

人民币汇率热点

信任被打破后的关税2.0“代价”

周骥（投资咨询证号：Z0017101）

投资咨询业务资格：证监许可【2011】1290号

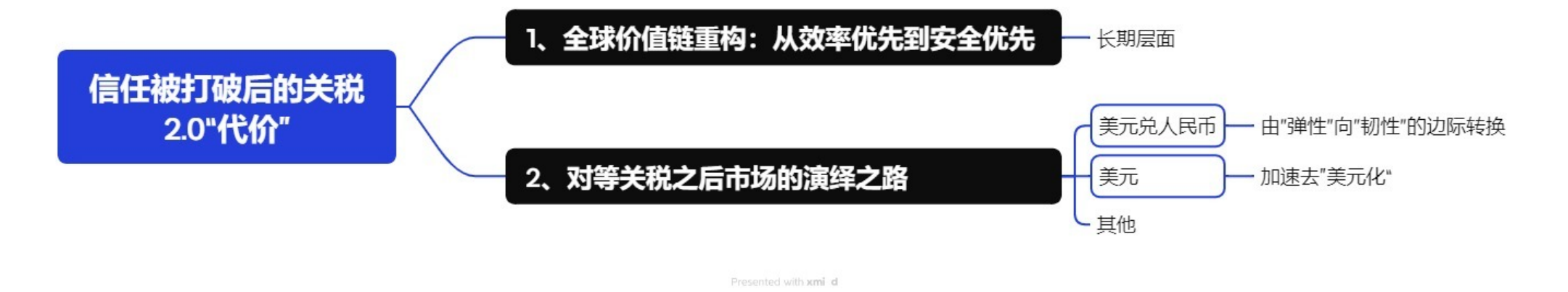
2025年4月3日

主要观点

本轮关税落地并非风险出清节点，或是开启更复杂的博弈周期。接下来，美元兑人民币的短期汇率波动将取决于“两度”的空间：1) 非美国国家谈判意愿度；2) 特朗普政府让步空间度。通过我们对一季度“关税与汇率”两者间的关联程度来看，当前市场定价逻辑或有所转变——相较于贸易伙伴反应，市场更聚焦关税对美国本土经济的反噬效应。展望后市，**我们维持二季度美元兑人民币汇率波动加剧的研判，后续需关注各国与美国在贸易上的谈判进程和美国贸易政策的反复情况。**长期视角下，人民币汇率双向波动、弹性增强的制度改革方向具有持续性，但在短期外部冲击尚未完全消退的过渡期，保持汇率在均衡水平上的基本稳定具有现实必要性。

风险提示：特朗普对等关税影响不及预期、全球关税螺旋上升

图：全文思维导图



source: 南华研究

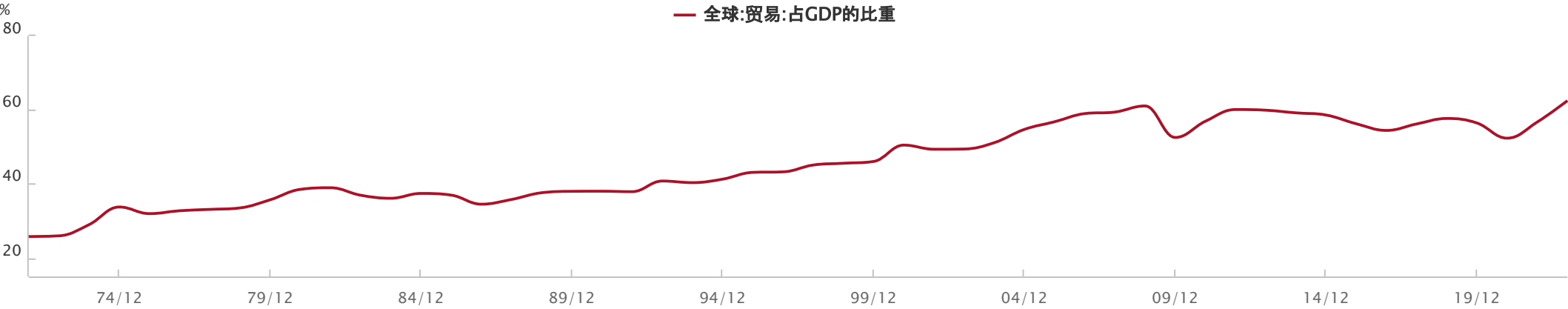
...

正文

一、全球价值链重构：效率优先到安全优先的范式转换

信任之下，战后全球化进程呈现出显著的"效率驱动"特征。在全球价值链模块化分解过程中，形成了"资源-制造-创新"的三级梯度结构：大宗商品输出国（如澳大利亚、沙特等）提供上游资源要素，制造业承接国（如中国、越南等）完成中游加工组装，创新策源地（如美国、德国等）控制研发设计等高附加值环节。但上述过程的形成及有效融合，我们认为皆基于各国间的信任。但我们发现，自特朗普在第一任期大举关税大旗后，这种信任基石正面临挑战。根据麦肯锡2024年11月发布的全球供应链领导者调查报告，跨国企业在供应链韧性建设方面的投入占比已从2019年的0.8%显著提升至2023年的2.1%，这一增长反映出企业对供应链风险管理的重视程度大幅提高。这一增长主要源于多重外部冲击的叠加效应，其中就包括地缘政治摩擦（如2018年后的贸易冲突）。

图：全球贸易占GDP比重



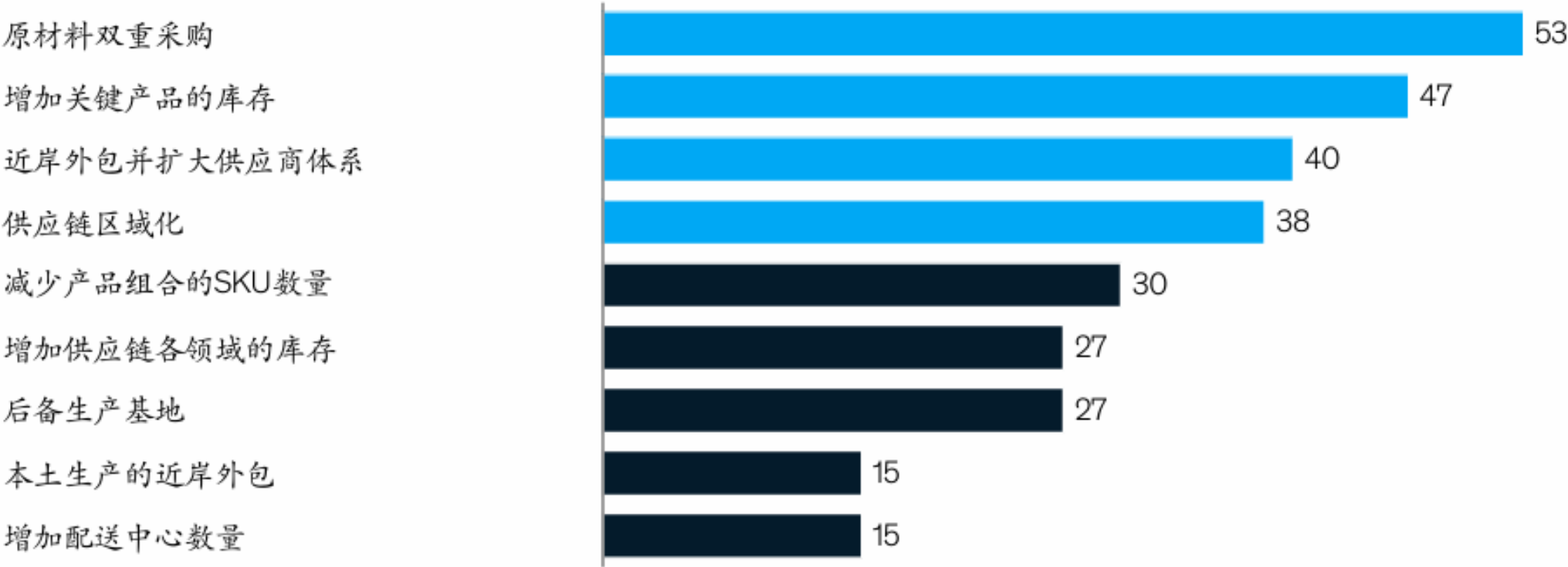
source: 同花顺,南华研究

图：更多企业正通过多种策略来增加供应链和生产的韧性

93% 在全球供应链领导者中，正在计划增加韧性¹

44% 甚至愿意牺牲短期效率增加韧性²

为建立韧性而计划采取的行动
占受访者的 %¹



1. 麦肯锡对全球供应链领导者的调查，2020年5月。
2. 麦肯锡对企业高管的调查，2020年5月。
资料来源：麦肯锡对企业高管的调查，2020年5月 (n = 605)；麦肯锡对全球供应链领导者的调查，2020年5月 (n = 60)；麦肯锡全球研究院分析

source: 麦肯锡、网络资料、南华研究

....

二、对等关税：“基准关税+额外关税”下的一场乱局

特朗普关税2.0政策体系的核心框架包含三个战略方向与三重实施路径。其战略目标具体表现为：第一，重塑国际贸易规则平衡性，纠正市场扭曲行为；第二，构建可持续的财政收入渠道；第三，形成动态博弈工具以增强谈判筹码。在执行层面，政策通过全球对等关税、差异化国别关税及精细化行业关税三大支柱协同

推进，逐步替代传统的补贴型产业政策体系。此次实施方案采取三轨并行机制，但针对战略物资领域作出特殊安排——钢铁、铝材、铜、黄金及汽车产业链相关产品被豁免于对等关税清单之外，此举既体现产业保护导向，也暗含供应链安全考量。具体来看：

通过对特朗普“对等关税”政策的初步梳理可以发现，本次措施的实施规模与强度超出市场预期，主要体现在以下维度：

一、政策覆盖范围突破预期边界

新关税体系覆盖全球多个经济体，对所有国家征收10%的“基准关税”，并在此基础上设置了“额外关税”，即将增值税也看做关税，折现后“惩罚式”征收。该关税将于美国东部时间4月5日凌晨生效，税率区间设定为10%-50%。其辐射广度远超初期规划的“Dirty 15”名单（针对对美实施高关税且贸易依存度突出的经济体），原清单涵盖爱尔兰、德国、意大利、法国、瑞士、日本、韩国、印度、越南、马来西亚、加拿大、墨西哥、中国等国家和地区，本次扩容幅度达12倍以上，即对美国贸易逆差最高的近60个国家征收额外关税。一些商品将不受“对等关税”的约束，其中包括已经受第232条关税约束的钢铝制品、汽车和汽车零部件、可能受未来第232条关税约束的商品以及美国没有的能源和其他某些矿物。此外，金条、铜、药品、半导体和木材制品也不受“对等关税”的约束。传统商品方面，美国则实施“双轨制”：铝制品等少数商品税率小幅下调，钢铁大幅上行至70%。

二、核心贸易伙伴承压显著

美国的主要贸易伙伴普遍面临20%+基准税率，其中中国承受50%峰值税率。需特别指出，中、欧、日、印等关键经济体均被纳入高税区，显示政策实施无差别化特征。

需要注意的是，本轮关税落地并非风险出清节点，而是开启更复杂的博弈周期。接下来，美元兑人民币的短期汇率波动将取决于“两度”的空间（具体分析详见第四章）：1) 非美国家谈判意愿度；2) 特朗普政府让步空间度。截至发稿日，美对中加权关税税率达12%，中对美加权关税税率为17.1%。通过我们对一季

度“关税与汇率”两者间的关联程度来看，当前市场定价逻辑或有所转变——相较于贸易伙伴反应，市场者更聚焦关税对美国本土经济的反噬效应。中长期视角下，在对等关税下，或在一定程度上存在双重失效风险，即贸易逆差调节机制及制造业回流激励的失效。这也违背了特朗普的初衷。

综上，我们维持二季度美元兑人民币汇率波动加剧的研判（具体分析详见第三章），后续需关注各国与美国在贸易上的谈判进程和美国贸易政策的反复情况。

表：特朗普2.0关税政策梳理——2025年

宣布日期	征收国家或地区	征收品类	征收进度	是否发生变化	拟加征税率	拟生效日
1月26日	哥伦比亚	所有商品	加征关税	是	50%	1月26日
2月1日	加拿大	所有商品	加征关税	是	25%	2月4日
	墨西哥	所有商品	加征关税	是	25%	2月4日
	中国	所有商品	加征关税	是	10%	2月4日
2月3日	墨西哥	所有商品	推迟关税	否	25%	3月4日
	加拿大	所有商品	推迟关税	否	25%	3月4日
2月5日	中国	低于800美元的低价值货物	小额免税豁免	否	——	2月5日
2月10日	所有国家	钢铁和铝	加征关税	是	25%	3月4日
2月13日	所有国家	所有商品	加征关税	是	对等税率	4月2日
2月14日	中国台湾	芯片	加征关税	是	100%	——
2月18日	所有国家	汽车	加征关税	是	25%	4月2日
	所有国家	药品和半导体芯片	加征关税	否	25%或以上	——
2月25日	所有国家	铜	232调查	——	——	——
2月26日	欧盟	所有商品	加征关税	完	25%	——
2月27日	中国	加拿大	加征关税	否	10%	3月4日
3月1日	所有国家	本材	232调查	——	——	——
3月4日	中国	所有商品	加征关税	否	10%	3月4日
	加拿大	所有商品	加征关税	是	25%	3月4日

	墨西哥	所有商品	加征关税	是	25%	3月4日
3月5日	加拿大、墨西哥	福特、通用、克莱斯勒三大汽车制造商	关税豁免至2025/4/2	否	——	3月5日
3月6日	加拿大	符合美墨加协议条件的产品	关税豁免至2025/4/2	否	——	3月6日
	墨西哥	符合美墨加协议条件的产品	关税豁免至2025/4/2	否	——	3月6日
3月11日	加拿大	钢铁和铝	加征关税	是	25%	3月11日
3月12日	所有国家	钢铁和铝	加征关税	否	25%	3月11日
3月13日	欧盟	酒精产品	加征关税	否	200%	——
3月24日	购买委内瑞拉石油和天然气的国家	所有商品	加征关税	否	25%	4月2日
	所有国家	所有商品	对等关税具备灵活性	否	——	4月2日
3月26日	所有国家	汽车及零部件	加征关税	否	25%	4月2日（整车）、5月3日（零部件）
4月2日	贸易伙伴	特朗普在白宫签署两项关于所谓“对等关税”的行政令，宣布美国对贸易伙伴设立10%的“最低基准关税”，并对某些贸易伙伴征收更高关税。				

source：白宫官网、南华研究

表：对等关税涉及面

国家/地区	对美国的关税（%）	美国的对等关税（%）
中国	67	34
欧盟	39	20
越南	90	46
中国台湾地区	64	32
日本	46	24
印度	52	26
韩国	72	25
泰国	61	36
瑞士	64	31
印度尼西亚	47	32
马来西亚	97	24
柬埔寨	10	49
英国	60	10
南非	10	30
巴西	74	10
孟加拉国	10	37

新加坡	33	10
以色列	34	17
菲律宾	10	17
智利	10	10
澳大利亚	58	10
巴基斯坦	10	29
土耳其	10	10
斯里兰卡	88	44
哥伦比亚	10	10
秘鲁	10	10
尼加拉瓜	36	18
挪威	30	15
哥斯达黎加	17	10
约旦	40	20
多米尼加共和国	10	10
阿联酋	10	10
新西兰	20	10
阿根廷	10	10
厄瓜多尔	12	10
危地马拉	10	10
洪都拉斯	10	10
马达加斯加	93	47
缅甸	88	44
突尼斯	55	28
哈萨克斯坦	54	27
塞尔维亚	74	37
埃及	10	10
沙特阿拉伯	10	10
萨尔瓦多	10	10
科特迪瓦	41	21
老挝	95	48
博茨瓦纳	74	37
特立尼达和多巴哥	12	10

摩洛哥	10	10
-----	----	----

source: 网络资料、南华研究

.....

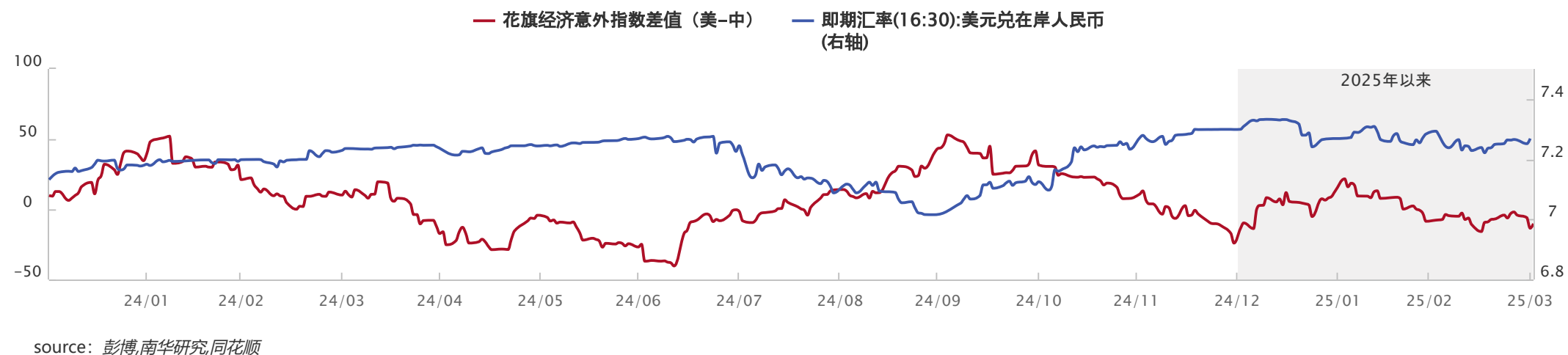
三、美元兑人民币：从弹性优先到韧性为本的演进

基于对《2024年第四季度中国货币政策执行报告》的理解，我们认为准确理解汇率韧性概念，将在现阶段构成研判美元兑人民币即期汇率走势的关键变量。

从政策框架维度审视，高弹性汇率机制通过双向价格波动实现市场压力释放，而高韧性汇率体系则强调在外部冲击下维持基本稳定，二者在预期管理效能与市场出清机制方面具有显著差异。值得关注的是，此次报告首度以"保持汇率韧性"替代"汇率弹性"表述，这一表述的转变可能预示着汇率管理策略从传统的弹性调节向系统性风险防控的转变。结合政策演进轨迹观察，这一调整具有清晰的逻辑连续性——2024年12月中央经济工作会议后的央行系列会议中，"增强外汇市场韧性"的表述已为政策重心转移提供了先导信号。

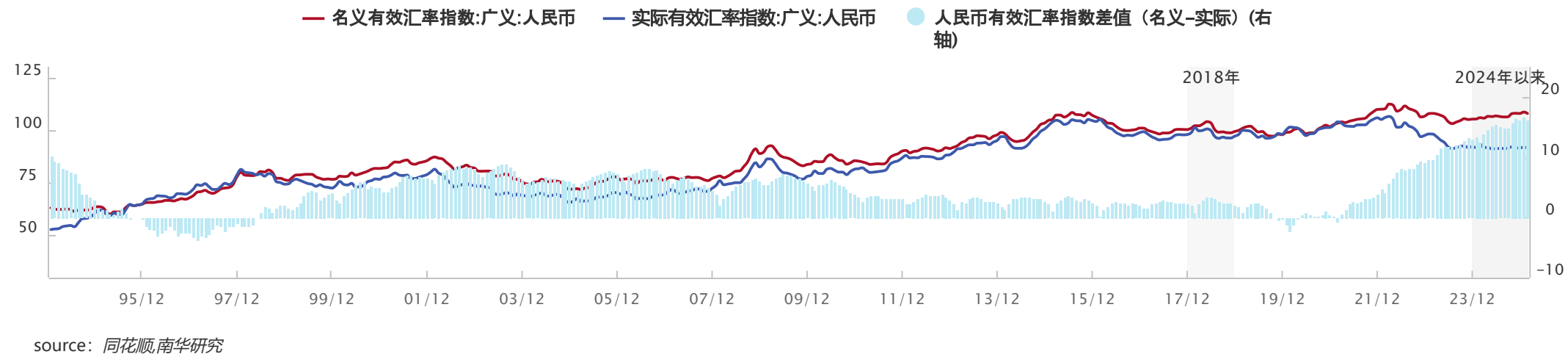
从政策调整动因分析，由"弹性"向"韧性"的边际转换，本质上是应对国际政治、经济环境结构性变革的适应性调整。特别是在特朗普2.0政府政策周期重启的背景下，通过强化汇率韧性预期管理，或有效消解此前市场对于人民币"竞争性贬值"的政策误读。因此，核心在于应对市场预期影响。

图：中美经济预期差

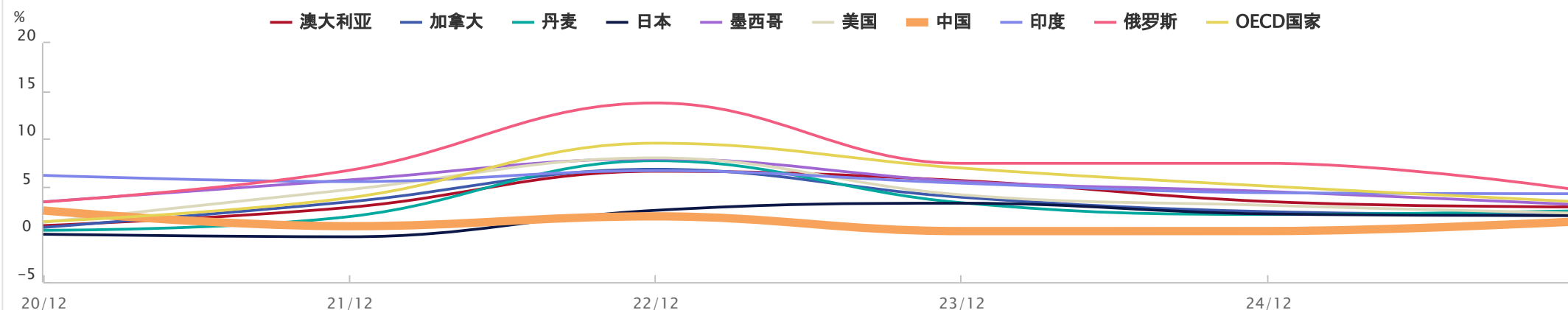


就现实经济运行特征而言，人民币名义有效汇率指数近年来虽呈现升值态势，但经通胀调整后的实际有效汇率已跌破2018年基准水平。此现象源于全球性通胀压力与中国物价稳定格局的显著分化，客观上形成人民币实际购买力的相对提升。在此背景下，人民币资产在国际市场的竞争力已通过贸易渠道充分显现，通过主动贬值获取竞争优势的政策必要性显著降低，且可能引发国际贸易摩擦的边际成本已超过潜在收益。

图：人民币名义及实际有效汇率指数



图：各主要国家整体通胀率(含预测)



source: 同花顺, 南华研究

理论层面而言，汇率韧性可视作弹性汇率制度框架下的阶段性政策目标。长期视角下，人民币汇率双向波动、弹性增强的制度改革方向具有持续性，但在短期外部冲击尚未完全消退的过渡期，保持汇率在均衡水平上的基本稳定具有现实必要性。

展望后市，基于对2025年二季度国内宏观经济格局的研判，内部经济基本盘或呈现“稳态运行、边际改善”的特征，这为汇率构筑了基础性支撑平台，或起到弱托举作用。因此，在此背景下，美元兑人民币即期汇率将更多呈现“内稳外扰”的非对称波动特征——除非出现超预期的政策刺激有效提振市场信心，内生性支撑动能方能在更大程度上对冲外部扰动因素。就美元指数的弱势延续性而言，需重点观测两大核心逻辑：1) 欧洲的吸引力是否能够持续？2) 美元的内生风险逻辑是否会被触发？通过分析，我们认为上述无论是哪一条逻辑，皆未能给美元指数带来太多的上行力量，但特朗普关税政策的推进或继续对汇率市场形成扰动，或阶段性给美元带来一定的支撑。综上，我们预计在2025年二季度，美元兑人民币即期汇率走势大概率主要运行在7上方，但暂看不到进一步向上突破7.5的动力。需要特别指出的是，在构建韧性汇率体系过程中，需审慎防范“收”与“放”之下，汇率出现快升快贬的风险。

图：美元兑人民币即期汇率趋势判断——即期与同比



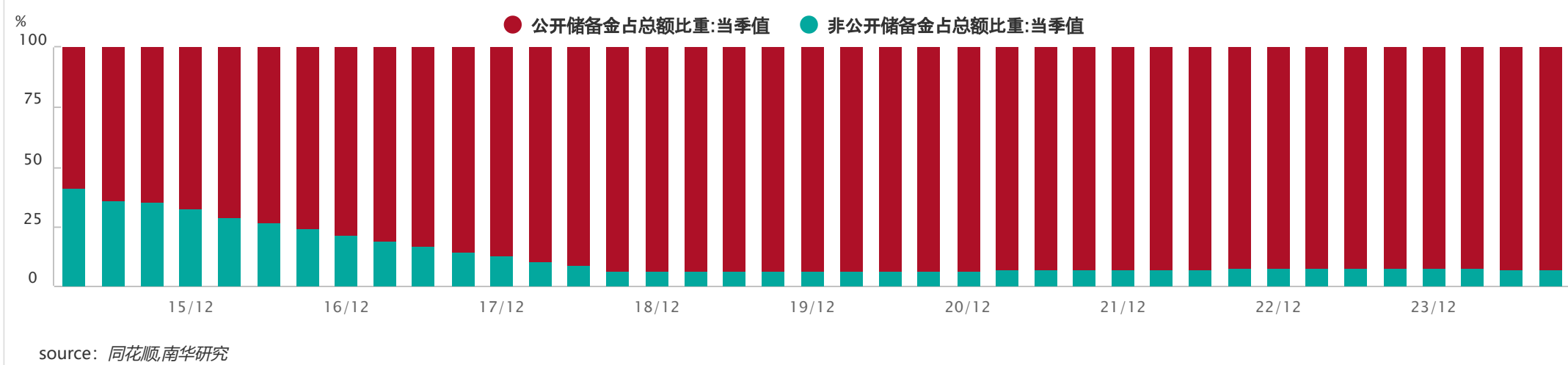
.....

四、美元：国际货币体系结构性变迁的新动力

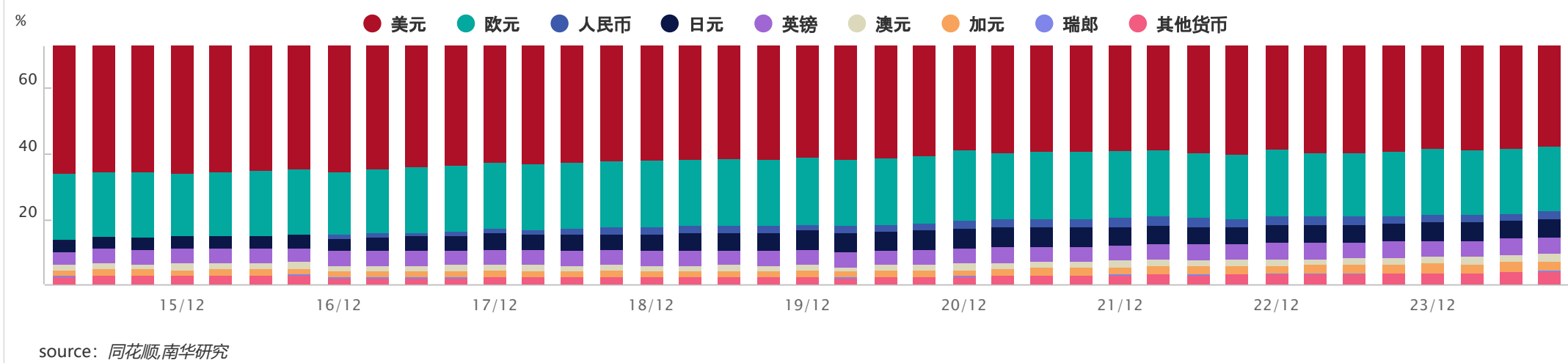
4.1 机制层面的去“美元化”

2025年4月2日这一政策时点的历史意义，或体现在其作为国际货币体系结构性变迁（去美元化）的催化剂作用。从机制层面考察，关税政策的调整或将通过贸易流量渠道重塑国际货币格局。基于国际货币职能理论，储备货币份额与跨境贸易规模存在内生性关联。历史数据显示，美元在全球储备货币中的份额与国际贸易占全球经济总量的比重呈正相关。那么这也将意味着，若特朗普反复利用关税作为谈判或者威胁的筹码，或在一定程度上加速“去美元化”进程。实证数据显示，2018年贸易争端后，非传统储备货币在外汇储备中的占比已提升1.8个百分点，黄金配置比重亦呈现持续上升趋势。需要注意的是，这是一个较为长期的过程，短期美元储备货币的地位仍难以被替代，美元在全球储备资产（占比59%）和跨境支付（占比46%）中的结构性优势尚未发生根本性转变，现有替代货币在流动性深度、政策稳定性等核心维度仍难以形成有效替代，但不排除部分或流向其他货币或资产。

图：全球公开和非公开外汇储备金占比



图：各类货币占全球公开外汇储备金比重（当季值）



表：特朗普2.0关税政策梳理——2025年

宣布日期	征收国家或地区	征收品类	征收进度	是否发生变化	拟加征税率	拟生效日
1月26日	哥伦比亚	所有商品	加征关税	是	50%	1月26日
2月1日	加拿大	所有商品	加征关税	是	25%	2月4日
	墨西哥	所有商品	加征关税	是	25%	2月4日
	中国	所有商品	加征关税	是	10%	2月4日
2月3日	墨西哥	所有商品	推迟关税	否	25%	3月4日
	加拿大	所有商品	推迟关税	否	25%	3月4日
2月5日	中国	低于800美元的低价值货物	小额免税豁免	否	——	2月5日

2月10日	所有国家	钢铁和铝	加征关税	是	25%	3月4日
2月13日	所有国家	所有商品	加征关税	是	对等税率	4月2日
2月14日	中国台湾	芯片	加征关税	是	100%	——
2月18日	所有国家	汽车	加征关税	是	25%	4月2日
	所有国家	药品和半导体芯片	加征关税	否	25%或以上	——
2月25日	所有国家	铜	232调查	——	——	——
2月26日	欧盟	所有商品	加征关税	完	25%	——
2月27日	中国	加拿大	加征关税	否	10%	3月4日
3月1日	所有国家	本材	232调查	——	——	——
3月4日	中国	所有商品	加征关税	否	10%	3月4日
	加拿大	所有商品	加征关税	是	25%	3月4日
	墨西哥	所有商品	加征关税	是	25%	3月4日
3月5日	加拿大、墨西哥	福特、通用、克莱斯勒三大汽车制造商	关税豁免至2025/4/2	否	——	3月5日
3月6日	加拿大	符合美墨加协议条件的产品	关税豁免至2025/4/2	否	——	3月6日
	墨西哥	符合美墨加协议条件的产品	关税豁免至2025/4/2	否	——	3月6日
3月11日	加拿大	钢铁和铝	加征关税	是	25%	3月11日
3月12日	所有国家	钢铁和铝	加征关税	否	25%	3月11日
3月13日	欧盟	酒精产品	加征关税	否	200%	——
3月24日	购买委内瑞拉石油和天然气的国家	所有商品	加征关税	否	25%	4月2日
	所有国家	所有商品	对等关税具备灵活性	否	——	4月2日
3月26日	所有国家	汽车及零部件	加征关税	否	25%	4月2日（整车）、5月3日（零部件）
4月2日	贸易伙伴	特朗普在白宫签署两项关于所谓“对等关税”的行政令，宣布美国对贸易伙伴设立10%的“最低基准关税”，并对某些贸易伙伴征收更高关税。				

source：白宫官网、南华研究

表：2025年以来，特朗普关税政策进展梳理

征收对象	进展	具体内容
全球	已生效	对全球钢铁和铝征收25%关税，于3月12日生效。

	调查中	2月13日发布《互惠贸易和关税》备忘录，发起“对等关税”调查，重点提及欧洲的增值税/数字服务税/汽车/贝类、印度的农产品关税等。计划4月2日宣布“对等关税”的具体措施。
		2月25日签署行政令，启动对铜进口威胁美国国家安全的232调查。
		3月1日签署行政令，启动对木材和木制品进口威胁美国国家安全的232调查。
	口头威胁	对来自法国和其他欧盟国家的所有葡萄酒、香槟等酒类产品征收200%的关税。
		对汽车、半导体、药品、芯片、木材加征普遍关税。
		对“外部”农产品征收普遍关税，让美国农民“准备好开始生产大量农产品在美国国内销售”。
		对欧盟商品加征25%关税。
北美	已生效	对来自加拿大、墨西哥的不符合美墨加贸易协定的商品征收25%普遍关税(其中加拿大能源10%、加墨的钾肥10% 关税)。
	待生效	对来自加墨的符合美墨加贸易协定的商品征收25%普遍关税，目前推迟至4月2日。
	调查中	1月20日发布《美国优先贸易政策》备忘录，启动评估“美墨加协定”的影响，4月1日发布调查报告。
	口头威胁	4月开始对加拿大木材、乳制品等商品征收高额关税。
中国	已生效	对中国所有商品额外征收20%关税。
	调查中	1月20日发布《美国优先贸易政策》备忘录，发起对中国的贸易审查，4月1日前完成审查报告。
		计划对所有中国制造或悬挂中国国旗的船舶船队收取美国港口停靠费用。

source：网络资料整理、南华研究

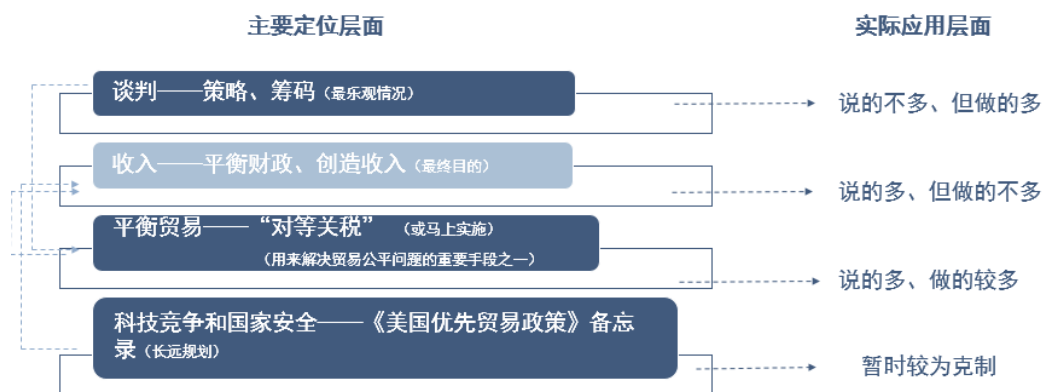
4.2 关税预期差下的去“美元化”

基于对特朗普第二执政周期的观察，市场对关税政策的战略定位存在显著认知错位。这种理解偏差正在弱化美元的传统避险功能，其深层机理值得探究。政策制定层与资本市场的观点形成有趣对照：对于美国政界高层显然认为关税是可以作为谈判工具的，而对于非美国国家而言，关税是否可作为谈判工具，似乎需要打一个问号。具体来看：

若关税确实是有效的且可作为谈判工具的博弈手段，则通胀及滞胀压力或可被看做短期的波动。但《金融时报》的调研揭示，与美方存在摩擦的多国政要在特朗普2.0时期反而获得民意跃升。与此同时，联邦预算委员会（CRFB）测算显示，若全面实施减税方案，未来十年联邦财政收入可能缩减9万亿美元，年均缺口达4500-9000亿美元。若计划以关税填补七成财政缺口（其余三成依赖其他渠道如DOGE），年度关税征收规模需达3000-6000亿美元区间。这种刚性需求极大压缩了政策回旋余地，形成"高关税依赖陷阱"。

图：特朗普2.0时期对关税的定位

图：与美方存在摩擦的多国政要在特朗普2.0时期获得民意跃升



source: 金融时报、南华研究

.....

五、其他：中期选举中面临严峻挑战

在我们近期发布的季报《或是7与期》中，我们指出：自2025年以来，美元疲软的核心原因在于特朗普政府的政策实施效果未达预期，且未能形成良性循环。进一步梳理市场各类机构的研究报告可以发现，多机构研究表明，美国当前的政治分歧已进入历史性的尖锐阶段。综合民调数据显示，特朗普的民意支持率出现下滑，并被反对声浪反超，这预示着共和党可能在2026年中期选举中面临严峻挑战。以下为具体分析：

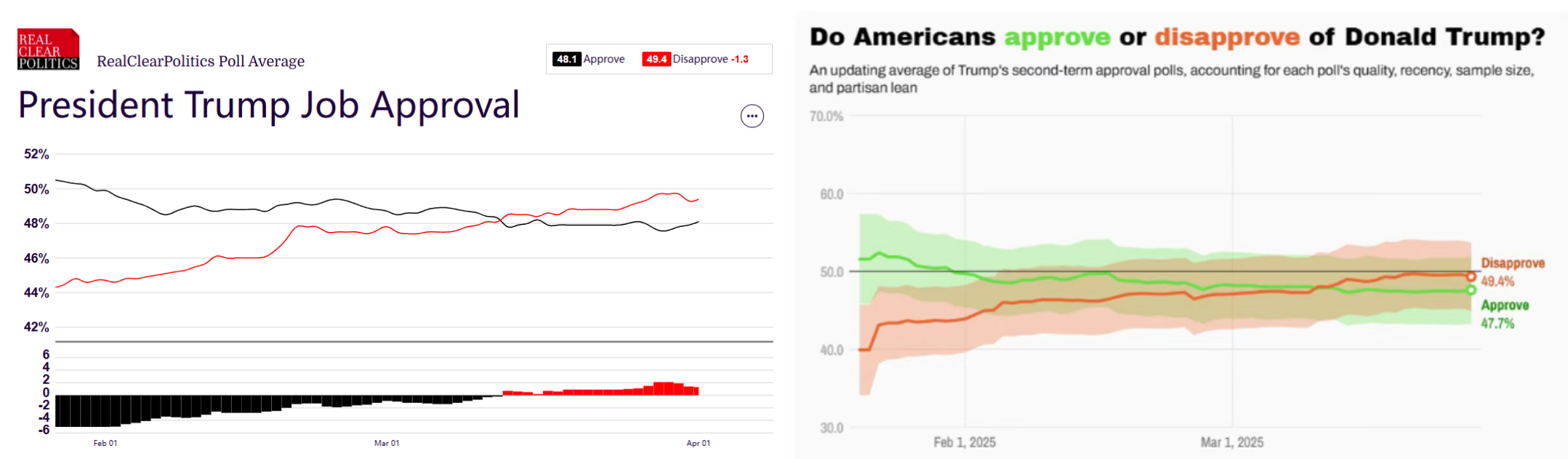
1) 主流民调机构动态跟踪

根据RealClearPolling与Silver Bulletin的持续监测，自2025年3月中旬起，特朗普的民意支持率持续下滑，已跌破50%的基准线。截至最新统计，RealClearPolling数据显示其支持率为48.1%、反对率为49.4%；



Silver Bulletin的数据显示支持率为47.7%、反对率为49.4%。两大机构的数据高度一致，进一步印证了特朗普民意基础的弱化趋势。

图：主流民调机构动态跟踪 ——特朗普支持率与反对率



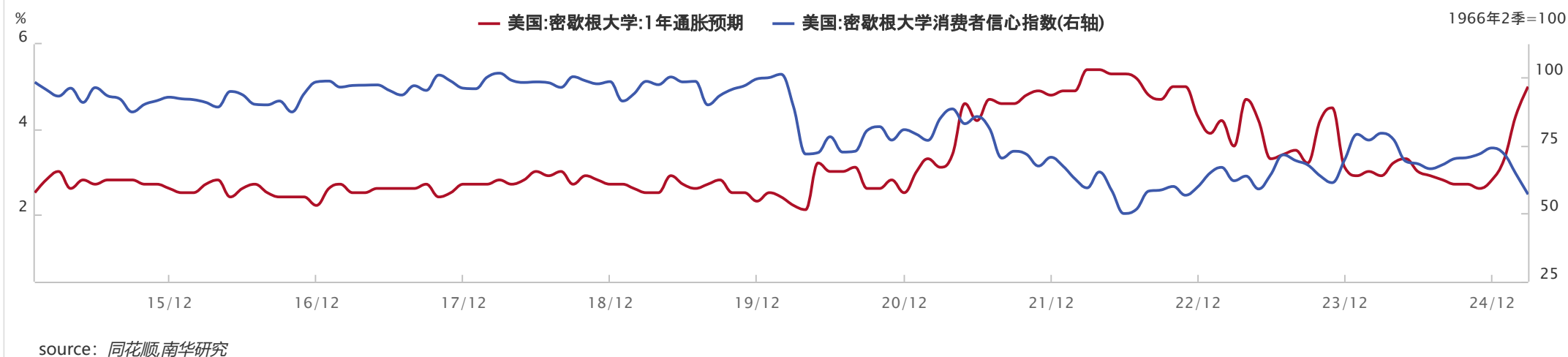
source: RCP、Silver Bulletin、南华研究

2) 选民结构深度剖析

皮尤研究中心的专项调研显示，三大选民阵营对特朗普的态度呈现出显著分化：民主党群体对特朗普的支持率仅为6%，反对率高达93%；共和党基本盘仍保持稳定，支持率为90%，反对率为7%；独立选民群体则呈现37%支持与54%反对的明显分歧，显示出该群体的态度对政策表现更为敏感。

研究进一步发现，消费者信心指数每下降10%，独立选民对特朗普的支持率便会相应下降3.5%。这一现象表明，独立选民的决策更倾向于基于经济基本面的考量。

图：美国密歇根大学通胀预期与消费者信心走势对比



3) 政治格局与选举风险评估

当前，美国众议院的政治格局呈现出历史性微弱优势：共和党仅以5席的微弱多数维持多数党地位，这一差距为百年来最小。随着独立选民对现行政策的认可度持续下降，叠加特朗普民意基础的动摇，共和党在2026年中期选举中失去众议院控制权的风险正在上升。若这一趋势延续，共和党可能面临更大的政治压力，其在中期选举中的表现将更具不确定性。

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。

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
股票简称：南华期货
股票代码：603093



Bigger mind, Bigger fortune
智慧创造财富