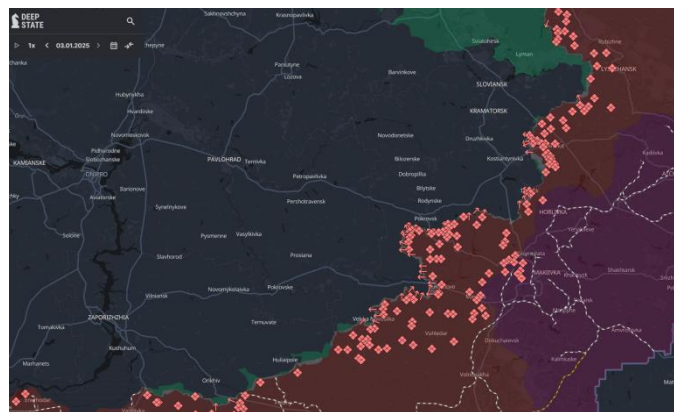
从战场上看，俄罗斯推进速度逐渐加快。根据亲乌克兰的美国战争研究所 12 月 30 日公布的数据显示：俄军在 10 月份向前推进了 610 平方千米，在 11 月份向前推进了 725 平方千米，12 月份前 30 天向前推进了 465 平方千米，综合逐月数据，俄军在整个 2024 年向前推进了约 4000 平方千米。相较于而言，俄军在 2024 年的推进速度是 2023 年的 7 倍之多，尤其是在今年 8 月初乌军入侵库尔斯克之后，俄罗斯在乌克兰东部战线的推进速度，不断刷新了俄乌战争以来的最高纪录。战场上俄罗斯在优势逐步扩大的情况下，俄罗斯就维持目前现状而停火的可能性也不大。

图9：乌克兰东部局势图（2024 年 1 月 1 日）



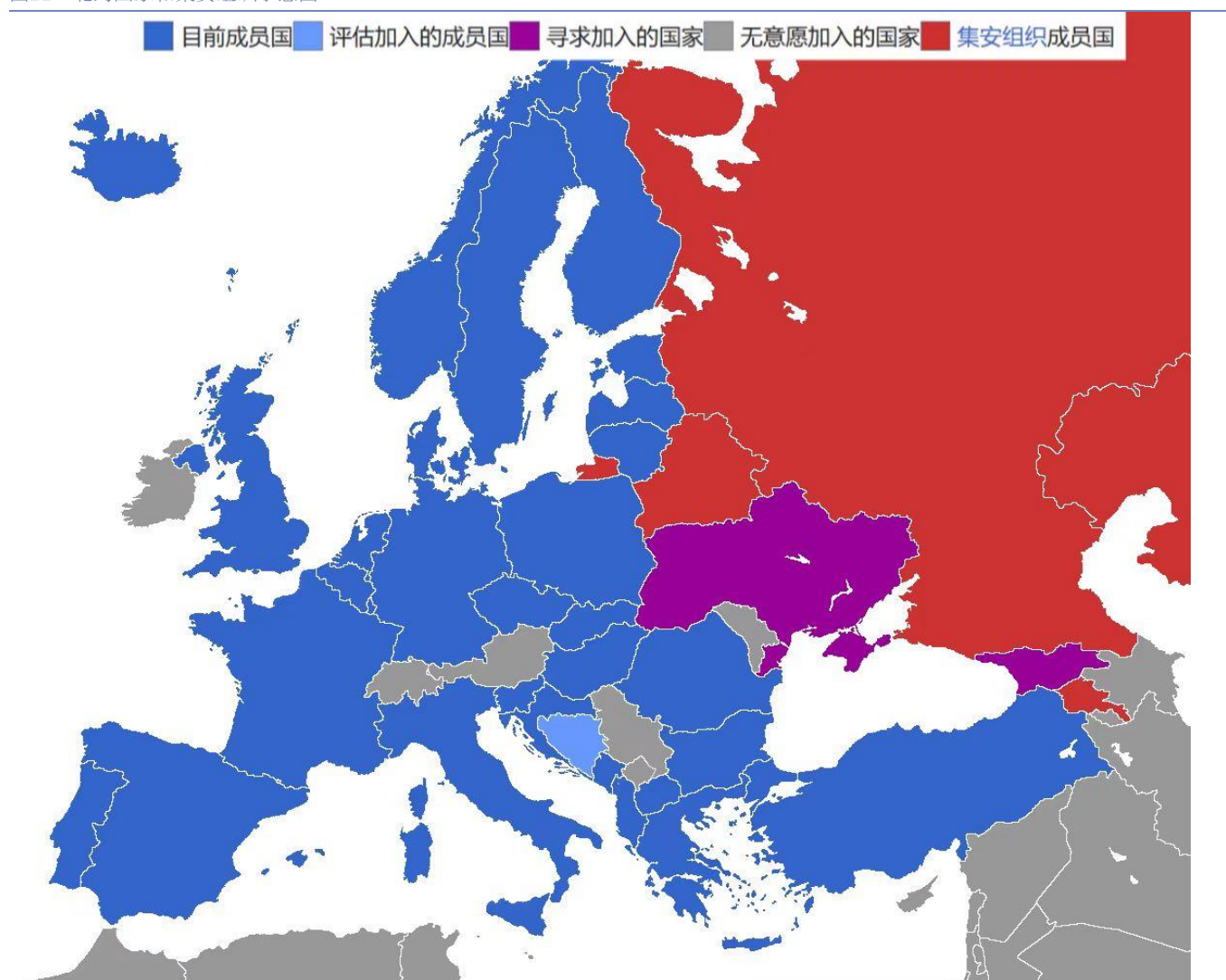
资料来源：DeepState Map, 中国银河证券研究院

图10：乌克兰东部局势图（2025 年 1 月 3 日）



资料来源：DeepState Map, 中国银河证券研究院

图11：北约国家和集安组织示意图



资料来源：北约，中国银河证券研究院

四、能源产量真的会提高？

能源增产是特朗普长期的理念。一方面在竞选时期，特朗普就表示将终止拜登政府对石油和天然气联邦钻探的限制，取消所有的清洁能源政策。我们可以看到美国钻井许可数量和原油价格在拜登上任后就产生了分化。另一方面，减税政策也会为能源企业带来利好，根据彭博社消息，若特朗普将公司税率从 21% 降低至 15%，10 家美国页岩油公司在过去 12 个月的税费支出预计将从 58 亿美元减少到 42 亿美元。

不过美国石油产量的增长虽然可能因减税政策的实施得到一定程度的刺激，但其幅度受到多重因素制约，有可能难以实现大幅跃升。首先，由于美国石油生产商曾经历过因生产过剩带来的油价暴跌，其增产态度仍较为谨慎。其次，Bloomberg 提供的数据表明，现有生产的运营成本较低，但新增产量的边际成本较高，包括巴肯页岩在内的边际产量需要每桶约 70 美元的油价才能实现盈亏平衡。因此页岩油开采成本较高，导致进一步增产可能对利润空间带来压力，削弱石油生产商的生

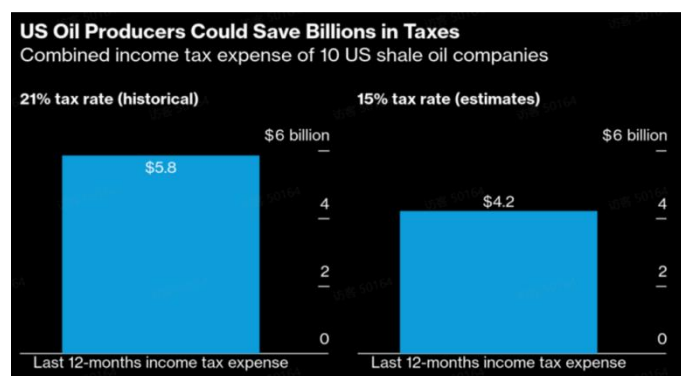
产动力。尽管政策和市场条件可能为美国石油行业创造一定的增产机会，但供需平衡和成本结构或将使美国石油产量的实际增长趋于有限。

图12: 美国钻井数量和 WTI 原油价格



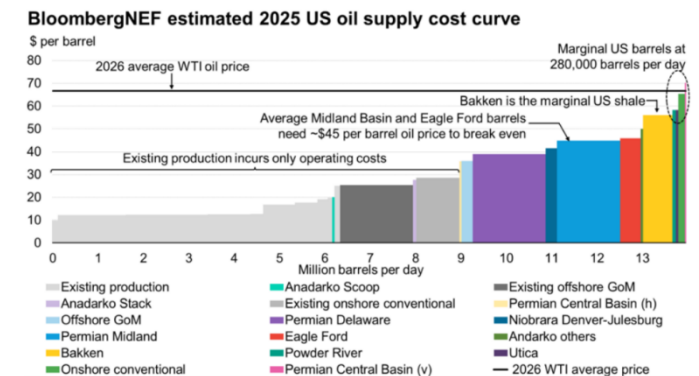
资料来源: 北约, 中国银河证券研究院

图13: 若特朗普将公司税率从 21% 下降至 15% 石油公司节税情况



资料来源: Bloomberg, 中国银河证券研究院

图14: 美国石油成本曲线



资料来源: Bloomberg, 中国银河证券研究院

五、大规模驱逐非法移民能否真的实现？

我们将特朗普的移民政策分为两部分分析，并尝试测算极限情况下驱逐（非法）移民和限制移民流入对失业率和劳动供给的冲击。虽然极端情况下特朗普的大规模移民驱逐可能减少 100 万劳动供给并降低失业率，但大规模驱逐移民并不现实：即使特朗普上任后立刻加强驱逐力度，实际操作面临的困难和所需额外的资金意味着，驱逐水平回到特朗普上一任期约 32 万非法移民/年的水平已然不易。因此不宜高估驱逐移民政策的最终效果以及对劳动供给的冲击。

首先，特朗普政府可能会大量驱逐非法移民，减少劳动供给的同时降低失业率。在极端情况下，参考 CRFB 等机构的假设，如果特朗普每年驱逐 100 万非法移民，且其余的总劳动人口和 16 岁以上就业人口正常增长，可以利用劳动供需缺口与失业率的相关性估算失业率的潜在变动¹。以 16 岁以上就业人数和职位空缺数作为总需求，以劳动力人口作为总供给，预计按目前斜率劳动市场供需缺口在 2024 年底基本闭合。如果进一步驱逐非法移民（每月 8.33 万）且劳动需求的趋势不变，则失业率可能会比不驱逐非法移民的情况降低 0.4 个百分点，这会降低美联储降息的紧迫性。

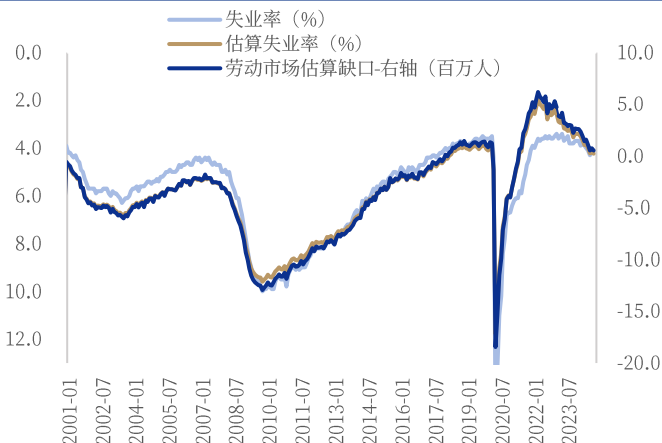
不过需要注意的是，每年驱逐 100 万非法移民大概率不会发生：从国土安全局的数据来看，美国 2000 年以来基于驱逐令驱逐出境的人口平均每年约 28.9 万人，特朗普执政的前三年（2017-2019）平均驱逐出境约 32.0 万人，并没有显著高于其他年份，历史上驱逐最多人数的是奥巴马执政期间的 2013 年，共计 43.2 万人。同时，获得驱逐令也需要较为复杂的过程，包括由移民和海关执法局等机构识别或逮捕非法滞留者并确认其国籍、收押并使其上庭、法庭做出驱逐判决、被驱逐者再度上诉等复杂过程。从实际执行层面考虑，确认无护照非法移民国籍的难度以及高昂的驱逐成本对美国财政产生的额外压力也意味着进行大规模移民遣返会面临明显的困难。美国移民委员会的测算表明，如果特朗普开始大规模驱逐移民，按每年 100 万人的规模估算，则可能产生每年 880 亿美元的额外费用，这对希望控制赤字的财政部来说也不是好消息。即使按历史上限假设每年驱逐 45 万非法移民，则可能使失业率较基准情况走低 0.18% 左右，影响相对有限。这种情况下，美联储暂缓降息的紧迫性并不强，因此也不宜高估驱逐非法移民政策的冲击。

图15：从历史数据来看，每年驱逐 50 万以上非法移民并不现实（人）



资料来源：Department of Homeland Security, 中国银河证券研究院

图16：劳动力市场缺口的收窄可能推升失业率



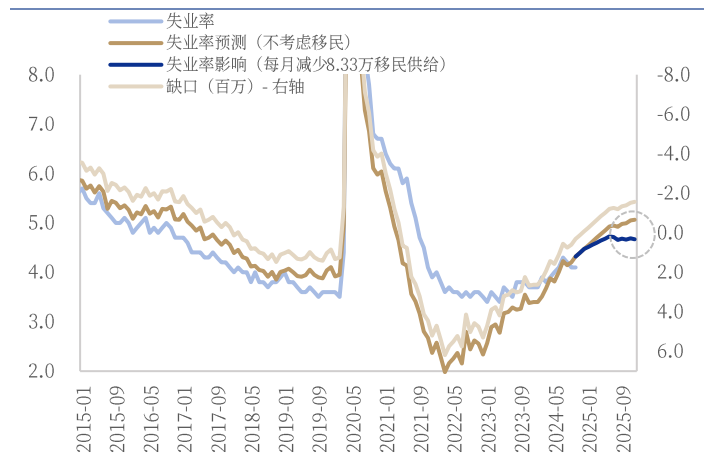
资料来源：Fred, 中国银河证券研究院

在驱逐非法移民的基础上，特朗普政府还可能采取限制新移民流入的政策，这可能扭转增长斜率明显高于疫情前的非本地出生劳动人口的趋势，进而减少劳动力供给。假设特朗普就职后立刻全面限制移民流入，使非本地出生劳动人口的增长斜率回到疫情之前，则更低移民增长下劳动人口供给较当前趋势每年可能减少约 103 万人，这也可能降低失业率；当然相关政策难以在 2025 年初就落地见效。因此，在极端情况下，特朗普的政策可能在 2025 年减少 200 万人左右的劳动供给，这一方面可能导致失业率在 4.1% 左右的水平不再进一步回升，另一方面也可能加强劳动市场韧性并导致服务通胀压力边际上升。

总体上，在经济仍有动能且美联储开始降息的情况下，2025 年劳动市场面临的下行压力并不大，但如果特朗普政府采取激进的移民政策，劳动供给将减少并阻碍失业率上升，这降低了美联储连续降息的紧迫性，但在通胀可控的情况下也并不阻止联邦基金利率从 4% 以上的水平继续小幅下行。

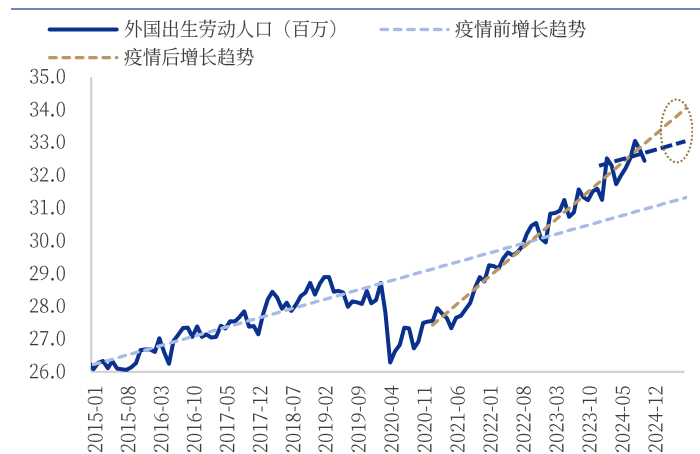
¹ 驱逐 100 万移民的假设被美国难民和移民委员会（USCRI）和美国移民委员会（AIC）等机构在研究中使用。Mass Deportation: Devastating Costs to America, Its Budget and Economy | American Immigration Council

图17：大量驱逐非法移民可能导致失业率较基准情况降低（%）



资料来源：Fred、Wind，中国银河证券研究院

图18：限制移民入境也将减少劳动人口供给



资料来源：Fred，中国银河证券研究院

六、风险提示

- (1)美国经济和劳动市场下行的风险
- (2)美国银行系统意外出现流动性问题的风险
- (3)美国关税和移民驱逐政策超预期的风险

分析师承诺及简介

本人承诺以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。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的具体推荐或观点直接或间接相关。

张迪，首席宏观分析师；于金潼，宏观分析师。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。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。

银河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。银河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。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

评级标准

评级标准	评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 到 12 个月行业指数（或公司股价）相对市场表现，其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准，北交所市场以北证 50 指数为基准，香港市场以恒生指数为基准。	行业评级	推荐：相对基准指数涨幅 10% 以上 中性：相对基准指数涨幅在 -5%~10% 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 20% 以上 谨慎推荐：相对基准指数涨幅在 5%~20% 之间 中性：相对基准指数涨幅在 -5%~5% 之间 回避：相对基准指数跌幅 5% 以上

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 层

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 层

北京市丰台区西营街 8 号院 1 号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：程曦 0755-83471683 chengxi_yj@chinastock.com.cn
 苏一耘 0755-83479312 suyiyun_yj@chinastock.com.cn
 上海地区：陆韵如 021-60387901 luyunru_yj@chinastock.com.cn
 李洋洋 021-20252671 liyangyang_yj@chinastock.com.cn
 北京地区：田薇 010-80927721 tianwei@chinastock.com.cn
 褚颖 010-80927755 chuying_yj@chinastock.com.cn