



大类资产配置专题报告 2025年2月6日

全球关税大战的百年再现

研究员：于军礼
从业资格证号：F0247894
交易咨询资格：Z0000112
联系邮箱：yujunli@greendh.com

摘要：

1929年，美国开征高额关税，加拿大联合英国，动员整个英联邦成员国对美国进行关税报复，法德加入，全球关税大战展开。

2025年，共和党政府设立对外税务局，征收关税。美国宣布将对加拿大和墨西哥征收25%关税。对其他国家的关税预案是渐进式每月增加2%的关税，或对重点行业产品进行普遍征税。

中国已成为全球自由贸易的旗手；美国走向闭关锁国，开始战略收缩，退守北美。

美元的短缺与美元的贬值。

DeepSeek打开了AI低成本大规模应用的空间。

美国对国际原油市场进行供给侧改革，争夺市场份额。

美国大减税，美国制造业强劲恢复，中美经济共振上行，提振大宗商品价格。

中国权益市场具有更高确定性，中国AI资产面临整体性重估。

短久期国债利率已快速回升；中美长久期国债巨大利差封闭了中国长久期国债收益率的下行空间。

黄金实物短缺，金价再创新高，白银具有更高的价格弹性。

关税靴子已落地，人民币有望阶段性升值。

各项大类资产2月展望：

权益类资产：中国权益市场进入春季攻势，AI资产面临重估；

大宗商品：美国制造业强劲提振大宗商品需求，部分品种已上行；

黄金白银避险资产：黄金实物短缺，金价再创新高；

债券类资产：中美利差封闭长久期国债收益率下行空间；

外汇资产：关税靴子落地，人民币汇率有望阶段性升值；

格林大华期货交易咨询业务资格：

证监许可【2011】1288号

成文时间：2025年2月6日星期四



更多精彩内容请关注格林大华期货官

方微信



前言

四大经济周期定义

1、基钦周期：

约瑟夫·基钦（Joseph Kitchin），英国统计学家。他在1923 年发表的论文《经济因素的周期和趋势》中，对1890-1922 年间英国和美国的商业周期进行了研究，发现了经济短周期（Business cycle）运行的规律。基钦发现金融和商业数据中银行信贷活动、大宗商品价格、利率存在着3年半左右的周期波动规律，并且三者之间存在着领先与滞后的相对关系。后人将基钦观察到的经济周期波动，命名为基钦周期，也称为经济短周期。

2、朱格拉周期：

1862年法国医生、经济学家克里门特·朱格拉（C Juglar）在《论法国、英国和美国的商业危机以及发生周期》一书中首次提出资本主义经济存在着9~10年的周期波动。“朱格拉周期”也称为制造业投资周期，又称中周期。

3、库兹涅茨周期：

1930年，美国经济学家库兹涅茨（S·Kuznets）提出了存在一种与房屋建筑业活动相关的经济周期，这种周期平均长度为20年。被称为“库兹涅茨”周期，也称建筑业周期。

4、康波周期：

俄国经济学家康德拉季耶夫（N·D·Codrulieff）于1925年提出资本主义经济中存在着50~60年一个的周期，故称“康德拉季耶夫”周期，也称长周期。康波周期分为复苏、繁荣、衰退、萧条四个阶段。康波萧条期是康波周期大循环中最动荡的周期时段，通常会充斥着混乱、战争、饥荒、大通胀、货币剧烈贬值等现象。

重大的科技创新通常出现于康波萧条期，因此康波周期也被称为科技创新周期。每一轮科技创新周期都会有一个科创中心国，本轮科技创新周期的中心国是中国。人工智能是本轮科创大时代最伟大的科技创新。



一、1929年，美国发动关税战，全球关税大战展开

1922年9月19日，美国国会通过了《福德尼—麦坎伯关税法》，恢复了1909年的高额关税和早期一些关税。在1927年，美国成为仅次于西班牙的世界第二高关税国。

1928年，共和党人胡佛以对进口农产品征收高关税的竞选纲领赢得大选，在1929年5月入主白宫。

为应对经济困境，时任众议院筹款委员会主席的威斯康星州共和党众议员霍利走访农场主和工商业者，搜集了厚达11000页的证词，提交了一项关税方案。该方案建议增加845种商品关税，并在众议院高票通过。方案在参议院勉强通过后，《霍利—斯穆特关税法》正式出炉，增加税率的商品有890种，有50种商品由过去的免税改为征税。1930年6月，胡佛不顾经济学家们的强烈反对意见，签署了《霍利—斯穆特关税法》。

《霍利—斯穆特关税法》的出台震动全球，至当年9月，23国对美国发出抗议信。

率先打响反击第一枪的是加拿大，在《霍利—斯穆特关税法》生效前，1930年5月，加拿大通过法案，将美国输往加拿大的16大类产品关税提高30%。作为英联邦重要成员国，加拿大要求英联邦步调一致，反击美国，全球关税大战大幕拉开。

英国以自由贸易立国，积极响应加拿大，动员庞大的日不落英联邦成员国跟美国开打关税战。英国同时动员了法国加入对美关税战，德国、意大利、瑞士相继加入战局。一年之内，共计26个国家对美国进口产品制定了新的数额控制。

美国单挑全球，全球围殴美国，双方互相伤害。1929年至1933年，世界贸易额缩水幅度高达三分之二，美国出口额更是直线下降了接近70%。

关税大战加剧了全球经济的萧条痛苦，反噬了美国，最终引爆了第二次世界大战。

二、2025年，新一轮全球关税大战拉开序幕，关税战发动国仍是美国

（一）、2025年新一轮全球关税大战拉开序幕，将快速波及全球主要经济体

2025年1月，共和党总统特朗普再次入主白宫，设立对外税务局，准备对各国开征关税。近百年后，全球新一轮关税大战拉开序幕，这一次关税大战的发动国，仍是美国。



特朗普入主白宫前宣称，要对各国普遍征收20%的关税，对加拿大和墨西哥征收25%的关税，对中国征收60%的关税。

1月20日，特朗普发表总统任职演讲，“我将立即开始全面改革我们的贸易体系，以保护美国工人和家庭。我们不会向我们的公民征税来使其他国家富裕，而是向外国征税来使我们的公民富裕。我们正在建立对外税署，以征收所有关税、税款和收入。将会有来自国外的大量资金涌入我们的国库。”

柿子先挑软的捏，加拿大是美国的经济附庸国，墨西哥经济高度依赖美国。2月1日，美国宣布对加拿大和墨西哥征收25%关税。

特朗普先对加拿大和墨西哥下刀，因为墨西哥和加拿大分别是美国的第一大商品进口国和第二大商品进口国，2023年12月至2024年11月，墨西哥对美出口5107亿美元，加拿大对美出口4300亿美元。美国大量分离出的制造业因劳动力成本在墨西哥布局，或因税收优惠在加拿大布局。特朗普希望加拿大和墨西哥的制造业重新回流美国，同时大幅降低对两国的贸易逆差。

加拿大立即宣布对1550亿加元美国商品加税，墨西哥也宣布将采取反制措施。剑拔弩张之下，美国宣布25%推迟一个月执行。

美国的措施只是缓兵计，美国需要吞并加拿大每天对美出口380万桶的石油份额，需要在墨西哥的制造业大规模回流美国。加墨的妥协只能阶段性满足美国胃口，一个月后，关税战将再起。加墨如同中国战国时期的六国，以地事秦，犹抱薪救火，薪不尽，火不灭；今日割五城，明日割10城，然后得一夕安寝，起视四境，而秦兵又至矣。

特朗普已宣布将对欧盟征收关税，欧盟则强调将坚决反击。

美国已宣布对中国加征10%关税，在对美出口商品平均关税已近20%的基础上，中国商品出口美国的平税税率已接近30%。美国只对中国加征10%关税，不是因为美国仁慈，而是美国的通胀制约。加征10%关税也印证了美国对华关税分四步走的方案，第一步已完成，第二步大约在四季度，媒体信息是再加20%。

对全球除中国外的其它经济体，从已披露的信息看，共和党的策略主要是渐进式加关税策略，每个月关税增加2%或2.5%，逐步增加至20%，以减少对通胀的冲击。同时，美国拟订了对重点行业的商品征收普遍性关税的方案，以加速重点行业的制造业回流。

（二）、百年周期律两次全球关税大战的同与不同



美国对对方国加关税，对方国必然进行关税反击，双方的总量需求都会下降，这是经济学常识。美国再度发动全球关税战，显然美国已经忘记了百年前的那场关税战强化为大萧条的经济灾难。

美国的关税战行为，从经济周期上讲，是百年周期的复现。

两次全球关税战相同的是，美国都是全球关税大战的发动国，加拿大都是第一个反击的国家，关税战都快速波及全球主要经济体。

两次全球关税战不同的是，高举自由贸易大旗的旗手已由西方英联邦替换为东方中国。

两次全球关税战都会对全球经济产生明显的负向冲击。不同的是，这一次中国是全球自由贸易的盟主，关税战对全球经济的负向冲击力度会明显小于上一次。

人类唯一的历史教训就是忘记历史教训。当然对于美国人来说，美国历史太短了。

三、中国已成为全球自由贸易的旗手；美国走向闭关锁国，开始战略收缩，退守北美

中国经济自2000年加入世贸组织后开始腾飞，中国经济的持续增长需要全球的大市场，中国已成为全球高举自由贸易大旗的旗手，一如二战前的英国，二战前的英国，是全球自由贸易的旗手。

美国开征关税后，全球经济将分裂成美国经济体系和非美国经济体系。

欧盟失去了部分美国市场，需要更多的中国市场，对于中国也是同理，中欧会相互走近，相互更大规模的开放市场。

日韩国内市场狭小，美国关税对其冲击更大，日韩更需要中国大市场，中日韩自贸区指日可待。

东盟、非洲、南美、印度、中东、中亚，在中国大市场的吸引下，会加速向中国靠拢，中国的地缘政治也将全面改观。

美国全球战略收缩正式开启，通过关税构筑小院高墙。美国希望自己的院子能够大一些，因此公开宣称要让加拿大成为美国的第51个州，吞并格陵兰岛，重新占领巴拿马运河。

美国退守北美，是在中国经济、科技、军事强大竞争力作用下的应激反应，中美之间，攻守已易势。



四、美元的短缺与美元的贬值

（一）、关税战将引发美元的短缺



资料来源：文华财经 格林大华研究院

二战之后，美国成为全球经济的霸主，美元成为国际货币。全球经济的增长，需要国际货币美元，需要美国对应投放相应的全球流动性。

美国对全球投放流动性，以贸易逆差的方式向全球提供美元。

美元指数是衡量美元和西方主要货币强弱的工具。

美元仍是当今的主要世界货币，美国发动关税战，必然导致美国逆差减少，全球美元供应减少，引发全球美元流动性紧张。

欧盟本质是仍然是贸易顺差国，不能为全球持续提供欧元流动性。中国是全球贸易顺差第一大国，人民币国际化虽然在提速，但相当时间内，并不能取代美元的世界货币地位。

本轮美元指数上行，始于2024年9月，1月上冲至110点。从经济趋势上分析，美元指数并未见顶，反而是打开了新的上涨空间。随着关税战的开打，美元趋于短缺，美元指数会继续上行。

（二）、美元的信用加速沉沦，黄金价格的连创新高，对应着美元的持续贬值



美元的短缺和美元的贬值趋势并不矛盾。

美国属于消费型经济体，债台高筑，GDP统计方法是支出法，借的越多、花的越多、GDP越高，毕竟高额军费也统计在GDP之内。只要还能借来钱，美国GDP就能继续增。

美国通胀趋于二次上行，美国国债的利息支出规模在快速增长，已成为美国财政部的第四大支出项。美国国债已突破36万亿美元，突破40万亿美元不是梦。

美国债务加速向庞氏转化，美元的信用加速沉沦，对应着黄金的重新货币化。黄金价格的连创新高，对应着美元的持续贬值。

五、DeepSeek开源大模型打开了AI低成本、大规模应用的空间

春节前，中国私募基金幻方量化创办的深度求索公司发布了开源大模型DeepSeek R1，震撼全球市场。DeepSeek改变了传统的堆算力的AI发展模式，从算法入手，使大模型应用成本指数级急速下降。DeepSeek大模型的训练成本是OPEN AI的二十分之一，推理成本是OPEN AI的三十分之一。

DeepSeek是开源的，为AI的发展贡献了中国智慧，打开了AI低成本、大规模应用的空间。包括微软、英伟达等美国科技公司，也纷纷接入DeepSeek。印度、韩国等纷纷宣布要在DeepSeek基础上打造人工智能强国。中国构建了新的人工智能技术标准。

AI的低成本、大规模应用，将大幅提振全球生产力。同时为智能人形机器人的临界点加速到来奠定了基石。

DeepSeek击垮了美国七大科技公司的护城河，中国AI资产面临整体性价值重估。在AI进入应用时代时，DeepSeek助力中国在AI应用时代跑到了领先地位。

六、美国对国际原油市场进行供给侧改革，争夺市场份额

共和党政府代表美国石油集团的利益，鼓励原油和天然气开采中，取消了民主党政府的一系列限制令。



全球原油的需求是相对固定的，美国争夺原油供应份额，又希望原油价格稳定，就需要对全球原油供给格局进行大幅度改变。

俄罗斯是原油的主要供应国，民主党政府下台前，对俄罗斯两大石化公司、影子船队、保险公司进行了严厉制裁，造成俄罗斯期每日160万桶原油的减产，抢夺了俄罗斯市场份额。

共和党政府比葫芦画瓢，特朗普已签署命令，将采取各种措施将伊朗的石油出口数量降至零，抢夺伊朗的市场份额。

加拿大的重油，主要供应美国西海岸地区。美国对加拿大征收高关税，就可以获得加拿大的原油市场份额。美国西海岸是民主党的地盘，西海岸能源价格是否稳定，共和党不关心。

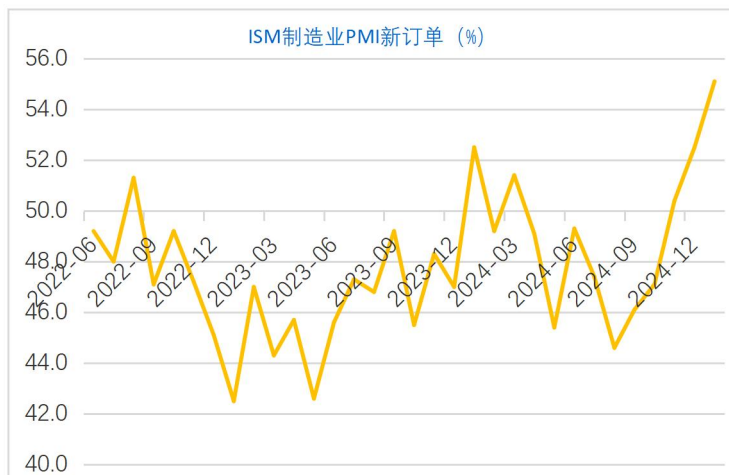
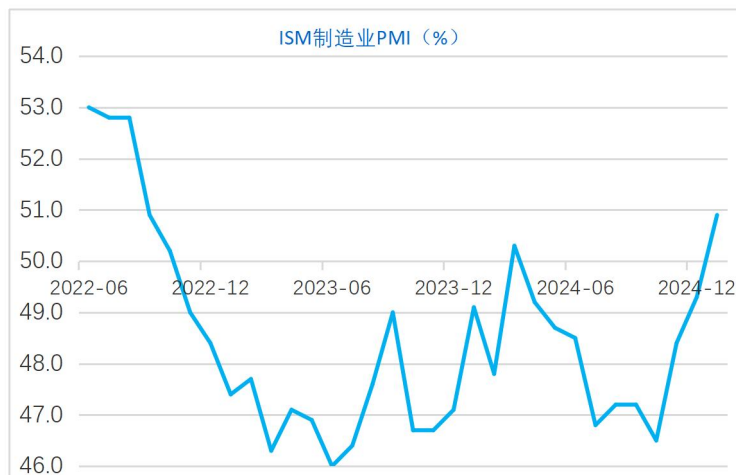
对于主要的原油需求方欧盟和中国，美国采取软硬兼施的政策。

对于欧盟，美国指使乌克兰关闭过境俄罗斯天然气通道，指使乌克兰袭击俄罗斯过境土耳其的管道，降低俄罗斯对欧能源供应。同时要求欧盟增加美国原油和天然气的进口数量，以平衡美欧贸易逆差。

对于中国方面，美国会通过评估中美第一阶段中国进口美国能源、农产品的执行情况，向中国提出要求，要求中国增加美国原油和天然气的进口数量。

美国对全球原油供给格局的重新划分会扰动原油价格，原油价格在阶段时间内可能会出现脉冲式上涨，美国的政策可称之为“涨价抢份额”。

六、美国大减税，美国制造业强劲增长，中美经济共振上行，将提振大宗商品价格



资料来源：WIND 格林大华研究院



共和党代表大财团的利益，喜欢减税，特朗普竞选纲领中称将企业所得税从21%下调至15%，同时对居民进行个人所得税的减免。

企业所得税的减免，将加速美国经济。美国1月费城联储制造业指数44.3，创2021年4月以来新高，远超预期的-5。单月升幅为2020年6月以来的四年半最大。新订单和出货量均大幅增长，表明美国制造业部门的低迷有望结束。

美国1月ISM制造业指数为50.9，是2022年9月以来的新高，也是2024年3月以来再次进入扩张区。新订单指数为55.1，已连续三个月加速扩张。新出口订单52.4，表明美国商品出口提速。就业指数50.3，自2023年9月以来再次进入扩张区间，表明美国制造业加速人员招聘。各项数据表明美国制造业进入新一轮扩张期。

美国经济处于主动补库存的状态，大规模减税对于美国经济来说是火上加油，促使美国经济进入再加速的状态。

美国经济的加速有利于全球经济，同样有利于中国经济。

中国经济在一系列增量财政政策、货币政策的推动下，在提振消费政策引领下，2025年国庆节中国经济同样有望超预期。

中美经济的共振上行，有望提振大宗商品价格。

七、上半年中美关税博弈可控，中国权益市场具有更高的确定性，中国人工智能资产面临整体性重估

美国宣布对中国加征10%关税，符合市场预期。

经过第一轮贸易博弈后，美国对中国商品的关税征收比例是平均19%，已接近20%。加征10%关税后，对中国关税征收比例接近30%。

由于贸易转移的存在，中国企业可以通过在海外设立组装基地，规避美国的关税。中国对东南亚、印度、墨西哥等国的中间品规模持续增长，也印证了这一点。

如果美国对重点行业商品征收普遍性关税，则中国商品的竞争力是最强的。

中国对美国进行精准的关税反击，对美国煤炭和天然气征收15%的关税，对大排量汽车、农用机械、皮卡等美国优势商品征收10%的关税。

中美2025年第一轮关税博弈已落地，下一轮博弈很可能在四季度。中美经济交流将迎来一段较长时间的平静期，有利于上半年A股的行情表现。



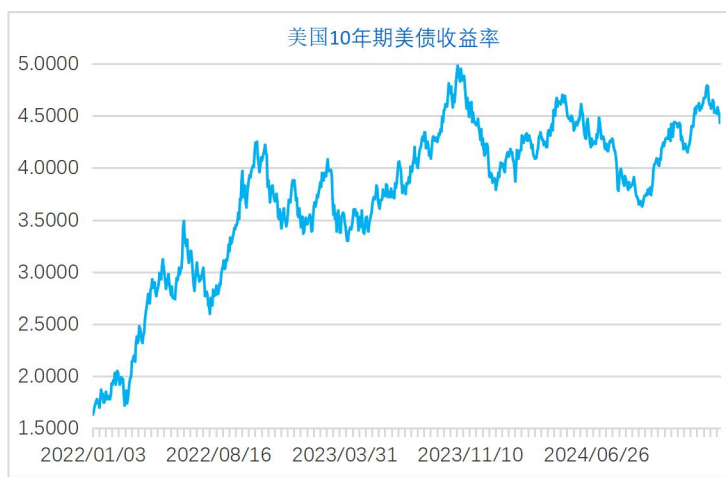
由于中国开源大模型DEEP SEEK的优秀表现，在AI大规模应用时代，中国人工智能资产面临整体性重估。预期中国人工智能、机器人板块仍将有良好表现。

相反的是，中国开源大模型DEEP SEEK击垮了美国七大科技股的护城河，美国标普500指数近两年的涨幅，主要由七大科技股贡献。

大批投资科技板块的资金，需要增配中国人工智能资产，减配美国人工智能资产。

投行普遍预期上半年中国股市盈利上升，分子端上升，分母端处于低位，上半年中国股市有望迎来盈利增长和资产重估的双击。相对于美股来说，中国权益市场具有更高的确定性。

八、短久期国债利率已快速回升；中美长久期国债巨大利差封闭了中国长久期国债收益率的下行空间；



资料来源：WIND 格林大华研究院

自2024年12月25日以来，中国一年期国债收益率从0.90%的低点快速回升，1月24日回升至1.33%，已回升至中央经济工作会议召开前的水平。

2月初，中国10年期国债收益率仍运行在1.64%左右，而美国10年期国债收益率为4.52%，而1月13日的美债收益率为4.79%，中美利率高达300个基点。

随着美国加征关税、驱逐非法移民、美国制造业强劲上行，美国二次通胀在提速，美国10年期国债收益率上冲至5%或更高是大趋势。

人民币离岸汇率节后是7.27元一线，在稳汇率的政策下，中美利差需要缩小而不是继续扩大。中美利差制约了中国10年期国债收益率的下行空间。



九、黄金实物短缺，金价再创历史新高，白银具有更高的价格弹性



资料来源：WIND 格林大华研究院

在美国加征关税的不确定因素影响下，伦敦金2月初越过2800美元，再创历史新高。

特朗普和其夫人在就职前先后发行总统币和第一夫人币，实现一日暴富。特朗普立志让美国成为加密货币王国，让比特币成为美国储备资产，成立主权财富基金购买比特币。

持有加密货币的人从美元体系跳船，希望通过持有加密货币对冲美元的大贬值。但加密货币本身就是寄生在美元信用体系之上的，皮之不存，毛之焉附，当美元信用体系崩解时，加密货币也将幻化为空气。

之所以是空气币，是因为中国根本不会承认所谓加密货币的货币性质。

在新兴经济体央行眼中，只有黄金是真实的货币。新兴经济体央行持续买入黄金，持续推升黄金价格。世界黄金协会2月5日发布的数据显示，2024年黄金总需求量大达4974吨，刷新2023年纪录，其中全球央行购买量连续第三年超过1000吨。

伦敦市场的可用黄金供不应求，英格兰银行的工作人员无法满足激增的需求，导致金库提取黄金的等待时间大幅延长。在高价位卖出期货的交易商，急于获取黄金实物履约。一个月期黄金租赁利率已飙升至**4.7%**，远高于接近零的正常水平。

白银的实物量供需是持续短缺的，白银具有更高的价格弹性。



十、关税靴子已落地，人民币有望阶段性升值

特朗普称将对中国商品加税10%，远低于其竞选时宣传的60%加税幅度，春节前人民币汇率升值至7.23元。

美国加征10%关税落地后，人民币贬至7.36，而后快速回升至7.27元。

关税靴子已落地，四季度前大概率是中美贸易的平静期。10%的关税对中国总出口影响有限，中国商品可以通过贸易转移进入美国市场。假如美国对重点行业商品征收普遍性关税，则中国商品仍是最具竞争力的。

如无意外，在中国商品强大出口竞争力的推动下，人民币汇率有望出现阶段性升值。

十一、各项大类资产2月展望

权益类资产：中国权益市场进入春季攻势，中国人工智能资产面临整体性重估；

大宗商品：美国制造业强劲提振大宗商品需求，中美经济共振上行，文华工业品指数有望结束整理，部分品种已开始率先上行；

黄金白银避险资产：黄金实物短缺，金价再创新高，白银酝酿升势；

债券类资产：中美利差封闭长久期国债收益率下行空间；

外汇资产：关税靴子落地，人民币汇率有望出现阶段性升值；

免责声明：

本报告中的信息均来源于公开可获得资料，格林大华期货研究院力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本报告仅向特定客户传送，未经格林大华期货研究院许可，任何引用、转载以及向第三方传播的行为均可能承担法律责任。