



海外宏观专题报告

宏观专题研究报告
证券研究报告

宏观经济组

分析师：宋雪涛（执业 S1130525030001） 分析师：赵宏鹤（执业 S1130524120007）
songxuetao@gjzq.com.cn zhaohonghe@gjzq.com.cn

“看懂”：特朗普其人其事

基本内容

了解特朗普其人，有助于我们理解其事，所谓“事在人为”。敏锐的嗅觉让特朗普看到了美国的深层次问题，强大的表演力帮他两度走上总统宝座，极限施压和同盟操戈的做派让他在第一任期尝到过甜头。但时隔数年，国际力量对比进一步深刻调整，同样的操作已经难再奏效，甚至可能令他犯下颠覆性错误。“好在”特朗普处事灵活、利益优先，及时修正策略后，新一轮博弈正在展开。面对特朗普，做好自己的事、避免过度捆绑，或许是有利选择。

风险提示

1) 对特朗普的描述和总结主要是基于历史信息；2) 特朗普的政策表演性强、不稳定性高



了解特朗普其人,有助于我们理解其事,所谓“事在人为”。生于1946年的特朗普,人生大部分时间都处在 Pax Americana 治下。敏锐的嗅觉让特朗普看到了美国的深层次问题,强大的表演力帮他两度走上总统宝座,极限施压和同盟操戈的做派让他在第一任期尝到过甜头。但时隔数年,国际力量对比进一步深刻调整,同样的操作已经难再奏效,也许特朗普心中有他的 MAGA 梦,但犯下颠覆性错误的风险正在上升。“好在”特朗普处事灵活、利益优先,及时修正策略后,新一轮博弈正在展开。

一、嗅觉敏锐,表演力强

作为商人,特朗普勉强算是成功的。22岁毕业于沃顿商学院,随后在父亲的房地产公司“特朗普管理公司”就职,25岁从五个兄弟姐妹中脱颖而出,被父亲任命为公司总裁。虽然几度濒临破产,到80年代逐步成为房地产大亨。

让特朗普从成功商人成为家喻户晓人物的,是他在1987年发表的书籍《交易的艺术》(The Art of the Deal),该书曾连续32周位居《纽约时报》畅销书排行榜榜首。正是这本书描述了特朗普标志性的“极限施压”策略:激化矛盾、极限施压,将局势推向灾难边缘,试图在最后一刻达成交易。

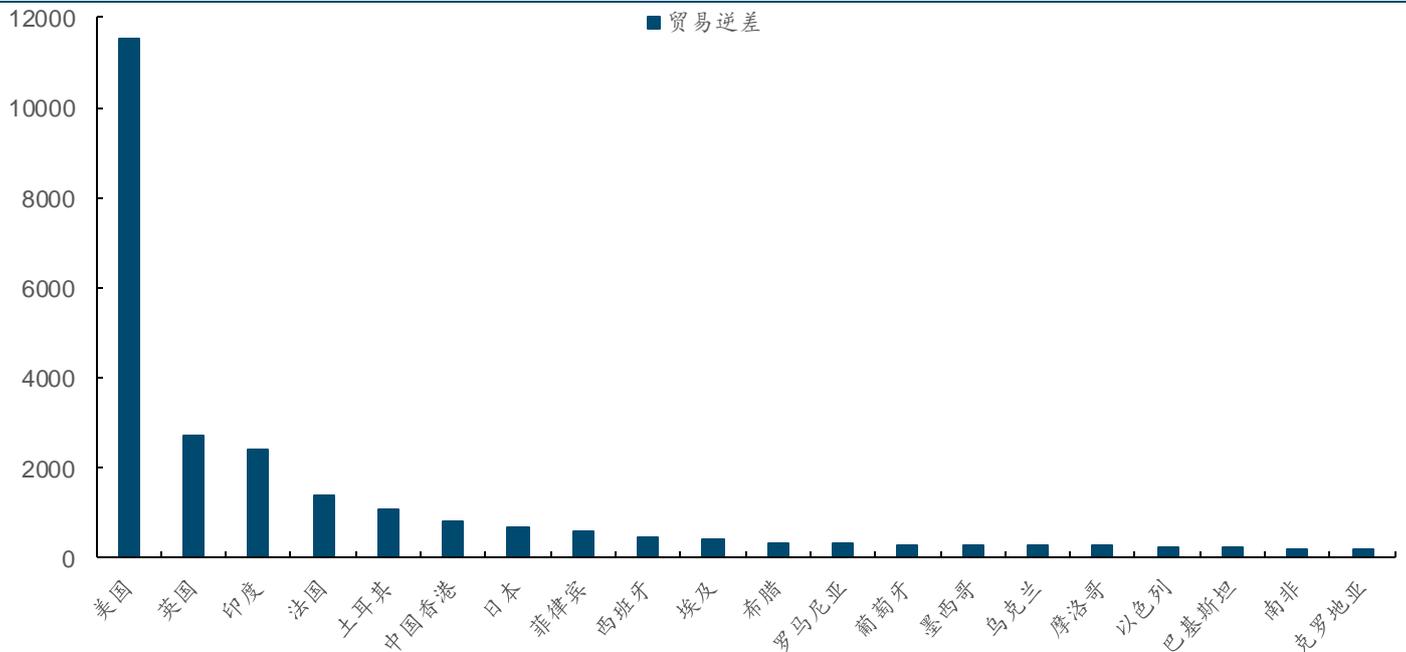
特朗普的极限施压之所以可行,不在于威胁本身,而是敏锐的嗅觉和强大的表演力让他时常能发现和利用对手的弱点。

这种特质帮助特朗普在2016年第一次登上总统宝座。作为政治素人,特朗普精准的找到了美国“沉默的大多数”,这些白人蓝领和中产阶级在贫富差距日益扩大的过程中滑落至社会中下层,被精英政客和主流媒体所遗忘。特朗普旗帜鲜明地“反建制、反精英”,提出通过关税回迁制造业、修建隔离墙驱赶移民,向他们许诺工作岗位,并冠以简洁而响亮的“MAGA”、“America First”等口号,出人意料地击败了希拉里。

2024年的大选如出一辙。一颗擦过右耳的子弹改写了历史的进程,特朗普在险境中高喊“Fight! Fight! Fight!”,民调一举超越拜登。拜登退选后,特朗普团队针对拜登设计的竞选方案失效,面对年富力强、伶牙俐齿的哈里斯,选情一度陷入被动。几番摸索后,特朗普很快决定将“通胀”作为攻击目标,事实证明他再度抓住了底层民众的痛点,在2024年大选中大获全胜。

第二任期,特朗普将关税作为外交手段“发扬光大”。2024年,美国贡献了全世界所有货物贸易逆差国家的逆差总和的39%,逆差规模达到1.15万亿美元,比2017年增长了34%,对于多数国家来说,的确有理由尝试维持与美国的贸易关系。在科技、军事、货币遥遥领先的年代,美国依靠军事威胁、技术出让和美元霸权获取利益;在消费能力遥遥领先的年代,特朗普将关税开发成榨取外交利益的手段,至于制造业回流,主要是争取MAGA支持的噱头。

图表1: 2024年,美国贡献了全世界所有货物贸易逆差国家/地区的逆差总和的39%



来源: WIND, 国金证券研究所



二、极限施压，同盟操戈

把时间线回推到 1980 年代。依靠《交易的艺术》声名鹊起后，特朗普开始勤于在媒体上发表政治观点，特别是抨击美国的外交和贸易政策。特朗普的思维最异于常人之处，莫过于喜欢同盟操戈，正如 1988 年他在美国著名电视节目《奥普拉·温弗里秀》(The Oprah Winfrey Show) 上的对话：

Oprah：你去年在美国几家主流报纸上刊登了广告，批评美国的外交政策。特朗普，如果换做是你，你会怎么做？

Trump：我会让我们的盟友……不用太管敌人，那些没那么容易谈判的敌人，我会让我们的盟友支付他们应付的份额。我们是债务国，未来几年这个国家肯定会出事，因为你不可能一直每年都亏 2000 亿美元。

30 多年后，这句话成了特朗普政治风格的生动写照。在商人出身的特朗普眼中，盟友不只有政治价值，还有商业价值，凭借自身在联盟中的优势地位，盟友越是依附于自己，就越得多付加盟费，而那些不太依附于联盟的人，受影响反而往往更小。

类似的例子在特朗普的第二任期屡次出现，这对于尝试跟他绑定利益的人来说，十分值得警醒。

马斯克，堪称特朗普最重要的政治盟友之一，在去年的竞选中立下汗马功劳。特朗普上任以来，DOGE 的改革尚未见效，马斯克的身家已经缩水超过 1200 亿美元，特斯拉股价下跌超过 40%，在最近的关税政策中，利益攸关的马斯克更是毫无话语权。无独有偶，今年 1 月参加了特朗普就职典礼的贝佐斯（亚马逊）、扎克伯格（脸书）、阿诺（LV）、布林（谷歌）等人，无一不是身家严重缩水。

处理俄乌问题时也是一样，尽管掌握正面战场主动权的俄罗斯显然是和平谈判的重点，特朗普仍然更愿意对乌克兰施压，并且倚仗乌克兰对美国援助的高度依赖，索要矿产权益，在第一次矿产协议签约不欢而散后，又提出了新版矿产协议。至于北约、欧盟，逻辑都是一样的。

这些特质曾让特朗普在第一任期尝到过甜头，但时过境迁，国际力量对比进一步深刻调整，极限施压不仅未必能够再次奏效，甚至可能令他犯下颠覆性错误。同盟操戈本就导致人心惶惶，当极限施压遭遇反制，特朗普可能会承担相同的反作用力。例如近期的对等关税，一度造成资本出逃美国，美元大幅贬值、美债利率大幅上升，险些造成流动性危机和金融动荡，威胁美元信用和美国财政体系。

图表2：截至 4 月 17 日，今年以来全球富豪的净资产和相对变化

富豪	净资产 (十亿美元)	今年以来的变化 (十亿美元)	变化幅度	是否出席特朗普就职典礼
Elon Musk	304	-129	-42%	是
Jeff Bezos	197	-42.2	-21%	是
Mark Zuckerberg	178	-28.9	-16%	是
Warren Buffett	161	19.3	12%	否
Bill Gates	158	-0.8	-1%	否
Larry Ellison	151	-40.8	-27%	否，但关系密切
Bernard Arnault	151	-24.9	-16%	是
Larry Page	140	-28.6	-20%	否
Sergey Brin	132	-26.7	-20%	是
Steve Ballmer	131	-15.8	-12%	否
Jim Walton	112	-0.5	-0.4%	否
Rob Walton	109	-0.3	-0.3%	否
Alice Walton	109	-0.3	-0.3%	否
Amancio Ortega	106	4.5	4.2%	否
Michael Dell	97	-26.3	-27%	否

来源：Bloomberg，国金证券研究所

三、处事灵活，利益优先

特朗普的上述特质，既让他收获成功，也将他置于险境，而让他屡次脱险的另一个特质，就是处事灵活、利益优先。特朗普将个人的商业和政治利益置于极高位置，而且比较“听劝”，对个人利益有好处，同盟操戈也要做；对个人利益有损害，找个台阶也容易。所以，当对等关税造成明显冲击后，特朗普迅速调整了政策，并且把在关税问题上最鹰派的纳瓦罗边缘化，开始让偏鸽的贝森特负责跟资本市场沟通、稳定市场情绪，让偏鹰的卢特尼克负责跟其他国家谈判，继续榨取利益。



可以合理预计，如果特朗普的政治利益因为关税问题进一步受到影响，他还会调整策略。

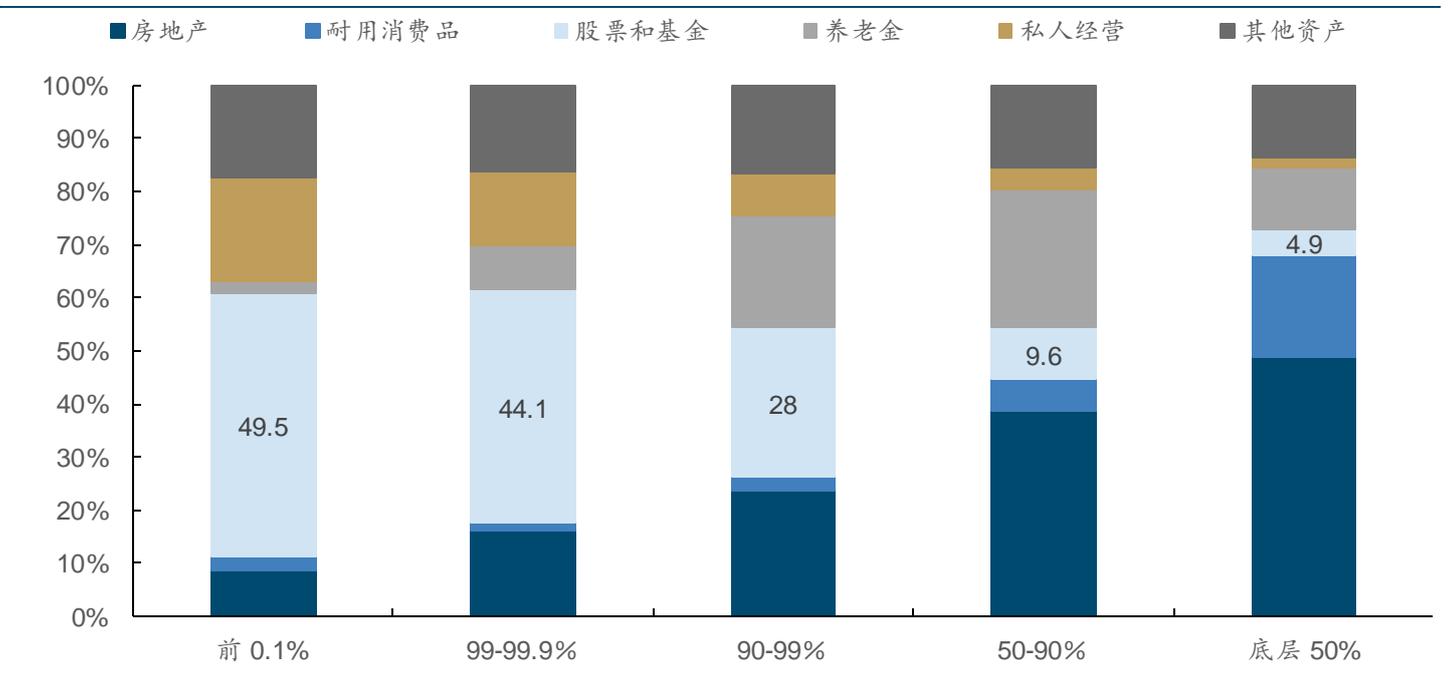
几个关键因素，除美债之外，就是特朗普的基本盘，这是他明年中选的基础。美联储的数据显示，截至 24Q4，美国后 50%的家庭仅拥有全国 2.5%的财富，而前 0.1%和前 1%的家庭则掌握 13.8%和 30.8%的财富。进一步看家庭的资产结构，后 50%家庭的总资产中，房地产占比接近一半，背后是房贷，股票和基金的占比不足 5%。相比之下，前 0.1%和前 1%的家庭，股票和基金的占比都超过 40%。

这既是当前美国悬殊的贫富差距的真实写照，也展现了特朗普 MAGA 基本盘的重要特征：作为后 50%的群体，没有多少财富，更没有多少股票，不怕股市下跌，也不太怕经济衰退，唯独怕的是通胀。这也是为何拜登任期的美股涨势如虹、美国经济过热，民主党却收获一场惨败。

关税显然会导致通胀风险，风险大小取决于关税博弈。特朗普的对等关税把包括美国在内的全球国家置于“囚徒困境”之中：当所有国家都反制，关税对美国的冲击最大，也最有可能导致特朗普做出让步；而对于单个国家，对美国妥协换取贸易优惠，可以获得相比于其他国家的比较优势；但当所有国家都妥协，将利益与特朗普捆绑，只有美国最受益。博弈的前景仍不得而知，但关税落地之后几个月，美国的通胀走势无疑是需要重点关注的。

总之，特朗普处事既聪明又粗糙，既容易犯错也容易改错，比较“难缠”。面对特朗普，做好自己的事、避免过度捆绑，或许是有利选择。

图表3: 美国各财富分位数家庭的资产构成



来源：美联储，国金证券研究所

风险提示

- 1) 对特朗普的描述和总结主要是基于历史信息，在推演未来特别是短期事态的演进时，主要提供参考价值。
- 2) 特朗普的政策表演性强、不稳定性高，短期内可能继续出现非理性行为，加大市场预判的难度。



特别声明：

国金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。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级（含C3级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建国内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究