

特朗普 2.0 时期贸易摩擦进程到哪了？

——特朗普 2.0 政策追踪系列之一



撰写人： 刘晓艺
从业号： F3012593
交询号： Z0012930



审核人： 韩业军
从业号： F0273312
交询号： Z0003142

一德期货交易咨询业务资格：证监许可〔2012〕 38 号

摘要：

- **核心内容：**就职不足一个月时间里，特朗普陆续推出一系列激进措施引发广泛关注。与 2017 年上任时相比，2025 年的特朗普不再受华盛顿建制派的掣肘，其政策出台呈现“更快、更强、更彻底”的特点，而关税快速落地也超出市场预期。本文梳理迄今为止特朗普 2.0 新政，并复盘 1.0 时期中美贸易摩擦节奏和资产表现，以期找到规律，理解政策。
- **核心观点：**
 - a) 贸易摩擦 1.0 时期，汇率和 A 股对贸易摩擦最为敏感，债市在内外需双双走弱影响下形成趋势行情，外部事件对其冲击有限。各类商品在不同阶段对贸易事件敏感度不同。
 - b) 贸易摩擦初始磋商阶段，工业品和农产品先情绪恐慌的小幅调整，而后快速回归各自基本面逻辑。摩擦持续升级阶段，农产品和工业品对事件定价程度视其国内供需权重决定。阶段性缓和阶段，农产品和工业品估值逐渐企稳。贸易风波再起阶段，市场学习效应体现，农产品和工业品迅速反应。摩擦波折阶段及阶段协议达成阶段，内部供求逐渐主导定价，资产对外部冲击逐渐脱敏。
 - c) 相比特朗普 1.0 时期，2025 年中国内外部环境也均有所改变，当前贸易摩擦局面更为复杂，落地更快、涉及国家更多，贸易摩擦对资产影响机制或更为复杂，需要重点关注后续关税加码速度和幅度、美国政府“化债”过程中主权信用风险、中国反制措施。

风险:

关税加码幅度超预期、美股大跌、中国经济失速下滑

目录:

背景分析：特朗普 2.0 关税较早落地	2
内容梳理：复盘 1.0 时期贸易摩擦节奏和资产表现	3
总结展望：后续关注贸易摩擦阶段切换	8

正文:

背景分析：特朗普 2.0 关税较早落地

2025 年 1 月 20 日特朗普就职美国总统以来，推出了一系列具有强烈“美国优先”色彩的政策措施，涵盖经济、移民、能源、贸易等多个领域，旨在重塑美国的政治、经济和社会格局。总的来看，特朗普施政内容陆续兑现竞选时承诺，但施政节奏和顺序略超市场预期。

与 2017 年上任时相比，2025 年的特朗普不再受华盛顿建制派的掣肘，其政策出台呈现“更快、更强、更彻底”的特点。无论是强力驱逐非法移民，还是对外加征关税，亦或是政府效率部门成立，特朗普团队的执行力可谓高效。而从施政顺序来看，本轮关税政策较特朗普 1.0 时期更早落地（2017 年 1 月特朗普就职，8 月启动 301 调查），超出市场预期。

当前美国政府债务总额创新高，债务上限问题亟待解决，利息支出不断增加，美国政府“开源”（对外加征关税）和“节流”（对内削减支出）同时进行，可以佐证了美国政府财政状况的严峻。在此背景下，不排除后续美国关税措施超预期的可能。而近期不仅中国，其他国家也出现反制措施，后续市场如何演化不得而知。本报告复盘特朗普 1.0 时期，中美贸易摩擦期间双方的多轮拉锯和资产表现，以期找到规律，理解政策，提供应对参考。

表 1 2025 年特朗普就职以来主要政策

日期	关键词	事件描述
2025/01/21	TikTok	签署 TikTok 行政令，赋予其出售或关闭该应用的权利，给予 TikTok “不卖就禁用”法律 75 天宽限期。
2025/01/21	退群	签署行政令退出世卫组织。
2025/01/21	退群	签署行政令退出巴黎气候协定。
2025/01/21	能源	签署能源紧急状态声明行政令释放能源生产潜力。

2025/01/21	DOGE	签署行政令成立政府效率部门。
2025/01/21	移民	签署边境命令以及难民接收令。
2025/01/21	移民	签署南部边界国家紧急状态行政令。
2025/01/21	J6	签署行政令赦免约 1500 名“国会山骚乱”暴力分子。
2025/01/23	移民	美国白宫宣布，美国军方将向墨西哥边境增派 1500 名现役军人，总统特朗普两天前刚刚签署了一项驱逐移民的行政命令。目前美墨边境已驻有大约 2200 名现役军人和数以千计的国民警卫队人员。
2025/01/30	移民	1 月 29 日下午，美国总统特朗普在白宫签署了《莱肯·莱利法案》（Laken Riley Act），这是他上任以来签署的第一项法案。根据法案，非法入境美国并被指控犯有盗窃和暴力犯罪的人在定罪之前必须被拘留，甚至可能被驱逐出境。
2025/02/01	关税	当地时间 1 月 31 日，美国白宫新闻发言人卡罗琳·莱维特在简报会上表示，确认将从 2 月 1 日起对墨西哥和加拿大商品征收 25% 的关税。
2025/02/02	关税	央视新闻最新消息，美国总统特朗普 1 日签署行政令，对进口自中国的商品加征 10% 的关税。
2025/02/02	关税	美国总统特朗普签署关税令，对来自加拿大和墨西哥的进口产品征收 25% 的额外关税，对来自加拿大的能源资源征收 10% 关税。关税暂定 4 日生效。
2025/02/03	DOGE	DOGE 迅速接管了包括人事管理局（OPM）和总务管理局在内的多个重要政府机构。他甚至在 OPM 总部五楼安装了沙发床“安营扎寨”，以确保全天候工作。
2025/02/04	主权财富基金	美国总统特朗普签署行政命令以成立主权财富基金。
2025/02/04	关税	美国总统特朗普签署行政命令，暂停对墨西哥商品征收 25% 的关税，将其实施时间推迟到 2025 年 3 月 4 日。
2025/02/04	关税	美国总统特朗普签署行政命令，暂停对加拿大商品加征关税，将其实施时间推迟到 2025 年 3 月 4 日。
2025/02/06	DOGE	媒体报，超过 40,000 名美国联邦员工已接受美国总统特朗普政府的退休激励方案。

资料来源：公开新闻整理，一德宏观战略部

内容梳理：复盘 1.0 时期贸易摩擦节奏和资产表现

特朗普 1.0 时期，中美贸易摩擦主要发生在 2018 年和 2019 年，美方对华多次加征关税，中方也多次对美加税反制，表 2 梳理了特朗普在上一任期中美贸易摩擦主要事件。由此，我们可以将时间线氛围贸易摩擦初始磋商阶段（2018 年 3 月下旬-5 月底）、持续升级阶段（2018 年 6 月初-9 月中旬）、阶段性缓和阶段（2018 年 9 月下旬-12 月底）、风波再起阶段（2019 年 5 月初-6 月初）、摩擦波折阶段（2019 年 6 月中旬-2019 年 8 月底）、阶段协议达成阶段（2019 年 9 月初-2019 年底）。

表 2 2018 年-2019 年中美贸易摩擦主要事件

日期	事件描述
2017/8/19	美国贸易代表办公室对中国启动“301 调查。”
2018/1/22	美国宣布对进口大型洗衣机和光伏产品分别采取为期 4 年和 3 年的全球保障措施，并分别征收最高税率达 30%和 50%的关税。
2018/2/14	美国商务部公布初步裁定结果，对进口中国的铸铁污水管道配件征收 109.95%的反倾销关税。
2018/2/27	美国商务部宣布对中国铝箔产品厂商征收 48.64%至 106.09%的反倾销税，以及 17.14%至 80.97%的反补贴税。
2018/3/22	美国总统特朗普签署备忘录，宣布针对中国 600 亿美元关税措施，主要集中在钢铁和铝制品上，宣布对中国进口商品征收 25%的关税。
2018/4/3	美国贸易代表办公室 (USTR) 发布对中国商品征收的初步关税清单，涉及约 500 亿美元的中国商品。
2018/4/4	中国对原产于美国的大豆等农产品、汽车、化工品、飞机等进口商品对等采取加征关税措施，税率为 25%。
2018/4/6	特朗普考虑对中国额外 1000 亿美元加征关税， 中方回应将奉陪到底。
2018/4/17	美国对中兴通讯发布 7 年禁令。
2018/4/22	中方称收到美方希望经贸磋商信息并表示欢迎。美方代表 5 月 3-4 日访华，新华社发表观点，“谈，大门敞开；打，奉陪到底”。
2018/5/20	继 5 月 15-19 日国务院总理刘鹤访美后。20 日中美就经贸磋商发表联合声明，达成共识。
2018/5/29	晚间美国突然宣布将对华 500 亿美元商品征收 25%关税，并将对中国科技投资再加限制。6 月 15 日美国发布关税清单。
2018/6/16	对原产于美国的大豆等农产品、汽车、水产品等进口商品对等采取加征关税措施，税率为 25%，涉及 2017 年中国自美国进口金额约 340 亿美元。
2018/6/18	特朗普宣布考虑对额外 2000 亿美元商品加征关税。
2018/7/12	美国商务部与中兴公司达成协议取消制裁。
2018/8/2	特朗普政府计划提议对中国 2000 亿美元销往美国产品加征关税税率由 10%提高到 25%。
2018/8/8	中国对原产于美国约 160 亿美元进口商品加征 25%关税。
2018/9/13	针对美国对中国再次发出谈判邀请一事，中方表示已收到邀请，对此持欢迎态度。
2018/12/1	G20 峰会期间，特朗普与中国国家主席习近平达成暂时停火协议，双方同意暂停加征新关税并进行谈判。
2019/5/5	特朗普发推特表示美国将从 5 月 10 日起对价值 2000 亿美元中国商品的关税从 10%提高到 25%，原因是中美贸易谈判未能达成协议。（5 月 9 日美国政府正式宣布）
2019/5/13	中国宣布将对 600 亿美元的美国商品加征 5%至 25%的关税，以回应美国的关税举措。
2019/6/29	在 G20 大阪峰会上，特朗普与习近平达成协议，美国暂时不对中国加征新的关税，同时中国同意购买美国农产品。

2019/8/1	特朗普发推特表示将月 9 月 1 日对剩余的 3000 亿美元中国商品加征 10% 的关税，触发市场担忧加剧。（8 月 15 日美国政府正式宣布）
2019/8/13	中国宣布对价值 750 亿美元的美国商品加征 10% 至 5% 的关税。
2019/9/5	中美通话，同意 10 月重启经贸磋商。
2019/10/11	中美双方宣布达成“第一阶段协议”，包括中国承诺增加购买美国商品，美国则不立即对剩余的中国商品加征关税。
2019/12/13	美国和中国签署了“第一阶段协议”，美国同意取消对部分中国商品的关税，并将中国列入“汇率操控国”的黑名单。
2020/1/15	美国和中国正式签署“第一阶段协议”，中国承诺在两年内购买约 2000 亿美元美国商品，美国则维持部分关税。
2020/8/14	中美就“第一阶段协议”进行磋商，特朗普表示中国尚未履行协议内容，可能加重对中国的经济压力。
2020/9/15	美国对中国科技公司(如华为)加大制裁力度，继续加强对中国高科技产业的压力。
2020/10/12	特朗普宣布针对微信和 TikTok 采取进一步的行政命令，要求它们在美国停止运营。
2020/12/15	美国对中国部分企业、公司实施制裁，尤其是在科技领域，进一步加剧了中美紧张关系。
2020/12/22	美国通过《国防授权法案》，要求制裁与中国有关的多个行业和企业。
2021/1/20	特朗普卸任，拜登成为美国总统，中美贸易战进入新的阶段，拜登政府表示不会立即改变特朗普时期的贸易政策。

资料来源：商务部官网，公开新闻整理，一德期货宏观战略部

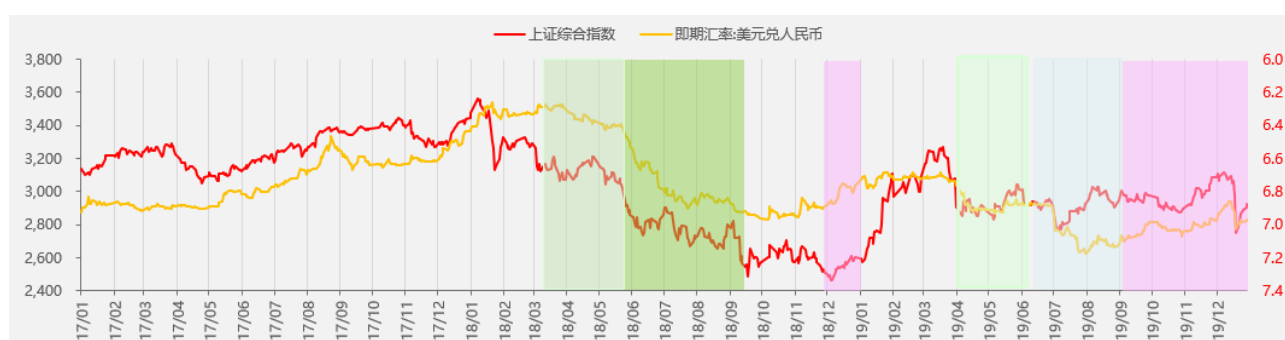
通过对比不同阶段的上证指数、美元兑人民币即期（注：汇率坐标为右轴逆序，代表人民币兑美元涨跌）、螺纹钢期价、沪铜期价、南华农产品指数、南华贵金属价格表现，有如下几点特征：

- 1、2018-2019 年 A 股与汇率相关度最高，即权益市场和汇率对贸易摩擦最为敏感。
- 2、2018 年债市和汇率的相关度不及股市，原因在于 2018 年内需下滑引发货币政策放松，叠加外部冲击，利率形成流畅下行趋势。2019 年利率和汇率相关度有所恢复。
- 3、各类商品在不同阶段对贸易事件敏感度不同。2018 年，贸易初始磋商阶段（2018 年 3 月下旬-5 月底，下图中浅绿色阴影）：工业品和农产品先经历情绪恐慌的小幅调整，而后快速回归各自基本面逻辑，或因春季开工期和对外部冲击持续性尚存疑虑。摩擦持续升级阶段（2018 年 6 月初-9 月中旬，下图中深绿色阴影）：农产品和铜材相对钢材反应敏感，主要因为钢材国内供需定价权重更高，受贸易摩擦拖累更低。阶段性缓和阶段（2018 年 9 月下旬-12 月底，下图中粉色阴影）：农产品和工业品估值逐渐

企稳。2019 年，贸易风波再起阶段（2019 年 5 月初-6 月初，下图中荧光绿阴影）：市场学习效应体现，农产品和工业品迅速反应。摩擦波折阶段（2019 年 6 月中旬-2019 年 8 月底，下图中蓝色阴影）及阶段协议达成阶段（2019 年 9 月初-2019 年底，下图中粉色阴影），工业品与汇率相关度较农产品与汇率相关度降低，表明外部冲击对工业品估值弱化，内部供求逐渐主导定价。

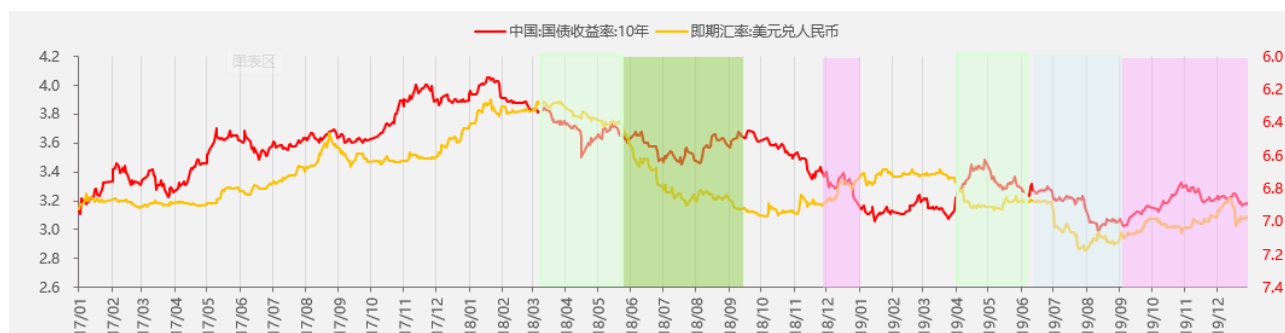
4、2018-2019 年贵金属价格受贸易战影响相对有限，主要由美联储货币政策周期主导。

图 1 上证综指和人民币汇率



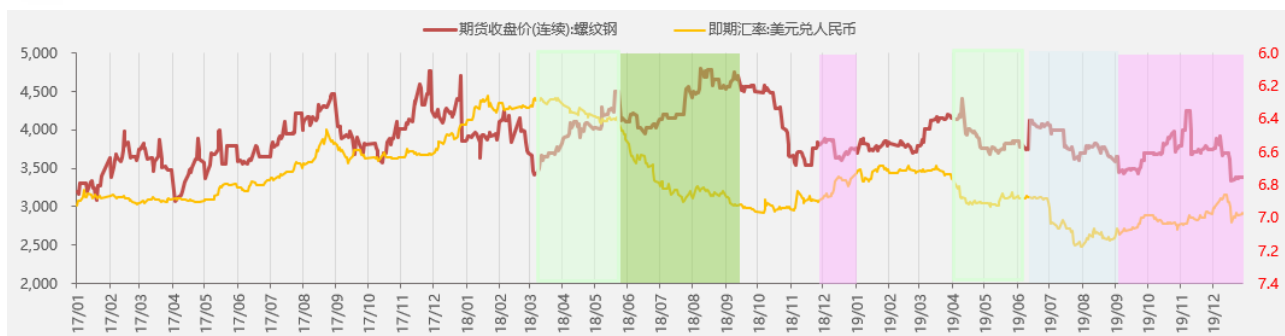
资料来源：万得，一德期货宏观战略部

图 2 中债收益率和人民币汇率



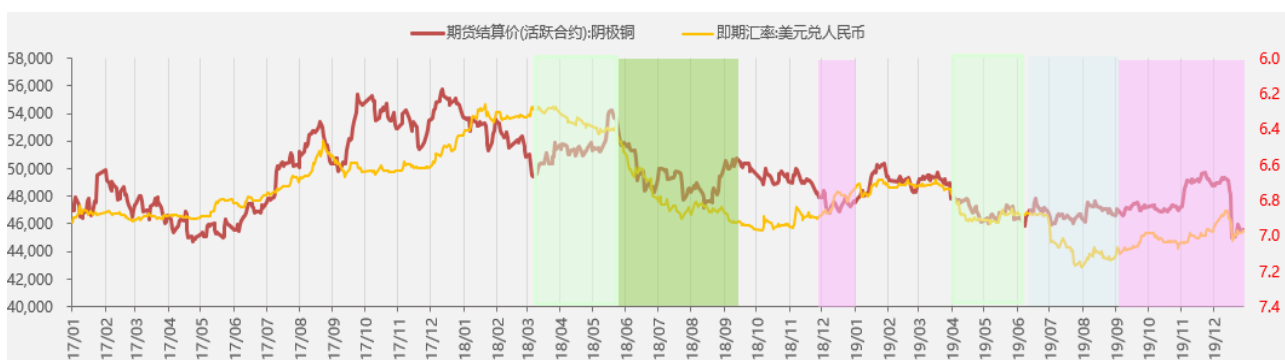
资料来源：万得，一德期货宏观战略部

图 3 螺纹钢期价和人民币汇率



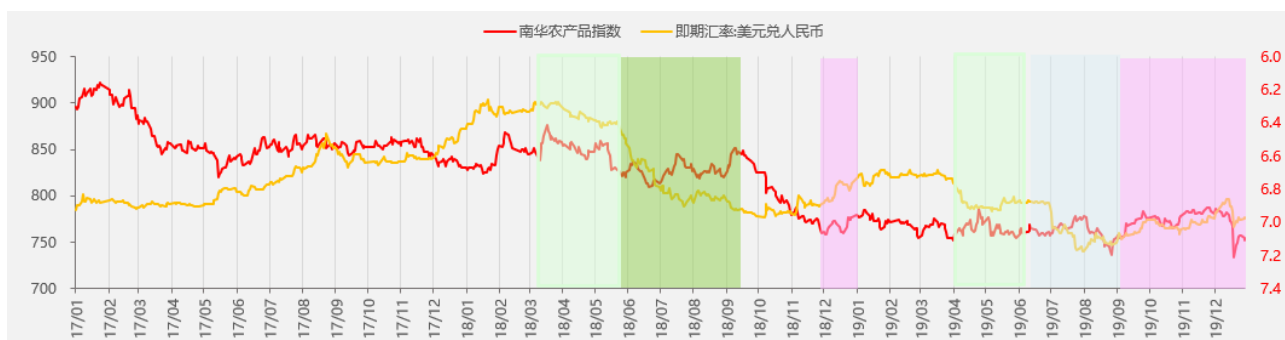
资料来源：万得，一德期货宏观战略部

图4 沪铜和人民币汇率



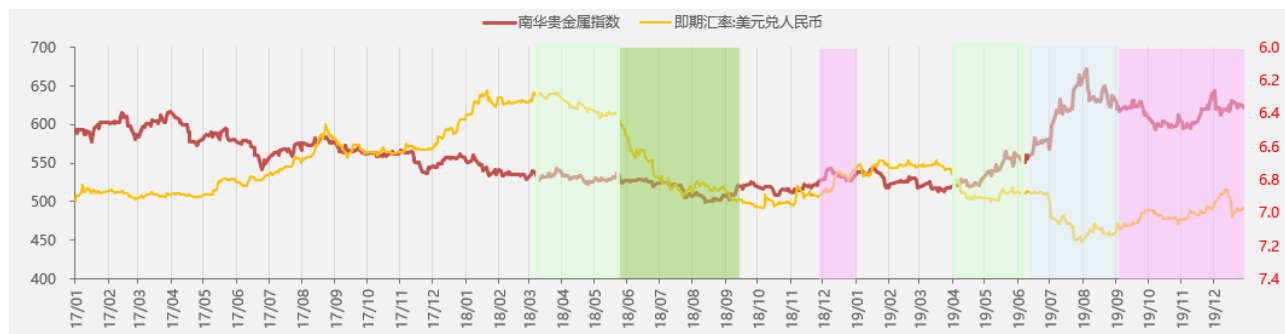
资料来源：万得，一德期货宏观战略部

图5 农产品指数和人民币汇率



资料来源：万得，一德期货宏观战略部

图6 贵金属指数和人民币汇率



资料来源：万得，一德期货宏观战略部

总结展望：后续关注贸易摩擦阶段切换

1.0 时期总结

1. 各类资产对贸易摩擦的反应

贸易摩擦 1.0 时期，汇率和 A 股对贸易摩擦最为敏感，债市在内外需双双走弱影响下形成趋势行情，外部事件对其冲击有限。各类商品在不同阶段对贸易事件敏感度不同。

2. 贸易摩擦不同阶段的资产表现

贸易摩擦初始磋商阶段，工业品和农产品先情绪恐慌的小幅调整，而后快速回归各自基本面逻辑。摩擦持续升级阶段，农产品和工业品对事件定价程度视其国内供需权重决定。阶段性缓和阶段，农产品和工业品估值逐渐企稳。贸易风波再起阶段，市场学习效应体现，农产品和工业品迅速反应。摩擦波折阶段及阶段协议达成阶段，内部供求逐渐主导定价，资产对外部冲击逐渐脱敏。

2.0 时期展望

相比特朗普 1.0 时期，2025 年中国内外部环境也均有所改变，当前贸易摩擦局面更为复杂，落地更快、涉及国家更多，贸易摩擦对资产影响机制或更为复杂，需重点关注几个方面：

第一，2025 年美国关税政策落地较快，存在升级可能性。尽管目前美国通胀压力仍存，但特朗普政府急于“开源节流”，成立主权财富基金或预示上半年更大范围的“开源”和关税加征幅度。关税清单确认后，资产定价速度或更快，可参考 2018 年 6 月-9 月摩擦持续升级阶段资产的波动幅度和 2019 年 5 月-6 月贸易风波再起阶段资产的反应速度。

第二，2025 年美国政府“化债”压力前所未有。当前美国面临的“三高”问题——高通

胀、高利率、高工资，令主权信用风险抬升，避险需求可能持续很久直到“危机”爆发，或限制商品价格上涨高度。

第三，当前中国的反制手段更为多样，目前初见端倪。1月27日（在春节前最后一个交易日），DeepSeek 冲击美国资本市场；2月4日（春节假期最后一天）中方开始反制，除对原产于美国的部分商品加征关税，中方还宣布限制稀有金属出口、将美国公司纳入不可靠实体清单、对谷歌立案调查；2月5日中国监管机构表示正在考虑是否对苹果公司应用商店的费用和政策展开正式调查。相比特朗普 1.0 时期，中国风险资产估值相对美国更低，或意味着中国资产韧性更强。

当前贸易摩擦进入第一阶段，春节后首个交易日风险资产（A 股和商品）快速调整，避险资产（债券和黄金）强势，情绪得到快速释放。考虑 AI 技术变革和两会临近，目前市场乐观预期升温，风偏有所修复。


后期关注贸易摩擦阶段的切换，若持续升级，则风险偏好再度回落，汇率、股市和商品表现再度承压，债券价格重心再度抬升，关注国内政策对冲力度。若阶段性缓和，则风险偏好迎来短暂修复，汇率在此前定价关税背景下迎来阶段性修复，商品和股市视国内总量政策加码幅度（在海外不出现风险事件的前提下）决定修复力度，黄金和债市上涨趋势将面临阶段性扰动。


免责声明

本研究报告由一德期货有限公司（以下简称“一德期货”）编制，本公司具有中国证监会许可的期货交易咨询业务资格（证监许可〔2012〕 38 号）。

本研究报告由一德期货向其服务对象提供，无意针对或打算违反任何国家、地区或其它法律管辖区域内的法律法规。未经一德期货事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式引用、转载、发送、传播或复制本报告。

本报告所载内容及观点基于研究人员认为可信的公开信息或实地调研资料，仅反映本报告作者的不同设想、见解及分析方法，但一德期货对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，且一德期货不保证这些信息不会发生任何变更。本报告中的信息以及所表达意见，仅作参考之用，不构成任何交易、法律、会计或税务的最终操作建议，一德期货不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保，不对因使用本报告的材料而导致的损失负任何责任。服务对象不应单纯依靠本报告而取代自身的独立判断。

 公司总部地址：天津市和平区小白楼街解放北路 188 号信达广场 16 层

 全国统一客服热线：400-7008-365

 官方网站：www.ydqh.com.cn