

# 从黄金走向人民币资产

## ——贸易战 2.0 系列三

研究院 宏观组

徐闻宇

✉ xuwenyu@htfc.com

从业资格号：F0299877

投资咨询号：Z0011454

高聪

✉ gaocong@htfc.com

从业资格号：F3063338

投资咨询号：Z0016648

投资咨询业务资格：  
证监许可【2011】1289号

### 宏观事件

2025 年 5 月 12 日，中美日内瓦经贸会谈联合声明。

### 核心观点

#### ■ 中美博弈“开始的结束”

宏观背景：“外部压力的阶段性缓和”，即当下的压力到了需要“缓和”的窗口，为未来的 2.0 博弈蓄势。

声明解读：

(1) 本次声明的背景：中美双方进行的是“会谈”而非“谈判”。

(2) 在关税层面，双方承诺在 5 月 14 日之前调整当前的关税政策为“一取消一暂停一保留”，即取消 4 月 8 日以后加征的关税；暂停 24% 的关税（暂定为 90 天）同时对于 10% 的关税予以保留。声明未提及“芬太尼关税”。

(3) 在非关税层面，双方通过建立机制，就经贸关系进行协商。

宏观影响：尽管 512 联合声明的增量信息有限，但在当前时间点发布释放了中美博弈进入到新阶段的信号——即 2018 年以来的中美贸易博弈告一段落，未来将进入到中美竞争博弈的新阶段，市场对于不确定性的定价将从贸易领域转向其他经济和金融领域。乐观情况下 2025 年可能看到本轮库存周期下行的尾声，需要关注未来周期见底的节奏加快对资本市场带来的真实风险。关注年内宏观资产的切换——黄金的见顶和收益率曲线的陡峭化。

#### ■ 策略

黄金：随着经济周期从库存周期下行向产能周期上行切换，关注黄金的年度拐点。

中债：风险资产阶段性改善，关注库存周期加速下行对于人民币资产配置提供的空间；收益率曲线将向陡峭切换，维持战略性陡峭化头寸（+2s10s）持有。

#### ■ 风险

经济数据短期向下波动，流动性超预期宽松

## 目录

|                  |    |
|------------------|----|
| 宏观事件 .....       | 1  |
| 核心观点 .....       | 1  |
| 为什么是现在 .....     | 3  |
| 回顾 4 月压力事件 ..... | 3  |
| 表现一：市场压力 .....   | 4  |
| 表现二：经济压力 .....   | 5  |
| 有哪些增量信息 .....    | 6  |
| 关于关税 .....       | 8  |
| 关于非关税 .....      | 9  |
| 宏观市场怎么看 .....    | 10 |
| 当前下行阶段的风险 .....  | 10 |
| 未来上行阶段的展望 .....  | 11 |

## 图表

|                                                           |    |
|-----------------------------------------------------------|----|
| 图 1：年初以来在美国全球征税政策的影响下全球贸易不确定性指数快速上升   单位：指数点 .....        | 3  |
| 图 2：经济增长压力之下全球货币政策正在打开进一步宽松的大门   单位：次数 .....              | 3  |
| 图 3：4 月底以来中美经贸预期出现改善，金融市场压力相比较 4.8 有了明显的改善   单位：指数点 ..... | 4  |
| 图 4：也因此我们注意到中美之间的互动预期改善了美国金融资产，短期表现出反弹   单位：%YOY .....    | 4  |
| 图 5：新华社关于联合声明的报道 .....                                    | 6  |
| 图 6：美国关税战进程 .....                                         | 8  |
| 图 7：特朗普第二任期行政令/备忘录新高   单位：个数 .....                        | 9  |
| 图 8：特朗普第二任期民调支持率新低   单位：%PCT .....                        | 9  |
| 图 9：上证走势和中国库存周期   单位：%YOY .....                           | 10 |
| 图 10：铜金比走势和美国库存周期   单位：%YoY .....                         | 10 |
| 图 11：实际黄金价格走势   单位：美元/盎司 .....                            | 11 |
| 图 12：中债收益率曲线   单位：% .....                                 | 11 |
| 表 1：全球 4 月制造业 PMI 回落   单位：STD .....                       | 5  |
| 表 2：中美关税调整对比表 .....                                       | 7  |

## 为什么是现在

我们在《中国货币政策系列十八》<sup>1</sup>中指出，5月7日中国一揽子金融政策的宏观背景是“外部压力的阶段性缓和”，即当下的压力到了需要“缓和”的窗口，为未来的 2.0 博弈蓄势，现摘录如下。

### 回顾 4 月压力事件

4 月全球经济释放悲观预期。美国 4 月 2 日宣布开始实施“对等关税”，全球贸易环境快速恶化。受美国“对等关税”政策影响，在较高的关税下，4 月对美直接出口已经开始回落，同时即期运价也表现出持续回落特征。

4 月美国金融市场面临压力。随着美国“对等关税”以及中国“对等反制”措施的影响，美国金融市场不稳定性开始上升，美股、美债和美元短期均表现出下行压力——这种压力对于美元资产配置的主体带来负面影响。五一期间，受到中国台湾保险公司对货币错配压力进行对冲的影响，亚洲货币表现出快速升值。

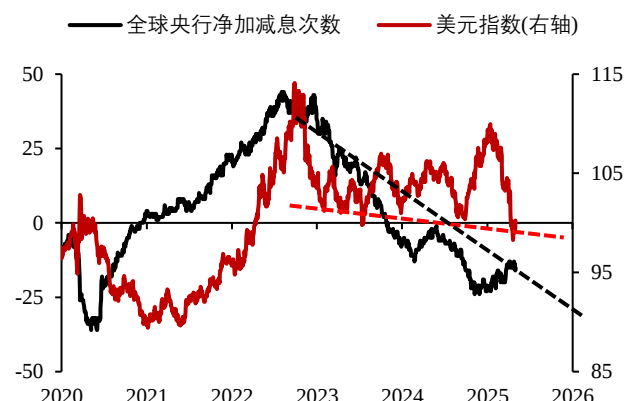
在不确定性影响下，货币政策逐渐转向宽松。4 月 17 日欧央行将三大关键利率下调 25 个基点；5 月 1 日日本央行第二次推迟加息，并下调 GDP 与通胀预测。

图 1：年初以来在美国全球征税政策的影响下全球贸易不确定性指数快速上升 | 单位：指数点



数据来源：iFinD 华泰期货研究院

图 2：经济增长压力之下全球货币政策正在打开进一步宽松的大门 | 单位：次数



数据来源：iFinD 华泰期货研究院

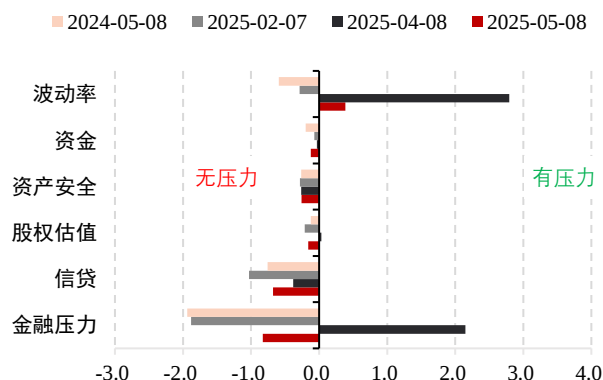
<sup>1</sup> 参见 5 月 8 日华泰期货宏观政策报告《中国货币政策系列十八：央行 5 月双降，关注未来财政增量政策》

## 表现一：市场压力

黄金定价美元信用的“受损”。4月美国开启“对等关税”以来，美元、美债和美股出现大幅波动，市场对于美元信用的担忧上升。虽然4月底以来，随着美国经济数据的好于预期，叠加美国关税战的暂时缓和，美股出现了反弹。但是我们需要指出的是，同2024年美股波动率抬升后金融条件维持宽松不同，4月开始美股波动率的走升驱动金融条件的宽松正出现显著收敛。我们认为债务上限的约束是一个因素——财政再扩张的空间受到限制，对外征税的困难叠加对内减税的压力仍是摆在特朗普百日新政后的问题。关注后期美国内部矛盾的演绎。

美联储资产负债表政策的配合。美债在今年年中再融资规模较大，“6万亿美元”的数字冲击市场神经。尽管美联储自1月开始暂停降息来缓和压力，但是当前4.50-4.75%的基准利率水平对于财政再融资而言依然构成压力。在美元流动性结构中，美联储资产负债表的影响越来越大，在美国私人部门扩张有限的情况下，财政的扩张和再融资需求必要性上升——通过提高债务上限解绑宏观支出的约束，通过提升美联储资产负债表空间来缓和美元资产的压力。在政策博弈的最终落地前，美股仍存在二次调整的风险，以为美联储QT政策的结束甚至逆转（重新QE）提供宏观条件。

图3：4月底以来中美经贸预期出现改善，金融市场压力相比较4.8有了明显的改善 | 单位：指数点



数据来源：iFinD 华泰期货研究院

图4：也因此我们注意到中美之间的互动预期改善了美国金融资产，短期表现出反弹 | 单位：%YoY



数据来源：iFinD 华泰期货研究院

表现二：经济压力

贸易战之下没有赢家，全球经济仍将面临下行的压力。4月全球制造业景气度在贸易战之下出现了较大降温，环比角度看均跌破了荣枯线——全球降至49.8，中国降至49.0，美国降至48.7：

全球：4月摩根大通全球制造业PMI回落至49.8，前值50.3。

美国：4月ISM制造业PMI指数48.7，出现五个月来最大幅度的萎缩，订单稀少和关税带来的影响导致产出出现自2020年以来最严重的下滑。

中国：4月制造业PMI为49.0，比上月下降1.5个百分点，受外部环境急剧变化等因素影响。

结构来看，表现为中国需求的回落和美国价格的上涨。假设美国财政维持当前赤字状态不收缩、即美国国内总需求暂时不变的情况下，关税形成的实物供给压力（从日常消费品到稀土元素等）随着时间推移将显著上升（美联储研究显示关税对消费品价格传导在2个月）。中国4月份新订单指数为49.2，比上月下降2.6个百分点；新出口订单44.7，比上月下降4.3个百分点，显示出需求的压力开始增强。而美国4月物价支付指数继续从3月的69.4上升至69.8。

表 1：全球 4 月制造业 PMI 回落 | 单位：STD

|     | 2024 |      |      |      |      |      |      |      |      |      |      |      | 2025 |      |
|-----|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|
|     | Mar  | Apr  | May  | Jun  | Jul  | Aug  | Sep  | Oct  | Nov  | Dec  | Jan  | Feb  | Mar  | Apr  |
| 全球  | -0.4 | -0.5 | -0.2 | -0.3 | -0.8 | -0.8 | -1.2 | -0.9 | -0.7 | -0.8 | -0.6 | -0.4 | -0.5 | -0.7 |
| 中国  | 0.1  | -0.1 | -0.6 | -0.6 | -0.7 | -0.9 | -0.5 | -0.3 | -0.2 | -0.3 | -0.9 | -0.2 | 0.0  | -0.9 |
| 美国  | -0.8 | -1.0 | -1.1 | -1.2 | -1.5 | -1.5 | -1.5 | -1.6 | -1.2 | -1.0 | -0.6 | -0.8 | -1.1 | -1.1 |
| 日本  | -0.9 | -0.4 | -0.1 | -0.2 | -0.6 | -0.3 | -0.3 | -0.5 | -0.6 | -0.4 | -0.7 | -0.6 | -0.8 | -0.8 |
| 欧元区 | -1.0 | -1.1 | -0.8 | -1.1 | -1.1 | -1.1 | -1.3 | -1.1 | -1.2 | -1.2 | -0.9 | -0.7 | -0.5 | -0.5 |
| 德国  | -1.5 | -1.4 | -0.9 | -1.2 | -1.3 | -1.4 | -1.7 | -1.3 | -1.3 | -1.4 | -1.0 | -0.8 | -0.5 | -0.5 |
| 法国  | -0.9 | -1.1 | -0.8 | -1.1 | -1.4 | -1.4 | -1.2 | -1.3 | -1.6 | -1.8 | -1.2 | -1.0 | -0.4 | -0.3 |
| 英国  | -0.5 | -0.7 | -0.3 | -0.3 | -0.1 | 0.0  | -0.2 | -0.6 | -1.0 | -1.2 | -0.9 | -1.2 | -1.6 | -1.9 |
| 加拿大 | 0.9  | 1.2  | 0.4  | 0.8  | -0.1 | -0.8 | -0.2 | -0.5 | -0.9 | -1.6 | -1.3 | -0.4 | -0.1 | -0.5 |
| 韩国  | 0.0  | -0.2 | 0.7  | 0.9  | 0.6  | 0.9  | -0.7 | -0.7 | 0.3  | -0.4 | 0.2  | 0.0  | -0.3 | -1.0 |
| 巴西  | 0.8  | 1.3  | 0.4  | 0.5  | 0.9  | -0.1 | 0.7  | 0.6  | 0.4  | -0.1 | 0.0  | 0.6  | 0.3  | -0.1 |
| 俄罗斯 | 1.9  | 1.4  | 1.4  | 1.6  | 1.1  | 0.6  | -0.4 | 0.0  | 0.3  | 0.1  | 0.9  | -0.1 | -0.9 | -0.5 |
| 越南  | -0.3 | -0.1 | -0.1 | 1.3  | 1.3  | 0.5  | -1.1 | 0.2  | 0.0  | -0.3 | -0.6 | -0.5 | -0.1 | -1.6 |
| Ave | -0.2 | -0.2 | -0.2 | -0.1 | -0.2 | -0.4 | -0.7 | -0.6 | -0.6 | -0.8 | -0.6 | -0.5 | -0.5 | -0.8 |

资料来源：Wind 华泰期货研究院

## 有哪些增量信息

5月12日中美发布联合声明。有三个方面：

(1) 本次声明的背景：中美双方进行的是“会谈”而非“谈判”<sup>2</sup>。

(2) 在关税层面，双方承诺在5月14日之前调整当前的关税政策为“一取消一暂停一保留”，即取消4月8日以后加征的关税；暂停24%的关税（暂定为90天）同时对于10%的关税予以保留。声明未提及“芬太尼关税”。

(3) 在非关税层面，双方通过建立机制，就经贸关系进行协商。

图5：新华社关于联合声明的报道<sup>3</sup>

新华社日内瓦5月12日电

### 中美日内瓦经贸会谈联合声明

中华人民共和国政府（“中国”）和美利坚合众国政府（“美国”），

认识到双边经贸关系对两国和全球经济的重要性；

认识到可持续的、长期的、互利的双边经贸关系的重要性；

鉴于双方近期的讨论，相信持续的协商有助于解决双方在经贸领域关切的问题；

本着相互开放、持续沟通、合作和相互尊重的精神，继续推进相关工作；

双方承诺将于2025年5月14日前采取以下举措：

美国将（一）修改2025年4月2日第14257号行政令中规定的对中国商品（包括香港特别行政区和澳门特别行政区商品）加征的从价关税，其中，24%的关税在初始的90天内暂停实施，同时保留按该行政令的规定对这些商品加征剩余10%的关税；（二）取消根据2025年4月8日第14259号行政令和2025年4月9日第14266号行政令对这些商品的加征关税。

中国将（一）相应修改税委会公告2025年第4号规定的对美国商品加征的从价关税，其中，24%的关税在初始的90天内暂停实施，同时保留对这些商品加征剩余10%的关税，并取消根据税委会公告2025年第5号和第6号对这些商品的加征关税；（二）采取必要措施，暂停或取消自2025年4月2日起针对美国的非关税反制措施。

采取上述举措后，双方将建立机制，继续就经贸关系进行协商。中方代表是国务院副总理何立峰，美方代表是财政部长斯科特·贝森特和美国贸易代表贾米森·格里尔。协商可在中国、美国，或双方商定的第三国进行。根据需要，双方可就相关经贸议题开展工作层面磋商。

数据来源：中国政府网 华泰期货研究院

<sup>2</sup> 会谈通常是交换信息、阐明立场和建立共识，注重形式上的规范性；而谈判是通过协商、妥协达成协议的过程，核心在利益分配。从这个角度，本次会谈为寻求共识打开了一扇窗，但是未来对于稀土、芬太尼、汇率、农产品、油气和芯片等的谈判将更为激烈。

<sup>3</sup> 来源：[https://www.gov.cn/yaowen/liebiao/202505/content\\_7023399.htm](https://www.gov.cn/yaowen/liebiao/202505/content_7023399.htm)

表 2：中美关税调整对比表

| 时间    | 美国对华关税措施                                          | 中国对美关税措施                                               |
|-------|---------------------------------------------------|--------------------------------------------------------|
| 4月2日  | 第14257号行政令：加征34%关税<br>(叠加此前10%基础关税，累计44%)         | 税委会公告2025年第4号：对美商品加征34%<br>(部分商品如大豆综合税率达49%)           |
| 4月8日  | 第14259号行政令：额外加征50%关税<br>(累计税率达104%)               | 税委会公告2025年第5号：加征税率从34%提至84%                            |
| 4月9日  | 第14266号行政令：再追加21%关税<br>(累计达125%，部分商品因芬太尼问题达145%)  | 税委会公告2025年第6号：加征至125%(12日生效)                           |
| 5月12日 | 1. 暂停24%关税(90天)<br>2. 保留10%关税<br>3. 取消4月8日、9日加征部分 | 1. 同步暂停24%关税(90天)<br>2. 保留10%关税<br>3. 取消4月公告第5号、6号加征部分 |

资料来源：网络 华泰期货研究院

## 关于关税

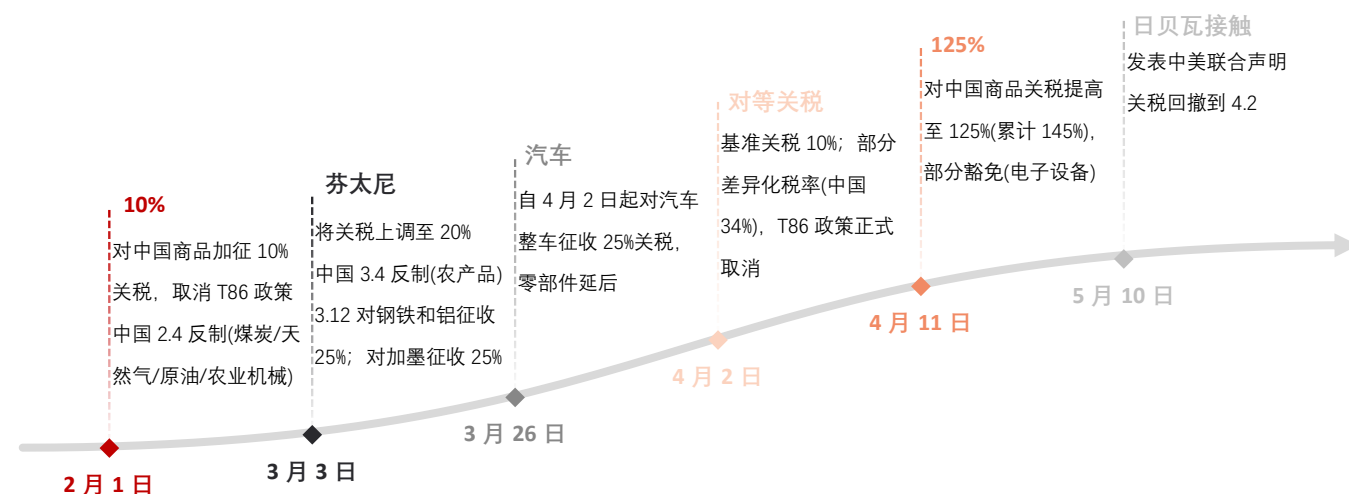
在关税层面，声明提到双方承诺在 5 月 14 日之前调整当前的关税政策为“一取消一暂停一保留”，即：

取消 4 月 8 日以后加征的关税（125%及以上的部分）；

暂停 24%部分的关税（暂定为 90 天）；

保留 10%的基准关税（同时保留的有 4 月 2 日前的关税，即前期的 301 关税继续保留，同时美国对中国征收 20%的“芬太尼关税”暂时保留，中国保留针对煤炭、液化天然气加征 15%关税，对原油、农业机械、大排量汽车、皮卡加征 10%关税，对鸡肉、小麦、玉米、棉花加征 15%关税，对高粱、大豆、猪肉、牛肉、水产品、水果、蔬菜、乳制品加征 10%关税），即保留美国对中国征收 19%（301 关税）+10%（基准关税）+20%（芬太尼税）约 49%的关税，保留中国对美国征收 15%（301 关税）+10%（基准关税）+10%/15%（芬太尼税）约 40%的反制关税。

图 6：美国关税战进程



数据来源：华泰期货研究院

关税暂停的 90 天为中美谈判提供了时间窗口，市场风险偏好提振。从中美保留的关税税率来看，美国对中国仍需加征约 49%的关税，而中国相应的反制措施仍需实施大约 40%的税率。这部分关税仍需要产业链的主体来承担，对于美国企业甚至消费者都将形成通胀的上升影响。

## 关于非关税

本次中美联合声明提到“通过建立机制，继续就经贸关系进行协商”。在宏观不确定环境下，机制的建立能够“持续的协商……解决双方在经贸领域关切的问题”。

早在 2023 年 11 月的 APEC 会议上，中美领导人在旧金山会晤，同意推动经贸团队恢复对话。随着美国 2024 年大选以及 2025 年对外关税政策的边际转变，2024 年以来中美领导人之间的互动显著降低。随着 4 月压力事件的影响，我们注意到特朗普政府对于重建中美之间沟通机制的迫切性在上升：5 月 7 日，戴维·珀杜正式宣誓就职，将作为美国新一任驻华大使，履行修复中美关系的使命。而 512 联合声明也体现了其尝试重新建立这种沟通机制，联合声明中再次强调了“相互开放、持续沟通、合作和相互尊重的精神”。

对外沟通机制的建立或将为中期选举前特朗普内政的实施提供空间。白宫新闻秘书卡罗琳·莱维特提到接下来 100 天的工作将主要包括贸易协议、和平协议和减税。

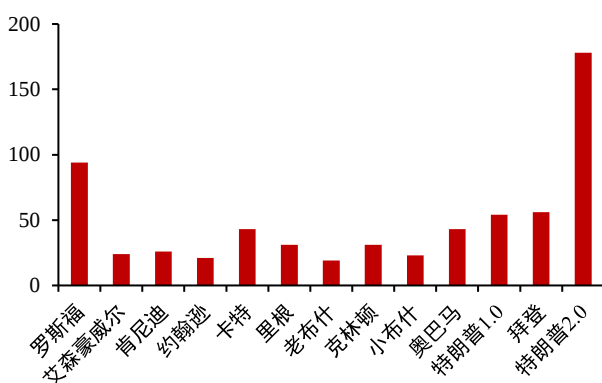
贸易领域：中美联合声明在一定程度上将提供示范效应。

地缘领域：“上任第一天就能结束俄乌冲突”进展艰难，逐渐聚焦伊朗核谈判。

监管领域：随着中期选举的临近，特朗普可能将精力集中在国内。预计通过每周签署行政命令的方式，重点转向放松管制。

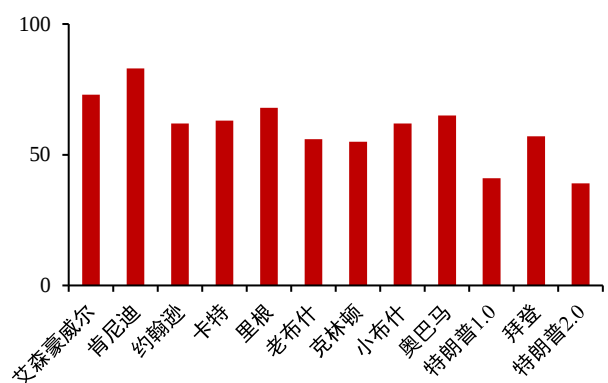
减税领域：财长贝森特已把 7 月 4 日定为万亿美元减税计划的目标日期，而共和党已为一项法案开启了程序性快速通道，该法案将延长即将到期的减税政策，进一步降低税收。

图 7：特朗普第二任期行政令/备忘录新高 | 单位：个数



数据来源：网络 华泰期货研究院

图 8：特朗普第二任期民调支持率新低 | 单位：%pct



数据来源：网络 华泰期货研究院

## 宏观市场怎么看

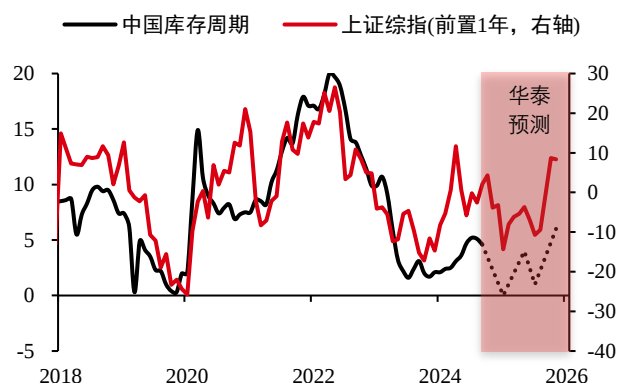
如何看联合声明之后的宏观市场？我们认为，尽管 512 联合声明的增量信息有限，但在当前时间点发布释放了中美博弈进入到新阶段的信号——即 2018 年以来的中美贸易博弈告一段落，未来将进入到中美竞合博弈的新阶段，市场对于不确定性的定价将从贸易领域转向其他经济和金融领域。

### 当前下行阶段的风险

2025 年周期下行。我们在 2025 年的年报<sup>4</sup>中提到，从中美库存周期的运行来看，2024-2025 年进入到了本轮库存周期向下的过程；从宏观政策的反应来看，美联储 9 月货币政策的转向和中国政策的重大转向确认了经济周期的下行风险；从商品市场的定价来看，乐观情况下 2025 年可能看到本轮库存周期下行的尾声。

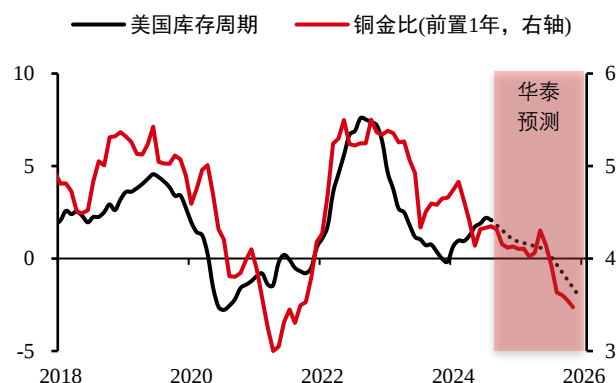
特朗普关税战和 512 联合声明将加速周期“见底”。从美国国内角度来看，中期选举前共和党对美国国内资源的掌控上体现出来的“三权合一”。随着联合声明逐步建立对外风险的沟通机制，我们预计未来周期见底的节奏也将加快，需要关注对于资本市场带来的真实风险。

图 9：上证走势和中国库存周期 | 单位：%YOY



数据来源：iFinD 华泰期货研究院

图 10：铜金比走势和美国库存周期 | 单位：%YoY



数据来源：iFinD 华泰期货研究院

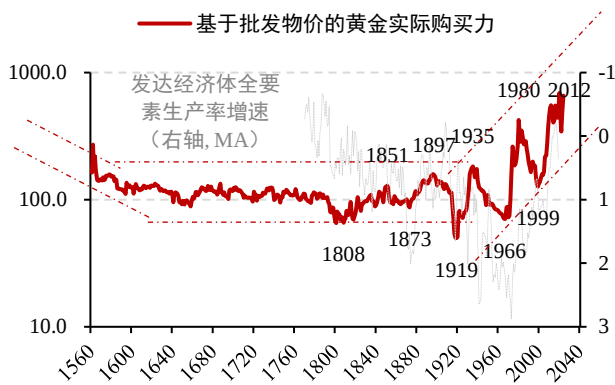
<sup>4</sup> 参见华泰期货宏观年报《2025 年宏观政策更积极》

## 未来上行阶段的展望

我们预计中美博弈“开始的结束”在经济上将驱动本轮全球周期完成从当前下行阶段（全球央行降息）向上行阶段（全球财政扩张）切换的进程加快，乐观来看年内将迎来这轮周期的“低点”。

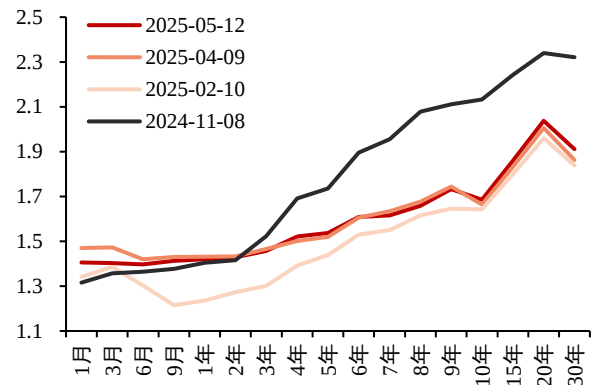
关注年内宏观资产的切换——黄金的见顶和收益率曲线的陡峭化。

图 11：实际黄金价格走势 | 单位：美元/盎司



数据来源：iFinD 华泰期货研究院

图 12：中债收益率曲线 | 单位：%



数据来源：iFinD 华泰期货研究院

## 免责声明

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、结论及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，投资者并不能依靠本报告以取代行使独立判断。对投资者依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰期货研究院”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

华泰期货有限公司版权所有并保留一切权利。

## 公司总部

广州市天河区临江大道1号之一2101-2106单元 | 邮编：510000

电话：400-6280-888

网址：www.htfc.com