

藏器于身，待时而动，顺势而为

——国金政策与战略组2025中期策略报告

分析师：杨佳妮

执业编号：

S1130524040002

美国特朗普政策成为全球不确定性中的关键变量，自由主义国际秩序进一步瓦解，但新的秩序尚未定型，2025下半年国际形势混乱加剧，国际权力的碎片化趋势明显。

► 地缘政治：特朗普地缘政策下地缘冲突持续与区域权力转移并行

- (1) 俄乌冲突、伊以冲突持续，东欧、中东等亚欧大陆内部权力结构深入重组；
- (2) 美国单边主义加剧西方意识形态联盟的分裂，全球南方国家持续崛起，成为多极化的重要力量。

► 全球经济：特朗普关税政策下全球经济放缓，全球产业链重构

- (1) 产业链加速重构：全球产业分工更加分散，靠近消费端的环节向关税“洼地”转移；
- (2) 谈判与施压下的交易：围绕关税问题，各国将会进入“谈判-施压”周期，关键矿产、关键供应链、金融资本、第三方市场成为谈判与施压的主要筹码。

表1：受贸易战影响，IMF、世界银行分别下调2025全球经济增速预期

机构	2025年初预测	最新预测（2025年）	下调幅度	主要原因
IMF	3.3 %	2.8 %（2025年4月）	↓ 0.5 bp	地缘政治、关税压力
世界银行	2.8 %	2.3 %（2025年6月）	↓ 0.5 bp	贸易壁垒、政策不确定性

► 特朗普关税政策的基本格局为：

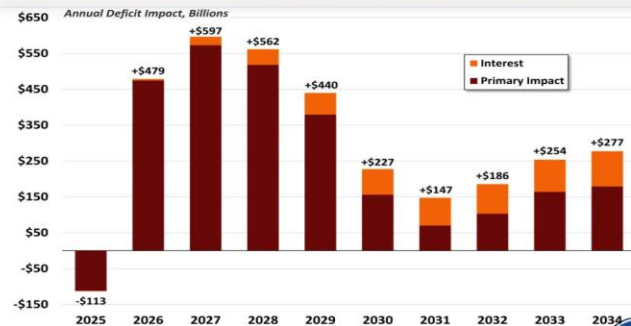
- (1) 全球基准关税10%：保留对所有国家、所有产品的基准关税，以增加政府财政收入；
- (2) 战略产业关税：对战略产业加征30%以上的高关税，建立安全可控的本土供应链；
- (3) 个别国家关税：对进口主要来源国征收对等关税，弥补贸易逆差，吸引产业回流。

当前特朗普关税受到政治压力（司法、国会、美联储）及经济不确定性等多重制约，整体或呈降级趋势。但现有关税带来的供给冲击以及消费需求收缩对美国经济的负面影响，尚未完全体现。

- 众议院版《大漂亮法案》正在审议，预计将提高债务上限4万亿美元，未来10年赤字增加规模3.1万亿美元。当前美元产出缺口大幅为正、资产价格居于高位、美元资产全球系盈利下降，财政宽松将引发全球对美国财政可持续性担忧上升。
- 财政宽松叠加关税扭曲，可能引发对美资本流入减速、甚至资本外流，美国存在一定的国际收支平衡危机。当前美债供给持续扩张，外资流入减少可能推升美元资产的风险溢价。另外，美债长期利率攀升将对经济带来紧缩效应。

图1：美国会预算办公室测算众议院版《大漂亮法案》财政赤字增加

CBO Estimates House Bill Adds Significantly to Deficits



Sources: Congressional Budget Office and CRFB estimates.

CRFB.org

- 历史上的两次国际货币秩序重构：19世纪30年代，美国、英国退出金本位制度，美元在外汇储备中占比从约60%下降到约20%；19世纪70年代，美元与黄金脱钩，美元在外汇储备占比从约70%下降到约50%。在此期间，国际货币流向黄金以及各国货币。随着全球化趋势延续，资金又再次流向美国。

4月关税战以来，大类资产走势发生了什么变化？

- 美债：利率上涨——反常识，美债本应属于避险资产，受益于贸易摩擦及地缘冲突。原因在于美债的安全性下降，波动率上升，使得期限溢价上升；另外通胀也会助推利率上行，长端利率易涨难跌。
- 黄金：持续上涨——反常识，过去黄金与美元实际利率完全负相关。原因在于资金对美元信任度下降，各国央行购金趋势加强，黄金与美元利率脱钩。
- 美元指数：持续下行——反常识，关税减少美国贸易逆差本应使美元升值。原因同样在于资金对美元的信任度下降。
- 美股指数：收复失地——但从交易占比来看，美国机构交易量占比趋势性下降，散户交易占比提升。6月20日DDM模型隐含的美股股权风险溢价4.58%，仍低于2008年以来均值5.38%，美股存在超配。
- 人民币资产：股指收复失地，汇率对美升值，对其他国家贬值。

历史经验：国际货币秩序发生重构对于大类资产的影响，要远大于某单一市场、单一资产基本面的影响。

若去美元化成为主流叙事，资金流向之一——人民币、欧元等币种

根据购买力平价来看，当前美元实际有效汇率相对历史均值高估17.87%。美元呈现对内贬值（通胀），对外升值的状态。按照货币数量理论，货币内外应处于一致。

► 特朗普政府下，美元的三大支撑因素在削弱：

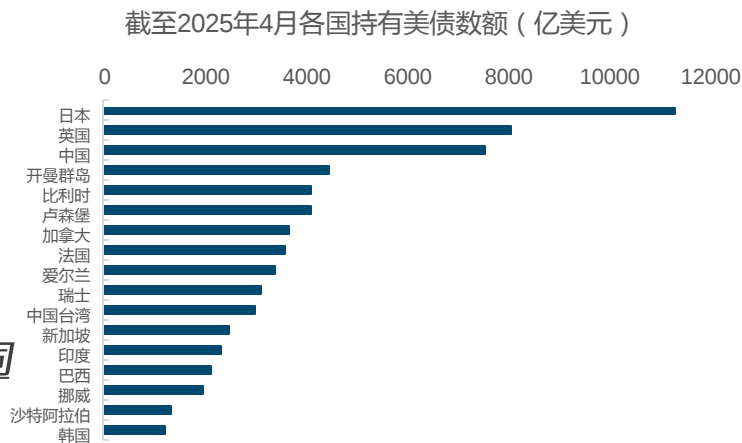
- (1) Deepseek冲击了对美国科技地位的信仰，美国财政可持续性引发外国投资者担忧；
- (2) 美国破坏盟友信任，为全球提供安全、贸易协同等公共服务减少，美元资产的公信力下降；
- (3) 逆全球化趋势下，美元作为通用货币的需求在下降。

► 对美元及美元资产的超配资金在哪里？大多存在于对美积累货物贸易顺差最多的国家：中国、欧盟、日本、东盟、墨西哥、加拿大等。且欧洲、日本、中国开启财政扩张期，经济基本面有望改善。

► 特朗普政府似乎有意重估美元汇率，史蒂芬米兰曾在报告中提出：“美国经济失衡的根源在于美元被持续高估，这损害了美国制造业和贸易部门，并产生了一系列社会问题”。

即在当前负债压力下，通过贬值实现对美国的转移支付。但同时要维护美元的国际货币储备地位——在下一阶段美国的对外谈判中，美元汇率或成为主要议题。

图2：美债的外国持有者以日本、中国、欧盟等为主



若去美元化成为主流叙事，资金流向之一——人民币、欧元等币种

➤ 今年以来，美债利率上升，对人民币资本外流的实际影响在减弱。本质上是由于美债定价之锚的地位在削弱，与其他资产的负相关性在减弱。中国经济占全球比重约17%，但人民币的国际份额不足3%。

➤ 资金是否会回流人民币的几点观察：

(1) 出口企业结汇资金：2021年至今，在人民币贬值的一致预期下出口企业平均结汇率持续下降，测算约有5000亿美元出口收入未结汇。

(2) 人民币汇率风险：陆家嘴论坛宣布，正在研究推进人民币外汇期货交易。

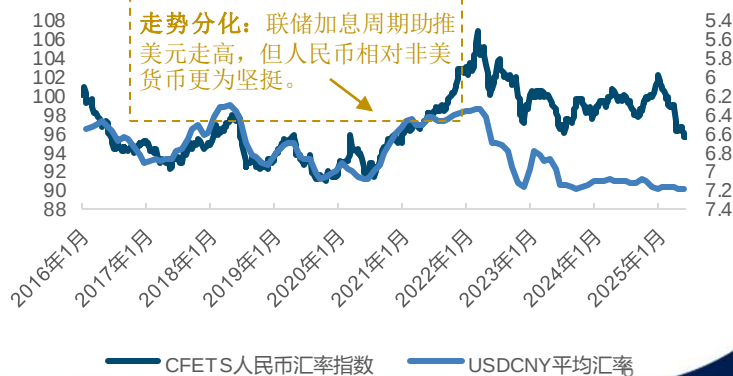
(3) 人民币国际化：人民币支付——2024年，人民币在跨境交易中占比首次突破50%；人民币融资——2024年离岸人民币国债发行规模达16124亿人民币，同比增长26%；人民币计价——铁矿石、大宗商品人民币结算金额大幅增长。

➤ 当前人民币汇率：4月以来美元指数持续走弱，多数非美货币对美元均出现较大幅度升值，人民币对美元升值幅度小于其他主要货币。目前人民币多边汇率指数实际上是贬值的。

人民币升值对经济的负面影响？人民币升值对出口的负面影响，一定程度上可以由出口产品的竞争力抵消。

另外，今年1月达沃斯论坛中，中国代表在阐述对外战略时，提出从长远角度“中国并不追求贸易顺差”的考量。

图3:人民币实际有效汇率与USDCNY明显偏离



2025年1月，潘功胜行长提出“将大幅提高国家外汇储备在香港的资产配置比例”。

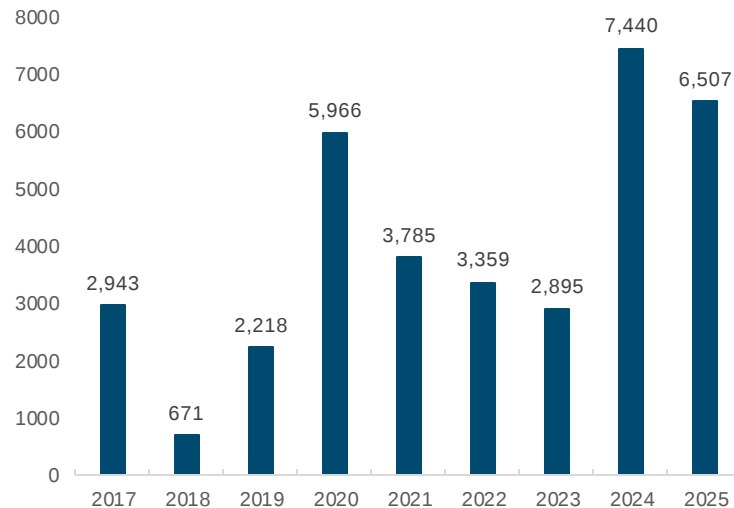
对香港金融中心的几点考量：

- 吸引外资与资本回流：若美元贬值趋势持续，资本回流，港股通是外资配置中国资产的重要渠道。
- 打造“中国硅谷”，企业赴港上市：将香港资本市场与高科技企业相结合，重塑国际投资者对中国科技企业的看法。
- 金融稳定：港股与A股联动性强，发挥好香港国际桥头堡作用，促进港股和A股的良性互动。

香港市场分子端企业盈利预期改善、分母端全球配置资金回归中国。当前南向资金占比正在逐步提升，南向资金偏好的港股消费、红利板块重定价，外资有望定价科技板块。

香港交易所：长期受益于A股赴港上市带来的市值扩容，以及资金流入及其交易活跃度提升。

图4：2025年近前4个月的南向净买入额超过了2023全年（单位：亿人民币）



若去美元化成为主流叙事，资金流向之一——黄金等安全资产

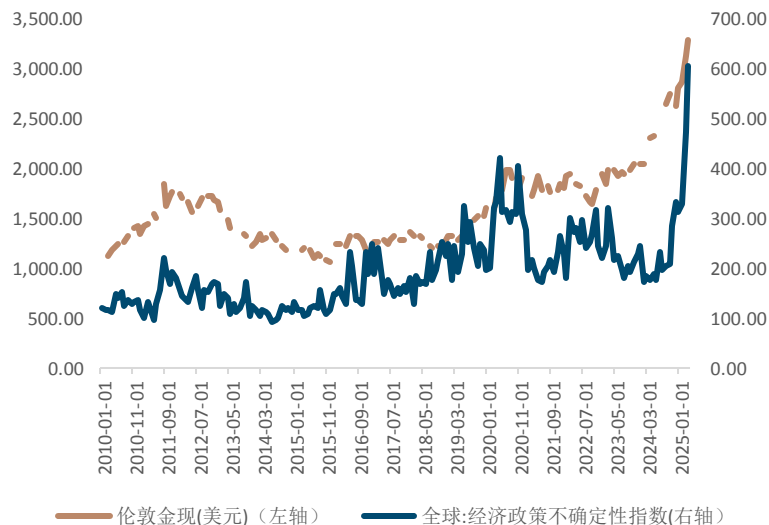
中长期角度看，黄金上涨仍有支撑，原因在于：（1）各国央行购金需求持续，2025年世界黄金协会调查数据显示，95%的受访央行认为，未来12个月内全球央行将继续增持黄金；近43%的央行计划在未来一年内增加自身黄金储备；（2）去美元化趋势持续，资金缺乏备选资产；（3）全球地缘冲突风险仍在上升。

短期来看存在一定变数：特朗普政策引发的全球动荡或已过最激烈阶段，贸易战呈降级趋势。

后续关注：（1）各国央行购金情况；（2）特朗普关税政策与全球通胀预期；（3）美国通胀数据与美联储降息博弈；（4）美债危机与美元资金流出趋势；（3）中东、巴以、南海等地区地缘风险程度。

➤ 黄金股：黄金股指数涨幅相对金价涨幅有所滞后，由于金价上涨传导到企业盈利时间，后续补涨空间有赖于企业业绩兑现。估值层面，当前黄金股估值仍低于历史中枢水平，高金价下估值空间有待修复。

图5：全球经济政策不确定性推升金价上涨



➤ 美国“小院高墙”？——中国就占领“小院”外的市场

(1) 中美AI科技竞争的上半场是技术，下半场则是应用：中国工程师红利，尤其在数学与算法方面深厚的人才网络，使AI技术追赶提速。中国在“硬件”领域的投入构筑制造业优势。Deepseek等突破性技术带来低成本算力，降低AI应用门槛，为未来产品建造成本优势。

(2) 华为全球化战略的经验：技术自研+生态建设+供应链韧性+本地合规化设厂，再反哺技术升级。2023年华为在拉美移动网络销售额达48.9亿美元，同比增长10.9%，超越诺基亚和爱立信，成为区域第一。

(3) 美国技术封锁进一步拓展，同时对中国芯片出海进行长臂管辖：5月13日，美国抛出《通用禁令10》，将华为昇腾芯片列入全球禁用黑名单，且这一行为有扩大化趋势。5月马来西亚本宣布采购华为昇腾AI服务器建设国家级数据中心，但在仅24小时后便撤回声明。

➤ 中国科技产业的应对策略

(1) 举国体制的优势、资本的支持、产业链上下游协同的发展战略，孕育核心技术突破。

(2) 同时通过资源反制（稀土）和区域合作对冲美国压力，东南亚等第三方国家成为中美技术博弈的缓冲带，这些国家在获取美国芯片出口许可的同时，寻求与中国在特定领域的技术合作。

重点关注：工业软件、光刻机、量子信息、可控核聚变

➤ 全球混乱加剧，美国战略收缩，全球军品需求提升

(1) 全球地缘冲突加剧，全球军贸需求扩张：东欧、中东、非洲等国安全形势严峻，武器进口的需求提升；

(2) 美国战略收缩，欧洲多国提出“防御自主”：摆脱美国安全保护，但自身产能不足，开始扩大对外军事采购；

(3) 俄乌冲突持续，俄罗斯军贸份额下降，中国军贸份额提升空间大：2015-2024年，美国、俄罗斯、法国、中国份额分别为39%、15%、9%、6%。

➤ 中国自主研制武器崛起，供给端走向拐点

(1) 中国装备已处于供给端走向拐点，先进军机、导弹、雷达等高端装备打破过往供给瓶颈；

(2) 印巴空战证明了中式武器的性价比优势，实战检验为中国军贸出海做了良好开局。

➤ 中国军贸产品结构优化，体系化出海溢价显著

(1) 中国军机出口量显著低于全球均值，未来战斗机、无人机、雷达、防空导弹等高附加值、高科技产品成为主力；军工产业链上下游协同出海特征明显，装备体系打包销售带来更广阔利润空间。

重点关注：军机与雷达系统、无人机与反无人机、制导装备。

风险提示

- 地缘冲突升级超预期；
- 美国经济下行压力超预期；
- 中美摩擦程度超预期。

特别声明

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

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、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级(含C3级)的投资者使用；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，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。