

关税疑云之下，人民币升值会否持续？

华金宏观·双循环周报（第92期）

投资要点

- ◆ **特朗普称考虑2月1日对华加征10%进口关税，同时对墨西哥、加拿大加征25%关税，这可能是其广泛性和针对性关税计划的一个组成部分。这可能从三个方面影响我国出口。**近日，美国总统特朗普称考虑2月1日对华加征10%进口关税，并对从加拿大和墨西哥进口的商品征收25%的关税，这可能是其此前一直宣称的普遍性和针对性加征关税计划中的一个组成部分。特朗普关税主张如果付诸实施，可能从三方面影响我国出口：**1）“抢出口”集中提前之后，出口面临自然回落压力。**从12月出口商品结构来看，当前我国出口普遍出现与现有关税和围堵措施关联度较低的抢出口现象，汽车和各类别中端商品出口12月普遍大幅反弹，而受到进一步围堵措施影响的半导体电子产业链出口却再度走弱，说明多数行业已经在为特朗普可能采取的关税措施进行提前出口应对，可能导致对未来外需的一定程度透支，或导致2025年出口的相应减少（详见报告《欧盟关税趋缓与“抢跑效应”共同推升出口——国际贸易数据点评（2024.12）》，2025.1.13）。**2）加征关税将直接导致对美出口商品价格抬升和出口规模减少。**尽管2018年以来我国对美出口占比趋于下降，但美国当前仍是我国出口的主要目的地之一，美如果对华进一步加征关税，仍可能对我国出口形成实质性影响。**3）对墨加加征高额关税可能抑制中国借道墨西哥等国家和地区最终出口到美国的协同生产能力。**自2018年以来，全球产业分工结构发生深刻变化，我国对包括东盟和墨西哥在内的具备与我国协同生产潜力的地区出口有比较明显的增加，近年来我国对墨出口和墨西哥对美出口增速之间正相关性增强。考虑到美国在全球最终消费需求中的占比甚至大于其处于首位的GDP占比，如果美对墨加征高额关税成为现实，我国与墨西哥产业链协同对美提供出口供给的能力或遭遇一定的削弱。总体上这三方面逻辑都可能通过经常账户对人民币造成新的贬值压力。
- ◆ **但由于特朗普并未在上任伊始迅速宣布大规模加征关税方案，反而呈现出一定的慎重态度和贸易谈判开放性，美元指数从12月的“特朗普交易”迅速冲高位置有所回落，并由此触发了人民币的阶段性升值。**此外，日本央行今日如市场近期预期宣布加息，也进一步缓和了美元冲高的外溢性压力。截至1月24日，美元指数已经从此前的逼近110高位回落至107.5左右位置，主要源于特朗普对迅速加征关税表现出的超市场预期慎重态度。此外当地时间1月24日，日本央行如市场预期在本年度第一次货币政策例会上宣布加息25BP，并预计“日本经济可能将保持以高于潜在增速的水平增长（keep growing at a pace above its potential growth rate）”，对于美元指数冲高压力也形成进一步缓冲作用。
- ◆ **国内货币政策方面，我国央行放慢净购债速度、维持政策利率不变、至今未宣布降准、长期国债利率有所上行，货币政策方向微调也构成人民币阶段性回升的重要力量。**但一季度信贷高峰，央行仍有极大的必要性投放充足的长期流动性，这一因素未来可能有所松动。
- ◆ **近日五部门共同推出鼓励长期资金入市方案，与人民币阶段性汇率企稳回升共同对权益市场资金流向形成积极带动作用。**展望未来，由于特朗普关税政策主张并未实质性改变，在2024年拉动我国实际经济增长高达1.5个百分点的净出口方面仍然面临较大的关税和贸易壁垒不确定性，在美国核心通胀高基数期（前4个月）度过之后，美元指数可能重拾升势，如届时面临更严峻外部环境，人民币汇率方向有发生改变的可能。
- ◆ **金融配置资金的最终来源多数为居民部门的财富配置需求，这与房地产周期何时触底回稳直接相关，政策放松诸多类型资金投资股市的限制无疑有助于长期资金流入增加，但对幅度的预期应充分考虑房地产周期运行阶段。**
- ◆ **风险提示：**美元指数冲高造成人民币被动贬值风险。

定期报告

分析师

秦泰

 SAC 执业证书编号：S0910523080002
 qintai@huajinsec.cn

报告联系人

周欣然

zhouxinran@huajinsec.cn

相关报告

- 24Q4 经济增长回升，净出口和补贴刺激消费或为两大动能——经济数据点评（24Q4/12月）暨双循环周报（第91期）
2025.1.17
- 美核心CPI：回落原因是暂时的，薪资推升是强化的——美国CPI点评（2024.12）
2025.1.16
- 置换坚决压制长贷，利率走低短融提前——金融数据速评（2024.12）
2025.1.14
- 欧盟关税趋缓与“抢跑效应”共同推升出口——国际贸易数据点评（2024.12）
2025.1.13
- 美国就业强势振翅，全球风暴何时来袭？——美国就业数据点评（2024.12）
2025.1.11



内容目录

聚焦：关税疑云之下，人民币升值会否持续？	3
国内外经济追踪：汽车消费出现反弹，加力补贴成效初显	6
华金宏观-全球宏观资产价格综合面板（GMAPP）	9

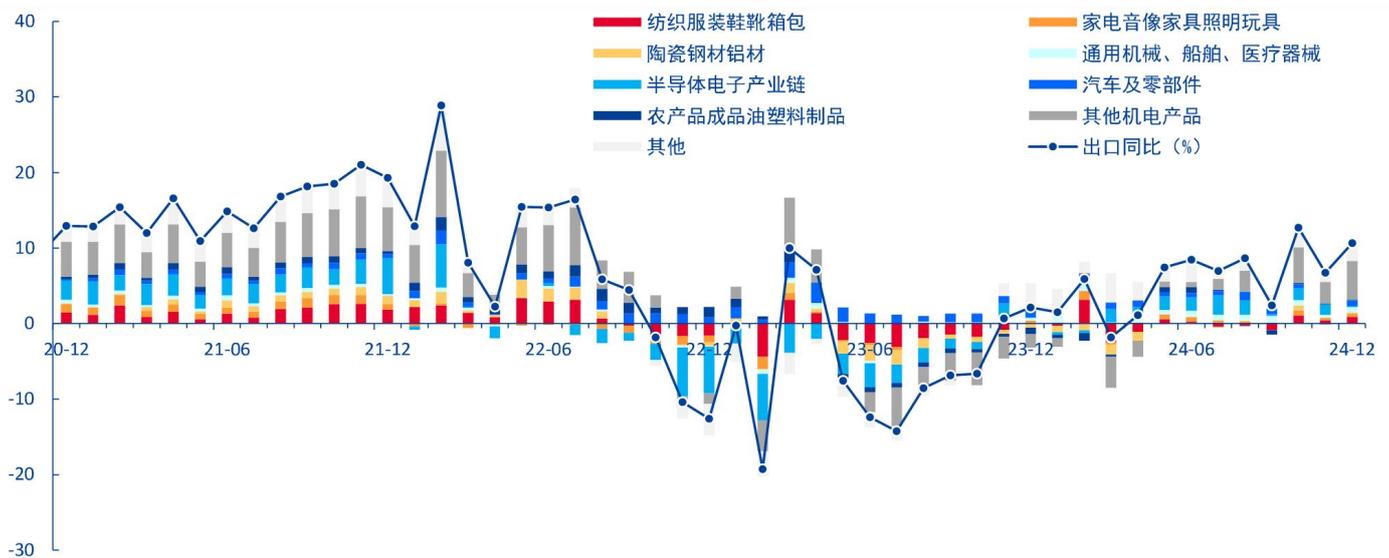
图表目录

图 1：出口同比及重点商品大类贡献（%）	3
图 2：中国对墨西哥出口同比 VS 墨西哥对美国出口同比	4
图 3：美元指数及日元、欧元、英镑汇率	4
图 4：人民币汇率及 CNY 主动升贬值幅度	5
图 5：30 大中城市及一二三线城市商品房销售面积与疫情前数年均值之比（%）	6
图 6：乘联会乘用车批零累计同比（%）：零售累计同比有所改善	6
图 7：乘联会新能源乘用车批零累计同比（%）	6
图 8：菜价果价 30DMA 同比（%）：本周鲜果价格同比小幅回升	7
图 9：猪肉价格同比（%）：猪价同比增速小幅回落	7
图 10：钢材价格旬度环比：环比增速小幅回升（%）	7
图 11：煤炭价格同比（%）：煤价跌幅同步收窄	7
图 12：伦敦金现、LME 铜：金价小幅上涨、铜价有所回落	7
图 13：原油价格：本周原油价格同步下跌	7
图 14：美国当周初请失业金人数有所回升	8
图 15：美国原油产量小幅降至 1347.7 万桶	8
图 16：发达经济体核心 CPI 同比（%）	8
图 17：主要发达经济体制造业 PMI（%）	8
图 18：全球股市：本周全球主要股指普遍上涨，A 股创业板指涨幅靠前	9
图 19：沪深 300 及申万一级行业涨幅对比（%）：本周 A 股 TMT 板块涨幅靠前，石油石化板块跌幅较深	9
图 20：标普 500 及行业涨幅对比（%）：本周美股 IT 板块涨幅靠前，能源板块跌幅较深	9
图 21：美国国债收益率变动幅度：截至 1 月 23 日，美债长端收益率上行较多	10
图 22：中国国债收益率变动幅度：截至 1 月 23 日，中债短端收益率上行较多	10
图 23：1Y 中国国债收益率上行约 5BP（%）	10
图 24：中美 10Y 利差有所扩大（%）	10
图 25：10Y 国开债与国债利差转正（%）	11
图 26：1Y、3Y 信用利差有所收窄（BP）	11
图 27：美联储本周资产规模有所缩小（USD bn）	11
图 28：主要央行政策利率（%）	11
图 29：全球汇率：美元指数降至 108 附近	11
图 30：人民币大幅升值	11

聚焦：关税疑云之下，人民币升值会否持续？

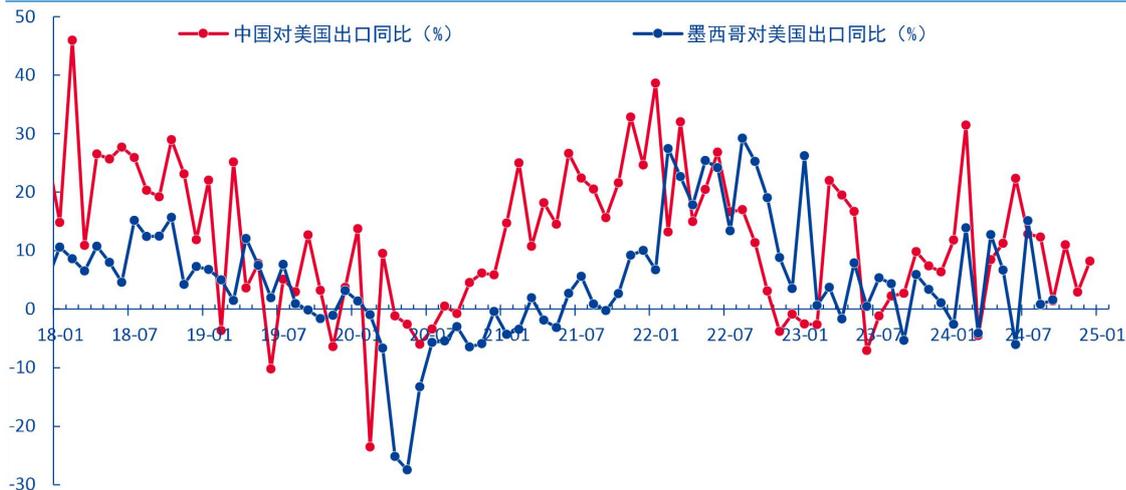
特朗普称考虑 2 月 1 日对华加征 10% 进口关税，同时对墨西哥、加拿大加征 25% 关税，这可能是其广泛性和针对性关税计划的一个组成部分。这可能从三个方面影响我国出口。近日，美国总统特朗普称考虑 2 月 1 日对华加征 10% 进口关税，并对从加拿大和墨西哥进口的商品征收 25% 的关税，这可能是其此前一直宣称的普遍性和针对性加征关税计划中的一个组成部分。特朗普关税主张如果付诸实施，可能从三方面影响我国出口：**1）“抢出口”集中提前之后，出口面临自然回落压力。**从 12 月出口商品结构来看，当前我国出口普遍出现与现有关税和围堵措施关联度较低的抢出口现象，汽车和各类别中端商品出口 12 月普遍大幅反弹，而受到进一步围堵措施影响的半导体电子产业链出口却再度走弱，说明多数行业已经在为特朗普可能采取的关税措施进行提前出口应对，可能导致对未来外需的一定程度透支，或导致 2025 年出口的相应减少（详见报告《欧盟关税趋缓与“抢跑效应”共同推升出口——国际贸易数据点评（2024.12）》，2025.1.13）。**2）加征关税将直接导致对美出口商品价格抬升和出口规模减少。**尽管 2018 年以来我国对美出口占比趋于下降，但美国当前仍是我国出口的主要目的地之一，美如果对华进一步加征关税，仍可能对我国出口形成实质性影响。**3）对墨加加征高额关税可能抑制中国借道墨西哥等国家和地区最终出口到美国的协同生产能力。**自 2018 年以来，全球产业分工结构发生深刻变化，我国对包括东盟和墨西哥在内的具备与我国协同生产潜力的地区出口有比较明显的增加，近年来我国对墨出口和墨西哥对美出口增速之间正相关性增强。考虑到美国在全球最终消费品需求中的占比甚至大于其处于首位的 GDP 占比，如果美对墨加征高额关税成为现实，我国与墨西哥产业链协同对美提供出口供给的能力或遭遇一定的削弱。总体上这三方面逻辑都可能通过经常账户对人民币造成新的贬值压力。

图 1：出口同比及重点商品大类贡献（%）



资料来源：CEIC，华金证券研究所 注：2020-2021 年为两年平均增速

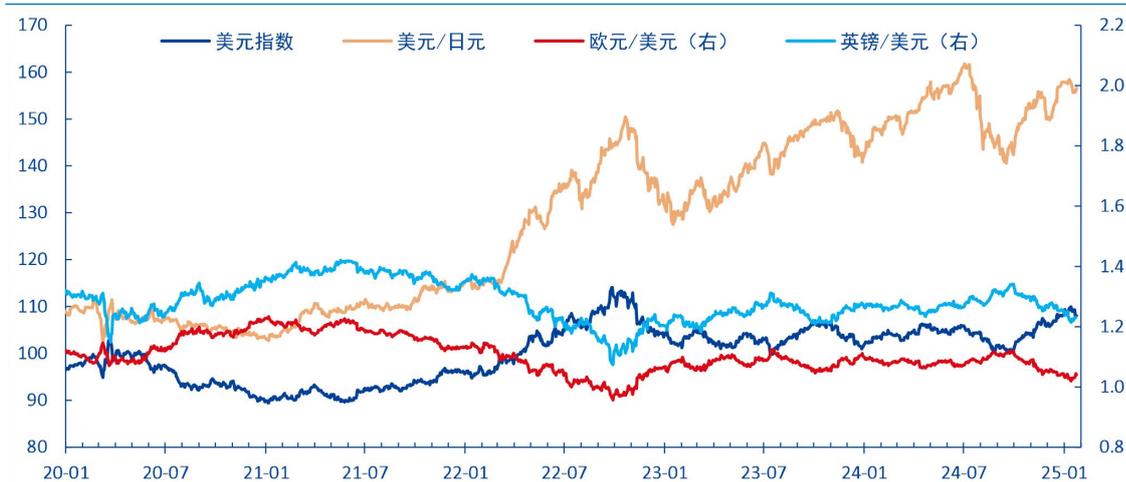
图 2: 中国对墨西哥出口同比 VS 墨西哥对美国出口同比



资料来源: CEIC, 华金证券研究所 注: 2020-2021 年为两年平均增速

但由于特朗普并未在上任伊始迅速宣布大规模加征关税方案, 反而呈现出一定的慎重态度和贸易谈判开放性, 美元指数从 12 月的“特朗普交易”迅速冲高位置有所回落, 并由此触发了人民币的阶段性升值。此外, 日本央行今日如市场近期预期宣布加息, 也进一步缓和了美元冲高的外溢性压力。截至 1 月 24 日, 美元指数已经从此前的逼近 110 高位回落至 107.5 左右位置, 主要源于特朗普对迅速加征关税表现出的超市场预期慎重态度。此外当地时间 1 月 24 日, 日本央行如市场预期在本年度第一次货币政策例会上宣布加息 25BP, 并预计“日本经济可能将保持以高于潜在增速的水平增长 (keep growing at a pace above its potential growth rate)”, 对于美元指数冲高压力也形成进一步缓冲作用。

图 3: 美元指数及日元、欧元、英镑汇率



资料来源: CEIC, 华金证券研究所 注: 2020-2021 年为两年平均增速

国内货币政策方面, 我国央行放慢净购债速度、维持政策利率不变、至今未宣布降准、长期国债利率有所上行, 货币政策方向微调也构成人民币阶段性回升的重要力量。但一季度信贷高峰, 央行仍有极大的必要性投放充足的长期流动性, 这一因素未来可能有所松动。

图 4: 人民币汇率及 CNY 主动升值贬值幅度



资料来源: CEIC, 华金证券研究所

近日五部门共同推出鼓励长期资金入市方案, 与人民币阶段性汇率企稳回升共同对权益市场资金流向形成积极带动作用。展望未来, 由于特朗普关税政策主张并未实质性改变, 在 2024 年拉动我国实际经济增长高达 1.5 个百分点的净出口方面仍然面临较大的关税和贸易壁垒不确定性, 在美国核心通胀高基数期(前 4 个月)度过之后, 美元指数可能重拾升势, 如届时面临更严峻外部环境, 人民币汇率方向有发生改变的可能。

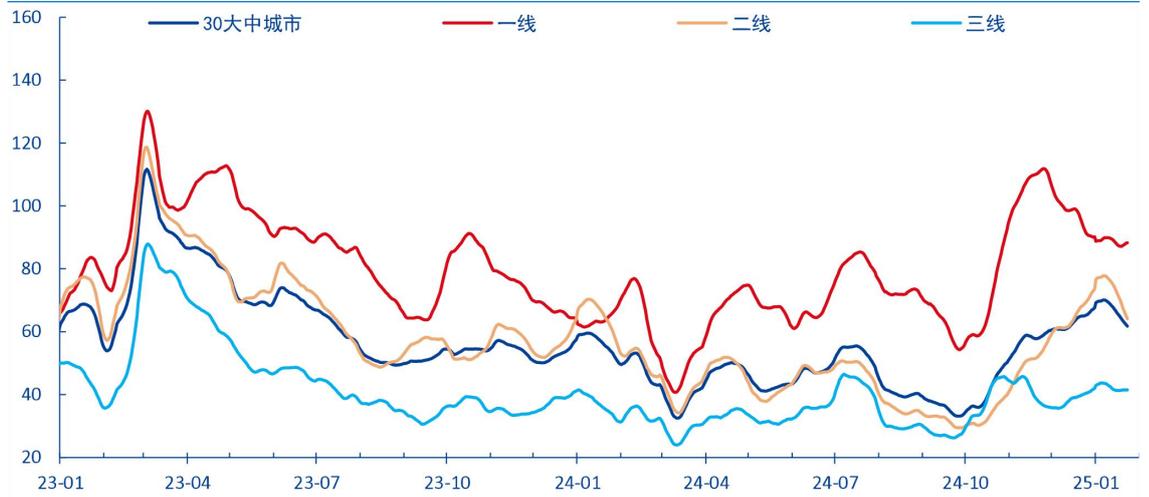
金融配置资金的最终来源多数为居民部门的财富配置需求, 这与房地产周期何时触底回稳直接相关, 政策放松诸多类型资金投资股市的限制无疑有助于长期资金流入增加, 但对幅度的预期应充分考虑房地产周期运行阶段。

风险提示: 美元指数冲高造成人民币被动贬值风险。

国内外经济追踪：汽车消费出现反弹，加力补贴成效初显

商品房销售面积：本周一线、三线城市商品房销售面积基本与上周持平，二线城市大幅下滑。

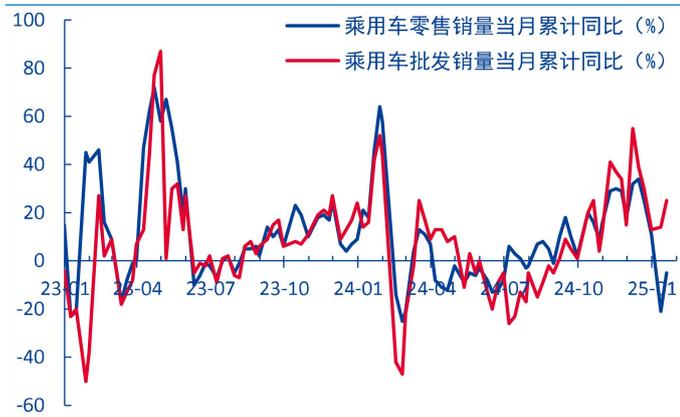
图 5：30 大中城市及一二三线城市商品房销售面积与疫情前数年均值之比（%）



资料来源：Wind，华金证券研究所

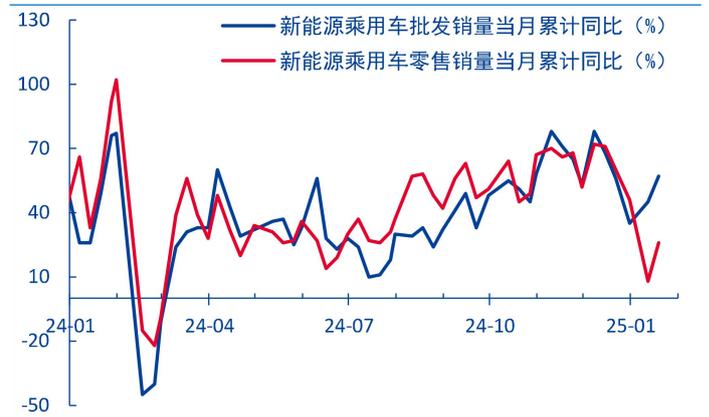
汽车消费：1月第三周汽车消费出现反弹，加力补贴效果或初步显现。据乘联会数据，截至1月19日，乘用车零售和批发销量当月累计同比增速分别较上周大幅改善16个百分点、11个百分点至-5%和25%，消费刺激新政对汽车消费的拉动效果或初步显现。此外，新能源乘用车零售和批发销量当月累计同比涨幅分别较上周上行18个百分点、12个百分点至26%和57%。

图 6：乘联会乘用车批零累计同比（%）：零售累计同比有所改善



资料来源：Wind，华金证券研究所

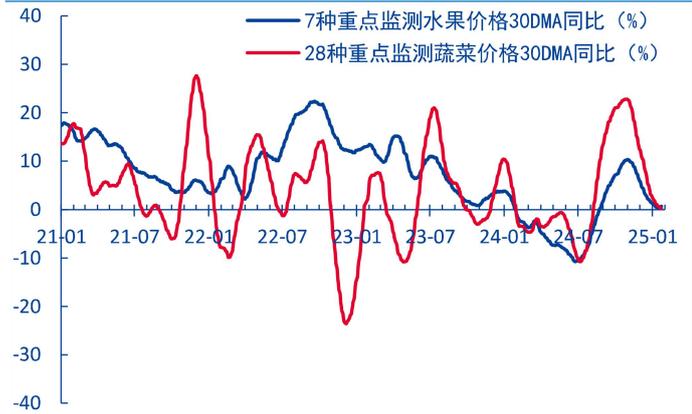
图 7：乘联会新能源乘用车批零累计同比（%）



资料来源：Wind，华金证券研究所

高频通胀指标：春节临近生鲜需求相对旺盛，鲜菜价格下行趋缓、鲜果价格走势转升；生猪补栏带动猪价同比增速小幅回落。截至1月23日，春节临近生鲜需求相对旺盛，鲜菜、鲜果30日均价同比分别小幅回落0.2、回升0.3个百分点至0.3%和0.7%，前者下行趋缓、后者走势转升；前期生猪连续补栏但速度相对平缓，猪肉平均批发价同比增速小幅回落0.2个百分点至13.0%。

图 8: 菜价果价 30DMA 同比 (%) : 本周鲜果价格同比小幅回升



资料来源: Wind, 华金证券研究所

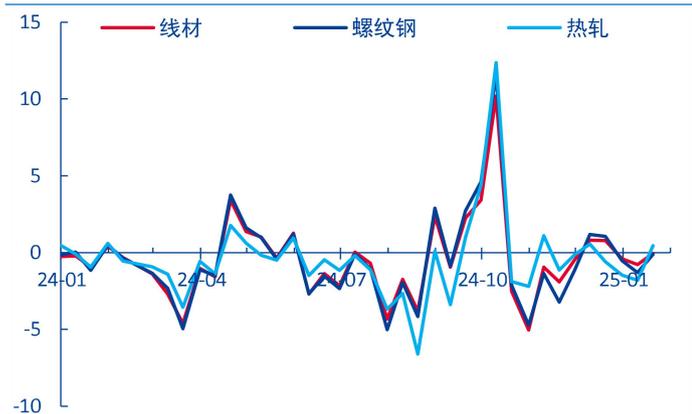
图 9: 猪肉价格同比 (%) : 猪价同比增速小幅回落



资料来源: Wind, 华金证券研究所

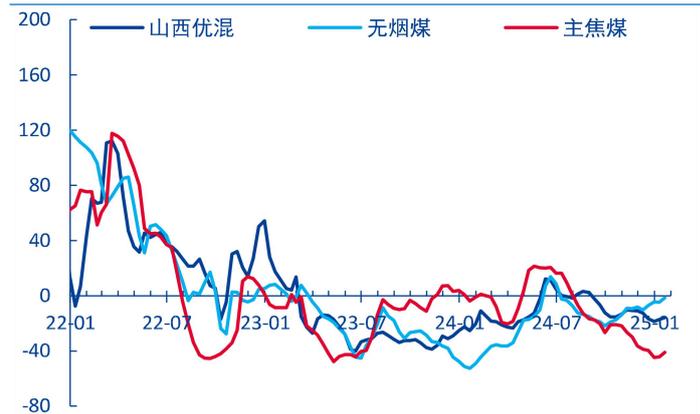
重点生产资料价格变化: 1月中旬钢材价格环比小幅回升, 煤价跌幅同步收窄。1月中旬钢材价格环比同步回升, 线材、螺纹钢及热轧价格环比分别上行 0.7、1.2、2.3 个百分点至 0.0%、-0.1%和 0.5%; 山西优混、无烟煤及主焦煤价格同比跌幅分别收窄 1.4、3.2 和 3.2 个百分点至 -15.7%、-1.5%和-41.1%。

图 10: 钢材价格旬度环比: 环比增速小幅回升 (%)



资料来源: CEIC, 华金证券研究所

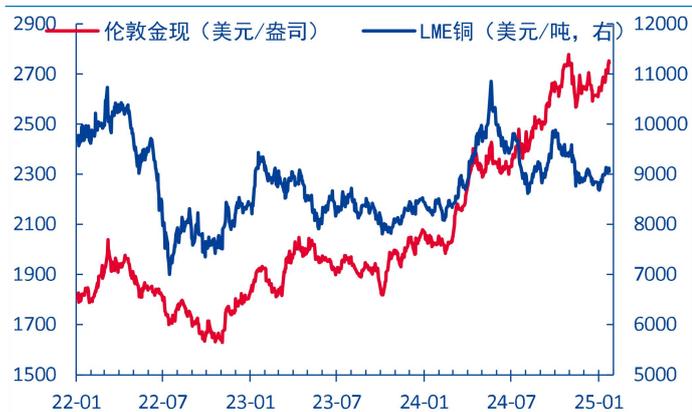
图 11: 煤炭价格同比 (%) : 煤价跌幅同步收窄



资料来源: CEIC, 华金证券研究所

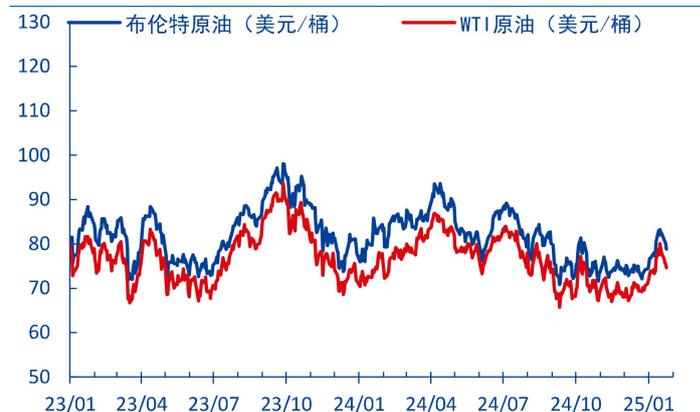
大宗商品: 本周金价小幅上涨、铜价有所回落, 原油价格同步下跌。本周金价小幅上涨, 截至 1 月 23 日伦敦金现报收 2744.3 美元/盎司; LME 铜价格下跌 76.0 美元至 9056.0 元/吨; 布油、WTI 原油价格同步下跌, 分别较上周跌 3.6、3.3 美元至 78.8、74.6 美元/桶。

图 12: 伦敦金现、LME 铜: 金价小幅上涨、铜价有所回落



资料来源: Wind, 华金证券研究所

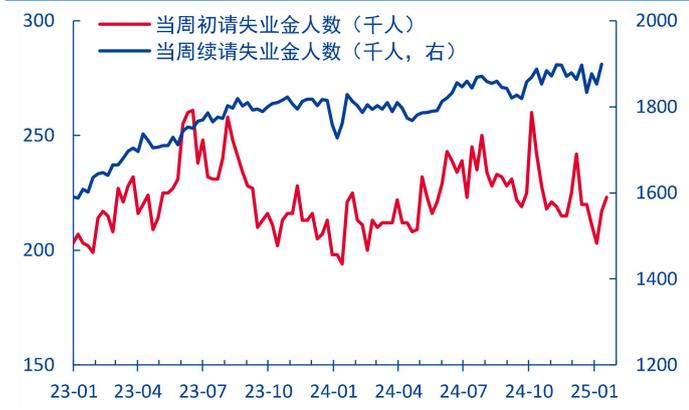
图 13: 原油价格: 本周原油价格同步下跌



资料来源: Wind, 华金证券研究所

美国就业、能源产量及库存：1月第三周美国初请失业金人数（季调）回升0.6万至22.3万人，当前美国劳动力市场仍然偏紧；美国国内原油产量小幅降至1347.7万桶，原油库存继续回落。

图 14：美国当周初请失业金人数有所回升



资料来源：CEIC，华金证券研究所

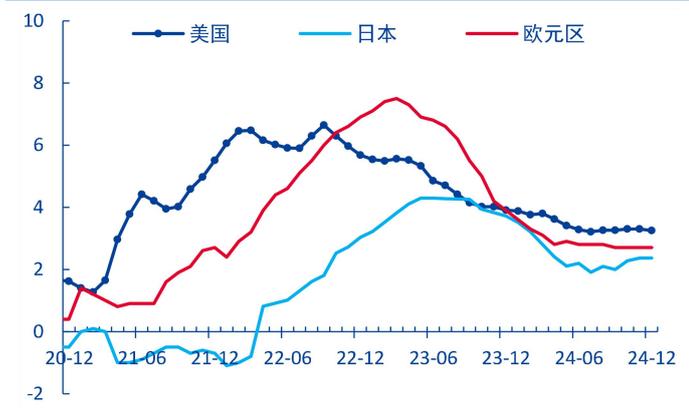
图 15：美国原油产量小幅降至 1347.7 万桶



资料来源：CEIC，华金证券研究所

发达经济体通胀及制造业 PMI：本周公布日本 12 月通胀数据及主要发达经济体 1 月制造业 PMI。基数走低背景下日本 12 月核心 CPI 持平于前月的 2.4%，1 月制造业 PMI 则大幅回落 0.8 至 48.8 的较低水平，两项数据共同指向当前日本仍深陷于内需不足且缺乏财政刺激能力的困境之中，或将对后续日本加息进程形成掣肘。

图 16：发达经济体核心 CPI 同比 (%)



资料来源：CEIC，华金证券研究所

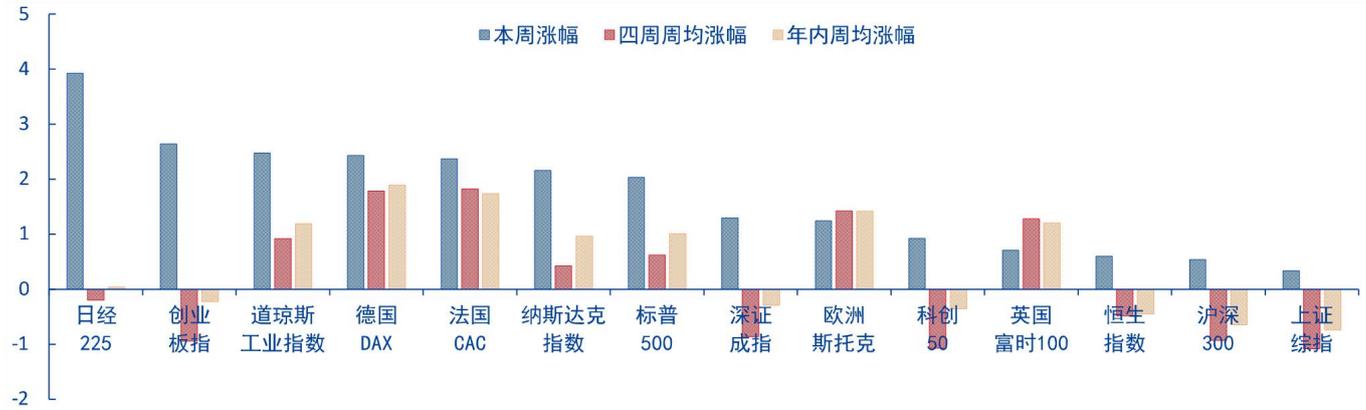
图 17：主要发达经济体制造业 PMI (%)



资料来源：CEIC，华金证券研究所

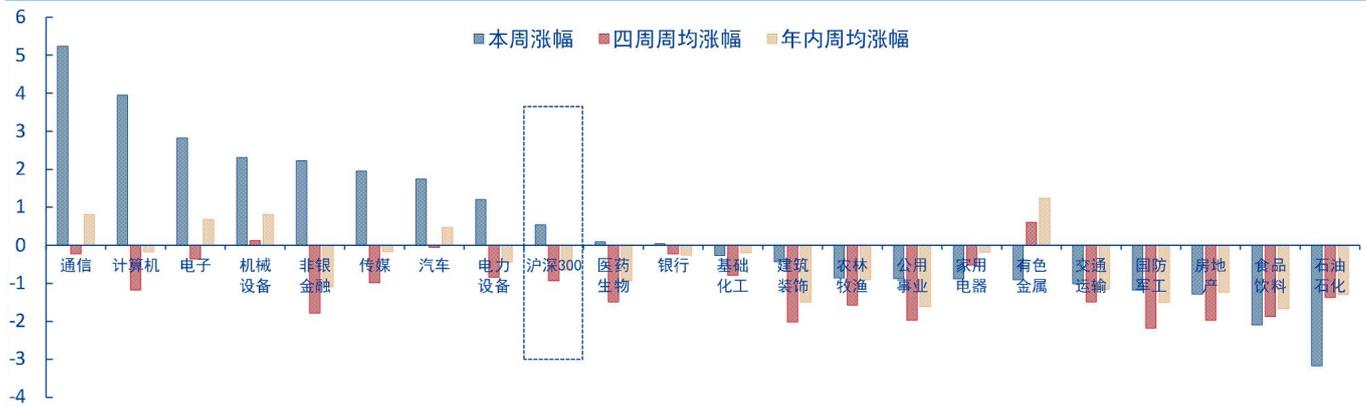
华金宏观-全球宏观资产价格综合面板 (GMAPP)

图 18: 全球股市: 本周全球主要股指普遍上涨, A 股创业板指涨幅靠前



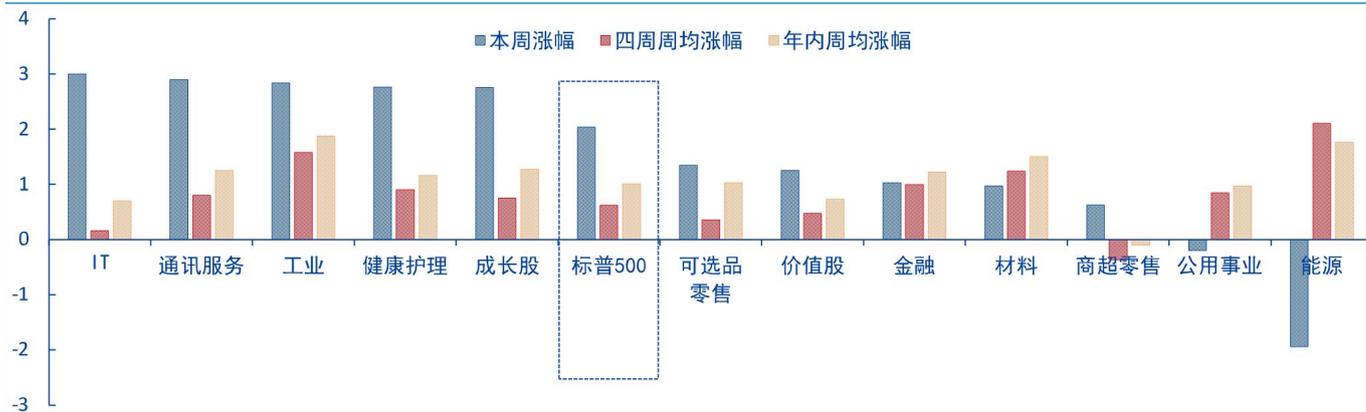
资料来源: CEIC, 华金证券研究所

图 19: 沪深 300 及申万一级行业涨幅对比 (%): 本周 A 股 TMT 板块涨幅靠前, 石油石化板块跌幅较深



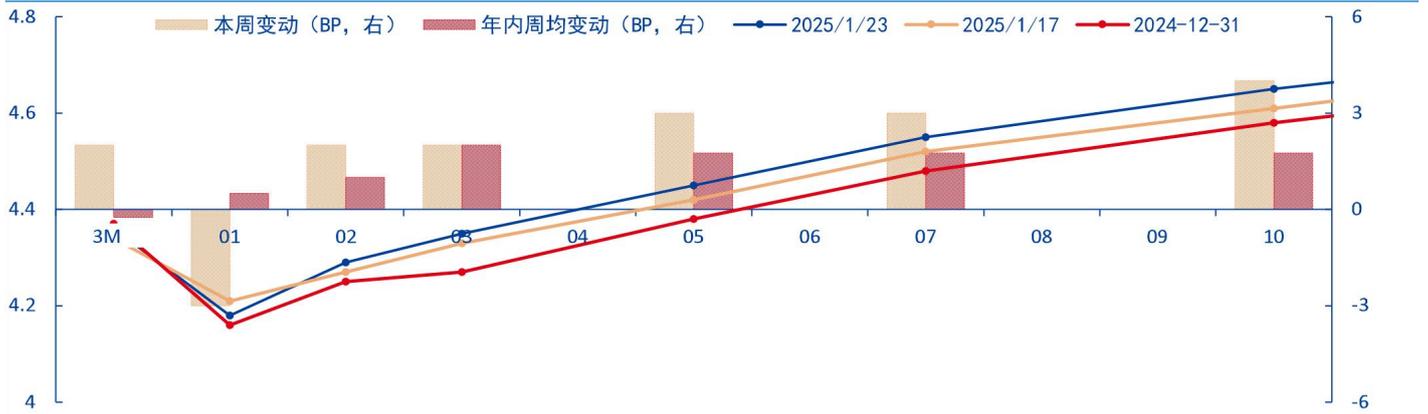
资料来源: CEIC, 华金证券研究所

图 20: 标普 500 及行业涨幅对比 (%): 本周美股 IT 板块涨幅靠前, 能源板块跌幅较深



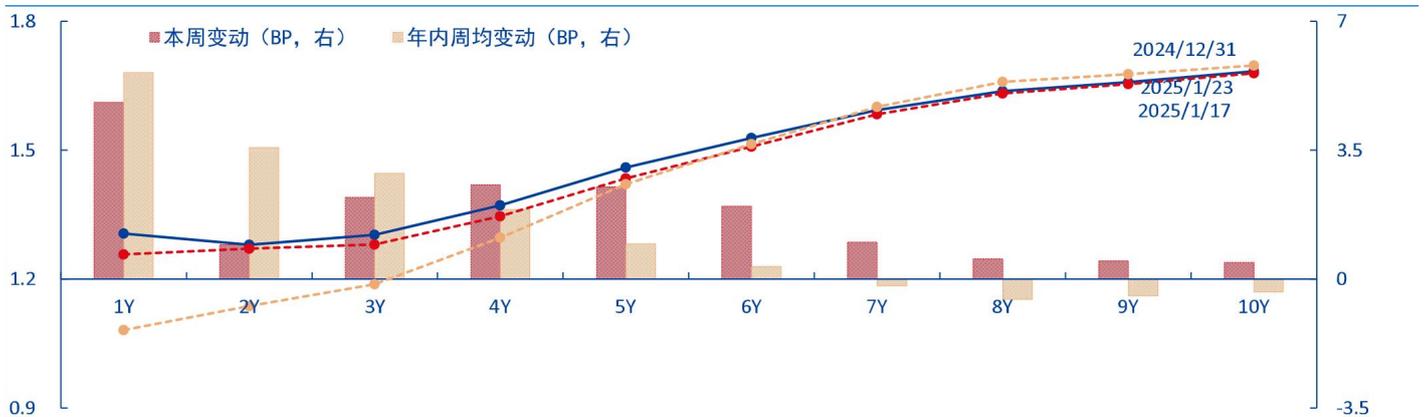
资料来源: CEIC, 华金证券研究所

图 21: 美国国债收益率变动幅度: 截至 1 月 23 日, 美债长端收益率上行较多



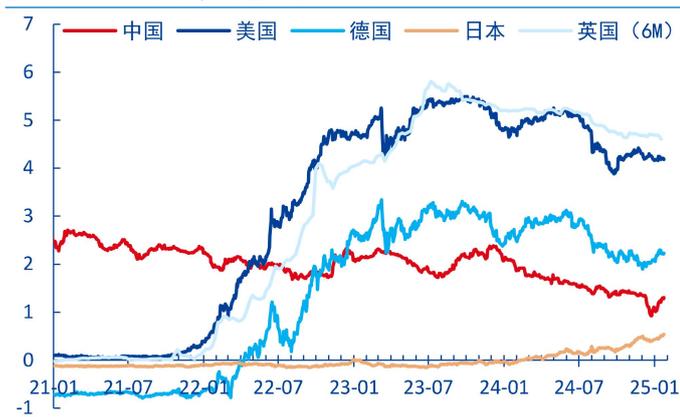
资料来源: CEIC, 华金证券研究所

图 22: 中国国债收益率变动幅度: 截至 1 月 23 日, 中债短端收益率上行较多



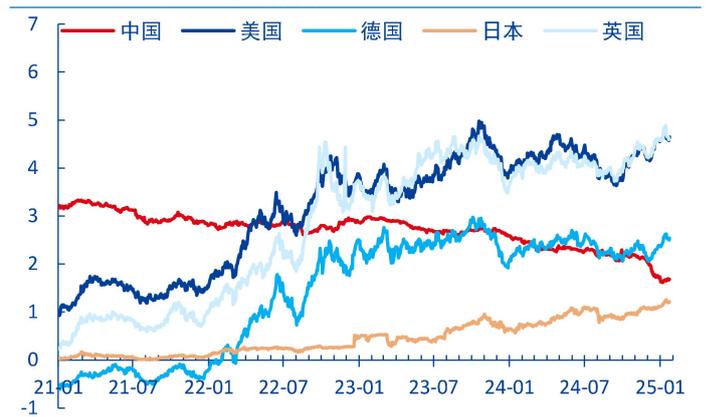
资料来源: CEIC, 华金证券研究所

图 23: 1Y 中国国债收益率上行约 5BP (%)



资料来源: CEIC, 华金证券研究所

图 24: 中美 10Y 利差有所扩大 (%)



资料来源: CEIC, 华金证券研究所

图 25: 10Y 国开债与国债利差转正 (%)



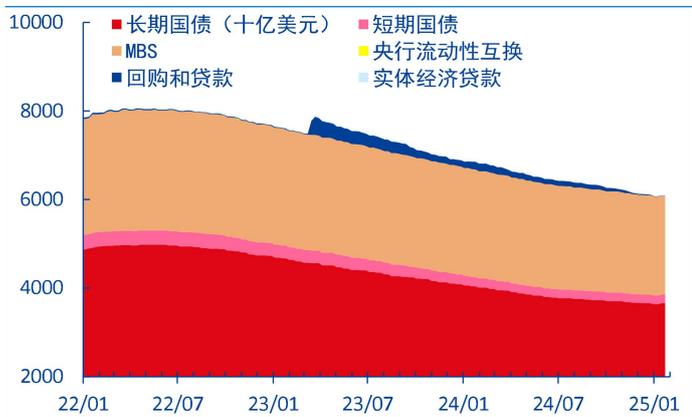
资料来源: CEIC, 华金证券研究所

图 26: 1Y、3Y 信用利差有所收窄 (BP)



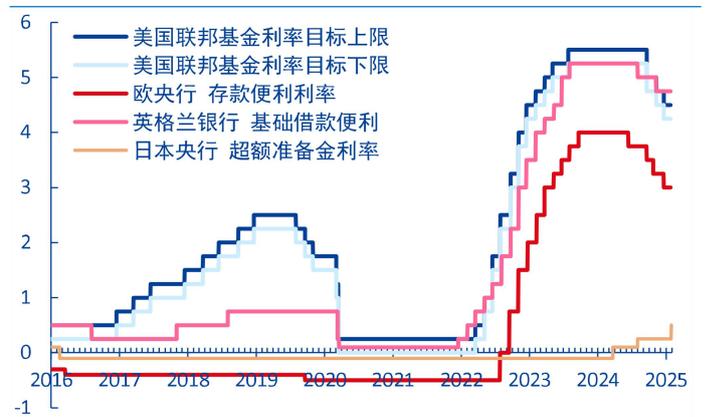
资料来源: CEIC, 华金证券研究所

图 27: 美联储本周资产规模有所缩小 (USD bn)



资料来源: CEIC, 华金证券研究所

图 28: 主要央行政策利率 (%)



资料来源: CEIC, 华金证券研究所

图 29: 全球汇率: 美元指数降至 108 附近



资料来源: CEIC, 华金证券研究所

图 30: 人民币大幅升值



资料来源: CEIC, 华金证券研究所

分析师声明

秦泰声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。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“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

办公地址：

上海市浦东新区杨高南路 759 号陆家嘴世纪金融广场 30 层

北京市朝阳区建国路 108 号横琴人寿大厦 17 层

深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 10 楼 05 单元

电话：021-20655588

网址：www.huajinsec.cn