



# 特朗普中选年的三支箭

宏观经济点评  
证券研究报告

宏观经济组

分析师：宋雪涛（执业 S1130525030001）

songxuetao@gjzq.com.cn

## 特朗普中选年的三支箭

### 基本内容

进入新的一年，特朗普连续霸榜国际新闻头条，内外事务全面出击：对内政策尝试修复K型经济，对外事务激进地寻找个人中选和国家利益的“公约数”，对AI叙事提供更加友好的宏观环境。

本次中选的核心是解决可负担性问题，特朗普的对内政策也围绕这一问题展开，从中可以明显观察到：货币的作用更窄，财政的作用更广，传统的经济政策框架正在被白宫行政权所替代。

当大家在思考“新旧联储主席、联储独立性”等话题时，也意识到货币政策的作用越来越有限，行政手段越来越直接。未来一年，我们会看到越来越多来自白宫的“非常规经济政策”。

所以，政治经济学的视角越发重要。2026年，将是特朗普将其行政权无限放大的年份：对内政策的功过是非，选民自有定论；对外事务的是非曲直，美元信用将做出反馈。

### 风险提示

1) 特朗普的政策不确定性加大，带来金融市场更明显的动荡和海外资金更快逃离美元。2) 全球经济在关税越发明确的情况下受到更大影响，2026年全球同步宽松幅度超预期，甚至带来全球共振扩表，明显缓解长端利率压力。3) 技术突破带来制造业回流加剧，美国生产成本明显降息，信用需求激增。4) 数据测算存在误差。



进入新的一年，特朗普连续霸榜国际新闻头条，内外事务全面出击：对内政策尝试修复K型经济，对外事务激进地寻找个人中选和国家利益的“公约数”，对AI叙事提供更加友好的宏观环境。

本次中选的核心是解决可负担性问题，特朗普的对内政策也围绕这一问题展开，从中可以明显观察到：货币的作用更窄，财政的作用更广，传统的经济政策框架正在被白宫行政权所替代。

当大家在思考“新旧联储主席、联储独立性”等话题时，也意识到货币政策的作用越来越有限，行政手段越来越直接。未来一年，我们会看到越来越多来自白宫的“非常规经济政策”。

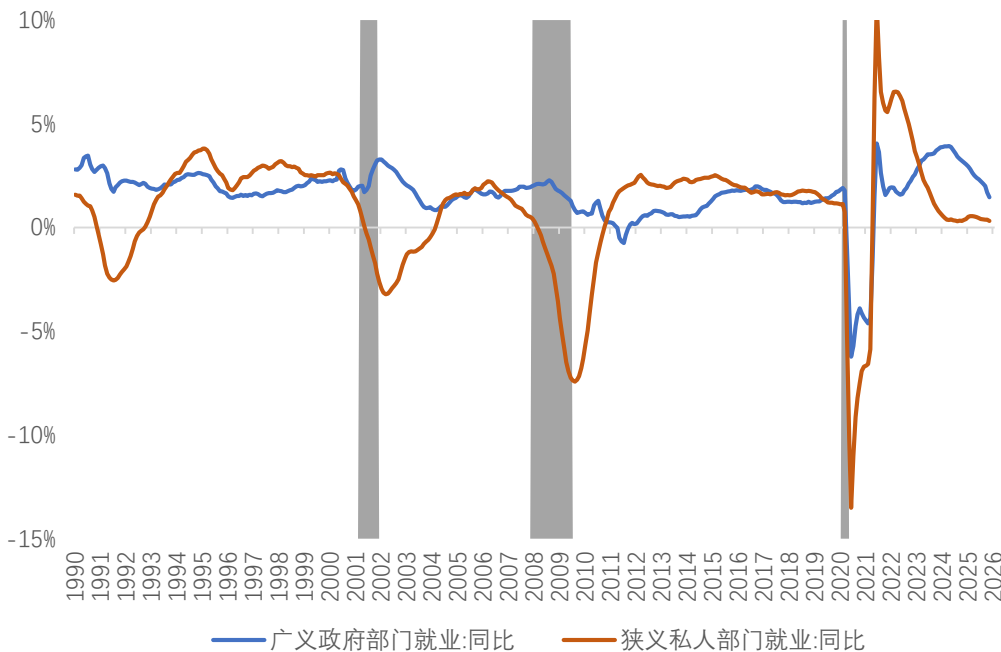
所以，政治经济学的视角越发重要。2026年，将是特朗普将其行政权无限放大的年份：对内政策的功过是非，选民自有定论；对外事务的是非曲直，美元信用将做出反馈。

### 第一支箭：对内改善可负担性

特朗普试图通过一系列行政手段直接控制生活成本，而非依赖美联储的货币政策。换言之，特朗普也意识到传统的货币政策的局限，降息只能让富有的人进一步感受到美国经济的“繁荣”。

K型经济表现为一部分“过热”，另一部分“过冷”，两者平均后在统计上呈现出恰到好处的状态。特朗普改善可负担性问题实质上是刺激K型经济中处于下方的“冷”端（即低收入群体和受抑制的就业）。

图 1：无论是政府还是私人部门就业的同比增速都处于 2021 年 4 月以来最低水平

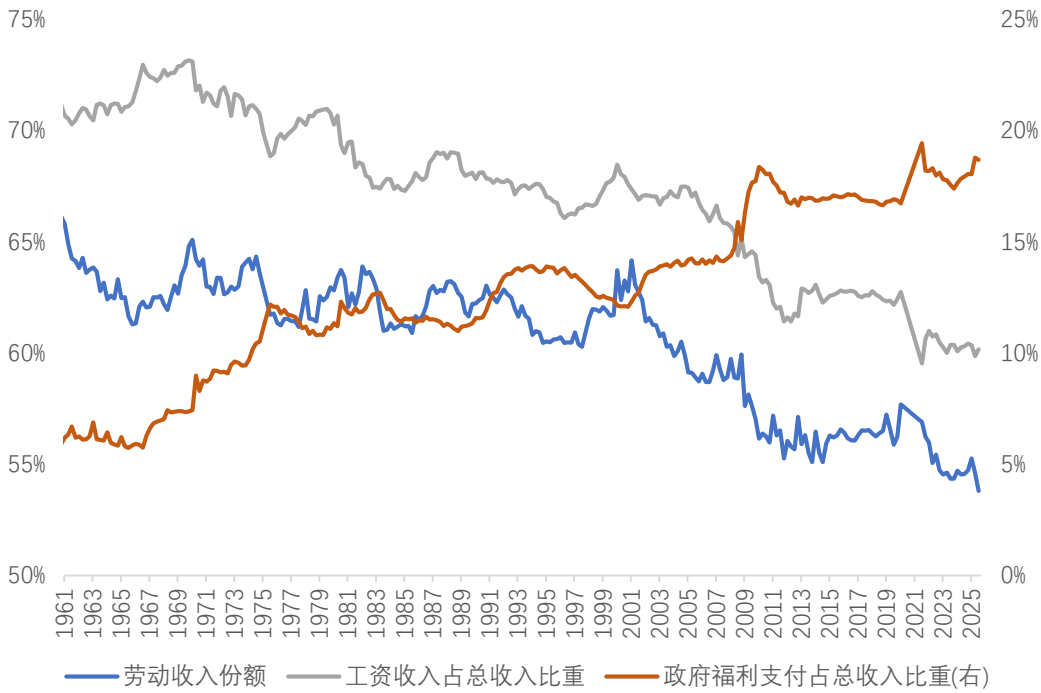


来源：Wind，国金证券研究所

从收入分配的角度看，美国“工薪阶层”所对应的劳动收入份额在 2025 年第三季度进一步下行至 53.8%，延续着 2000 年以来的下行趋势，也创造了有史以来的最低水平。无论是减税还是更加直接的发钱，都会再次推升政府转移支付占居民总收入的比重，引发更大的财政赤字压力。



图 2: 美国非农工薪阶层劳动收入份额在 2025 年第三季度进一步下行至 53.8%

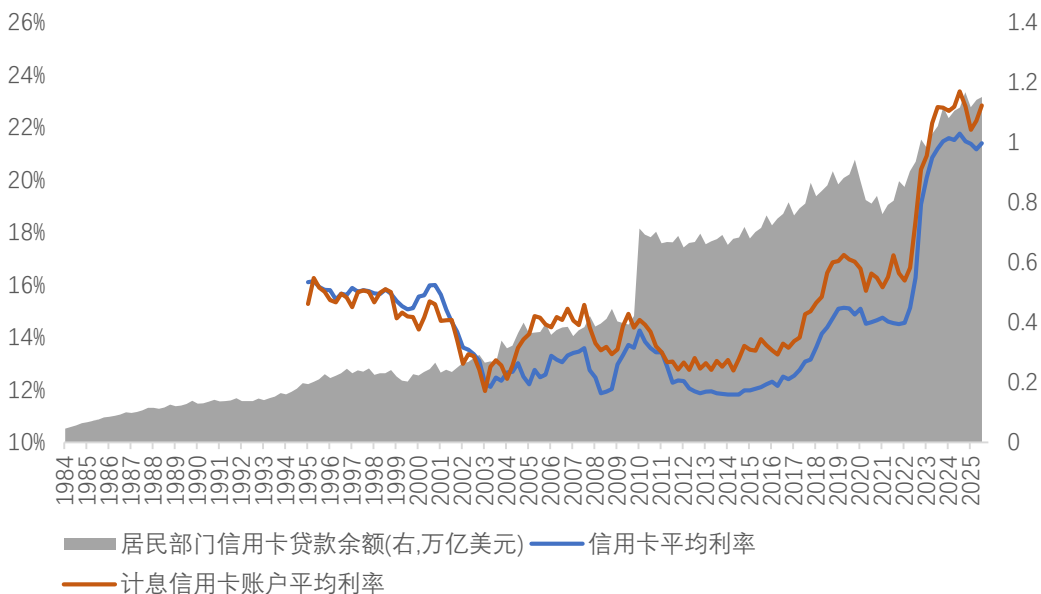


来源: BEA, 国金证券研究所

特朗普的一篮子政策中其中最为直接的是信贷利率管制,即将信用卡利率上限设定为 10%;以及住房市场干预,即推出 50 年期抵押贷款,并要求“两房”(Fannie & Freddie)购买 2000 亿美元的抵押贷款支持证券(MBS)以降低房贷成本。除此之外,也不能忽视特朗普其余政策的延续,包括了试图通过大幅增加石油供应来维持相对较低的原油价格;限制移民以试图推高底层工资并缓解住房压力,以及《大美丽法案》税收返还的实行。

在这些政策中最具有争议的是将信用卡利率设定为 10%,这将是自数据统计以来美国最低的信用卡利率水平。特朗普援引相关研究称“此举将节约 1000 亿的居民信用卡支出成本”,这来自于当前 1.2 万亿信用卡余额(部分计息)乘以约 12%的利率下降。显然,这种算法过于静态且高估,是特朗普继关税之后在数学领域暴力美学的又一代表。

图 3: 10%的上限将远低于当前 22.8%的计息信用卡账户平均利率水平



来源: FRED, FDIC, 国金证券研究所

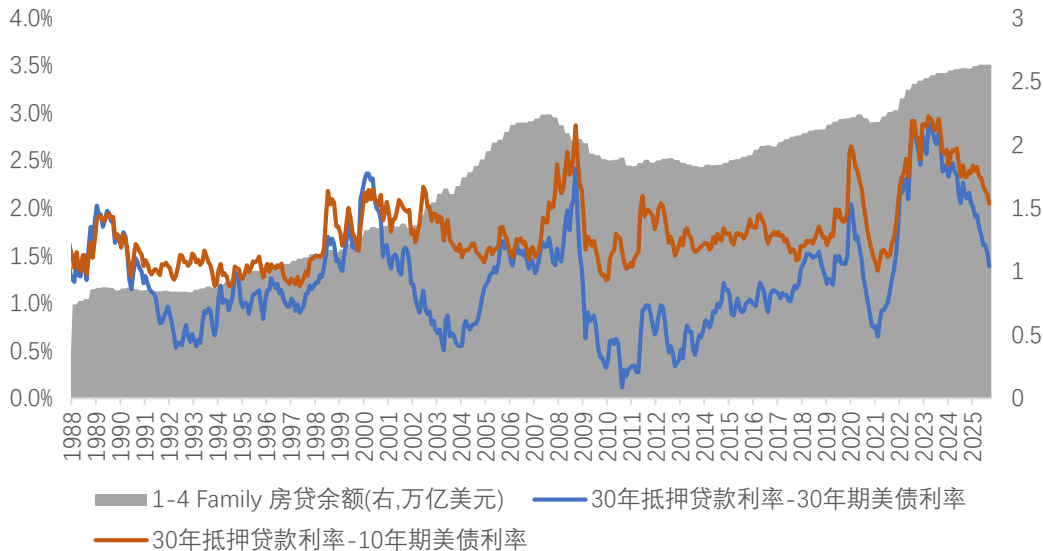


这种强制性的利率上限很可能会适得其反，带来指令性经济的副作用。首先是信用供给能力的下降风险，限制信用卡利率在 10% 无法真正降低成本，反而会导致银行因利差不足而停止向高风险的低收入人群提供信贷。退一步讲，哪怕银行依然对于低信用者敞开大门，也可能因为更低的利率（偿还压力）而形成道德风险。

除此之外，金融部门对于信用卡类别资源供给的减少，并强行控制利率，却不收紧整体系统流动性时，资金的供需将流向其余不受限制的领域，导致更大的供需失衡和通胀（资产价格）压力。

而指示两房购买 2000 亿的 MBS 则被看作是特朗普主导的行政版 QE。当然，我们认为不能过于泛化 QE 的概念，不是所有通过资产购买提供流动性供给都能被视作 QE，但此举毫无疑问可以增加单一市场（MBS）的资产需求，增加银行房贷的意愿，进而有限度地压缩房贷利差。

图 4：从历史利差角度来看，抵押贷款利率的下行幅度已相对有限



来源：FRED, FDIC, 国金证券研究所

在联储 12 月 FOMC 推出 RMPs 后，就应该更加清晰地看到，在美国经济进入衰退前，很难期待真正的 QE。从本质上看，联储或者两房对于所对应资产（短期美债和 MBS）的购买，都可以看作是对于此类资产持有者的“量化宽松”，但这并无法产生明显的外溢效应。换言之，这相对更加利好金融市场，而非实体经济。

当然，迄今为止的政策对利率的抑制依然有限，但推出类似的政策几无约束。例如当前房地美与房丽美分别持有约 1250 亿美元的 MBS，加上 2000 亿的购买将刚好触及 4500 亿美元的持有上限，但该上限数值可以被随时提升，成为重要的定向流动性释放渠道。未来潜在的流动性注入也可以更加依赖 FHLB（地方银行以房贷为抵押向 FHLB 借钱），包括设定更加优惠的利率、更长的时限和更低的折价率。

换言之，特朗普的行政手段可以以“数量制胜”，进而产生积少成多的影响。但这些行政手段也离不开联储的支持，或者说联储降息依然更为直接，且依然是特朗普内政拼图中最重要的一环。这也是为什么特朗普展开了对鲍威尔的新一轮司法压迫，司法部正式对鲍威尔开启关于美联储大楼装修费用的调查，这被视为强迫其辞职的政治压力。

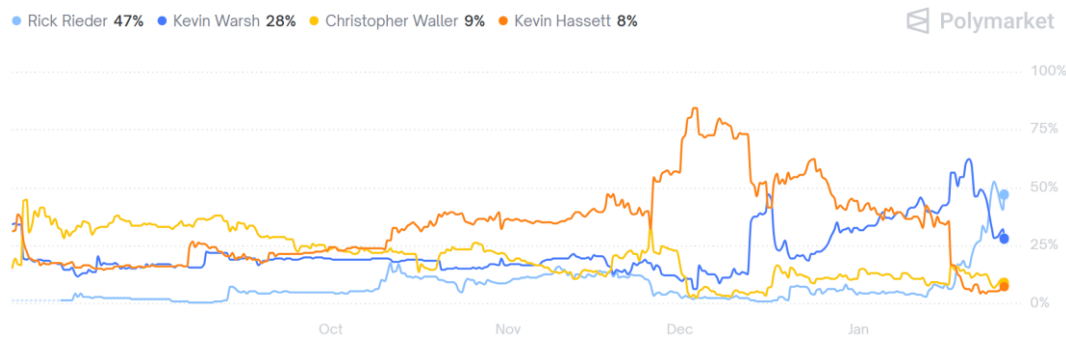
当然，我们理解此举更像是一个败笔，全球多数央行正联名支持鲍威尔，将其塑造为一个反强权，维护央行独立性的卫道士。尽管在央行独立性问题上，我们希望回头再思考 24 年美国大选前的 50bp 降息是否存在必要性——实际上，鲍威尔自身也并非完全维持了其决策的独立。

但无论如何，特朗普很可能适得其反，鲍威尔即便辞去主席职务，也可能留任美联储理事（Governor）以制衡行政权力的渗透。在此背景下，特朗普明示哈塞特离联储主席渐行渐远，而更加倾向市场接受度更高的人选，但不确定性也变得更大。上周末还是凯文·沃什（Kevin Warsh），而这周末又换成了里克·里德尔（Rick Rieder）。

最后是谁我们不得而知，但肉眼可见的是，特朗普对新联储主席人选的“控制力”将越来越大，这对资本市场而言是“越来越友好”。



图 5: 新联储主席的热门人选频繁更换, 但对资本市场的态度都越发友好



来源: Polymarket, 国金证券研究所 (截至 2026 年 1 月 26 日)

### 第二支箭: 对外政策寻求美国各方利益的“最大公约数”

特朗普无论是闪击委内瑞拉, 还是尝试巧取豪夺格陵兰岛, 本质上都是攫取“美国国家利益, 美国选民关切, 和自身政治诉求”的最大公约数。除了小周期下对于实物资产的需求外, 大周期下我们也明显看到了“能源”、“粮食”和“枪炮”等满足基本生存品的需求增长; 这也会是特朗普推行美国“国企化”的重要目标, 生存即战略。

1 月 3 日的“绝对决心行动”直接逮捕马杜罗, 标志着门罗主义在 21 世纪的最强硬回归。宏观来看, 这是为了建立一个由美国主导的“西半球能源堡垒”, 形成某种程度的“以油维政”。

而特朗普近期对于格陵兰岛的觊觎背后暗含着强烈的个人政治诉求, 希望开疆扩土名垂千古, 进一步加强其“强人政治”的标签为中选助力。除此之外, 也是为了实现三个重要的国家战略目标: 丰富战略矿产(格陵兰的轻/重稀土矿和各类资源), 潜在算力基座(数据中心的散热需求, 以及配合星际之门计划), 新黄金航道(北极航道缩短欧亚贸易)。

如果结合最近的达沃斯论坛, 我们更可以看出特朗普“改变美国”的野望。贝森特大谈达沃斯全球主义模式(过度依赖国际组织、多边自由贸易协议以及重视社会福利而轻视增长)的失败, 认为需由特朗普模式(去监管化、大规模减税和战略性关税为核心的“美国优先”经济学)的经济民族主义来替代。

而围绕格陵兰岛关税威胁, 特朗普和欧洲诸国的交锋之后的 TACO 已经形成了肌肉记忆。“格陵兰岛风波”已降温为与北约秘书长马克·吕特(Mark Rutte)达成的“框架协议”——再次证明了特朗普典型的谈判艺术, 极限施压, 羞辱欧洲, 几乎“无成本”获利。

特朗普所信奉的 peace through strength (实力求和平) 也意味着, 并没有太多国家具备与美国抗衡的实力, 自然也就会看到美国打破更多的全球规则; 关税、AI 资源乃至直接的军事干预都会是桌面上的选择。而黄金、比特币这种内嵌对“系统性混沌”长期看涨期权的资产, 将会迎接更加频繁的脉冲式事件冲击。

值得注意的是, 过往的一年, 特朗普只需要一次威胁就可以达到目的。但未来随着大家都习惯于此(资本市场的反馈越发不敏感), 特朗普如果发现威胁的边际效用递减, 很可能在某些核心议题发出二次威胁, 尤其是配合中选中选情(对外强硬), 这可能是真正的冲击时刻。再加上联储的“对抗”, 这可能再次引发对美国资产的抛售, 长端美债利率继续走高, 黄金上涨, 进而带来美股新一轮的流动性压力。

### 第三支箭: AI 领先地位需要延续

我们引述特朗普在 2025 年 7 月 23 日举办的“赢得 AI 竞赛”(Winning the AI Race) 峰会上对硅谷的讲话:

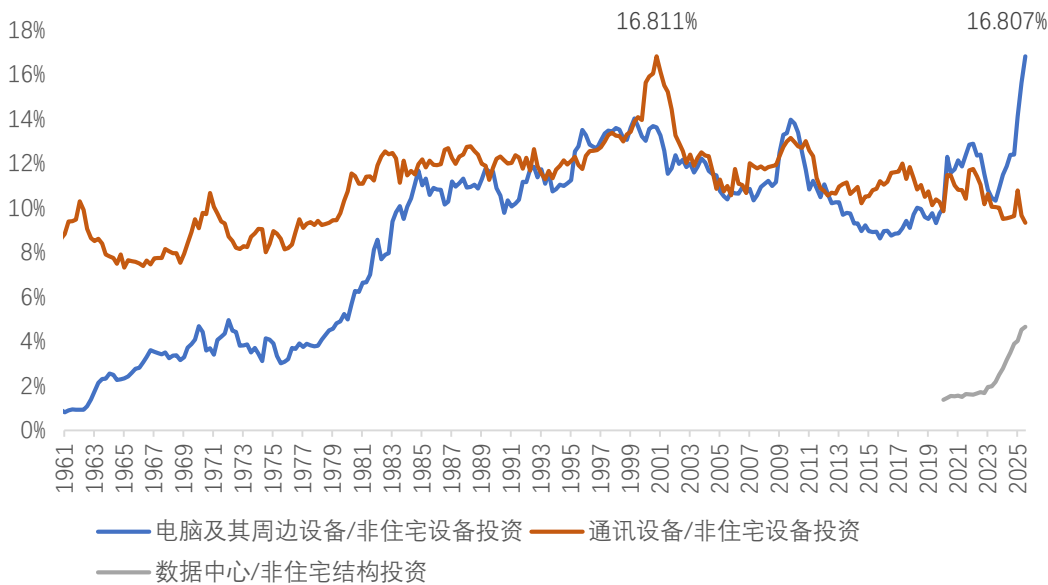
“赢得 AI 竞赛将要求在硅谷——以及硅谷之外的更远方, 建立一种新的爱国精神和国家忠诚”(Winning the AI race will demand a new spirit of patriotism and national loyalty in Silicon Valley – and long beyond Silicon Valley.)”。

换言之, 特朗普认为过去的美国科技巨头过于“全球化”, 甚至在某些方面配合了竞争对手, 而他要求这些 AI 企业必须优先服务于美国的国家利益——例如特朗普和财政部长贝森特(Scott Bessent)明确表示: 美国政府将不再允许 AI 数据中心的大规模用电需求挤占普通民众和传统工业的电网配额。对内托底 K 型经济, 对外进行战略掠夺实质上都是为了 AI 的可持续性发展服务。

没有人知道 AI 的“技术奇点”何时到来, 也没有人知道 AI 技术未来发展的速率快慢, 因此特朗普的前两支箭都是为了 AI 营造一个更好的宏观环境。当前电脑及其周边设备占设备投资的比重已经持平科网泡沫期间通讯设备的比重, 而数据中心占广义结构投资的比重上升也很快。



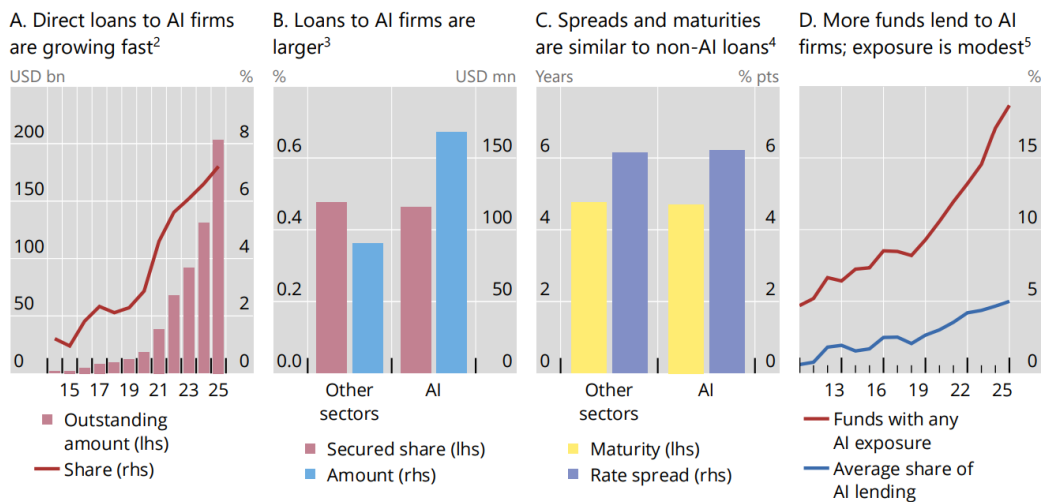
图 6: 当前周期的投资强度增长斜率很高, 意味着历史可比性的下降



来源: BEA, 国金证券研究所

2026 年, AI 企业外部融资的重要程度已无需多言, 随之而来的私募信贷风险将会进一步聚集——我们已经看到更多比例的私募信贷基金持有 AI 相关敞口。截至 2025 年末, 私募信贷对 AI 企业的直接投资额呈现非常快速增长, 但于此同时, 这些 AI 企业的贷款所对应的信用利差并没有与其他私募信贷贷款类别形成鲜明区别。

图 7: 私募信贷已成为 AI 企业融资的关键来源



来源: BIS, 国金证券研究所

尽管目前看来, AI 热潮带来的宏观经济和金融稳定表现风险尚在可控范围内, 但这一热潮的持续性完全取决于 AI 企业能否兑现极高的盈利增速预期。目前, 股票价格的涨幅已远远超出了债务市场的定价水平, 所形成的割裂进一步凸显了这种不平衡的潜在压力——很可能出现股票价格的大幅回调来形成两者风险溢价的相对平衡。

最后: 昂贵的价码由美元信用承担

当前考验的是特朗普的政治掌控力, 他为了维持美国这个复杂经济系统的相对稳定, 有些“头痛医头, 脚痛医脚”, 但其一系列政策的动态影响会更加复杂和未知: 财政压力、通胀压力、赤字压力、盟友关系等等——压在 AI 发展身上的重担越来越多, 即使政策正确, 也需要一些“运气”。

更讽刺的是, 这些政策(价格控制、利率上限、削弱央行独立性)在本质上与几年前极左翼推崇的“现代货币理论”(MMT)非常相似, 但现在却被一位民粹右翼所付诸实施。这也说明了, 经济政策服务于经济现状, 并不为政治意志所转移。

1 月 11 日, 中国前驻美大使崔天凯在讲话说到: 美国近年的诸多变化将长期延续, 这是美国社会、经济、政治、文化



长期积累的矛盾与治理体系弊端集中暴露的结果；MAGA 思潮及其相对应政策是应运美国深层次变化的自然结果。

回到特朗普新年政策的三支箭，行政逻辑可以短期内战胜经济逻辑，但无法取消经济规律。当白宫挥舞行政命令，试图强行压制利率，形成某种配置扭曲时，这些被压抑的成本并没有消失，只是被转化成了未来的通胀、违约风险以及更高的系统性波动。

需要警惕的是，当下是否逐渐陷入“行政干预总能解决问题”的乐观中（另一种形式的“动物精神”）。所有看似慷慨的特朗普政策红利馈赠，早已在越发沉重的美国债务、不断透支的地缘政治信誉以及更加分化的经济表现中，暗中标好了昂贵的价格——这些成本，不仅仅是特朗普自身，还有美国经济和美元信用所共同承担。

## 风险提示

- 1) 特朗普的政策不确定性加大，带来金融市场更明显的动荡和海外资金更快逃离美元。
- 2) 全球经济在关税越发明确的情况下受到更大影响，2026 年全球同步宽松幅度超预期，甚至带来全球共振扩表，明显缓解长端利率压力。
- 3) 技术突破带来制造业回流加剧，美国生产成本明显降低，信用需求激增。
- 4) 数据测算存在误差。



**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