

人民币汇率热点

只是从“很高”到“高”

——速评中美日内瓦经贸会议

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5月12日

主要观点

前期我们提到，美元兑人民币即期汇率的后续走势，尤其是能否进一步主动下行，主要由两大核心因素决定：一是中美贸易谈判的实际推进情况；二是我国经济复苏的具体成效。从当前来看，中美日内瓦经贸会议初步释放出了积极信号，中美双方都表达了善意，也都表示谈判取得了重要的成果。在此背景下，我们判断美元兑人民币即期汇率大概率将获得阶段性下行动力，但这仅仅是短期内关税暂缓预期下的推动，较难实现明确的方向性突破。这主要是由于内部基本面的制约仍在。国内经济基本面呈现弱复苏状态，且利差因素对汇率的升值空间仍在一定程度上形成压制。因此，从经济基本面看，在“贸易关系2.0”的外部环境下，中美两国经济韧性的长期较量才刚刚拉开帷幕，国内经济能否实现持续企稳回升尚需观察。我们建议，不要完全打消风险波动的可能，需关注90天后关税是否全面取消，警惕预期差带来的风险。

风险提示：1) 特朗普政策摇摆多变；2) 欧美财政政策超预期；3) 中国宏观经济政策发力超预期。

事件点评

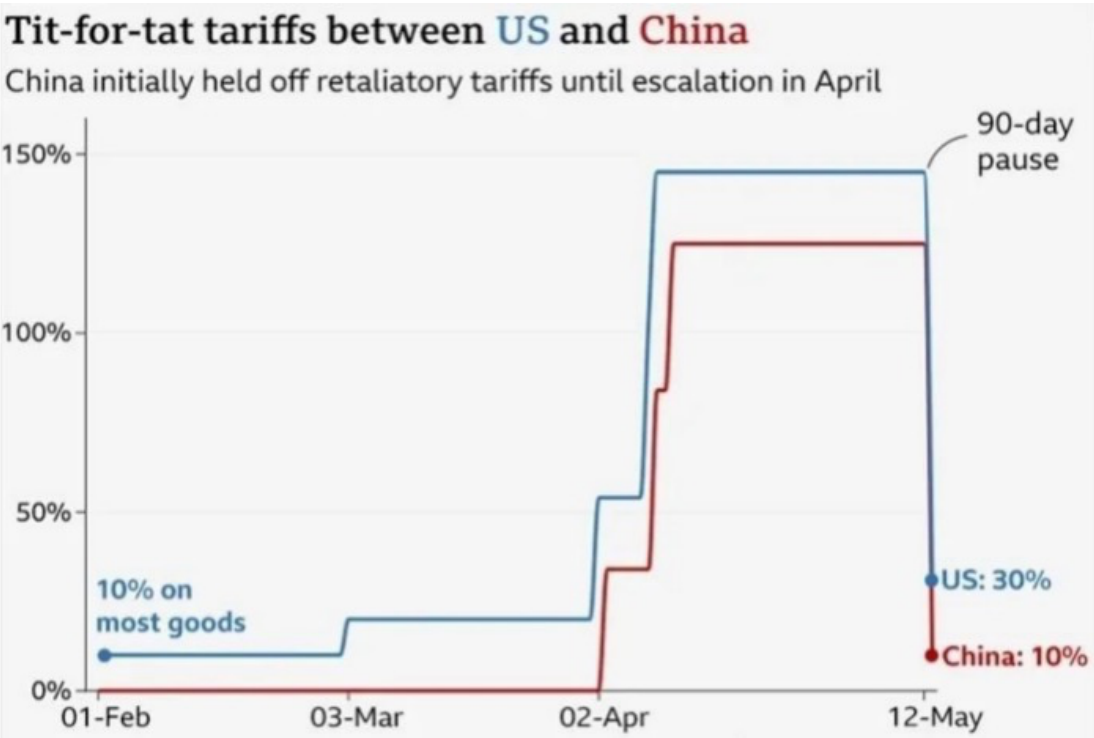
北京时间2025年5月12日15:00，全球外汇市场呈现显著波动。具体表现为：美元兑在岸人民币即期汇率及离岸人民币即期汇率同步走弱，而美元指数日内上行突破101整数关口。深入分析其背后原因，可归结于中美贸易谈判取得重大突破。此次短期沟通释放出积极信号，有效缓解了市场紧张情绪，显著提升了投资者的风险偏好，进而促使汇率市场的快速调整。与此同时，也导致此前持续施压美元指数的两大核

心驱动因素——市场对美国经济下行周期及潜在衰退风险的过度预期及中美经贸摩擦对美元信用体系信心的冲击，出现一定程度的改善。

图：北京时间2025年5月12日15:00，全球外汇市场呈现显著波动



图：中美贸易谈判取得重大突破



source: Bloomberg, BBC, 南华研究

1、本次会谈之后，中美现在实际关税水平有多高？

据梳理，今年以来的中美关税战经历了“公告和反制——升级和僵持——有限和解”三个阶段。自特朗普上任后，美国以芬太尼及全球“对等关税”为由，累计对中国加征 145% 关税，试图逼迫中国妥协让步。中国始终统筹国内国际大局，多次明确表态应对此类经贸摩擦的态度。关税战加剧了美国陷入“滞涨”风险并加速美元霸权瓦解，美方最终寻求谈判。

（1）公告和反制阶段（2月1日—4月1日）：特朗普政府以芬太尼问题为由，在2月1日、3月15日分两轮对华加征关税，累计税率达20%。作为对等回应，基于WTO争端解决机制（DS589号案）的合规性审查，中方采取精准反制措施，对美国农产品实施等效关税调整，于2月4日依据WTO争端解决机制，对原产于美国的特定商品实施关税反制。此阶段呈现典型的"行动—反应"博弈特征，双方政策工具箱仍以关税措施为主。

（2）升级和僵持阶段（4月2日—5月6日）：4月2日，美方宣布启动"对等关税"机制，初始税率为34%，经过三次动态调整后，最终落地税率达125%。这种"试探性加码—舆论造势—数字游戏"的商人思维，显著加剧贸易政策不确定性。因此我们也看到了贸易政策不确定性指数的飙升，创1995年有记录以来新高。但与此同时，中方始终保持战略克制，实施精准对等反制，最终反制税率达125%。

（3）有限和解阶段（5月7日—至今）：5月10日，中美在日内瓦启动高级别经贸磋商，经过两日密集谈判，于5月12日发布《中美日内瓦经贸会谈联合声明》。根据该声明，中美双方关税率将大幅调降。其中，美国将对中国商品加征关税从145%降至30%，为期90天；中国将对美国商品关税税率从125%降至10%，为期90天。具体来看：

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。

表：2025年以来中美贸易摩擦进程

日期	美国	中国
2025年2月1日	签署第14195号行政令，对中国进口商品加征10%关税，2月4日生效；取消800美元以下包裹免税。	——
2025年2月4日	——	税委会公告2025年第1号公告，对原产于美国的煤炭、液化天然气、原油、农业机械、大排量汽车、皮卡等加征10%-15%关税。
2025年3月3日	修订第14195号行政命令，以“芬太尼问题”为由，将中国输美商品的额外关税从10%上调至20%，部分商品综合税率超40%。	——
2025年3月4日	——	税委会公告2025年第2号公告，对美鸡肉、小麦、玉米、棉花、大豆、猪肉、牛肉、水产品等加征10%-15%关税。
2025年4月2日	签署14257号行政令，对中国额外加征34%“对等关税”，累计额外对华加征关税税率升至54%。	——
2025年4月4日	——	税委会公告2025年第4号公告，对美所有进口商品加征34%关税。并将16家美国实体列入出口管制清单。
2025年4月8日	签署14259号行政令，进一步提高对华“对等关税”50%-84%，部分商品综合税率升至104%。	——
2025年4月9日	——	税委会公告2025年第5号公告，对原产于美国的进口商品加征关税税率由40%提高至125%。
2025年4月10日	签署14266号行政令，进一步提高对华“对等关税”至125%，对华关税普遍升至145%。	——
2025年4月11日	——	税委会公告2025年第6号公告，对原产于美国的进口商品加征关税税率由84%提高至125%。
2025年4月15日	美国白宫称中国部分商品面临最高达245%的关税。	——
2025年5月12日	中美双方关税率将大幅调降。其中，美国将对中国商品加征关税从145%降至30%，为期90天；中国将对美国商品关税税率从125%降至10%，为期90天。	

source：网络资料整理、南华研究

2、此次贸易谈判结果是否超预期？

关于此次贸易谈判结果是否超预期的问题，需从政策调整幅度与协议结构两个维度进行综合评估。从显性政策调整来看，谈判结果呈现出显著的超预期特征。基于国际政治经济学中的"同盟国参照效应"，市场此前普遍预期美国对华关税政策将延续其对盟友的强硬立场。美英于前期达成的临时贸易协定中，英国作为美国核心盟友，其10%报复性关税并未获得豁免，这一先例使得市场形成理性预期，认为美国对华34%报复性关税（2025年4月2日加征）将维持刚性。然而最终协议显示，双方同意对24%商品条目实施"90日关税冻结期"，仅对剩余10%关税维持征收，显著超出市场预判的"象征性调整"预期。从博弈策略分析，协议呈现典型的"分阶段博弈"技术特征。对24%关税条目设置90日观察期，既避免单边让步的政治风险，又为后续谈判预留政策空间。当然，4月8日以及之后报复性关税被取消，芬太尼对应的20%需要额外谈判，皆符合预期。涉及芬太尼的20%，这与美国对加拿大、墨西哥的关税处理方式类似，需由公安及缉毒部门官员进行磋商。

表：关税变化对比

时间	中国队美国商品关税	美国对中国商品关税
2025年4月2日之前	15%	20%
2025年4月2日	49%	54%
2025年4月9日	84%	104%
2025年4月11日	125%	145%
5月12日	10%	30%

source：网络资料整理、南华研究

3、怎么看待后期美元兑人民币即期汇率走势？

尽管《中美日内瓦经贸会谈联合声明》释放的关税暂停措施形成阶段性政策红利，但需清醒认识到，此次调整本质是“有限和解”而非“完全和解”。对投资者而言，应建立短期交易性机会与长期风险对冲的双重策略框架，即在享受短期市场情绪修复带来的人民币升值“红利”的同时，不要完全打消风险波动的可能，需关注90天后关税是否全面取消，警惕预期差带来的风险。具体分析如下：

一是，从货币当局调控逻辑观察，中国人民银行通过“逆周期调节因子 + 一篮子货币参考”的政策组合，将人民币汇率中间价稳定锚定在7.2左右，既避免汇率超调冲击出口竞争力，又为后续谈判预留政策空间。这种稳存量、防过激的调控思路，与90天关税暂停期形成政策协同。

二是，国内经济弱复苏的基本面特征仍构成汇率升值天花板。90天的缓冲期或对2025年二季度国内经济将起到一定的支撑作用。但如前文所述，24%的对等关税目前只是暂停实施，并非明确取消，后续可能根据谈判情况进行调整。在这种不确定性下，未来90天内预计会出现新一轮的对美抢出口，进而形成“抢出口——补库存——扩生产”的短期正向循环，客观上降低了短期内出台大规模需求刺激政策的必要性。但需要注意的是，国内经济基本面仍呈现弱复苏状态，且利差因素在一定程度上对人民币汇率的升值空间形成制约。因此，从经济基本面来看，在“贸易关系 2.0”的外部环境下，中美两国经济韧性的长期较量才刚刚开始，国内经济能否实现持续企稳回升仍有待观察。

三、双边经贸关系难以实现线性改善。关于中美经贸谈判的后续演进及潜在风险，需从政策惯性、谈判阶段性与结构性约束三个维度进行系统性研判。首先，特朗普政府呈现典型的“交易型”政策特征，其重商主义决策模式具有显著的不确定性。这种以短期利益最大化为导向的施政风格，叠加中美之间根深蒂固的意识形态分歧，使得双边经贸关系难以实现线性改善。尽管日内瓦会谈达成阶段性共识，双方要达成类似2020年《第一阶段经贸协议》的升级版文本，势必将经历多轮博弈周期。从谈判进程的技术特征分析，中方对会谈“建设性”的定性评价，客观反映了当前磋商所处的初始阶段。根据国际谈判理论，此类表述通常意味着：其一，双方已就程序性框架达成共识，但实质性议题仍存分歧；其二，相较于特朗普执政后期双边沟通的实质性中断，当前已形成可延续的对话机制。这些因素共同作用，将导致实质性谈判呈现“迂回式”推进特征。从政策风险评估视角看，尽管关税政策存在反复可能，但发生类似2025年4月单边加征至125%极端税率的可能性已显著降低。这种判断基于三点考量：其一，当前关税水平已触及美国消费者承受能力的临界点，据彼得森国际经济研究所测算，关税每提升10个百分点，将导致美国家庭年支出增加780美元；其二，全球产业链重构成本开始显现，美国制造业回流企业的平均运营成本较关税战前上升；其三，国际货币体系的潜在变革压力，使美元霸权难以持续承受贸易保护主义的反噬效应。因此，未来关税政策更可能呈现“小幅调整+例外条款”的组合特征，而非颠覆性转变。

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

南华期货APP



南华期货公众号



南华点金公众号



Bigger mind, Bigger fortune
智慧创造财富