

# 宏观深度报告 20240619

## 特朗普 2.0，那些承诺会兑现吗？

2024年06月19日

证券分析师 邵翔

执业证书：S0600523010001

shaox@dwzq.com.cn

### 相关研究

《5月经济：再续结构性分化态势》  
2024-06-19

《5月金融数据：“修饰”还是“修复”？》  
2024-06-15

■ **特朗普 1.0 竞选承诺兑现度是近三届总统内最低。**据统计 2016 年、2020 年美国大选前，特朗普两番竞选时曾作出近 300 项承诺。但任期内他的承诺兑现度，仅刚刚超过 20%。低于拜登的 27%，也远低于奥巴马任内兑现的 48%。

■ **究其原因，当时他是华盛顿政治圈的终极“局外人”，导致其承诺兑现困难重重：**特朗普既缺少执政经验，也缺乏在华盛顿与共和党内部的支持者关系网。**正因如此特朗普不得不任命一些与他“并不熟悉”的人进入内阁：**其中近 60%的人与他首次打交道。这也导致了部分官员与其产生明显的观点分歧，超过 30%曾与特朗普卷入公开冲突，从而进一步导致特朗普任期内的承诺难以兑现。

通过的法案大多集中在两院由共和党统一执政时期。2019 年之前两院统一由共和党控制，很大程度上给特朗普兑现其承诺“开绿灯”，特别是《减税与就业法案》。反观在民主党赢得了更多众议院席位后，分裂的国会导致特朗普推行其立法面临阻力。**那么具体来看：**

■ **经济：承诺最多，兑现最少。**从所有承诺中看，特朗普的政策纲领集中在**经济、移民、政府流程**等，而其中经济议题是提到最多的。**但越是承诺的多，就越难做：**经济方面的兑现可以说是“寥寥无几”，是所有议题中兑现度最低的，仅有 21.7%。

■ **尽管诸多经济政策的执行会受到国会批准的限制，但特朗普个人态度的转变也是其失约的重要因素之一，**全球环境和国内经济局势的动态变换迫使特朗普不得不改变，从而导致特朗普在经济方面承诺的“时间不一致性”。

■ **贸易：“火力全开”，基本全部兑现。**除了未兑现从世贸组织剔除中国的承诺外，特朗普基本兑现了他在贸易方面的其他所有承诺。**这得益于贸易政策的实施逍遥于国会控制，特朗普有更大的行政权力直接拍板；**加之贸易领域官员对其政策的彻底贯彻落实与推进，特朗普在贸易方面可以说是一帆风顺。

除此之外，特朗普踢到了司法的“钢板”：一方面，司法改革需要通过国会立法生效，而特朗普未能得到国会有效支持，并且这在众议院被民主党控制后变得更糟；另一方面，特朗普和司法部官员的关系十分僵硬，这使得相关政策在实施过程中阻碍重重。这些也最终导致了特朗普基本没有兑现司法方面的承诺。

■ **回到本次来看，我们不妨先来看下特朗普 2.0 下，政策纲领有什么不同？**

■ **从政策重心上看，特朗普今年政策纲领转向贸易，减弱了对经济方面的承诺。**2016 年首次参选时，特朗普的政策纲领尤其集中在经济。但今年“风向标”明显在向国家安全、教育及贸易转向，经济已经不是“重中之重”的议题。除此之外，特朗普对于移民政策比例有所下降，更关注国民就业、生活等问题。

■ **那特朗普 2.0 下政策承诺兑现将会何去何从？**

■ **首先从整体上看，特朗普 2.0 的“核心圈”比 1.0 更忠诚，将全力以赴配合承诺。**倘若特朗普再次当选，那么这一届的“领导班子”大概率比第一届的要更团结。他延用了很多之前的老将，在政见上也是很大程度的和他比较统一：例如特朗普严苛移民政策的操刀人斯蒂芬·米勒（Stephen Miller），再比如主笔了特朗普政府的贸易战和新贸易协议（如 USMCA）的莱特希泽等。鉴于此，**特朗普 2.0 下的政策兑现度将普遍高于之前。**

■ **其次从核心事项来看，贸易将进一步升级。**一则，特朗普对贸易的态度普遍升级，提出了考虑对美国所有进口商品征收“普遍基准关税”，并且

提出摆脱对中国依赖，征收 60% 的关税；二则中美贸易的头号鹰派代表莱特希泽继续在“核心朋友圈”，预示“中美贸易战 2.0”已箭在弦上。

除此之外，移民政策也将进一步收紧。移民问题是美国人当前关心的头等大事，特朗普或在第一任期强硬移民政策之上进一步升级。一方面特朗普对移民的态度本就是“零容忍”；另一方面米勒仍在 2024 年特朗普的“核心圈”，这意味着严苛移民政策计划的设计师将进一步协助特朗普重新实施更严格的移民控制措施。

- **最后，财政货币“双宽松”在路上。**一方面，特朗普偏好低利率环境，不仅在第一届任期内多次施压美联储“威胁”降息，且频繁公开表达对鲍威尔的不满。鉴于此，如果特朗普再次当选，美联储大概率会继续面对来自总统要求大幅降息的压力。届时叠加美国经济动力引擎的减弱，特朗普势必再次“压力测试”美联储使其加大降息幅度。

另一方面，参考过去经验，特朗普是减税及财政宽松的“爱好者”。无论是降低企业还是个人的税收，还是实施大规模的财政刺激，特朗普的终极目的便是刺激美国经济。由此在其任期内，美国赤字率不断攀升，在 2020 年年中突破 10%。因此在此基础上，特朗普 2.0 下财政风格方面的政策计划更可能延续，进而会导致更大的财政赤字。

- **风险提示：**全球通胀超预期上行，美国经济提前进入显著衰退，巴以冲突局势失控，美国银行危机再起金融风险暴露。

## 内容目录

1. 特朗普 1.0, 他兑现了多少承诺? .....	5
2. 特朗普 2.0, 政策纲领有什么不同? .....	8
3. 特朗普 2.0, 政策承诺兑现将会何去何从? .....	9
4. 风险提示 .....	11

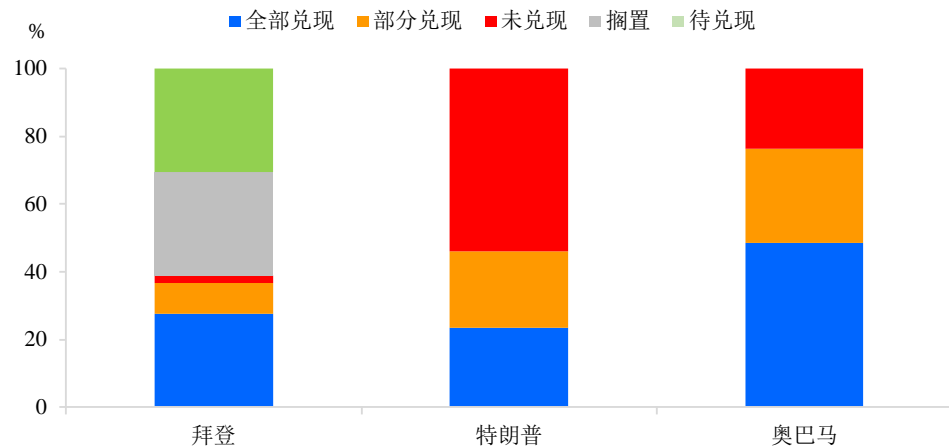
## 图表目录

图 1: 特朗普为近三届政府中承诺兑现度最低的.....	5
图 2: 特朗普第一任期内主要通过的法案内容梳理.....	7
图 3: 特朗普 1.0 下, 经济兑现度较低, 贸易兑现度较高.....	8
图 4: 特朗普提出的 2024 政策纲领分布.....	8
图 5: 特朗普 1.0 时期的核心团队.....	9
图 6: 特朗普任期内, 频繁向美联储施压.....	10
图 7: 特朗普时期的财政宽松刺激赤字率大幅上涨.....	10
图 8: 特朗普 2.0 可能会导致更大的财政赤字.....	10

## 1. 特朗普 1.0，他兑现了多少承诺？

特朗普 1.0 竞选承诺兑现度是近三届总统内最低。据统计 2016 年、2020 年美国大选前，特朗普两番竞选时曾作出近 300 项承诺。但任期内他的承诺兑现度，仅刚刚超过 20%。低于拜登的 27%，也远低于奥巴马任内兑现的 48%。

图1：特朗普为近三届政府中承诺兑现度最低的



数据来源：Wind，东吴证券研究所

究其原因，当时他是华盛顿政治圈的终极“局外人”，导致其承诺兑现困难重重：特朗普既缺少执政经验，也缺乏在华盛顿与共和党内部的支持者关系网。正因如此特朗普不得不任命一些与他“并不熟悉”的人进入内阁：其中近 60%的人与他首次打交道。这也导致了部分官员与其产生明显的观点分歧，超过 30%曾与特朗普卷入公开冲突，从而进一步导致特朗普任期内的承诺难以兑现。

通过的法案大多集中在两院由共和党统一执政时期。2019 年之前两院统一由共和党控制，很大程度上给特朗普兑现其承诺“开绿灯”，特别是《减税与就业法案》。反观在民主党赢得了更多众议院席位后，分裂的国会导致特朗普推行其立法面临阻力。那么具体来看：

**经济：承诺最多，兑现最少。**从所有承诺中看，特朗普的政策纲领集中在经济、移民、政府流程等，而其中经济议题是提到最多的。但越是承诺的多，就越难做：经济方面的兑现可以说是“寥寥无几”，是所有议题中兑现度最低的，仅有 21.7%。

尽管诸多经济政策的执行会受到国会批准的限制，但特朗普个人态度的转变也是其失约的重要因素之一，全球环境和国内经济局势的动态变换迫使特朗普不得不改变，从而导致特朗普在经济方面承诺的“时间不一致性”。

**贸易：“火力全开”，基本全部兑现。**除了未兑现从世贸组织剔除中国的承诺外，特朗普基本兑现了他在贸易方面的其他所有承诺。**这得益于贸易政策的实施逍遥于国会控制，特朗普有更大的行政权力直接拍板；**加之贸易领域官员对其政策的彻底贯彻落实与推进，特朗普在贸易方面可以说是一帆风顺。

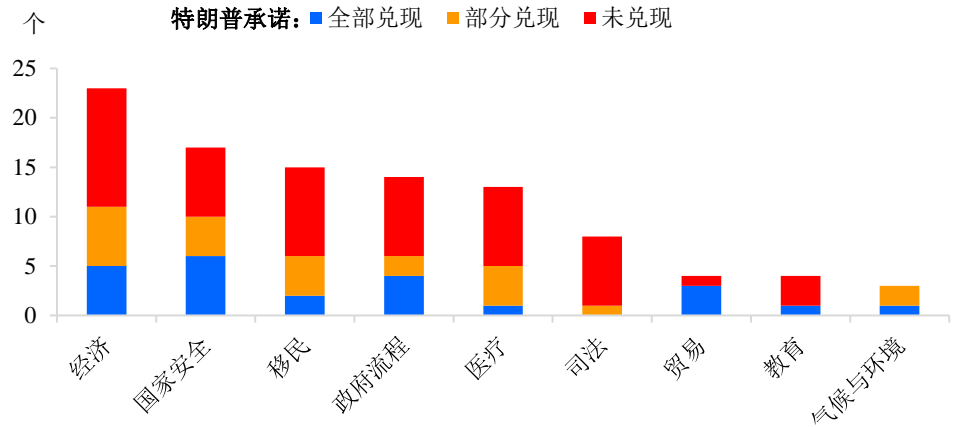
**除此之外，特朗普踢到了司法的“钢板”：**一方面，司法改革需要通过国会立法生效，而特朗普未能得到国会有效支持，并且这在众议院被民主党控制后变得更糟；另一方面，特朗普和司法部官员的关系十分僵硬，这使得相关政策在实施过程中阻碍重重。这些也最终导致了特朗普基本没有兑现司法方面的承诺。

图2: 特朗普第一任期内主要通过的法案内容梳理

领域	涉及法规法案	通过日期	是否需要国会通过	涉及部门	主要内容
税收	颁布《2017年减税和就业法案》	2017/12/22	是	国会、财政部、国税局	该法案旨在通过降低企业税率和个人所得税率来刺激经济增长。具体措施包括将公司税率从35%降至21%，简化个人所得税率结构，增加标准扣除额，限制州和地方税收的扣除，废除个人强制医疗保险的罚款等
监管	经济增长、监管缓和和消费者保护法	2018/5/24	是	国会、消费者金融保护局、证券交易委员会、联邦存款保险公司	该法案主要通过放松对小型银行和社区银行的监管，促进金融机构的经济增长，同时保护消费者权益。具体措施包括提高适用强化监管的资产门槛，放宽对抵押贷款的要求，简化小银行的资本规定等
	《1990年首席财务官法案》更新	2018年	否	财政部、各联邦机构的首席财务官办公室	该法案旨在通过设立首席财务官职位，加强联邦政府各部门和机构的财务管理和监督。具体措施包括设立首席财务官委员会，要求每个联邦机构设立首席财务官职位，规范财务报告 and 内部控制等
气候能源	《可负担清洁能源规则》	2019/6/19	否	环境保护署	该规则是环境保护署制定的一项旨在减少电力行业碳排放的法规。主要措施包括推动燃煤电厂采用清洁能源技术，鼓励使用可再生能源，设定各州的碳排放目标等
	《国家环境政策法》修改	2020/7/15	否	环境保护署、内政部、农业部	该法案要求所有联邦机构在进行可能对环境产生重大影响的项目时，必须进行环境影响评估（EIA）。具体措施包括制定环境影响声明（EIS），确保公众参与决策过程，保护和自然资源等
	《巴黎气候协议》	2017/6/1	否	国务院、环境保护署	这是一个全球性气候协定，旨在应对气候变化，限制全球气温上升。具体目标包括将全球气温上升控制在2摄氏度以内，努力限制在1.5摄氏度以内，各国提交国家自主贡献（NDCs），定期评估和更新目标等
	废除《清洁水规则》	020年被废除	否	环境保护署、陆军工程部队	该规则旨在通过明确联邦政府对美国水体的监管权限，保护清洁水资源。主要措施包括定义“水域”的范围，保护湿地和流域，防止污染源侵入水体，确保饮用水安全等
司法	《第一步法案》	2018/12/21	是	国会、司法部	该法案是对美国刑事司法系统的全面改革，主要包括减少非暴力犯罪的刑期，提供囚犯教育和职业培训，改善监狱条件，降低累犯率，建立更公平的刑事司法程序等
贸易	《1962年贸易扩展法》	2018/3/8	否	商务部、贸易代表办公室	该法案授权总统在谈判贸易协定时削减关税和扩大贸易。主要措施包括给予总统在贸易谈判中的更大权力，设立贸易调整援助项目，保护国内产业等； 在特朗普政府任内，他多次利用《1962年贸易扩展法》的授权，采取了一系列针对其他国家的贸易行动，以促进美国的贸易利益。例如，他对进口钢铁产品和其他商品征收关税，并采取了一系列对中国等国的贸易限制措施，旨在缩小美国的贸易逆差和保护国内产业。
	《1974年贸易法》201条款	2018/1/22	否	贸易代表办公室、商务部	该法案旨在促进公平贸易，解决不公平贸易行为。具体措施包括授权总统采取行动应对外国的不公平贸易行为，设立贸易法庭，规定贸易调整援助，为受到贸易影响的工人和企业提供帮助等； 针对进口洗衣机和太阳能电池等产品分别采取了贸易保护措施，除此之外特朗普政府还威胁要在汽车和汽车零部件领域采取类似的贸易行动。
	《1974年贸易法》301条款	2018/7/6	否	贸易代表办公室、商务部	特朗普政府对中国采取了一系列报复性贸易措施，包括对数十亿美元的中国商品征收关税，并指责中国的贸易行为严重损害了美国的利益。
军事	《国防授权法案》	每年都通过	是	国会、国防部	该法案是年度国防预算和政策的主要立法工具，规定国防部的预算分配、军队建设、国防政策等。具体措施包括批准军事项目和采购，调整军人待遇和福利，制定军事政策和战略等

数据来源：白宫，东吴证券研究所

图3: 特朗普 1.0 下, 经济兑现度较低, 贸易兑现度较高

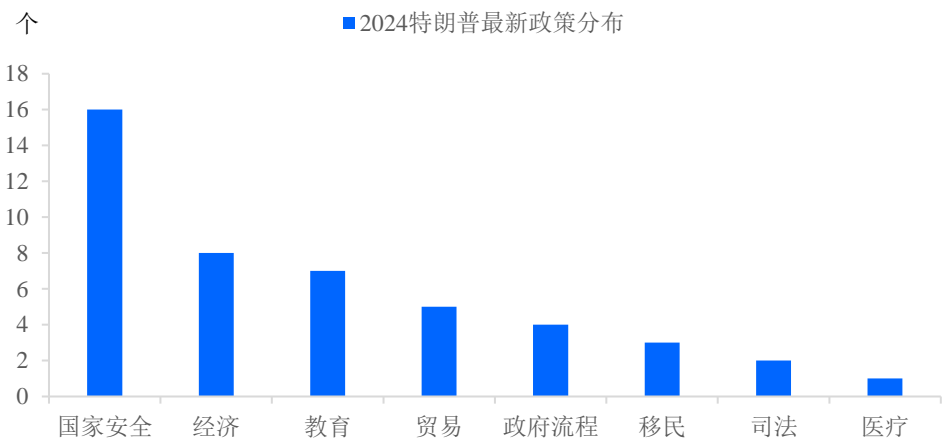


数据来源: Wind, 东吴证券研究所

## 2. 特朗普 2.0, 政策纲领有什么不同?

从政策重心上看, 特朗普今年政策纲领转向贸易, 减弱了对经济方面的承诺。2016 年首次参选时, 特朗普的政策纲领尤其集中在经济。但今年“风向标”明显在向国家安全、教育及贸易转向, 经济已经不是“重中之重”的议题。除此之外, 特朗普对于移民政策比例有所下降, 更关注国民就业、生活等问题。

图4: 特朗普提出的 2024 政策纲领分布



数据来源: Agenda 47, 东吴证券研究所



### 3. 特朗普 2.0，政策承诺兑现将会何去何从？

首先从整体上看，特朗普 2.0 的“核心圈”比 1.0 更忠诚，将全力以赴配合承诺。倘若特朗普再次当选，那么这一届的“领导班子”大概率比第一届的要更团结。他延用了很多之前的老将，在政见上也是很大程度的和他比较统一：例如特朗普严苛移民政策的操刀人斯蒂芬·米勒（Stephen Miller）、再比如主笔了特朗普政府的贸易战和新贸易协议的（如 USMCA）的莱特希泽等。鉴于此，特朗普 2.0 下的政策兑现度将普遍高于之前。

图5：特朗普 1.0 时期的核心团队



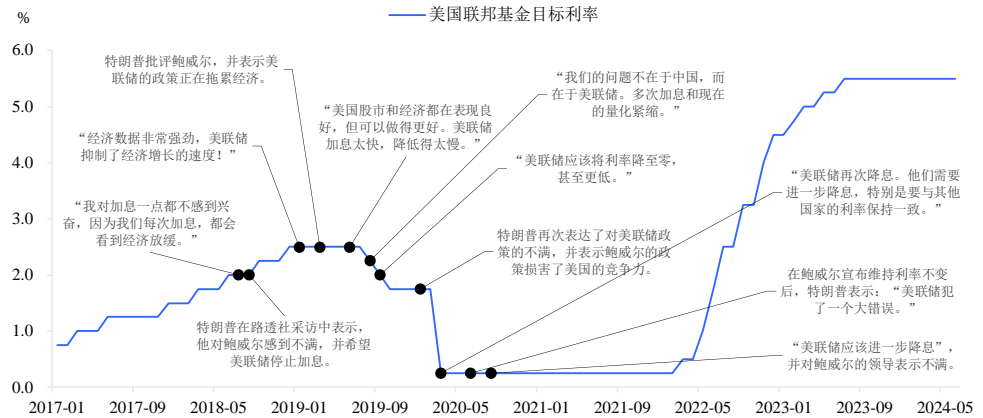
数据来源：Ballotpedia，东吴证券研究所

其次从核心事项来看，贸易将进一步升级。一则，特朗普对贸易的态度普遍升级，提出了考虑对美国所有进口商品征收“普遍基准关税”，并且提出摆脱对中国依赖，征收 60% 的关税；二则中美贸易的头号鹰派代表莱特希泽继续在“核心朋友圈”，预示“中美贸易战 2.0”已箭在弦上。

除此之外，移民政策也将进一步收紧。移民问题是美国人当前关心的头等大事，特朗普或在第一任期强硬移民政策之上进一步升级。一方面特朗普对移民的态度本就是“零容忍”；另一方面米勒仍在 2024 年特朗普的“核心圈”，这意味着严苛移民政策计划的设计师将进一步协助特朗普重新实施更严格的移民控制措施。

最后，财政货币“双宽松”在路上。一方面，特朗普偏好低利率环境，不仅在第一届任期内多次施压美联储“威胁”降息，且频繁公开表达对鲍威尔的不满。鉴于此，如果特朗普再次当选，美联储大概率会继续面对来自总统要求大幅降息的压力。届时叠加美国经济动力引擎的减弱，特朗普势必再次“压力测试”美联储使其加大降息幅度。

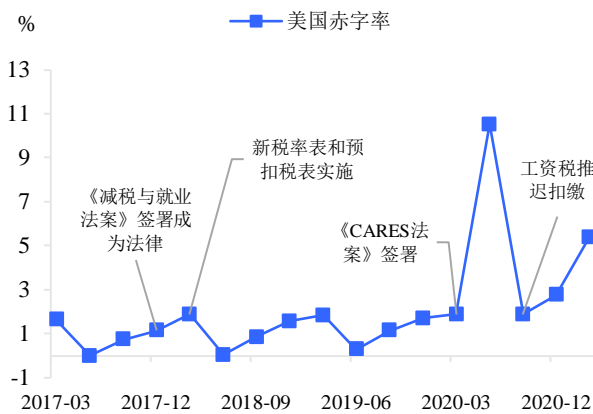
图6：特朗普任期内，频繁向美联储施压



数据来源：Wind，东吴证券研究所

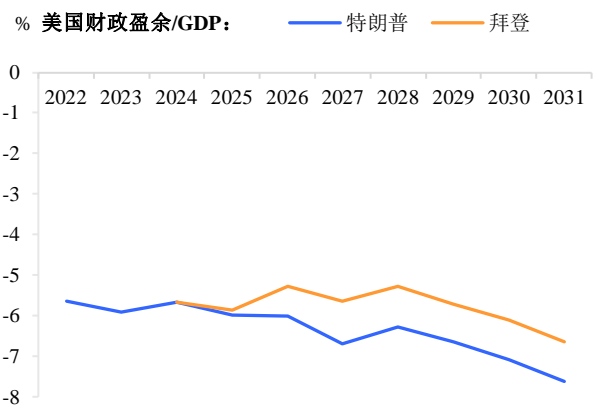
另一方面，参考过去经验，特朗普是减税及财政宽松的“爱好者”。无论是降低企业还是个人的税收，还是实施大规模的财政刺激，特朗普的终极目的便是刺激美国经济。由此在其任期内，美国赤字率不断攀升，在2020年年中突破10%。因此在此基础上，特朗普2.0下财政风格方面的政策计划更可能延续，进而会导致更大的财政赤字。

图7：特朗普时期的财政宽松刺激赤字率大幅上涨



注：赤字率为美国联邦财赤字/GDP  
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图8：特朗普2.0可能会导致更大的财政赤字



注：拜登的基线预测来自CBO（2023年5月）《扩展税法案》；特朗普的基线预测来自CBO（2023年5月）《财政责任法案》  
数据来源：CBO，东吴证券研究所

#### 4. 风险提示

全球通胀超预期上行，美国经济提前进入显著衰退，巴以冲突局势失控，美国银行危机再起金融风险暴露。

## 免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

在法律许可的情况下，东吴证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，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。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（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，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），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 -15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5% 以上。

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应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所  
苏州工业园区星阳街 5 号  
邮政编码：215021  
传真：（0512）62938527  
公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>