

历史重现却未重演

两轮关税周期下的美元异动之谜

分析师：刘芳

分析师登记编码：S0890524100002

电话：021-20321091

邮箱：liufang@cnhbstock.com

分析师：郝一凡

分析师登记编码：S0890524080002

电话：021-20321080

邮箱：haoyifan@cnhbstock.com

销售服务电话：

021-20515355

相关研究报告

投资要点

⊕本轮美国加征关税剑指全球，覆盖中国及全球180多个国家，同时幅度从10%到50%不等，打击广度和政策烈度均远超市场预期，导致经济冲击的逻辑发生逆转：一方面全球关税累积的负面效应直接冲击美国经济，另一方面美国与原先各个贸易对手之间替代贸易的可能性降低，从而导致美国经济本身遭受更大的损害。

⊕而美国经济走弱预期也促使投资者押注美联储将提前降息，美债对欧债的利差减小，美元指数震荡下行。当美国关税大棒无差别挥向全球时，美国货币霸权基石率先开始自我反噬。

⊕风险提示：经济修复不及预期的风险，政策效果不及预期的风险，地缘风险，海外经济衰退风险，外部政策不确定性风险。

内容目录

1. 美元走势的影响因素.....	
2. 本轮美元回落的原因.....	
3. 风险提示.....	

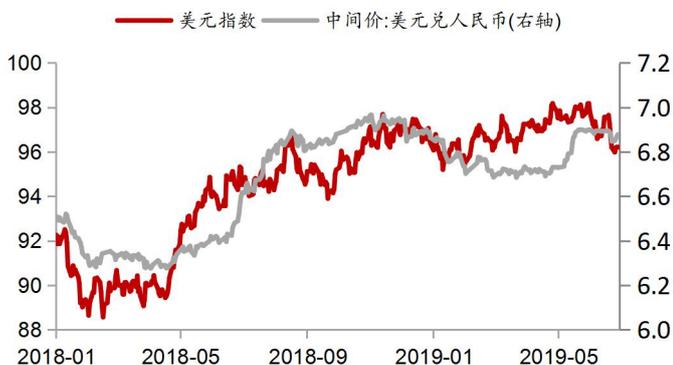
图表目录

图 1: 上轮美国征收关税期间美元指数升值约 10%.....	
图 2: 2025 年美国对全球征收关税以来, 美元指数持续回落.....	
图 3: 美元指数的长期走势取决于自身经济基本面相对于全球的走势.....	
图 4: 美欧短期利差同样影响美元指数的走势.....	
图 5: 美元指数的权重构成.....	
图 6: 根据测算, 当美国仅对单一国家加征关税时 (对中国加征 10% 的关税), 美国短期内受到的经济冲击更小.....	
图 7: 根据测算, 当美国对三个贸易对手同时加征关税时, 美国受到的经济冲击开始加大, 超过部分单一对手国.....	

2018 年中美大博弈期间，美国对华加征关税引起全球风险资产变动，受到避险情绪升温的影响，美推动美元指数逆势攀升逾 8%，而人民币汇率则承受显著贬值压力。然而本轮加征关税后，美元却并未延续历史轨迹和市场预期同步走强。为何同样的关税工具，却引发美元截然相反的走势？为了解开这个谜题，我们首先需要了解的是，美元走势究竟受哪些因素影响？

图 1：上轮美国征收关税期间美元指数升值约 10%

图 2：2025 年美国对全球征收关税以来，美元指数持续回落



资料来源：Wind，华宝证券研究创新部，时间区间为 2018 年 1 月 1 日至 2019 年 6 月 30 日



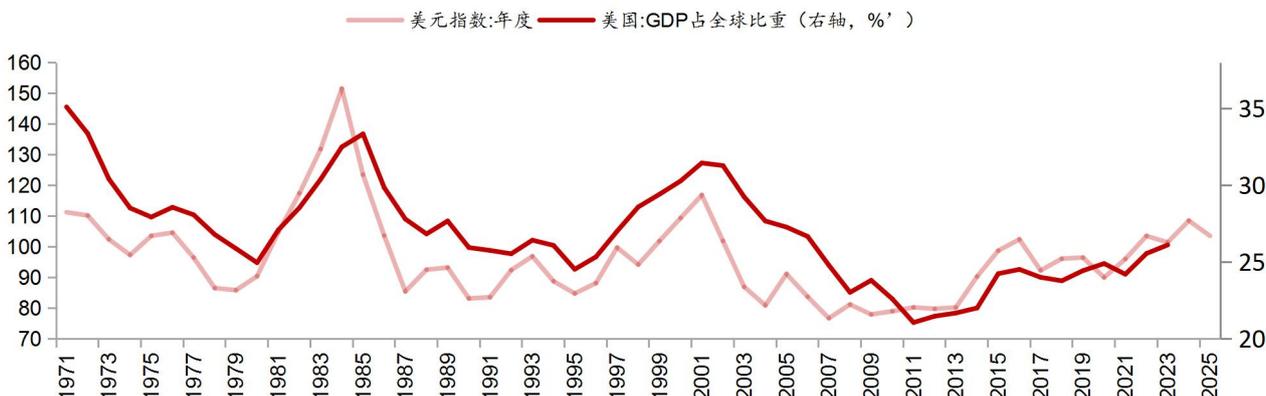
资料来源：Wind，华宝证券研究创新部，时间区间为 2025 年 1 月 1 日至 2025 年 4 月 8 日

1. 美元指数的主要驱动因素

美元指数（USD_X）由洲际交易所（ICE）发布，追踪美元对六种货币的加权汇率，权重固定。美元指数作为衡量美元汇率综合表现的核心指标，其本质是反映美元对一揽子主要货币（欧元 57.6%、日元 13.6%、英镑 11.9%等）的加权汇率波动，反映美元在国际外汇市场的相对强弱程度。该指数构建时依据各货币发行经济体与美国贸易往来的规模分配权重，形成多边汇率评估体系。

从定价逻辑看，美元指数的核心驱动源于美国与全球主要经济体的增长动能差异。当美国经济增速持续领先其他主要经济体时，其经济总量在全球占比的提升通常会推动美元指数上行，反映美元汇率走强；反之，若美国经济增长动能弱于世界平均水平，美元指数则倾向承压下行。这一机制本质上体现了市场对跨境资本流动方向的选择——资金更倾向于流向经济增长预期更强、资产回报率更高的经济体。

图 3：美元指数的长期走势取决于自身经济基本面相对于全球的走势

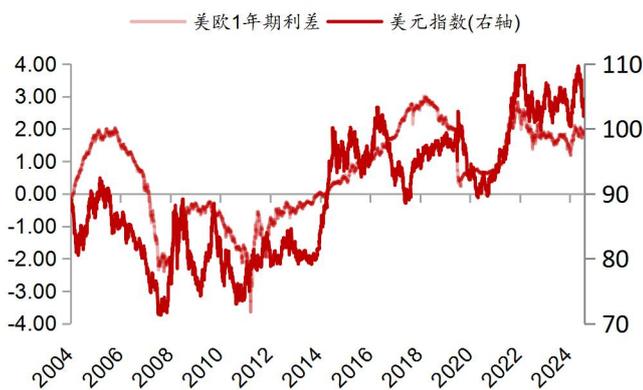


资料来源：Wind，华宝证券研究创新部，时间区间为 1971 年至 2025 年

美元指数的走势不仅受经济增速影响，更直接受到货币政策的牵引。特别值得注意的是，在美元指数的货币篮子里，欧元区相关货币权重合计高达 77.3%（其中欧元占 57.6%），这使美欧货币政策差异成为影响美元指数的核心变量。

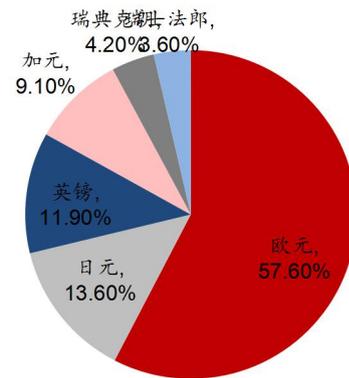
当美联储与欧洲央行的“利率剪刀差”增大时——即美国加息力度显著强于欧元区时，国际资本往往涌向收益率更高的美元资产。市场参与者常将 1 年期美债与欧元区公债的收益率差视为观测美元兑欧元强弱的指标——利差扩大时，美元往往获得升值动能；利差缩窄时，则可能触发美元回调。这是因为资本永远在追逐更高回报。当美元资产的收益率优势凸显，国际投资者便会用资金投票，推动美元指数上行；反之则引发资金外流，导致美元汇率承压。

图 4：美欧短期利差同样影响美元指数的走势



资料来源：Wind，华宝证券研究创新部，数据区间为 2024 年 1 月 1 日至 2025 年 4 月 3 日

图 5：美元指数的权重构成



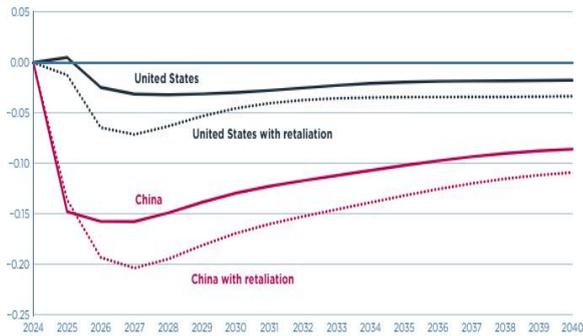
资料来源：东方财富网，华宝证券研究创新部

2. 本轮美元回落的原因

通过这两点，我们已经不难理解两次贸易战下美元表现为何大相径庭。主要原因就在于上轮美国关税政策主要针对单一国家，且加征幅度相对有限（10%-25%），对美国本土经济的直接冲击较小。而市场担忧中国经济放缓影响全球经济增速。同时消费维持强劲下，进口商品涨价预期使得美联储继续维持紧缩的货币政策，2018 年全年加息 4 次，美国与欧洲债券利差扩大，美元指数上升。

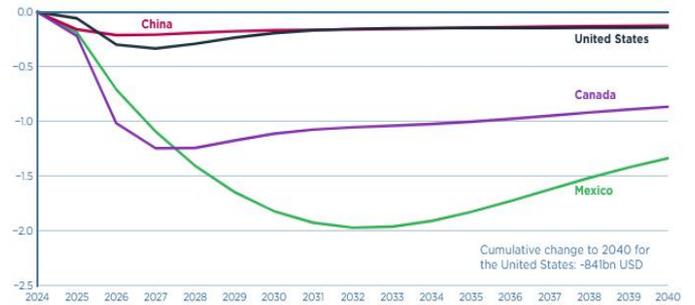
而本轮美国加征关税剑指全球，覆盖中国及全球 180 多个国家，同时幅度从 10%到 50%不等，打击广度和政策烈度均远超市场预期，导致经济冲击的逻辑发生逆转：一方面全球关税累积的负面效应直接冲击美国经济，另一方面美国与原先各个贸易对手之间替代贸易的可能性降低，从而导致美国经济本身遭受更大的损害。而美国经济走弱预期也促使投资者押注美联储将提前降息，美债对欧债的利差减小，美元指数震荡下行。

图 6: 根据 PIIE 测算, 当美国仅对单一国家加征关税时 (对中国加征 10% 的关税), 美国短期内受到的经济冲击更小



资料来源: PIIE, 华宝证券研究创新部

图 7: 根据 PIIE 测算, 当美国对三个贸易对手同时加征关税时, 美国受到的经济冲击开始加大, 超过部分单一对手国



资料来源: PIIE, 华宝证券研究创新部

当美国将关税政策推行至全球范围, 也同步动摇了其美元霸权体系的信用根基, “对等关税”政策引发了美国对自身经济前景的反噬以及资本的逆向流动, 正开始分解美元作为全球储备货币秩序的底层支撑。

3. 风险提示

经济修复不及预期的风险, 政策效果不及预期的风险, 地缘风险, 海外经济衰退风险, 外部政策不确定性风险。

分析师承诺

本人承诺，以勤勉的职业态度，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，结论不受任何第三方的授意或影响。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体建议或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

风险提示及免责声明

- ★ 华宝证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格。
- ★ 市场有风险，投资须谨慎。
- ★ 本报告所载的信息均来源于已公开信息，但本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。
- ★ 本报告所载的任何建议、意见及推测仅反映本公司于本报告发布当日的独立判断。本公司不保证本报告所载的信息于本报告发布后不会发生任何更新，也不保证本公司做出的任何建议、意见及推测不会发生变化。
- ★ 在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。投资者应自行决策，自担投资风险。
- ★ 本公司秉承公平原则对待投资者，但不排除本报告被他人非法转载、不当宣传、片面解读的可能，请投资者审慎识别、谨防上当受骗。
- ★ 本报告版权归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何组织或个人不得对本报告进行任何形式的发布、转载、复制。如合法引用、刊发，须注明本公司出处，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。
- ★ 本报告对基金产品的研究分析不应被视为对所述基金产品的评价结果，本报告对所述基金产品的客观数据展示不应被视为对其排名打分的依据。任何个人或机构不得将我方基金产品研究成果作为基金产品评价结果予以公开宣传或不当引用。

适当性申明

- ★ 根据证券投资者适当性管理有关法规，该研究报告仅适合专业机构投资者及与我司签订咨询服务协议的普通投资者，若您为非专业投资者及未与我司签订咨询服务协议的投资者，请勿阅读、转载本报告。