

摘要：复盘和总结特朗普1.0时期人民币汇率历史走势情况和经验，从而为当前或未来汇率走势提供参考框架。以及回顾特朗普1.0时期美国通胀的表现，从而探寻特朗普2.0时期，美国是否将经历从当前的“去通胀”态势向“再通胀”压力的转变，或者更进一步，步入“再通胀”阶段，进而对美联储的货币政策制定产生制约作用？

主要内容

## 复盘特朗普执政下的过与往

2024年12月19日

### 主要观点

一、观察可得，在中美贸易关系紧张时期的各个征税和磋商的关键时间点，美元兑人民币即期汇率往往倾向于上升。相反，当中美贸易关系出现缓和时，美元兑人民币即期汇率则表现出震荡格局或轻微下行的态势。**这一现象揭示了在特朗普的带领下，中美贸易关系对人民币汇率的影响之大，即紧张关系加剧时人民币倾向于走弱，而关系缓和时汇率则相对稳定或小幅变动。但需要注意的是，上述逻辑只有在国内基本面无法为人民币提供坚实支持时才成立，大多数情况下，中美贸易关系对人民币汇率的影响仅限于短期波动。**

二、审视特朗普首个任期内美元兑人民币即期汇率的整体走势情况，可以发现，美元兑人民币即期汇率并未展现出明显的趋势性上升或下降，而是伴随着显著的波动。这种波动与中美之间的贸易谈判进程密切相关：首先，中美贸易摩擦从爆发到最终协议的签订，通常经历了一个较长的周期，大约一至两年，期间市场预期的不断变化引发了持续性的出口抢跑行为。其次，贸易摩擦的不确定性和升级风险意味着不能对谈判结果过于乐观。最后，中美经贸关系的缓和、转折及最终确认的关键节点往往发生在两国元首的直接沟通之后，无

论是通过电话交谈还是面对面会晤。这表明，未来如果美国再次引发贸易争端，积极的信号可能需要在两国元首会晤后才能显现。

三、我们认为，在不考虑特朗普可能实施的关税、驱逐非法移民等政策变动的情况下，2025年美国通胀的整体趋势或将继续呈现放缓态势，但相较于2024年，通胀下降的速度可能会有所减缓。预计2025年美国CPI同比中枢降至约2.4%，核心CPI同比中枢可能降至3%左右。但若将政策变动纳入考量，尤其是关税和移民政策，2025年美国通胀下行的斜率会进一步放缓。尽管如此，特朗普重返政坛对2025年引发“再通胀”的风险仍然较低。在未来特朗普的第二个任期中，美国是否会出现“再通胀”现象，可能主要取决于特朗普在控制财政赤字方面的成效。

**风险点：**特朗普加征关税超预期、美联储降息不达预期、特朗普控制赤字兑现情况不及预期、地缘政治冲突升级

## 正文

---

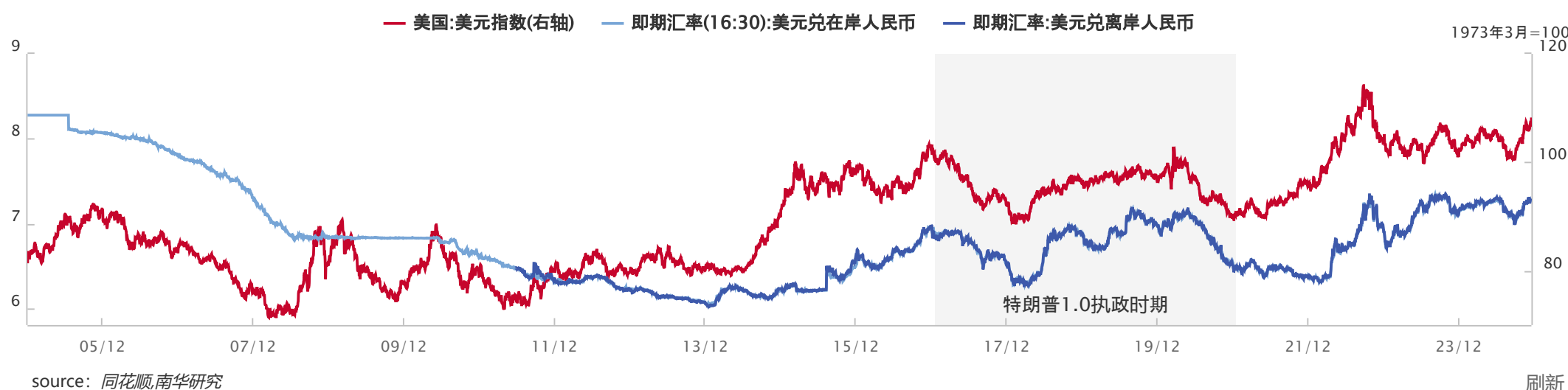
随着特朗普再次当选美国总统，中美经贸关系的不确定性加剧，使得市场对未来人民币汇率走势感到担忧。特别是本次特朗普不仅获得了摇摆州的胜利，还赢得了普选票，几乎可以说是“全面胜利”。并且在我们前期的文章《特朗普的明牌与暗牌》与《如何看待利率与汇率同时破位？》中，我们对特朗普2.0内阁班底进行了详细分析，可以看出全新的内阁班底给特朗普带来的是政策推进上的更少阻碍，且不排除推进速度和效率超过他第一任时期。以及年轻官员的大量涌现，预示着特朗普政府2.0时期的政策制定和执行将带来更多的不确定性。与此同时，整个班底在对华政策上依旧展现出强硬姿态，但目标并非直接对抗中国的政治体系，而是在特定的外交和经济领域内寻求一种更为微妙的利益平衡与战略调整，体现了特朗普政府在处理中美关系

时的复杂思维和多角度权衡。**因此，特朗普的强势归来将会给人民币汇率带来怎样的影响，是我们在展望2025年人民币汇率走势时必须厘清的问题。**考虑到中美贸易摩擦并非首次出现，因此在接下来可能面临的外部冲击下，我们将在下文中，复盘和总结特朗普1.0时期人民币汇率历史走势情况和经验，从而为当前或未来汇率走势提供参考框架。以及回顾特朗普1.0时期美国通胀的表现，从而探寻特朗普2.0时期，美国是否将经历从当前的“去通胀”态势向“再通胀”压力的转变，或者更进一步，步入“再通胀”阶段，进而对美联储的货币政策制定产生制约作用？

鉴于中美贸易争端的事件频发且种类繁多，若详尽叙述每一项细节，将不利于对整体时间线的清晰把握。因此，我们将从2017年8月18日启动的“301调查”作为贸易争端的起始点，重点围绕加征关税和经贸磋商这两个最具代表性的事件，作为分析贸易争端发展的主要线索。通过考察征税和磋商的时间节点、发生的频率以及税率的变化等关键事件，观察中美关系在争端中的紧张与缓和程度。最终，以2020年1月中美签署的第一阶段经贸协议作为争端的一个阶段性终点，对整个贸易争端的演进过程进行系统的梳理和展示。



图：特朗普1.0执政期间美元指数与美元兑人民币即期汇率走势图



## 一、从特朗普1.0执政下的汇率表现说起

在全球化背景下，中美两国的经济交流日益密切，随之而来的是双方贸易争端的逐渐增多。2017年特朗普政府的上台，标志着美国贸易政策的转变，其倡导的“美国优先”原则导致国内贸易保护主义情绪的复苏。在此政策导向下，美国政府以中美贸易逆差为由，对中国出口商品实施了一系列关税制裁，且这些制裁的规模和范围有持续扩张的趋势，导致中美贸易争端不断加剧。从2017年至2021年，中美两国关系的总体特征可以概括为“竞争”。在这一时期，几个关键事件凸显了两国关系的这一特点：首先是中美贸易战的爆发，其次是美国提出的“印太战略”，以及在新冠疫情全球大流行背景下，中美两国在合作与分歧上的明显表现。具体来看，在特朗普1.0执政时期，中美关系经历了显著的波动与变化。按照时间顺序，可以将特朗普第一任任期内的中美关系划分为三个阶段：执政初期（2017-2018年）、执政中期（2018-2020年）以及执政末期（2020-2021年）。在这一时期内，与以往相比，中美两国在双边关系中出现了更多的分歧，面临层出不穷的挑战。然而，通过中美之间的对话机制和谈判沟通，依然可以观察到两国之间相互依赖的关系并未完全断裂。

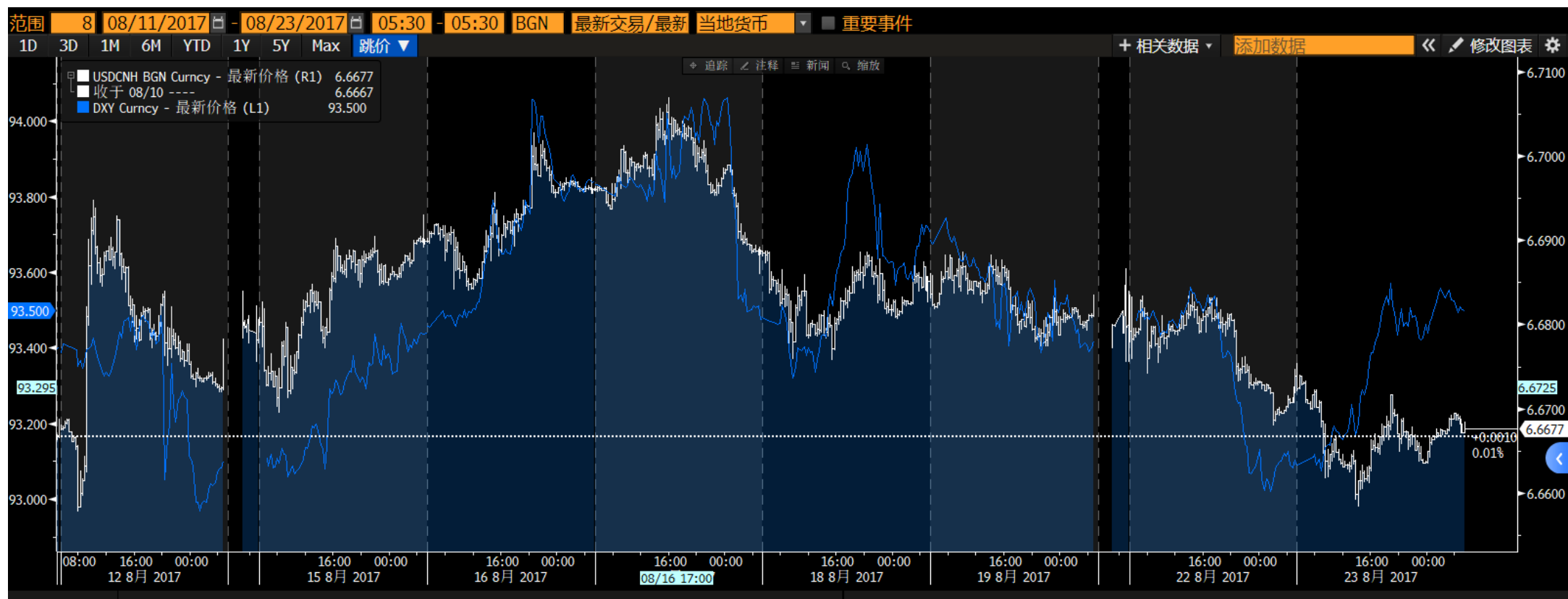
### 1.1 执政初期（2017-2018年）：2017年8月14日中美贸易摩擦的起源

2017年底至2018年年初，中美关系呈现出一种既“确定”又“不确定”的复杂性。特朗普作为企业家背景的总统，其上任为美国政治及政策带来了显著的“不确定性”，这也是我们之前在《初探美国大选》、《再探美国大选》中所解释的市场对特朗普情有独钟的原因，即市场为何存在特朗普交易，而不是拜登交易等等。这种不确定性主要体现在特朗普以商业逻辑参与政府决策，其对现实利益的重视和个人“随意”的性格特征，成为影响后续政策连贯性的重要因素。在这一时期，尽管特朗普政府在外交政策上未表现出明显的对华强硬立场，但特朗普个人在多个社交场合中所表达的观点却显示出与众不同。**特朗普带来的中美贸易摩擦起源可以追溯到2017年8月14日，当时美国总统特朗普签署行政备忘录，授权美国贸易代表莱特希泽对中国开展“301调查”。**8月18日，美国贸易代表办公室（Office of the United States Trade Representative，以下简称“USTR”）按照《1974年贸易法》的301条款对中国启动了301调查。在上述两个关键时点内，我们看到了美元兑人民币即期汇率走势表现为应声上行，但并未表现出持续性上行压力。究其原因，2017年，在国内政策环境总体收紧的背景下，中国经济展现出较强的抗压能力。

图：2017年8月14日及18日，美元兑人民币即期汇率应声上行

---

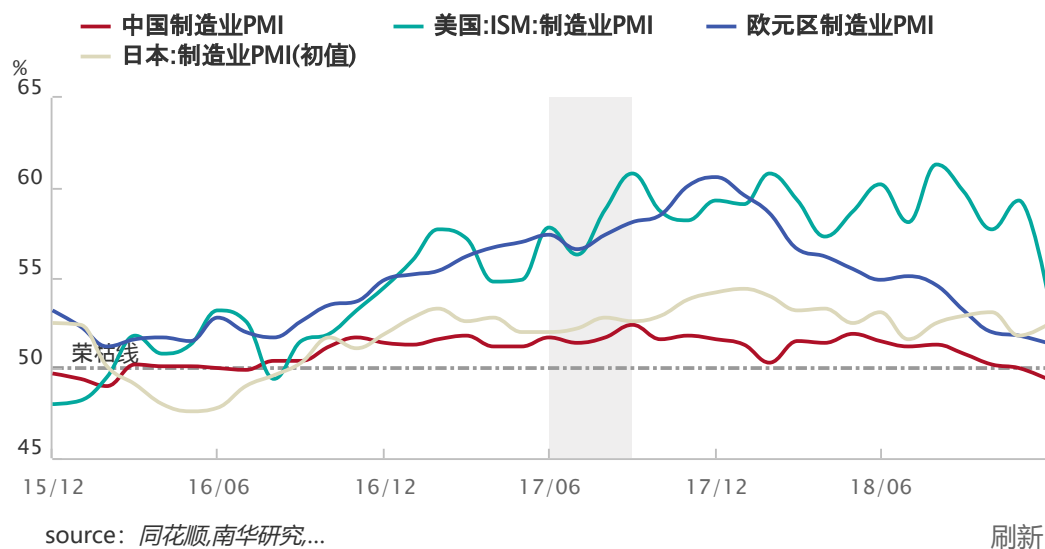




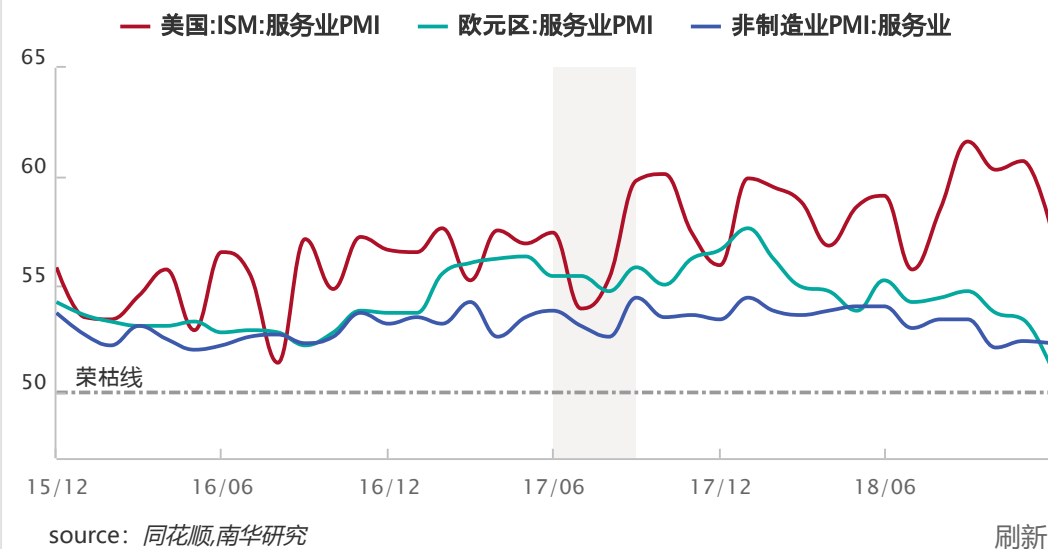
source: Bloomberg, 南华研究

具体来看，彼时的中国经济处于2006年以来的第4轮经济周期。虽然仍在"底部徘徊"阶段，且与海外其他主要国家经济体表现相比仍有一定的差距。但归功于全球贸易复苏带动中国出口超预期，继而成为经济增长的一个主要韧性，使得经济韧性超预期。从经济增长的趋势来看，呈现稳步回升态势，且效益改善迹象较为明显。

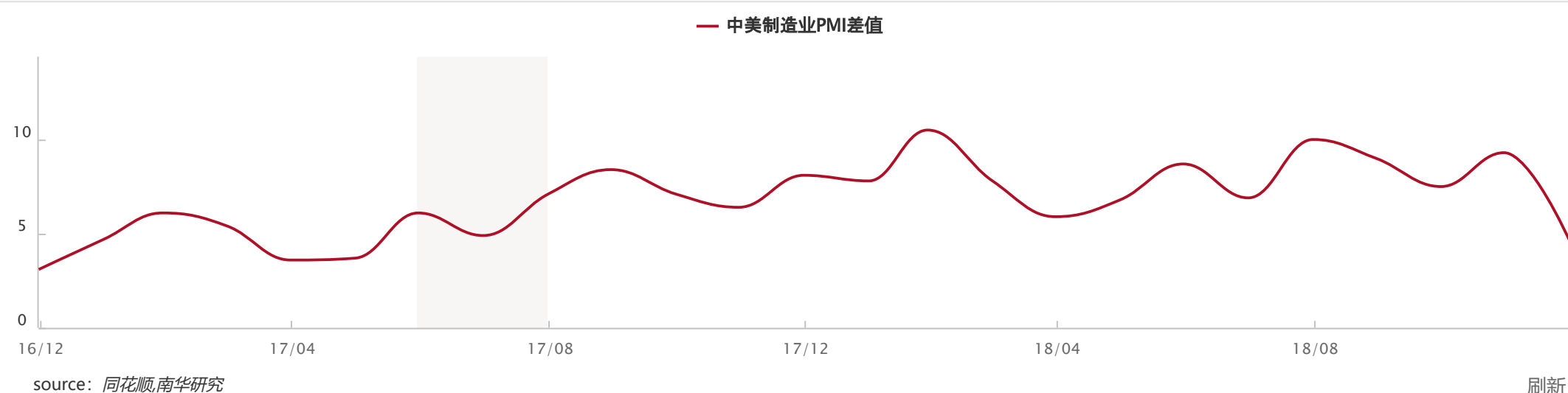
图：各主要国家制造业PMI对比图



图：各主要国家服务业PMI对比图

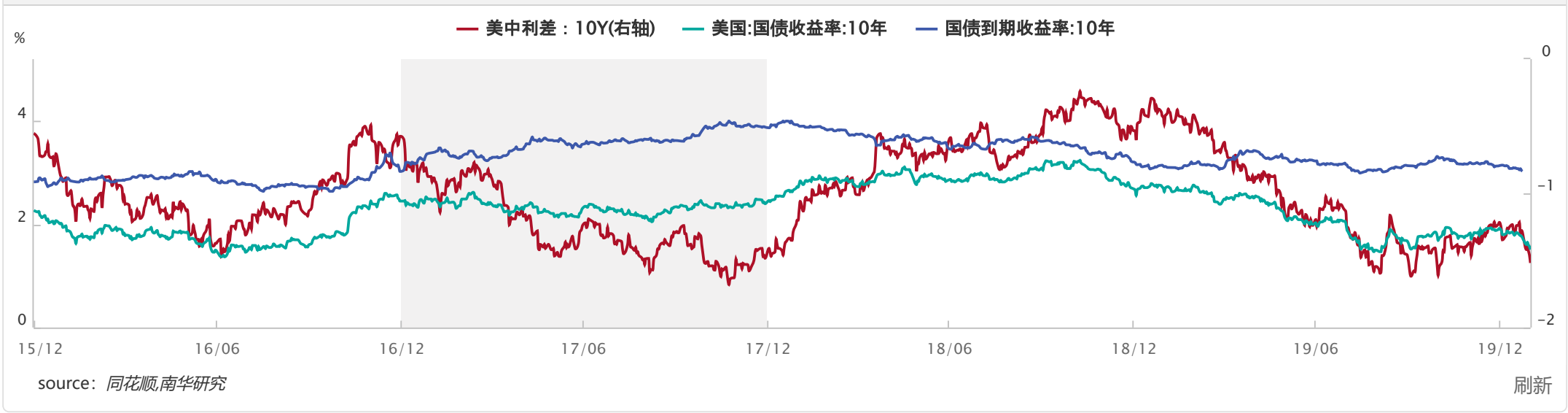


图：中美制造业PMI之差



与此同时，出于经济“托底”和避免金融市场大波动的目的，我国央行对国内信贷和货币增长将以“平稳”为主，货币环境的整体格局是“稳中趋紧”。

图：2017年，10年期美中利差呈现下行状态



表：特朗普执政初期，中美贸易时间线梳理

| 时间    | 事件   | 事件性质划分 | 美元兑人民币即期汇率表现 |
|-------|--|--------|--------------|
| 2017年 |  |        |              |
| 8月14  | 美国总统特朗普签署行政备忘录，授权美国贸易代表莱特希泽对中国开展“301调查”。   | 导火线    | 微幅上行         |
| 8月18日 | 美国贸易代表办公室（Office of the United States Trade Representative，以下简称“USTR”）按照《1974年贸易法》的301条款对中国启动了301调查。 | 正式开启   | 短暂上行         |

source: 公开资料整理、南华研究

刷新

1.2 执政中期（2018-2020年）：2018年3月22日中美贸易摩擦的爆发点

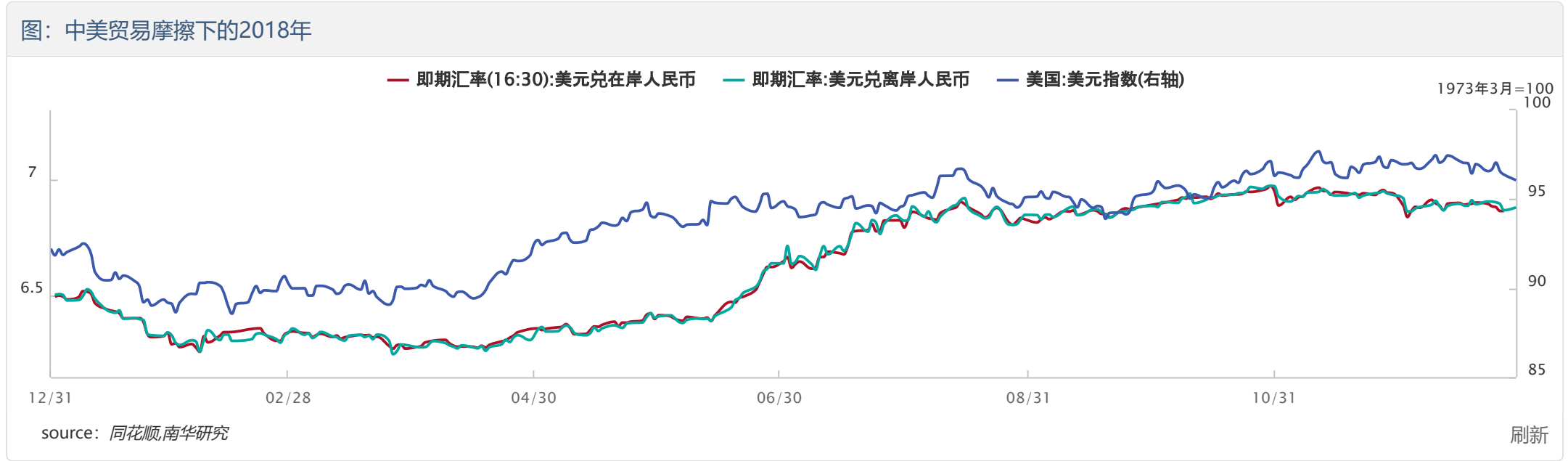
在2018年，中美经贸关系相较于前一年经历了更多的不确定性，双方都对对方的关税进行加征。先是美国单方面对多种产品进行制裁，以制约中国经济，而中国也积极应对美国制裁，采取了相应的措施。具体来看，3月8日，特朗普发布了一项公告，宣称进口的钢铁及铝产品对美国的国家安全构成了威胁。基于此，他决定依据美国《1962年贸易扩展法》第232条款，3月23日起对中国进口的钢铁和铝产品实施全面的关税措施，其中钢铁产品的税率为25%，铝产品的税率为10%。3月22日，USTR发布了《根据〈1974年贸易法〉第301节对中国有关技术转让、知识产权及创新的法令、政策和做法的调查结果》，认定中国实施的一系列法令、政策和做法不公平、不合理或具有歧视性，并对美国的商业构成负担或限制，成为了贸易摩擦的爆发点。特朗普根据“301调查”结果，采取了行政措施，对源自中国的商品实施了广泛的关税征收，并对中国企业在美国



的投资和并购活动施加了限制。具体来看，特朗普宣布对大约600亿美元的中国输美产品征收额外25%的关税。随着中美贸易争端的持续升级，中国政府在保持审慎和克制的同时，实施了合理的反制措施，包括针对性地提高关税。尽管如此，中国政府始终强调通过对话和协商来解决双方之间的问题。4月4日，USTR基于对华301条款调查的结果，公布了一份针对中国进口产品的惩罚性关税清单。该清单涵盖了价值约500亿美元的1300项独立关税项目，对这些项目征收了高达25%的关税，并宣布于7月6日开始实施。4月16日，美国商务部宣布了对中国企业中兴通讯的禁令，此举标志着中美贸易争端似乎进入了全面对抗的阶段。5月3日至4日，美国总统特使、财政部长姆努钦率美方代表团访华。中共中央政治局委员、国务院副总理刘鹤与美方代表团就共同关心的中美经贸问题交换意见。5月15日至19日，刘鹤访问美国，与由姆努钦领导的美国经贸代表团就双边经济和贸易议题继续进行深入讨论。在此轮磋商中，中美双方发表了联合声明，达成了避免贸易冲突升级的共识，并同意停止进一步加征关税的行动。5月29日，白宫宣布仍将对中国进口的价值500亿美元的商品征收25%的关税。6月2日至3日，刘鹤带领中方团队与美国商务部长罗斯带领的美方团队在北京钓鱼台国宾馆就两国经贸问题进行磋商，双方没有发表联合声明。6月15日，美国政府宣布将对从中国进口的约500亿美元商品加征25%的关税，其中对约340亿美元商品自今年7月6日起实施加征关税措施。6月16日，经国务院批准，国务院关税税则委员会发布公告决定，对原产于美国的约500亿美元进口商品加征25%的关税，其中对农产品、汽车、水产品等约340亿美元商品自今年7月6日起实施加征关税。7月6日，特朗普政府正式启动了对价值340亿美元的中国出口至美国的商品征收额外25%关税的措施，这些商品主要涵盖了818个项目，集中于航空航天、信息技术以及汽车零部件等高科技领域。中方同样将关税落地。8月1日，美国政府宣布计划将对中国2000亿美元出口商品的关税税率从10%提升至25%。对此，在8月3日，中国国务院关税税则委员会也宣布了反制措施，计划对原产于美国的价值约600亿美元的商品实施四档不同比例的加征关税。随后，在8月8日，美国宣布对第一轮500亿美元中国商品中尚未被加征关税的剩余部分（约160亿美元）也征收25%的关税，该措施于8月23日生效。中国政府对外宣布，将对剩余的160亿美元美国商品征收额外25%的关税，该政

策定于8月23日起正式实施。8月23日，中美双方对160亿美元的商品加征25%关税。进一步地在9月18日，USTR宣布，自2018年9月24日起对原产于中国的约2000亿美元商品加征10%的关税，并计划在2019年1月1日将这一税率提高至25%。中国以其人之道还之其人之身，为维护自身的权益也提高了美国出口的税率。9月24日，中美两国的关税措施正式生效，其中美国对价值2000亿美元的中国商品征收了10%的关税。中国对价值600亿美元的美国商品实施了5%至10%的关税反制措施。到了12月，中美两国领导人在布宜诺斯艾利斯进行了会晤，并达成共识，同意在未来90天内努力达成协议，这标志着中美贸易战暂时性的“停火”。

观察可得，在中美贸易关系紧张时期的各个征税和磋商的关键时间点，美元兑人民币即期汇率往往倾向于上升。相反，当中美贸易关系出现缓和时，美元兑人民币即期汇率则表现出震荡格局或轻微下行的态势。这一现象揭示了中美贸易关系的演变情况对2018年人民币汇率市场的影响之大，即紧张关系加剧时，美元相对于人民币倾向于走强，而关系缓和时汇率则相对稳定或小幅变动。



表：特朗普执政中期，中美贸易时间线梳理（2018年）

| 时间        | 事件  | 事件性质划分                      | 美元兑人民币即期汇率表现 |
|-----------|---|-----------------------------|--------------|
| 2018年     |   |                             |              |
| 3月8日      | 特朗普发布公告，将对中国进口的钢铁和铝产品分别征收25%和10%的关税。  | 第一轮关税（加征通知；未落实）             | 上行           |
| 3月22日     | USTR发布“301调查”结果，认定中国实施的一系列法令、政策和做法不公平、不合理或具有歧视性，并对美国的商业构成负担或限制。特朗普根据结果，宣布将对大约600亿美元的中国输美产品征收额外25%的关税。             | 爆发点                         | 上行           |
| 4月4日      | USTR基于“301调查”结果，公布对中国进口产品惩罚性关税清单。涉及500亿美元，1300项单独关税项目，对这些项目征收25%的关税。  | 第一轮关税（加征通知；未落实）             | 上行后又有所回落     |
| 5月3日-4日   | 姆努钦率美方代表团访华，刘鹤与美方代表团就共同关心的中美经贸问题交换意见。   | 第一轮磋商                       | 上行后又有所回落     |
| 5月15日-19日 | 刘鹤访问美国，与由姆努钦领导的美国经贸代表团就双边经济和贸易议题继续进行深入讨论。在此轮磋商中，中美双方发表了联合声明，达成了避免贸易冲突升级的共识，并同意停止进一步加征关税的行动。                       | 第二轮磋商                       | 先上行后震荡       |
| 5月29日     | 白宫宣布仍将对中国进口的价值500亿美元的商品征收25%的关税。  | 第一轮关税（加征通知；未落实）             | 上行           |
| 6月2日至3日   | 刘鹤带领中方团队与美国商务部长罗斯带领的美方团队在北京钓鱼台国宾馆就两国经贸问题进行磋商，双方没有发表联合声明。  | 第三轮磋商                       | 有所回落         |
| 6月15日     | 美国政府宣布将对从中国进口的约500亿美元商品加征25%的关税，其中对约340亿美元商品自今年7月6日起实施加征关税措施。   | 第一轮关税（加征通知；未落实）             | 上行           |
| 6月16日     | 经国务院批准，国务院关税税则委员会发布公告决定，对原产于美国的约500亿美元进口商品加征25%的关税，其中对农产品、汽车、水产品等约340亿美元商品自今年7月6日起实施加征关税。                         | 第一轮关税（中方回应）                 | 震荡           |
| 7月6日      | 特朗普政府正式启动了对价值340亿美元的中国出口至美国的商品征收额外25%关税的措施，这些商品主要涵盖了818个项目，集中于航空航天、信息技术以及汽车零部件等高科技领域。中方同样将关税落地。                   | 第一轮关税（落实，且中方同样回应落实）         | 震荡           |
| 8月1日      | 美国政府宣布计划将对中国2000亿美元出口商品的关税税率从10%提升至25%。   | 第二轮关税（加征通知；未落实）             | 震荡           |
| 8月3日      | 中国国务院关税税则委员会也宣布了反制措施，计划对原产于美国的价值约600亿美元的商品实施四档不同比例的加征关税。  | 第二轮关税（中方回应）                 | 震荡           |
| 8月8日      | 美国宣布对第一轮500亿美元中国商品中尚未被加征关税的剩余部分（约160亿美元）也征收25%的关税，该措施于8月23日生效。中国政府对外宣布，将对剩余的160亿美元美国商品征收额外25%的关税，该政策定于8月23日起正式实施。 | 第一轮关税（加征通知，未落实，且中方同样回应，未落实） | 震荡           |
| 8月23日     | 中美双方对160亿美元的商品加征25%关税。  | 第一轮关税（落实，且中方同样落实）           | 上行           |
| 9月18日     | USTR宣布，自2018年9月24日起对原产于中国的约2000亿美元商品加征10%的关税，并计划在2019年1月1日将这一税率提高至25%。中国以其人之道还之其人之身，为维护自身的权益也提高了美国出口的税率。          | 第二轮关税（加征通知，未落实，且中方同样回应，未落实） | 震荡           |
| 9月24日     | 中美两国的关税措施正式生效，其中美国对价值2000亿美元的中国商品征收了10%的关税。中国对价值600亿美元的美国商品实施了5%至10%的关税反制措施。中国对价值600亿美元的美国商品实施了5%至10%的关税反制措施。     | 第二轮关税（落实，且中方同样回应落实）         | 微幅上行         |
| 12月       | 中美两国领导人在布宜诺斯艾利斯进行了会晤，并达成共识，同意在未来90天内努力达成协议，这标志着中美贸易战暂时性的“停火”。   | 局势缓和                        | 下行           |

source：公开资料整理、南华研究

根据我国公平贸易局解释，所谓的“301调查”是指“美国《1974年贸易改革法》第301节授权美国贸易代表（USTR）及总统应申诉或自行决定就外国政府不合理或不公正的贸易做法进行调查，并采取制裁措施，

301调查由此得名。该法历经多次修改，最近一次修改为《1988年综合贸易与竞争法》。” 301条款细分为三种类型：

一般301条款：针对外国政府的不公平或不合理贸易行为。

特别301条款：针对外国政府在知识产权保护方面的不足。

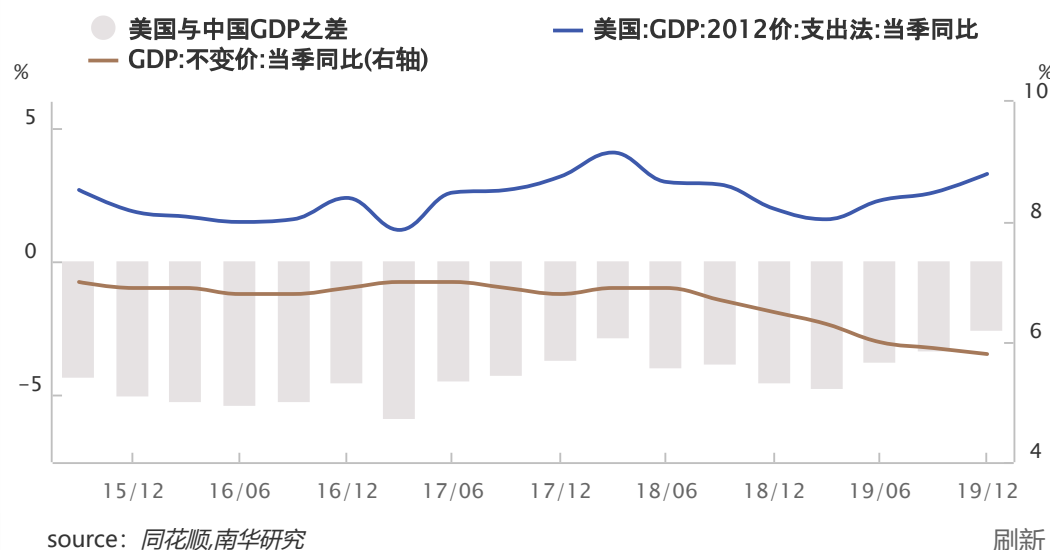
超级301条款：针对特定国家的不公平或不合理贸易行为，这一条款需要立法机关的特别授权，且只在特定时期内有效。

在启动301条款调查后，美国贸易代表需与相关国家进行双边协商，要求其改正不公平或不合理的贸易做法；若协商未能达成一致，则美国可能采取报复性措施。这些措施可能包括对从中国进口的商品加征关税，旨在解决技术转让、知识产权和创新等领域的问题。根据有关法律规定，美国贸易代表发起301调查后，应与被调查国政府进行双边磋商，要求被调查国政府取消有关不合理或不公正的贸易做法；如无法达成协议，可对被调查国实施报复措施。如调查事项不涉及贸易协议，美国贸易代表应在12个月内结束磋商，并做出是否采取贸易制裁的决定；如调查事项涉及某一贸易协定，在部分特定条件下，美国贸易代表应立即请求进入该协定规定的争端解决程序。

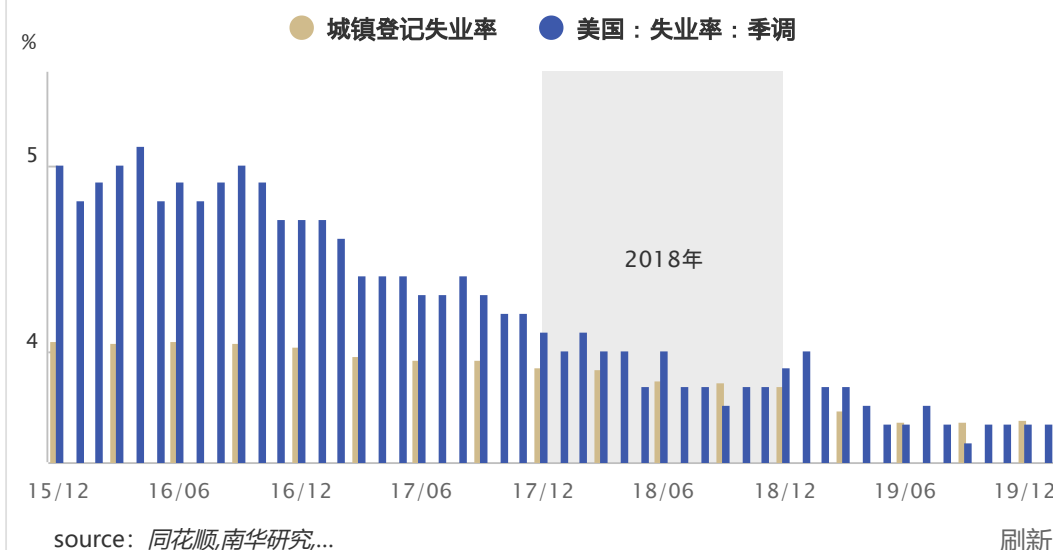
对于中美贸易关系的演绎情况成为影响美元兑人民币即期汇率走势的重要因素，我们认为与2018年当时汇率运行的背景有关，即人民币的背后并没有强大的内部基本面因素支撑，这是与2017年不同之处，这一点我们同样可以在2019年的美元兑人民币即期汇率走势中得以印证。具体来看：

一、中美之间的经济增长趋势存在差异。通过对比2018年中美两国GDP的季度同比增长率，尽管中国的经济增长速度在绝对值上超过美国，但中国经济增速的持续下降与美国经济增速的微幅上行形成了对比。失业率方面，第一季度中美两国失业率均有所改善，但在第二和第三季度，美国的失业率整体下降，而中国的失业率则呈现上升趋势。与此同时，中美贸易摩擦的加剧导致PMI新出口订单指数在6月跌破荣枯线，并持续下降。

图：美国与中国GDP增速对比

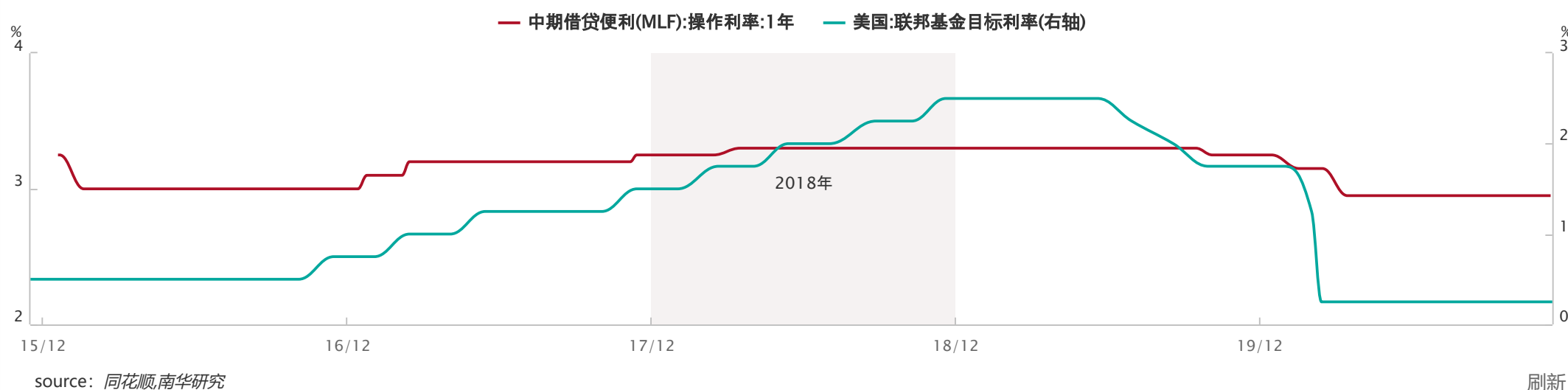


图：2018年中美失业率情况对比



二、中美两国的货币政策也表现出一定差异。受各自经济基本面变化的影响，从2018年第二季度开始，中美货币政策呈现出明显对比。美国处于加息周期，而中国央行自2018年第二季度起已三次降低存款准备金率，并加大了公开市场操作的流动性投放。这一政策差异导致短期货币市场和长期债券市场中美利差在2018年均出现显著缩小。

图：2018年中美政策对比





图：2018年10年期中美利差走势对比



图：2018年10年期中美利差情况



表：2018年中国央行降准情况

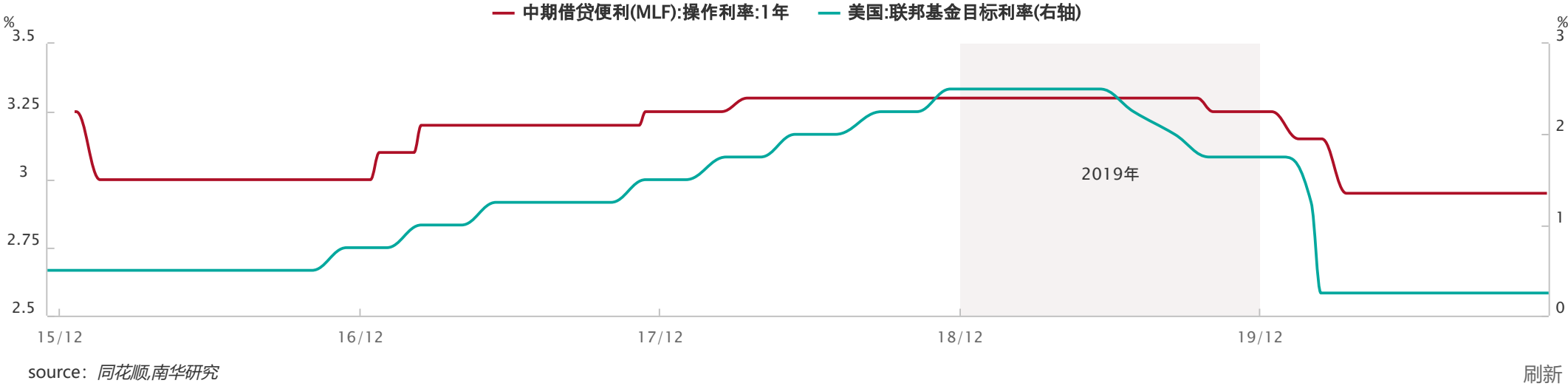
| 时间          | 降准幅度（基点） | 释放资金（亿元） | 性质   |
|-------------|----------|----------|------|
| 2018年4月25日  | 100      | 13000    | 全面降准 |
| 2018年7月5日   | 50       | 7000     | 定向降准 |
| 2018年10月15日 | 100      | 12000    | 全面降准 |

source: 网络资料整理、南华研究

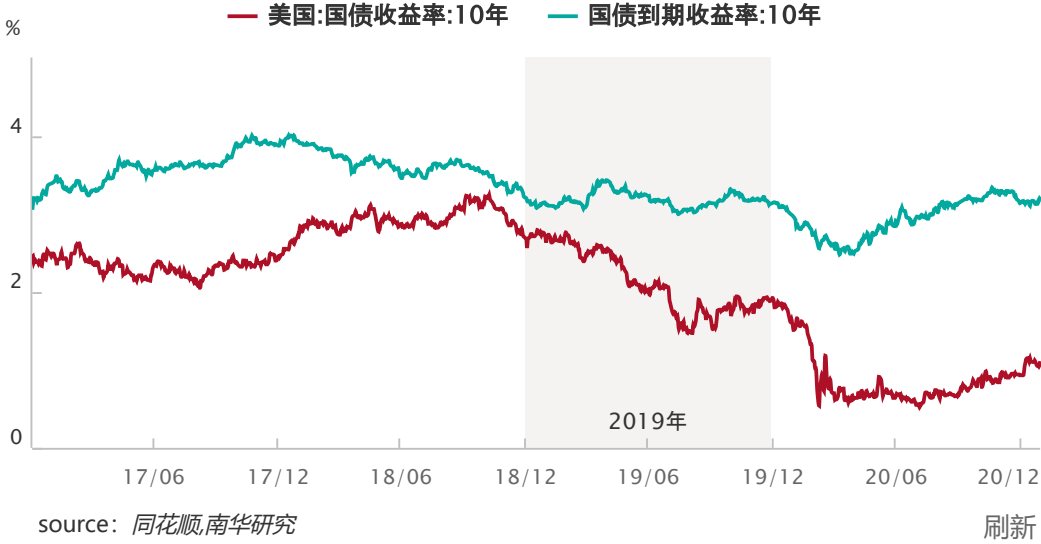
刷新

回顾2019年，人民币汇率与基本面之间出现了脱节现象。尽管人民币受到中美利差扩大和外资流入等积极因素的支持，中国的国际收支状况也相对均衡，但贸易风险的加剧掩盖了这些基本面因素。当然我们不可否认的是，2019年的国内经济仍面临着一定的下行压力，央行也多次采取降准降息等政策改善实体融资。与此对比的是，当时美国的各项经济指标较为稳健，但美联储为应对经济扰动以及未达目标的通胀率，开始采取“预防式”降息。

图：2019年中美政策对比



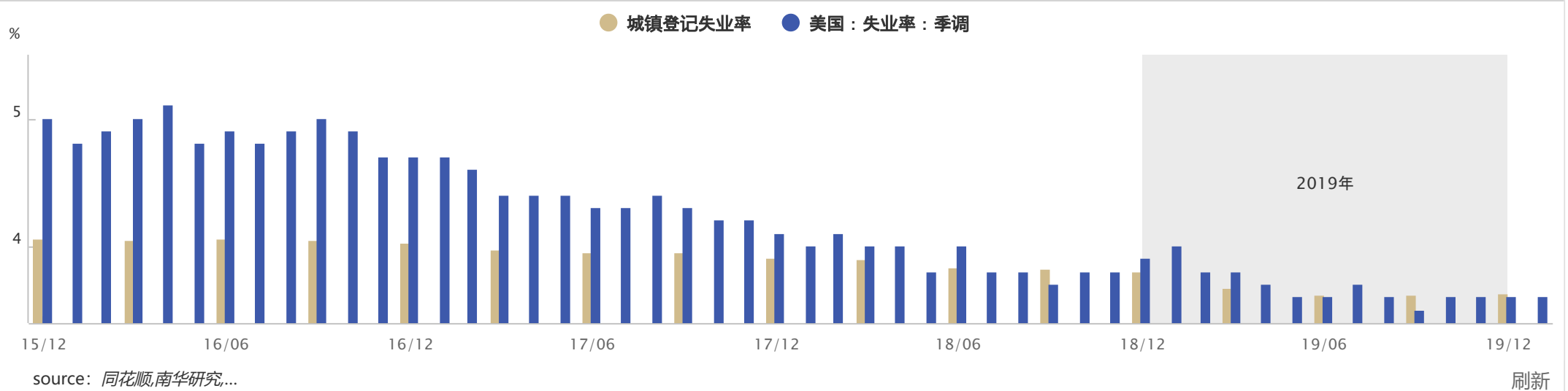
图：2019年10年期中美利差走势对比



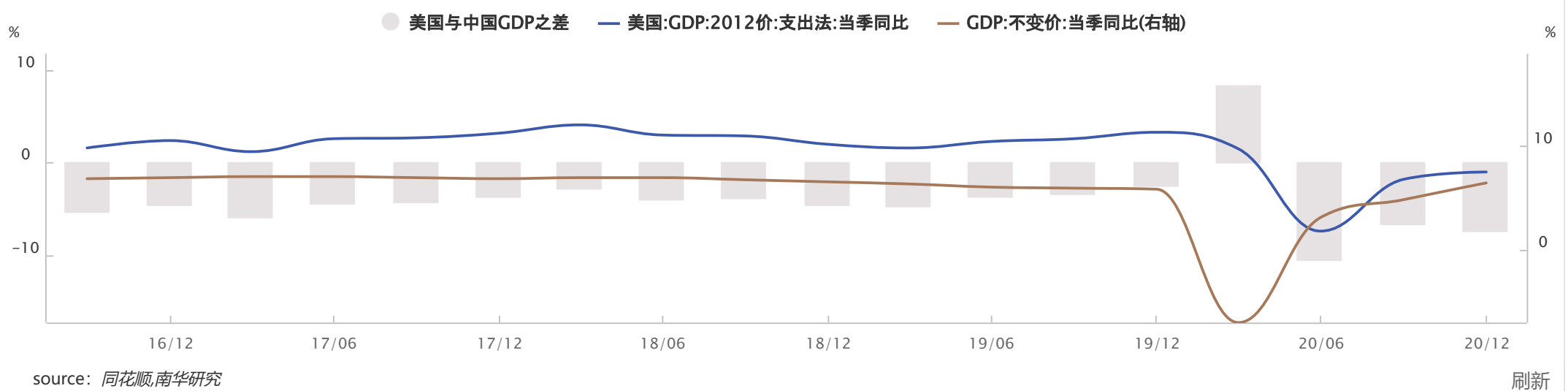
图：2019年10年期中美利差情况



图：2019年中美失业率情况对比



图：美国与中国GDP增速对比（2019年）



与2018年人民币汇率走势相似，2019年中美贸易谈判的进展继续主导人民币汇率的波动，尤其是在短期内出现的大幅波动。例如，5月和8月的急剧上涨主要是由于中美贸易战的升级，特别是美国突然提高对中国商品的关税水平。而在12月中旬，人民币汇率的跳空下跌则是受到中美双方达成第一阶段贸易协议的消息影响。具体来看：

从2019年1月至2月底，受2018年底阿根廷G20会议期间中美暂停加征关税并重启磋商，以及中国一季度经济强劲增长等利好因素的推动，美元兑人民币即期汇率显著下跌。1月7日，中美双方在北京进行了副部级的经

贸问题磋商，美方代表团由农业部、商务部、能源部和财政部的副部长及高级官员组成。随后，1月30日至31日，中国国务院副总理刘鹤率领的中方团队与美国贸易代表莱特希泽及团队在华盛顿进行了经贸磋商。从2月底到4月下旬，随着接连的磋商进行展开，美元兑人民币即期汇率进入了盘整阶段。2月14日至15日，刘鹤副总理与美方的莱特希泽和财政部长姆努钦在北京举行了第六轮高级别经贸磋商。紧接着，2月21日至22日，双方在华盛顿进行了第七轮高级别经贸磋商。3月5日，美国贸易代表办公室宣布推迟对中国2000亿美元商品加征关税的计划，具体时间待定。3月28日，刘鹤副总理与莱特希泽和姆努钦在北京继续进行高级别磋商。4月3日至5日，刘鹤副总理与美方代表在华盛顿共同主持了第九轮高级别磋商。4月30日至5月1日，双方在北京举行了第十轮高级别经贸磋商。5月9日，美国政府宣布自5月10日起将对中国2000亿美元商品加征的关税税率从10%提升至25%。5月10日，美国海关和边境保护局开始对中国输美的2000亿美元商品征收25%的关税，同日，刘鹤副总理抵达华盛顿继续经贸磋商。5月13日，USTR发布公告，将就约3000亿美元中国商品加征25%关税征求意见并举行公开听证会，USTR还在附件中公布了一份涵盖3805种产品。5月底至7月底，在央行进行中间价逆周期调控、G20会议期间贸易紧张情绪缓和以及美联储货币政策转向的背景下，人民币空头回补现象出现，导致美元兑人民币即期汇率从6.92以上迅速下滑。在6月29日的大阪G20会议上，中美双方传递了乐观信号，领导人同意在平等和相互尊重的基础上重启经贸磋商。美国政府在7月9日宣布减免110项中国输美商品的关税，而中国商务部在11日的新闻发布会上表示已建立相应的关税豁免机制，短期内经贸摩擦有所缓和。7月30日至31日，中国国务院副总理刘鹤与美国贸易代表莱特希泽及财政部长姆努钦在上海进行了高级别经贸磋商。8月1日，特朗普通过社交媒体表示，美国将从9月1日起对从中国进口的3000亿美元商品加征10%的关税。此前，对2500亿美元中国输美商品加征25%的关税已经实施，新的关税措施将覆盖所有剩余的中国输美商品。然而，从8月初到9月底，受特朗普宣布对3000亿美元中国输美商品加征10%关税以及美国将中国标记为“汇率操纵国”等负面因素影响，美元兑人民币即期汇率从6.88震荡上升至

7.15。8月6日，美国财政部正式宣布将中国列为汇率操纵国。8月13日，USTR发布公告，对原计划3000亿美元进口自中国的产品加征清单进行了调整，其中部分产品推迟至2019年12月15日加征，另外基于国民健康、国家安全和其他因素的考虑，部分产品从3000亿美元加征10%关税清单中剔除。8月23日，中国宣布对价值750亿美元的美国商品加征5%至10%的关税。8月24日，特朗普通过社交媒体宣布，从10月1日起，对目前按25%税率加征关税的2500亿美元中国输美商品的加征税率上调至30%，而之前从9月1日起按10%税率加征关税的3000亿美元中国输美商品的加征税率上调至15%。8月30日，USTR在联邦公报上正式发布通知，自美国东部时间9月1日凌晨12时01分起，对清单中的1250亿美元中国输美商品加征的关税在原有10%的基础上提高至15%。9月1日，美国对约1250亿美元中国输美商品加征15%的关税正式生效；同日，中国对美国约750亿美元输中商品加征5%至10%的关税也开始生效。9月2日，USTR在联邦公报上发布通知，就2019年10月1日将要生效的对约2500亿美元中国输美商品加征关税税率由25%上调至30%的行动向公众征集意见。9月12日，特朗普宣布推迟对2500亿美元商品加征关税至10月15日。在10月初至12月末期间，中美进行了第十三轮贸易磋商，双方互释善意并宣布达成第一阶段协议，美元兑人民币即期汇率则从7.15下跌至6.96。10月10日至11日，中国国务院副总理刘鹤与美国贸易代表莱特希泽、财政部长姆努钦在华盛顿举行中美经贸高级别磋商。磋商后，美国总统特朗普表示，美国与中国达成了“实质性第一阶段协议”。10月11日，美国财政部长姆努钦宣布，白宫暂停对价值2500亿美元中国商品的关税从25%提高到30%的计划，这批关税原定于10月15日生效。12月13日，中美双方宣布达成第一阶段经贸协议，该协议文本包含九个章节，涉及知识产权、技术转让、食品和农产品、金融服务等多个领域。同时，双方同意美方将分阶段取消对华产品加征的关税，实现关税由升到降的转变。USTR宣布拟将对约1200亿美元中国商品加征的关税下调至7.5%，并保持对约2500亿美元中国商品加征的25%关税。

表：特朗普执政中期，中美贸易时间线梳理（2019年）



| 时间         | 事件   | 事件性质划分           | 美元兑人民币即期汇率表现 |
|------------|--|------------------|--------------|
| 2019年      |  |                  |              |
| 1月7日       | 中美双方在北京进行了副部级的经贸问题磋商，美方代表团由农业部、商务部、能源部和财政部的副部长及高级官员组成。   | 第四轮磋商            | 上行           |
| 1月30日至31日  | 中国国务院副总理刘鹤率领的中方团队与美国贸易代表莱特希泽及团队在华盛顿进行了经贸磋商。  | 第五轮磋商            | 下行           |
| 2月14日至15日  | 刘鹤副总理与美方的莱特希泽和财政部长姆努钦在北京举行了高级别经贸磋商。  | 第六轮磋商            | 下行           |
| 2月21日至22日  | 中美双方在华盛顿进行高级别经贸磋商。   | 第七轮磋商            | 震荡           |
| 3月5日       | 美国贸易代表办公室宣布推迟对中国2000亿美元商品加征关税的计划，具体时间待定。   | 第二轮关税（推迟，阶段性缓和）  | 下行           |
| 3月28日      | 刘鹤副总理与莱特希泽和姆努钦在北京继续进行高级别磋商   | 第八轮磋商            | 震荡           |
| 4月3日至5日    | 中共中央政治局委员、国务院副总理、中美全面经济对话中方牵头人刘鹤与美国贸易代表莱特希泽、财政部长姆努钦在华盛顿共同主持第九轮中美经贸高级别磋商。双方讨论了技术转让、知识产权保护、非关税措施、服务业、农业、贸易平衡、实施机制等协议文本，取得新的进展。双方决定就遗留的问题通过各种有效方式进一步磋商。 | 第九轮磋商            | 震荡           |
| 4月30日至5月1日 | 月30日至5月1日，中共中央政治局委员、国务院副总理、中美全面经济对话中方牵头人刘鹤与美国贸易代表莱特希泽、财政部长姆努钦在北京举行第十轮中美经贸高级别磋商。  | 第十轮磋商            | 震荡           |
| 5月9日       | 美国政府宣布，自2019年5月10日起，对从中国进口的2000亿美元清单商品加征的关税税率由10%提高到25%。   | 第二轮关税（加征通知，未落实）  | 上行后小幅回落      |
| 5月10日      | 美国海关和边境保护局开始对中国输美的2000亿美元商品征收25%的关税，同日，刘鹤副总理抵达华盛顿继续经贸磋商。   | 第二轮关税（落实）/第十一轮磋商 | 震荡           |
| 5月13日      | USTR，发布公告，将就约3000亿美元中国商品加征25%关税征求意见并举行公开听证会，USTR还在附件中公布了一份涵盖3805种产品。   | 第三轮关税（加征通知，未落实）  | 有所上行         |
| 6月29日      | 大阪G20会议上，中美双方传递了乐观信号，领导人同意在平等和相互尊重的基础上重启经贸磋商。  | 关系缓和             | 有所下行         |
| 7月9日、11日   | 美国政府在7月9日宣布减免110项中国输美商品的关税，而中国商务部在11日的新闻发布会上表示已建立相应的关税豁免机制。  | 关系进一步缓和          | 微幅下行         |
| 7月30日至31日  | 中国国务院副总理刘鹤与美国贸易代表莱特希泽及财政部长姆努钦在上海进行了高级别经贸磋商。  | 第十二轮磋商           | 震荡           |

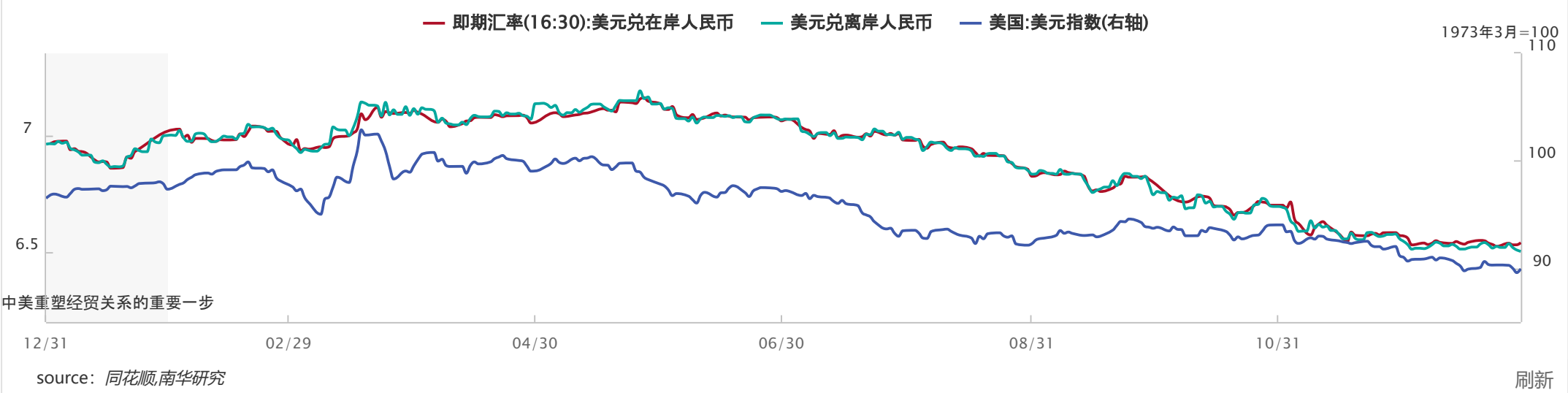
|            |  |                         |         |
|------------|--|-------------------------|---------|
| 8月6日       | 美国财政部正式宣布将中国列为汇率操纵国。   | 关系恶化                    | 上行      |
| 8月13日      | USTR发布公告，对原计划3000亿美元进口自中国的产品加征清单进行了调整，其中部分产品推迟至2019年12月15日加征，另外基于国民健康、国家安全和其他因素的考虑，部分产品从3000亿美元加征10%关税清单中剔除。   | 第三轮关税（推迟，阶段性缓和）         | 上行      |
| 8月23日      | 中国宣布对价值750亿美元的美国商品加征5%至10%的关税。   | 第三轮关税（未落实，中方回应）         | 上行      |
| 8月24日      | 美国总统特朗普通过社交媒体宣布，从10月1日起，对目前按25%税率加征关税的2500亿美元中国输美商品的加征税率上调至30%，而之前从9月1日起按10%税率加征关税的3000亿美元中国输美商品的加征税率上调至15%。   | 第一轮+第二轮+第三轮关税（加征通知，未落实） | 下行      |
| 8月30日      | USTR在联邦公报上正式发布通知，自美国东部时间9月1日凌晨12时01分起，对清单中的1250亿美元中国输美商品加征的关税在原有10%的基础上提高至15%。   | 第一轮+第二轮关税（加征通知，未落实）     | 上行      |
| 9月1日       | 美国对约1250亿美元中国输美商品加征15%的关税正式生效；同日，中国对美国约750亿美元输中商品加征5%至10%的关税也开始生效。   | 第三轮关税（落实，中方也有所回应）       | 震荡      |
| 9月2日       | USTR在联邦公报上发布通知，就2019年10月1日将要生效的对约2500亿美元中国输美商品加征关税税率由25%上调至30%的行动向公众征集意见。  | 第一轮+第二轮关税（加征通知，未落实）     | 上行      |
| 9月12日      | 特朗普宣布推迟对2500亿美元商品加征关税至10月15日。  | 第一轮+第二轮关税（推迟，阶段性缓和）     | 短线下行    |
| 10月10日至11日 | 中国国务院副总理刘鹤与美国贸易代表莱特希泽、财政部长姆努钦在华盛顿举行中美经贸高级别磋商。磋商后，美国总统特朗普表示，美国与中国达成了“实质性第一阶段协议”。  | 第十三轮磋商                  | 先震荡，后下行 |
| 10月11日     | 美国财政部长姆努钦宣布，白宫暂停对价值2500亿美元中国商品的关税从25%提高到30%的计划，这批关税原定于10月15日生效。  | 第一轮+第二轮关税（暂停，进一步缓和）     | 下行      |
| 12月13日     | 经过中美两国经贸团队的共同努力，双方在平等和相互尊重原则的基础上，已就中美第一阶段经贸协议文本达成一致。协议文本包括序言、知识产权、技术转让、食品和农产品、金融服务、汇率和透明度、扩大贸易、双边评估和争端解决、最终条款九个章节。同时，双方达成一致，美方将履行分阶段取消对华产品加征关税的相关承诺，实现加征关税由升到降的转变。 | 第一阶段经贸协议达成              | 下行      |

source：公开资料整理、南华研究

### 1.3 执政末期（2020-2021年）：新冠疫情冲击视野，中美经贸关系归于平静

2020年无疑是一个与众不同的年份，其中中美贸易摩擦这一过去两年影响汇率走势的关键因素相对退居次要。尽管新冠疫情和美国大选等事件对人民币汇率产生了一定的冲击，但从根本上看，2020年人民币的贬值主要归因于市场对经济前景的悲观预期，而其升值则主要得益于中国在疫情控制方面的先行一步，使得国内经济的反弹领先于全球多数国家。

图：中美重塑经贸关系的重要一步下的美元兑人民币即期汇率走势



表：特朗普执政末期，中美贸易时间线梳理

| 时间    | 事件  | 事件性质划分     | 美元兑人民币即期汇率表现 |
|-------|---|------------|--------------|
| 2020年 |   |            |              |
| 1月9日  | 商务部新闻发言人高峰说，应美方邀请，中共中央政治局委员、国务院副总理、中美全面经济对话中方牵头人刘鹤将于1月13日至15日率团访问华盛顿，与美方签署第一阶段经贸协议。双方团队正在就协议签署的具体安排密切沟通。  | 关系缓和       | 震荡下行         |
| 1月13日 | 美国财政部2020年1月13日公布半年度汇率政策报告,取消对中国“汇率操纵国”的认定。我国外交部回应,美方最新结论符合事实。  | 关系缓和       | 下行           |
| 1月15日 | 《中华人民共和国政府和美利坚合众国政府经济贸易协议》，即《中美第一阶段经贸协议》，于美国东部时间2020年1月15日，由中美双方在美国华盛顿签署。双方达成的协议，符合WTO规则和市场原则，体现了中美经贸合作互利共赢的本质。有利于中国，有利于美国，有利于全世界。是一份能够稳定预期和促进繁荣的协议，符合全球生产者、消费者和投资者的利益。 | 第一阶段经贸协议签署 | 下行           |

source：公开资料整理、南华研究

综上所述，中美贸易关系对人民币汇率影响呈现下述规律：在贸易谈判进展顺畅时，人民币汇率相对稳定或者走强，在贸易谈判曲折反复甚至陷入僵局时，人民币有所走弱或者贬值压力上升。此外，只有在国内基本面无能为人民币提供正面支撑时，中美关系才会在一定时期内成为主导人民币汇率走势的关键因素。大多数情况下，中美关系对人民币汇率的影响仅限于短期波动。

与此同时，审视特朗普首个任期内人民币汇率的整体走势，可以发现其并未展现出明显的趋势性上升或下降，而是伴随着显著的波动。这种波动与中美之间的贸易谈判进程密切相关：

首先，中美贸易摩擦从爆发到最终协议的签订，通常经历了一个较长的周期，大约一至两年，期间市场预期不断变化引发了持续性的出口抢跑行为。其次，贸易摩擦的不确定性和升级风险意味着不能对谈判结果过于乐观。最后，中美经贸关系的缓和、转折及最终确认的关键节点往往发生在两国元首的直接沟通之后，无论是通过电话交谈还是面对面会晤。这表明，未来如果美国再次引发贸易争端，积极的信号可能需要在两国元首会晤后才能显现。

表：CNY&CNH以及国际主流货币2015年至2023年年化波动率统计

|        | 2015   | 2016   | 2017  | 2018  | 2019   | 2020   | 2021  | 2022   | 2023   | 均值    |
|--------|--------|--------|-------|-------|--------|--------|-------|--------|--------|-------|
| USDCNY | 2.18%  | 2.85%  | 3.46% | 4.55% | 4.36%  | 4.33%  | 2.99% | 6.50%  | 4.75%  | 4.07% |
| USDCNH | 4.50%  | 3.92%  | 4.25% | 5.55% | 4.53%  | 4.53%  | 3.15% | 6.75%  | 5.00%  | 4.72% |
| 美元指数   | 9.04%  | 7.39%  | 6.13  | 5.98% | 7.52%  | 7.52%  | 4.99% | 9.00%  | 6.47%  | 6.81% |
| EURUSD | 11.80% | 8.27%  | 7.22% | 7.10% | 8.22%  | 8.22%  | 4.67% | 8.21%  | 7.61%  | 7.59% |
| USDJPY | 8.06%  | 12.56% | 8.27% | 6.35% | 10.47% | 10.47% | 4.44% | 10.70% | 10.46% | 8.58% |
| AUDUSD | 11.52% | 11.41% | 7.55% | 8.56% | 13.31% | 13.31% | 7.90% | 11.17% | 11.04% | 9.97% |

source: iFinD、南华研究

刷新

## 二、特朗普1.0执政下的美国通胀表现

在这一章节，我们将对二战之后，美国通胀主要经历的几轮周期进行复盘，并主要划分为以下三个部分进行逐一解析：

周期一：战时通胀，时间为1941年至1955年，主要由于战争引发物价上涨；周期二：温和通胀，时间为1955年至1972年，这期间，经历黄金十年，通胀基本平稳，整体上行幅度不大；

周期三：石油危机引发的两轮通胀，时间为1973年至1986年，由于地缘政治因素导致石油价格暴涨，并带动成本端全线上涨，引发通胀大爆发。



周期四：阶段性温和通胀，时间为1987年至2020年，阶段性由于经济，能源问题出现通胀，在此期间的核心CPI平稳下行。

## 2.1 各周期详解

### 1、周期一：战时通胀（1941-1955）

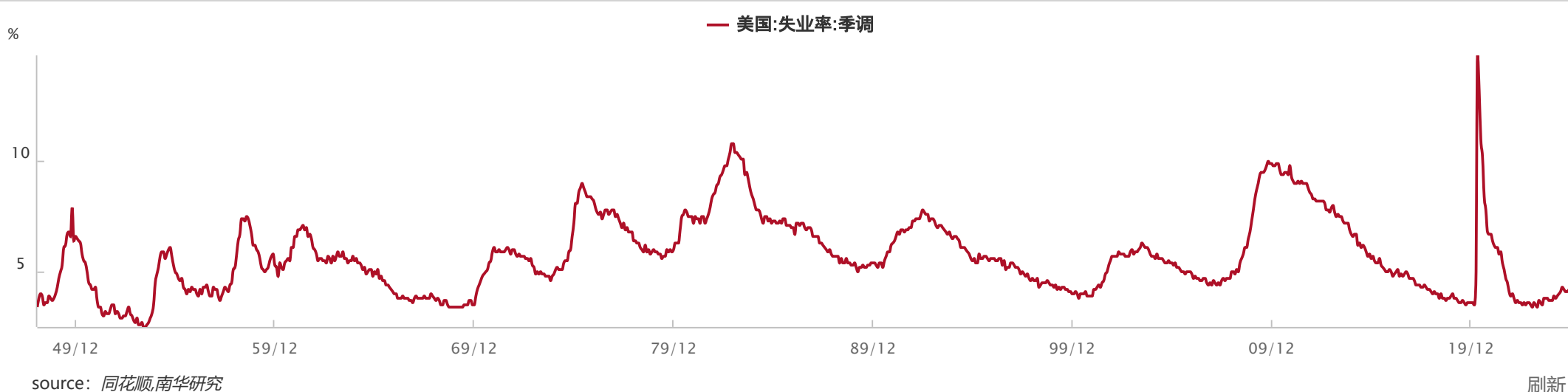
具体分析这一时期，美国通胀率的变化呈现出三次上升和下降的周期性波动。具体来说，1940年第三季度至1942年第三季度以及1946年第一季度至1947年第一季度、1949年第三季度至1950年第一季度，美国CPI同比增速经历了显著的上升阶段，直至1955年1月，CPI同比增速降至-0.7%的低点。因此，这一周期可以根据通胀率的上升和下降趋势被划分为三个不同的时期：

#### 1) 1940年第三季度至1944年第二季度

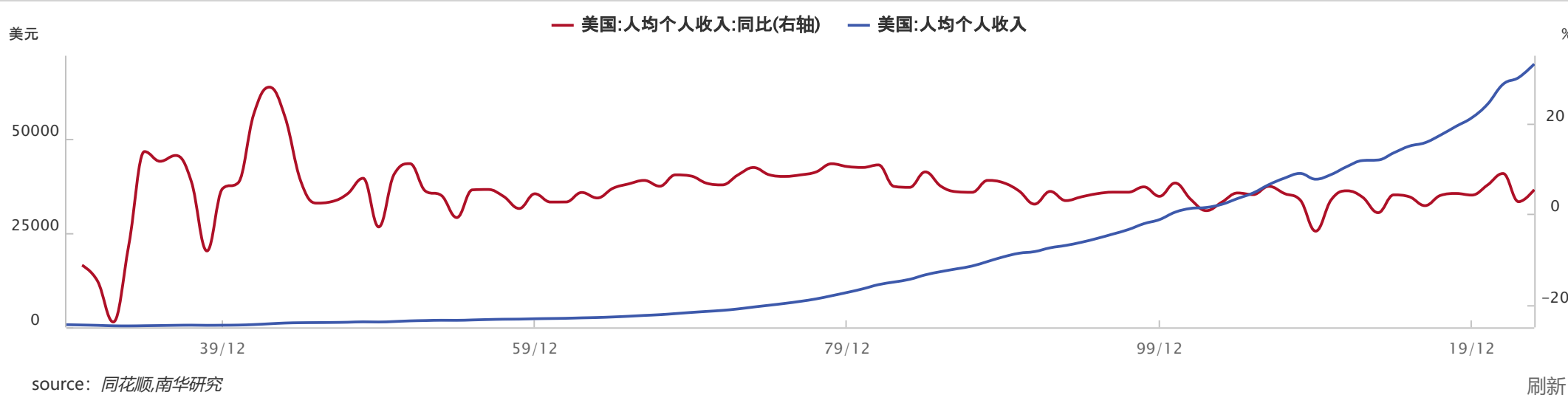
在二战爆发及太平洋战争期间，美国政府债务显著增加，从1940年的430亿美元增加至1942年的720亿美元，增幅超过67%。这一时期，财政赤字的货币化，加之战时就业市场的改善和失业率的下降，导致大量资金流入民众手中。1942年，美国人均个人收入同比大幅增长28.07%，购买力的提升推动了美国通胀增速的快速上升。然而，由于1942年开始实施的战时价格管制政策（包括物价管制法、稳定法等，实行最高现价政策、定量配给制和战略物资管制等措施），美国通胀增速开始出现回落。在这一时期，美联储的独立性较弱，为了满足财政部国债发行的需求和降低政府的付息成本，美联储采取了低贴现率和公开市场操作利率的政策，导致货币供应量大幅增加。



图：美国失业率（季调）



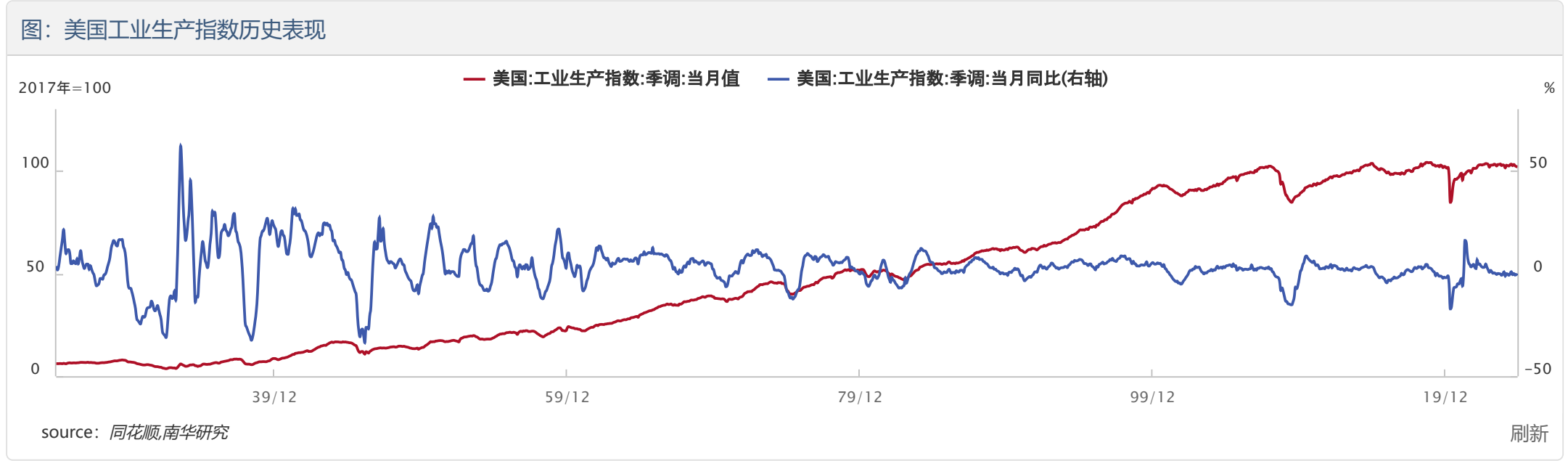
图：美国人均个人收入历史情况



## 2) 1946年第一季度至1949年第三季度

战后美国工业生产遭遇急剧下滑，1945年和1946年工业生产指数同比分别下降了14.16%和13.84%。1946年，为期五年的价格管制政策宣告结束，管制期间商品与服务的质量隐性降低，部分商品撤出市场，战后价格管制的解除引发民众对新商品需求的急剧上升，这种报复性消费成为推动物价急剧上涨的主要动力。与此同时，马歇尔计划的实施导致欧洲对美国商品的需求激增，加之军事产能转向民用生产，原先减缓的货币流通速度得到提升，这些因素共同作用导致美国通胀率迅速攀升。此外，由于制度惯性，联邦储备委员会被迫

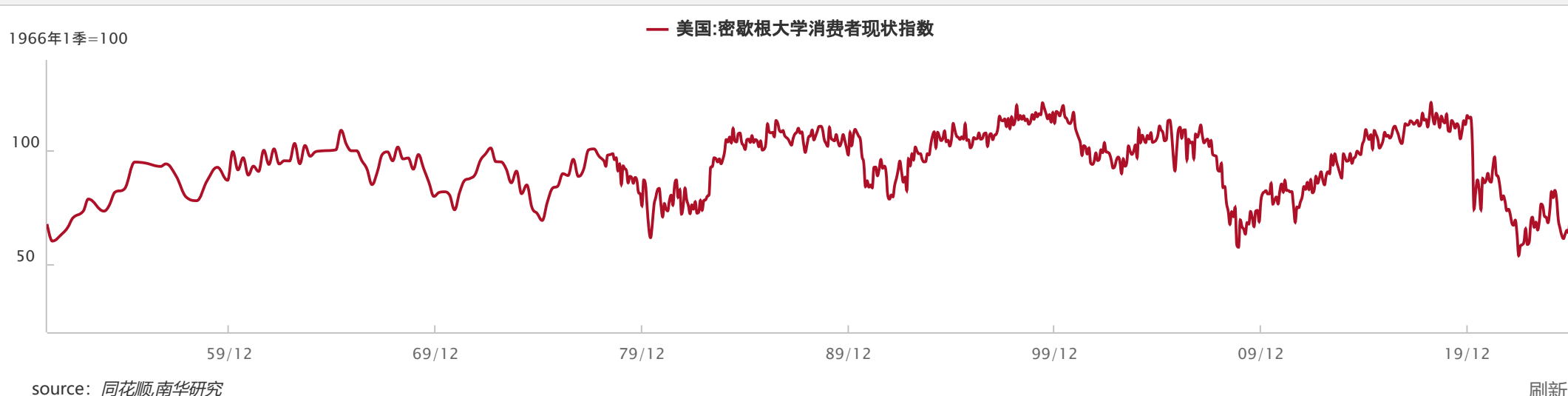
维持0.375%的国库券利率和0.875%的一年期公债利率。在此期间，联邦储备委员会三次提高了银行的法定准备金率，银行为了满足存款准备金要求，选择出售政府债券以筹集现金。由于维持利率的需求，避险抛售行为导致利率上升，联邦储备委员会不得不吸收银行抛售的债券，导致大量货币重新流入货币市场。理论上，提高准备金率有助于回收流动性和控制物价水平，但在维持低利率以降低政府偿债成本的任务制约下，控制物价水平的目标未能有效实现，美联储无法独立制定货币政策。随着战争结束和高需求的推动，制造商大量增加生产，供给激增，通货膨胀率随后再次下降。



### 3) 1949年第四季度至1054年第四季度

1950年，随着朝鲜战争的爆发，美国通胀增速进入了第三个上升阶段。这场冲突重新点燃了民众对战时物资短缺的担忧，导致他们纷纷抢购商品，从而加快了货币流通速度并推高了物价，使得美国通胀率再次呈现上升趋势。可以发现在这一时期的消费者现状指数呈现出快速上升的态势，通胀的上涨主要由消费需求驱动，因此在随后政策收紧的影响下，通胀率出现了显著的下降。

图：美国密歇根大学消费者现状指数历史表现



## 2、周期二：温和通胀（1955-1972）

在1955至1965年这一“黄金十年”期间，美国经济实现了快速增长，而通胀增速保持在较低水平，货币政策大体上维持了中性的通胀水平。特别是在1956至1958年间，通胀率上升至2%以上，这部分是由于消费需求的增加所驱动，但随后利率的提高使得通胀率迅速回落至中性水平。

从1965年第一季度至1972年第二季度，即1965至1970年间，美国经历了一轮温和的通胀回升，CPI增速一度高达6.2%。这一时期的通胀主要由以下几个因素造成：

1) 越南战争升级与财政赤字扩大。

随着越南战争的升级和约翰逊总统推出的“伟大社会”计划，美国的财政赤字急剧增加，从1965年的10亿美元激增至1968年的250亿美元。在低失业率的背景下，这种财政赤字迅速货币化，导致物价上涨。

2) 联邦基金利率的调整。

在前一时期的温和通胀之后，美联储逐步降低了联邦基金利率，从4%降至2.5%，为这一轮通胀埋下了伏笔。

3) 布雷顿森林体系的解体。

布雷顿森林体系的崩溃导致美元购买力下降，这直接影响了本土企业的成本，制造商不得不通过提高价格来消化成本上升。

从1965年开始，美国通胀逐步上升，结束了低通胀时期，到1969年底，CPI同比最高上升至6.10%。在这一阶段，CPI的各个分项基本同步上涨。为了抑制经济过热，美联储主席马丁实施了货币紧缩政策，导致通胀率有所下降，但这一政策也迅速使美国经济陷入了

### **3、周期三：石油危机（1972-1986）**

该时期的美国通胀现象可被分为两个阶段：

#### **1) 第一阶段：1972年第三季度至1976年第四季度**

1974年，美国CPI增速达到了12.30%的峰值。1972年政策放松后，美国物价再次上涨，居民的担忧情绪促使消费增加，进一步推高物价。为应对大选年和缓解民众对物价上涨的担忧，尼克松总统开始实施工资和商品价格的冻结政策，企业调整价格或提高工资需政府批准。同时，美联储采取紧缩货币政策，政府实行财政金融双紧政策以遏制通胀，但效果有限。第四次中东战争爆发后，OPEC对西方国家实施石油禁运，导致国际原油价格大幅上涨，通胀率随之上升。高通胀导致失业率上升，经济整体下行，美联储连续提高利率，从4%升至约14.3%。1974年3月禁运结束后，通胀逐渐回落。

#### **2) 第二阶段：1977年第一季度至1986年第四季度**

1979年伊朗革命导致石油出口受阻，引发第二轮石油价格飙升，原油价格在1978年至1980年间上涨近2.5倍。与1973-1974年石油危机相似，石油进口国经济出现滞胀，全球通胀率最高达到16%。1979年和1980年，美国通胀率持续两位数水平，最高达到14.8%，为战后罕见。本轮通胀初期仍受地缘冲突和能源危机影响；1981年工人罢工导致劳动力成本上升，生产力下降，加重供给端问题，企业成本上升，通胀持续高企。本轮通胀末期，美联储在沃尔克领导下实施强力紧缩政策，以牺牲GDP增长为代价（经济硬着陆）。随后，中东地缘政治格局和全球能源经贸体系进入阶段性稳定。经历了1980年代初的经济零增长和超过10%的失业率后，美国通胀率持续下降，至1986年CPI降至1.1%的低点。

### **4、周期四：阶段性温和通胀（1987-2021）**

在1987年至2021年这一时期，美国CPI和核心CPI的同比变化相对平稳。基于此，我们将重点回顾CPI突破5%至回落期间的美国经济基本面和美联储政策，具体时段为1987年8月至1991年7月和2007年11月至2008年9月。

### **1) 1987年8月至1991年7月**

这一时期的CPI同比增速从1987年1月的1.5%上升至1990年11月的6.3%高点，随后出现下降。失业率呈现U型变化，从6.18%下降至5.26%，再上升至6.85%，同时出现了工资和价格上涨的压力。究其原因，在美国经济增长放缓的背景下，美元贬值和油价上涨共同推动了通胀上升。美国经济在走出滞胀后经历了高速增长，但随后希望通过美元贬值增强出口竞争力，改善国际收支不平衡，签订了广场协议，导致境外投资者减持美元资产，美国利率上升，股市下跌，经济陷入萧条。美元贬值引发输入型通胀，实际GDP增速下降，CPI同比增速攀升。1990年海湾战争导致油价上涨，加剧了通胀。美联储担心80年代初的高增速不可持续，可能出现物价工资螺旋式上涨，决定收紧货币政策。1988年3月至1989年5月，基准利率从6.5%提高至9.8%，但效果不佳，部分原因是东欧剧变导致全球供应链危机，影响了加息效果。然而，美国通过大量美元收购东欧和俄罗斯财富资产，加之互联网革命的爆发，克林顿政府投资建设信息高速公路，转化为产品和技术积累，减少了超发美元流入房地产和消费品领域，抑制了物价增长，减缓了通胀压力。

### **2) 2007年11月至2008年9月**

在此期间，CPI同比增速在2007年一年内几乎翻倍，失业率从4.62%上升至5.80%。究其原因，在凯恩斯主义背景下，事件因素和油价上涨触发了通胀。通胀主要由以下因素引发：一、经济政策环境；二、导火索事件，包括粮食危机、华尔街金融风暴及次贷危机；三、原油供给偏紧，美元贬值和热钱投机导致油价飙升。但随着2008年美国经济陷入衰退，通胀也随之回落。

**综上，我们结合历史以来每轮美国通胀周期的时间以及政策情况来看，可以得出以下结论：**



- 1) 通胀达到10%以上，基本需要两年以上的时间去修复，通胀的上行下行周期并没有明显的规律；当发生通胀时，美国联邦基金利率点位基本会上行到与通胀高点持平的位置；历史上，利率往往会在通胀上行之前开始，并在通胀出现高点之前结束，政策拐点领先于通胀拐点大约半年的时间。
- 2) 从分项来看，在战争期间，食品、服装、交通运输等生活必需用品是带动通胀上行的主要因素，而且食品在之后的每一轮通胀中都有明显的拉升，服装类在战后由于供给充足基本通胀均处于低位；在两轮石油危机以及之后的的每一轮通胀，能源项均有明显拉升，并且波动幅度最大，并带动交通运输项上行，两轮石油危机期间由于油价上涨迅猛，提升其他产品成本，进而使得基本出现各项指标全线上涨的现象；在石油危机之后至疫情之前提出食品能源项的核心CPI基本保持平稳。
- 3) 从通胀类型来看，1941-1955为需求型通胀，最终美联储通过加息收紧政策来降低市场需求，通胀回落。上世纪80年代的供给型通胀，短期提升供给比较难，而且如果再进行加息，把正常的需求压低，那么就很容易引发经济衰退，根本性解决供给问题需要提升生产力。上世纪80年代之后，基本为成本推动的局部，阶段性通胀。整体而言，结合以上每轮通胀的实践来看，供给型通胀修复的时间更长。

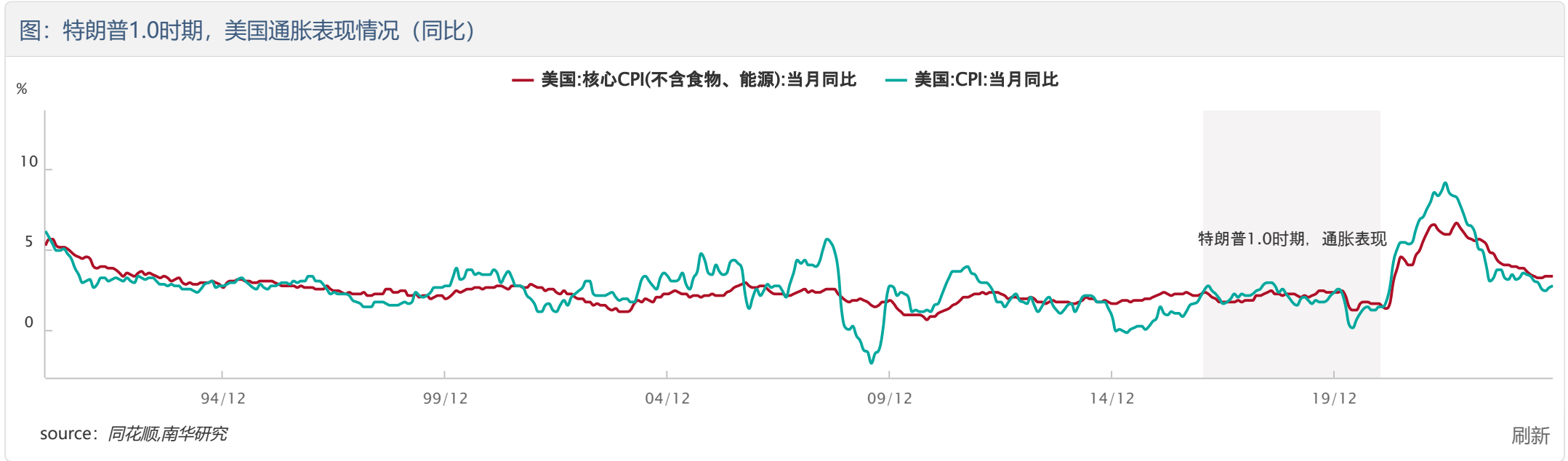
表：美国通胀类型及属性，及相应的对策

|       |   |                             |      |
|-------|---|-----------------------------|------|
| 8月1日  | 美国政府宣布计划将对对中国2000亿美元出口商品的关税税率从10%提升至25%。  | 第二轮关税（加征通知；未落实）             | 震荡   |
| 8月3日  | 中国国务院关税税则委员会也宣布了反制措施，计划对原产于美国的价值约600亿美元的商品实施四档不同比例的加征关税。  | 第二轮关税（中方回应）                 | 震荡   |
| 8月8日  | 美国宣布对第一轮500亿美元中国商品中尚未被加征关税的剩余部分（约160亿美元）也征收25%的关税，该措施于8月23日生效。中国政府对外宣布，将对剩余的160亿美元美国商品征收额外25%的关税，该政策定于8月23日起正式实施。 | 第一轮关税（加征通知，未落实，且中方同样回应，未落实） | 震荡   |
| 8月23日 | 中美双方对160亿美元的商品加征25%关税。  | 第一轮关税（落实，且中方同样落实）           | 上行   |
| 9月18日 | USTR宣布，自2018年9月24日起对原产于中国的约2000亿美元商品加征10%的关税，并计划在2019年1月1日将这一税率提高至25%。中国以其人之道还之其人之身，为维护自身的权益也提高了美国出口的税率。          | 第二轮关税（加征通知，未落实，且中方同样回应，未落实） | 震荡   |
| 9月24日 | 中美两国的关税措施正式生效，其中美国对价值2000亿美元的中国商品征收了10%的关税。中国对价值600亿美元的美国商品实施了5%至10%的关税反制措施。中国对价值600亿美元的美国商品实施了5%至10%的关税反制措施。     | 第二轮关税（落实，且中方同样回应落实）         | 微幅上行 |
| 12月   | 中美两国领导人在布宜诺斯艾利斯进行了会晤，并达成共识，同意在未来90天内努力达成协议，这标志着中美贸易战暂时性的“停火”。   | 局势缓和                        | 下行   |

## 2.2 特朗普1.0时期下的美国通胀

特朗普上任初期，美国的通胀率相对较低，核心通胀大多数时间保持在美联储设定的2%目标以下。随着特朗普政府实施的减税政策和增加政府支出，美国经济增长有所加速，但通胀率仍然保持在较低水平。2018年，为防止经济过热，美联储继续逐步提高利率。到了2019年，美国通胀略有上升，但仍在可控范围内。美联储在这一年中暂停了加息周期，以应对全球经济增长放缓和贸易紧张局势带来的不确定性。2020年，新冠疫情的爆发对全球经济造成了巨大冲击，导致美国经济在2020年第二季度出现萎缩。疫情初期，由于需求下降，通胀率有所下降。然而，随着疫情的持续和财政刺激措施的实施，通胀率在年底开始上升。

尽管特朗普总统的多项政策理念理论上可能对提高通胀率有所贡献，然而，鉴于其在第一任期内在政策实施的兑现率上并不高，因此，最终导致美国通胀在其第一任期内大体上维持在较低水平。



## 2.3 再通胀是否会归来？

在拜登上台后，2021年4月，美国CPI同比增速和核心CPI同比增速双双突破3%，并连续上行。对于本轮通胀上行的主要原因，包括：

其一，疫情前期美联储货币政策框架和目标的改革，由于重视就业，疫情期间的高失业率限制政策收紧步伐；

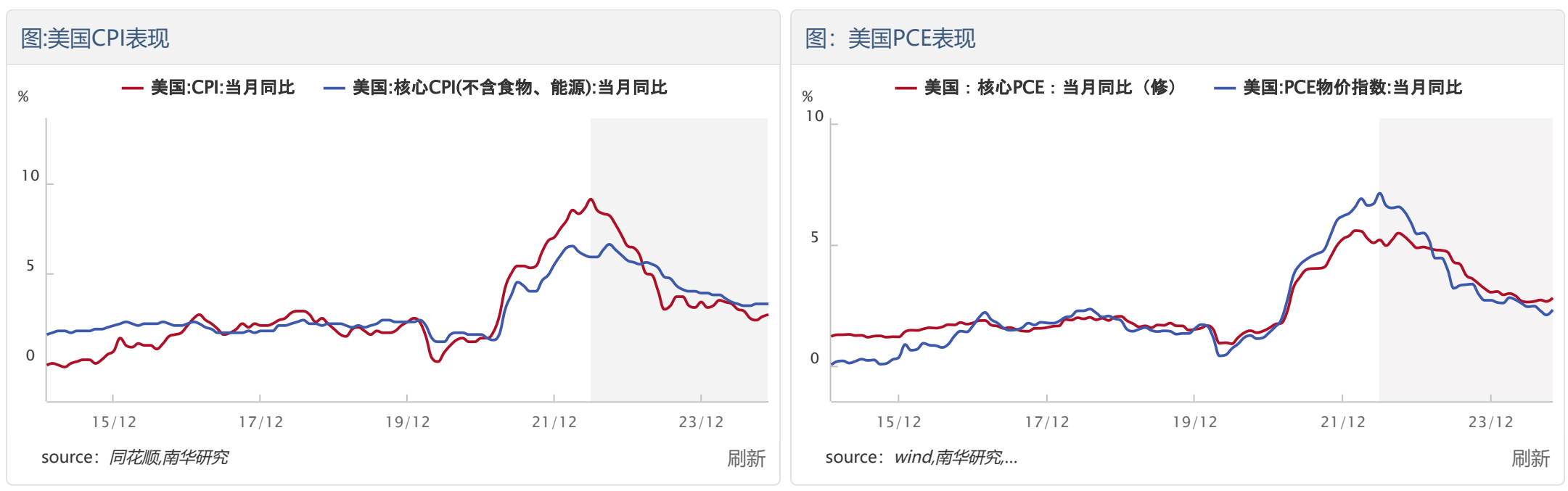
其二，疫情时期创纪录的货币投放和需求刺激，疫情期间财政货币政策均释放大量资金，居民手中储蓄大量增加，需求提振但供给不足，消费和投资都大幅上行；

其三，疫情后期供给侧恢复缓慢；

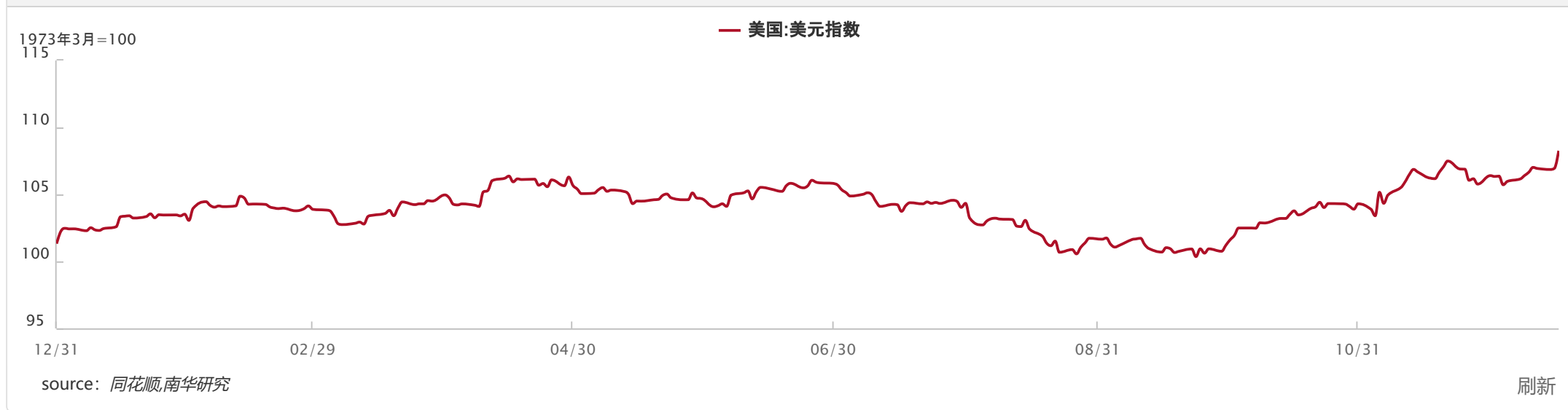
其四，2022年2月以来俄乌冲突升级，带动全球能源价格新一轮上涨，经济衰退压力一定程度限制货币政策紧缩程度。

可以看出，本轮通胀的起源为疫情造成供给问题，但是随着供给的修复，通胀仍居高不下，显示通胀已经是需求端和供给端共同影响造成。在供给端，疫情所导致的供应量短缺和劳动力短缺都在影响着企业的生产力，同时成本的增加又进一步的抑制了企业的生产欲望，而与此同时，人们的消费和投资由于资金充裕有所提振，而生产力的瞬间缺失就产生了此次通胀。

考虑到2025年特朗普将卷土归来，而他主要主张的政策或对从2022年年中开始出现回落趋势的美国通胀将带来一定的上行压力。市场也对其进行了一定程度的特朗普交易，因此我们也看到了，在特朗普交易下，美元指数自2024年10月以来不断获得阶段性的上行力量。



图：2024年10月以来，美元表现强势



在分析特朗普第一任期政策与其竞选连任时所提出的政策理念时，可以观察到其政策核心的连贯性，两任期间的理念并没有太多的改变，政策主张主要包括对外施加额外关税、对内税收减免、激励美国制造业回流以及实施更为严格的移民政策等等。具体来看，这些政策可能通过以下途径对美国通胀产生影响：

- 1) 对外高额关税政策：通过提高进口商品的成本，进而推动国内消费品价格上升，增加了商品通胀的压力。
- 2) 对内减税措施：降低企业运营成本，激励企业增加投资，从需求端增加了通胀的风险。
- 3) 严格的移民政策：限制移民和遣返可能导致美国劳动力市场供应紧缩，从而加剧劳动力市场的紧张状况，导致劳动力成本上升，进而对服务业通胀造成上行压力。
- 4) 贸易保护主义：特朗普倡导的“美国优先”政策可能导致全球供应链的重组，增加了生产成本，从而对美国整体通胀造成上行压力。

综合分析，市场对特朗普执政可能引发的“再通胀”现象的担忧主要集中在两个核心因素：首先，是由于关税政策可能导致的商品价格价格上涨；其次，是由于移民政策收紧可能引发的服务业成本上升。然而，关税对通胀的影响并非即时显现，正如我们在前文中对特朗普与中国经贸谈判过程的分析所示，关税的增加是一个渐进的过程，涉及多轮复杂的谈判和互动。此外，我们认为特朗普不太可能在短期内或迅速实施大规模的非非法移民政策收紧。根据PIIE的预测，即使以每年100万至140万人的驱逐规模计算，这种规模对2025年美



国通胀的影响预计非常有限，大约在0.3%左右。我们预计特朗普不太可能实现超过这一规模的驱逐人数。考虑到特朗普在控制通胀方面的历史表现，其具备一定的良好经验（政策兑现率不高的原因）。因此，我们认为，在不考虑上述政策变动的情况下，由于住房通胀的下降趋势，预计短期内美国整体通胀水平将继续下降。然而，非住房核心通胀部分仍将对通胀水平起到一定的支撑作用，使得CPI同比涨幅接近2%的可能性不大。此外，能源价格的潜在上涨风险可能会减缓CPI涨幅的下降趋势。因此，我们可以预见2025年美国通胀的整体趋势将呈现放缓态势，但相较于2024年，通胀下降的速度可能会有所减缓。2025年美国CPI同比中枢可能降至约2.4%，而核心CPI同比中枢可能降至3%左右。若将上述政策变动纳入考量，尤其是关税和移民政策，2025年美国通胀下行的斜率会进一步放缓。尽管如此，特朗普重返政坛对2025年引发“再通胀”的风险仍然较低。在未来特朗普的第二个任期中，美国是否会出现“再通胀”现象，可能主要取决于特朗普在控制财政赤字方面的成效。

免责声明

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使本公司违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，本报告所载资料、意见及推测仅反映在本报告载明的日期的判断，期货市场存在潜在市场变化及交易风险，本报告观点可能随时根据该等变化及风险产生变化。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

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，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本报告中的信息和所表达的意见和建议以及所载的数据、工具及材料均不应作为您进行相关交易的依据。本公司不承担因根据本报告所进行期货买卖操作而导致的任何形式的损失。

本公司的销售人员或其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、涉及相应业务内容的子公司可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到本公司可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。

未经本公司允许，不得以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容或复印本予以任何其他人，或投入商业使用。经过本公司同意的转发应遵循原文本意并注明出处“南华期货股份有限公司”。未经授权的转载本公司不承担任何责任。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

周骥 投资咨询证号：Z0017101

公司总部地址：浙江省杭州市上城区富春路136号横店大厦  
邮编：310008  
全国统一客服热线：400 8888 910  
网址：[www.nanhua.net](http://www.nanhua.net)  
股票简称：南华期货  
股票代码：603093

Bigger mind, Bigger fortune  
智慧创造财富