

摘要：人民币相对于美元的贬值压力依旧存在，后续仍需关注特朗普对华的政策态度

人民币汇率热点

## 2025年美国总统就职演说点评

### 《新官上任三把火，特朗普交易兑现率能够几成？》

2025年1月23日

#### 主要观点

1、回顾近期人民币汇率的内部基本盘表现，无论从基本面角度，还是从外汇政策角度，均以“稳”的方式为人民币提供了一定的支撑。展望未来，尽管“抢出口”效应可能逐步衰减，但国内宏观政策的持续发力有望推动消费等领域的边际改善。外部环境方面，若关税冲击保持在可控范围内（基于基准判断，特朗普可能在2025年一季度提供一定窗口期，为“抢出口”创造条件），那么我国未来1—2个季度的经济基本面大概率有望延续当前的积极态势。

2、预计短期内，特朗普政府的政策重心将倾向于移民和能源问题。关税方面，在初期阶段，其可能更多地通过威慑和谈判来展开关税政策，而实质性的政策推进动作可能相对滞后。中长期走向，仍存在不确定性。

特别值得关注的是，尽管近期中美之间出现了一些积极的互动信号，然而关税问题所带来的风险仍未得到实质性的缓解。

风险提示：海外货币政策调整超预期、地缘政治冲突超预期、国内政策落地不及预期

## 正文

---

### 一、内部基本盘仍以“稳”为主

---

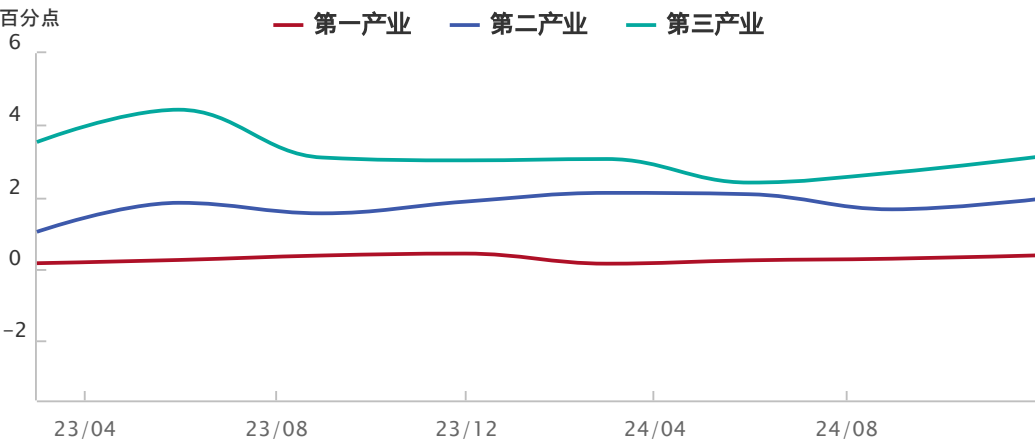
回顾近期人民币汇率的内部基本盘表现，无论从基本面角度，还是从外汇政策角度，均以“稳”的方式为人民币提供了一定的支撑。

#### 1.1 基本面

基本面方面，从最近公布的我国GDP数据来看，2024年第四季度GDP当季同比录得5.4%，圆满完成全年5%的增长目标。符合我们在年报《布局与破局》的判断，在2024年9月至10月期间一系列增量政策的推动下，四季度增速大概率相较于二、三季度有所提升，全年呈现“U型”增长。

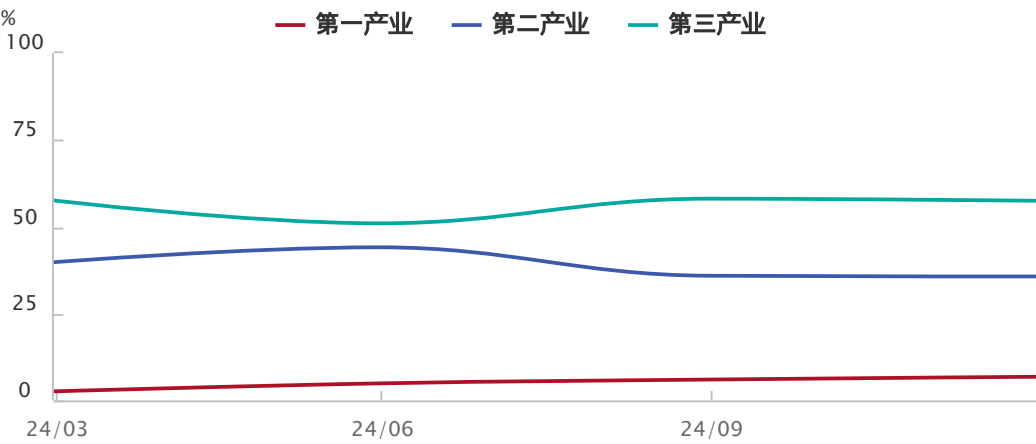
我国2024年四季度经济表现亮眼，其原因可从多方面进行剖析。其中，第三产业不变价当季同比有所反弹，显现市场预期改善后，服务业消费和金融企业GDP的回暖在一定程度带来了正面影响；另一方面，出口在该季度继续发挥关键拉动作用。与此同时，我们观察到，出口的超预期带动了制造业投资，并在一定程度上维持了我国在全球产业链中的贸易份额。

图：各产业对中国GDP当季同比拉动情况



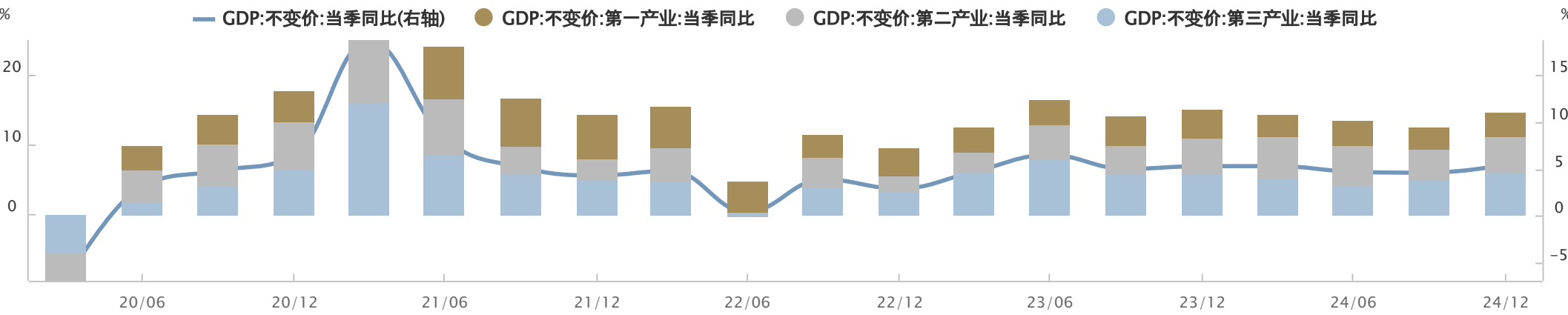
source: 同花顺,南华研究

图：三大产业对中国GDP增长当季同比贡献率



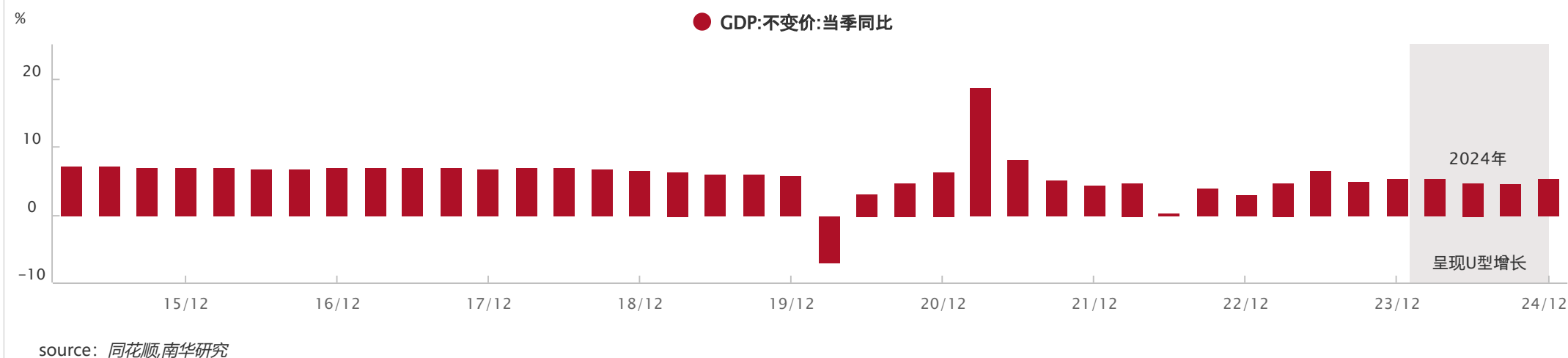
source: 同花顺,南华研究

图：中国GDP不变价（分产业）



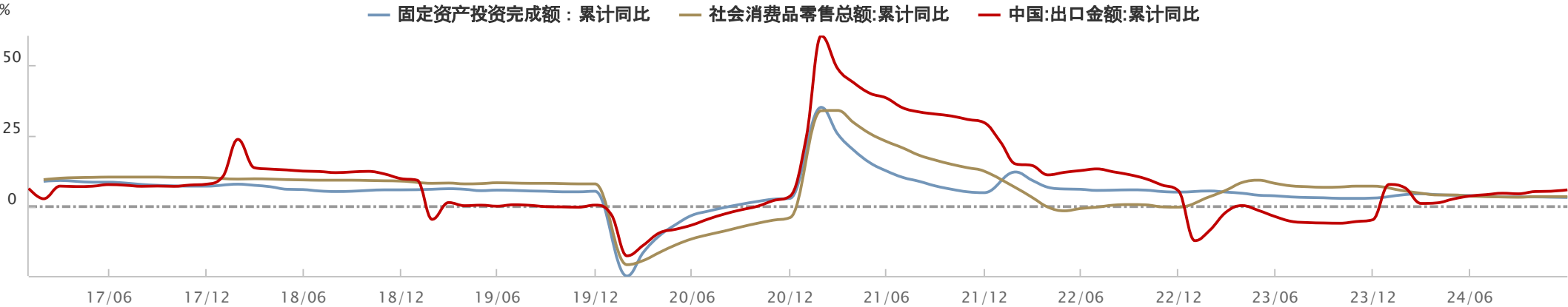
source: 同花顺,南华研究

图：中国GDP增速

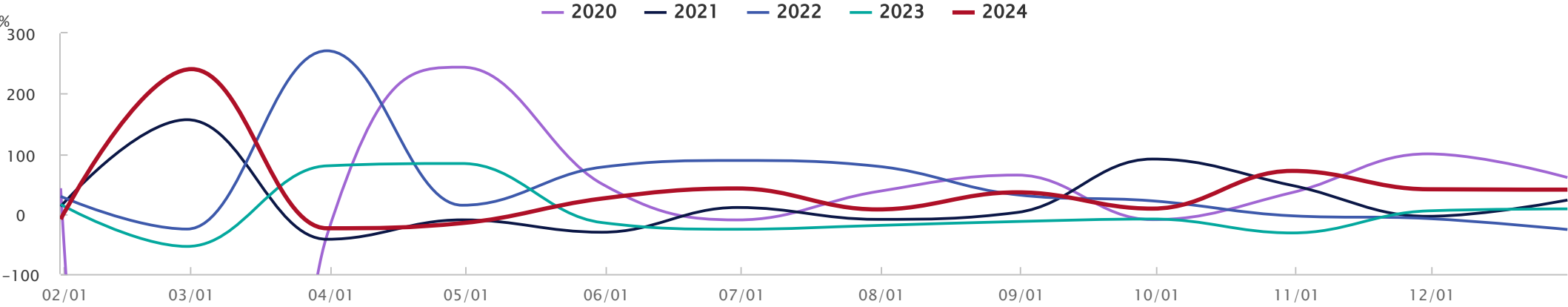


从全年视角审视，美国和欧洲国家正进入补库周期，加之“抢出口”效应的促进作用以及人民币贬值对贸易顺差占比的正面影响，共同推动了我国2024年全年贸易状况保持顺差，且顺差规模达到近十年来的最高水平。展望未来，尽管“抢出口”效应可能会逐步减弱，但国内宏观政策的持续发力有望促进消费等领域的边际改善。在外部环境方面，如果关税冲击能够维持在可控范围内（基于基准判断，特朗普可能在2025年第一季度提供一定的窗口期，为“抢出口”创造条件，同时人民币相对于美元仍存在一定的贬值压力，这将继续有利于出口。具体分析将在下文展开），那么我国未来1至2个季度的经济基本面很可能会延续当前的积极态势。然而，需要注意的是，尽管宏观数据超出预期，但微观经济主体的实际感受仍然较为疲软。

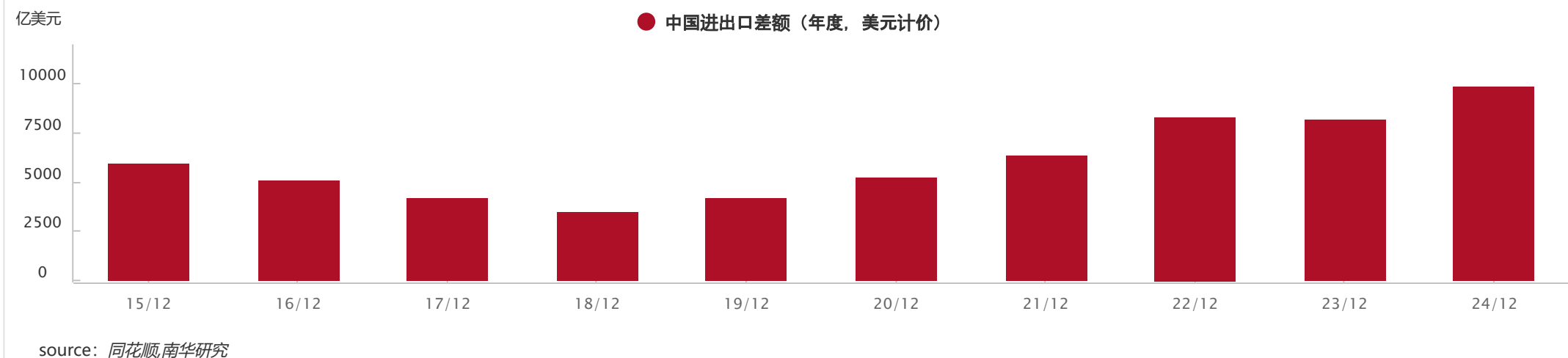
图：中国三驾马车拉动情况



图：中国贸易差额当月同比季节性图（以美元计价）



图：中国进出口差额（年度，美元计价）



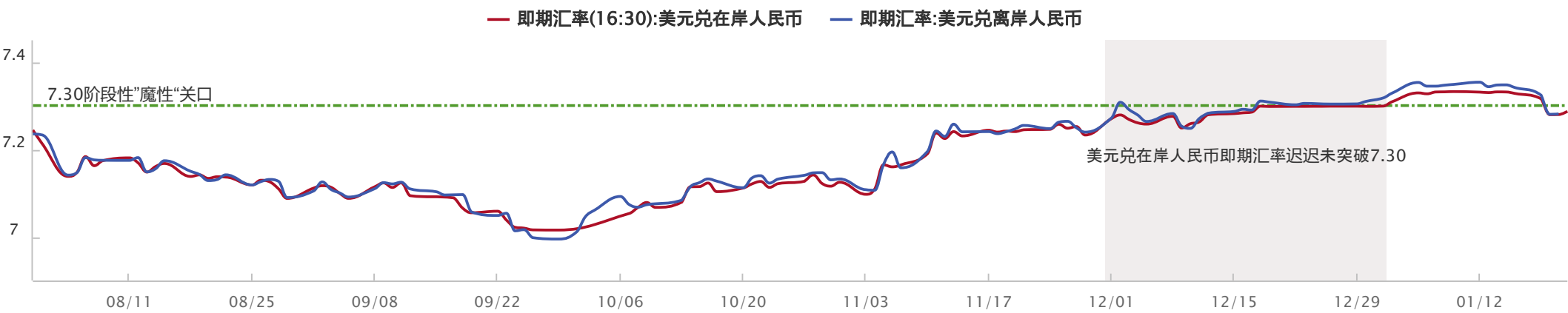
## 1.2 央行态度

外汇政策方面，央行如期完美展现了“收与放”之间平衡的艺术。

### 1) 放：阶段性择机适度释放压力

经过长达一个多月的“关键”关口守护，美元兑在岸人民币即期汇率最终于2025年1月3日升破7.30，这也意味着央行正在阶段性地择机适度释放人民币相对于美元的贬值压力，以避免贬值压力过度累积。探寻汇率突破魔性关口的背景，一方面，市场始终未能等到国内经济基本盘释放超预期的积极信息；另一方面，在国内以稳定为主的发展基调下，海外局势再生波澜，特朗普再次引发关税问题，美联储12月会议纪要以及美联储的“传声筒”均传达了对降息的审慎态度。同时，美国12月非农就业数据再度表现强劲，凸显出美国经济的韧性，从而支撑美元指数持续上行。

图：美元兑在岸人民币即期汇率最终升破 “7.30”



source: 同花顺,南华研究

图：美元指数直逼110关口



source: 同花顺,南华研究

## 2) 收：外部压力当前，频频出手

与此同时，我们也观察到，在短暂的释放压力之后，央行的稳汇率政策在近期不断出台，涵盖预期管理、数量型工具以及价格型工具等多个方面。具体来看：

1月3日，中国人民银行货币政策委员会2024年第四季度例会释放出“三个坚决”的信号。即“增强外汇市场韧性，稳定市场预期，加强市场管理，坚决处置扰乱市场秩序的行为，坚决防止形成单边一致性预期并自我实现，坚决防范汇率超调风险，保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定。”这一表述与前期中央政治

局会议和中央经济工作会议上对汇率的表态相比，态度更为坚定，反映出央行对汇率稳定的重视程度有所提升。

**1月9日，中国人民银行招标发行规模“创纪录”的离岸央票。**从此次央行发行离岸央票的背景分析，国内经济基本面主要以“稳”为主，而海外因素对人民币施加了较大压力。此外，中美利差显著扩大，尤其是在2024年11月之后，美元兑人民币即期汇率面临较大上行压力，并已初步逼近历史相对高位。考察离岸央票的到期情况及此次发行量，我们未发现近期有到期的央票。此次单次发行规模达600亿元，创历史新高。**综上，对于此次央行发行离岸央票的目的，我们认为其更多地意在发出稳汇率的信号、回笼离岸人民币流动性，而非单纯的滚动发行、借新还旧。若央行继续遵循上述“滚动发行、借新还旧”规律在香港发行央票，考虑到目前即将到期的150亿元1年期限央票（发行日期为2024年2月20日，到期日期为2025年2月22日），以及即将到期的300亿元3个月（91天）期限央票（发行日期为2024年11月20日，到期日期为2025年2月21日），和即将到期的250亿元6个月（182天）期限央票（发行日期为2024年9月25日，到期日期为2025年3月28日），可以合理推测，无论届时人民币兑美元汇率是否面临压力，下一次发行离岸央票的时间很可能在3月之前，且发行的期限将分别为3个月（91天）和1年期，发行规模预计分别为300亿元和150亿元。**

**1月10日，中国人民银行决定阶段性暂停在公开市场买入国债。**从中国人民银行决定阶段性暂停在公开市场买入国债的操作来看，我们认为这表明，稳汇率的重视度在一定程度上有所提升。

**1月13日，中国人民银行与国家外汇局联合上调跨境融资宏观审慎调节参数。**对于中国人民银行与国家外汇管理局决定将企业和金融机构的跨境融资宏观审慎调节参数从1.5上调至1.75，这一决策在理论上意在激励企业和金融机构扩大外债借贷规模（境内企业和金融机构的外债额度提高了16.7%），适度放宽其跨境融资额度，进而促进外债规模的扩大和资金流入，特别是美元的流动性，以减轻人民币对美元的贬值压力。从历史背景来看，该参数的上调通常与汇率的显著波动以及人民币对美元面临的较大贬值压力相伴随。然而，必须指出，在当前中美利差仍存在差距的情况下，企业是否愿意承担更高的市场借贷利率是一个值得探讨的问题。



题。此外，宏观审慎参数仅影响跨境融资风险加权余额的上限，企业是否实际使用该额度仍由其自主决定。因此，该政策更多地是向市场传递稳定汇率的信号。这一点可从以往调整后的汇率走势中得到印证，即在中美利差倒挂且国内经济难以提供足够支撑的情况下，汇率往往延续之前的走势。综上，在人民币相对于美元仍面临贬值压力的当下，监管层推出该汇率政策的主要目的包括：一是向市场传递稳定汇率的信号；二是增加投机活动的成本。

1月13日，中国人民银行行长潘功胜同日在第18届亚洲金融论坛上对汇率问题作出回应，中国外汇市场指导委员会会议也强调了稳定汇率的重要性。

表：近期央行稳汇率政策梳理

日期	类型	具体内容
2025年1月3日	预期管理	中国人民银行货币政策委员会2024年第四季度（总第107次）例会于12月27日召开：增强外汇市场韧性，稳定市场预期，加强市场管理，坚决对扰乱市场秩序行为进行处置，坚决防止形成单边一致性预期并自我实现，坚决防范汇率超调风险，保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定。
2025年1月9日	数量型	为丰富香港高信用等级人民币金融产品，完善香港人民币收益率曲线，根据中国人民银行与香港金融管理局签署的《关于使用债务工具中央结算系统发行中国人民银行票据的合作备忘录》，2025年1月15日（周三）中国人民银行将通过香港金融管理局债务工具中央结算系统（CMU）债券投标平台，招标发行2025年第一期中央银行票据。第一期中央银行票据期限6个月（182天），为固定利率付息债券，到期还本付息，发行量为人民币600亿元，起息日为2025年1月17日，到期日为2025年7月18日，到期日遇节假日顺延。第一期中央银行票据面值为人民币100元，采用荷兰式招标方式发行，招标标的为利率。
2025年1月10日	价格型	中国人民银行决定阶段性暂停在公开市场买入国债：鉴于近期政府债券市场持续供不应求，中国人民银行决定，2025年1月起暂停开展公开市场国债买入操作，后续将视国债市场供求状况择机恢复。
	外汇和跨境宏观审慎管理	中国人民银行、国家外汇局上调跨境融资宏观审慎调节参数：为进一步完善全口径跨境融资宏观审慎管理，继续增加企业和金融机构跨境资金来源，引导其优化资产负债结构，中国人民银行、国家外汇局决定将企业和金融机构的跨境融资宏观审慎调节参数从1.5上调至1.75，于2025年1月13日实施。
2025年1月13日	预期管理	中国人民银行行长潘功胜在亚洲金融论坛开幕式上的致辞：近段时间以来，美元指数高企，非美货币普遍都在贬值。人民币对美元汇率也有所贬值，但总体展现出较强韧性。经过多年持续努力，中国外汇市场已取得长足的发展，市场参与者更加成熟，交易行为更加理性。目前，货物贸易人民币跨境收支占比已达到30%，降低了企业生产经营面临的汇兑风险敞口。人民银行、国家外汇局作为外汇市场的监管者，在面对市场变化时更加从容，经验更加丰富，有信心、有条件、有能力维护外汇市场的稳定运行。我们将坚持市场在汇率形成中起决定性作用，有效发挥汇率的宏观经济和国际收支自动稳定器功能。同时，坚决对市场顺周期行为进行纠偏，坚决对扰乱市场秩序行为进行处置，坚决防范汇率超调风险，保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定。
	预期管理	中国外汇市场指导委员会会议在北京召开。中国人民银行副行长宣昌能、国家外汇局副局长李斌出席会议并讲话。会议讨论了近期外汇市场形势，部署了加强外汇自律管理有关工作。会议强调，要坚定不移保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定。人民银行、外汇局将继续综合施策，稳定预期，增强外汇市场韧性，加强外汇市场管理，坚决对市场顺周期行为进行纠偏，坚决对扰乱市场秩序行为进行处置，坚决防范汇率超调风险。外汇市场指导委员会将加强对外汇市场自律机制的指导，进一步强化行业自律管理，指导外汇市场成员严格落实自律规范，对扰乱市场秩序、恶意误导公众等违反自律规范的行为及时采取措施。外汇市场自律机制成员要坚持以服务实体经济为首要任务，努力为企业和居民提供稳定的汇率环境。要坚持汇率风险中性，完善服务企业汇率风险管理的长效机制。要自觉遵守自律规范，不得扰乱市场秩序，不得推波助澜加剧顺周期行为，共同维护外汇市场有序规范运行。

2025年1月14日	预期管理	国新办新闻发布会（介绍金融支持经济高质量发展有关情况）：1）人民银行汇率政策立场是清晰和一以贯之的，保持人民币汇率基本稳定的目标不会改变；2）下阶段，将继续综合采取措施，增强外汇市场韧性，稳定市场预期，加强市场管理，坚决对市场顺周期行为进行纠偏，坚决对扰乱市场秩序行为进行处置，坚决防范汇率超调风险，保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定；3）下一步将加强外汇市场管理，适时采取宏观审慎和逆周期调节措施，坚决对外汇市场顺周期行为进行纠偏，维护人民币汇率在合理均衡水平上保持基本稳定。
------------	------	--

source：南华研究

表：我国外汇市场逆周期调控工具梳理

工具类型	主要措施	优点	缺点
数量型	即期市场：主动运用外汇储备来投放或收回美元管理汇率走势	对即期汇率影响较为明显	不透明（准确时点很难判断）；可能消耗外汇储备或对货币政策形成掣肘；干预存在上限
	掉期市场：近购远结，收紧美元；近结远购，投放美元		
	在离岸人民币市场发行央票	兼顾灵活性与低成本且透明；推动人民币国际使用	阶段性工具
价格型	逆周期因子	更透明、更具市场化，市场能够准确感知意图	不符合长期取消中间价的目标
	离岸人民币流动性（CNH Hibor）：干预离岸市场，增加套利与做空成本		不利于境外人民币市场建设及人民币国际化；没有解决本质的问题
	远期售汇业务外汇风险准备金率		对企业自主管理风险敞口有影响，提升企业购汇成本
	在外汇市场上买进或卖出外汇时，同时在国内债券市场上卖出或买进债券	不改变现有货币政策	冲销干预有效与否，需视情况而定
外汇和跨境宏观审慎管理	结售汇相关：银行外汇考核“货物贸易结汇/收汇率变动”；对实需结售汇的期限加以限制	能够有效推动跨境资本流动与结售汇相对均衡	对企业自主管理风险有影响
	跨境资本流动相关：控制QDII/（R）QFII等审批额度；调整人民币跨境账户融资政策		对资本账户开放和人民币国际化有影响
预期管理	官方发声引导市场预期	成本最小，市场能迅速感知	需要央行具备较高信誉，较高政策透明度且高效市场沟通
窗口指导	央行引导金融机构展开行动，达到自己的政策目的	对人民币的提振作用效果显著	不透明，行政干预色彩浓重，不利于人民币市场化运行

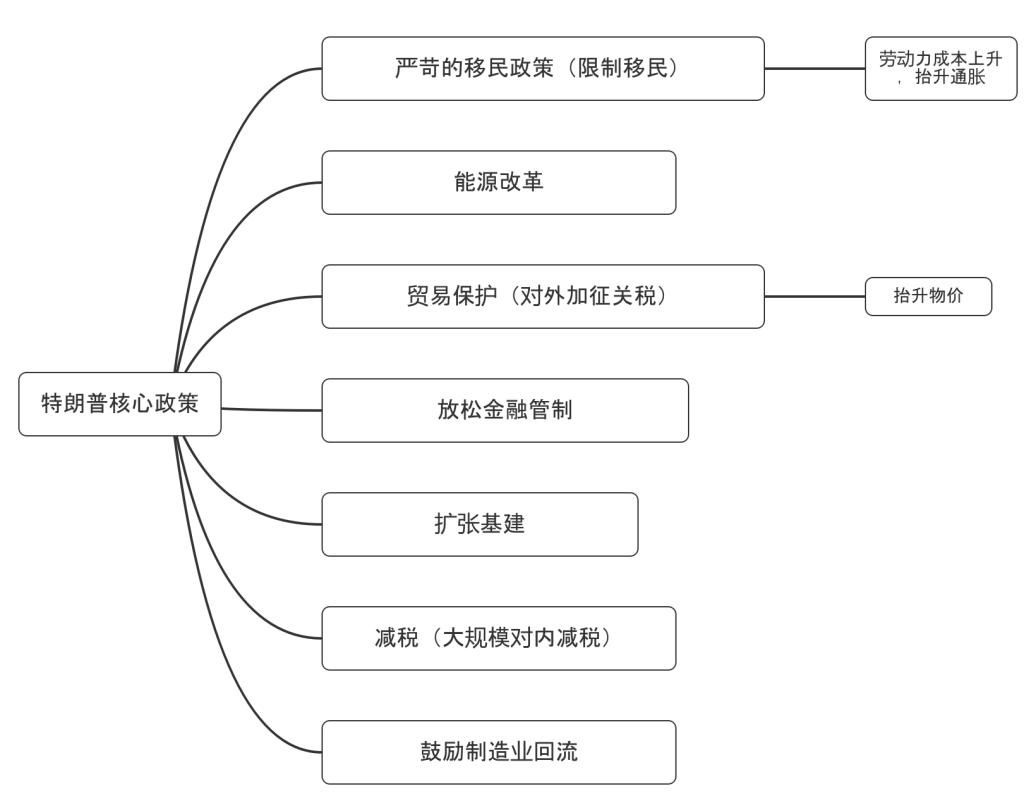
source：南华研究

综合来看近期央行对汇率的表现，我们认为符合我们在年报《布局与破局》中对2025年央行或对汇率采取的态度，即“在2025年，我国央行对汇率的容忍度或在一定程度上有所打开。但在必要时将适度引导汇率走势，这将成为主导趋势，特别是面对外部冲击加剧或市场出现羊群效应时，我国央行仍可能采取灵活的策略，动用其政策工具箱中的多种工具。”

## 二、内部基本盘仍以“稳”为主

在海外层面，近期最为关键的事件无疑是特朗普的正式就任。自本次美国总统竞选活动启动以来，尤其是随着特朗普胜选概率的逐步攀升，市场便围绕其可能推行的政策展开了一系列复杂的博弈。特别是特朗普所主

张的部分政策，与美国当前亟待解决的高通胀问题存在显著冲突。例如，其主张的驱逐移民、对外加征关税以及对内减税等政策，可能从供给和需求两端同时推高美国的通胀压力。因此，无论是对特朗普政府自身而言，还是从市场的角度来看，哪些政策将得以更快速地推进，以及推进力度如何，均是未来值得深入探讨的关键问题。这些问题不仅将影响美国未来的通胀及经济增长前景，还将重塑各类资产的交易逻辑。



对于外汇市场而言，我们认为，未来围绕海外端的核心议题之一将是特朗普上台后，市场对“特朗普交易”热情的变化趋势——是升温还是降温。对此，我们仍维持年报《布局与破局》中的观点：只要特朗普在位，“特朗普交易”大概率将持续影响整个金融市场，并阶段性主导外汇市场的波动，进而影响美元指数等关键指标的走势。我们关注的重点应集中在特朗普主要政策的推进程度以及推进力度是否超出市场预期。若政策推进超预期强势，美元大概率将保持强势；反之，若推进力度不及预期，则可能导致美元上行动力不足。从市场形成“特朗普交易”的深层逻辑来看，其本质是市场对特朗普主张的政策可能引发美国“再通胀”的预期交易。市场主要担忧的两点是：一是关税政策可能导致核心商品价格上涨；二是移民政策收紧可



能引发服务业成本上升。这些因素共同作用，使得市场对美国通胀预期的调整成为影响外汇市场的关键变量。

综上，我们将以特朗普开启2.0时代的首日就职演说、签署的行政命令等为切入点，深入观察其未来可能实施的政策节奏。

## 2.1 就职演说：优先关注内政，整体延续竞选时思路

市场原本预期将迎来一场重大变局，然而特朗普的就职演说表现出对关税政策力度和对华态度的相对温和，其表态未能达到市场预期，从而导致“特朗普交易”热度有所降温，美元指数显著回落，美元兑人民币即期汇率亦快速下行。但我们认为这仅仅是美元多头的暂时性调整。在演说中，特朗普明确提及了一些将优先发布的行政令，内容主要涵盖边境、社会、能源和产业等领域。其中，一项行政令旨在解决南部边境的移民问题，另一项则聚焦于能源领域，允许美国扩大石油和天然气钻探活动，其宣传口径称此举措为降低美国通胀的一种手段。整体而言，特朗普的施政思路体现出优先关注内政的倾向，重点聚焦移民与能源问题。对于我国而言，这或许提供了一个沟通与试探的契机，以进一步观察和评估未来政策走向。

特朗普就职首日重点内容如下：

**1) 关税政策：**在就职演讲中，特朗普未宣布针对任何国家征收关税，也未给出具体时间表，仅提及成立外部税务局。后续在签署行政令时，他虽表示考虑从2月1日起对墨西哥和加拿大征收25%关税，并有对所有进口商品征收10%-20%关税的设想，但未提及对华加征关税。

**2) 移民遣返：**特朗普将美国当前诸多社会问题归因于移民问题，并宣称将颁布多项行政令以推行“反移民”政策，将实施大规模驱逐非法移民的行动，强化边境管控，并部署军队协助执行相关管理任务。举措包括停止非法入境、派遣军队前往南部边境等。

**3) 能源政策：**特朗普表示，要加速能源开采进程，并废除部分严苛的环保标准，以应对通货膨胀压力。具体举措包括，计划增产传统能源，中止“绿色新政”、退出《巴黎协定》等，强调通过增加传统能源供应来

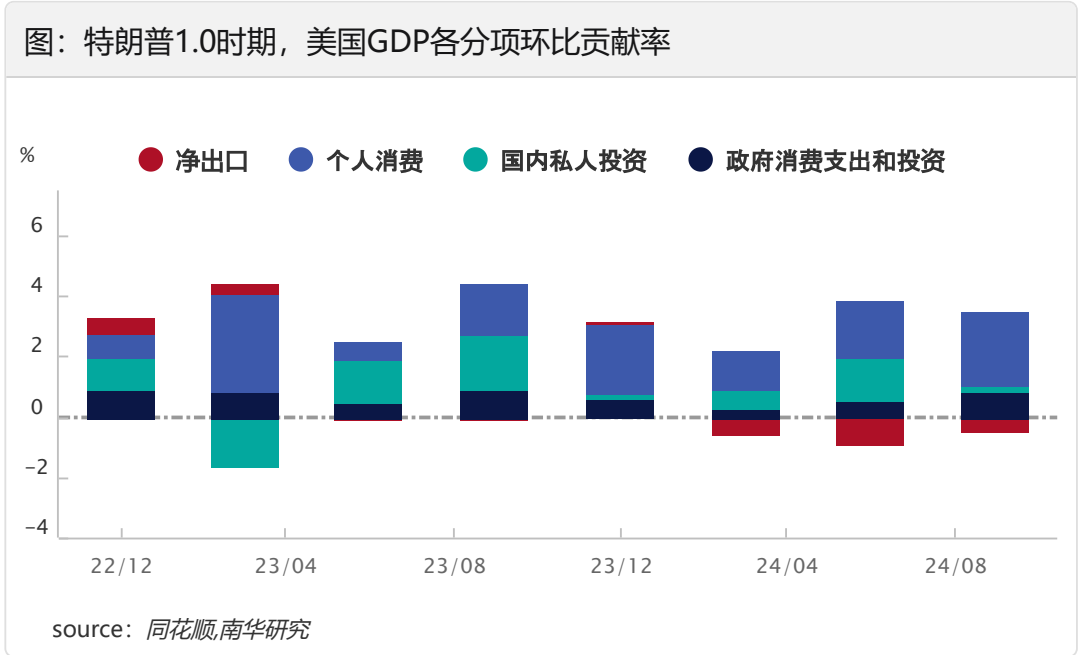
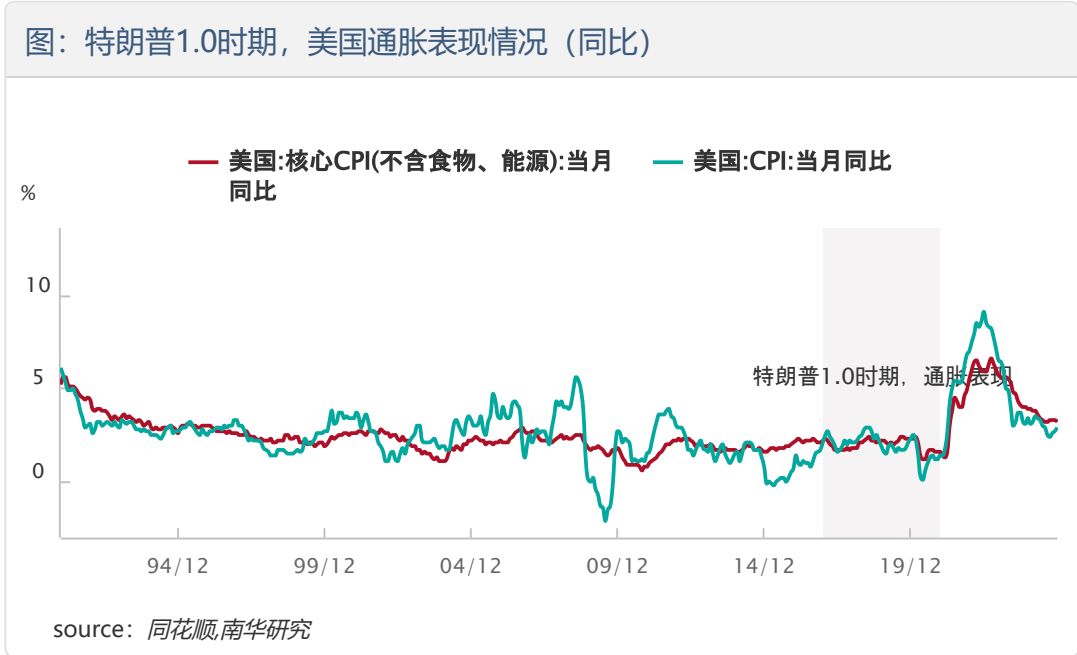
降低通胀。此次特朗普将重心放在能源问题上，可能源于潜在的再通胀风险，以迎合选民诉求。**因此，我们预计短期内特朗普在关税政策上的节奏将放缓，更多聚焦于内政问题。**

**4) 通胀：**特朗普认为，当前通胀的成因主要包括政府过度支出以及能源价格上升。针对前者，他计划通过设立政府效率部以优化财政支出结构，降低政府开支。针对后者，则拟通过增加美国传统能源的产量来缓解能源成本的上升压力。

**5) 地缘政治：**特朗普表示将尽快结束俄乌冲突，并声称将为美国在巴拿马运河的权益而斗争，夺回对其的控制权。

**6) 对内减税：**未提及相关内容，因此目前来看，美国二次通胀风险整体可控。

从近期中美关系的发展来看，自2024年12月17日特朗普表态“中美两国可以共同解决世界上的所有问题”，到2025年1月17日习近平主席与特朗普通电话释放积极信号，再到特朗普上台首日的发言，均显示出中美关系出现边际缓和的态势。然而，我们仍需对关税政策保持警惕。特朗普提及成立外部税务局，且白宫公布的美国贸易政策备忘录中提到将审查中美经贸协定的执行情况，并根据审查结果采取适当行动，这些迹象表明贸易政策仍存在不确定性。



图：对比特朗普1.0与2024年——外汇市场的起伏和转折点



## 2.2 行政命令和备忘录：重心侧重移民与能源问题

行政命令与备忘录是总统推行政策的关键工具。行政命令需援引法律授权，并在联邦公报上发布，其一经发布即具有法律效力，但无需经由立法程序即可实现政策主张，因此通过分析特朗普签署的行政命令，可洞察其政策优先级。这一点可从特朗普第一任期的表现中得到印证：在其第一任期上任首日，仅签署了一项针对奥巴马医改的行政命令，并在随后三个月内主要围绕医改立法推进政策。从当前特朗普签署的行政命令来看，多数涉及移民和能源领域，对关税和外交的涉及较少。相比之下，备忘录无需在联邦公报上公布，且不直接具备法律效力，更多地体现为总统指导联邦机构行动的纲领性文件，具有较高的灵活性。

表：特朗普2.0时代，上任首日签署的行政命令梳理

涉及领域		行政命令内容
1	移民	宣布南部边境进入紧急状态
2		确保美国领土完整
3		暂停美国难民接收计划
4		终止出生公民权
5		保卫边境，继续建墙、依法拘留和驱逐非法移民
6		打击非法移民
7		保护公民免受外国人实施恐怖袭击
8	能源	宣布国家能源紧急状态
9		推动美国能源

10	政府效率	促进阿拉斯加资源开发
11		撤销近 80 项拜登政府的行政命令
12		对拜登政府展开调查
13		联邦公务员招聘冻结
14		结束远程办公
15		设立政府效率部门
16	社会与国家安全	撤销拜登政府的“多元化、公平与包容”政策
17		推迟TikTok相关禁令
18		恢复纪念美国伟大的命名
19	外交	宣布美国退出《巴黎气候协定》
20		宣布美国退出世界卫生组织
21		暂停外交援助
22	民主	赦免2021年1月6日国会大厦骚乱参与者
23	贸易	“美国优先”政策
24	经济	为美国家庭提供紧急价格救济
25	倒查和平反	结束联邦政府的武器化
26		追究前政府官员对干预选举和不当披露敏感政府信息的责任
27	美国优先	美国退出世界卫生组织
28		致国务卿的美国优先政策指令
29		在国际环境协议中把美国放在第一位

source：网络资料整理、南华研究

表：特朗普2.0时代，上任首日签署的备忘录梳理

涉及领域		备忘录内容
1	基础建设	为加州南部供水，杜绝保护鱼类的极端环保主义
2		推广美丽的联邦市政建筑
3	贸易	主张美国优先的贸易政策
4	能源	暂时撤回外大陆架所有区域的海上风电租赁权，并审查联邦政府的风电项目租赁和许可
5	政府效率	政府行政部门工作人员终止远程工作安排
6		监管冻结待审
7		招聘冻结
8		恢复职业高管的问责制

source：网络资料整理、南华研究

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

综上所述，预计短期内特朗普的政策重心将倾向于移民和能源问题，前期更多是通过威慑和谈判对关税政策进行展开，而实质性的政策推进步伐或相对滞后，但中长期仍具悬念。特别是从特朗普后续发布的《美国贸易优先政策备忘录》来看，其将贸易政策视为国家安全的核心要素之一。此外，备忘录要求对中美经济和贸易关系进行细致审查。都体现了，特朗普可能正在认真思考如何通过最大化利用关税工具来实现其政治目标。

### 2.3 中美关系：阶段性缓和

特别值得关注的是，尽管近期中美之间出现了一些积极的互动信号，然而关税问题所带来的风险仍未得到实质性的缓解。在就职演说中，提及“中国”的次数较少，且未对针对中国的关税政策进行特别说明。然而，基于相同逻辑，不能因此简单推断对华政策最终将低于市场预期。参考特朗普第一任期内中美关系的发展脉络，中美之间可能首先会进行谈判，随后才涉及关税政策的调整。从近期中美关系的发展来看，自2024年12月17日特朗普表态“中美两国可以共同解决世界上的所有问题”，到2025年1月17日习近平主席与特朗普通电话释放积极信号，再到特朗普上台首日的发言，均显示出中美关系出现边际缓和的态势。然而，我们仍需对关税政策保持警惕。特朗普提及成立外部税务局，且白宫公布的美国贸易政策备忘录中提到将审查中美经贸协定的执行情况，并根据审查结果采取适当行动，这些迹象表明贸易政策仍存在不确定性。

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	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

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	局势缓和	下行

source：公开资料整理、南华研究

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）	上行后微幅回落
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。	第三轮关税（加征通知，未落实）	上行
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：网络资料整理、南华研究

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

## 2.4 特朗普1.0 VS 特朗普2.0

对比分析特朗普在2017年与2025年两个任期的就职演讲核心内容，我们得出以下结论：尽管两个任期均以“美国优先”为核心理念，但其愿景存在差异。2017年的愿景是“让美国再次伟大”，而2025年则期望美国步入“黄金



时代”。在经济政策层面，2017年着重于创造就业机会、重建基础设施，并倡导“购买美国货，雇佣美国人”；2025年则更加关注应对创纪录的通货膨胀、宣布国家能源紧急状态以及制造业的复兴。在边境政策方面，2017年主张保护边境、打击非法移民，而2025年则进一步宣布南部边境进入“国家紧急状态”，并采取措施驱逐非法移民和打击跨国犯罪组织。对外政策上，2017年的目标是避免美国被其他国家利用，并重塑国际关系；2025年则明确提出一系列具体的对外政策措施，包括重新命名墨西哥湾为“美国湾”以及收回巴拿马运河的控制权等。这些变化体现了特朗普在不同任期内对内政和外交政策的调整及其重点的转变。

### 三、美元兑人民币即期汇率走势展望

---

展望后市，在短期内，特朗普就职演说所透露的政策优先事项可能削弱美元指数的上行动力。接下来，特朗普在关税政策方面的言论或将成为决定美元指数能否突破110这一关键点位的核心因素。在此之前，美元指数的运行区间预计将在107至110之间。美元兑人民币即期汇率方面，鉴于近期央行进一步充实汇率调控工具箱，并持续引导汇率预期，在关税政策正式实施之前，我们预计央行继续维持汇率稳定的决心不变。因此，人民币相对美元的贬值空间相对有限。

全年来看，在特朗普2.0时代，最为突出的特征是其政策方向的不确定性，这种不确定性本身构成了当前阶段的最大确定性，并可能在一定程度上加剧资产价格与政策走向之间的波动性。具体而言，虽然特朗普在本次执政期间的影响力不应被过度高估，但其在总统行政职权范围内（如关税调整、移民政策等）的行动能力亦不应被低估。从期权交易的视角来看，买期权持有long gamma策略，利用市场波动带来的非线性收益，或许具有一定的适用性。

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。

南华研究院投资咨询业务资格：证监许可【2011】1290号  
南华宏观外汇团队  
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  
股票简称：南华期货  
股票代码：603093

Bigger mind, Bigger fortune  
智慧创造财富