

有色行业深度：金价回调后的风险和机遇



李纵横 分析师

Email: lizongheng@lcqz.com

证书: S1320524090001

投资要点:

短期来看，黄金面临利空因素主导包含三个方面：

第一，本轮由特朗普发起的对于全球近乎所有经济体的贸易战最为激烈的对抗周期已经于 2025 年 4 月结束，避险情绪退潮削弱金价的上行驱动；

第二，关税政策对于美国经济数据的实质性冲击尚未显现，美联储进行降息操作紧迫性不强，降息节点向后推迟限制短线金价的向上空间；

第三，交易性因素层面，黄金多方交易情绪近期有所退潮，4 月金价冲高至历史高点后，多方资金存在部分获利了结需求。

同时，特朗普政策制定带有鲜明的个人主义特征，美方与其他国家谈判进程缓慢，与中方磋商结果也存在反复的可能；短期及长期通胀预期的同步上行显示消费者对于美国物价水平的担忧，考虑通胀预期的自我实现属性，后续美国经济将面临较高“滞胀”压力；当前黄金市场投机情绪并不强烈，且资金并非加速撤离，更类似于进行高抛低吸。

因此虽然金价在避险情绪退潮的当下面临一定回调压力，但下行空间预计相对有限，短线金价维持现有高位水平震荡可能性更高。

而相较于短线黄金市场的噪音而言，我们对于金价中长期看涨的逻辑并无变化。

第一，美债困局动摇其作为避险资产根基，同为避险资产的重要选项之一，黄金能够承接部分美债减配所带来的避险需求；

第二，当前的美元实际是全球化的产物，特朗普关税战打破了美元循环体系的平衡，全球货币体系的重塑将给黄金带来长期投资机会；

第三，特朗普的施政路径带有极强的不确定性，同时美国抬升对全球的贸易壁垒，客观上增加了地缘政治风险事件爆发的可能性，随之而来的避险需求可成为金价中长期上行的重要推手。

虽然短线金价上行趋势有所放缓，但我们对于年内金价走势依旧乐观，对黄金板块保持看好，推荐关注：山金国际、赤峰黄金、山东黄金。

风险提示：美国关税政策超预期调整、美联储降息节奏或幅度不及预期等

投资评级：看好（维持）

市场表现



相关报告

二季度行业策略：关税浪潮后，铜市影响几何？

2025.04.15

金价的“诗和远方”：黄金 ETF 深度

2024.05.29

坐看云起时——电解铝行业深度

2023.05.25

并购家 免费行业报告网

IPOIPO.CN 每日更新 不用注册会员 无广告 永久免费

目 录

1. 以史为鉴，美国百年贸易政策回顾.....	5
2. 短期视角——坐看云起时	9
2.1 避险情绪退潮，后续仍存反复可能	9
2.2 预期与现实博弈，美联储降息动力不足	14
2.3 多方情绪有所退潮，下行空间预期相对有限	18
3. 中长期视角——不畏浮云遮望眼	19
3.1 美债困局难解，避险地位弱化将为黄金带来长线投资机遇	19
3.2 关税政策动摇美元根基，央行增配黄金拉动价格上行	23
3.3 特朗普施政风格放大资本市场波动，黄金有望承接更多安全资金关注	27
4. 投资建议	29
5. 风险提示	30

图表目录

图 1	美国百年贸易政策及关税税率变迁 (%)	5
图 2	美国收紧贸易政策时段 GDP 数据表现 (十亿美元)	7
图 3	美国收紧贸易政策时段对外经贸数据表现 (百万美元、亿美元)	8
图 4	80 年代黄金市场价格表现 (美元/盎司、%)	9
图 5	特朗普第一任期内黄金市场价格表现 (美元/盎司、%)	9
图 6	2025 年金价走势回顾 (美元/盎司、元/克)	10
图 7	4 月 22 日之后, 美国经济不确定性明显减弱	11
图 8	全球金融压力得到阶段性释放	11
图 9	2025 年黄金市场主要由避险需求所主导 (美元/盎司)	12
图 10	2 月起, 黄金价格走势与投机性资金持仓规模背离 (张、美元/盎司)	12
图 11	COMEX 黄金库存于 4 月见顶 (美元/盎司、金衡盎司)	12
图 12	黄金期现价差于 4 月转负 (美元/盎司)	12
图 13	美国进行首轮关税谈判所聚焦的经济体	13
图 14	首轮关税谈判聚焦的五大经济体对美商品贸易差额情况 (百万美元)	13
图 15	美国贸易政策制定逻辑	14
图 16	美国的经济地理格局	14
图 17	2017 年-2019 年中美贸易争端时间线整理	14
图 18	关税政策出台后, 投资信心下滑明显	15
图 19	消费者信心同步滑落	15
图 20	美国国内通胀预期快速上行 (%)	15
图 21	长期通胀预期同步抬升 (%)	15
图 22	美国 CPI 和核心 CPI 数据走势 (%)	16
图 23	美国 PPI 和核心 PPI 数据走势 (%)	16
图 24	美国 PMI 数据走势	16
图 25	美国非农就业数据及失业率变化情况 (千人、%)	16
图 26	2025 年美国抢进口现象显著 (百万美元)	17
图 27	2025 年原油价格持续下行 (美元/桶)	17
图 28	美联储降息动力不足限制金价短期上行的想象空间 (美元/盎司)	18
图 29	黄金 ETF 规模缩减 (金衡万盎司、美元/盎司)	19
图 30	海外黄金投机性多方资金持仓比重下行 (张)	19
图 31	国内黄金期货公司净买单规模与金价波动情况 (美元/盎司、手)	19
图 32	2 月起, 黄金价格走势与投机性资金持仓规模背离 (张、美元/盎司)	19
图 33	美国国债规模持续扩张 (十亿美元、%)	20
图 34	财政赤字率上行, 政府债务压力沉重 (十亿美元、%)	20
图 35	关税在美国财政收入中所占比重极为有限 (十亿美元)	21
图 36	霍氏法案并未阻止美国贸易顺差收窄趋势 (百万美元)	21
图 37	里根时代美国贸易逆差持续扩大 (十亿美元)	21
图 38	特朗普关税政策 1.0 同样并未阻止美国贸易逆差创造历史新高 (十亿美元)	21
图 39	美国财政支出规模依旧处在历史高位 (十亿美元、%)	22
图 40	2024 年美国财政支出结构	22
图 41	2025 年外国投资者持有美国国债结构	23
图 42	近年来, 中日两国同时减持所持有美债规模 (十亿美元)	23
图 43	美国赤字率提高助推黄金价格上行 (美元/盎司、%)	23
图 44	金价与美债实际利率负相关性预计减弱 (美元/盎司、%)	23
图 45	通过金融账户顺差填补经常账户逆差, 美国实现了国际收支体系的平衡 (万亿美元)	24
图 46	2025 年美元指数持续阴跌 (美元/盎司)	25
图 47	2022 年后, 全球央行购金热情高涨	26
图 48	2025 年中国央行再度开启新一轮购金周期 (吨)	27
图 49	2012 年至今中国央行购金时点分布 (吨、美元/盎司)	27

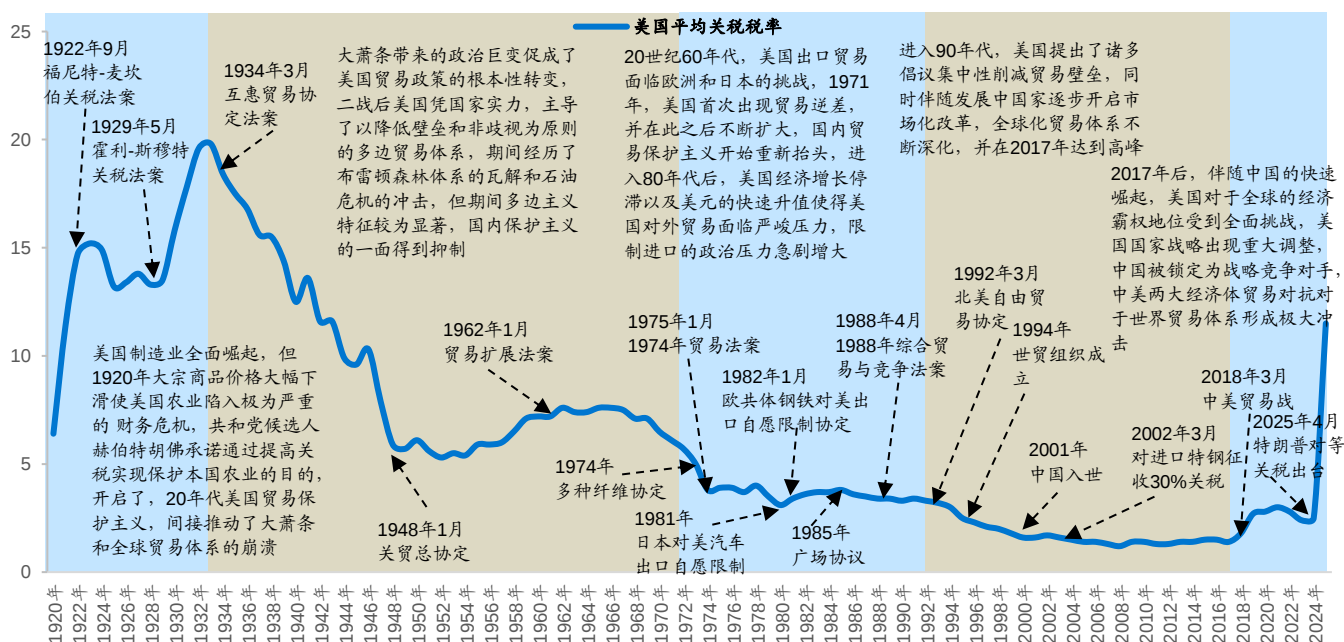
图 50	特朗普政策的不确定性引发 2025 年金融市场巨震（美元/盎司）	28
图 51	地缘政治风险事件的爆发通常助推金价上行（美元/盎司）	29
表 1	美国关键贸易政策及经贸重要事件整理	6
表 2	2025 年中美贸易战重要时间节点及事件总结	11
表 3	五大经济体对美关税谈判进程归纳	13
表 4	2025 年 5 月 13 日美联储降息节点概率分布情况	17
表 5	2025 年 4 月 11 日美联储降息节点概率分布情况	17
表 6	本轮对等关税战激烈交锋阶段，美元表现弱势	24
表 7	全球主要经济体资产储备结构（亿美元）	26

1. 以史为鉴，美国百年贸易政策回顾

特朗普开启第二任总统任期后，迅速贯彻其“让美国再次伟大”的执政理念，2025年4月签署通过了所谓“对等关税”，此举引发了全球范围内资本市场的强烈反应，关税俨然成为特朗普政府重构全球贸易体系的有力武器，也是市场看待本届美国政府的鲜明标签。

但实际上，美国关税政策制定主要基于三个基本目标：通过对进口产品征收税务缓解政府财政压力、调节进口商品管控保护国内企业、通过互惠协定减少贸易壁垒扩大出口商品市场，在不同时段，由于其国内经济环境不同，单一目标在政策制定过程所具有的重要程度存在差异，因此美国贸易政策实际上处在动态调整的过程中。自20世纪90年代自2017年止，美国两党对于深化全球贸易体系的形成达成一定共识，贸易政策经历了长达20年宽松环境，但如果我们将时间线拉长来看，美国贸易政策并非一以贯之。

图1 美国百年贸易政策及关税税率变迁(%)



资料来源：Tax Foundation，联储证券研究院

回顾过去100年美国贸易政策的调整过程，我们可以大致将其划分为五个阶段：

第一阶段：1921年-1933年，代表性事件：《福尼特-麦坎伯关税法案》、《霍利-斯穆特关税法案》。1920年，美国经历严重的经济衰退以及通货紧缩，共和党候选人沃伦哈定以扭转经济萧条，全面提升关税的政策主张上台，1922年9月签署了《福尼特-麦坎伯关税法案》使得美国平均关税水平大幅上行。1928年，为了解决萧条的农业问题以及战后货币和财政政策调整所带来的经济动荡，胡佛总统签署了《霍利-斯穆特关税法案》使得美国关税水平上行至一战后的历史新高值，关税政策出台不久，大萧条接踵而至，虽然广受批评的关税政策并非导致大萧条的主要原因，但客观上恶化了美国的国际贸易环境，对于大萧条起到了推波助澜的负面作用；

第二阶段：1934年-1970年，代表性事件：《互惠贸易协定法案》、《关贸总协定》、《贸易拓展法案》。大萧条带来政治巨变促成了美国贸易政策的根本性转变，1934年罗斯福总统签署的《互惠贸易协定法案》可视为第二阶段开启的标志性时间，美国的对外贸易政策开始由保护主义向自由主义转变。二战结束后，美国凭借国家实力主导了以降低贸易壁垒和自由化为原则的多边贸易体系的形成，期间经历了布雷顿森林体系瓦解和

两次石油危机的冲击，但是美国对于全球贸易体系的支配地位为其推行自由贸易提供了经济基础，贸易政策宽松化趋势显著，国内保护主义的一面得到抑制；

第三阶段：1971 年-1989 年，代表性事件：《1974 年贸易法案》、纺织、钢铁、汽车行业的限制性政策、广场协议、《1988 年综合贸易与竞争法案》。1971 年作为第三阶段开启时点，美国首次出现贸易逆差并在之后逐年拉大，出口贸易受到来自西欧、日本的挑战，促使其国内贸易保护主义再次抬头。《1974 年贸易法案》授予总统关于关税和非关税壁垒的谈判权，进入 80 年代后，美国经历了 1979 年-1982 年的严重经济衰退以及美元显著升值的双重压力，贸易逆差急剧放大，美国政府利用其国家实力，使得该国纺织、汽车、钢铁等具备政治影响力的产业相继获得了特殊性贸易保护政策，《广场协议》的签署标志着本轮贸易保护主义浪潮达到顶峰，后续随着美元的贬值以及出口的重新增长，美国贸易问题得到了阶段性缓解；

第四阶段：1990 年-2017 年，代表性事件：《北美自由贸易协定》、世贸组织成立、乌拉圭回合、中国入世。1989 年柏林墙倒塌，随后苏联解体，发展中国家走向贸易开放的道路，美国提出了诸多倡议，集中性削减贸易壁垒，2001 年中国入世，中国经济以惊人的速度快速增长，全球化贸易体系不断深化，并在 2017 年达到顶峰。但同时，我们需要注意到，08 年金融危机后，美国贸易政策方向已经开始出现摇摆迹象，奥巴马政府主导发起了跨太平洋伙伴关系以及跨大西洋贸易和投资伙伴关系谈判已经显示，美国政府对于中国的快速崛起开始担忧，贸易保护主义有重现迹象；

第五阶段：2017 年至今，代表性事件：2018 年中美贸易战、2025 年特朗普对等关税政策。伴随中国经济实力的持续快速增长，美国国家战略出现重大调整，中国被视为其战略竞争对手，美国贸易政策制定出发点由经贸利益让位于遏制所谓潜在竞争对手。2017 年特朗普上台视为第五阶段开启时点，其在《国家安全战略报告》中明确将大国竞争列为美国国家安全的首要威胁，随后 2018 年，中美贸易战爆发。2025 年，特朗普开启第二任期，4 月即宣布对所有贸易伙伴征收对等关税，随后中国宣布反制，美国对华关税经过数轮调整，4 月 10 日，美方将对华关税税率提升至 125%，年度税率上升至 145% 当期峰值水平。

表1 美国关键贸易政策及经贸重要事件整理

时间	法案或事件名称	执政党	时任美国总统	主要内容
1922 年	福尼特-麦坎伯关税法案	共和党	沃伦·哈丁	将美国平均税率由 28% 抬升至 38%
1929 年	霍利-斯穆特关税法案	共和党	赫伯特·胡佛	将美国平均税率抬升至一战后的最高水平
1934 年	互惠贸易协定法案	民主党	富兰克林·罗斯福	由行政部门实施关税减让谈判并于外国政府签署相关协议，给予总统最高不超过 50% 的税率减让以及让外国商品免税进入美国市场的权利
1948 年	关贸总协定	民主党	哈里·杜鲁门	通过缔约国之间达成互惠互利协议，大幅度削减关税和其他贸易壁垒
1962 年	贸易拓展法案	民主党	约翰·肯尼迪	赋予总统 50% 的关税减免权，并有权对部分低税率商品免除关税
1973 年	多种纤维协定	共和党	杰拉尔德·福特	政府采取数量限制措施以保护本国纺织业免受其他国家纺织品的冲击
1974 年	1974 年贸易法案	共和党	杰拉尔德·福特	授予总统关于关税和非关税壁垒的谈判权，其中的 301 法案允许美国政府对损害美国贸易利益和商业利益的外国政府发起调查并实施单边制裁
1981 年	日本对美汽车出口限制	共和党	罗纳德·里根	日本自愿将对美出口汽车限制在每年 168 万辆
1982 年	欧共体对美钢铁出口限制	共和党	罗纳德·里根	将 11 个钢铁产品类别的欧共体出口限制在美国市场份额的 5.5%
1985 年	广场协议	共和党	罗纳德·里根	美日英法德五国政府联合干预外汇市场诱导美元贬值以增加美国产品出口竞争力
1988 年	美国综合贸易法案	共和党	罗纳德·里根	加强总统的谈判授权，提高其在谈判过程中迫使外国政府让步的能力，对 301 条款进行了进一步加强
1992 年	北美自由贸易协定	民主党	比尔·克林顿	建立北美自由贸易区，美加墨三国货物可以互相流通并减免关税
1994 年	世贸组织成立	民主党	比尔·克林顿	世界贸易组织成立，为全球贸易体系提供了组织基础和法律基础
1994 年	乌拉圭回合	民主党	比尔·克林顿	谈判自 1986 年起，历时 7 年，发达国家及发展中国家均对关税水平进行大幅削减
2001 年	中国入世	共和党	乔治·布什	中国正式加入世界贸易组织，成为其第 143 个成员
2018 年	中美贸易战	共和党	唐纳德·特朗普	美国宣布对中国进口的约 2000 亿美元的商品加征关税，随后中国予以反制，中美两大经济体开启贸易争端
2025 年	特朗普对等关税政策	共和党	唐纳德·特朗普	美国对所有贸易伙伴征收对等关税，随后中国宣布反制，美国对华关税经过数轮调整，截止至 4 月 21 日已上行至 245%。

资料来源：公开资料整理，联储证券研究院

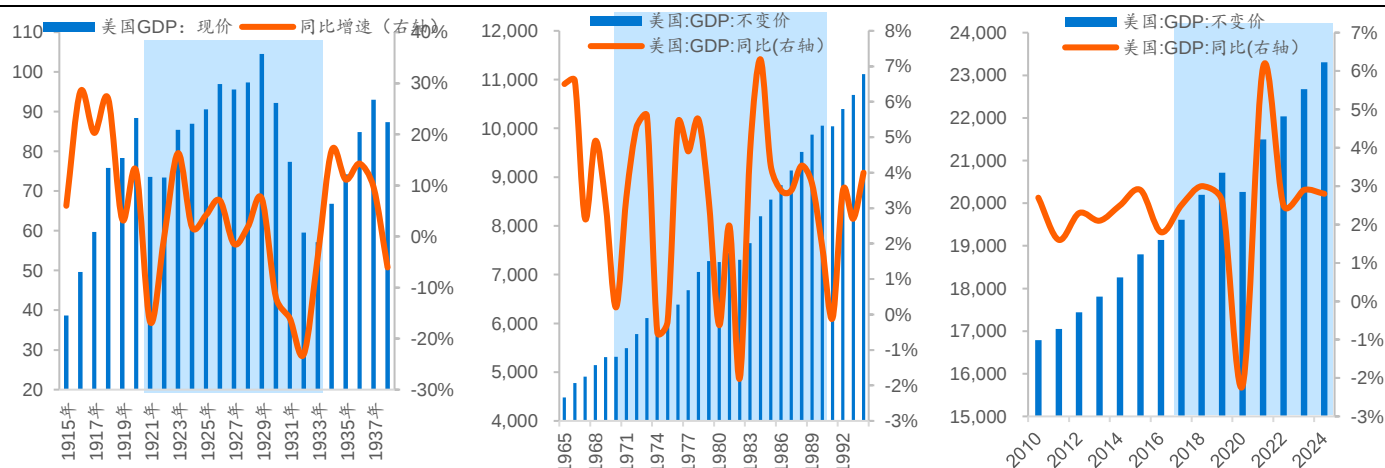
总结曾出现过的三轮贸易政策收紧周期内美国经济表现，20 年代全面提升关税水平对美国经济产生极大冲击，对于大萧条爆发起到了推波助澜的作用；而里根时代与特朗普的第一任期具有一定的相似度，二者并未直接提高关税壁垒，而是采取了针对性的保护主义措施，但贸易政策的调整对于经济的正向推动作用有限，且任期末均重新面临滞胀风险。

第一阶段的美国经济正在经历一战后的黄金时代，1922 年颁布的《福尼特-麦坎伯关税法案》虽然将美国平均关税税率抬升至 38%，但从 GDP 数据表现上看，并未对柯立芝繁荣时期的美国经济产生过强的负面影响，主要原因在于美国利用了一战后迅速扩张的经济实力以及欧洲各国战后经济尚未恢复的宝贵窗口，夺取了大量的海外市场，同时技术与生产革命推动了经济的迅速发展。但过渡至 20 年代末，《霍利-斯穆特关税法案》颁布时点恰逢全球经济处于严峻时刻，美国的咆哮二十年代已进入末尾阶段，美国大幅上调关税直接引发了其他主要经济体纷纷抬高关税壁垒，严重恶化了全球贸易环境，虽然《霍利-斯穆特关税法案》出台恰好与大萧条起点重合，我们将霍氏法案作为大萧条爆发的主因显然有失偏颇，但其确实对大萧条起到了推波助澜的作用。

第三阶段美国的贸易保护政策出台时点主要集中于 80 年代共和党人罗纳德·里根时代。需要注意的是，里根时代的贸易政策与 20 年代以及当前的特朗普政府有很大不同。里根对外宣称维护自由贸易，在面对国内商品在国际市场竞争力不足的问题时，采取措施并非直接提高关税壁垒，而是对于特定行业采取针对性的保护主义措施，政策目的在于保护出口而非限制进口。从最终经济表现来看，里根时代的美国经济保持了相对稳定的增长速度，美国经济走出了 70 年代的大滞胀环境，但其政策核心在于以减税、削减政府开支、放松政府管制为主体的里根经济学，贸易政策对于美国经济正向推动效应并不明显，且在其第二任期末期美国经济重新陷入滞胀环境。

同为共和党人的特朗普在他的第一任期开启时也是以里根 2.0 的标签登上政坛的，不仅仅是因为两者同为政治素人，同时两人的政策主张以及施政纲领同样存在极高的相似度。特朗普与里根执政时都呈现了“宽财政+紧货币”的政策组合，同样采用了贸易保护手段试图扩大出口，增强美国商品的市场竞争力，而并非如 20 年代以及当前一般全面提升关税水平。任期内美国经济增速虽不如里根时代，但实际 GDP 依旧保持了实 2.6% 的平稳增长，物价及通胀水平相对可控，但同样在任期末期显示了国家财政赤字大幅抬升的负面影响。

图2 美国收紧贸易政策时段 GDP 数据表现（十亿美元）



资料来源：美国商务部经济分析局，联储证券研究院

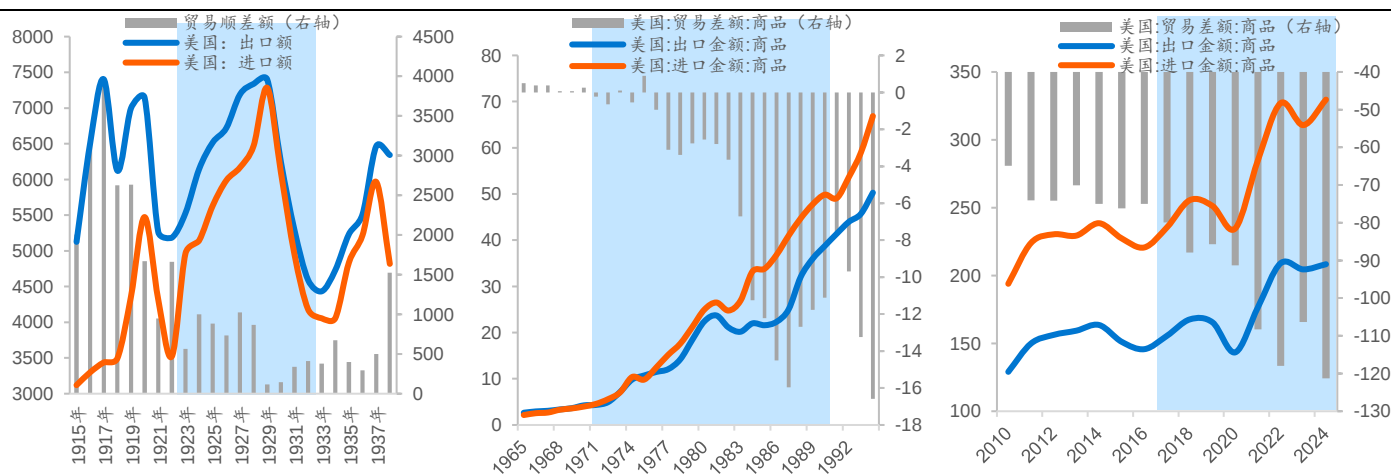
收紧贸易政策最为直接目的即在于缩小贸易逆差或者扩大顺差规模，提升国内商品竞争力，但回顾三轮周期，政策调整均未能达成目标。

19 世纪 20 年代，美国崛起同时叠加欧洲战后经济尚未恢复，美国制造业已经主导全球市场，因此关税政策制定者关注重心集中于疲软的国内农业市场，尤其在霍氏关税法案公布前的 1928 年，美国两党候选人在大选期间均重点承诺解决农业问题。但从最终结果来看《福尼特-麦坎伯关税法案》和《霍利-斯穆特关税法案》并未帮助美国农产品重新获取国际竞争力，反而使得贸易顺差值锐减。《福尼特-麦坎伯关税法案》颁布后的第二年，美国贸易顺差额由 1922 年的 16.62 亿美元减少至 5.66 亿美元，降幅 65.97%。《霍利-斯穆特关税法案》颁布后，由于引发了全球主要经济体的集中反制，美国贸易顺差当年骤降至 1.16 亿美元，在大萧条期间始终维持在历史低位水平。

20 世纪 70 年代，美国制造业不再具备主导全球的能力，汽车、钢铁、纺织等产业面临着进口产品的激烈竞争，尤其在 1973 年石油危机后，由于大量高价能源产品的进口，美国对外贸易首次由贸易顺差转向贸易逆差。从贸易保护政策实施的结果上看，美国贸易逆差并未随之消失，反而在 80 年代进一步拉大，保护政策重点关注行业，相关企业获得了一定调整时间，但同样没有阻止劳动密集型岗位在 80 年代末大量流失至海外，美国贸易逆差在 1985 年后收窄，主要动力也并未来自于保护性政策，最主要原因是 1983 年后美国宏观经济的修复以及 1985 年广场协议签署后美元的贬值。

对于特朗普 1.0 阶段，贸易逆差增速初期呈现阶段性放缓趋势，但 2018 年美国逆差规模依旧相较 2016 年扩张了 21%。2020 年新冠疫情爆发之后，虽然拜登政府依旧延续了特朗普政府的对华贸易政策，但美国贸易逆差依旧重新走阔，并在 2024 年创下历史新高，期间可称道的效果是美国市场对华商品依赖度呈现下滑趋势，东盟和墨西哥等新兴国家承接了大量产业转移，成长迅速。

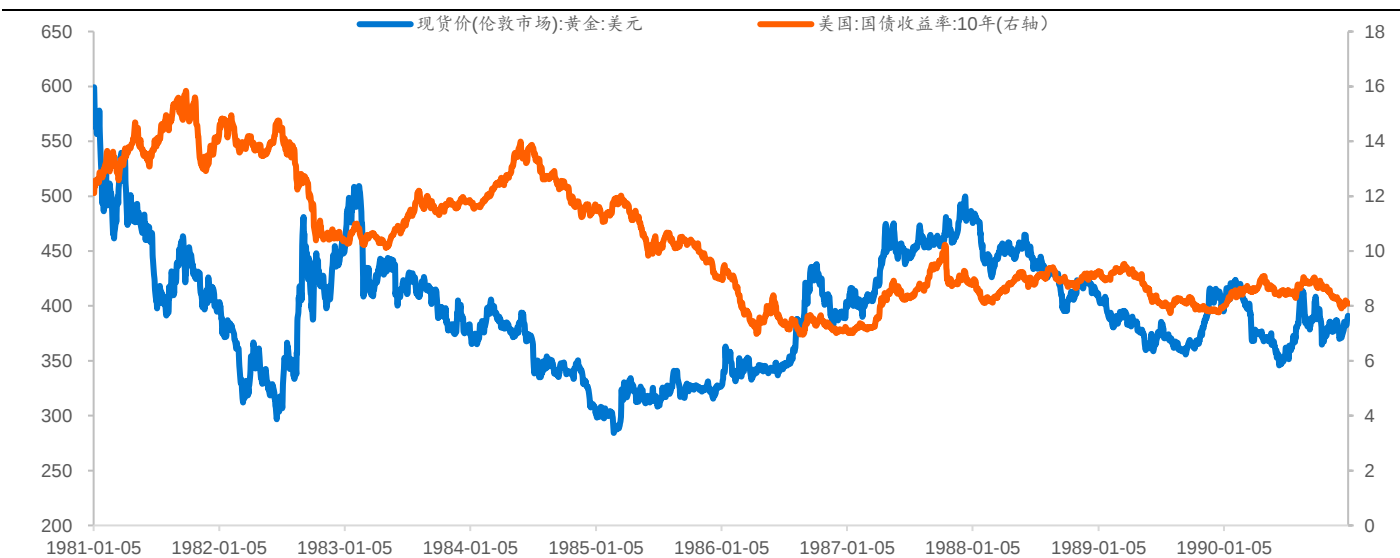
图3 美国收紧贸易政策时段对外经贸数据表现（百万美元、十亿美元）



资料来源：The World Trade Historical Database，联储证券研究院

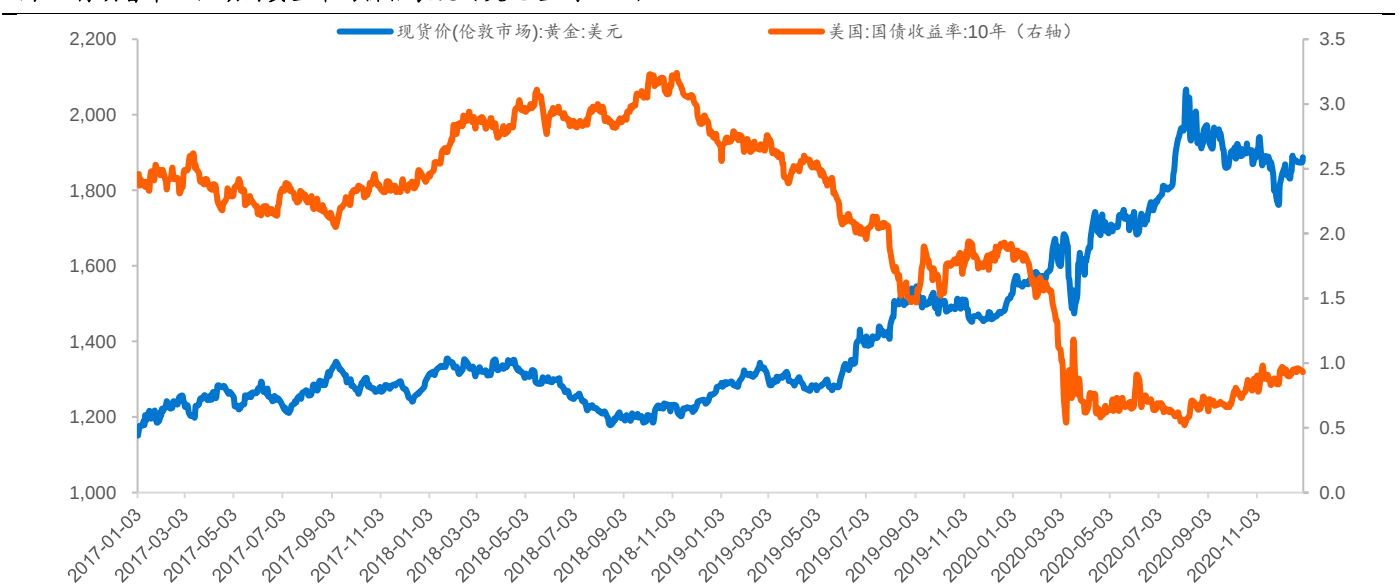
黄金在三轮政策收紧周期内价格表现不一。19 世纪 20 年代尚处于金本位时代，黄金价格不能市场化波动，因此缺乏足够的参照度，但值得一提的是，1934 年的黄金储备法案依旧将 1 盎司黄金所对应的 20.67 美元调整至 35 美元。80 年代美联储严格控制货币供应、推动利率上升，里根任期内美国经济的复苏和稳定增长支撑了强势美元，黄金则与美元指数保持了较强的负相关性，走势整体偏弱。特朗普第一任期内黄金的行情主线围绕美联储货币政策调整为主逻辑展开，贸易政策调整对于金价的影响有限，受美联储降息、美债实际利率下行的带动，金价在此期间表现亮眼。

图4 80年代黄金市场价格表现（美元/盎司、%）



资料来源：联储证券研究院

图5 特朗普第一任期内黄金市场价格表现（美元/盎司、%）



资料来源：联储证券研究院

2. 短期视角——坐看云起时

2.1 避险情绪退潮，后续仍存反复可能

当我们回溯 2025 年的黄金市场，可以发现特朗普的关税政策方向调整是金价波动的主逻辑。

早在 2025 年 3 月中，伴随特朗普政府宣布的关税政策窗口的临近，市场已经开始对于该风险事件所带来的不确定性进行定价，促成了 3 月中下旬全球金价的快速上行行情。

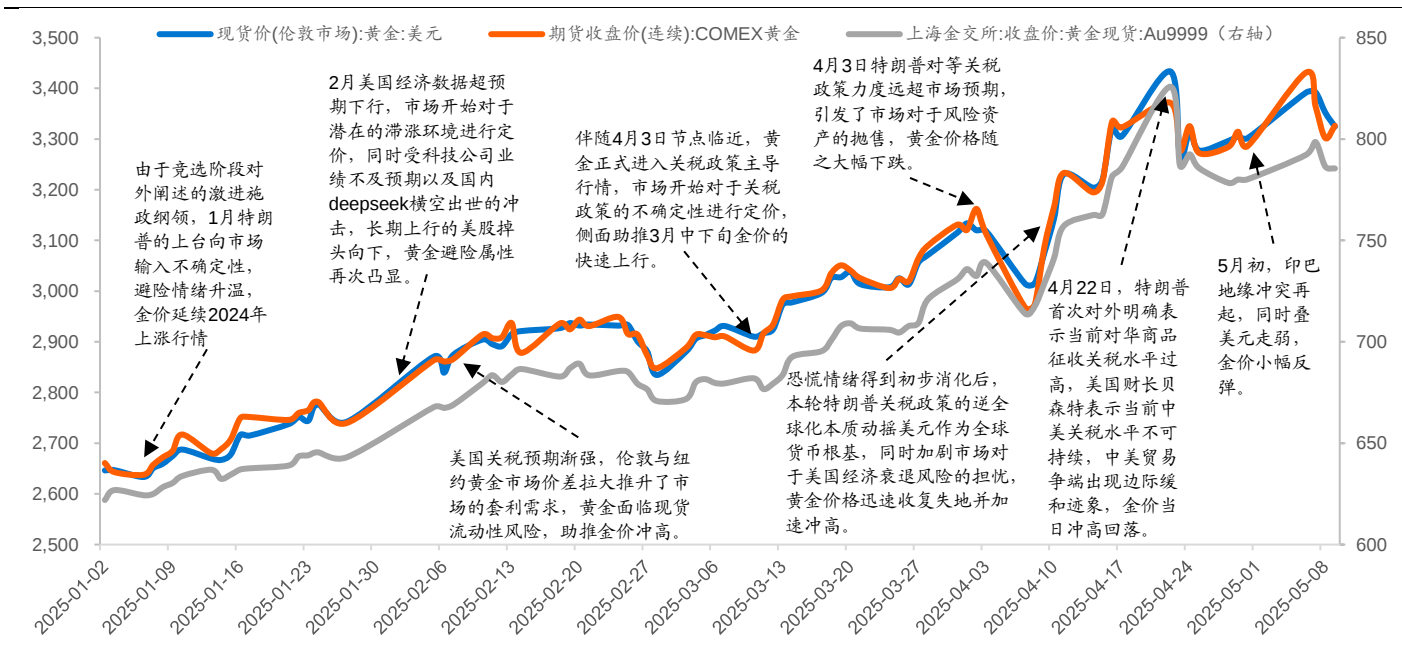
4 月 2 日¹可视为近两个月黄金市场的第一个关键时间节点。虽然经过长达半月的酝

¹ <https://www.whitehouse.gov/presidential-actions/2025/04/regulating-imports-with-a-reciprocal-tariff-to-rectify-trade-practices-that-contribute-to-large-and-persistent-annual-united-states-goods-trade-deficits/>

酿，但该日特朗普宣布的所谓“对等关税”政策强度依旧远超预期，迅速引发了市场对于风险资产的普遍抛售以补充流动性，黄金价格随着大幅下跌。但在情绪面因素得到消化后，避险情绪推动下黄金价格迅速收复失地并加速冲高，期间伴随着中美贸易争端的不断升级。

4月22日²是第二个关键的时间节点。该日特朗普首次对外释放对华缓和信号，表示后续将大幅下调对中国进口商品加征的145%巨额关税。同日，美国财政部长贝森特表示眼下中美关税僵局难以为继，并预计短时间内将出现缓和态势。当日伦敦现货黄金价格冲高至3500美元/盎司后迅速回落。期间受印巴地缘政治事件爆发叠加美元走弱的影响短暂回弹，但金价整体已呈现下行趋势，截止至5月12日，伦敦现货黄金价格回落至3272美元/盎司，相较高点位置降幅6.51%。

图6 2025年金价走势回顾（美元/盎司、元/克）



资料来源：联储证券研究院

既然我们认为，黄金市场的短线行情由特朗普对于全球的关税战所主导，那么关税政策方向边际变化对于金价走势的重要性不言而喻。处在当前时点下，虽然本轮关税战的最终走向尚存变数，但相对确定的是，这一轮由特朗普发起的对于全球近乎所有经济体的贸易战最为激烈的对抗周期已经于2025年4月结束。4月9日，美方首先宣布暂停对75个国家对等关税90天³，将本轮关税战的对抗双方由美国对抗全球近似于简化为中美贸易战2.0的二元化对抗格局。在中美双方将关税税率抬升至历史性水平之后，4月末及5月初均表达了积极性的谈判意愿。5月12日，瑞士日内瓦经贸会谈结束后，中美发布联合声明，就大幅削减双方关税税率达成共识。实际上，在中美经贸会议取得重大突破前，市场对于美国经贸政策调整已经形成一定预期，4月22日特朗普对华政策表态边际转向后，美国经济意外指数迅速触底反弹，全球金融压力指数同步二次回落。

² https://m.guancha.cn/international/2025_04_23_773296.shtml

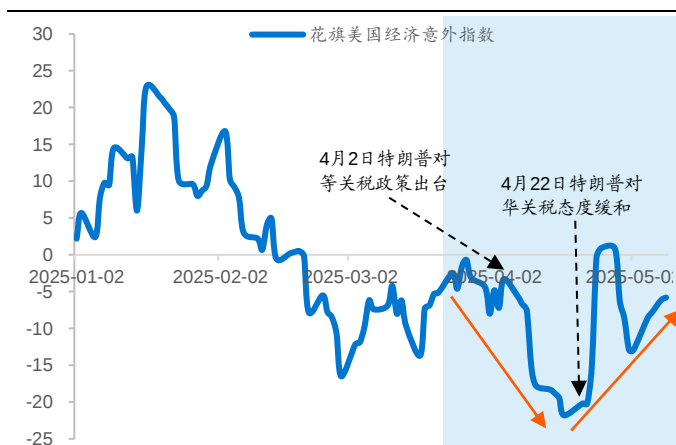
³ <https://www.whitehouse.gov/presidential-actions/2025/04/modifying-reciprocal-tariff-rates-to-reflect-trading-partner-retaliation-and-alignment/>

表2 2025 年中美贸易战重要时间节点及事件总结

时点	施政方	政策举措
2月1日	美方	美国再次以芬太尼等问题为由，向中国进口商品在现有关税基础上加征 10% 关税
2月3日	中方	我国对美关税政策进行反制，宣布对原产于美国的部分进口商品加征关税，其中对煤炭、液化天然气加征 15% 关税，对原油、农机等加征 10% 关税
3月3日	美方	美国再次以芬太尼问题为由，对中国进口商品再次加征 10% 关税
3月4日	中方	中国对美关税政策进行反制，宣布对原产于美国的部分进口农产品加征关税，其中对鸡肉、小麦、玉米、棉花加征 15% 关税，对高粱、大豆、猪肉、牛肉等加征 10% 关税
4月2日	美方	特朗普激进关税政策出台，美国宣布对全球所有贸易国家进口商品征收 10% 关税，同时对部分贸易逆差过大的经济体征收所谓对等关税，其中对华关税税率为 34%，年度对华加征关税税率上升至 54%
4月4日	中方	中国公布一系列反制政策，对原产于美国的所有进口商品在现有关税税率基础上加征 34% 关税，对稀土产品进行出口管制，将 16 家美国实体列入出口管制清单，将 11 家美国企业列入不可靠实体清单
4月8日	美方	美国再度提高对华关税，宣布将对中国进口商品的对等关税税率由 34% 提高至 84%，年度对华加征关税税率上升至 104%
4月9日	中方	中国升级对美关税政策，对原产于美国所有进口商品加征关税税率由 34% 提升至 84%，同时将 12 家美国实体列入出口管制清单，将 6 家美国企业列入不可靠实体清单
4月10日	美方	美国宣布将对华关税税率提升至 125%，年度税率上升至 145%
4月11日	中方	中国对原产于美国所有进口商品加征关税税率同步提升至 125%，同时宣布由于美国输华商品已无市场，如果美方后续继续加征关税，中方将不予理会
4月22日	美方	特朗普政府对华关税政策口径边际缓和，首次对外承认当前中国对美出口商品关税水平过高，后续预计税率将大幅降低，同日，美国财政部长贝森特表示，中美高关税不可持续，中美贸易战将会逐渐边际缓和
5月7日	中方	中国外交部发布消息，何立峰副总理将于 5 月 9 日-12 日访问瑞士，期间将与美方代表就中美关税问题举行会谈
5月12日	中美双方	中美就日内瓦经贸会谈发表联合声明，美国修改 4 月 2 日对华关税，其中 24% 的关税暂停实施 90 天，保留剩余 10% 关税，同时取消 4 月 2 日之后对华商品关税；中国修改 4 月 4 日对美关税，其中 24% 暂停实施 90 天，保留剩余 10% 关税，同时取消 4 月 2 日之后对美报复性关税并暂停或取消非关税反制措施

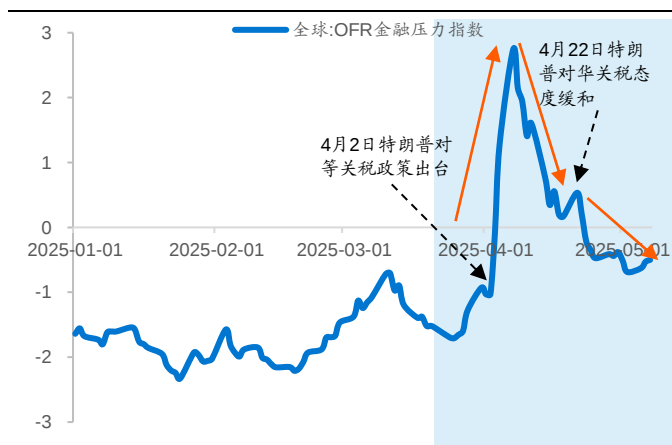
资料来源：公开资料整理，联储证券研究院

图7 4月22日之后，美国经济不确定性明显减弱



资料来源：联储证券研究院

图8 全球金融压力得到阶段性释放

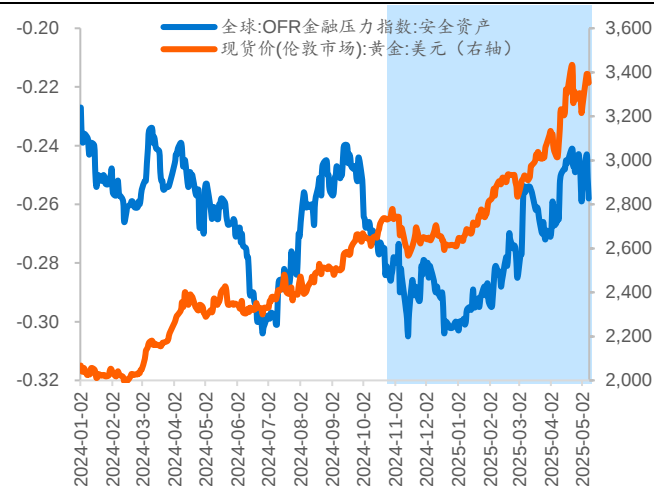


资料来源：联储证券研究院

年初受美国政府潜在对贵金属征收关税风险的影响，实物黄金自 1 月起持续流入美国期货市场，形成了一季度 COMEX 黄金期货市场的快速累库行情。同时，伦敦现货价格与纽约期货市场价差走阔，随之而来的套利需求带动一季度金价实现高位突破。在 4 月 2 日特朗普关税政策对于铜、铝、贵金属等商品进行明确豁免后，超预期政策所带来的不确定性接力现货流动性担忧助推金价继续冲高。回看 1-4 月全球黄金市场可以发现，推动金价上行动力更多来自于市场避险情绪，而非短期的投机性交易。直接反映为金价与 OFR 金融压力指数的安全资产分项呈现较强的正相关性，而投机性资金的代表——COMEX 非商业多方持仓规模在 2024 年提前见顶，进入 2025 年后却罕见的与金价呈现背离趋势。

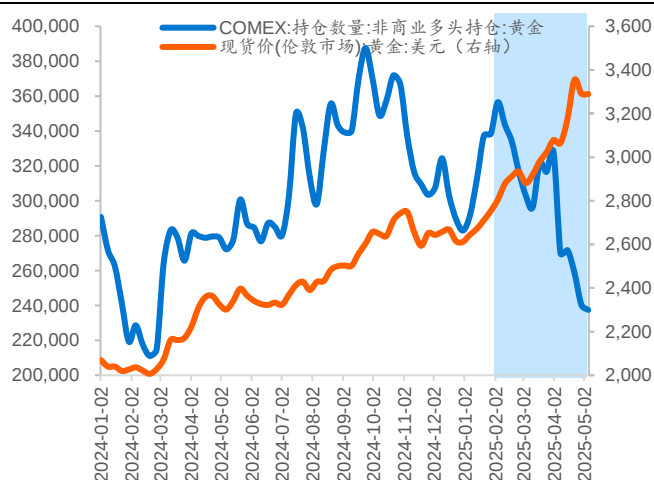
那么既然我们预期 4 月金价的快速上行主要由特朗普发起的关税战向全球输出的不确定性所推升，那么在政策面因素边际转向、中美贸易谈判取得重大突破的当下，黄金价格随之承受回调压力也是可以预判的。

图9 2025 年黄金市场主要由避险需求所主导（美元/盎司）



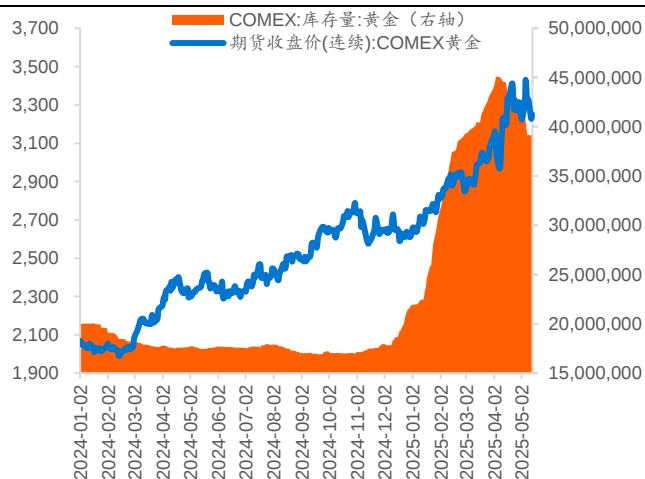
资料来源：，联储证券研究院

图10 2月起，黄金价格走势与投机性资金持仓规模背离（张、美元/盎司）



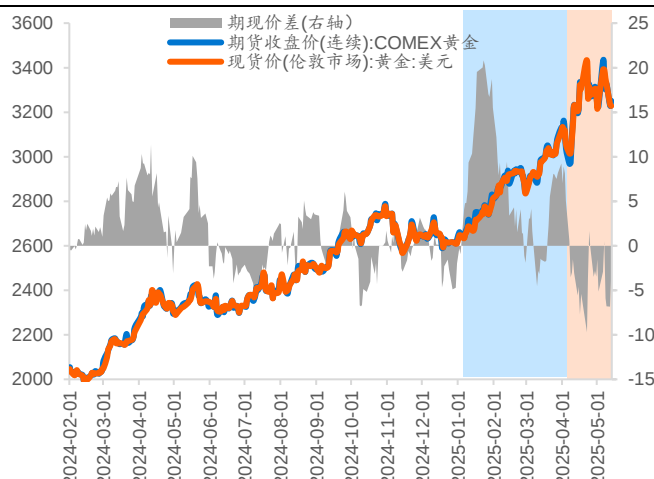
资料来源：，联储证券研究院

图11 COMEX 黄金库存于 4 月见顶（美元/盎司、金衡盎司）



资料来源：，联储证券研究院

图12 黄金期现价差于 4 月转负⁴（美元/盎司）



资料来源：，联储证券研究院

但同时，我们提示，虽然本轮特朗普发起的关税战出现重大转向，但其政策制定带有鲜明的个人主义特征，美方与其他国家谈判进程缓慢，与中方磋商结果也存在反复的可能，因此虽然金价在避险情绪退潮的当下面临一定回调压力，但下行空间预计相对有限。

根据美国政府内部释出消息，出于政治、经济等因素考虑，其进行关税谈判国别选择时有着优先级选择，日本、韩国、英国、印度、澳大利亚是首轮关税谈判所聚焦的经济体中最重要的国家。5月6日，英国首先与美国就关税贸易协定达成一致，通过在农产品、机械商品进口方面做出让步，换取美方降低英国汽车出口关税。但美国本身为对英顺差国，且英国占美国贸易比重仅为3%，考虑两国政治、经济连接度，经贸协议达成的象征意义远大于实际经济的影响。印度出于地缘政治以及经济利益的考虑，在与美方的经贸谈判过程中很可能进行重大让步。但其余国家与美谈判进程进展缓慢，日本谈判代表赤泽亮正赴美进行了两次关税谈判，根据释出的消息，美日双方立场存在分歧，且美方明确表示，在最为重要的汽车领域，不会给予日本特殊待遇。韩国和澳大利亚正在经历或刚刚完成领导人更换进程，短期内政坛或面临重大重组，3个月暂停期内关税谈

⁴ 对价差数据进行十日移动平均处理

请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明

判取得重大突破的可能性较低。

图13 美国进行首轮关税谈判所聚焦的经济体

Economies That Are the Focus of Tariff Talks

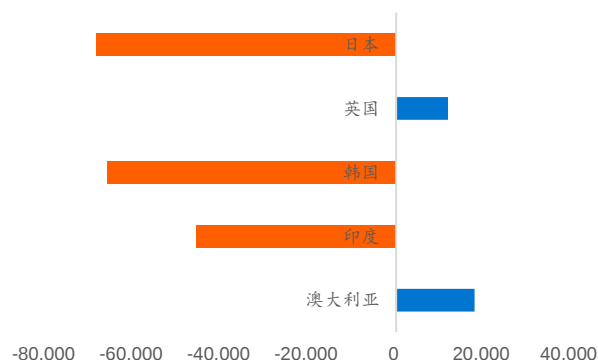
■ Governments where the US is focusing trade negotiations



Source: Bloomberg reporting

资料来源: Bloomberg, 联储证券研究院

图14 首轮关税谈判聚焦的五大经济体对美商品贸易差额情况 (百万美元)



资料来源: , 联储证券研究院

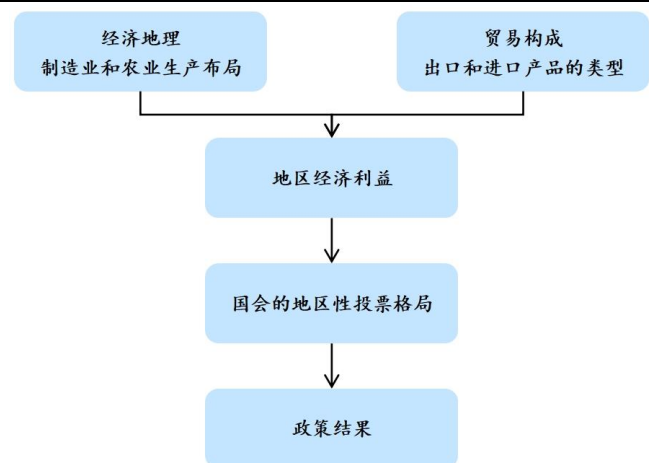
表3 五大经济体对美关税谈判进程归纳

国别	时间	重要事件
英国	5月8日	英美就关税贸易协议条款达成一致, 英国同意在进口美国食品和农业产品方面做出让步, 以换取美方降低对英国汽车出口的关税, 美国方面依旧保留 10% 基准关税, 当日, 英国汽车出口至美国关税从 27.5% 降至 10%, 钢铁和铝关税从 25% 降至 0
日本	4月16日	日本经济再生大臣赤泽亮正赴美开启首轮关税谈判, 美国总统特朗普出席, 日方要求美方重新评估关税政策, 美方回应不会在汽车、钢铁等产品上给予日本特殊待遇
日本	4月30日	赤泽亮正再次赴美进行第二轮关税谈判, 5月2日会谈结束后, 日本首相表示日美两国立场存在分歧, 尚未找到共识, 当日, 美国宣布对关键汽车零部件加征 25% 关税
日本	5月12日	石破茂对外表示不能接受在不包含汽车领域的情况下与美方达成协议, 也不会为了汽车产业牺牲农业、以扩大进口美国大米作为谈判筹码
韩国	4月24日	韩美两国在美举行 2+2 高级别贸易磋商, 会后韩国商业通商资源部对外表示, 在 6 月韩国总统大选前与美国达成贸易协议近乎不可能
印度	4月21日	印度财政部宣布对部分钢铁产品临时征收 12% 保护性关税, 由于中国是印度第二大钢铁来源国, 因此外界普遍将该举措视为印度配合美国对华施压的政治举措
印度	5月9日	美国商务部长卢特尼克对外表示, 与印度的谈判可能涉及修改 7000 余项关税, 其可能成为下一个与美国达成关税协议的国家
澳大利亚	5月13日	澳大利亚工党领导人阿尔巴尼斯宣誓就职, 开启新一任总理任期, 阿尔巴尼斯被视为对美强硬派, 其在选举阶段精准攻击对手联盟党追溯特朗普政策路线, 主张应对美国贸易战

资料来源: 公开资料整理, 联储证券研究院

对于本轮关税战的核心——中美贸易争端来说, 参考特朗普 1.0 期间关税战的发展方向, 虽然当前美方态度出现阶段性转向, 但后续仍旧存在反复可能。和我国强核心的政治体制不同, 美国政策制定带有极强的地区主义特征, 不同地区有着各州特有的经济利益, 在国会中形成稳定的地区性利益集团, 而贸易政策对于美国地区经济有着长期性但相互冲突的影响, 外向型地区经济希望贸易开放, 可以更好向海外输出产品; 内销商品地区则希望保护性政策避免进口商品的竞争, 不同利益集团的反复博弈导致美国经贸政策执行的不稳定性, 同时叠加特朗普本人执政风格的摇摆性, 使得美方贯彻经贸磋商结果的执行力不足。参考特朗普第一任期之内中美贸易战 1.0 期间经贸谈判路线, 2017 年 8 月美方发起“301 调查”起, 中美双方进行了多轮高级别经贸磋商, 期间不乏实质性成果的达成, 但美方对于谈判结果执行力不足使得中美贸易争端近乎贯穿了特朗普整个第一任期。

图15 美国贸易政策制定逻辑



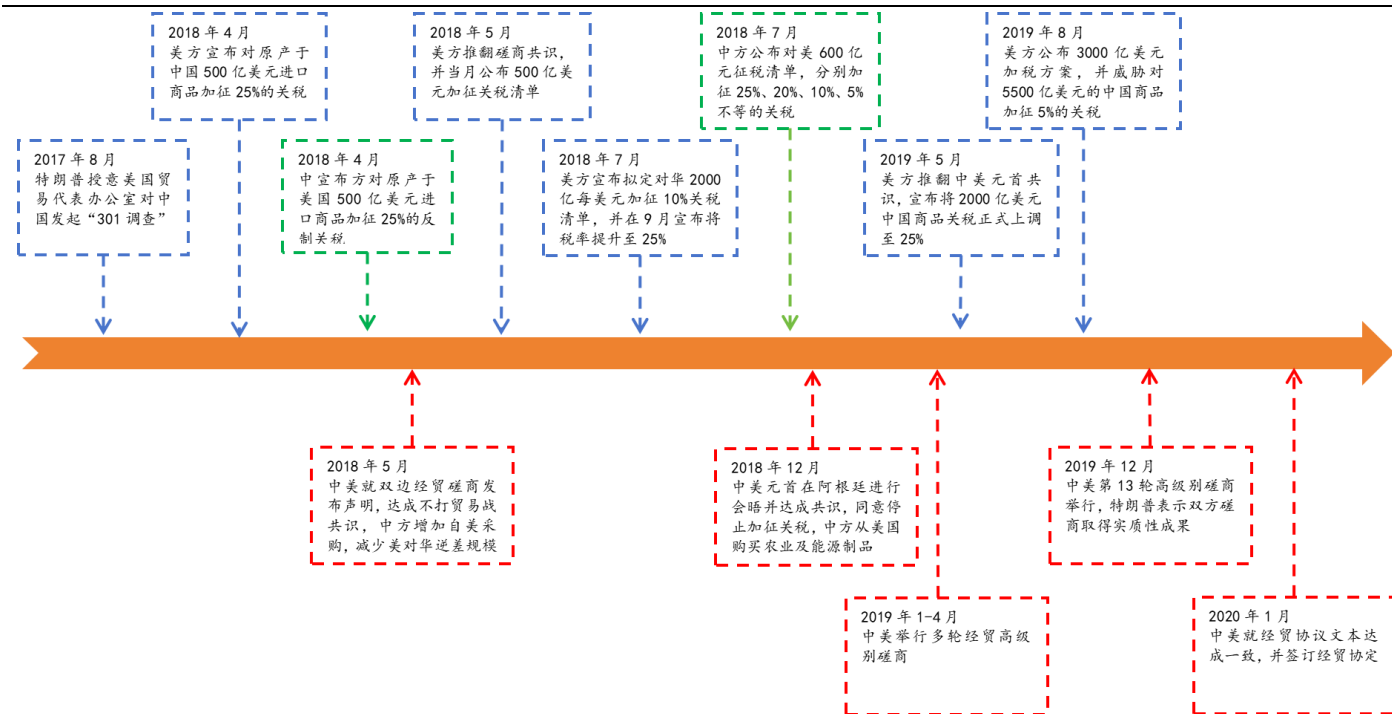
资料来源：贸易的冲突——美国贸易政策 200 年，联储证券研究院

图16 美国的经济地理格局



资料来源：贸易的冲突——美国贸易政策 200 年，联储证券研究院

图17 2017 年-2019 年中美贸易争端时间线整理



资料来源：公开资料整理，联储证券研究院

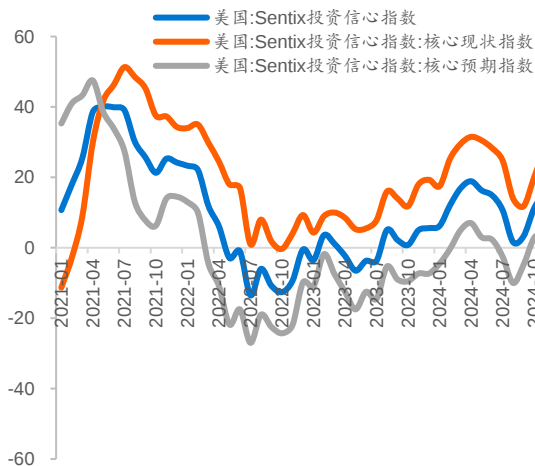
2.2 预期与现实博弈，美联储降息动力不足

特朗普超预期关税政策将关税水平抬高至历史性水平后，不仅对于美国贸易市场产生直接冲击，同时对于国民经济的诸多领域开始渗透。当前阶段美国经济呈现鲜明的割裂特征，即经济预期与现实数据的激烈博弈。

关税政策出台后，预期性数据迅速恶化。4月2日特朗普激进关税政策出台，投资者及消费者信心迅速坍塌，4月美国 Sentix 投资信心指数暴跌至-22，密歇根大学消费者信心指数同步下行至 52.2，均为 2020 年新冠疫情以来的新低值，且两数据预期指数表现均远远弱于现状指数。表明经过这一风险事件冲击后，投资及消费情绪均跌入极端悲观区间，短期投资、消费欲望存在大幅萎缩风险。同时，出于对高关税抬高物价水平的担忧，美国国内通胀预期在 4 月、5 月同步上行。一年期通胀率预期 5 月上行至 7.3%，环比增幅 0.8%，相较 2024 年末增幅 4.5%，创下近 40 年以来的新高值；五年期通胀率

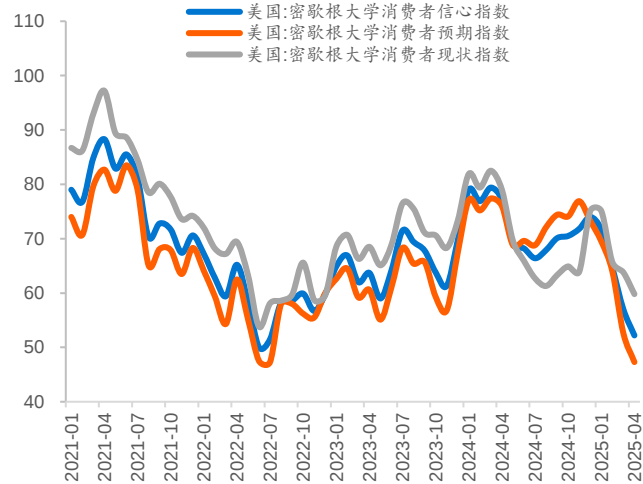
预期5月上行至4.6%，为近30年以来的新高值。短期及长期通胀预期的同步上行显示消费者对于美国物价水平的担忧，考虑通胀预期的自我实现属性，后续美国经济将面临较高“滞胀”压力。

图18 关税政策出台后，投资信心下滑明显



资料来源：联储证券研究院

图19 消费者信心同步滑落



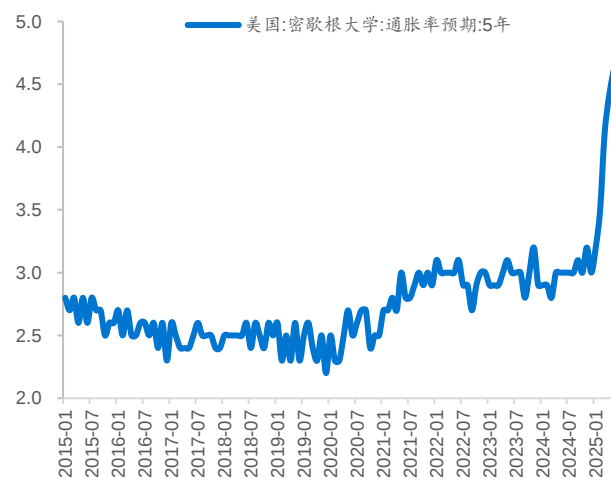
资料来源：联储证券研究院

图20 美国国内通胀预期快速上行（%）



资料来源：联储证券研究院

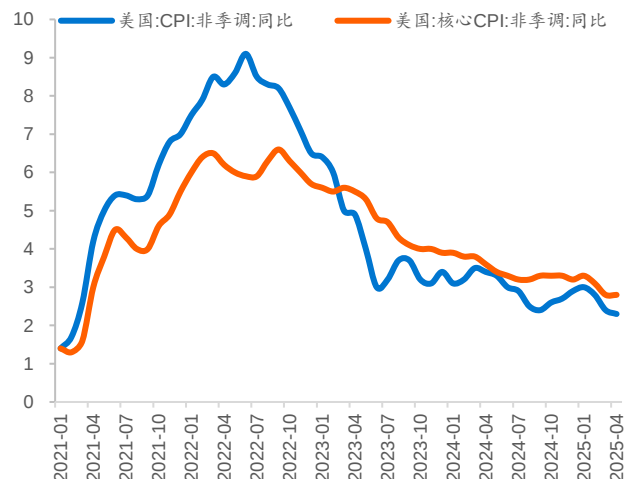
图21 长期通胀预期同步抬升（%）



资料来源：联储证券研究院

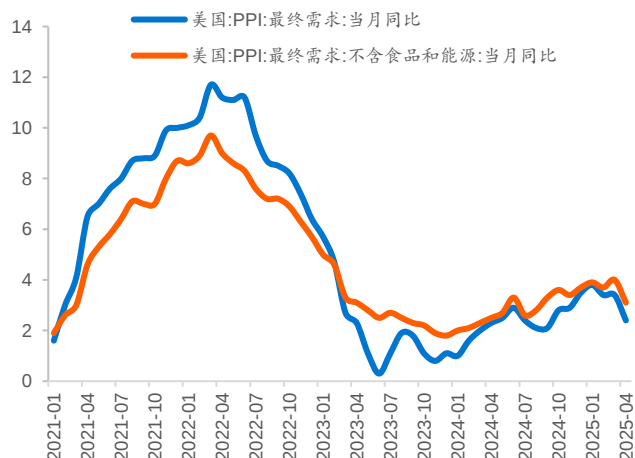
但同时，关税政策对于美国经济数据的实质性冲击尚未显现，通胀及就业数据表现符合预期。2025年美国通胀数据整体延续回落趋势，4月CPI同比增速2.3%，相较3月降幅0.1%，核心CPI同比增速2.8%，与3月持平；PPI同比增速2.4%，相较3月降幅1%，核心PPI同比增速3.1%，相较3月降幅0.9%。4月美国制造业PMI进一步滑落至48.7，深陷荣枯线下方，但服务业PMI却小幅抬升至51.6。就业市场方面，3月新增非农就业人口17.7万人，显著优于市场预期，失业率4.2%与3月持平，未现抬升趋势，依旧处在过去数年的低位水平。

图22 美国 CPI 和核心 CPI 数据走势 (%)



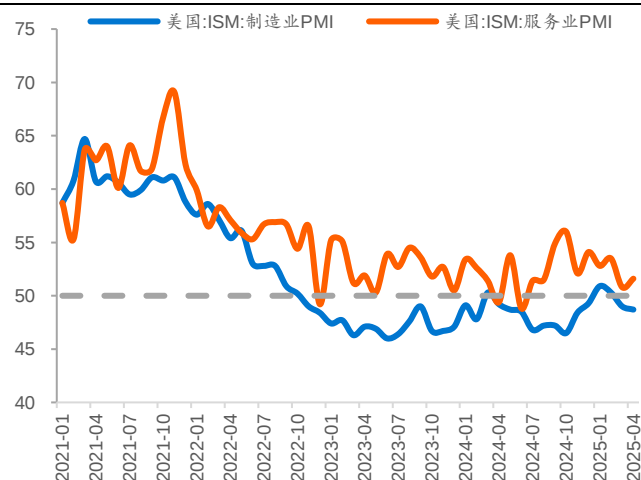
资料来源: , 联储证券研究院

图23 美国 PPI 和核心 PPI 数据走势 (%)



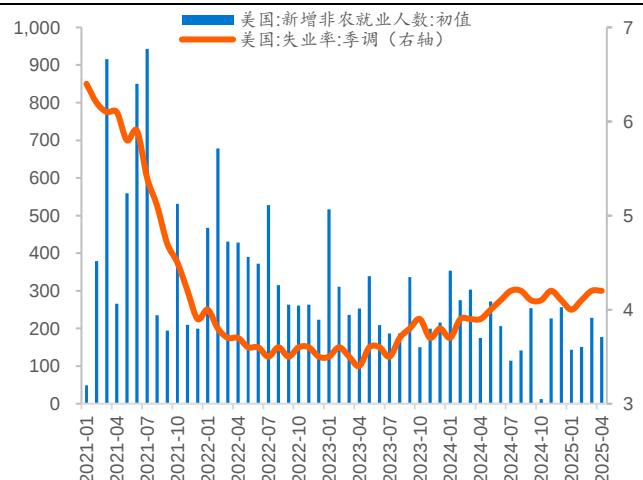
资料来源: , 联储证券研究院

图24 美国 PMI 数据走势



资料来源: , 联储证券研究院

图25 美国非农就业数据及失业率变化情况 (千人、%)

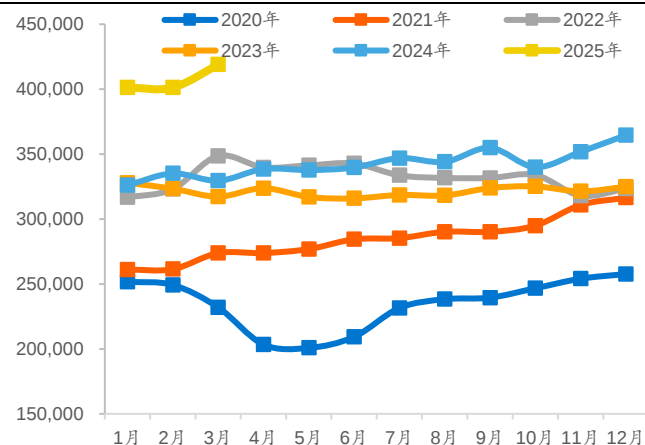


资料来源: , 联储证券研究院

关于美国经济预期与实际数据的背离，总结原因，我们认为主要包含以下几点：

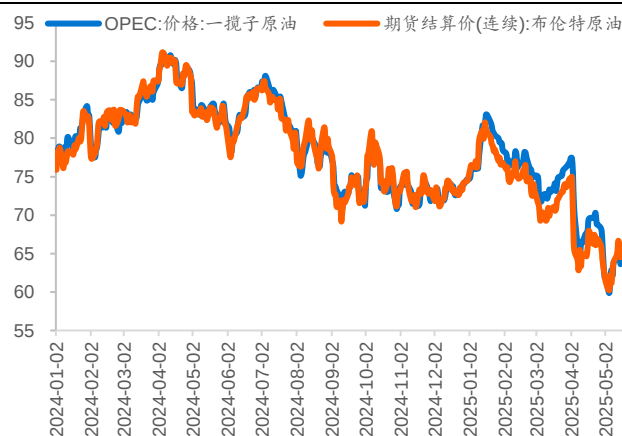
- 第一， 由于零售商库存及成本传递的缓冲效应，关税水平的抬升并不会迅速反映于物价水平中，消费及投资信心低迷向通胀和就业市场传递存在时滞；
- 第二， 特朗普上台后，市场对于关税壁垒抬升存在预期，企业为规避成本压力提前囤货，一季度美国市场抢进口现象显著，客观上提振了经济数据表现；
- 第三， 受 OPEC+成员国超预期增产以及关税战对于需求端冲击的影响，2025 年原油价格持续下行，五月初 OPEC 原油价格一度触及 60 美元/桶，能源价格低迷一定程度上缓解了美国国内的通胀压力。

图26 2025年美国抢进口现象显著（百万美元）



资料来源：，联储证券研究院

图27 2025年原油价格持续下行（美元/桶）



资料来源：，联储证券研究院

伴随美国“滞涨”风险的逐步累积，关税壁垒对于实际经济的负面影响将会逐步显现，但不可否认的是，当前阶段美国经济数据表现尚属稳健，且随着中美之间关税争端的初步缓解，美国经济衰退风险也将进步下降，美联储进行降息操作紧迫性进一步缓解。虽然特朗普反复施压美联储，但美联储主席鲍威尔对于降息操作态度始终强硬，5月FOMC会上，美联储年内第三次维持基准利率水平不变，并再次表示不会用提前降息的方式来应对经济下行风险，美联储和美国政府之间政策目标的矛盾性显现。在当前美国通胀和就业数据表现下，美联储并未看到明确信号进行降息操作，同时在衰退压力初步缓解的背景下，后续其政策重心预计重新倾向于通胀层面，因此进行前置性宽松的可能性将进一步下行。从市场预期来看，美联储下一次降息节点进一步推迟，9月启动宽松操作的可能性更高，年内降息次数同步减少至两次。

表4 2025年5月13日美联储降息节点概率分布情况

日期	275-300	300-325	325-350	350-375	375-400	400-425	425-450
6月18日						8.20%	91.80%
7月30日					2.70%	35.90%	61.40%
9月17日				1.90%	25.40%	53.40%	19.40%
10月29日			1%	14.90%	40.90%	34.50%	8.60%
12月10日		0.70%	10%	31.70%	36.80%	17.80%	3.10%

资料来源：CME FedWatch，联储证券研究院

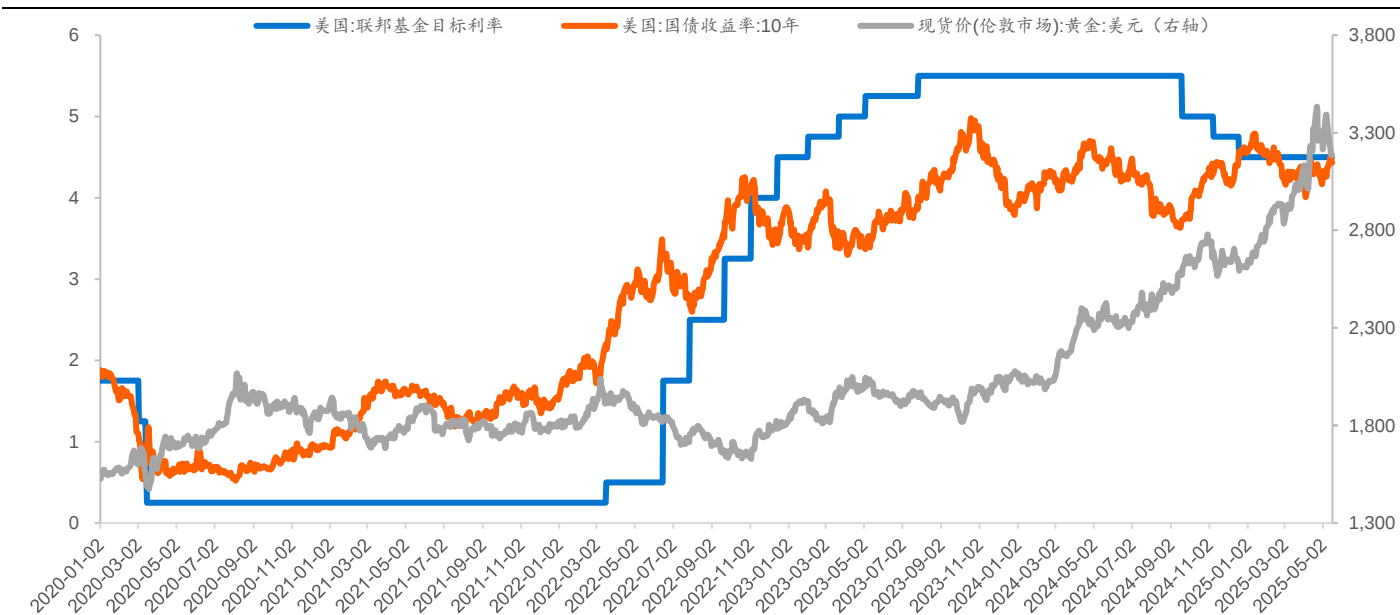
表5 2025年4月11日美联储降息节点概率分布情况

日期	275-300	300-325	325-350	350-375	375-400	400-425	425-450
6月18日					13.70%	64.40%	21.90%
7月30日				9.40%	48.30%	35.40%	7%
9月17日			5.70%	33.20%	40.40%	18%	2.70%
10月29日		2.50%	17.50%	36.30%	30.80%	11.50%	1.50%
12月10日	1.20%	9.70%	26.50%	33.60%	21.50%	6.70%	0.80%

资料来源：CME FedWatch，联储证券研究院

美联储降息动力不足限制市场对于金价短期上行的想象空间。在中美贸易争端阶段性缓解后，年中将进入美联储货币政策调整的关键节点，黄金市场可能围绕该逻辑进行博弈。出于当前经济数据稳健以及为特朗普政策的不确定性留足调整空间的考虑，美联储延续后置性操作的可能性更高。降息步伐的放缓将导致美元指数阶段性走强，助推美债实际利率的上行，同时对市场的风险偏好形成限制。黄金作为无息资产，市场对其价值判断很大程度上取决于其他有息资产收益率高低，因此我们通常将美国实际利率作为持有黄金的机会成本，而美元、美债的走强无疑在短期内限制了市场对于黄金价格继续上行的想象空间。

图28 美联储降息动力不足限制金价短期上行的想象空间（%、美元/盎司）



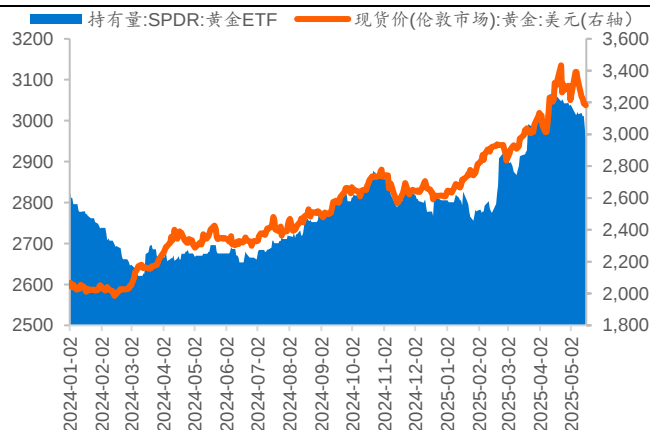
资料来源：联储证券研究院

2.3 多方情绪有所退潮，下行空间预期相对有限

交易性因素层面，黄金多方交易情绪近期有所退潮，金价冲高后，多方资金存在部分获利了结需求。在特朗普激进的关税政策所带动的避险情绪下，4月全球金价上行幅度远超市场预期，月中即达到3500美元/盎司，而在上行驱动力不足、风险溢价部分消退后，部分多方资金存在获利了结需求，带动金价高位回落。2025年黄金市场交易情绪高涨，全球最大的黄金ETF基金——SPDR黄金ETF持有量由2024年末的2805万盎司到4月中已扩张至3061万盎司，最大增幅9.13%，超过2024年年度增幅。但该趋势同样在4月22日发生逆转，截止至5月16日，SPDR黄金ETF持有规模高位回落至2953.82万盎司，降幅3.5%。黄金市场中，多方投机性资金的代表——COMEX非商业多头持仓占比在4月同样高位回落，截止至5月13日降至54%，相较4月高位水平降幅11.8%，其中黄金基金的多方持仓规模减持是主要动力。国内市场方面，调整节奏滞后于海外市场，期货公司净买单规模在5月初到达高位14.85万手，随后跟随金价回落，截止至5月16日降至13.91万手，降幅0.94万手。

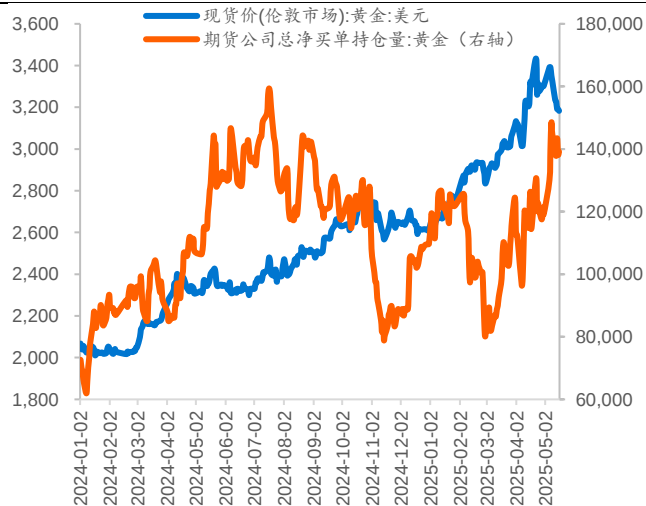
但同时，我们提示，当前黄金市场投机情绪并不强烈，且资金并非加速撤离，更类似于进行高抛低吸，金价继续下行空间预期相对有限。投机性资金的代表，COMEX非商业多方持仓规模下行并非起源于4月中，而是已经经历了2个月左右的调整周期，4月黄金价格快速上行，投机情绪并非核心驱动力。当前阶段，非商业多头持仓占比已经下行至近两年的低位水平，后续继续下调的空间有限。国内市场方面，期货公司净买单5月虽暂停扩张节奏，但调整空间极为有限，持仓量依旧处在历史高位水平，显示虽然机构投资者对于金价继续上行的信心有所不足，但多方资金并未跟随金价的回调而加速撤离，对于中长期看涨逻辑未有变化。

图29 黄金 ETF 规模缩减 (金衡万盎司、美元/盎司)



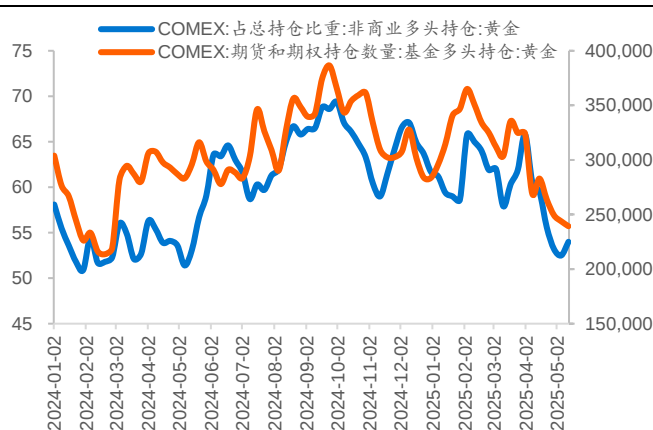
资料来源: 联储证券研究院

图31 国内黄金期货公司净买单规模与金价波动情况 (美元/盎司、手)



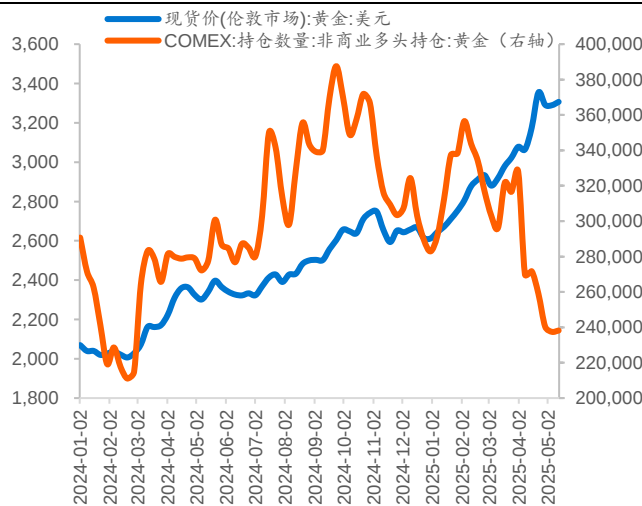
资料来源: 联储证券研究院

图30 海外黄金投机性多方资金持仓比重下行 (%、张)



资料来源: 联储证券研究院

图32 2月起，黄金价格走势与投机性资金持仓规模背离 (张、美元/盎司)



资料来源: 联储证券研究院

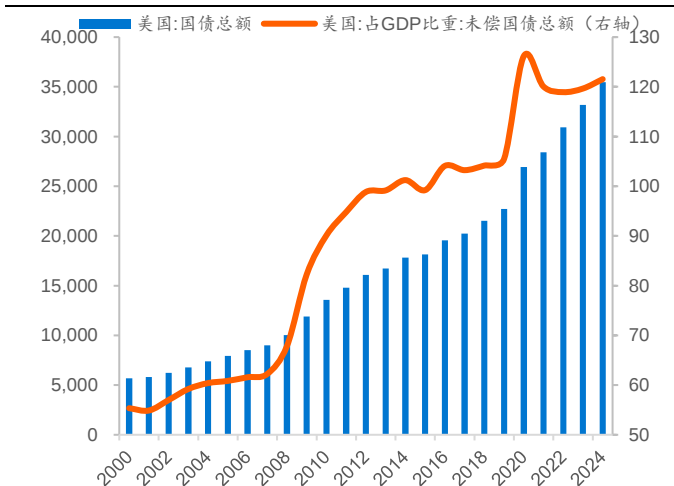
3. 中长期视角——不畏浮云遮望眼

3.1 美债困局难解，避险地位弱化将为黄金带来长线投资机遇

美国政府债务压力沉重，美债信用体系稳定性受到广泛质疑。2000年之后，美国国债规模持续扩张，尤其在2020年后，为了对冲新冠疫情的负面影响，拜登政府启动了历史性的财政刺激政策，在本轮美联储加息周期中实现了托底经济、稳定就业市场，但同时也助长了美国国债规模进一步增长，2024年，美国国债总额35.46万亿，未偿国债总额占GDP比例超过120%，远远超过国际公认的债务警戒线60%，仅今年6月就有6.5万亿美元到期国债面临兑付压力。美国财政收入增速已远远落后于债务扩张，2024年美国财政赤字规模1.83万亿，财政赤字率2024年上行至6.36%。美债供给端的压力使得美国政府的偿债能力收到广泛质疑，2025年5月16日⁵，穆迪公司宣布由于美国政府债务及利息支出增加，该机构决定将美国主权信用评级由Aaa下调至Aa1，至此，三大评级机构已经均对美国下调最高信用评级，此前标准普尔和惠誉已经于2011年和2023年下调美国主权信用评级。

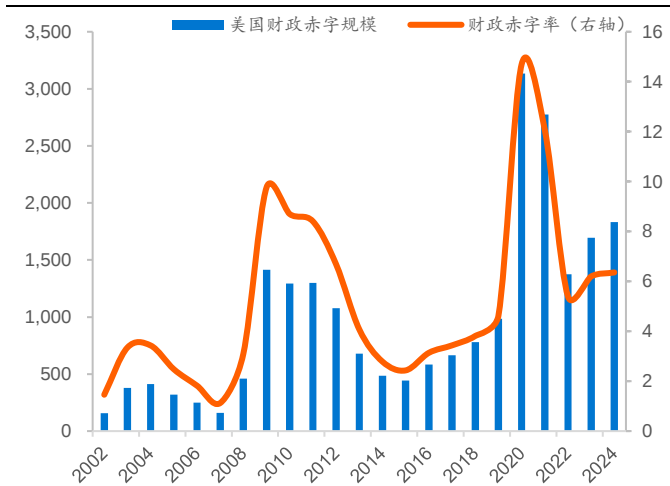
⁵ https://news.cnr.cn/native/gd/20250519/t20250519_527175567.shtml

图33 美国国债规模持续扩张（十亿美元、%）



资料来源：联储证券研究院

图34 财政赤字率上行，政府债务压力沉重（十亿美元、%）



资料来源：联储证券研究院

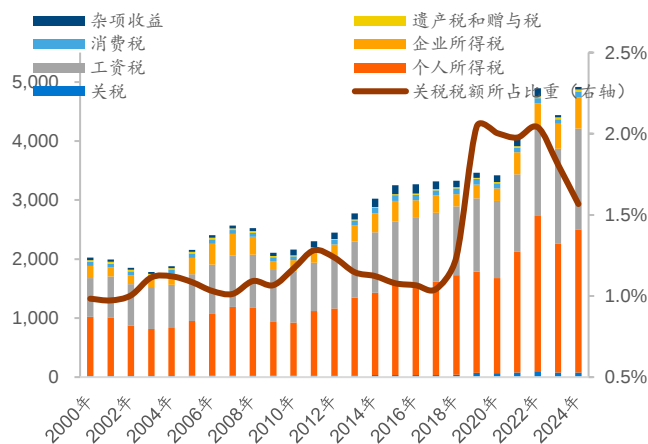
为了解决美国国家信用困境，特朗普在选前针对该问题提出了极具个人特征的解决方案，即对外加征关税增加财政收入，对内财政紧缩减少政府开支。

4月2日特朗普对等关税政策，表面上矛盾焦点为各国对美贸易逆差，但深层次原因在于美国债务问题。从短期结果上看，市场并非按照特朗普政府预想走向进行。长期作为全球避险资产的美债在政策出台的72小时之内面临严峻的恐慌性抛售，十年期国债收益率极为罕见的在本轮风险事件冲击下呈现上行趋势。参考前文总结的过去三轮美国贸易政策收紧周期政策目标的实现效果，无论是20年代霍氏法案、80年代里根政策的贸易保护政策亦或是2017年特朗普第一任期发起的对华贸易战，最终均未使得美国贸易问题得到解决，总结其中原因主要包含两点：

第一，关税本身在美国财政收入中所占比重极为有限。2024年，美国关税税额仅为770.4亿美元，过去三年规模呈现下行趋势，且从2000年起，其在美国财政收入中占比最高值仅为2.04%。

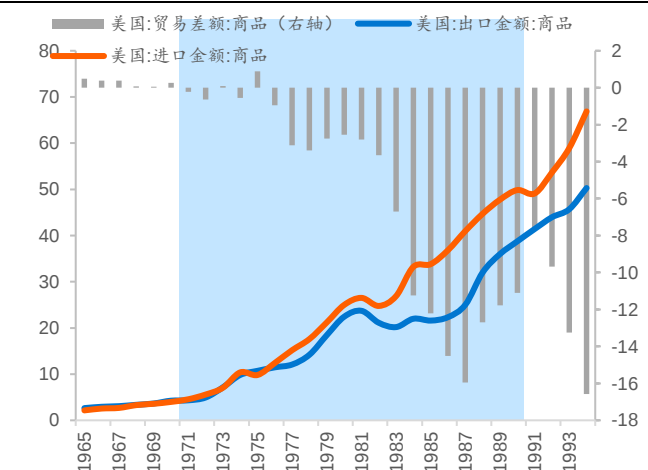
第二，提高关税壁垒极易引发对手国贸易反制，同时对内降低国内家庭的购买力。20年代霍氏法案的出台以及特朗普1.0期间对华关税战均引起了对手国强烈反应，双方护加贸易壁垒同时恶化了美国外贸企业的出口环境。同时，加征关税提高了国内进口商品价格，将最终贸易成本转嫁给本国消费者，降低国内家庭的购买力，根据耶鲁大学预算实验室测算，仅仅2025年2月对加拿大、墨西哥和中国加征的关税即将造成美国家庭每年损失1200美元的购买力。

图35 关税在美国财政收入中所占比重极为有限（十亿美元）



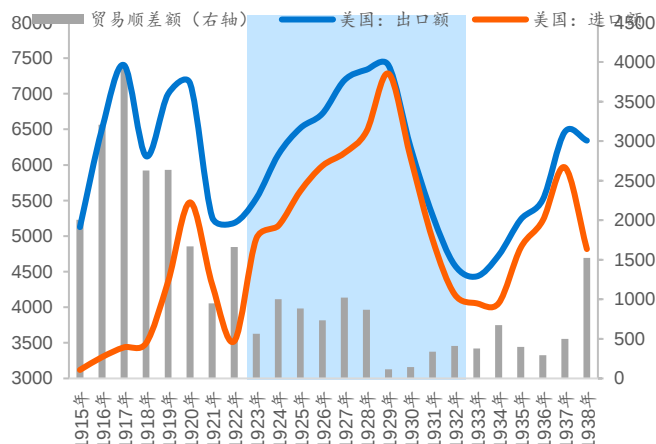
资料来源：，联储证券研究院

图37 里根时代美国贸易逆差持续扩大（百亿美元）



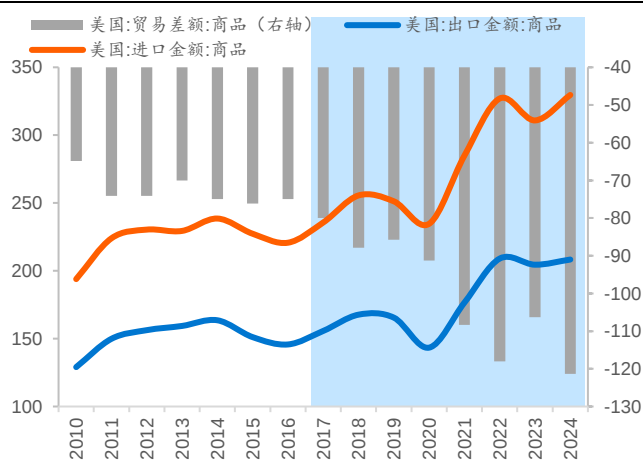
资料来源：The World Trade Historical Database，联储证券研究院

图36 霍氏法案并未阻止美国贸易顺差收窄趋势（百万美元）



资料来源：The World Trade Historical Database，联储证券研究院

图38 特朗普关税政策 1.0 同样并未阻止美国贸易逆差创造历史新高（百亿美元）



资料来源：，联储证券研究院

2024 年美国财政支出 6.75 万亿，同比增速 10.04%，拆解财政支出结构，由三部分组成，分别为自由裁量支出、净利息支出和强制性支出。其中强制性支出占比超 60%，主要包括社会保障、医疗保险、医疗补助、收入保障等，顾名思义该部分支出由联邦政府通过法律法规或行政法规所保障，短期内对于支出规模进行调整的难度较大，因此，特朗普对内缩减政府开支，重点针对的领域围绕自由裁量支出展开。而自由裁量支出主要包含两部分，即国防支出和非国防项目，2024 年分别占比 12.59%、14.22%。虽然国防部官员在 3 月 18 日曾表示⁶，将裁减 6 万个军队文职岗位，但 4 月 7 日特朗普在与以色列总理内塔尼亚胡的新闻发布会上表示⁷，即将到来的国防预算约为 1 万亿，该规模相较于 2024 年国防预算拨款进一步大幅增加。非国防项目财政支出缩减主要由埃隆·马斯克领导的政府效率部完成，针对财政部、国际开发署等多个联邦政府部门进行严格的财务审计以及大规模裁员，根据其对外公布的数据显示，截止至 4 月 20 日⁸，政府效率部已经为联邦政府节省 1600 亿美元，但实际净节省规模存在广泛质疑，且在实施改革百日来，暴露出成本不降反增、科技人才外流以及节流支出效果存疑等系统性弊端，相关典型案例达到 20 起，裁员与资金削减正引发连锁危机。

总结特朗普政府“开源节流”针对美债问题展开的政策组合拳，施政效果自相矛盾，

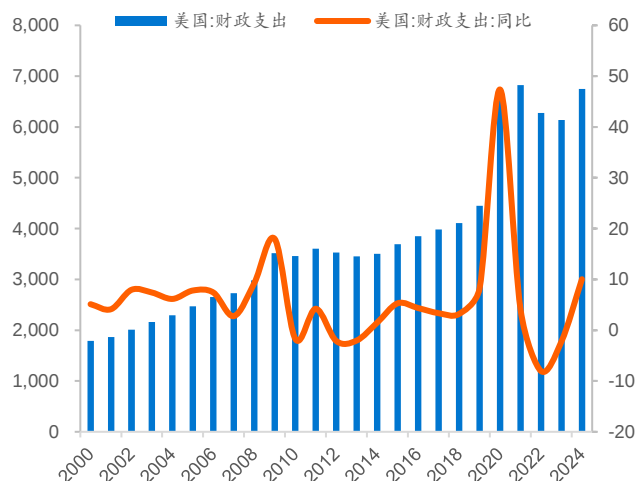
⁶ https://news.cnr.cn/sq/20250319/t20250319_527105423.shtml

⁷ https://news.cnr.cn/sq/20250409/t20250409_527127615.shtml

⁸ https://content-static.cctvnews.cctv.com/snow-book/video.html?item_id=5180939788687788411

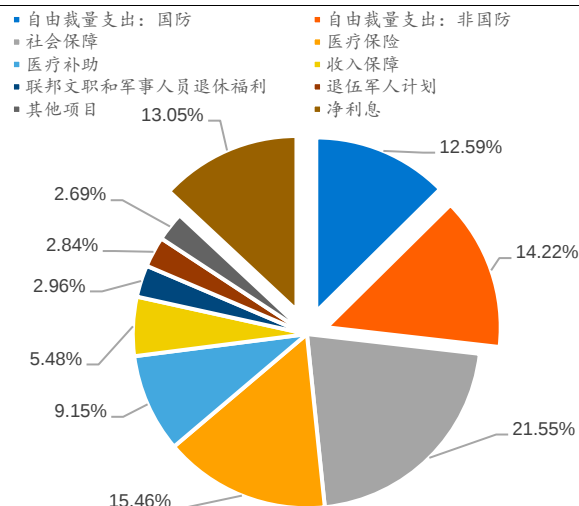
且根据其选前承诺，大规模的减税法案为第二任期的核心举措，期望通过该举措刺激经济同时对冲关税政策的负面影响。最终减税政策能否达成经济效果尚存疑问，但无疑短期将进一步恶化美国政府的财政环境，美债高企所带来的结构性风险正对其经济稳定性形成严峻冲击。

图39 美国财政支出规模依旧处在历史高位（十亿美元、%）



资料来源：联储证券研究院

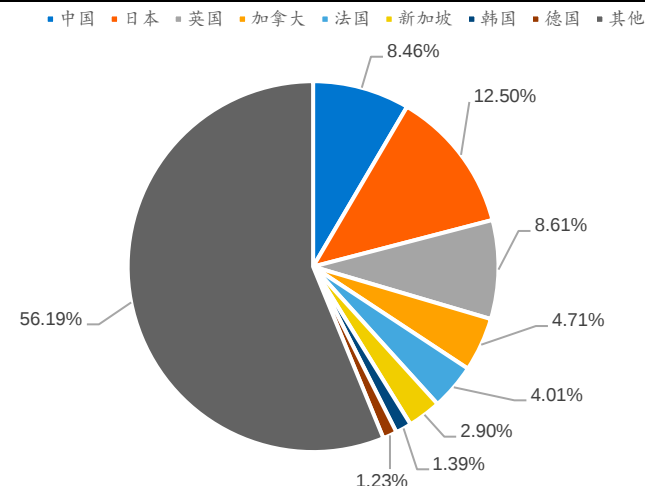
图40 2024 年美国财政支出结构



资料来源：联储证券研究院

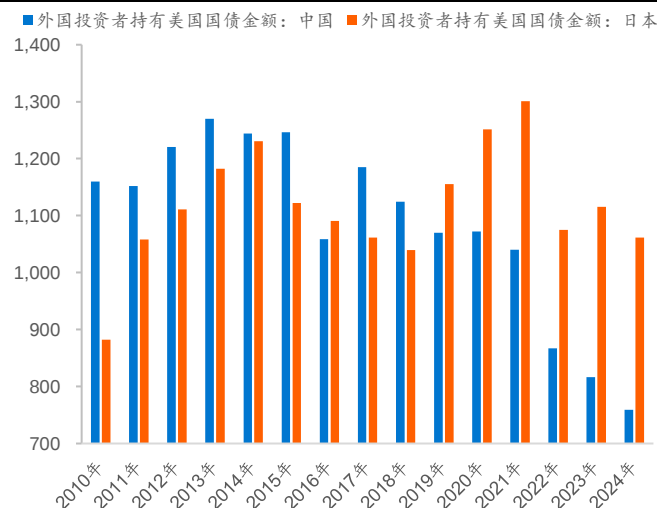
美债困局动摇其作为全球性避险资产的根基。美债能够成为全球性的避险资产，本质上是基于全球市场对美国国家信用的信任，但居高不下的债务水平正逐步侵蚀信用基础，尤其在4月2日特朗普发动关税战之后，十年期美债收益率反常攀升，尤其在4日-11日创下过去二十年最大的单周上行幅度，映射出市场对于美债避险属性的质疑。美债作为全球各国最重要的储备资产，有大量美债由外国投资者持有，截止至2025年3月，持有规模达到9.05万亿美元，其中日本、英国、中国三国是最大的海外持有主体，分别占比12.5%、8.61%、8.46%。值得注意的是，中日两国近年来均在大幅减持美债，中国自2013年起开始减持，至2024年已缩减至7590.2亿美元，降幅40.24%，2024年持有规模已被英国反超；而日本虽仍为美债海外第一大持有主体，但2024年持有规模也缩减至1.06万亿美元，相较2021年降幅18.39%，而在美债市场波动放大、避险根基动摇的当下，这种减持速度预计将进一步放大。

图41 2025 年外国投资者持有美国国债结构⁹



资料来源：联储证券研究院

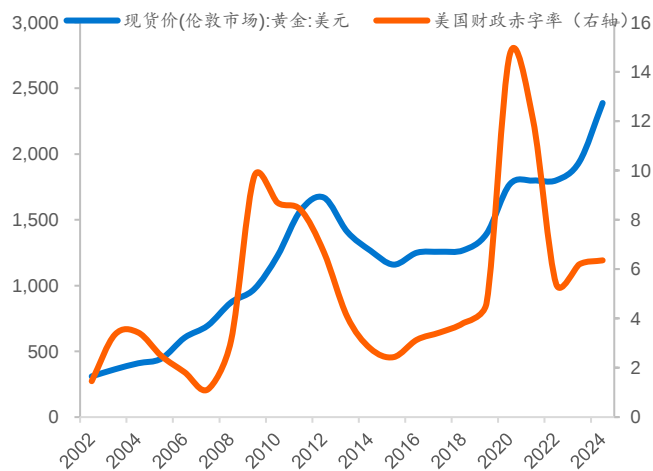
图42 近年来，中日两国同时减持所持有美债规模（十亿美元）



资料来源：联储证券研究院

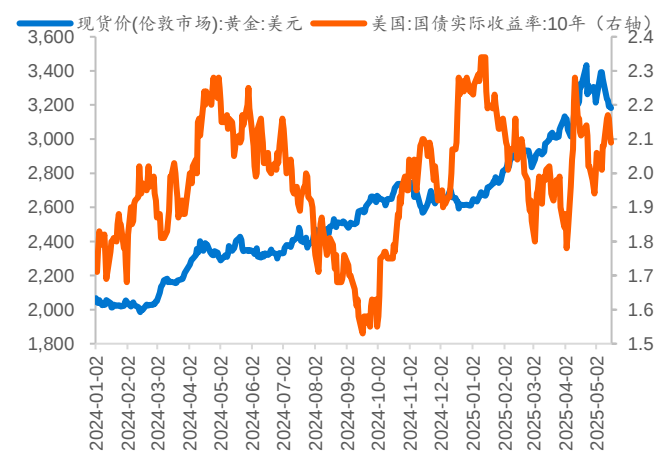
对于黄金来说，美债主导地位的系统性弱化将为其带来长线的投资机遇。一方面，由于黄金的抗通胀及避险属性，财政赤字率的居高不下所带来的通胀粘性以及对于债务风险的担忧，导致其价格与美国赤字率保持着较强的正相关性，美国国家财政赤字占GDP比例快速抬升阶段往往伴随着金价牛市的产生；另一方面，同为避险资产的重要选项，黄金市场体量与美债相比尚存较大距离，若能够承接部分美债减配所带来的避险需求即可成为我们中长期看涨金价的重要理由之一。

图43 美国赤字率提高助推黄金价格上行（美元/盎司、%）



资料来源：联储证券研究院

图44 金价与美债实际利率负相关性预计减弱（美元/盎司、%）



资料来源：联储证券研究院

3.2 关税政策动摇美元根基，央行增配黄金拉动价格上行

美元通常被视为全球重要的避险货币之一。这是因为经过长时间的构建，美国形成了庞大的离岸货币网络和完备的国际银行业务，将美元的流通范围拓展到了传统的国家边界之外，背后有着美国的国家信用进行背书，规模庞大、流通便利、信用保证，使得每当风险事件爆发时，市场通常会利用离岸美元体系争抢美元，短期形成美元需求的快

⁹ 统计数据截止至 2025 年 3 月

速上涨，形成强势美元行情，外在表现为美元的避险属性。

但我们回顾本轮关税浪潮袭来，美元的避险属性并未显现。我们选取了本轮特朗普发起的关税战交锋最为激烈阶段，美元指数由4月1日的104.23点，4月22日下行至98.98点，降幅5.04%，年内累计跌幅已超过6%，创下近20年以来的最差表现。

表6 本轮对等关税战激烈交锋阶段，美元表现弱势

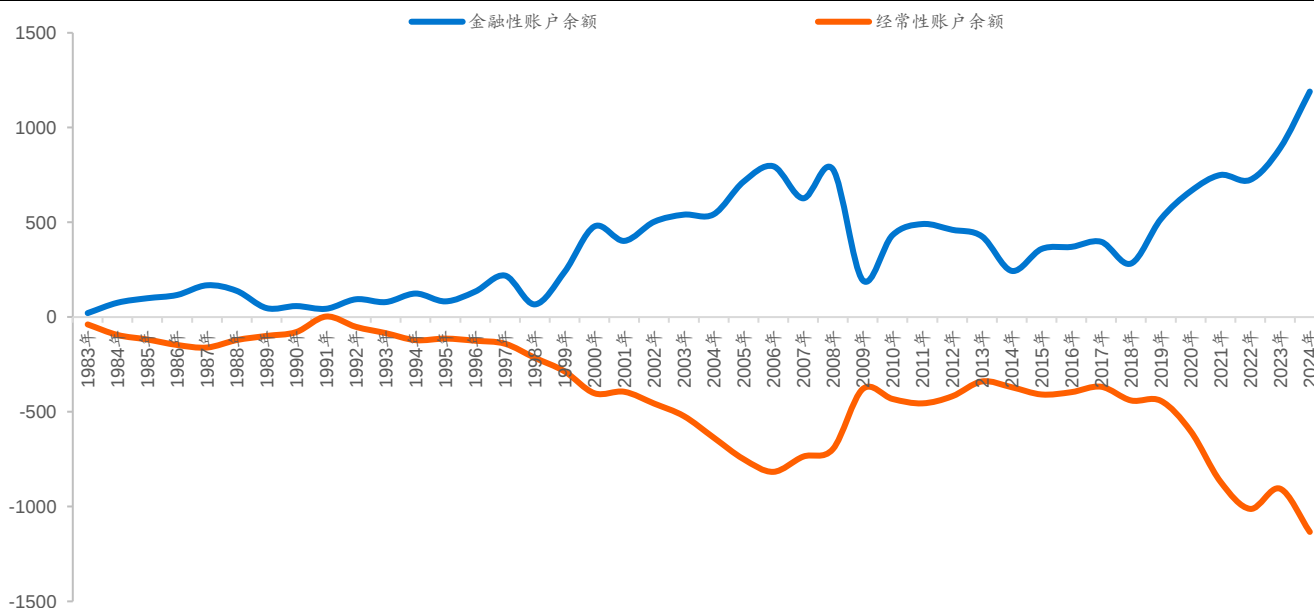
名称	4月1日汇率	4月22日汇率	美元价格水平变化情况	涨跌幅
美元兑欧元	0.927	0.876	贬值	-5.50%
美元兑英镑	0.774	0.750	贬值	-3.06%
美元兑瑞郎	0.884	0.819	贬值	-7.33%
美元兑加元	1.430	1.381	贬值	-3.44%
美元兑日元	149.622	141.608	贬值	-5.36%
美元兑澳元	1.593	1.571	贬值	-1.37%
美元兑港元	7.781	7.758	贬值	-0.30%

资料来源：联储证券研究院

二战后建立的布雷顿森林体系将美元与黄金挂钩、其他国家货币则与美元挂钩。该体系最终解体的核心原因，1960年美国经济学家特里芬在其著作《黄金与美元危机》一书中做出过阐释，即在黄金生产规模有限的条件下，国际储备资产供应近乎完全取决于美国的国际收支状况，美国国际收支保持顺差，那么国际储备资产难以满足国际贸易发展的需要，如果美国的国际收支保持逆差，那么国际储备资产将会面临过剩，美元发生危机，这种矛盾暴露了布雷顿森林体系的不稳定性，后来被称之为“特里芬难题”。

但在布雷顿森林体系瓦解后，黄金与美元脱钩，一方面美国通过经常项目逆差向世界注入流动性满足市场交易需求，另一方面凭借本国的金融霸权和持续性的经济增长吸引海外投资进入美国，通过金融账户顺差抵消美元贬值压力。回溯80年代至今美国金融账户和经常项目差额可以发现，两者近乎完全相当。但我们详细分析这一微妙平衡，在后布雷顿森林时代，以单一国家的法币作为国际结算和储备货币的内在矛盾实质上并未得到根本性解决，能够维持体系正常运转严重依赖于美国能够持续维持经济增速，否则就难以保持其外部可持续性。

图45 通过金融账户顺差填补经常账户逆差，美国实现了国际收支体系的平衡¹⁰（万亿美元）

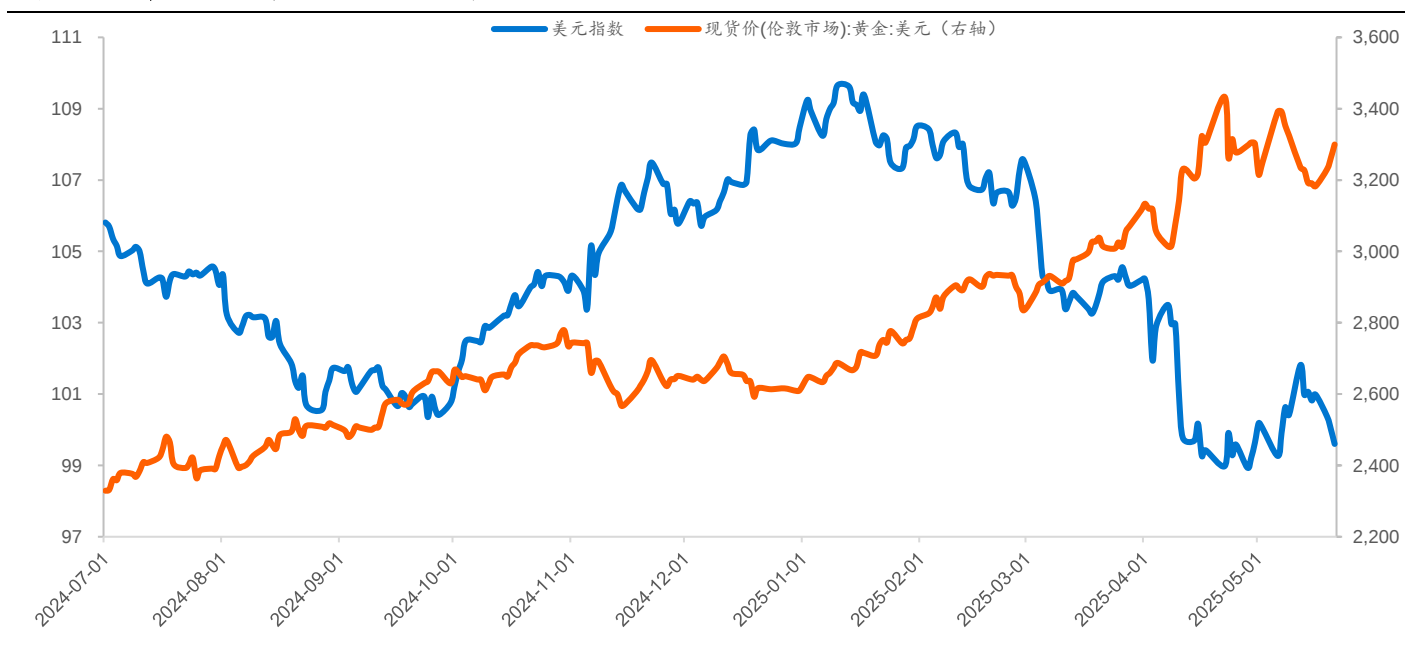


资料来源：BEA，联储证券研究院

¹⁰ <https://www.bea.gov/data/intl-trade-investment/international-transactions>

面对这一体系性危机，特朗普政府并未从金融账户入手，而是压缩贸易逆差缓解压力，但这样的选择直接动摇了美元作为世界货币的根基。在布雷顿森林体系解体之后，美元不在锚定于一种特定商品，由于其仍然最为全球最重要的国际货币存在，各国间的商业活动大量使用美元最为交易媒介，因此在全球化的贸易体系下，美元实质上已经锚定于全球性的商品及服务交易中。虽然由于美元霸权的存在，我们陆续为其赋予了“石油美元”、“芯片美元”、“AI 美元”等种种特殊身份，但无论拥有怎样的光环，美元本质上是根植于当前的贸易体系之下，尤其在中国入世之后，凭借完备的工业体系以及廉价高效的劳动力资源，使得原本缺乏足够安全锚定物的美元可以换取高质量的商品和服务。而特朗普的关税政策以消除美国贸易逆差为目的，那么各国通过何种途径获取美元，同时在一个去全球化的贸易体系之下，交易需求的削减，各国继续持有美元也将降低，美元在全球货币体系中的主导性地位将面临系统性弱化趋势，因此，我们才会看到在特朗普政府宣布对等关税政策后，美元指数快速回落。

图46 2025 年美元指数持续阴跌（美元/盎司）

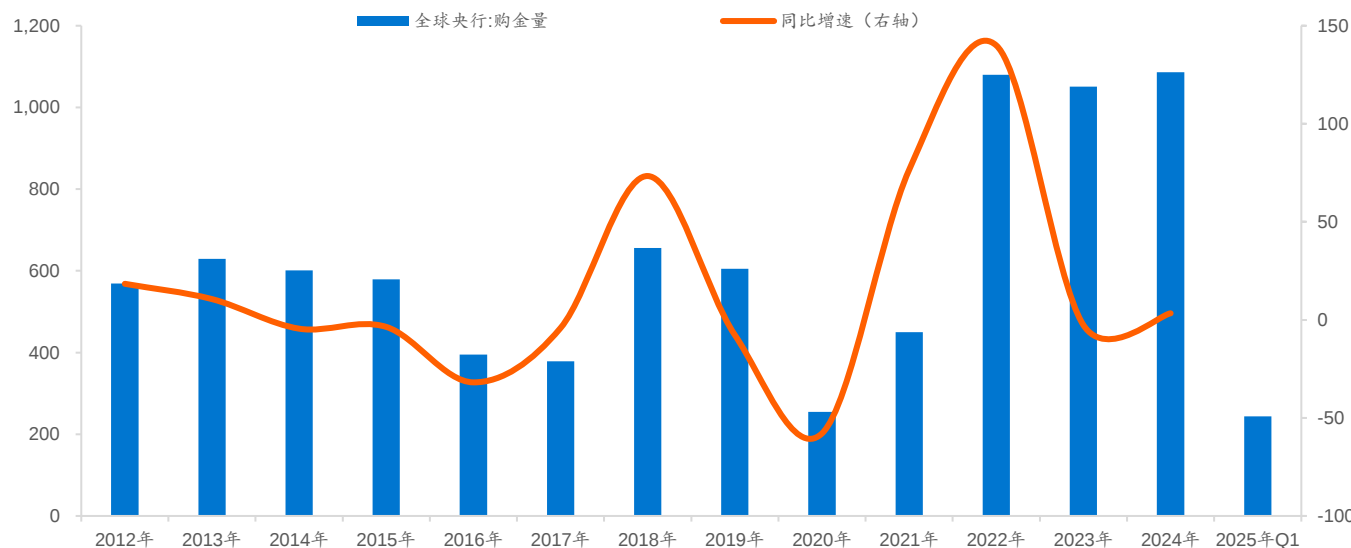


资料来源：联储证券研究院

当然，美元主导地位的动摇并非是骤变式的过程，但变革趋势已经形成，尤其在特朗普开启第二任期后，国际货币体系的重构有加速化的趋势。考虑当前的全球贸易体量以及有限的黄金资源储量，回归金本位的货币体系并不具备重现的可操作性，但对于黄金来说，在货币体系重塑的过程中，必然伴随市场的强烈波动，更加有利于体现其投资价值。

在全球货币信用重构周期中，除了直接的避险需求以外，对于黄金来说另一拉动项来自于储备价值的提升。由于黄金长期作为全球通用的一般等价物存在，各国央行均会维持一定黄金储备以增强主权货币信用，同时应对可能出现的金融风险。2010年后，全球央行持续购金，但该趋势在2022年后显著加速。2022-2024年间，全球央行年度购金规模均超过1000吨，在黄金年度需求中的占比也超过20%，2025年一季度继续延续趋势，季度购金规模243.67吨。

图47 2022年后，全球央行购金热情高涨



资料来源：联储证券研究院

拆解各国储备资产结构可以发现，主要由外汇储备、黄金储备、普通提款权、特别提款权四部分组成，而由于经济发展水平和金融市场成熟度的不同，储备资产结构也有着极大差异。美元、欧元、英镑作为全球最主要的国际化货币，为了维持期货币信用，美国、欧元区、以及英国在其储备资产结构中均持有了远超其他国家的黄金资产。在黄金储备占比超过10%的国家中，俄罗斯是最为特殊的标的，行程该国当前储备资产结构并非是由经济发展情况决定，而是受地缘政治因素所影响，如果我们对于俄罗斯黄金储备变化过程进行延伸即可发现，2014年克里米亚危机爆发之后，俄罗斯大幅提升了自身的黄金储备，当年储量同比增速达到16.71%，2019年之后逐渐稳定在2300吨左右。

而美、英、欧以及俄罗斯的储备资产发展路径对于我们有着很高的参考价值，一方面，保证足量的黄金储备是人民币走向国际化的必要条件，另一方面，特朗普的关税政策带有鲜明的指向性，伴随我国经济的全面崛起以及美国将我们锁定为竞争对手，适度降低美元资产依赖度，提升本国黄金储备，避免未来可能出现的潜在风险符合国家金融安全的需要。

表7 全球主要经济体资产储备结构（亿美元）

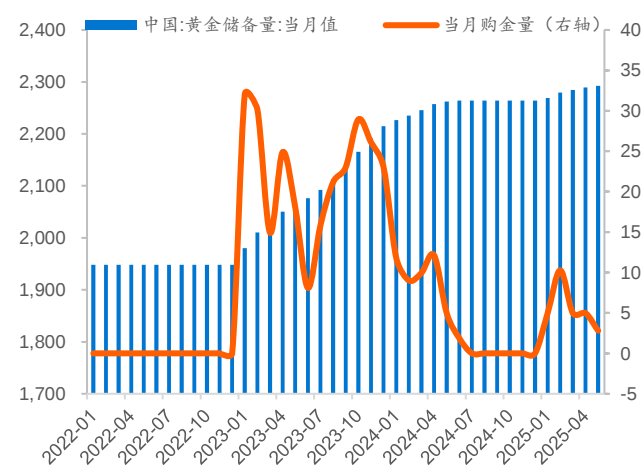
	储备资产		黄金		外汇储备		其他资产	
	2022年	2023年	2022年	占比	2023年	占比	2022年占比	2023年占比
美国	7066	7734	4739	67.1%	5393	69.7%	5.3%	4.8%
欧元区	11848	12668	6276	53.0%	7142	56.4%	26.5%	23.7%
俄罗斯	5817	5972	1359	23.4%	1547	25.9%	71.8%	69.4%
英国	1764	1779	181	10.2%	206	11.6%	62.5%	61.1%
印度	5673	6278	459	8.1%	533	8.5%	87.8%	87.8%
瑞士	9236	8639	606	6.6%	690	8.0%	91.9%	90.3%
泰国	2165	2245	142	6.6%	162	7.2%	90.3%	89.8%
沙特	4782	4579	188	3.9%	214	4.7%	90.9%	89.9%
日本	12276	12946	493	4.0%	561	4.3%	90.3%	90.4%
中国	33068	34495	1172	3.5%	1482	4.3%	94.6%	93.9%
新加坡	2966	3598	90	3.0%	153	4.2%	94.3%	93.6%
墨西哥	2011	2143	70	3.5%	80	3.7%	86.9%	87.2%
巴西	3247	3550	76	2.3%	86	2.4%	90.5%	91.0%
韩国	4234	4209	61	1.4%	69	1.6%	94.3%	94.0%
香港	4240	4256	1.21	0.0%	1.38	0.0%	100.0%	100.0%

资料来源：IMF-International Financial Statistics，联储证券研究院

统计标的选择 2023 年储备资产超 2000 亿美元的国家或地区（英国除外）

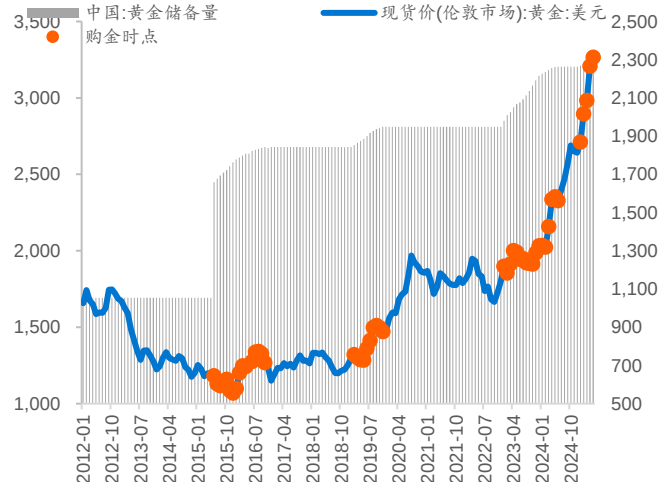
而本轮由特朗普激进政策所带动的增储行情，所波及范围可能将超过中、印、新加坡等传统增量来源，对于金价的拉动效应预期可能将更为明显。根据世界黄金协会统计数据显示¹¹，贸易争端和地缘政治因素的影响下，更多国家央行选择大规模增持黄金，一季度波兰、中国、哈萨克斯坦、捷克和印度央行购金规模排名前五，分别增储 48.58 吨、12.75 吨、6.45 吨、5.04 吨、3.42 吨。根据该协会对全球央行的调研结果，29% 的受访央行计划在未来 12 个月内继续增储黄金，这一数据为 2018 年以来的新高值，预计 2025 年全球央行购金规模仍将超过 1000 吨。参考我国央行购金时点分布，2012 年至今，共经历了三轮购金高潮，回溯金价走势可以看出，后续均伴随着黄金牛市的出现。有这样现象的出现，一方面显示了央行对于黄金价格判断的准确性，同时从需求侧直接推动了金价上行，另一方面，央行的购金增储使得市场形成了对于金价上行的预期，带动了市场增量资金的进入，这种对于金价的潜在拉动效应更为关键。而在年内全球央行强劲的购金需求下，我们看好金价的长线走势。

图48 2025 年中国央行再度开启新一轮购金周期（吨）



资料来源：联储证券研究院

图49 2012 年至今中国央行购金时点分布（吨、美元/盎司）



资料来源：联储证券研究院

3.3 特朗普施政风格放大资本市场波动，黄金有望承接更多安全资金关注

特朗普的施政路径带有极强的不确定性。以贸易政策为例，特朗普企图将不确定性转化为与对手国的博弈筹码，通过极限施压迫使对手做出有利于己方的让步，同时为自身的后续调整留足空间。4 月 2 日¹²超预期公布所谓“对等关税”政策后，4 月 9 日¹³宣布对除中国、加拿大、墨西哥以外所有国家暂停加征“对等关税”90 天，但保留 10% 基础关税；将对华关税抬升至历史性水平后，4 月 22 日即释放缓和信号，5 月初中美贸易谈判取得重大进展。特朗普所谓的“交易的艺术”，通过输出不确定性取得了一定的短期收益，例如印度、日韩等国在关税暂停期内加速与美方谈判进程，根据消息释出可能就对美关税及商品进口做出重大让步。

但同时施政方向的反复也正在透支美国的国家信用，直接反映为关税交锋期内，美国频繁出现的“股债汇”三杀的金融动荡。而资本市场的震荡正是特朗普施政风格长期代价的显性化体现。2025 年，出于对美国政策制定稳定性的质疑，美国金融市场强烈震荡，标准普尔 500 波动率指数（VIX）相较 2024 年显著抬升，尤其在 4 月“对等关税”激烈交锋期间，VIX 指数一度上行至 52.33，创下 2020 新冠疫情之后的新高值，虽然 5 月后伴随中美贸易争端的缓和，VIX 指数有所回落，但仍处于过去数年的高位水平。

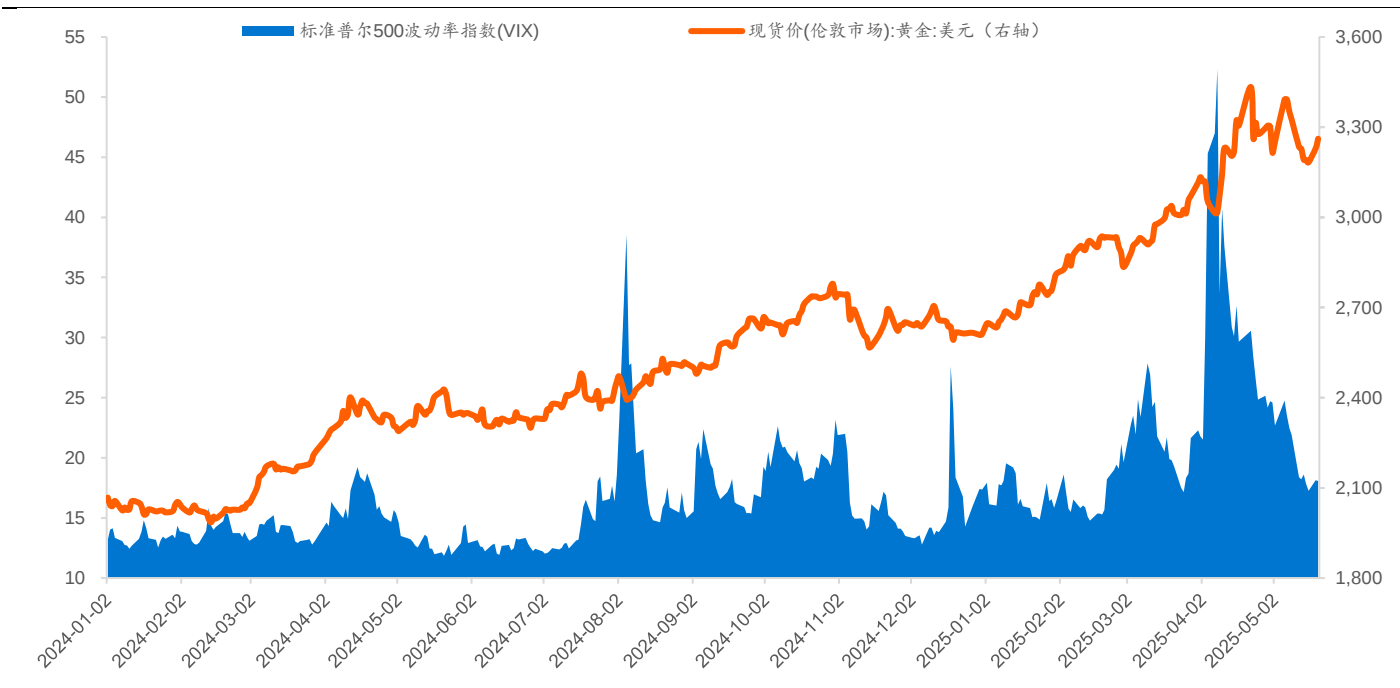
¹¹ <https://china.gold.org/goldhub/data/gold-reserves-by-country>

¹² <https://www.whitehouse.gov/presidential-actions/2025/04/regulating-imports-with-a-reciprocal-tariff-to-rectify-trade-practices-that-contribute-to-large-and-persistent-annual-united-states-goods-trade-deficits/>

¹³ <https://www.whitehouse.gov/presidential-actions/2025/04/modifying-reciprocal-tariff-rates-to-reflect-trading-partner-retaliation-and-alignment/>

而作为市场普遍认可的避险资产之一，黄金在风险市场不确定性较高的环境下，将获得更多的上行机遇。拉长周期来看，VIX 指数与黄金价格的正相关性并不强，但在该指数显著抬升的阶段，黄金价格通常将随之上行。这是因为波动率指数一定程度上可反映市场投资者的恐慌程度，当波动率上行时，部分资金出于安全考虑，会从风险偏高的资产流出，进入黄金等避险资产，从而抬高黄金价格。

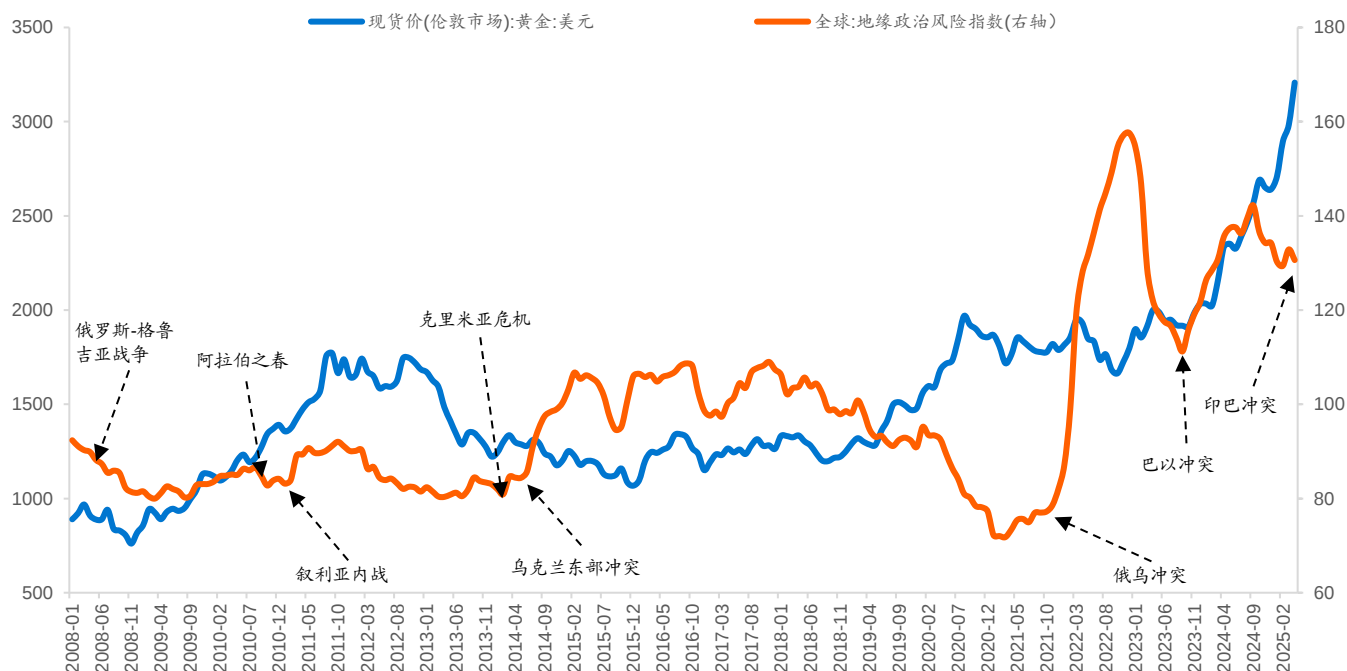
图50 特朗普政策的不确定性引发 2025 年金融市场巨震（美元/盎司）



资料来源：联储证券研究院

经济效益让位于国家安全，贸易问题存在外溢风险。特朗普政策路线虽然带有极强的不确定性，但其底色仍旧为“美国优先”，不论是对外的贸易政策亦或是对内的社会治理均带有极强的保守主义特征。经济发展让位于所谓“国家安全”，刻意制造了经济要素在全球流动体系中的显现和隐性障碍。参考历史中贸易政策收紧时段，博弈双方由于战略对抗和互信缺失，在经贸问题上的交锋存在向其他领域外溢的风险。特朗普 2017 年发起对华贸易战，美国对外贸易政策收紧，可以看到地缘政治竞争同步加剧，地缘政治风险指数显著抬升。本轮特朗普的“对等关税”政策进一步抬升了美国对全球的贸易壁垒，增加了全球化经济体系的安全冗余度，客观上抬升了地缘政治风险事件爆发的可能性，随之而来的避险需求可成为金价中长期上行的重要推手。

图51 地缘政治风险事件的爆发通常助推金价上行（美元/盎司）¹⁴



资料来源：联储证券研究院

4. 投资建议

短期来看，黄金面临利空因素主导包含三个方面：

- 第一，虽然本轮关税战的最终走向尚存变数，但伴随中美贸易谈判取得重大进展，这一轮由特朗普发起的对于全球几乎所有经济体的贸易战最为激烈的对抗周期已经于 2025 年 4 月结束，避险情绪退潮削弱金价的上行驱动；
- 第二，当前阶段美国经济呈现鲜明的割裂特征，即经济预期与现实数据的激烈博弈，关税政策对于美国经济数据的实质性冲击尚未显现，且随着中美之间关税争端的初步缓解，美国经济衰退风险也将进步下降，美联储进行降息操作紧迫性进一步缓解，降息节点向后推迟限制短线金价的向上空间；
- 第三，交易性因素层面，黄金多方交易情绪近期有所退潮，4 月金价冲高至历史高点后，多方资金存在部分获利了结需求。

但同时我们提示，虽然本轮特朗普发起的关税战出现重大转向，但其政策制定带有鲜明的个人主义特征，美方与其他国家谈判进程缓慢，与中方磋商结果也存在反复的可能；短期及长期通胀预期的同步上行显示消费者对于美国物价水平的担忧，考虑通胀预期的自我实现属性，后续美国经济将面临较高“滞胀”压力；当前黄金市场投机情绪并不强烈，且资金并非加速撤离，更类似于进行高抛低吸。因此虽然金价在避险情绪退潮的当下面临一定回调压力，但下行空间预计相对有限，短线金价维持现有高位水平震荡可能性更高。

而相较于短线黄金市场的噪音而言，我们对于金价中长期看涨的逻辑并无变化。

- 第一，美债困局动摇其作为避险资产根基，年内美债收益率与金价走势负相关性

¹⁴ 对地缘政治风险指数进行了移动平均处理

预计减弱，同为避险资产的重要选项之一，黄金能够承接部分美债减配所带来的避险需求；

第二， 当前的美元实际上是全球化的产物，锚定的是一揽子商品和服务，特朗普关税战打破了美元循环体系的平衡，全球货币体系的重塑将给黄金带来长期投资机会；

第三， 特朗普的施政路径带有极强的不确定性，资本市场频繁出现的宽幅震荡正是特朗普施政风格长期代价的显性化体现，同时美国抬升对全球的贸易壁垒，增加了全球化经济体系的安全冗余度，客观上增加了地缘政治风险事件爆发的可能性，随之而来的避险需求可成为金价中长期上行的重要推手。

虽然短线金价上行趋势有所放缓，但我们对于年内金价走势依旧乐观，对黄金板块保持看好，推荐关注：山金国际、赤峰黄金、山东黄金。

5. 风险提示

美国关税政策超预期调整、美联储降息节奏或幅度不及预期等。

免责声明

联储证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“联储证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“联储证券研究院”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在 5%~10%之间
		中性	相对同期基准指数涨幅在 -5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 5%以上
	行业评级	看好	相对表现优于市场
		中性	相对表现与市场持平
		看淡	相对表现弱于市场

联储证券研究院

青岛

地址：山东省青岛市崂山区香港东路 195 号 8 号楼 11、15F
邮编：266100

上海

地址：上海市浦东新区滨江大道 1111 弄 1 号中企国际金融中心 A 栋 12 层
邮编：200135

北京

地址：北京市朝阳区安定路 5 号院北投投资大厦 A 栋 7 层
邮编：100029

深圳

地址：广东省深圳市南山区沙河街道深云路 2 号侨城一号广场 28-30F
邮编：518000