



到底什么是“海湖庄园协议”？

2025年3月15日

- **海湖庄园协议是特朗普所谓“让美国再次伟大”（Make America Great Again）的重要一环。**在美国上一任政府履职期间，“拜登经济学”大行其道，美国通过不断突破债务上限，用大规模的财政扩张维持了美国经济的高景气度，造就了“美元越印越涨”的局面。然而，这加剧了全球对于美元体系的不信任，数据显示，过去一段时间美元资产在全球官方储备的占比已出现了显著下降，黄金价格也在强美元环境下不断突破新高，脱离了我们熟知的“美元-实际利率-黄金”框架。

- **海湖庄园协议的构想浮出水面的背景：特里芬两难（Triffin Dilemma）。**为了保持美元全球货币的地位，美国需要源源不断向外输出美元。非美国国家为了发展国际贸易和保持金融市场的稳定性，往往会积累一定体量的美元形成外汇储备。因此，美元除了贸易需求以外，还形成了一部分缺乏弹性的储备需求，这导致了美元币值天然被高估。美元被高估则意味着，进口相较于国内生产更具性价比，因此制造业部门成为“强势”美元的牺牲品。然而，一个国家的货币之所以被认可为全球货币，是因为其强大的国际竞争力，即科技、制造、军事等硬实力，然而，随着美国贸易逆差的持续扩大、制造业的持续流出，最终会导致非美国国家的重新思考——美国的竞争力足以匹配它的货币地位吗？

显然，美国人也担心触及美元体系信用危机的“特里芬边界”。为了巩固美元霸权、“让美国再次伟大”，特朗普希望通过重塑全球贸易、金融、安全体系，实现再工业化、制造业振兴、国际竞争力提升。在这样的背景下，“海湖庄园协议”的构想浮出水面。

- **海湖庄园协议可以理解为特朗普 2.0 时代一揽子推动全球贸易体系、金融体系、安全体系的重构的行动。**其最终目标是实现美国制造业部门和金融部门的再平衡，提升美国制造业竞争力，强化财政的可持续性，从而夯实美国全球霸主的地位。结合米兰（Miran）、波扎尔（Pozsar）、比安科（Bianco）等人的分析，海湖庄园协议涉及的手段主要涉及以下三个方向：

其一，大规模加征关税。旨在调整贸易流向，推动制造业回流；减轻财政压力，进而推动国内企业居民减税；还可以作为其他磋商的重要筹码。

其二，建立主权财富基金。基金收入可以作为财政收入的重要补充（类似于中国的第三本账），减轻债务压力；可以对制造业和基础设施进行战略投资；有助于实现美元汇率或美债收益率目标，建立长期经济安全。

其三，设计“世纪债券”重塑美国债务体系。利用关税、金融安全、军事保护伞等手段迫使美国盟友卖出美元资产，达到美元贬值的效果；同时，为了维持美债利率稳定且不削弱“弱美元”的效果，这些国家还要配合美国调整其债务结构，将短期美债置换为超长期的世纪债券（Century Bond）。

- **特朗普已经在尝试推进海湖庄园协议。**需要强调的是，海湖庄园协议目前还只是一个构想，尚未被白宫承认，且执行起来难度极大，但是特朗普就任以来，前期展现出来的执政思路与海湖庄园协议的核心思想十分契合。首先，特朗普

分析师

章俊 首席经济学家

☎：010-8092-8096

✉：zhangjun_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130523070003

张迪

☎：010-8092-7737

✉：zhangdi_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130524060001

于金潼

☎：186-5320-7096

✉：yujintong_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130524080003

詹璐

☎：0755-8345-3719

✉：zhanlu@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130522110001

聂天奇

☎：010-8092-7737

✉：nietianqi_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130524090001

吕雷

☎：010-8092-7780

✉：lvlei_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130524080002

研究助理：铁伟奥

风险提示

1. 国内经济复苏不及预期风险
2. 国内政策落实不及预期风险
3. 海外加息及经济衰退的风险
4. 国外政策落实不及预期风险

刚刚上任，就马不停蹄开启大规模加征关税计划，除了中国、墨西哥、加拿大以外，针对全球的“对等关税”也即将在不久后的4月份开启。其次，推动制造业回流的相关产业政策也在逐步落地，一方面针对钢、铝等原材料征收额外关税，推动关键材料实现本土化生产，另一方面鼓励传统能源扩张，通过降低能源价格实现制造业成本下降。第三，在财政可持续性方面，特朗普组建政府效率部（DOGE）大刀阔斧削减不必要开支，暂缓推动企业和家庭部门减税。

- **我们认为有必要重新审视美国发起的贸易战 2.0，并上调美国对中国加征关税的预期。**我们认为，今年美国对其他国家加征对等关税的概率极高，且在年内或进一步提高对于中国的加征幅度。**做出这样的判断，主要是基于大规模加征关税已成为特朗普实现 MAGA 诸多目标中的第一步：**

一则，对外加征关税可以为后续美国推动对内减税提供资金，竞选期间特朗普提及的减税计划规模超过 4000 亿美元/年，美国一年的进口额超过 3 万亿美元，加征对等关税似乎可以为对内减税提供融资。

二则，通过加征关税，美国将促进制造业尤其是高科技和关键原材料产业回流。实际上，特朗普 1.0 时期对于钢铝加征关税，的确起到了进口依存度下降的效果。

三则，关税是当下美国推动其他政策的重要筹码，虽然逆全球化难免造成两败俱伤的结果，但作为最大逆差国，短期内加征关税对于他国的影响显然更大，美国希望通过关税“大棒”，推动俄乌问题、海湖庄园协议等其他多边问题能以美国优先的方向解决。

- **想要实现海湖庄园协议并非易事，存在诸多困境与掣肘，即使特朗普强行推动，或许也只能达成一个阉割版本。**其一，加征关税无疑将加剧美国经济滞胀的压力，进而导致美股可能出现连续回调。其二，作为一个天然的逆差国家，主权财富基金的资金来源也面临巨大的问题。其三，“世纪债券”蓝图更是对现有国际秩序的巨大挑战，用短期美债置换不可交易的百年美债，对于债权人而言就是一次实质性违约。

- **投资启示：**

美国股市：考虑到特朗普优先推动大规模关税，短期将推升通胀且打击增长预期，美股在估值和盈利两端面临的不确定性难以消弭。从经济基本面出发，美国经济增长仍有韧性，上半年增长依然好于下半年，但市场已提前交易经济走弱的预期。综上所述，短期美股仍有调整压力，但下半年在政策不确定性降低、经济预期稳定和降息落地等因素支撑下有望实现反弹。当然，如果特朗普执意推行大规模财政紧缩、迫使其他国家出售美元资产换取美元贬值或强制置换世纪债券，那么美股仍将面临更高级别的回调风险。

美国债市：由于美国经济增长仍具韧性，加征关税对于收益率的影响并不明晰（增长预期下行和通胀预期上行），在已经充分定价降息预期的情形下短期长债收益率进一步下行的空间有限。我们预计，10 年期美债收益率全年大致在 4.0%-4.6% 区间波动，低于 4.0% 则需要更多经济衰退信号和关税实际冲击的出现。在此区间内，收益率趋向高位时可以择机做多美债。需要警惕的是，如果类似“世纪债券”雷霆手段真正推进，那么美债市场将出现大幅波动，需要美联储和财政部配合才能恢复金融稳定。

中国股市：特朗普“刮骨疗毒”的做法加剧了全球经济的不稳定，但国内大循环的完备性足以让中国在全球“比差逻辑”下相对美国具有核心优势。参照 2019 年 5 月，特朗普将第三轮关税清单加征幅度提高至 25%，中美贸易摩擦达到高潮，然而 A 股在短暂的下跌之后开启了长牛模式。我们认为，关税对于中国经济增长的影响不可避免，但“充足的储备工具和政策空间”能够在关键时刻形成有效对冲，基本面有望保持稳定，中国股票市场也将保持回升向好

势头。分子端，继续看好财政政策明确支持的消费和机械板块；分母端，继续看好风险偏好和流动性改善驱动的科技成长。

中国债市：外部的不确定性凸显固定收益市场的避险属性，但股市如果保持较高活跃度，债市表现取决于央行对于流动性的态度。从目前判断来看，中国经济更多是处在“攻守兼备”的状态，地产周期尚未走完之前，基本面强势复苏、物价大幅回升的概率较小，“宽货币易、宽信用难”仍是 2025 年的主要叙事，债市最终可能呈现上半年震荡、下半年小牛的格局。

黄金：若海湖庄园协议能够按照既定的方向执行，美元霸权得到夯实，过去对于美元体系不信任而带来的溢价理应瓦解。然而，短期关税带来的通胀和衰退压力、中长期美股债务重组带来的不确定性，依然可以为黄金定价背书，我们仍看好黄金的投资价值。

目录

Catalog

一、	海湖庄园协议的构想浮出水面的背景：特里芬两难（Triffin Dilemma）	5
二、	海湖庄园协议不只是广场协议 2.0	7
	（一） 海湖庄园协议不只是广场协议 2.0.....	7
	（二） 海湖庄园协议的优先工具可能是关税	8
	（三） 海湖庄园协议之主权财富基金.....	9
	（四） 设计“世纪债券” 重塑美国债务体系	10
三、	特朗普已经在尝试推进“海湖庄园协议”	12
	（一） 大规模加征关税已经开启	13
	（二） 产业政策	16
	（三） 削减开支推动财政可持续性.....	18
四、	关税对于特朗普是再好不过的工具.....	20
	（一） 美国形象崩塌，关税或为最好工具	20
	（二） 直指进口结构核心项，配合“协议”政策目标	22
五、	海湖庄园协议的困境与掣肘？	25
	（一） 关税的掣肘：潜伏的滞胀与衰退预期.....	26
	（二） 主权财富基金的掣肘：无本之木？	29
	（三） 协调美元贬值与世纪债券置换的掣肘：只有大棒没有胡萝卜	32
六、	投资启示	37
	（一） 美国市场.....	37
	（二） 中国市场.....	37
	（三） 黄金.....	38
七、	风险提示	40

海湖庄园协议是特朗普所谓“让美国再次伟大”（Make America Great Again）的重要一环。在美国上一任政府履职期间，“拜登经济学”大行其道，美国通过不断突破债务上限，用大规模的财政扩张维持了美国经济的高景气度，造就了“美元越印越涨”的局面。然而，这加剧了全球对于美元体系的不信任，数据显示，过去一段时间美元资产在全球官方储备的占比已出现了显著下降，黄金价格也在强美元环境下不断突破新高，脱离了我们熟知的“美元-实际利率-黄金”框架。

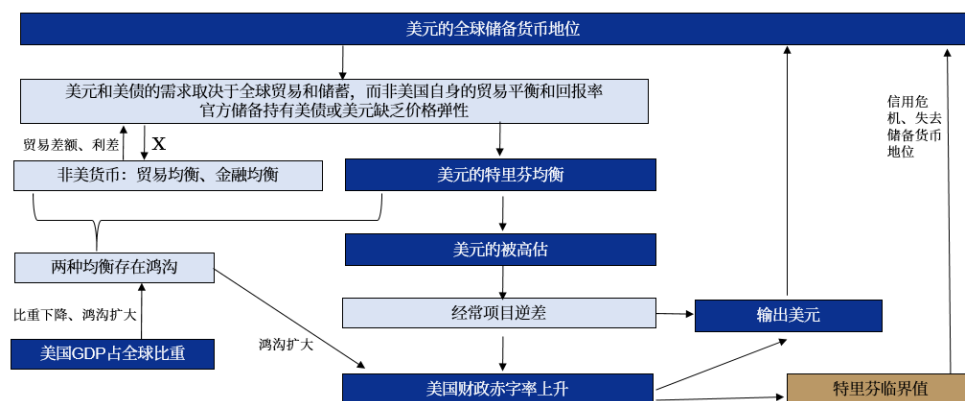
一、海湖庄园协议的构想浮出水面的背景：特里芬

两难（Triffin Dilemma）

为了保持美元全球货币的地位，美国需要源源不断向外输出美元。非美国国家为了发展国际贸易和保持金融市场的稳定性，往往会积累一定体量的美元形成外汇储备。因此，美元除了贸易需求以外，还形成了一部分缺乏弹性的储备需求，这导致了美元币值天然被高估。美元被高估则意味着，进口相较于国内生产更具性价比，因此制造业部门成为“强势”美元的牺牲品。然而，一个国家的货币之所以被认可为全球货币，是因为其强大的国际竞争力，即科技、制造、军事等硬实力，然而，随着美国贸易逆差的持续扩大、制造业的持续流出，最终会导致非美国国家的重新思考——美国的竞争力足以匹配它的货币地位吗？

显然，美国人也担心触及美元体系信用危机的“特里芬边界”。为了巩固美元霸权、“让美国再次伟大”，特朗普希望通过重塑全球贸易、金融、安全体系，实现再工业化、制造业振兴、国际竞争力提升。在这样的背景下，“海湖庄园协议”的构想浮出水面。

图1：美元的特里芬世界



资料来源：中国银河证券研究院

美国经济问题的根源来自美元持续被高估。美元持续被高估使得美国出口商品缺乏竞争力，削弱了美国制造业的竞争力。我们用对广义主要贸易伙伴国的实际美元指数，来观测美元的变化趋势，能看到该实际美元指数从2011年至今总体都处于上行趋势，从底部累计升值了近45%。而广场协议之前，该实际美元指数也经历了一个长达6年多的升值，从底部累计升值了约53%。截至2025年2月，对广义主要贸易伙伴国的实际美元指数为121.8，与广场协议之前的数值十分接近，均位

于历史高位。实际美元指数自 2011 年开始的持续超过 13 年的升值，使得出口商品的价格缺乏竞争力，这削弱了整个制造业部门的竞争力。

图2：实际美元指数:对广义主要贸易伙伴国



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

美元为什么持续被高估？美元深陷特里芬的世界，无法取得非储备货币可以达成的两个均衡，一个是贸易均衡，另一个是金融均衡。对于非储备货币而言，实现贸易均衡的路径是，如果一国长期贸易顺差，这将推高本币，而伴随本币的升值，将减少该国的出口，增加进口，直至本币升值到均衡位置，最终达到贸易均衡。同样对于非储备货币而言，也可以实现金融循环的均衡，当本国利率低于美国时，利差会驱动本币兑换成美元，投资美国的金融产品，这会带动本币贬值，最终达到均衡位置。

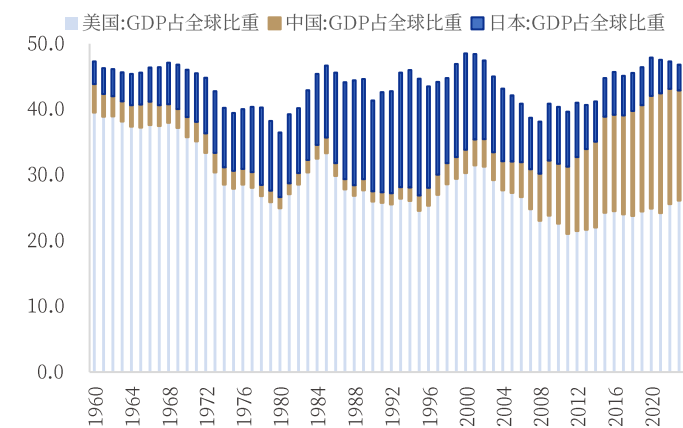
但是美元因为其储备货币的地位，无法实现这两个均衡。因为其他国家和地区的官方储备持有美元或者美债并非基于经济利益最大化的考量。美元和美债作为其他国家或者地区的官方储备资产，美元和美债的需求取决于全球贸易和储蓄，而非美国自身的贸易平衡和回报率。

因为美元的储备货币地位，美国需要面对经常账户赤字，出口美债为其他国家提供储备资产。而这一循环得以进行的重要前提是美国 GDP 占全球的份额需要持续提升，否则只能通过美国自身的财政赤字率的上升维持。而美国 GDP 占全球的份额的持续提升需要美国经济增速持续高于非美经济体的增速，需要美国保持强劲的增长。

如果美元循环不能继续，美元将来到特里芬临界点，美元将失去储备货币的地位。如果美元循环不是通过美国 GDP 占全球的份额需要持续提升来维持，而是通过美国自身的财政赤字率的上升维持，那么财政赤字率上升到足够大时，可能会导致美债出现信用风险，陷入信任危机，届时美元将失去储备货币的地位。观察数据，美国 GDP 占全球份额已从 1960 年约 40% 的水平一度下滑至 2011 年约 21%，此后出现回升，2023 年占比约 26%。另一方面，美国经常项目的逆差不断扩大，2023 年美国经常项目逆差约 9053 亿美元，比 2019 年几乎翻倍。同时美国财政赤字率维持在 7% 以上的高位。虽然当下美元距离特里芬临界点仍有距离，但是政策必然是会转向将美元推离朝临界值前进的方向。

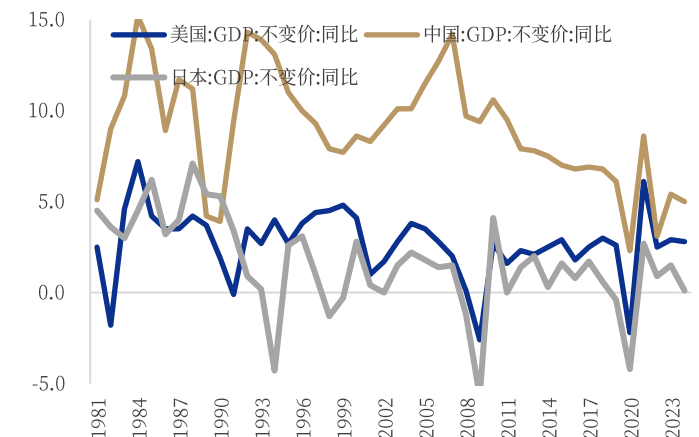
美元作为储备货币实际上给美国带来三重影响：第一，美元的借贷成本略有降低；第二，美元被高估，削弱了出口部门的竞争力；第三，获得金融治外法权。从这个角度也可以理解为什么海湖庄园协议不是简单的广场协议 2.0，而是寄希望于重塑全球贸易体系、金融体系、安全体系，因为这三个体系通过美元事实上已连接在一起了。

图3: 美国、中国、日本 GDP 占全球比重 (%)



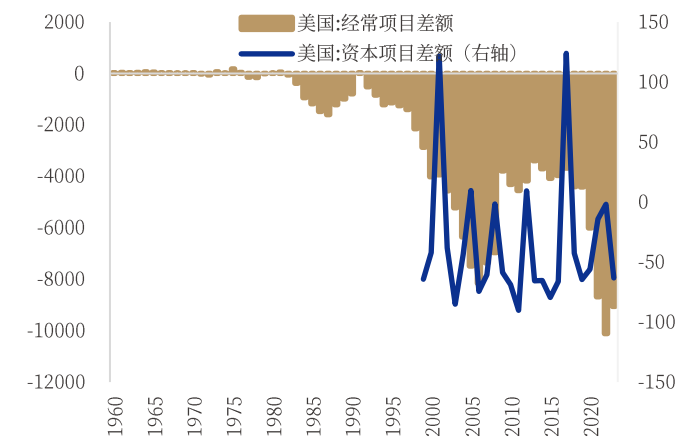
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图4: 美国、中国、日本经济增速 (%)



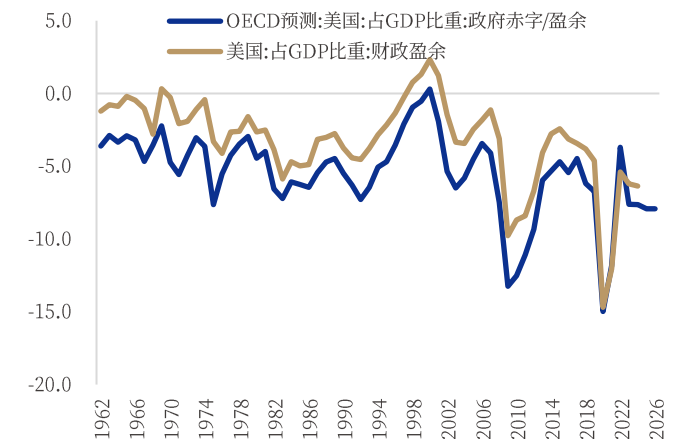
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图5: 美国经常项目和资本项目 (亿美元)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图6: 美国财政赤字/盈余占 GDP 比重 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

二、海湖庄园协议不只是广场协议 2.0

（一）海湖庄园协议不只是广场协议 2.0

海湖庄园协议可以理解为特朗普 2.0 时代一揽子推动全球贸易体系、金融体系、安全体系的重构的行动。其最终目标是实现美国制造业部门和金融部门的再平衡，提升美国制造业竞争力，强化财政的可持续性，从而夯实美国全球霸主的地位。

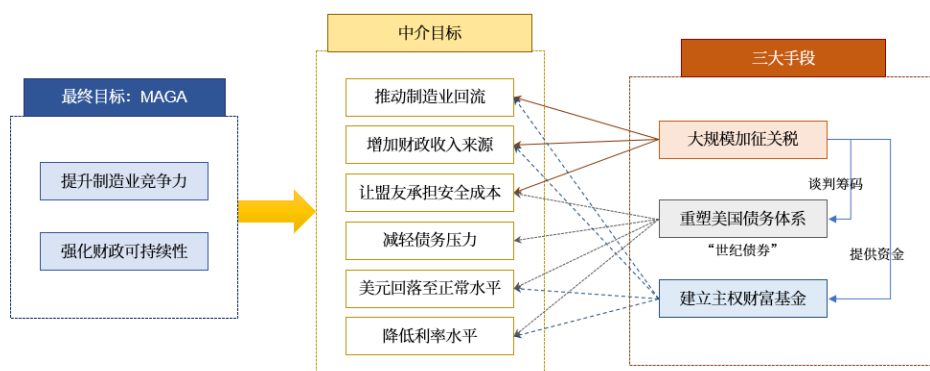
结合米兰（Miran）、波扎尔（Pozsar）、比安科(Bianco)等人的分析，海湖庄园协议的手段主要涉及以下三个方向：

其一，大规模加征关税。旨在调整贸易流向，推动制造业回流；减轻财政压力，进而推动国内企业居民减税；还可以作为其他磋商的重要筹码（Leverage）。

其二，**建立主权财富基金**。基金收入可以作为财政收入的重要补充（类似于中国的第三本账），减轻债务压力；可以对制造业和基础设施进行战略投资；有助于实现美元汇率或美债收益率目标，建立长期经济安全。

其三，**设计“世纪债券”重塑美国债务体系**。利用关税、金融安全、军事保护伞等手段迫使美国盟友卖出美元资产，达到美元贬值的效果；同时，为了维持美债利率稳定且不削弱“弱美元”的效果，这些国家还要配合美国调整其债务结构，将短期美债置换为超长期的世纪债券（Century Bond）。

图7：海湖庄园协议梳理

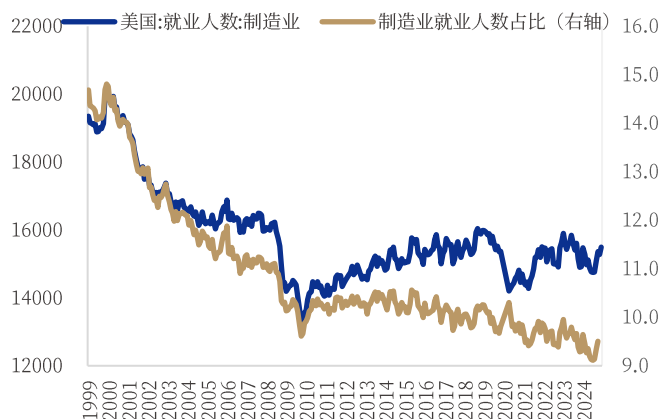


资料来源：中国银河证券研究院

（二）海湖庄园协议的优先工具可能是关税

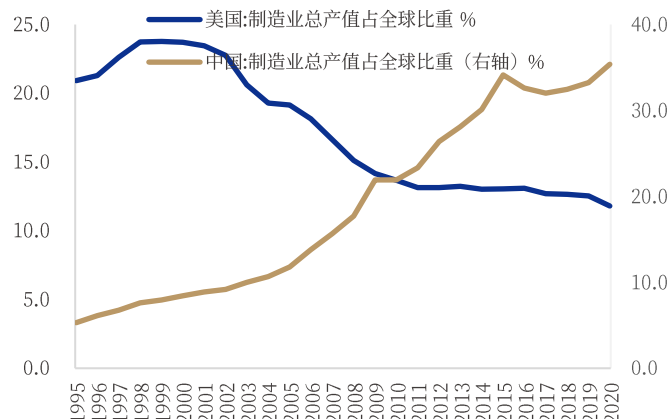
为什么关税优先？对美国进口商品加征关税是纠正贸易失衡、提升美国制造业竞争力的重要路径。特朗普 1.0 时期曾使用过这一工具。关税既是目的也是手段。对美国进口商品加征关税可以增加财政收入，减轻一些债务偿还的压力。同时，关税作为“大棒”是美国推行海湖庄园协议其他部分的谈判筹码。

图8：美国制造业就业人数（千人）、在全部就业人数的占比（%）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图9：美国和中国制造业占全球比重



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

加征关税会如何推进？

第一，可能采取分阶段征收的方案。一方面，如果推进的过于迅速，可能使得市场对于美国经济政策的不确定性陷入恐慌，引起金融市场的过度波动。另一方面，关税加征过快可能推动美国通胀上行。所以分阶段分批加征是更可能采取的方案。

第二，具体实施加征关税时，美国可能表现得反复无常。因为关税将被当作谈判的筹码，是否加征、何时加征以及多大幅度的加征一定是让谈判对手觉得无法判断，因为增加不确定性实际上就是增加谈判中的筹码，使得谈判有利于美国。

第三，对各国征收不同的关税税率。这一点可能会将美国的关税和安全区联系在一起，将全球的贸易体系和安全体系联系在一起。

（三）海湖庄园协议之主权财富基金

主权财富基金可能也是海湖庄园协议的重要工具之一。特朗普已于 2025 年 2 月签署行政命令，正式启动美国主权财富基金。

尽管短期影响可能有限，但主权财富基金在特朗普的时间表上优先度并不低，也属于较早规划的战略。2025 年 2 月 3 日，特朗普签署了行政命令，由美国财政部部长贝森特（Bessent）和商务部部长路特尼克（Lutnick）牵头，在 90 天内对于美国主权财富基金做出计划以加强美国存量财富的管理和利用。白宫宣称成立主权基金的目的主要是：（1）保持长期的经济竞争力和财政可持续性，包括减轻美国家庭和小企业的税收负担、增强长期经济安全、促进美国的经济和战略领导地位等；（2）追求国家（战略）目标的发展并放大经济增长，比如寻求公平且平衡的贸易、达成国家能源主导地位、通过税收和监管减免来刺激强劲的经济增长等¹。这些目标也是“海湖庄园协议”所希望达成的。

图10：主要主权基金的规模、资金来源和投资策略等

国家/地区	基金名称	基金大致规模	资金来源	投资策略
挪威	政府全球养老基金 (GPF)	约1.7万亿美元	石油和天然气收入	投资于国际股票、固定收益和房地产，支持全球多元化投资。
中国	中国投资有限责任公司 (CIC)	约1.3万亿美元	外汇储备、国有资本	投资于“一带一路”倡议、全球能源市场、非洲城市化项目。
阿联酋（阿布扎比）	阿布扎比投资局 (ADIA)	约1万亿美元	石油收入	投资于全球指数基金、内外部股权、固定收益和国债。
沙特阿拉伯	沙特阿拉伯货币管理局 (SAMA) 外国资产	约9250亿美元	石油收入	投资于沙特国内和国际项目，包括石油精炼、能源和基础设施。
新加坡	新加坡政府投资公司 (GIC)、淡马锡控股 (Temasek)	各约1000亿美元	外汇储备、国有资本	投资于全球主要资产类别，包括股票、固定收益和房地产。
科威特	科威特投资局 (KIA)	约1600亿至2500亿美元	石油收入	投资于本地、阿拉伯和国际金融市场。
韩国	韩国投资公司 (KIC)	约200亿美元	外汇储备	投资于全球股票、固定收益和房地产。

资料来源：各国主权基金网站等，中国银河证券研究院

目前，美国主权财富基金的资金来源尚不清晰，但潜在的方向可能包括（1）关税和其他收入，（2）联邦政府控制的公共土地，（3）黄金重定价；

¹ Fact Sheet: President Donald J. Trump Orders Plan for a United States Sovereign Wealth Fund – The White House

（四）设计“世纪债券”重塑美国债务体系

海湖庄园协议最核心的部分就是通过美元和美债对全球金融体系进行重构，最终达成美元相对走弱以支持本土制造业、长端美债收益率降低保证美国融资安全可持续的格局。

多边汇率联合干预已经是非常久远的故事。海湖庄园协议唤起了市场对于广场协议的记忆。1985年，美国、法国、德国、日本和英国在纽约广场饭店签署《广场协议》，通过协同行动促使美元贬值。1987年，七国集团（G7）在巴黎卢浮宫达成新协定《卢浮宫协议》，意在停止美元的继续走弱。日本在卢浮宫协议之后大幅降息，以支持美元走强。《广场协议》和《卢浮宫协议》被视为多边联合干预汇率的成功经验。美元的实际有效汇率指数主要取决于与主要贸易国家和地区的货币的相对强弱，要想人为推动美元走弱，需要与主要贸易国家和地区的联合干预。站在2025年，对于现在的美元，最为重要的三个货币是欧元、日元和人民币。如果只是能做到联合日本、英国、加拿大或者墨西哥一同实施干预，可能无法完成使美元大幅走弱的目标。

与实施广场协议和卢浮宫协议的20世纪80年代相比，如果再次推动干预美元汇率的行动，必须要考虑实施过程中可能给美债市场带来的影响。广场协议和卢浮宫协议时期，美国政府债务占GDP的比重约50%-60%左右，而当下美国政府债务占GDP比重已突破120%。与广场协议时期相比，当下推动美元贬值的行动必须更加谨慎，因为如果行动削弱美元的储备地位，美国债务可持续性可能将受到质疑，这也是为什么美国自身债务体系的重塑是海湖庄园协议的重要行动之一。

美国自身债务体系重塑与海湖庄园协议其他部分密不可分。加征关税可以增加美国关税收入，减轻部分还债压力。同时，美元贬值的多边方案，推动其他国家官方储备将持有的美债置换为期限更长甚至是世纪债券，将有助于政府债务的可持续性。美元贬值的单边方案，比如向其他国家官方储备所持有的美债征收税费，也将有助于减轻债务的利息负担。

图11：美国政府债务占GDP比重



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

弱美元的货币路径与关税有何不同？第一，关税可以直接增加美国关税收入，但是弱美元并不直接贡献收入；第二，特朗普1.0时期推行过加征关税，且实现无通胀增长，视为成功经验；而上一次实施多边联合干预汇率的成功经验要追溯到20世纪80年代的广场协议、卢浮宫协议，已经多年未被实施，时过境迁，现在再次被实施的影响更难被评估和确认。

为什么是先关税后弱美元？与关税相比，弱美元可能会带来金融市场更大的波动，更具风险，而且是多年未使用过的手段，不确定性更大，更需要协调美联储的货币政策以及配合能源政策等去通胀政策一同实施。美元贬值的主要风险是使美元资产吸引力下降，资金流出美债，叠加财政赤字的增长和通胀风险，推升长债收益率上行。同时，推行弱美元可能冲击美元的储备货币地位及其因此获得的金融治外法权。

弱美元的推出可能仍需等待。第一，与关税相比，弱美元的实施可能更具风险，所以决定实施的决策必然更为谨慎；第二，弱美元的实施需要美联储的协同，所以需要对于通胀回落更具信心之时；第三，弱美元的实施可能引起美债市场的波动，如果赤字率可以有所降低，将是更顺风的环境；第四，关税既是目的，又是谈判手段，扮演大棒的角色，关税率先被抛出，可能有利于多边联合干预汇率协议的达成。

弱美元的实现路径包括多边方法和单边方法两种，多边方案需要相关国家或地区的配合，单边方案美国可以独立实施更具灵活性，但对金融市场的冲击可能更大，更具风险，要想降低其实施风险则需要美联储的配合。

多边方法的框架可能基于波扎尔（Pozsar）在 2024 年提出的相关内容，他提出一个“安全区域”（security zones）的概念，主要包括三个内容：（1）安全区域是公共产品，在内部的国家必须通过购买国债来为美国提供（保证安全的）资金；（2）安全区域是资本品，最好通过世纪债券而非短期债券进行融资；（3）安全区域设有铁丝网，如果不将短期债务置换为长期债务，关税会将你拒之门外。从这些内容中可以看出重塑全球贸易体系、金融体系、安全体系实际上是密不可分。

如果想要推动美元贬值，那可能需要相应国家卖出官方持有的美元或者美债储备。但行动希望达成的效果是这些国家官方持有的美债作为官方储备的总规模减少，但是期限延长。即卖出短期美债，而买入更长期限的美债，最好是可以持有美国的世纪债券。这样一方面可以减弱长债收益率可能的上行，另外一方面可以将持有美债的风险转移到其他国家或者地区。

美国如何说服其他国家或者地区加入多边方案？大棒（关税）+胡萝卜（安全保护伞）+使用工具提供美元流动性。一个国家官方持有美元或美债储备的目的是为了在危机或者金融风险出现的时候，应对本币的贬值。而官方储备之所以倾向持有短期美债，是因为短期美债的流动性更好，特别是金融市场急剧波动的时候。因此如果美国想说服其他国家官方储备持有更长期限的美债，甚至世纪债券，必须打消他们对于流动性的担忧。因此需要提供相应的工具，这一工具可以是美联储的互换或者通过财政部的外汇稳定基金来实现。美联储或者财政部可以按照美债的账面价值向这些国家或地区提供美元流动性。美联储在 2023 年应对硅谷银行等地区性银行流动性压力时，使用过银行定期融资计划 BTFP（Bank Term Funding Program），可以作为一个海湖庄园提供流动性工具的范本。按照美债的账面价值提供流动性可以消除这些国家官方储备持有长期美债或者世纪债券的风险，这个流动性工具的存在同时可以加强这些国家希望长期继续留在“安全区”（security zones）的意愿。

如果多边方案无法达成，依然存在单边方案推动美元贬值，即使没有美联储货币政策的配合。单边方案可能包括两个实现路径：一个是利用 IEEPA 对外国官方持有美国国债的投资者征收税费；另一个是建立外汇储备。

单边方案的缺陷是可能会引起美债金融市场的波动，尤其是采用征收税费的方式。如果通过征收税费的方式让部分国家的官方储备卖出美债，可能会带来美元暴跌、美债利率飙升，并动摇全球对于美债以及美元的信心，危及美元的储备地位，必然削弱美国的金融治外法权。

因此单边方案的实施肯定要考虑其可能的风险，采用征收用户费的具体实施方案可能会呈现三个特征：1、循序渐进，分批分阶段实施。比如可能先实施一个较低的费率，之后再逐步提高。或者比如先仅对新发行的债券征收税费；2、对不同国家区别对待。可能对不同国家征收不同费率，划分标准将与美国的安全保护伞、安全区密不可分；3、征收用户费的对象大概率不会包括美国国内的美债持有者；4、如果美联储协同配合，可以降低波动性以及由此可能带来的风险。

美联储在何种情况下可能配合财政部？美联储需要在“双重使命”实现之后，才有可能进入三个使命“适度的长期利率”。肯尼迪政府时期实施的“扭曲操作”可以视为美联储配合财政部的先例。在“扭曲操作”中，财政部增加了短期国债的发行，而美联储则通过购买长期国债压低长期利率，这种政策组合既防止了黄金外流，同时实现压低长期利率以支持经济增长。现阶段美联储更有可能在以下情形与财政部协同配合：一是不妨碍其实现通胀和就业目标的双重使命；二是白宫公开承认干预只是过渡期间的临时措施，而非永久性的。

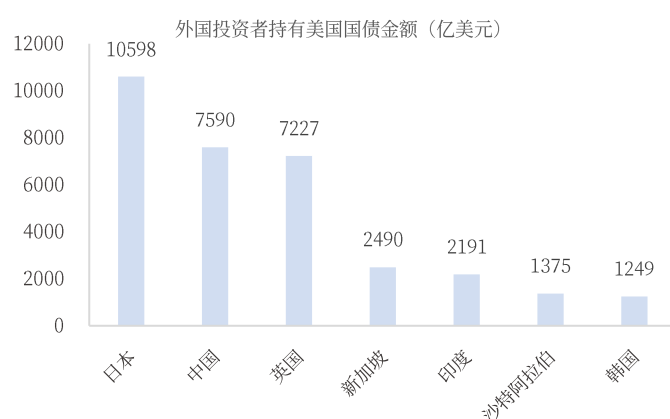
建立外汇储备是单边方案的另一个可能路径，通过建立外汇储备，可以增加对非美货币的买入，推动其走强，从而实现弱美元。建立外汇储备可能有两个实现方法：一是财政部自身的资产，特别是其外汇稳定基金。但是外汇稳定基金规模有限，其中100亿美元已经投资在非美货币，后续可使用的规模约300亿美元。虽然外汇稳定基金可以进行融资操作，但是一方面将增加联邦政府的利息负担，另一方面非美货币资产收益低于美元的融资成本，带来损失；二是财政部出售黄金，为建立外汇储备提供资金；三是美联储印制美元以购买外币。缺点是美联储印制美元增加货币供应量是通胀性的，购买外币资产可能有信用风险，可能是负收益。美联储需要其他工具回收流动性以抑制通胀。

图12：美元在全球外汇储备中的占比



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图13：外国投资者持有美国国债金额



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

三、特朗普已经在尝试推进“海湖庄园协议”

特朗普目前的一些政策和做法展现了他可能正在尝试向“海湖庄园协议”的假设靠拢。通过推动关税政策和产业政策来达到制造业回流和供应链安全的目的；同时，积极开展联邦政府内部改革与政治清算，确保政策理念自上而下得以忠实执行，并削减政府开支，推动美国政府财政正常化。

(一) 大规模加征关税已经开启

正如前文所述，关税政策可能是海湖庄园协议的优先工具，是纠正贸易失衡、提升美国制造业竞争力的重要路径。2025 年特朗普上台后全线加码关税政策，综合分析其政策发布节奏，我们认为其关税政策至今可分为评估试探、多线施压、落地调整三个阶段。

第一阶段（1 月下旬至 2 月上旬）：评估调查与初步实施。2025 年 1 月，特朗普以非法移民和毒品为由，宣布美国进入《国际紧急经济权力法》(IEEPA) 规定的紧急状态，并启动关税调查，为关税初步落地提供现实依据和法律基础。2 月 1 日，特朗普签署行政令，对加墨中三国的商品全面加征关税，以难民为由宣布对墨西哥进口的所有产品征收 25% 的关税，对加拿大进口的所有产品征收 25% 的关税（能源资源除外，能源资源需缴纳 10% 的关税）；以芬太尼为由对所有中国进口产品征收 10% 的关税。面临现实阻力后，特朗普下令暂缓墨加关税至 3 月 4 日，推迟取消中国小额包裹免税，保留政策试探空间。

表1：关税政策第一阶段：评估调查与初步实施

日期	关税措施	涉及商品	政策提出国	涉及国家	税率
1 月 20 日	签署备忘录，启动关税调查	所有商品	美国	加拿大、墨西哥、中国	
2 月 1 日	签署行政令，对墨、加、中加征关税	所有商品	美国	中国	10%
				加拿大、墨西哥	25%
		能源商品		加拿大	10%
2 月 3 日	签署行政令，暂缓墨、加关税措施	所有商品	美国	加拿大、墨西哥	
2 月 7 日	签署行政令，推迟取消对华“小额贸易关税豁免”	价值低于 800 美元的小额包裹	美国	中国	

资料来源：美国白宫网站，中国银河证券研究院

第二阶段（2 月中旬至 2 月下旬）：全球扩展与多线施压。进入 2 月中旬，关税政策从聚焦美加墨扩展至全球和多商品领域。分领域看，关税直击美国制造业痛点，对所有进口至美国的钢铁和铝征收 25% 关税，“没有例外和豁免”，宣布 3 月 12 日生效；威胁对汽车、芯片、药品加税 25%；签署行政令，启动铜、木材“232”安全调查。分区域看，特朗普 2 月 13 日签署备忘录，宣布“对等关税”以反击贸易伙伴，并计划 4 月 2 日落地，同时重点敲打欧盟汽车关税（25%），拉拢英国谈免关税协议，关税政策作为地缘博弈的工具属性凸显。

表2：关税政策第二阶段：全球扩展与多线施压

日期	关税措施	涉及商品	政策提出国	涉及国家	税率
2月10日	签署行政令，对所有输美钢铁、铝加征关税	钢铁、铝	美国	所有国家	25%
2月13日	签署备忘录，提议对所有国家“对等关税”	所有商品	美国	所有国家	对等
2月18日	特朗普表示将在4月初公布针对汽车、半导体和药品的进口关税	汽车、半导体、药品	美国	所有国家	25%+
2月25日	签署行政令，对铜启动调查	铜	美国	所有国家	
2月26日	表示对欧盟加征关税	所有商品（汽车）	美国	欧盟	25%
2月26日	宣布4月2日实施关税行动	所有商品	美国	所有国家	
2月27日	表示美英可能达成贸易协议，避免对英加征关税		美国	英国	
3月1日	签署行政令，对美国木材进口进行国家安全调查	木材等原材料及家具等木制品	美国	所有国家	

资料来源：美国白宫网站，中国银河证券研究院

第三阶段（3月至今）：落地变形与政策分化。进入3月，关税政策逐步落地实施，3月4日对加拿大墨西哥关税生效，3月12日对钢铁、铝关税生效，4月2日对等关税计划生效。在此过程中，多国已筹备或宣布采取反制措施，制裁与反制博弈升温，关税政策呈现“落地变形”和政策分化。一方面，对中、加、墨和多商品领域存在加码行为，如3月3日以“芬太尼问题”为由将对华关税从10%翻倍至20%；取消加墨两国小额包裹豁免；国会联席会议中提及对铝、铜、钢材、木材统一加征25%关税，同步启动农产品关税。另一方面，反制压力和现实条件下关税政策局部退却，如为缓解国内汽车工业压力，对美墨加协定内商品豁免关税，全面加征暂缓至4月2日；对加拿大钢铝产品“朝令夕改”，3月11日宣布对加拿大钢铝产品加征关税翻倍至50%，当天晚些又声明额外关税不会生效。

表3：关税政策第三阶段：落地变形与政策分化

日期	关税措施	涉及商品	政策提出国	涉及国家	税率
3月2日	签署行政令，宣布对加拿大和墨西哥取消小额关税豁免	价值低于 800 美元的小额包裹	美国	加拿大、墨西哥	
3月3日	签署行政令，对中国商品加征关税水平提高至 20%	所有商品	美国	中国	20%
3月3日	表示 3 月 4 日对加拿大墨西哥关税生效	所有商品	美国	加拿大、墨西哥	
3月4日	特朗普重申 4 月 2 日开始征收对等关税，对铜、铁、铝、木材、农产品加征关税	铝、铜、钢铁、木材 农产品	美国	所有国家	25%
3月4日	加拿大初步对美国 300 亿美元商品加征 25%关税，涉及商品总额 1550 亿美元	橙汁、花生酱、酒、咖啡、电器、服装、鞋类、摩托车、化妆品以及纸制品等	加拿大	美国	25%
3月6日	签署修正案，调整加墨两国加征关税覆盖范围	符合美墨加协定优惠范围的商品	美国	加拿大、墨西哥	0%
		不符合协定优惠范围的钾肥			10%
		不符合协定优惠范围的商品			25%
		不符合协定优惠范围的能源产品		加拿大	10%
3月9日	特朗普表示对加墨的关税暂停截至 4 月 2 日		美国	加拿大、墨西哥	
3月10日	特朗普回应加拿大的关税反制，重申 4 月 2 日实施对等关税		美国	加拿大	
3月11日	特朗普计划对加拿大钢铝加征关税翻倍	钢铁、铝	美国	加拿大	

3月11日	美国撤回对加拿大钢铝加征关税翻倍	钢铁、铝	美国	加拿大	
3月12日	美国对钢铁、铝产品加征关税生效	钢铁、铝	美国	所有国家	25%
3月12日	加拿大从3月13日起，对价值298亿加元的美国商品征收25%的报复性关税	钢铁、铝、其他商品	加拿大	美国	25%

资料来源：美国白宫网站，中国银河证券研究院

综合来看，特朗普 2.0 时代关税政策从“精准打击”逐步扩展为“全球威慑”，通过关税升级迫使贸易伙伴让步，或为进一步“海湖庄园协议”框架下战略目的（如美元贬值、制造业回流）提供筹码。然而暂缓关税实施、调整覆盖范围等战术退却反映其政策的主观激进性和现实条件有差距，存在多重拉锯和博弈，亦为特朗普政策间的“自相矛盾性”的一种延续。特朗普将贸易问题与国家安全、移民、禁毒等议题捆绑，塑造“美国受害”叙事以强化舆论支持，最终构建以美国利益为核心的全盘贸易壁垒。

表4：特朗普签署关税相关总统令

总统令编号	总统令名称（英文）	签署时间	内容
EO 14228	针对中国关税的进一步修正案	2025 年 3 月 3 日	中国商品的税率从 10%改为 20%。
EO 14227	应对美国南部边境局势的关税修正案	2025 年 3 月 2 日	符合美加墨协定的商品暂时不征税。
EO 14226	针对美国北部边境非法药物流动的关税修正案	2025 年 3 月 2 日	符合美加墨协定的商品暂时不征税。
EO 14200	针对中国的关税修正案	2025 年 2 月 5 日	中国商品适用最低限度豁免政策。
EO 14198	南部边境局势的进展情况	2025 年 2 月 3 日	墨西哥商品关税推迟至 3 月 4 日生效。
EO 14197	北部边境局势的进展	2025 年 2 月 3 日	加拿大商品关税推迟至 3 月 4 日生效。
EO 14195	针对中国征收关税	2025 年 2 月 1 日	来自中国的所有商品征收 10%额外从价关税。拟生效时间 2 月 4 日东部时间 12: 01。
EO 14194	针对南部边境的情况征收关税	2025 年 2 月 1 日	来自墨西哥的所有商品征收 25%额外从价关税。拟生效时间 2 月 4 日东部时间 12: 01。
EO 14193	针对我国北部边境的非法药物流动征收关税	2025 年 2 月 1 日	除了部分能源资源外，来自加拿大的所有商品征收 25%额外从价关税，能源资源征收 10%额外从价关税。拟生效时间 2 月 4 日东部时间 12: 01。

资料来源：Federal Register，中国银河证券研究院

（二）产业政策

特朗普近期推出的政策也旨在让制造业回流美国本土，以实现再工业化和经济增长。其主要政策措施包括释放美国能源、对钢铁和铝加征关税、扩大木材生产等。

特朗普希望通过降低美国能源价格促进制造业发展。制造业企业对能源的需求极大，因此能源价格直接决定了其生产成本和利润空间。2025 年 1 月 20 日，特朗普上台就签署了行政命令，宣布美国进入“国家能源紧急状态”，以及《释放美国能源》和《释放阿拉斯加的非凡资源潜力》两项行政命令，废除了 12 项拜登时期签署的有关绿色能源的总统令。具体来看，《释放美国能源》以振兴传统能源产业为核心，通过政策松绑、补贴转移和国际协议退出，重塑美国能源结构。内容包括鼓励在联邦土地和水域（包括外大陆架）进行能源勘探和生产；确立美国非燃料矿物（包括稀土矿物）的主要生产国和加工国的地位。同时废除拜登时期的“电动汽车强制令”。《释放阿拉斯加的非凡资源潜力》内容包括充分利用阿拉斯加广阔的土地和资源；最大限度地开发和生产阿拉斯加的自然资源；加快阿拉斯加能源和自然资源项目的许可和租赁；优先开发阿拉斯加的液化天然气潜力。

企图通过关税提高进口原材料价格，实现关键材料本土化生产。在原材料方面，我们可以看到特朗普对进口钢铁和铝产品加征额外 25% 的高额关税。2 月 25 号，签署《应对铜进口对国家安全的威胁》，要求商务部长调查美国对铜进口的依赖是否威胁国家安全。3 月 1 日，特朗普签署《应对木材进口对国家安全的威胁》，发布“美国木材生产立即扩大”行动。在特朗普的政策框架内，为了进一步增强美国本土的制造业能力，原材料必须也要在美国本土生产，才能起到推动制造业回流的目的。因此特朗普希望通过关税减少对外部资源的依赖，降低本土制造业的成本，从而吸引更多企业在美投资，以达到推动制造业回流的目的。

表5：特朗普签署产业政策相关总统令

总统令编号	总统令名称（英文）	签署时间	内容
EO 14225	立即扩大美国木材生产	2025 年 3 月 1 日	推动美国木材生产迅速扩张，以增强国内供应、降低对进口依赖，并促进相关下游产业发展。
EO 14223	应对木材、板材及其衍生产品进口对国家安全的威胁	2025 年 3 月 1 日	通过严格措施限制进口木材、锯材及其衍生产品，保护国家安全同时扶持本土产业。
EO 14220	应对铜进口对国家安全的威胁	2025 年 2 月 25 日	针对铜等关键原材料的进口实施防护措施，以支持国内金属加工和制造业。
EO 14213	建立国家能源主导委员会	2025 年 2 月 14 日	成立国家能源主导地位委员会，制定和协调能源产业战略，确保美国在能源领域的竞争优势。
EO 14179	消除美国在人工智能领域领先地位的障碍	2025 年 1 月 23 日	消除人工智能领域的制度和政策障碍，推动美国在 AI 技术和相关产业中的全球领先地位。
EO 14178	加强美国在数字金融科技领域的领导地位	2025 年 1 月 23 日	通过优化监管和促进创新，加强美国在数字金融科技领域的竞争力，推动产业升级。
EO 14154	释放美国能源	2025 年 1 月 20 日	全力推动美国本土自然资源的开发，巩固美国未来长期全球能源领先地位，确立非燃料矿物（包括稀土矿物）的主要生产国和加工国的地位。
EO 14153	释放阿拉斯加非凡的资源潜力	2025 年 1 月 20 日	高效、有效地最大限度地开发和生产阿拉斯加联邦和州土地上的自然资源，加快项目许可与租赁，优先开发液化天然气（LNG）潜力。

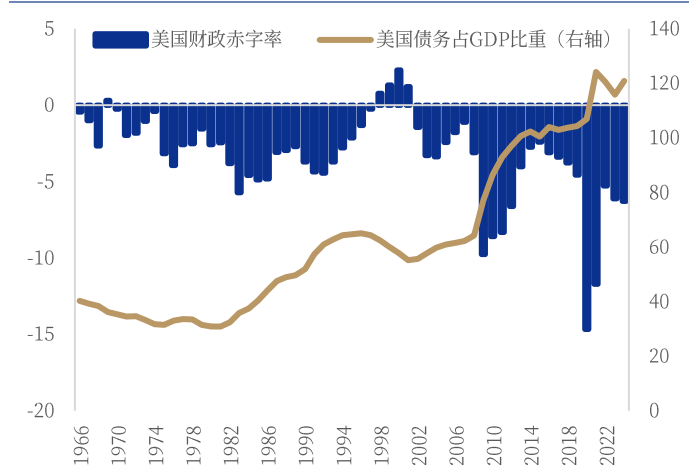
资料来源：Federal Register，中国银河证券研究院

（三）削减开支推动财政可持续性

3.1 政府效率部推动减少雇员，削减支出

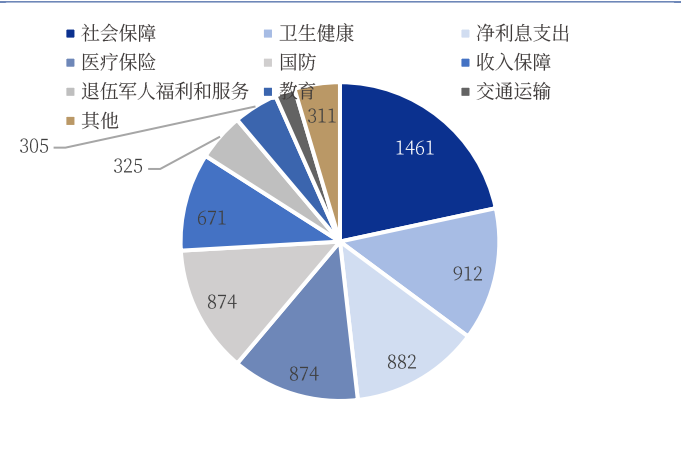
特朗普企图通过马斯克来削减政府不必要开支，从而强化财政可持续性。2024 财年，美国财政赤字率达到 6.28%，支出 6.75 万亿美元，债务占 GDP 比重达到 121%。高昂的财政支出和债务负担让特朗普和共和党推崇降低联邦政府开支，削减预算支出，以达到财政正常化的目的。而马斯克所率领的政府效率部就像特朗普的一把“利剑”，大规模的进行支出调查、精简人事并削减开支。1 月 20 日就职当天，特朗普签署总统令，宣布成立政府效率部（DOGE）。与其他政府部门不同，政府效率部是一个“临时组织”，行政令中明确规定政府效率部将于 2026 年 7 月 4 日“终止”。

图14：美国联邦财政赤字率和债务比重（%）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图15：美国 2024 财年支出细分（十亿美元）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

表6：特朗普签署总统效率部相关总统令

总统令编号	总统令名称（英文）	签署时间	内容
EO 14222	实施总统的“政府效率部”成本效益倡议	2025年2月26日	提升成本效率，通过预算管理、削减开支或其他财务改革措施来优化政府运作的成本效益。
EO 14219	确保依法治理，实施总统的“政府效率部”放松管制倡议	2025年2月19日	聚焦于监管改革，各部门配合政府效率部通过减少或简化联邦法规来提升政府效率，同时确保治理的合法性。
EO 14210	实施总统的“政府效率部”劳动力优化倡议	2025年2月11日	推动裁员和招聘冻结，要求各部门配合政府效率部通过提高效率 and 自然减员来减少联邦政府劳动力规模。
EO 14170	改革联邦聘用程序，恢复政府服务的优越性	2025年1月20日	各部门应酌情听取政府效率部意见，提高招聘和聘用流程的效率，吸引符合美国理想、价值观和利益的高技能美国人。
EO 14158	建立并实施总统“政府效率部”计划	2025年1月20日	政府效率部的奠基性总统令，旨在正式设立该部门，通过现代化联邦技术和软件来最大限度地提高政府效率和生产力。

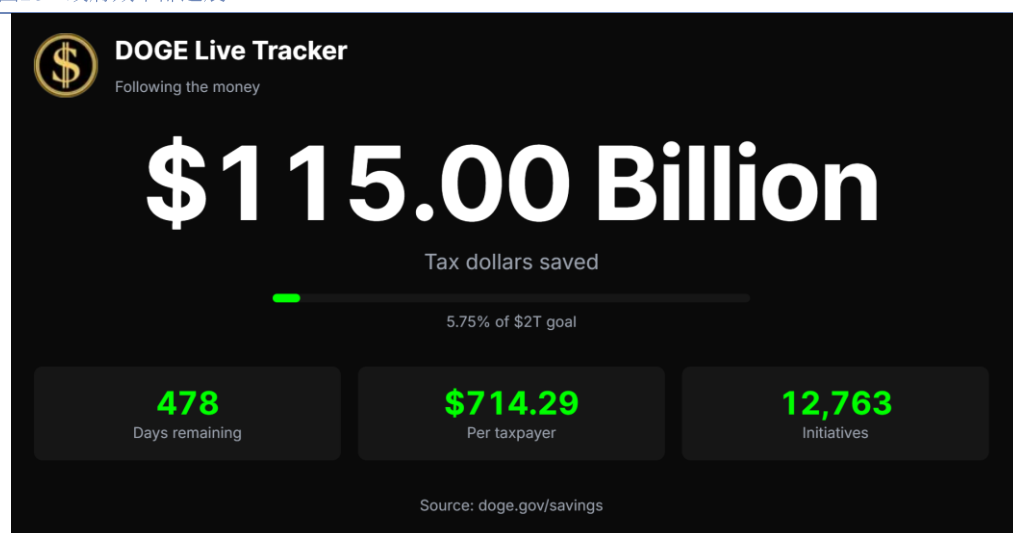
资料来源：Federal Register，中国银河证券研究院

虽然属于临时组织，但特朗普赋予政府效率部极大权利。根据特朗普的行政命令，DOGE 的目标是通过“现代化联邦技术和软件”来“最大限度地提高政府效率和生产力”。此外，特朗普还表示 DOGE 将“拆除政府官僚机构，削减多余的监管，削减浪费的开支，并重组联邦机构”。为了执行这一任务，特朗普的行政命令授予嵌入在各个机构中的“DOGE 团队”在“法律允许的最大范围内”“全面、迅速地访问所有非机密的机构记录、软件系统和 IT 系统的权利”。

2 月 11 日，特朗普再度签发行政命令《实施总统的“政府效率部”劳动力优化计划》，直接赋予 DOGE 人事权。命令规定，联邦政府机构每离职四个人，才可招聘一个人。同时每个机构负责人应与其 DOGE 团队负责人协商制定新人员招聘。机构不得填补 DOGE 团队负责人评估认为不应填补的任何职业任命空缺，除非机构负责人确定该职位应该填补。也就是说，特朗普目前不但冻结了联邦职员的招聘，赋予 DOGE 信息审查权，同时还授权 DOGE 掌管联邦公务员的人事调动和招聘权，整个公务员体系都归马斯克掌管。

根据 doge-tracker 显示，截止 3 月 13 日政府效率部共削减了 1150 亿美元的开支，达到其总进度的 5.75%。

图16：政府效率部进展

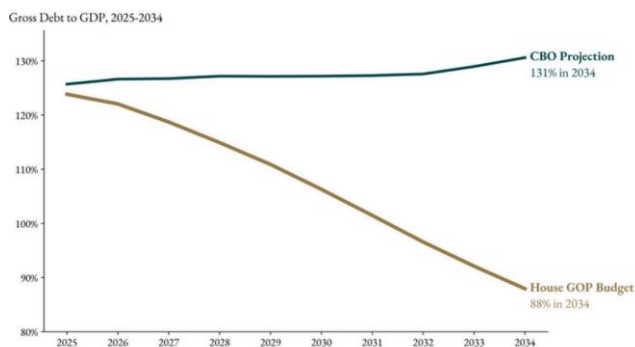


资料来源：doge-tracker，中国银河证券研究院

3.2 众议院预算决议畅想十年减少 10 万亿赤字

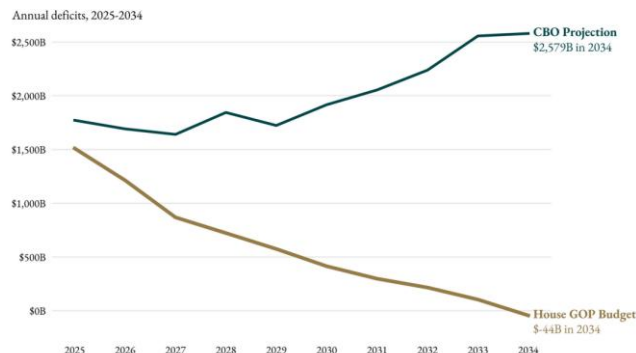
众议院决议建议在 2025 财年至 2034 财年期间削减 19 万亿美元支出，从而实现预算平衡并产生 440 亿美元的财政盈余。2025 年 2 月 25 日，美国众议院投票通过了 2025 财年预算决议，为未来十年的预算提出建议。预算决议不具有法律效应，可以视为众议院为各个委员会设立的指标，但依然可以管中窥豹看出共和党想要削减的领域来自医疗、教育和农业。细分来看，预算决议要求能源和商业委员会削减 8800 亿美元，该委员会同时负责医疗补助和其他联邦健康计划；教育和劳动力委员会削减 3300 亿美元；农业委员会削减 2300 亿美元。此外，指示还要求进一步削减 5000 亿美元，但并未分配给特定委员会。

图17：美国众议院预算决议设想的财政削减情况



资料来源：美国众议院，中国银河证券研究院

图18：美国众议院预算决议设想的财政盈余/赤字



资料来源：美国众议院，中国银河证券研究院

四、关税对于特朗普是再好不过的工具

（一）美国形象崩塌，关税或为最好工具

美国已从“全球公共产品提供者”转变为“寻租地主”。二战以来，美国长期以“全球秩序维护者”自居，通过军事同盟、经济援助和价值观输出塑造了“解放者”形象。然而特朗普政府上台后，从其一系列关税政策到“海湖庄园协议”概念兴起，经济孤立政策或使美国“解放者”的国际形象发生根本转变。而关税则是“海湖庄园协议”目标达成的重要手段。美国可以以此作为谈判筹码，迫使其他国家接受美元贬值或债务重组。如果特朗普果真采取计划实行“协议”政策框架，利用关税的“经济勒索”手段也将彻底颠覆美国过去倡导的“自由贸易”原则，转而将国际规则视为攫取短期利益的工具。这种以关税为核心工具的政策逻辑，暴露了美国在如今国际舞台上的本质角色：一个以“垄断租金”为目标、不惜牺牲国际形象与长期战略利益的“包租公”。

美国从“解放者”到“包租公”的形象塌陷，是其战略焦虑与垄断利益至上心态的必然结果。结合“协议”框架，加征关税或有三重预期目的：

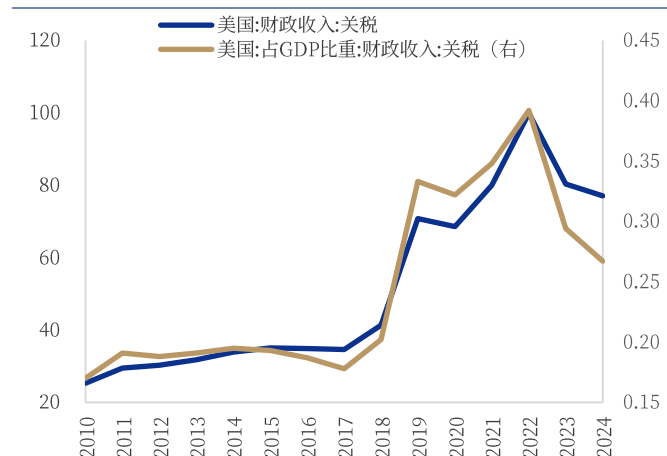
一是改善国民福祉与为减税融资。理论上，关税下贸易条件改善的收益与关税收入若能够与随之产生的生产消费扭曲损失平衡，则存在理论最优关税水平。首先，关税通过压低进口商品议价能力改善本国贸易条件，对国内厂商形成利好，带来生产者剩余提升；其次，关税收入可作为财政资金用于国内减税或公共支出，为国内减税融资，间接增强居民实际购买力。但进口规模收缩和关税带来的输入通胀可能导致国际厂商和国内消费者剩余损失，对于国际厂商的损失而言，其本质就是单边加税的损失转嫁，理论上不直接影响国内总福利。理论最优关税即指在边际上，关税带来的贸易条件收益与税收增加之和，恰好抵消其引发的生产消费扭曲损失。这种“以外部成本补贴内部需求”的策略，在理想条件下可实现帕累托改进，提升社会总福利。

二是促进制造业回流与产业链重构。关税政策长期服务于高科技产业与关键原材料行业的回流和本土化目标。加征关税通过提高进口商品成本削弱其价格竞争力，促使美国本土企业及跨国企业重新评估全球供应链布局，进而引导制造业产能向美国本土转移。具体而言，关税抬升了海外制造品进入美国市场的门槛，刺激国内进口替代效应，推动下游厂商优先采购本土生产的中间品与制成品；同时，海外生产成本优势的缩减倒逼企业调整投资决策，将部分高关税敏感行业的生产环节迁回美国以规避贸易壁垒，并利用美国在能源成本、技术创新及政策激励等方面的相对优势重构产业

链。叠加地缘政治风险加剧背景下企业对供应链韧性的重视，关税或驱动制造业资本与就业岗位向美国本土回流，减轻关键产品和原材料的对外依赖度。

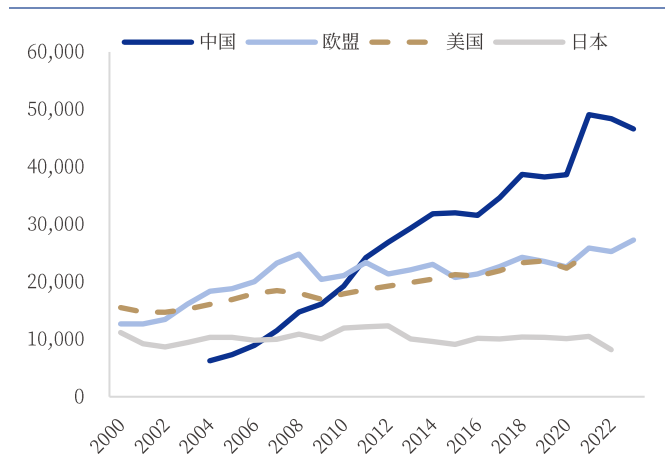
特朗普的政策从一定程度上确实推动了制造业回流美国本土。2018年3月，特朗普的第一个任期开始对钢铁和铝加征25%关税。到2019年，美国钢铁和铝的进口额分别下降了18.68%和8.18%，而产量分别上涨了5.31%和22.67%，表明加征关税的政策确实推动了美国国内钢铁和铝的生产，带动了制造业回流美国本土。

图19：美国关税收入（十亿美元）与 GDP 占比（%）



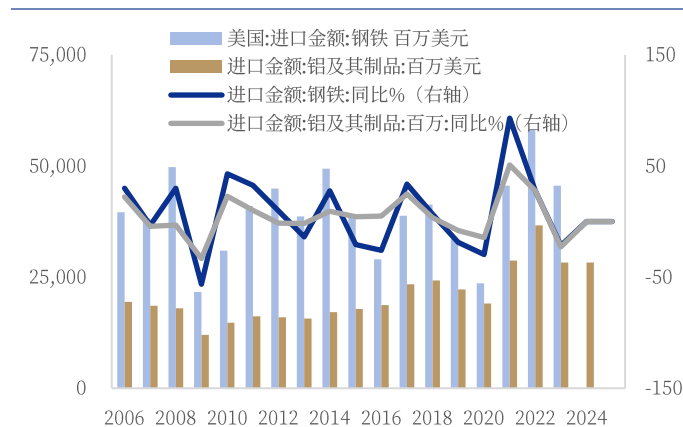
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图20：中美日欧制造业增加值（亿美元）



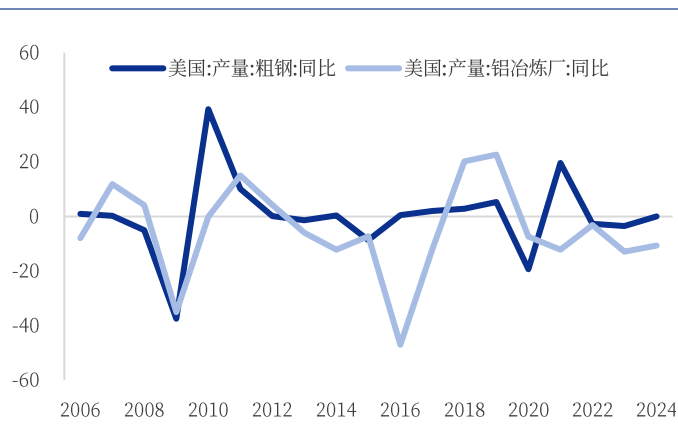
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图21：美国钢铁和铝的进口在特朗普第一任期下滑



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图22：美国钢铁和铝的生产在特朗普第一任期上升（%）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

三是凭借逆差国优势增大战略筹码。作为全球最大逆差国，由于美国市场对全球出口的依赖度相对较低，其关税政策对其他国家出口的抑制效应强于对本土消费的冲击，这种结构性差异使关税成为施压他国让步的战略工具。例如，通过威胁提高关税，美国可迫使各国“站队”，使主要贸易伙伴接受汇率协调方案，主要债权国接受美债长期化置换，或要求盟友分摊更高比例的防务开支，这与“海湖庄园协议”中重构国际规则的目标形成呼应。但是，该策略存在根本性矛盾，短期关税收入无法弥补供应链成本上升带来的通胀压力，而滥用关税作为政治筹码可能削弱各国对美元体系的信任，最终动摇美国经济霸权的根基。

（二）直指进口结构核心项，配合“协议”政策目标

结构来看，特朗普政府 2025 年的关税政策直指进口核心项，呈现出高强度、广覆盖与强针对性的特征，其核心目标在于通过非对称施压重构国际贸易规则，同时为国内产业积累条件。

从国别维度看，中国仍是关税施压的首要对象：2 月 1 日宣布对华商品加征 10% 基础关税，并取消 800 美元以下小额包裹的免税待遇，直接冲击跨境电商与低附加值商品出口，2 月 7 日，该政策由于解决因取消“小额豁免”对华巨量货物的清关问题而暂缓，但特朗普也指出直到商务部“确认处理包裹和征收关税的程序和系统到位”后，就会对华重启。此后美国又于 2 月 27 日追加 10% 关税，形成阶梯式升级施压节奏。对墨西哥、加拿大则“先威慑后暂缓”：2 月 1 日提出加征 25% 关税后，3 月 4 日最终落地时调整为“待定税率”，但将能源产品单独列为 10% 加税标的，此举既维持了对北美供应链的威慑力，又为《美墨加协定》重新谈判预留筹码。欧盟成为新阶段的重点打击对象，2 月 26 日明确计划对其输美商品加征 25% 关税，重点覆盖汽车、农产品等传统优势领域，意在迫使欧盟在数字税、防务开支等议题上让步。

从产业维度看，关税政策聚焦两条主线：一是强化传统制造业保护，2 月 10 日重启钢铁铝关税并取消豁免，意图巩固国内重工业基础和关键原材料独立性；二是抢占新兴产业制高点，2 月 18 日预告对半导体、药品加征 25% 及以上关税，直指中国在成熟制程芯片与原料药领域的追赶态势，为美国本土制药与芯片企业削弱外部竞争。值得关注的是，政策设计中或存在刻意制造的“不确定性”以放大威慑效应：汽车关税虽预告 4 月实施但未明确税率，铜进口关税仅启动 232 调查暂未落地，这种“引而不发”的策略既避免短期内过度冲击供应链，又能持续牵制贸易伙伴的决策预期。

表7：特朗普 2.0 时代重要关税行动梳理

日期	关税措施	相关表述
2 月 1 日	签署行政令，对墨、加、中加征关税	对进口自中国的商品加征 10% 的关税，还将对进口自墨西哥、加拿大两国的商品加征 25% 的关税，其中对加拿大能源产品的加税幅度为 10%。此外还取消了对中国价值低于 800 美元的小额包裹的“最低限度”关税豁免。
2 月 3 日	签署行政令暂缓墨、加关税	暂停对墨西哥、加拿大商品加征关税，将其实施时间推迟到 2025 年 3 月 4 日。
2 月 7 日	签署行政令，推迟取消对华“小额贸易关税豁免”	推迟取消针对中国进口的“小额贸易关税豁免”，暂时将继续允许来自中国的低成本产品包裹免关税进入美国。
2 月 10 日	签署行政令，对所有输美钢铁、铝加征关税	对所有进口至美国的钢铁和铝征收 25% 关税。特朗普当天还表示，相关要求“没有例外和豁免”，取消对部分贸易伙伴的钢铝免税配额和豁免政策。
2 月 13 日	签署备忘录，提议对所有国家“对等关税”	特朗普决定征收对等关税，并表示考虑对使用增值税制度的国家加征关税，通过其他国家运送商品以避开关税的做法将不被接受。有分析显示，对等关税将不会立即开始征收，但备忘录签署将启动相关关税的制定流程。
2 月 18 日	特朗普表示将在 4 月初公布针对汽车、半导体和药品的进口关税	特朗普表示可能会在 4 月 2 日宣布汽车进口关税，并表示税率将“在 25% 左右”。当被问及半导体和药品的关税时，特朗普表示，对这两类进口商品的关税也可能从 4 月份开始，税率将达到“25% 甚至更高，而且在一年的时间里将大幅提高。”
2 月 25 日	签署行政令，对铜启动调查	特朗普指示美国商务部长对铜启动“232 调查”，这可能导致征收铜进口关税。
2 月 26 日	表示对欧盟加征关税	特朗普表示美国政府将“很快”宣布对来自欧盟的进口商品征收 25% 的关税，其中包括汽车和其他商品。
2 月 27 日	表示美英可能达成贸易协议，避免对英加征关税	特朗普与斯塔默举行会晤，并在联合新闻发布会上表示美英两国可能达成一项贸易协议，从而避免对英国征收关税。斯塔默证实，英国和美国已决定“着手制定一项以先进技术为核心的新经济协议”。

3月1日	签署备忘录，对美国木材进口进行国家安全调查	特朗普命令商务部长根据 62 年《贸易扩张法》第 232 条对美国木材进口进行国家安全调查。此前，特朗普也依据这份法律对钢铝产品加征关税。同时，特朗普还下令在 90 天内采取新措施，通过简化公共土地伐木许可审核，增加国内木材供应。
3月3日	签署行政令，对中国商品加征关税水平提高至 20%	当地时间 3 月 3 日，特朗普正式签署行政命令，以芬太尼等问题为由对中国的加征关税从 10% 提高到 20%。
3月4日	特朗普重申 4 月 2 日开始征收对等关税，对铜、铁、铝、木材、农产品加征关税	特朗普在国会联席会议上发表讲话时重申，4 月 2 日开始征收对等关税；对铝、铜、钢铁、木材统一征收 25% 关税，理由为“保护国内工业及军事供应链安全”；农产品关税也将于 4 月 2 日生效，但未明确税率。
3月6日	签署修正案，调整加墨两国加征关税覆盖范围	为防止国内汽车工业因供应链结构而受关税冲击，对符合美墨加协定的商品关税豁免，在不符合美墨加协定的商品中，对加拿大能源产品加征关税 10%，对钾肥加征 10% 关税，其余加征 25%。

资料来源：美国白宫网站，中国银河证券研究院

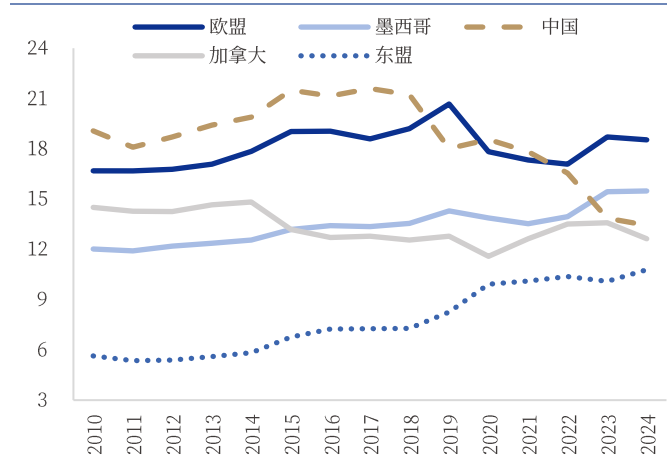
“协议”框架下，关税在三个层面与其政策目标有所配合。短期来看，关税从贸易工具升级为地缘博弈手段。在地缘经济博弈层面，对中国等国家关税升级旨在削弱其出口创汇能力，间接施压其在美债置换等金融议题妥协；对墨加暂缓征税实则捆绑能源合作与边境安全议题；而对欧盟的强硬姿态则服务于跨大西洋利益再分配。此外，从英美之间避免加征表态、近日宣布降低加墨关税、对华政策加码等消息来看，美国针对不同国家政策分化明显。关税水平作为重要谈判筹码，或成为促使各国与美国利益保持一致的胁迫手段，为进一步汇率协调和债务谈判提供基础。

中期看，加征关税或助推实现“协议”中美元走弱的汇率政策。上世纪 80 年代，美国为了解决不断扩大的贸易逆差，以“301 调查”为由向日本发难，对日本加征高关税迫使日本在多个产业领域作出让步，最终在 1985 年签署了广场协议。广场协议后，实际美元指数得到迅速走低。如今，对美元指数影响较大的货币是欧元、墨西哥元、人民币和日元，想要有效推动美元走弱需要多个国家的参与，美国在 2025 年对全球普加关税，将其作为一种迫使他国让步与妥协的手段，在将来通过海湖庄园协议，达成类似广场协议的效果，推动美元“协议”下贬值。

长期看，美国的关税政策与海湖庄园协议具有减少贸易逆差，促进制造业回流的目标。美国对全球普征关税，减少进口商品价格优势，增加国内产品竞争力，迫使企业重新考虑供应链布局，部分产业因此回流美国，最终达到减少贸易逆差和促使制造业等产业回流的目标。海湖庄园协议不采用市场化循序渐进的方式，而是计划通过汇率政策直接使美元贬值，从而促进出口和制造业回流，与关税在长期目标上有共通之处。

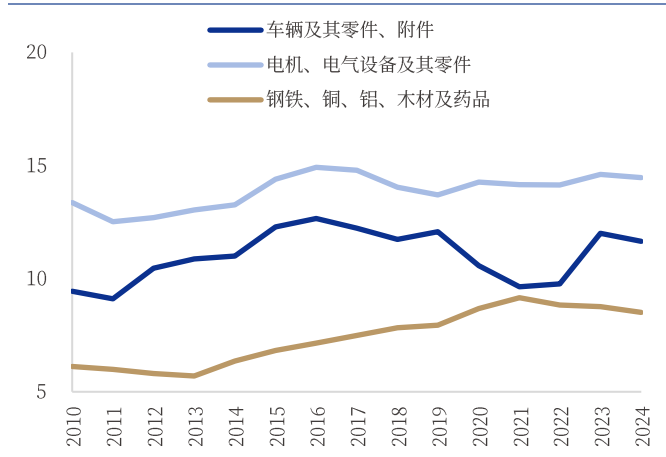
然而，必须要指出的是，加关税会使美元获得短期走强的驱动力，但随着进口成本推升、加剧通胀和引发贸易伙伴反制等关税影响长期化，或导致经济疲软与市场美元信心动摇。无论是短期效应还是长期影响，加征关税与“海湖庄园协议”在基本面稳定前提下“协议”推动美元贬值的目標都存在冲突之处，这也是特朗普政策间矛盾性的一种体现。

图23: 美国前五大进口伙伴进口额占比 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图24: 关税政策涉及领域进口额占比 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

五、海湖庄园协议的困境与掣肘？

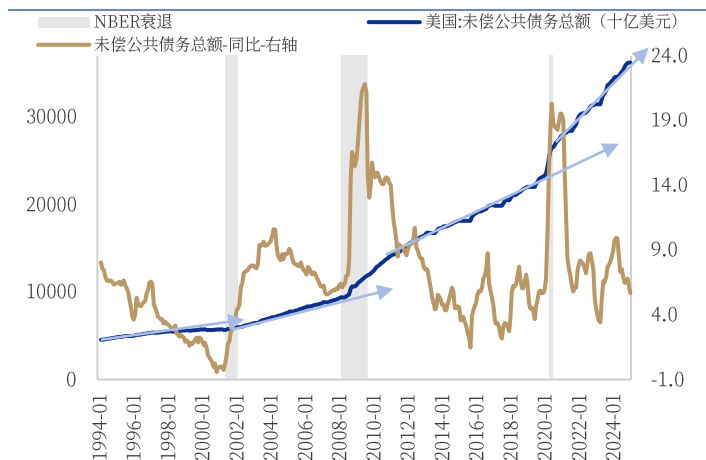
总结来看，特朗普政府希望重塑国际贸易、金融、安全体系的“海湖庄园协议”的主要手段为三类：首先是通过大规模的普遍性关税加征来保护本土制造业、减轻财政压力并在贸易和其他磋商中获得优势。然后是建立主权财富基金，将美国资产负债表中的资产进一步货币化，促进增长、平衡债务并实现包括公平贸易等国家战略。最后，在全球金融体系方面，美国所提供的金融和军事安全将成为受保护国遵循美国计划的核心支撑，受保护国将配合美国帮助美元贬值以促进制造业回流；同时，这些国家还要配合美国调整自身债务结构，包括持续认购美国债务以及将短期美债置换为超长期世纪债券等。

虽然目前关税已经开始落地，主权财富基金也初具雏形，但所谓的“海湖庄园协议”依然面临着诸多困境与掣肘，这些因素也可能成为特朗普政府在重塑贸易与金融格局的道路上难以逾越的天堑。关税方面，再通胀与经济下行压力是美国迅速将综合关税税率提高至20%以上最大的阻碍：大规模的普遍性关税加征不仅可能导致短期通胀中枢的上移、通胀预期的抬升和短期成本的上行，在其他主要贸易对手进行反制的情况下，美国制造业短期也将面临更大的不确定性，这并不利于制造业的回流，反而使经济预期在滞胀与衰退之间摇摆。主权财富基金方面，美国作为经常账户逆差国以及最大的国际投资净债务国，并不具有通过出口等方式持续产生收入并支持主权财富基金的资金来源，债务扩张又面临困境，而大量出售联邦土地或资产负债表中的黄金等项目短期货币化亦不切实际。全球金融体系重构方面，美国在协调其他国家帮助美元贬值、将短期债务置换为超长期债券等事务上似乎“只有大棒，没有胡萝卜”，即除了以关税和美元金融系统作为要挟外，缺乏使各国主动配合美国影响美元汇率和自身债务结构的利益点。

综合考虑，“海湖庄园协议”的构想高度延续了特朗普政策间的“自相矛盾性”：比如关税提升和美元贬值共存意味着美国通胀回升的风险以及私人部门承担更多的关税成本，比如强制的债务置换损害美债信用并推升收益率意味着举债成本和赤字未必有效降低，又比如美元的走弱可能伴随着本轮“美国例外论”的终结和经济的下滑，这也无益于本土制造业的扩张。除了关税的实际加征外，“海湖庄园协议”其他部分快速落地并产生显著经济影响的概率甚微。投资者需要重视特朗普

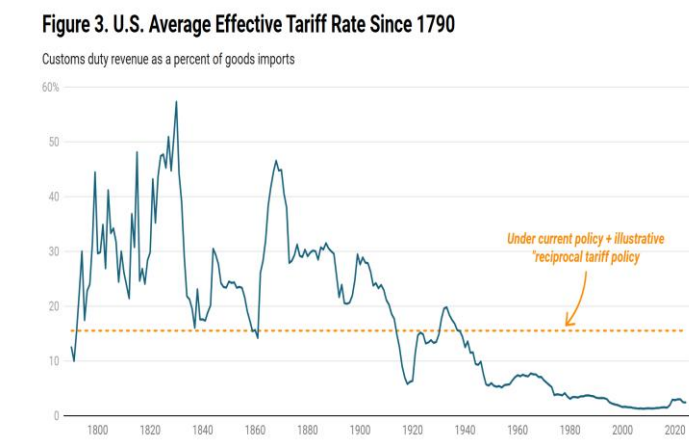
加征关税以及促进制造业回流的决心，但强行达成弱美元以及海湖庄园协议中的其他设想未必是行之有效的办法，保持观察的同时暂不需要过分担忧。

图25：美国债务的不断扩张可能需要债务结构的调整



资料来源：Fred、Wind，中国银河证券研究院

图26：美国综合关税税率达到20%上方可能是特朗普的核心诉求之一



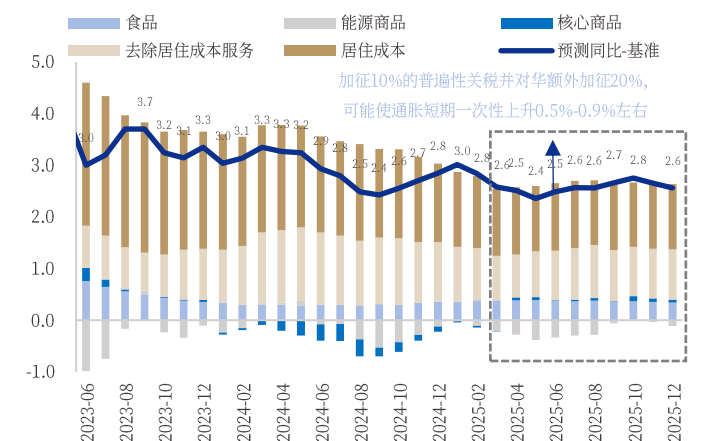
资料来源：Yale Budget Lab，中国银河证券研究院

（一）关税的掣肘：潜伏的滞胀与衰退预期

特朗普政府在关税加征的态度上较为坚决，不宜将关税仅理解为在贸易和其他磋商中向他国施压以获取利益的手段，而应该理解为重塑国际贸易和美国经济结构不平衡的必要手段。特朗普提名的经济顾问委员会主席米兰（Miran）在报告中曾指出有研究认为美国的最佳综合关税税率应至少在20%左右，与特朗普计划的对华60%关税和对其他国家20%关税的情形较为吻合，因此也有理由认为特朗普任内在条件允许的情况下会致力于将关税提高到竞选时所承诺的水平。当然，关税的实施并不会一帆风顺，特朗普政府短期面临的最大掣肘即进口成本上升后的通胀压力以及高成本和各国的潜在反制对美国制造业的进一步打击，滞胀或小幅衰退的担忧可能挥之不去。

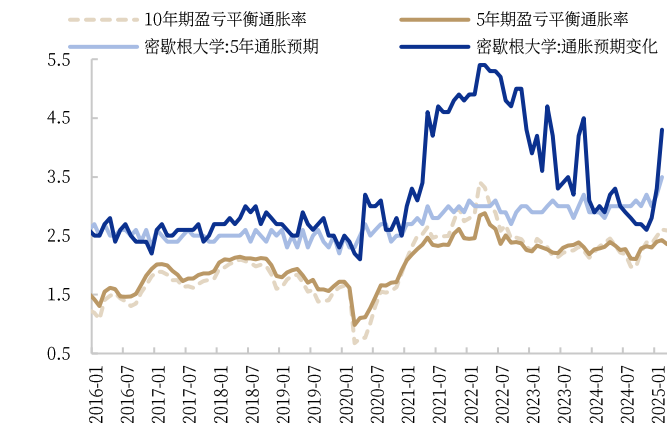
作为特朗普竞选的核心承诺之一，降低通胀是民众衡量对特朗普政府满意度的关键指标，而关税和弱美元与之冲突。对于在2026年面临中期选举且在两院并不存在压倒性优势的特朗普来说，居民生活成本和通胀预期的稳定尤为重要。虽然我们认为关税造成的一次性通胀并不妨碍美联储年内继续降息，但如果消费者和投资者通胀预期持续回升导致特朗普支持率降低，那么综合关税税率难以在2025年就顺利接近20%的目标。与2017到2019年更具有针对性的对华贸易战不同，本轮关税加征节奏明显更快且多为不区分品种的普遍性关税，难以重现上一轮贸易战叠加美联储紧缩周期时通胀整体平稳的状态。

图27：美国通胀在没有关税的情况下较为平稳（%）



资料来源：Fred、Wind、中国银河证券研究院

图28：美国消费者通胀预期回升，市场预期暂时稳定（%）

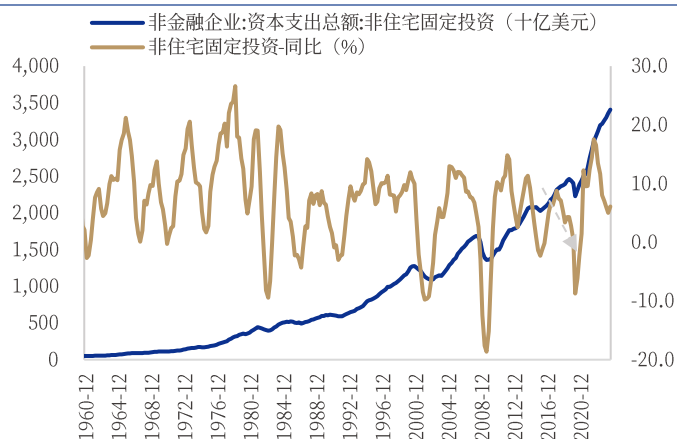


资料来源：Wind、中国银河证券研究院

我们与其他机构的测算均显示，2025年特朗普如果将综合关税税率提升至15%左右，至多可能能在2025年4月初正式加征的12个月内造成约0.9个百分点的一次性通胀中枢抬升，基准为0.5个百分点。我们的测算情形是对华加征10%、对其他国家综合加征约10%的情况，考虑温和贬值，这对应着约0.83个百分点的CPI通胀上移（如果对华加征20%则约0.94个百分点）。波士顿联储利用投入产出表测算对华加征10%，对加拿大和墨西哥加征25%的情况对应着PCE通胀中枢上行0.5到0.8个百分点（而相比之下2018年的关税仅为0.1到0.2个百分点）。2018年美联储蓝皮书测算认为15%的非能源普遍性关税大约对应1.25个百分点的PCE通胀抬升，也即10%的关税同样大致对应0.8个百分点。即使考虑WTI原油价格中枢可能降低至65美元/桶、对美出口国和美国企业承担部分关税、加征时点并未自年初就开始等因素，2025年的CPI通胀中枢可能仍比2.5%左右的无关税情形上升0.5个百分点，达到3%。

虽然这种程度的一次性通胀可能并不会干预美联储在2025年的降息，我们也继续维持3次共计75BP的降息幅度作为基准情况。不过短期来看，居民和部分企业通胀预期的抬升可能会成为快速使综合关税升至20%的阻碍，而如果弱美元与关税同时出现，那么通胀压力将更加明显。从数据上来看，近期通胀预期的反弹明显，2月的密歇根大学短期通胀预期变化升至4.3%，为2023年11月以来最高；而代表投资者预期的10年期美债盈亏平衡（breakeven）通胀率相比2024年2.25%的均值，近期也升至2.6%左右。在通胀中的食品项目依然受到禽流感困扰的情况下，如果大规模的关税在3、4月份持续落地，那么对私人部门预期的进一步扰动有形成通胀预期螺旋的风险。虽然美联储年内并不会停止温和放松货币政策，但通胀的波动可能冲击资本市场的降息和增长预测，在打击股市的同时削弱财富效益，进而使特朗普政府的支持率受损。对于需要考虑中期选举的特朗普来说，再通胀本身导致的支持率下行也是在加码关税是需要考虑的风险点。

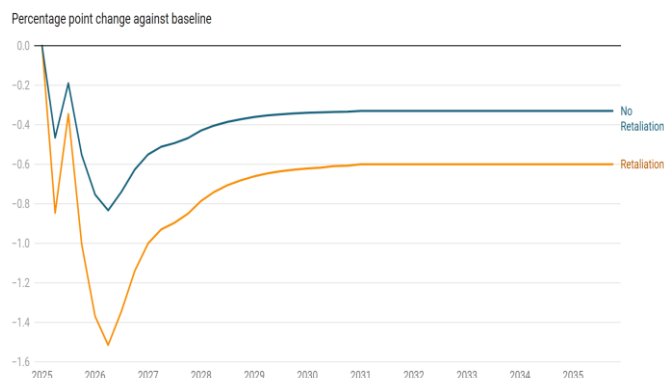
图29：上一轮贸易战并不利于美国企业的资本开支上行



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图30：无论其他国家是否反制，美国经济增长都会受到关税冲击

Figure 2. Real GDP Level Effects of Illustrative "Reciprocal" Tariffs

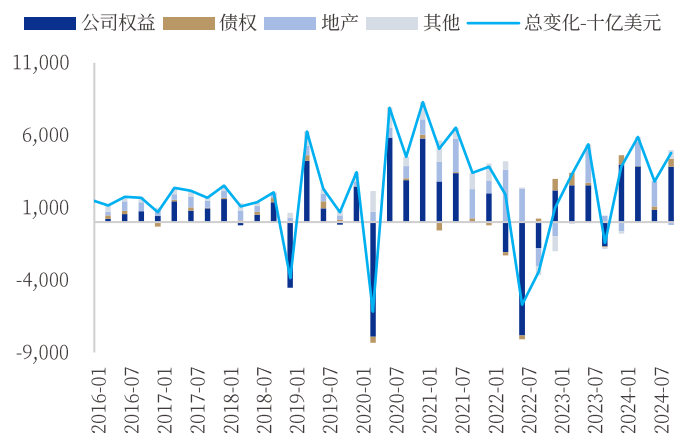


资料来源：Yale Budget Lab，中国银河证券研究院

在再通胀风险的基础上，关税导致的经济下行压力还可能形成滞胀或小衰退预期，经济（和权益市场）的收缩风险同样是短期制约关税达到20%的重要因素。我们在报告《美国滞胀的阴霾并未消散》中曾指出：（1）理论上，通胀预期如果形成螺旋，则可能通过预期的自我实现使通胀持续保持在偏高位置。美联储为稳定通胀预期可能使政策利率维持高位，届时消费和投融资都可能受到压制，阻碍经济增长；这一观点在年初的部分消费、地产销售和投资数据中已经有所体现。（2）关税政策不仅会推升通胀，由此引发的贸易冲突和偏高利率环境短期并不利于美国制造业恢复，进而降低部分企业利润和生产效率，拖累经济。

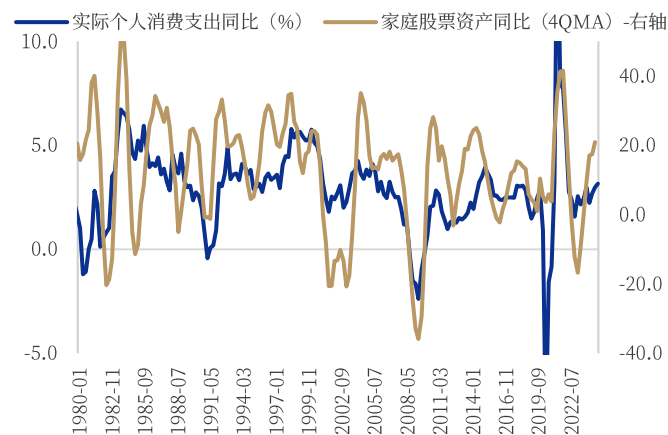
关税加征后，贸易摩擦大概率会导致部分经济体实施反制措施，进口货物成本的提高可能增加消费价格并抑制家庭支出，而预期利润降低也可能导致企业借贷利差回升，并不利于商业支出。从特朗普上一轮贸易战的效果来看，叠加美联储的紧缩周期，企业名义非住宅资本开支的增长斜率有所放缓，同比增速从7%以上逐步下行至4%，制造业占GDP比例2018年在11%左右没有变化，2019年在经济压力下继续下滑。经济顾问委员会（CEA）的相关研究认为特朗普的上一轮贸易战每年可能拖累GDP约0.4%；而包括税务基金会和国际货币基金组织等在内的众多机构估算10%至20%的普遍性关税对经济的拖累至少在0.5%左右，严重情况下可能导致经济较基准增速下行1.7%。耶鲁预算实验室对“对等关税”（综合税率约15%）情况下的GDP冲击测算显示2025年总产出将走弱0.6到1个百分点²。总而言之，关税和其他国家的反制下，不仅外部对美国产品和服务需求短期走弱，内部的消费能力和企业资本开支亦面临降低的压力，这也是近期市场对美国经济陷入滞胀或是温和衰退担忧加大的重要原因。

图31：美国家庭与非盈利机构财富中，权益资产贡献突出



资料来源：Fed，Wind，中国银河证券研究院

图32：美国权益资产的财富效应和消费增速相关性明显



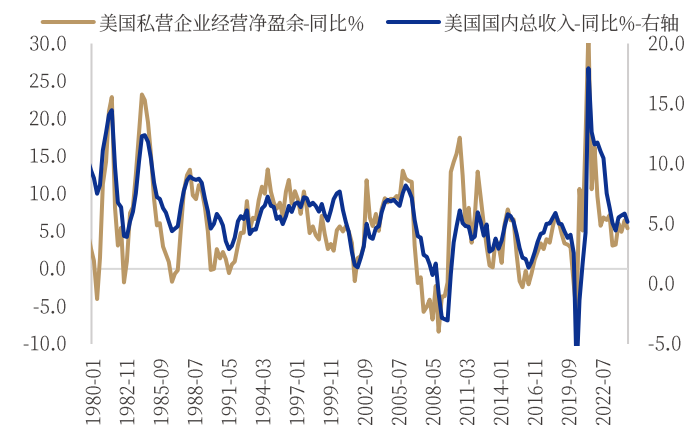
资料来源：Fed，Wind，中国银河证券研究院

² <https://budgetlab.yale.edu/research/fiscal-macroeconomic-and-price-estimates-tariffs-under-both-non-retaliation-and-retaliation>

如果滞胀或经济大幅走弱的情况出现，那么依靠“美国经济例外论”支撑高名义利润增速的美国权益市场也面临显著的调整风险，并可能拖累消费，形成经济的负向循环：以标普 500 指数为例，一方面其动态市盈率在 3 月初仍处于 21 倍左右的历史高位；另一方面，2025 与 2026 年的每股盈利预期也出现了小幅下修。在估值难以提升的状态下，如果支撑企业利润的名义经济增长出现问题，那么美股出现更大幅度调整的概率将显著增加。在美国家庭与非盈利机构超 167 万亿美元（截至 2024 年 Q3）的财富中，权益资产约占 33%；如果美股大幅调整，通过财富效应对消费支出的冲击也将不言而喻，而支撑经济的消费一旦走弱，企业名义利润增速也将更快下行，拖累美国权益资产表现并形成负向循环。这不仅不利于特朗普政府的中期选举，经济下滑导致的赤字率被动上升对于其控制财政的目标也不是好消息。

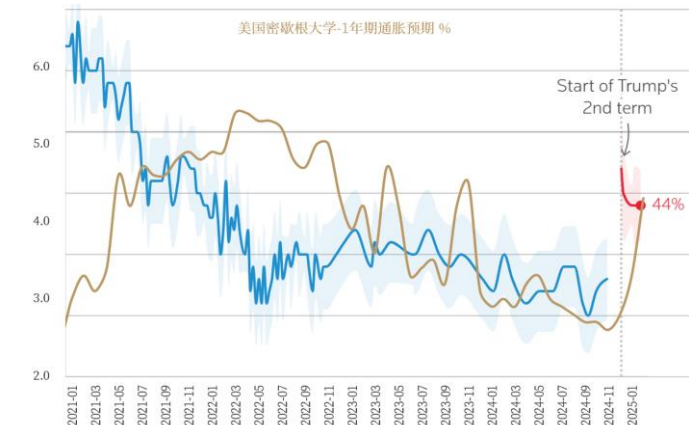
因此，虽然特朗普政府将为了平衡贸易体系和赤字坚定地进行关税加征，但其加征的力度和幅度仍然需要考虑通胀回升和经济下滑的短期风险。虽然在“海湖庄园协议”的三类主要手段中，关税大规模落地并冲击经济和金融市场的可能性最大，且不宜低估特朗普加征关税的决心，但仍需要认识到关税加征是需要根据通胀和经济变化动态调整的，而非在 2025 年一蹴而就；即使是已经加征的关税，在严重威胁美国经济增长的情况下，也不排除出现调整的可能。

图33：经济增速决定美国企业名义利润水平



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图34：升高的通胀预期可能进一步降低特朗普的支持率



资料来源：Ipsos，Wind，中国银河证券研究院

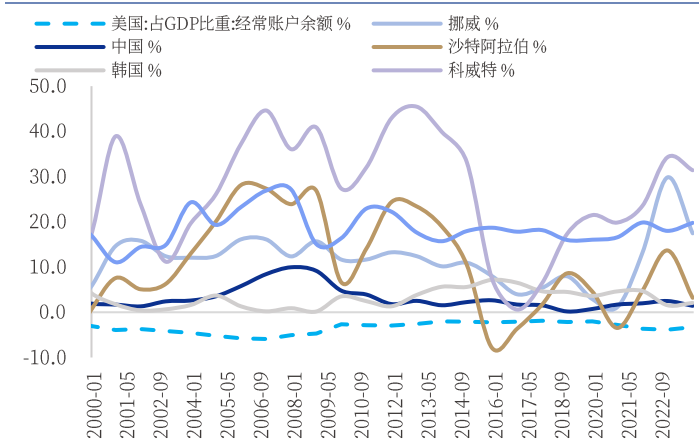
（二）主权财富基金的掣肘：无本之木？

相比于关税和通过美债置换等方式重塑美国财政结构和金融影响力，主权财富基金对全球经济和金融市场的扰动相对较小，有效缓解美国债务问题和干预汇率的能力也极为有限。我们认为相较于现存的依靠外汇储备和显性国有资本的各国主权财富基金，美国设立主权财富基金的条件并不自然，且可能面临较大的法律阻碍。资金来源不畅的主权财富基金属于“无本之木”，即使尝试通过将联邦土地或者黄金储备强行货币化来支持，也依然面临诸多法律阻碍。此外，该主权基金的投资方向和权责目前也尚不明晰，实际形成规模和影响还需时日，短期并不需要担心其大幅冲击黄金市场或影响土地和能源供给，遑论影响国际资本市场。

主权财富基金面临的首要问题就是资金来源，这也是美国的主权基金与常见的主权基金显著不同的地方：回顾拥有较大规模主权财富基金资金来源特点，不难发现这些国家基本都是经常账户顺差国，利用贸易中所形成的外汇储备或规模较大的国有资产进行投资。其中典型的能源贸易顺差国主要包括挪威、阿联酋、沙特阿拉伯和科威特等，而典型的贸易顺差国则有中国、新加坡、韩国等；除美国外，上述国家经常账户余额占 GDP 的比重均常年为正，这意味着国家会形成充足的外汇储备和资产用于国内和国际投资。美国则是经常账户逆差国和最大净国际投资债务国，其经常账户余额

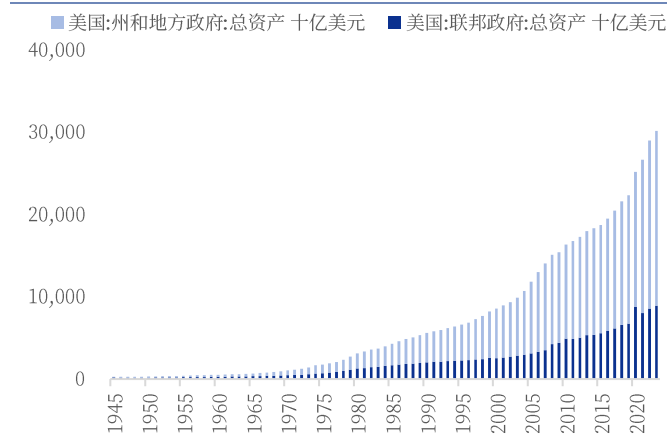
占 GDP 比例自 1977 年以来仅有三年不为负值，2023 年为-3.27%；美国的净国际投资头寸同样常年为负，截至 2024 年三季度为-23.6 万亿美元，即拥有的对外资产为 37.86 万亿美元而对外负债却高达 61.46 万亿美元，这些投资于美国的外国资金就包括大量其他国家对美贸易顺差积累的外汇。因此，仅从主权财富基金资金来源的角度看，美国注定无法采用传统的顺差积累对外投资。利用国有资产可能是特朗普政府着手的重点，但对比中国也不难看出，美国的国有资产不论是从总规模还是可以利用的体量似乎都较为有限。以 2023 年中国国有资产管理报告为例，全国国有非金融企业资产总额 371.9 万亿元人民币（按当年 7.087 汇率换算约 52.48 万亿美元），金融国有资产总额 445.1 万亿元人民币（换算约 62.81 万亿美元）。同年，美国联邦政府总资产约为 8.94 万亿美元，州和地方政府总资产约为 21.23 万亿美元，与中国国有资产规模差距显著，这可能也是特朗普政府将眼光投向土地和自然资源等的重要原因。

图35：美国经常账户持续赤字，无法提供外汇储备支持主权基金



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图36：美国的“国有资产”规模相对有限



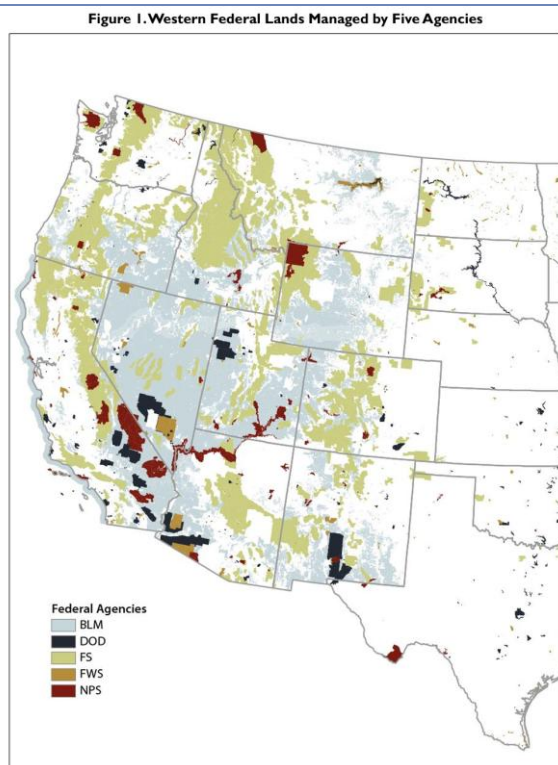
资料来源：BEA，Wind，中国银河证券研究院

目前，美国主权财富基金的资金来源尚不清晰，但潜在的方向可能包括（1）关税和其他收入，（2）联邦政府控制的公共土地，（3）黄金重定价；当然这些方向也都面临显著的困难。关税和其他收入方面，目前美国政府日益扩张的赤字已经充分说明常规收入渠道无法满足主权财富基金的资金需求。假使美国对华 60%、对其他国家 20% 的关税全面落地，税务基金会测算的考虑其他国家反制后的税收约为 3180 亿美元，并不足以覆盖特朗普进一步减税和驱逐非法移民计划所需的成本。现有土地租赁方面，内政部数据显示自然资源租约 2024 年约产生 164.5 亿美元的收入，这也离主权财富基金所需的规模相差甚远。因此，相较于租赁，出售联邦土地似乎是更有希望的方式。

联邦土地方面，数据显示联邦政府拥有约 6.4 亿英亩的土地，约占总土地面积的 28%，大多集中在中西部³。特朗普的内政部长布尔古姆（Burgum）认为美国的国家公园、公共土地以及其所蕴含的木材、原油、矿产等自然资源都可以作为主权财富基金潜在的资产，至多可能价值 200 万亿美元。即使不考虑这一估计是否合理，出售联邦公共土地和国家公园似乎面临较多法律挑战。《美国联邦土地政策与管理法》对于开发土地是否符合公共利益等会做出严格的评估，清洁空气与水源相关法规则可以基于环保因素阻止土地出售，各州的不同相关法令也可能阻止土地出售。事实上，早在特朗普之前，里根政府在 1980 年代就曾尝试出售西部约 270 万英亩的土地管理局（BLM）土地和 600 万英亩的国家森林土地，但是遭遇了多个州的立法机构和行政机构的反对，环保组织也参与了诉讼，加之里根的内政部长自身强烈反对联邦土地私有化，最终导致失败⁴。目前来看，在特朗普已经有诸多争议性政策遭到诉讼的情况下，顺利大规模出售联邦土地的希望也并不高。

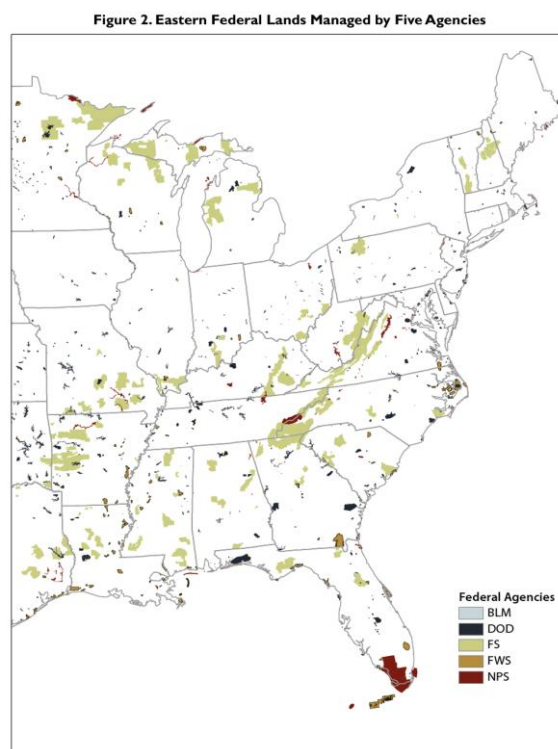
³ Federal Land Ownership: Overview and Data⁴ Reforming Federal Land Management | Downsizing the Federal Government

图37：美国联邦政府拥有和管理的土地主要集中在中西部区域



资料来源：Congressional Research Service, 中国银河证券研究院

图38：联邦土地主要由土地管理局（BLM）等五个机构控制



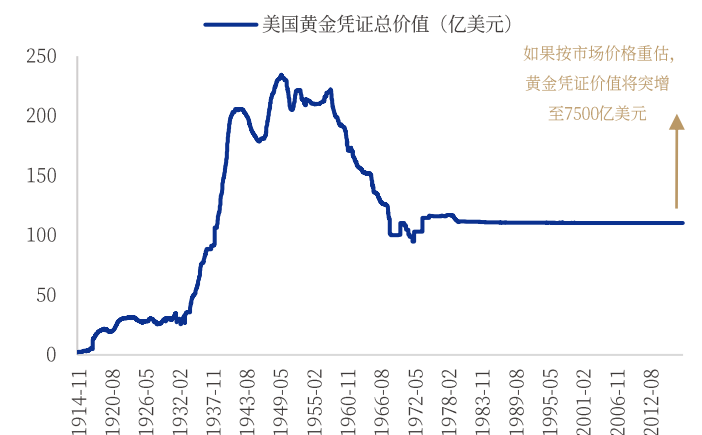
资料来源：Congressional Research Service, 中国银河证券研究院

黄金重定价方面，财长贝森特“将通过货币化美国资产负债表的资产端为美国人民创造财富”的言论在市场中引发了重新定价美国以布雷顿森林时期价格计价（42.22 美元/盎司）的黄金储备，进而支持主权财富基金的讨论。如果将财政部在美联储持有的黄金凭证重新估值（按 2900 美元/盎司计），那么目前约 8130 吨的黄金储备价值将从约 110.4 亿美元提升至近 7500 亿美元，这意味着美联储的资产负债表将被动扩张 7400 亿美元⁵，对应的财政部资金（TGA）增长可以用于补充主权财富基金的资金来源，最终流入银行等机构账户。这种重估可能直接导致市场流动性突然增加，与美联储短期货币政策维持偏紧和量化紧缩（QT）持续的政策不符。此外，财长贝森特在接受彭博社电视采访时也表示，他所说的“货币化美国资产负债表”并不指向黄金储备的重估，因此主权财富基金的资金来自于黄金重定价的概率并不高⁶。

⁵ 基础记账应表现为黄金凭证科目（资产）增加近 7400 亿美元，财政部账户 TGA（负债）增加等值。

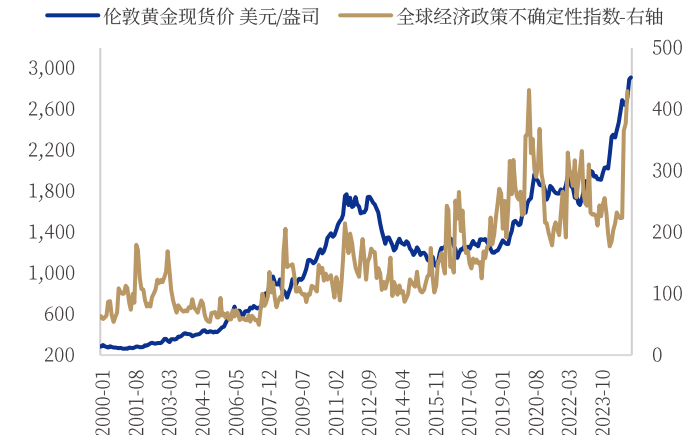
⁶ US Treasury Secretary Bessent on DOGE, Russia Sanctions, AI: Full Interview - YouTube

图39：财政部在美联储的黄金凭证总价值如果重估，将大幅提升



资料来源：Fred，中国银河证券研究院

图40：经济政策不确定性之下，金价大幅上涨



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

最后，主权财富基金也面临着投资风险问题，虽然短期的资金投向并不清晰。特朗普和其官员提出的潜在投资方向可能包括基础设施、制造业、医疗研究等领域，甚至可以用于收购 TikTok 使其在美国持续运营。目前如何界定主权财富基金的可投资范围以及投资风险如何管理尚未落地，国会如何定义主权财富基金的职能和评价方式也需要等待财政部和商务部做出初步计划后再做讨论。

总体上，主权财富基金实际可用的资金来源并不多，既没有贸易顺差积累的外汇资产可用，又不能依靠关税和土地资源租赁的税收等，大规模出售联邦土地短期也面临多方面的阻碍，而黄金重估已经被贝森特否认。缺乏大量且稳定资金来源的主权财富基金似乎是“无源之水、无本之木”，虽然需要关注动态，但短期难以在财政、资本市场和外汇等领域掀起大的波澜。

（三）协调美元贬值与世纪债券置换的掣肘：只有大棒没有胡萝卜

海湖庄园协议最核心的部分就是通过美元和美债对全球金融体系进行重构，最终达成美元相对走弱以支持本土制造业、长端美债收益率降低保证美国融资安全可持续的格局。米兰（Miran）也曾指出，在多边货币协定之下，理想的状态是美元和美债收益率的同时走弱，尽管美国也可以通过美元资产加征税费、迫使美联储配合美元贬值等相对单边的手段进行。如果特朗普政府可以在加强美元地位的同时进一步提升其可操纵性，并重塑美国的债务结构，那么对于美国的长期战略地位将有巨大的帮助。不过，可以帮助美国进行债务重构和协调美元贬值的主要国家和美国的利益并不一致，而当前的海湖庄园协议的美元贬值和国债调整部分更多的是一种胁迫性框架，而非通过为其他国家提供增量利益来吸引参与者。这意味着一个“只有大棒没有胡萝卜”的货币和债务调整框架可能较难被各国接受；同时，美元和美债的系统性调整不仅对应着各国政府部门的配合，出售和调整美元（储备）资产的结构也可能对私人部门的配置行为产生深远的冲击。因此，我们仍认为现阶段美元的贬值和美债收益率的下降需要美国经济走弱和“美国例外论”的结束，而非在经济和通胀保持偏强状态的同时通过胁迫盟友和其他美元资产持有者达成。此外，在美国不系统性利用产业政策加强其工业部门的情况下，短期的货币扭曲和关税未必可以帮助特朗普政府达成制造业回流的愿景。

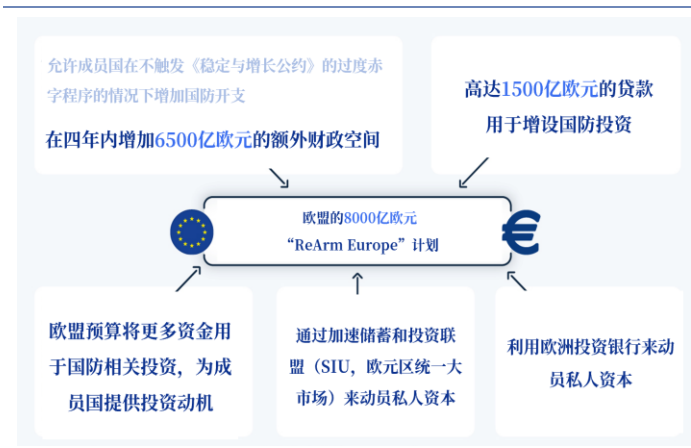
在金融地位方面，海湖庄园协议的核心即“各国减少美元资产储备形成弱美元+各国持续认购美国债务并将短期债务置换为长期低息债务来降低美国融资成本”。米兰和波萨尔（Poszar）等海湖庄园协议架构的讨论者提出的框架基本是利用美国的广阔市场、军事实力和金融治外法权（financial extraterritoriality）以迫使美元资产的持有者接受此框架，这也就意味着该框架的

实施主要依靠“大棒”，而并不会给参与者带来新的利益。波萨尔认为海湖庄园协议的支撑主要来自三点：（1）安全区域是公共产品，在内部的国家必须通过购买国债来为美国提供（保证安全的）资金；（2）安全区域是资本品，最好通过世纪债券而非短期债券进行融资；（3）安全区域设有铁丝网，如果不将短期债务置换为长期债务，关税会把你拒之门外。在以此威胁进行多边协调贬值的基础上，米兰还提出了三种单边威胁，包括：（4）通过《国际紧急经济权力法》（IEEPA）对持有美国债券的其他国家征收类似资本利得税费；（5）通过关税分层惩罚美国的地缘政治对手和不配合的国家；（6）让美联储自愿配合财政政策，通过外汇干预和稳定需求等手段弱化美元并稳定美债收益率。以上六点的共性是美国会对不配合自身金融和债务结构调整的国家进行惩罚，而所谓的“奖励”则仅仅是各国维持在美元体系内的现状。

（1）安全区域可信吗？

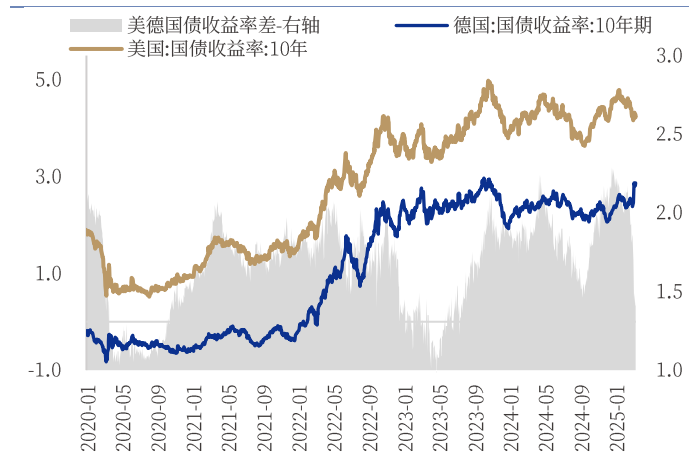
我们首先考虑美国的“安全区域”对潜在参与海湖庄园协议的各国的可信性和吸引力。不难看出美国的“安全区域”承诺在特朗普任内已经在经历动荡，关税、金融战和对外军事注意力收缩的风险均较大。从军事安全的角度来看，特朗普政府的外交框架有“新门罗主义”的倾向，即并不热衷于管理美洲之外的事物，且希望从享受其军事保护的盟友处获得进一步的好处。近期特朗普对俄乌冲突的态度已经充分表明，欧盟和北约不能再继续过度依靠美国的武器和其他军事支持；无论配合海湖庄园协议与否，美国的欧洲盟友都需要加强自身防务。相应的，德国已经着手修改宪法中的“债务刹车”并致力于允许国防开支永久上升至 GDP 的 1% 以上，附加 5000 亿欧元的基础设施建设基金；欧盟也已经宣布实施 8000 亿欧元的“重新武装欧洲”计划，并提供 1500 亿欧元贷款用于增设国防投资。对欧洲军事安全的相对淡漠对于其他国防依赖美国的盟友国也绝非良好信号。从金融和贸易安全的角度来看，特朗普任期内的全面关税加征难以避免，而美国使用金融手段对持有美元资产的国家进行施压的概率也显著增加。特朗普任期的核心政策就是关税加征，因此不宜低估特朗普最终让美国综合关税税率达到 20% 的决心；即使最终加征幅度低于承诺，持续的关税威胁也会对各国贸易预期造成持续的扰动。而金融安全方面，海湖庄园协议构想中提到的强迫各国出售美元资产、置换世纪债券、征收资本利得税等手段对于美元体系内的各国来说都是“达摩克利斯之剑”，并不是增加美元资产稳定性的手段。这也意味着持有美元资产越多，就越容易被美国的金融治外法权所胁迫，这并不是促使各国进一步配合购买美国国债并帮助美国债务稳定的好理由。因此，如果美国真的全面进入海湖庄园协议框架，那么本身就在挑战“美国提供安全区域”的底层逻辑，各国并不能从进一步配合美国中获得明显的好处。

图41：欧元区已经开始增强自身的防务



资料来源：European Commission，中国银河证券研究院

图42：德国计划扩张军费支出后，美德利差迅速收窄（%）



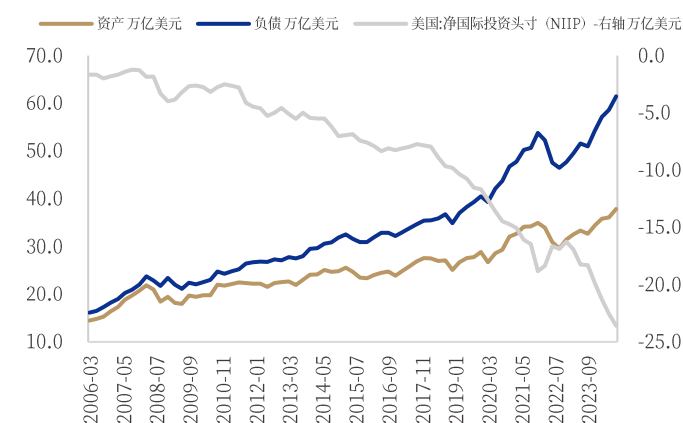
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

(2) 操纵美元贬值需要什么条件？可持续吗？

其次，我们考虑在海湖庄园协议框架下操纵美元贬值的可能性。在当前的关税框架下，中国、欧元区、日本等美国重要贸易伙伴本身就面临着外部需求压缩的压力，此时主动升值以配合美国帮助美元贬值对本国经济显然不利。当前的经济情况也与广场协议时差距较大，在关税等政策形成再通胀担忧的情况下，美国与主要国家利差仍然处于偏高位置，经济也相对强势，在各国配合积极性本就不高的情况下也不易达成弱美元。最后，通过其他国家出售美元资产压低美元可能意味着短期美债收益率的上行，这与降低债务成本的目标矛盾。广场协定导致的美元贬值至少有几个特征：

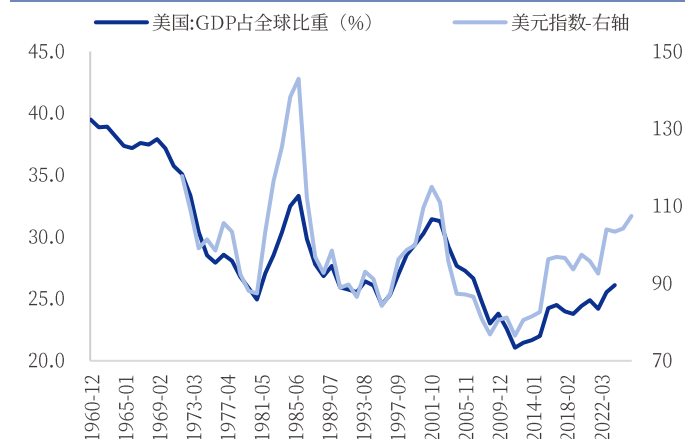
- (1) 各国积极配合，且日本由于希望鼓励企业出海投资和防止资本持续流出而积极推动了日元升值；
- (2) 美联储进入降息周期，美国与其他国家利差收窄；
- (3) 美国 GDP 占全球比重从 1985 年的 33.34% 快速降低至 1990 年的 25.94% 左右。

图43：美国对外为净负债，出售美元资产贬值需要其他国家配合



资料来源：BEA、Wind、中国银河证券研究院

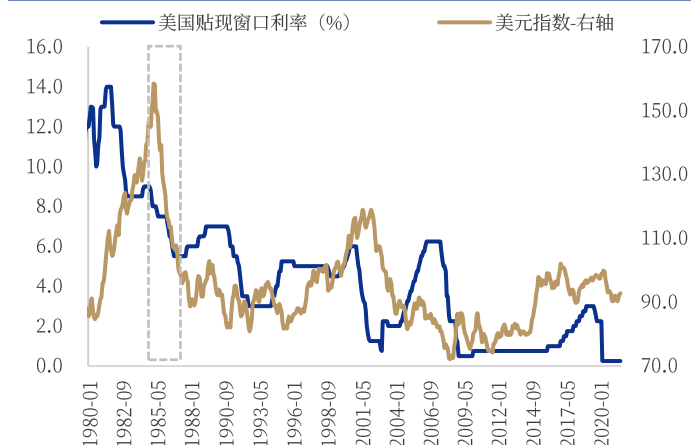
图44：上一轮美元指数的回落不仅仅是广场协议的结果



资料来源：Wind、中国银河证券研究院

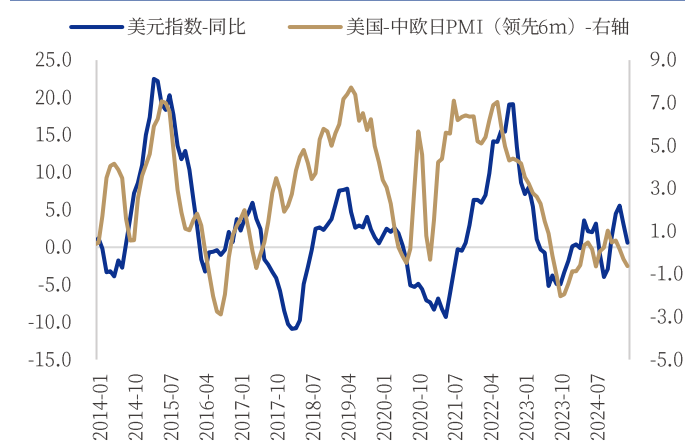
从历史经验不难看出，广场协定并不是主导美元走弱的决定性因素，只是重要的催化因素。这也意味着海湖庄园协议在关税加征、美国经济偏强且降息缓慢的情况下未必有效。首先，在面临显著的美国关税风险时，非美货币容易出现贬值（以上一轮中美贸易战为例，人民币的最大区间贬值幅度接近14%），且货币升值可能进一步冲击出口，这意味着其他国家缺乏像广场协议期间的日本一样积极协同配合美元贬值的动力。其次，如果美国自身经济不出现恶化，且关税形成再通胀风险，那么在美国与其他国家的经济差和利差持续维持偏高位置的情况下，即使短期出现美元资产的抛售，美元也并不存在中长期贬值的基础。而如果美国经济和通胀走弱，导致美国占全球经济比重迅速下行，那么即使没有海湖庄园协议，美元也同样可以走弱（近期的美国衰退预期交易就是一种预演）。最后，操纵美元贬值主要需要各国协同卖出美元资产，而被抛售的美元资产大概率需要非美私人部门的承接，而这很可能导致私人部门要求更高的收益率以做出补偿；如此一来，如果美联储和美国本土机构不主动扩表吸收被出售的美元资产，增加的供给和弱化的需求将导致美国债务融资成本上行，这与降低美国融资成本的目标是相悖的。总体上，我们认为海湖庄园协议在只有关税威胁这类“大棒”的情况下，说服其他经济体主动配合美元贬值的难度较大；同时历史经验表明，短期货币干预并不能导致持续的弱美元，如果美国与非美国家经济差和利差不缩小，美元恐难以维持贬值趋势。

图45：广场协定后，美联储的降息和美国经济走弱推动美元下行



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图46：美元指数近期走弱短期更多反映美国经济预期弱化（%）

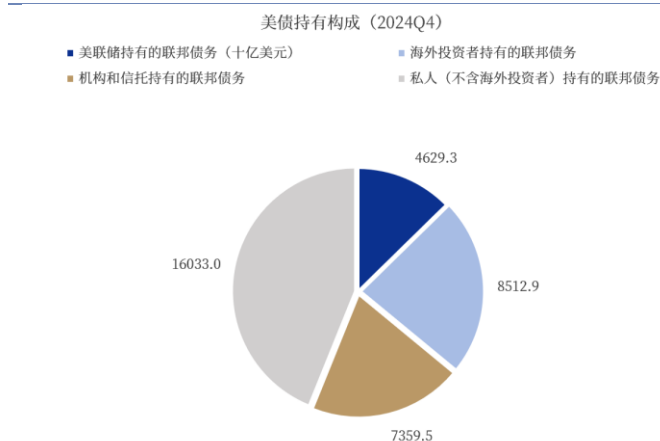


资料来源：Wind，中国银河证券研究院

（3）美国的世纪债券置换是否可行？有什么潜在影响？

最后，我们考虑海湖庄园协议下各国持续认购美国债务并将短端债券置换为世纪债券的可能和效果。如上文分析，在美国经济增速和利率较高的情况下推动美元走弱需要其他国家出售美元资产，这一般意味着美债收益率需要上升以吸引私人部门购买，而这与降低美国融资成本相悖。为解决这一问题，海湖庄园协议给出的解决方式是让各国同时将短端债务置换为超长的世纪债券，这不仅可以在长期固定长段美债收益率，还可以预防美国赤字持续扩张导致平均融资成本不断升高的风险；如果各国不配合，则可能面临关税惩罚以及资本利得税威胁。我们将尝试通过美债和全球美元储备的构成来估算债券置换带来的潜在影响。

图47：海外投资者持有大量的美元债务



资料来源：Fred，中国银河证券研究院

图48：美债的海外持有者结构较为集中，多为发达经济体

投资者当月持有美债规模（十亿美元）	2024-12	2024-11	2024-10	2024-09	2024-08
美联储	4,312.21	4,331.52	4,360.38	4,386.49	4,406.20
日本	1,059.83	1,087.12	1,101.55	1,095.50	1,105.99
中国大陆	759.02	768.60	760.10	771.97	774.61
英国	722.75	766.84	746.40	769.16	749.12
爱尔兰	336.18	343.13	336.74	356.24	350.90
卢森堡	423.89	417.80	413.52	407.14	395.73
瑞士	288.53	298.71	297.92	305.53	299.33
开曼群岛	418.94	401.34	413.84	419.84	419.31
中国台湾	282.48	285.95	287.91	291.09	287.09
中国香港	254.96	265.78	261.76	243.72	243.65
巴西	201.62	228.98	228.79	234.55	233.31
欧元区	1,792.11	1,793.93	1,766.43	1,804.42	1,710.97
欧盟	1,950.26	1,952.78	1,923.34	1,961.14	1,862.24
欧洲	3,190.65	3,252.00	3,208.18	3,279.20	3,149.49
美联储和前十名外国美债持有者总量（万亿美元）	9.0604	9.1958	9.2089	9.2812	9.2652
前十名外国美债持有者总量（万亿美元）	4.7482	4.8642	4.8485	4.8947	4.8590

资料来源：Wind，中国银河证券研究院

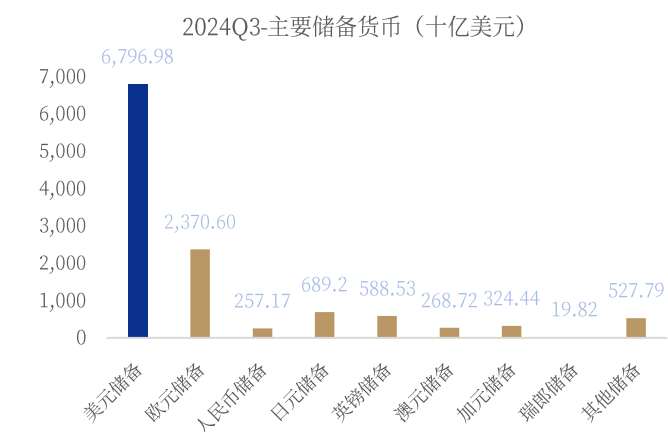
（1）海外持有的美债和美元储备大致是什么情况？从美国国债的构成来看，超36.2万亿美元的联邦债务中，适销国债的市场价值约为26.65万亿，其中超30%（约8.51万亿）是海外投资者持有；其中，前九大美债持有者与欧元区持有约6.12万亿美元的美债，刨除中国大陆与中国香港后约有5.10万亿美元。

从全球储备资产构成来看，IMF COFER 数据显示2024年Q3的全球美元储备资产约6.80万亿美元；参照2015年发达国家美元储备占总美元储备57.5%左右的比例，发达国家美元储备总计

约 3.91 万亿美元⁷。我们可以简单假定 8.51 万亿美元的美债中，6.80 万亿为政府部门持有，1.71 万亿为私人部门持有。

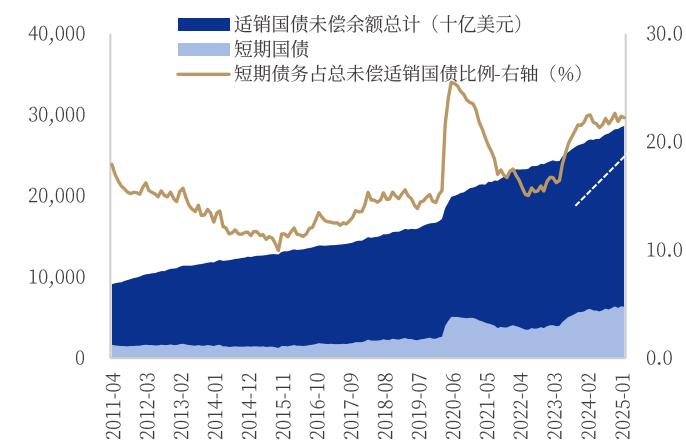
(2) 有多少债券可以置换为世纪债券？海湖庄园协议希望将短期美债置换为世纪债券，那将意味着各国将配合美国减少利息成本的支出。参考存量适销美债中的短债(bills)占比约 22%左右，全球储备资产中政府部门大致持有 1.50 万亿美元的美债，其中发达国家占 0.86 万亿美元。即使慷慨的假设全部海外美债中的短债都可以置换为世纪债券，可出售短债占比大致为 1.87 万亿美元。

图49：美元储备总计约 6.8 万亿



资料来源：IMF，中国银河证券研究院

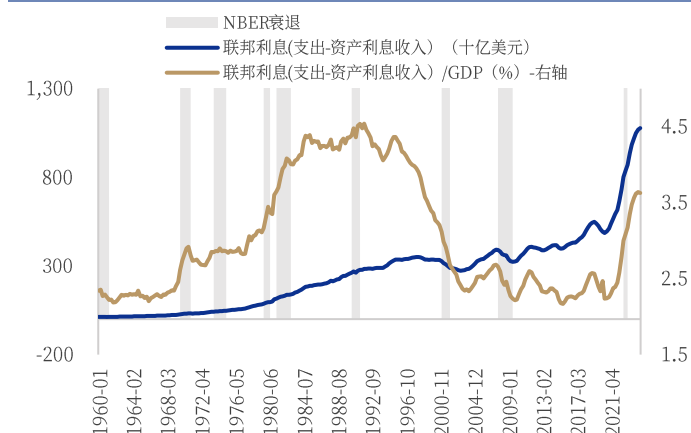
图50：美国短期债务占比（短债可能被部分置换为世纪债券）



资料来源：US Treasury、Wind，中国银河证券研究院

(3) 零息世纪债券大约可以节省多少利息成本？美国 2024 年名义利息支出约 1.12 万亿美元，为联邦总债务的 3.1%左右，目前短债收益率在 4%左右。我们采取世纪债券不付息的极端假设，参照 1.87 万亿（全部海外短期美债配合）、1.50 万亿（全部美元储备资产配合）和 0.86 万亿（仅发达国家储备资产配合）的三类潜在置换规模，按节省 4%利息计算，则每年可节省成本约 748 亿美元、600 亿美元和 344 亿美元。即使在极端假设下，短期债券置换世纪债券对于美国支出和赤字率的降低效果可能也并不明显。

图51：从支出角度看，零息世纪债券可以节省的利息有限



资料来源：Fred，中国银河证券研究院

图52：如果强制各国置换世纪债券，恐慌可能导致期限溢价上升（%）



资料来源：NY Fed、Wind，中国银河证券研究院

⁷ Currency Composition of Official Foreign Exchange Reserve - At a Glance - IMF Data

同时需要注意的是，美国节省的利息支出就是各国减少的利息收入；如果不想放弃这一利息收入，面临的最明显的代价就是美国关税。目前来看，10%-20%的普遍性关税可能对应1600亿-3200亿美元的美国财政收入，虽然这一损失并不直接作用于反抗海湖庄园协议的其他政府的收入，但关税在置换世纪债券方面可能仍然是坚实的威胁。

综合来看，通过关税等方式胁迫其他国家置换世纪债券和持续认购美债可能并不能有效压低收益率。如果世纪债券是市场定价利息，那么一般在正向期限溢价的环境下，其融资成本都会高于短端利率；而如果长端利率因为美国政府的强行干预低于短端利率，那么这在长期可能损害美国信用（即美国对于高息债务的利息有违约风险），并导致市场定价的中长端美债收益率明显走高。前文数据也表明，在国际美元资产储备中可以置换的美债只占美债市场的一小部分，但政府出售美债或者被迫接受世纪债券置换的行为可能引发私人部门美债持有人的恐慌，进而导致美国国债市场的大幅波动。而如果美联储在美债收益率大幅走高后扩表进行干预，那么对市场提供的额外流动性可能又会加剧再通胀风险。总而言之，置换世纪债券等有债务违约意味的行为并非没有概率发生，但应该是“不得已而为之”。在美国利息支出占GDP比例短期可控的情况下，强行推行海湖庄园协议中的美债置换计划可能引发意料之外的市场波动，且即使在“零息世纪债券”的情况下可以节省的利息支出也相对有限，并不是明智之举。

六、投资启示

（一）美国市场

美国股市：考虑到特朗普优先推动大规模关税，短期将推升通胀且打击增长预期，美股在估值和盈利两端面临的不确定性难以消弭。从经济基本面出发，美国经济增长仍有韧性，上半年增长依然好于下半年，但市场已提前交易经济走弱的预期。综上所述，短期美股仍有调整压力，但下半年在政策不确定性降低、经济预期稳定和降息落地等因素支撑下有望实现反弹。当然，如果特朗普执意推行大规模财政紧缩、迫使其他国家出售美元资产换取美元贬值或强制置换世纪债券，那么美股仍将面临更高级别的回调风险。

美国债市：由于美国经济增长仍具韧性，加征关税对于收益率的影响并不明晰（增长预期下行和通胀预期上行），在已经充分定价降息预期的情形下短期长债收益率进一步下行的空间有限。我们预计，10年期美债收益率全年大致在4.0%-4.6%区间波动，低于4.0%则需要更多经济衰退信号和关税实际冲击的出现。在此区间内，收益率趋向高位时可以择机做多美债。需要警惕的是，如果类似“世纪债券”雷霆手段真正推进，那么美债市场将出现大幅波动，需要美联储和财政部配合才能恢复金融稳定。

（二）中国市场

中国股市：特朗普“刮骨疗毒”的做法加剧了全球经济的不稳定，但国内大循环的完备性足以让中国在全球“比差逻辑”下相对美国具有核心优势。参照2019年5月，特朗普将第三轮关税清单加征幅度提高至25%，中美贸易摩擦达到高潮，然而A股在短暂的下跌之后开启了长牛模式。我们认为，关税对于中国经济增长的影响不可避免，但“充足的储备工具和政策空间”能够在关键时刻形成有效对冲，基本面有望保持稳定，中国股票市场也将保持回升向好势。

中国债市：外部的不确定性凸显固定收益市场的避险属性，但股市如果保持较高活跃度，债市表现取决于央行对于流动性的态度。从目前判断来看，中国经济更多是处在“攻守兼备”的状态，

地产周期尚未走完之前，基本面强势复苏、物价大幅回升的概率较小，“宽货币易、宽信用难”仍是 2025 年的主要叙事，债市最终可能呈现上半年震荡、下半年小牛的格局。

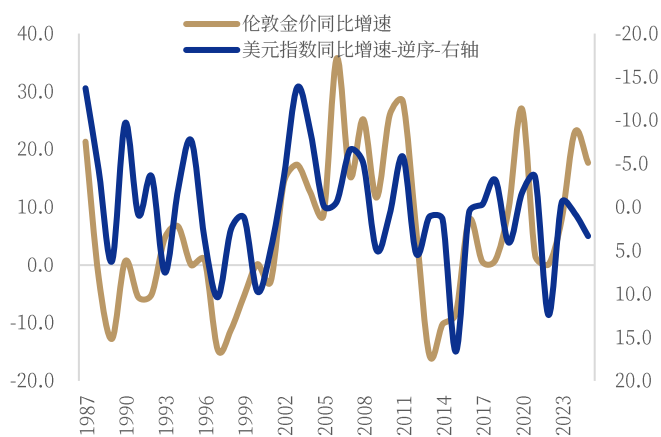
(三) 黄金

若海湖庄园协议能够按照既定的方向执行，美元霸权得到夯实，过去对于美元体系不信任而带来的溢价理应瓦解。然而，短期关税带来的通胀和衰退压力、中长期美股债务重组带来的不确定性，依然可以为黄金定价背书，我们仍看好黄金的投资价值。

海湖庄园协议根本目标旨在解决过去美元作为全球货币过程中所谓的“高成本”问题，试图按照“美国优先”的目的重塑全球贸易体系。如前文所述，包括关税、美元贬值、和美国债务重组等手段未必能够达到美国的战略目的，但其战略实施过程本身便会引起市场对全球经贸不确定性的预期，进而推升黄金价格持续走高。实际上，自 2025 年年初以来在美联储降息预期延后，黄金价格仍然持续走强，起背后或许已经部分计入了全球经贸重塑的不确定性预期。具体来看，海湖庄园协议对黄金价格的影响存在以下几种路径和机制：

一是美元贬值和通胀上行预期，推升黄金配置性价比。海湖庄园协议的首要核心目标便是通过美元贬值来提升美国制造业的竞争力，而美元贬值通常会增加黄金的吸引力。在黄金仍以美元计价的体系中，美元贬值意味着黄金相对价格提升，继而推升金价上行。其次，美元贬值叠加美国关税政策加码将显著推升美国国内物价水平，在政策初期便会推升通胀预期，数据显示：黄金价格与美国通胀率以及 CBR 现货指数呈显著正相关。而过去以来，黄金为金融交易对冲通胀的主要工具。当通胀预期上升时，投资者从资产保值增值角度增配黄金，亦将对金价形成支撑。

图53：黄金价格与美元指数增速负相关（%）



资料来源：Wind, 中国银河证券研究院

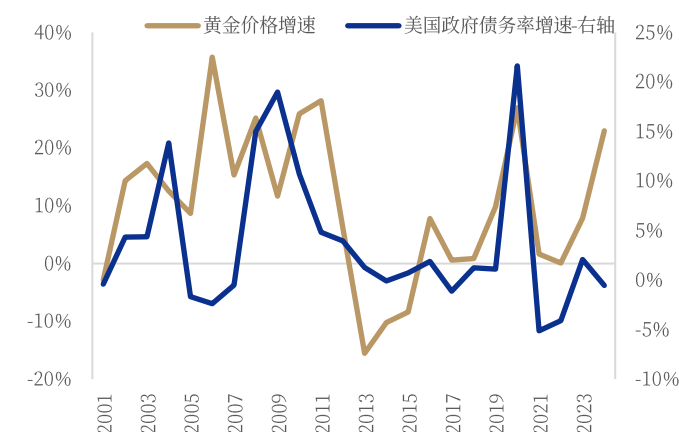
图54：黄金价格和通胀、物价水平正相关



资料来源：Wind, 中国银河证券研究院

二是美国债务重组和市场不确定性或提升黄金避险需求。协议中提到的美国债务重组措施虽然未必能够有效推进，但其政策预期必然导致市场对美债安全属性的担忧。尤其是近年来美国赤字率不断推升，且社保刚性支出成本较大。对于美国“赤字悬崖”的担忧必然降低美债安全资产的稳定性，继而转向黄金。其次，所谓海湖庄园协议本质便是对全球贸易体系的重塑，这一过程又必然加剧全球贸易摩擦，引发全球金融市场的不确定性。此时，作为永恒避险资产的黄金将再次成为投资者增配的重要资产。数据显示：黄金价格与美国财政债务增速、金融市场不确定性均呈显著正相关关系。

图55：黄金价格与美国政府杠杆率增速正相关



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

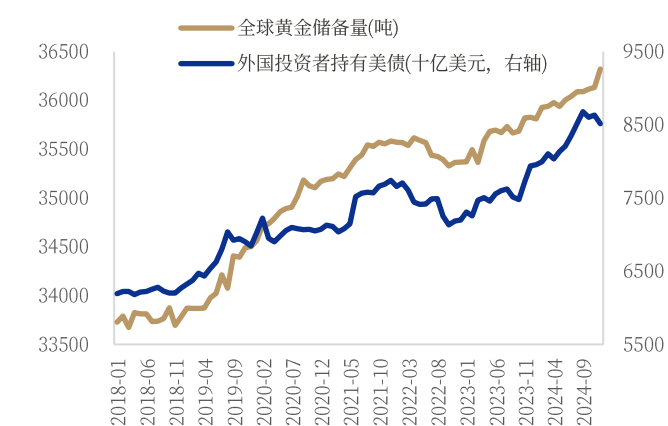
图56：黄金价格和全球经济政策不确定性指数正相关



资料来源：Wind，Economic Policy Uncertainty，中国银河证券研究院

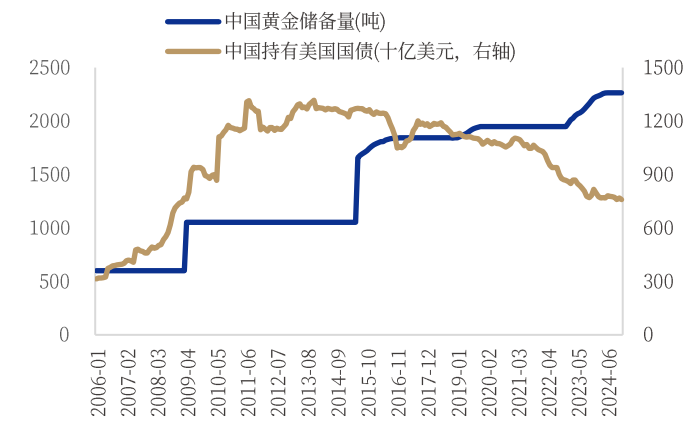
三是“海湖庄园协议”重塑下，各国央行外汇储备和货币政策选择或进一步推升金价。海湖庄园协议实质上是美元全球货币地位演变为区域货币，其战略的执行一方面会导致美元全球性地位的降低，另一方面部分央行亦或持续调整其外汇储备结构，减少美元资产持有，增加黄金储备。实际上在过去两年地缘政治冲突下，央行购金已经成为支持金价走高的重要力量。2024年，全球央行对黄金的需求再创新高：全年净购黄金 1045 吨，连续 15 年保持净买入，连续第三年度购买量超过 1000 吨。其中，波兰、捷克、匈牙利、土耳其持较多。其次，为应对协议带来的经济和金融冲击，各国央行亦可能采取降准、降息等宽松货币政策予以对冲，以上措施可能导致货币供应量增加引起货币贬值和通胀预期，继而间接推动金价上涨。

图57：全球黄金储备和美债持有量



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图58：中国黄金储备和美债持有量



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

七、风险提示

1. 国内经济复苏不及预期风险
2. 国内政策落实不及预期风险
3. 海外加息及经济衰退的风险
4. 国外政策落实不及预期风险

图表目录

图 1: 美元的特里芬世界.....	5
图 2: 实际美元指数:对广义主要贸易伙伴国.....	6
图 3: 美国、中国、日本 GDP 占全球比重 (%)	7
图 4: 美国、中国、日本经济增速 (%)	7
图 5: 美国经常项目和资本项目 (亿美元)	7
图 6: 美国财政赤字/盈余占 GDP 比重 (%)	7
图 7: 海湖庄园协议梳理.....	8
图 8: 美国制造业就业人数 (千人)、在全部就业人数的占比 (%)	8
图 9: 美国和中国制造业占全球比重	8
图 10: 主要主权基金的规模、资金来源和投资策略等.....	9
图 11: 美国政府债务占 GDP 比重.....	10
图 12: 美元在全球外汇储备中的占比	12
图 13: 外国投资者持有美国国债金额	12
图 14: 美国联邦财政赤字率和债务比重 (%)	18
图 15: 美国 2024 财年支出细分 (十亿美元)	18
图 16: 政府效率部进展.....	19
图 17: 美国众议院预算决议设想的财政削减情况	20
图 18: 美国众议院预算决议设想的财政盈余/赤字.....	20
图 19: 美国关税收入 (十亿美元) 与 GDP 占比 (%)	21
图 20: 中美日欧制造业增加值 (亿美元)	21
图 21: 美国钢铁和铝的进口在特朗普第一任期下滑.....	21
图 22: 美国钢铁和铝的生产在特朗普第一任期上升 (%)	21
图 23: 美国前五大进口伙伴进口额占比 (%)	25
图 24: 关税政策涉及领域进口额占比 (%)	25
图 25: 美国债务的不断扩张可能需要债务结构的调整.....	26
图 26: 美国综合关税税率达到 20%上方可能是特朗普的核心诉求之一	26
图 27: 美国通胀在没有关税的情况下较为平稳 (%)	27
图 28: 美国消费者通胀预期回升, 市场预期暂时稳定 (%)	27
图 29: 上一轮贸易战并不利于美国企业的资本开支上行.....	28
图 30: 无论其他国家是否反制, 美国经济增长都会受到关税冲击	28
图 31: 美国家庭与非盈利机构财富中, 权益资产贡献突出.....	28
图 32: 美国权益资产的财富效应和消费增速相关性明显.....	28
图 33: 经济增速决定美国企业名义利润水平	29

图 34: 升高的通胀预期可能进一步降低特朗普的支持率.....	29
图 35: 美国经常账户持续赤字, 无法提供外汇储备支持主权基金	30
图 36: 美国的“国有资产”规模相对有限	30
图 37: 美国联邦政府拥有和管理的土地主要集中在中西部区域	31
图 38: 联邦土地主要由土地管理局 (BLM) 等五个机构控制.....	31
图 39: 财政部在美联储的黄金凭证总价值如果重估, 将大幅提升	32
图 40: 经济政策不确定性之下, 金价大幅上涨	32
图 41: 欧元区已经开始增强自身的防务	33
图 42: 德国计划扩张军费支出后, 美德利差迅速收窄 (%)	33
图 43: 美国对外为净负债, 出售美元资产贬值需要其他国家配合	34
图 44: 上一轮美元指数的回落不仅仅是广场协议的结果.....	34
图 45: 广场协定后, 美联储的降息和美国经济走弱推动美元下行	35
图 46: 美元指数近期走弱短期更多反映美国经济预期弱化 (%)	35
图 47: 海外投资者持有大量的美元债务	35
图 48: 美债的海外持有者结构较为集中, 多为发达经济体.....	35
图 49: 美元储备总计约 6.8 万亿	36
图 50: 美国短期债务占比 (短债可能被部分置换为世纪债券)	36
图 51: 从支出角度看, 零息世纪债券可以节省的利息有限.....	36
图 52: 如果强制各国置换世纪债券, 恐慌可能导致期限溢价上升 (%)	36
图 53: 黄金价格与美元指数增速负相关 (%)	38
图 54: 黄金价格和通胀、物价水平正相关	38
图 55: 黄金价格与美国政府杠杆率增速正相关	39
图 56: 黄金价格和全球经济政策不确定性指数正相关.....	39
图 57: 全球黄金储备和美债持有量.....	39
图 58: 中国黄金储备和美债持有量.....	39
表 1: 关税政策第一阶段: 评估调查与初步实施	13
表 2: 关税政策第二阶段: 全球扩展与多线施压	14
表 3: 关税政策第三阶段: 落地变形与政策分化	15
表 4: 特朗普签署关税相关总统令	16
表 5: 特朗普签署产业政策相关总统令.....	17
表 6: 特朗普签署总统效率部相关总统令	18
表 7: 特朗普 2.0 时代重要关税行动梳理.....	23

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。

章俊，首席经济学家。

张迪，宏观经济分析师。于金潼，宏观经济分析师。詹璐，宏观经济分析师。聂天奇，宏观经济分析师。吕雷，宏观经济分析师。

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