

美国贸易战的历史镜像

——贸易、经济及货币秩序的影响拆解

摘要

- **1890年以来美国曾发起过六轮较大规模贸易战。**美国自建国起便将关税政策作为其经济战略的核心工具之一，不仅用于保护国内产业，也当做外交手段，自1890年以来美国曾经历过六次较大规模的贸易战，其中包括全球性的贸易战，也包括在特定国家间或者产业领域的贸易争端，比如1890年《麦金利关税法》、1930年《斯姆特-霍利关税法》、1971年“尼克松冲击”、1980年代美日贸易战、2002年布什钢铁关税、2018年中美贸易战。
- **美国发起过的贸易战影响——贸易、经济及货币秩序。**对贸易：关税战通常导致短期内博弈方乃至全球贸易量走低，但难以改变美国的贸易逆差，对全球贸易格局影响不大，美国出口在全球中的占比仅在美日贸易战时期有所抬升；对经济：贸易战通常导致贸易博弈双方乃至全球经济增速下滑，对产业而言通常增加下游行业生产成本，并减少下游行业就业和投资，但是1890年以来关税战不曾直接导致全球性的经济衰退，但将加剧已有的经济问题，例如1930年《斯姆特-霍利关税法》；对货币：汇率波动可能并非是贸易摩擦的“果”，美国政府加征关税后美元指数走势有升有贬，而美元升值在大部分时期是贸易摩擦的“因”，例如为了解决美元持续高估问题，1971年尼克松政府宣布美元与黄金脱钩的决定，并对所有进口商品征收10%进口附加税，迫使其他国家货币升值。此外，贸易战对国际储备货币格局直接影响不大。
- **特朗普2.0贸易战潜在的影响。**对经济的影响：2025年美国所有关税加上外国报复措施或将导致美国2025年实际GDP增长率相对基线下降0.7%，中国商品对美国出口总额相对基线水平下降约16%，从而拖累GDP增长约0.4个百分点左右，欧盟整体GDP预计下滑0.3%，新兴市场和发展中经济体整体经济增速或从3.7%降至3.3%；对供应链的影响：为应对贸易保护主义的威胁，部分电子、医药、家电领域的跨国公司计划未来在美国本土、印度等地设厂、扩产。中国或将寻求增大对欧洲市场的出口来减轻关税对经济的影响，且供应链向东南亚等地转移的趋势短期或延续；对全球资本流动的影响：美国宣布“对等关税”后，全球投资者对美元资产的信任危机集中爆发，然而由于美国关税政策边际放松，接连与英国、中国达成协议，美国经济衰退警钟暂时解除，“去美元化”交易有所逆转。从中长期趋势来看，“去美元化”仍在缓慢进行中，但目前美元的主导地位依然难以动摇。
- **新一轮贸易战下，大类资产走势展望。**历史上不同时期的贸易摩擦过程中，不同大类资产由于处于不同历史背景，其走势不尽相同。但在大部分时期，黄金价格走高、美元呈贬值态势。目前美国仍在陆续与贸易伙伴进行谈判，后续若关税博弈持续缓和，全球风险资产有望继续修复，然而从已有的英美、中美谈判来看，美国可能将对所有国家维持10%基准关税，对全球贸易乃至经济基本面仍将施加一定下行压力，或将继续引发市场担忧，后续风险资产价格走势或仍面临一定压力。
- **风险提示：**美国关税政策变化超预期，全球经济大幅波动。

西南证券研究院

分析师：叶凡
执业证号：S1250520060001
电话：010-57631106
邮箱：yefan@swsc.com.cn

分析师：刘彦宏
执业证号：S1250523030002
电话：010-55758502
邮箱：liuyan hong@swsc.com.cn

相关研究

1. 欧洲财政转向之路漫漫——详解欧洲财政机制、现状、空间以及制约因素 (2025-04-09)
2. 稳中促新，“抓手”与“后手”——2025年全国“两会”解读 (2025-03-06)
3. 风禾尽起，逐光而行——经济效能提升与要素创新配置下的投资抉择 (2025-02-25)
4. 降息后美国地产该如何展望？——需求、供给以及房价的三维解析 (2025-01-06)
5. 踏浪前行，如日之升——2025年宏观经济与政策展望 (2024-12-02)
6. 励远致新，顺势而动——政策新阶段下的经济趋势与产业聚焦 (2024-10-01)

目 录

1 1890 年以来美国曾发起过六轮较大规模贸易战.....	1
2 美国发起的贸易战影响——贸易、经济和货币秩序.....	4
2.1 对贸易：导致全球贸易量走低，但对贸易格局影响不大.....	4
2.2 对经济：通常导致经济增速下滑，但不曾直接引发衰退.....	5
2.3 对货币：美元升值通常导致贸易摩擦升温.....	8
3 特朗普 2.0 贸易战潜在的影响.....	10
3.1 对全球经济的影响.....	10
3.2 对全球供应链的影响.....	11
3.3 对全球资本流动的影响.....	13
4 新一轮贸易战下，大类资产走势展望.....	14

图 目 录

图 1: 1890 年以来美国进口商品有效关税税率走势.....	3
图 2: 关税战通常导致全球贸易量下滑.....	4
图 3: 贸易战对世界贸易格局中长期影响不大, 美国出口在全球中的占比在美日贸易战时期明显抬升, 在 2018 年中 美贸易战期间略有上升.....	5
图 4: 在 1890 年以来的贸易战时期, 相关国家的 GDP 增速走势.....	6
图 5: 钢铁交易价格变化对钢铁消费行业就业的影响.....	7
图 6: 不同国家和地区热轧卷板价格对比(2002 年 11 月初).....	7
图 7: 美国股市自《霍利关税法》出台之前便大幅走低, 之后随着加拿大等国反制, 全球贸易条件恶化, 大萧条肆虐 蔓延, 股市进一步走低, 直到 1932 年罗斯福总统上台后出台了一系列挽救经济的措施, 美股才有所企稳.....	8
图 8: 美国政府加征关税后美元指数走势有升有贬.....	9
图 9: 1947-2019 年国际储备货币占比变化(单位: %).....	9
图 10: 1950 年以来世界官方黄金储备量的变化.....	9
图 11: 2025 年关税对美国实际 GDP 水平的短期、长期影响.....	11
图 12: 2025 年关税对不同国家实际 GDP 水平的长期影响.....	11
图 13: 不同情景下, 美国关税对欧洲国家出口和经济的长期影响估计.....	11
图 14: 2021 年以来美国私人部门制造业建筑支出快速上涨.....	12
图 15: 中国向美国的出口与向欧洲的出口之间的相似性较高.....	13
图 16: 中国近年来向东盟投资增长较快.....	13
图 17: 2001 年以来美元在国际储备货币中的占比持续走低.....	14
图 18: 全球央行近三年以来大幅增加对黄金的购买量.....	14
图 19: 1930 年-1934 年贸易战英国股市表现好于美股.....	15
图 20: 1971 年尼克松冲击下德国马克、日元均快速升值.....	15
图 21: 1980 年代日美贸易摩擦促使热钱快速涌入日股.....	16
图 22: 2002 年布什关税使得美国钢铁价格快速上涨.....	16

表 目 录

表 1: 美国 1890 年以来发起的主要关税贸易战.....	3
表 2: 截至 5 月 12 日美国关税政策对中国、加拿大、墨西哥等国家的平均有效关税税率变化.....	10
表 3: 1900 年以来美国发起的贸易战期间, 全球大类资产走势情况.....	14

2025 年以来关税战成为全球资产价格博弈的焦点，美国超预期的“对等关税”计划引发市场对全球贸易以及美国经济滞胀的担忧，全球风险偏好快速下行。目前美国正与多个贸易伙伴进行关税谈判，谈判进展情况仍将扰动全球经济以及资产价格。另一方面，美国近年来贸易保护主义的快速滋生也将对中长期全球贸易格局、经济以及货币秩序产生影响。我们在此复盘了 1890 年以来美国曾发起过的六轮大规模贸易战，并分析了每轮贸易战对全球贸易格局、经济发展以及货币秩序的影响，以及此轮特朗普 2.0 的全球关税博弈对经济、产业链和资本流动的潜在影响。通过回顾历史上贸易战期间大类资产走势，为未来的资产价格走势提供借鉴。

1 1890 年以来美国曾发起过六轮较大规模贸易战

美国自建国起便将关税政策作为其经济战略的核心工具之一，不仅用于保护国内产业，也当做外交手段，自 1890 年以来美国曾经历过六次较大规模的贸易战，其中包括全球性的贸易战，也包括在特定国家间或者产业领域的贸易争端：

1890 年《麦金利关税法》：是美国工业化初期贸易保护主义的典型产物，旨在通过高关税保护本土产业并偿还南北战争债务，将平均关税税率从 38% 大幅提高至近 50%，其中锡板关税从 30% 升至 70%，并对羊毛制品统一按最高品质征税，严防低价进口竞争。该法案引发加拿大、德国、英国、法国等国家对其实施报复性关税，导致美国农产品出口暴跌，同时农业生产工具价格上涨加剧了农民困境。最终，共和党在 1890 年中期选举中失去众议院半数席位，法案于 1894 年被民主党主导的《威尔逊-戈尔曼关税法》取代，标志这一激进保护主义政策的失败。法案短期内虽然推动了钢铁、锡板等产业的垄断化发展，却因提高原料成本而阻碍了其他产业的发展。

1930 年《斯姆特-霍利关税法》：由美国参议员斯姆特和众议员霍利推动，将 2000 余种商品平均关税提升至历史最高水平。该法案从保护农业起步，后因制造业利益裹挟扩大范围，触发加拿大、英国、法国等 40 余国报复性反制：加拿大对美国农产品加征 30%-50% 关税，英国对机械纺织业课税 20% 并焚烧美棉抗议，法国将汽车关税升至 45% 并爆发反美暴动。连锁反应下，1932 年全球贸易规模较 1929 年缩水约 2/3，美国进出口暴跌 60%。此外，为提升出口竞争力英国率先放弃金本位使英镑贬值，最终 56 国放弃金本位引发货币混战。1934 年罗斯福签署《互惠贸易协定法》终结关税战，通过降低关税重建多边贸易体系。这场以邻为壑的贸易战不仅加剧大萧条，更成为单边保护主义导致系统性危机的经典反面教材。

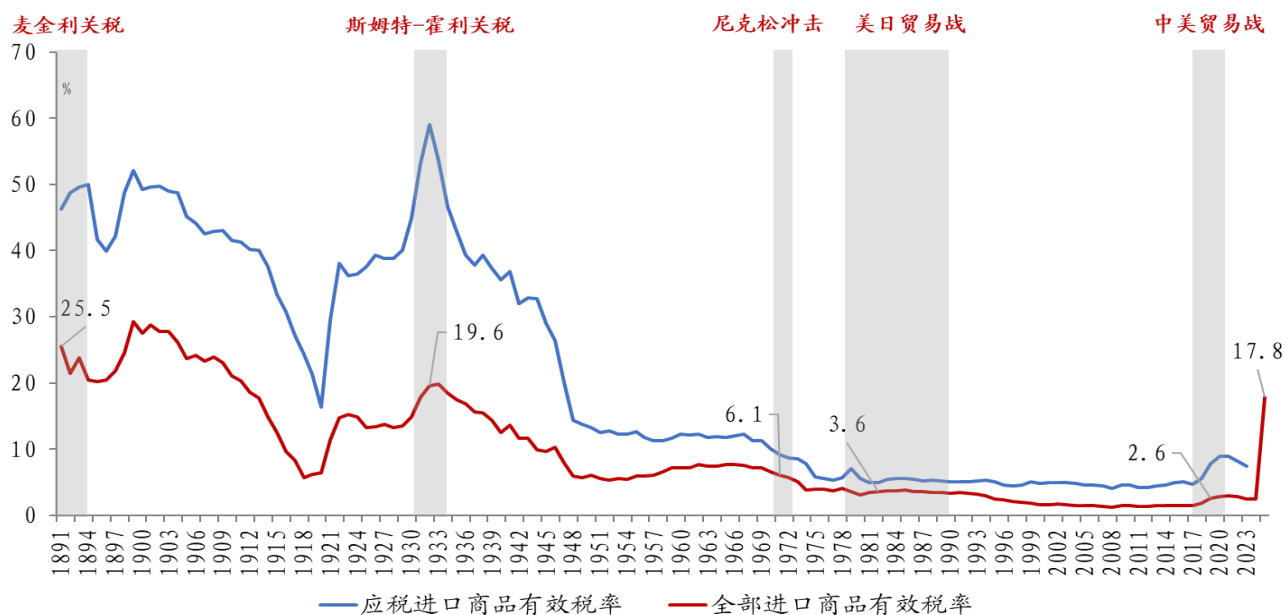
1971 年“尼克松冲击”：美国贸易逆差激增、并深陷越南战争，财政赤字扩大，布雷顿森林体系下美元与黄金挂钩的机制因黄金储备锐减面临崩溃风险。1971 年 8 月，尼克松宣布“新经济政策”，包括暂停美元兑换黄金，终结金本位制；对进口商品征收 10% 附加税以缩减逆差；实施工资与物价管制抑制通胀。这一政策导致布雷顿森林体系瓦解，全球金融市场剧烈震荡，西方股市暴跌，日元等货币被迫升值。为缓解危机，1971 年 12 月十国签订《史密森协定》，将黄金官方价格提升至 38 美元/盎司，允许汇率波动幅度扩大至 $\pm 2.25\%$ ，并取消进口附加税，1973 年全球转向浮动汇率制。此次尼克松冲击，日本因日元短期升值导致出口受挫，产品体系升级加快，西德马克升值，倒逼重工业转型为高技术产业，同时推动欧洲货币合作。全球货币体系从“黄金锚”向“信用锚”转折，也为后续全球化与金融化浪潮奠定基石。

1980 年代美日贸易战：随着日本汽车、半导体等产业崛起，1980 年代初美国对日本形成巨额贸易逆差。里根政府为抑制通胀采取高利率政策，导致美元升值进一步加剧逆差，中西部“铁锈地带”失业率激增。与其他几轮贸易博弈中重点采取关税措施不同的是，此次美国综合使用加征关税、市场准入限制和汇率干预等多种手段，针对日本半导体、汽车、钢铁等关键产业施压。在汽车行业，1981 年美国迫使日本实施“自愿出口限制”，将对美出口量限制在 168 万辆/年，日本转而通过在美建厂扩大市场份额；半导体领域，1985 年美国以倾销指控为由，对日本电脑、电视和其他高科技产品征收 100% 的关税，1986 年《日美半导体协议》要求日本确保美国企业市场份额达 20%，美国借机遏制日本技术优势，最终在 1990 年代重夺主导权；非关税壁垒方面，1989 年日美结构协议会在日本召开，美国要求日本改革国内经济制度，消除“非关税壁垒”；汇率方面，1985 年《广场协议》迫使日元三年内大幅升值，削弱出口竞争力，并推动日本资本外流和国内资产泡沫化，为 90 年代经济泡沫破裂埋下伏笔。日本虽通过海外投资缓解贸易摩擦的压力，但本土制造业衰退、失业率攀升，半导体、汽车等产业被美国压制。同时，美国也未能实现预期目标，1987 年美日逆差达 567 亿美元峰值。

2002 年布什钢铁关税：是双方围绕钢铁产业保护与市场准入展开的激烈博弈。2001 年 6 月，美国以全球钢铁产能过剩、国内产业受损为由，援引《1974 年贸易法》“201 条款”，对欧盟、日韩等 8 国展开全球保障措施调查。2002 年 3 月，布什政府宣布对进口钢材征收最高 30% 关税，并对厚钢板实施进口配额和许可制度。欧盟随即反制，对美加征 26% 关税并实施配额，同时联合中日韩等 8 国向 WTO 申诉。此次贸易战欧盟作为美国最大钢材进口来源地损失尤为严重，德、法等国钢厂出口量骤降。美国国内钢价因关税暴涨，钢铁企业短期受益，但消费者承担了更高成本。WTO 于 2003 年裁定美国措施违规后，欧盟威胁对美国价值 22 亿美元商品实施报复性制裁。迫于压力，布什于 2003 年 12 月取消关税，但强化进口监控机制以防止“倾销潮”。

2018 年中美贸易战：2017 年，美国以巨额对华贸易逆差为由，援引 301 条款和 232 条款，对中国发起单边制裁，指控中国存在“强制技术转让”和产业政策扭曲市场，实质是对《中国制造 2025》规划的十大高科技领域的战略围堵。2018 年 3 月，特朗普政府以国家安全为由对钢铝产品加征关税，随后分四轮对 5500 亿美元中国商品加征 7.5%-25% 关税，中国对 1100 亿美元美国农产品、汽车等实施对等反制。期间科技战同步升级，美国将华为等企业列入实体清单并切断芯片供应，中国则加速国产替代并拓展新兴市场。2020 年 1 月中美签署第一阶段协议，中国承诺两年内增购 2000 亿美元美国商品（受疫情影响实际完成约 60%）。中美贸易战期间美国对华逆差虽有所收窄，但全球逆差反而增加，逆差转移至越南、墨西哥等第三国，并未达到美国预期目标。尽管 2020 年协议暂缓冲突，但科技封锁与关税壁垒的长期影响仍在持续重塑全球经济格局。

图 1：1890 年以来美国进口商品有效关税税率走势



数据来源：ITC、The Budget Lab，西南证券整理；注：2025 年美国有效关税税率采用耶鲁大学预算实验室估算的截至 2025 年 4 月 15 日特朗普政府宣布实施的关税税率。

表 1：美国 1890 年以来发起的主要关税贸易战

贸易战	麦金利关税法案	《斯姆特-霍利关税法》	“尼克松冲击”	美日贸易战	美欧“钢铁贸易战”	中美贸易战
涉及国家	美国 vs 加拿大、欧洲	美国 vs 全球	美国 vs 全球	美国 vs 日本	美国 vs 欧洲	美国 vs 中国
持续时间	1890-1894	1930-1934	1971	1977-1989	2002-2003	2018-2019
背景和原因	美国保护本土产业	经济危机下美国保护本国产业	越南战争后美国陷入经济危机	美日贸易逆差扩大	美国保护钢铁产业	美中贸易逆差扩大
达成协议	1894 年《威尔逊-戈耳曼关税法案》	1934 年《互惠贸易协定法》	1971 年《史密斯协定》	1981 年汽车自愿出口限制；1985 年《广场协议》；1986 年日美半导体协议；1989 年《日美结构性障碍协议》	2003 年美国总统布什宣布取消保护性钢材进口关税	2020 年《中华人民共和国政府和美利坚合众国政府经济贸易协议》
反制措施	报复性关税	报复性关税	-	-	关税、配额、向 WTO 申诉	报复性关税
博弈方 GDP 年均复合增速	美国 1.4% 加拿大 1.5% 英国 0.9%	美国 -3.9% 德国 -0.2%	美国 3.1% 日本 4.7% 德国 3.0%	美国 3.4% 日本 4.1%	美国 2.3% 法国 1.3%	美国 0.2% 中国 4.1%
全球贸易量年均复合增速	-2.4%	-8.3%	12%	-0.8%	10.7%	-3%

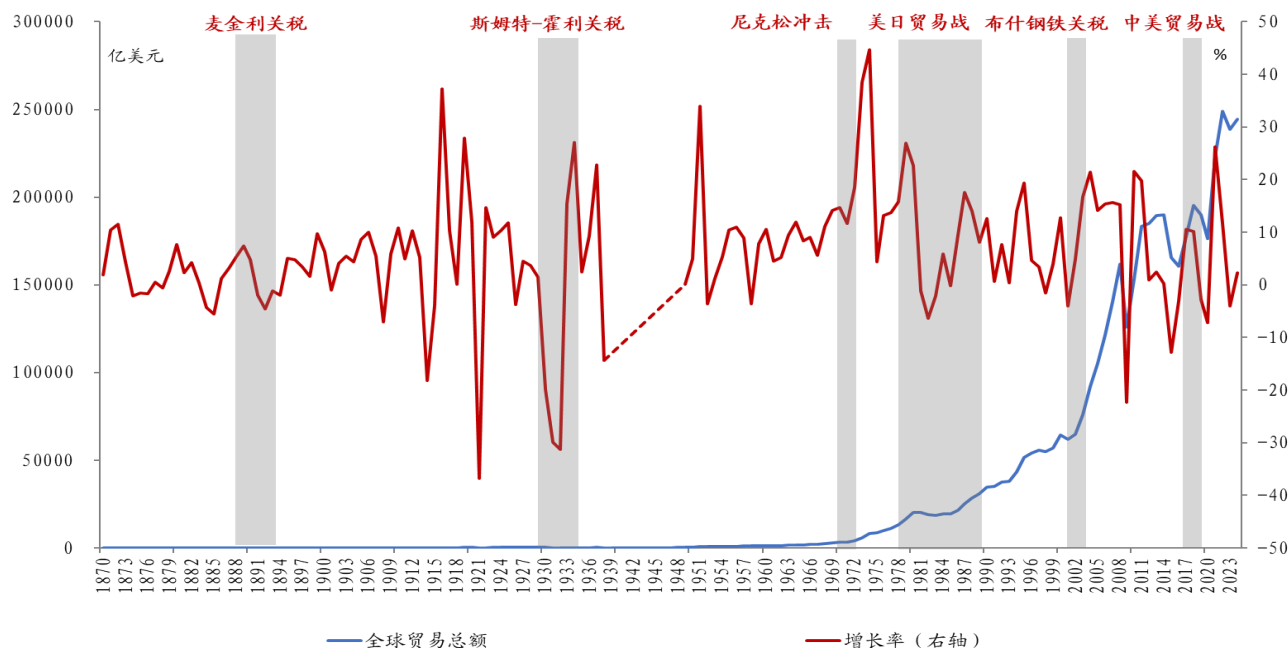
资料和数据来源：Maddison Project Database、UNstats、WTO 等、西南证券整理

2 美国发起的贸易战影响——贸易、经济和货币秩序

2.1 对贸易：导致全球贸易量走低，但对贸易格局影响不大

关税战通常导致短期内博弈方乃至全球贸易量走低。例如，《麦金利关税法》实施期间，世界贸易总额连续 4 年负增长，增速从 1889 年 7.4% 降至 1894 年 -2.0%；《斯姆特-霍利关税法》实施期间全球贸易量骤降，1929 年至 1933 年期间，全球贸易额下降了 26%，1932 年英国、美国、德国、加拿大、法国出口额分别较 1929 年收缩了 64%、70%、57%、63% 和 61%；1975-1980 年，日本对美国贸易顺差激增，1980 年贸易顺差为 1975 年的 4 倍，然而美国对日本贸易制裁并未扭转其贸易逆差，贸易逆差甚至在 1985 年《广场协定》后于 1987 年达到峰值 598 亿美元；欧美钢铁贸易战期间，欧盟对美国钢铁（HS72）出口额由 2000 年的 38.62 亿欧元降至 2003 年的 19.80 亿欧元，收缩 49%；2018-2019 年中美贸易战期间，中美双方贸易额均有下降，中国对美国出口额增速从 2017 年的 11.5% 降至 2019 年的 -12.5%，美国对中国出口额增速从 2017 年的 14.5% 降至 2019 年的 -20.8%，世界贸易额增速也从 2018 年的 10.2% 降至 2019 年的 -2.8%。

图 2：关税战通常导致全球贸易量下滑



数据来源：Federico-Tena World Trade Historical Database¹、Unstats、WTO，西南证券整理；注：虚线处为二战时期数据缺失

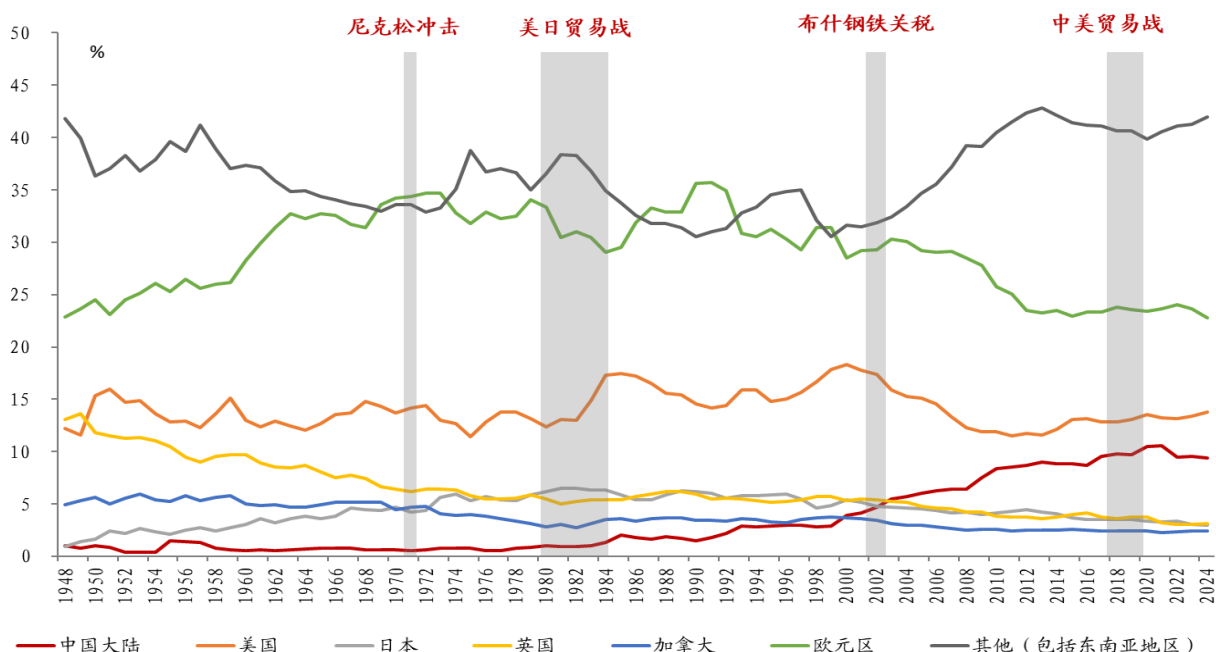
贸易战难以改变美国的贸易逆差，对全球贸易格局的中长期影响不大。从贸易差额来看，美国对中、日贸易战均因逆差超过 GDP 2% 触发，美国对日本贸易从 20 世纪 60 年代中期开始由顺差转为逆差并在此后 20 年不断扩大，1985 年美国对日本贸易逆差为 487 亿美元（1965 年为 5 亿美元），占美全部贸易逆差 37%，然而在《广场协议》签订后美元贬值，美国对日本贸易逆差进一步扩大至 1987 年的 598 亿美元；中国在加入 WTO 后迅速崛起，美国对中

¹ Federico, Giovanni; Tena Junguito, Antonio, 2018, "Federico-Tena World Trade Historical Database : World Trade", https://doi.org/10.21950/JKZFDP_e-cienciaDatos_V2

国贸易逆差由 2000 年的 297 亿美元扩大至 2018 年的 3233 亿美元，占美国全部贸易逆差 55%，中美贸易战前，美国对中国逆差小幅收敛至 2958 亿美元，然而之后逆差再度扩大，2023 年进一步扩大至 3365 亿美元。

从贸易格局来看，1980 年代美日贸易战期间，美国出口在全球的比重短期抬升，自 1983 年的 14.9% 上行至 1984 年的 17.3%，但随后又回落至 1990 年的 14.6%。而日本在签订《广场协议》后，房地产泡沫破灭，出口竞争力逐步下滑；2002 年钢铁关税实施后，美国钢铁进出口额在 2003 年收缩 11%，却在 2004 年迅速反弹，增速达 103%，美国钢铁产业未实现竞争力提升，反而因依赖保护政策延缓技术升级，2010 年后再次陷入产能过剩危机；2018 年中美贸易战前，尽管中美双边贸易下滑、美国自中国进口占比降低，但其他地区（东盟、欧元区、加拿大等）逐步增加了对中国进口的依赖，中国占全球出口比重依然接近 10%。

图 3：贸易战对世界贸易格局中长期影响不大，美国出口在全球中的占比在美日贸易战时期明显抬升，在 2018 年中美贸易战期间略有上升



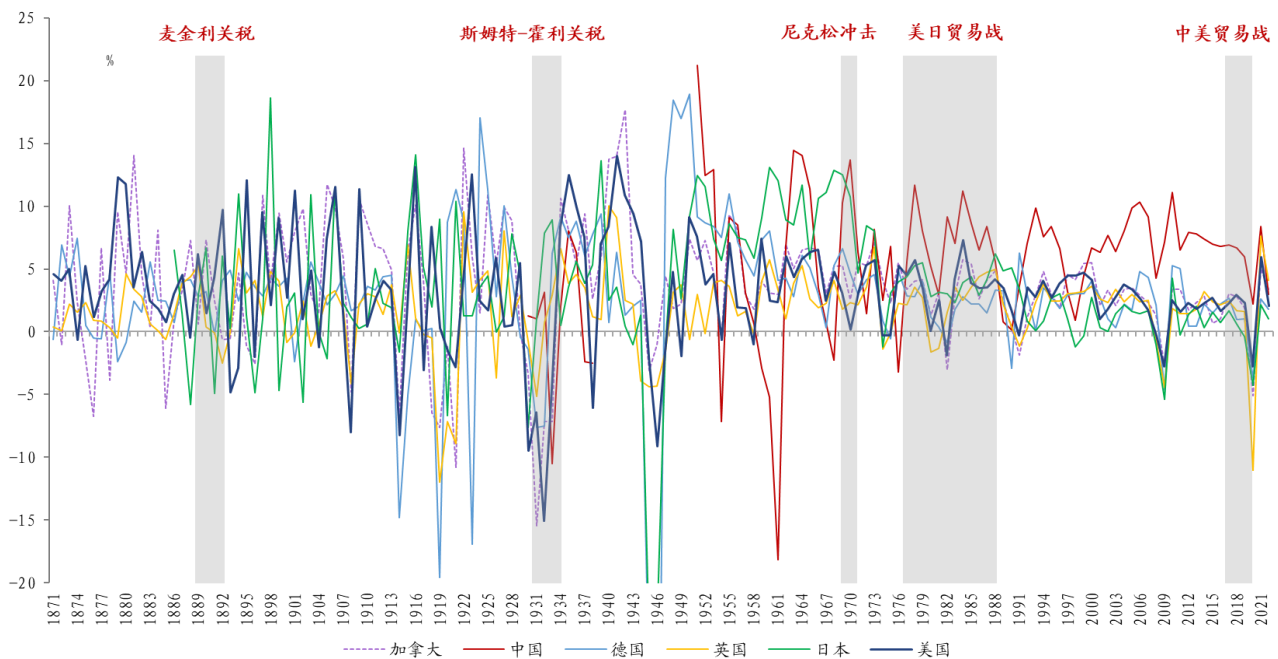
数据来源：wind，西南证券整理

2.2 对经济：通常导致经济增速下滑，但不曾直接引发衰退

贸易战通常导致贸易博弈双方乃至全球经济增速下滑。例如，《麦金利关税法》实施期间美国 GDP 增速从 1889 年的 6.2% 降至 1894 年的 -2.9%，并在 1893 年陷入经济衰退中，1889 年至 1893 年，加拿大、英国的 GDP 增速也分别从 0.6%、5.3% 降至 -0.6%、-0.1%，分别连续 2、3 年经济负增长；《斯姆特-霍利关税法》实施期间全球经济陷入深度衰退，1932 年美国、加拿大、英国、德国 GDP 分别较 1929 年收缩了 28%、24%、5% 和 16%；美日贸易摩擦跨越 20 世纪 70 年代中期至 80 年代，美国对日本的贸易制裁涉及纺织、钢铁、家电、汽车、电信和半导体工业六大领域，然而在这一时期日本 GDP 增速仍在 3%-6% 区间波动，但较 1970 年代上半期的增速中枢 6% 有所下滑；2002-2003 年美国布什总统对进口钢材征

收关税，欧盟 GDP 同比增速从 2001 年的 2.2% 降至 2023 年的 1.6%，而美国的 GDP 增速却在 2001 年科网泡沫破灭后逐步回升，但就业却受到一定冲击，根据 CITAC 测算，因钢铁价格上涨导致下游钢铁消费行业成本显著抬升，布什的钢铁关税使得 20 万个工作岗位流失；2018-19 年中美贸易战期间，中美双方 GDP 增速均有下滑，美国 GDP 增速从 2018 年的 3% 降至 2.6%，中国 GDP 增速从 6.8% 降至 6.1%，全球 GDP 增速也自 3.65% 下滑了约 0.7 个百分点。

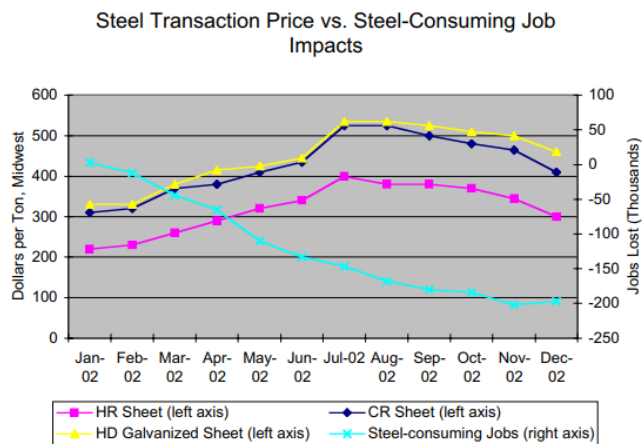
图 4：在 1890 年以来的贸易战时期，相关国家的 GDP 增速走势



数据来源：Maddison Project Database，西南证券整理

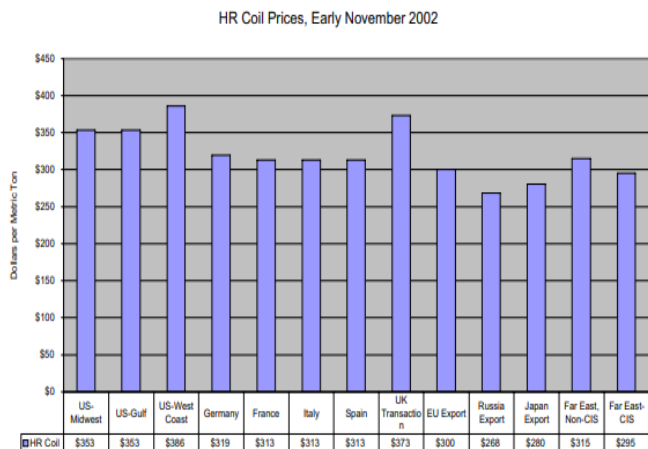
贸易限制通常增加下游行业生产成本，并减少下游行业就业和投资。例如，根据 CITAC 测算，2002 年布什的钢铁关税推高了钢铁价格，2002 年 7 月热轧板交易价格比 2002 年 1 月上涨了 81.8%，冷轧板价格上涨了 69.4%，热镀锌价格上涨了 62.1%。钢铁制造商直接销售给客户的钢材价格也出现了强劲上涨，从而使得美国 PPI 同比增速自 2002 年初以来快速走高，从 -8.2% 上升至 2003 年 3 月的 8.8%，且在 2003 年内持续保持在 4.4% 以上。此外，由于美国钢铁市场价格普遍高于国外竞争对手支付的钢铁价格，因此美国含钢产品生产商在国际市场上也缺乏成本优势，客户开始将含钢产品订单从美国制造商转移到外国制造商。据测算，由于钢铁价格上涨而失业的美国工人数量超过了美国钢铁行业本身的就业总人数，其中四分之一的失业岗位发生在金属制造、机械设备以及运输设备及零部件行业，均为钢铁的下游消费行业。

图 5：钢铁交易价格变化对钢铁消费行业就业的影响



数据来源：TradePartnership Worldwide, LLC，西南证券整理

图 6：不同国家和地区热轧卷板价格对比（2002 年 11 月初）



数据来源：Trade Partnership Worldwide、CRU Monitor，西南证券整理

1890 年以来关税战不曾直接导致全球性的经济衰退，但将加剧已有的经济问题。虽然关税战会影响各国经济增长，但引发衰退的情况较为少见。近期市场对 1930 年《斯姆特-霍利关税法》讨论热度较高，然而《斯姆特-霍利关税法》并未直接引发全球大萧条，反而是经济萧条先出现，然后加剧了美国国内贸易保护主义的势力。1929 年 8 月，共和党开始着手于制定新关税法案，随之 9 月美国便进入商业周期的下行阶段，在美国股市暴跌以及经济衰退时，关税法案的议案才进入参议院的审议环节，尚未正式实施。此次经济大衰退最为核心的因素是，金本位下随着各国经济的快速发展，各国央行对于黄金的需求上升，但黄金供应有限，因此各国不得不收紧货币政策，从而引发经济萧条。但关税战的爆发在一定程度上加剧了大萧条。在美国提高关税税率之后，加拿大、英国、法国等均采取了报复措施，全球贸易保护主义在 1930 年代甚嚣尘上，之后在澳大利亚一家大银行倒闭后引发全球金融恐慌和货币危机。随着经济问题愈发严峻，各国采取的进口限制措施就越多。1932 年，世界失业率达到近 30% 的峰值，并在十年内一直保持在两位数水平。此外，1890 年的《麦金利关税法》也并不是美国经济衰退的最直接因素，1980 年代美国已面临铁路公司破产、银行倒闭、小麦价格大跌等多重危机，《麦金利关税法》对经济的作用更多是通过减少进口，导致美国政府财政收入降低，黄金储备耗尽，加剧金融市场的不稳定性。

图 7：美国股市自《霍利关税法》出台之前便大幅走低，之后随着加拿大等国反制，全球贸易条件恶化，大萧条肆虐蔓延，股市进一步走低，直到 1932 年罗斯福总统上台后出台了一系列挽救经济的措施，美股才有所企稳



数据来源：wind，西南证券整理

2.3 对货币：美元升值通常导致贸易摩擦升温

汇率波动可能并非是贸易摩擦的“果”，而美元升值在大部分时期是贸易摩擦的“因”。例如，1930 年随着全球经济陷入大萧条中，为了摆脱通货紧缩的限制，1931 年 9 月英国决定脱离金本位，英镑贬值使得英国产品在国际市场上价格竞争力更强，因此丹麦、荷兰、印度等其他盯紧英镑的国家也逐步脱离金本位，开启竞争性贬值，竞争性贬值又进一步引发各国对货币贬值国设置更高的贸易壁垒，征收进口附加税或者采取进口数量限制。金本位的崩溃促使战后布雷顿森林体系的建立，确立了美元作为主要储备货币的地位；进入 1970 年代，由于在布雷顿森林体系下，美元被持续高估，出口商品变得昂贵，美国开始出现贸易逆差。为了消除贸易逆差，1971 年 8 月尼克松政府宣布美元与黄金脱钩的决定，试图让美元贬值。此外，尼克松政府还宣布对所有进口商品征收 10% 进口附加税，但其目的主要是向主要经济体施压，要求他们放弃布雷顿森林体系下的固定汇率，来达到美元贬值的目的，最终在 1971 年 12 月达成了《史密森尼协议》，关税政策才得以取消；1980 年代初期，由于美国利率高企，资金不断流入美国，美元指数持续走高，美国对日本实施贸易制裁，最终在 1985 年 9 月达成《广场协议》，使美元对日元有序性地贬值，恢复美国商品出口竞争力；从 1995 年到 2002 年，美国进入“新经济”繁荣期，吸引了大量资本流入，美元相对于主要货币大幅升值，2002 年布什总统推出针对钢铁行业的关税，试图保护国内钢铁产业，2002 年 2 月之后美元指数持续走低；2018 年特朗普上台后对中国等强征关税，美元指数小幅走高，一方面因为市场担忧中国经济受贸易摩擦冲击，人民币持续贬值，另一方面或因为美国经济具有韧性叠加美联储加息，此次贸易战对美元指数的直接影响也不大。

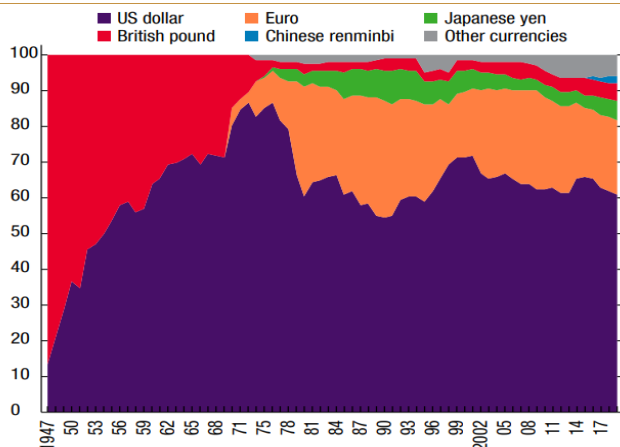
图 8：美国政府加征关税后美元指数走势有升有贬



数据来源: wind, 西南证券整理

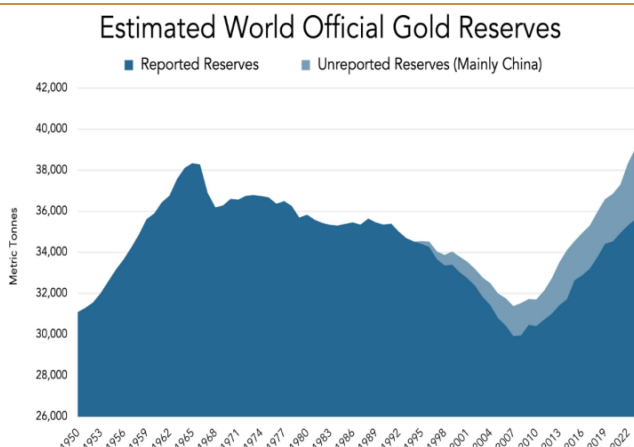
贸易战对国际储备货币格局直接影响不大，通常通过激化地缘政治矛盾以及货币竞争对国际储备货币格局产生影响。1930 年《斯姆特-霍利关税法》加剧全球经济大萧条，令英国退出金本位，英镑大幅贬值，英镑、美元等货币在国际储备中的占比逐步下降，同时在 1934 年罗斯福《黄金储备法案》通过之后，黄金官方价格从每盎司接近 21 美元提高到 35 美元，黄金储备占比相应走高；自 1944 年布雷顿森林体系成立以来，美元替代英镑成为全球主导性储备货币，1970 年尼克松政府征收 10% 的进口附加税，激化各国对美元的信心危机，对布雷顿森林体系崩溃起到加速作用，美元在国际储备中的份额下滑，1975-1980 年间美元在国际货币储备占比自 85% 下滑至 60% 左右，而德国马克、日元在国际储备中的占比相应提升，此外，在与美元脱钩后黄金价格跟随市场波动，加之石油危机导致美国经济滞胀，黄金价格在 1970 年代也出现大幅上涨；2018 年中美贸易战爆发后，全球“去美元化”进程加快，然而自 2016 年以来全球就已逐步转向多极化货币秩序，其主要驱动因素是美国频繁利用 SWIFT 系统实施金融制裁，削弱了美元作为中立国际货币的信用基础。

图 9：1947-2019 年国际储备货币占比变化（单位：%）



数据来源: IMF, 西南证券整理

图 10：1950 年以来世界官方黄金储备量的变化



数据来源: Gainesville Coins、WGC, 西南证券整理

3 特朗普 2.0 贸易战潜在的影响

3.1 对全球经济的影响

当地时间 2025 年 4 月 2 日，特朗普政府公布“对等关税”计划，试图解决美国的贸易赤字和不公平贸易问题。4 月 9 日，美国宣布对除中国以外的 70 多个国家和地区暂停实施新关税 90 天，除了加拿大及墨西哥外，其他国家出口美国商品仍须支付 10% 基准关税，对华关税提升至 145%。随后美国与各国陆续展开贸易谈判，5 月 1 日，美国海关和边境保护局证实美国豁免加拿大和墨西哥汽车零部件 25% 关税，8 日，美国与英国达成一项“全面且历史性”的贸易协议，是白宫对外谈判的首次突破；12 日，中美在瑞士日内瓦经贸高层会谈后发布联合声明，双方取消报复性关税，美国对中国“对等关税”中 24% 暂缓实施，中国对美国 24% 关税也暂停实施，但双方均保留 10% 关税。加上此前 20% 芬太尼关税，今年以来美国对中国加征 30% 关税，相比之前的关税边际大幅降低。但美国依然向全球征收 10% 基准关税，对全球经济也将带来负面影响。截至 5 月 12 日，2025 年迄今的关税相当于美国平均有效关税税率提高了 15.4 个百分点至 17.8%（替代前），是自 1934 年以来的最高水平，替代后的平均有效关税税率使美国整体有效关税税率上升 14.0 个百分点达到 16.4%。

表 2：截至 5 月 12 日美国关税政策对中国、加拿大、墨西哥等国家的平均有效关税税率变化

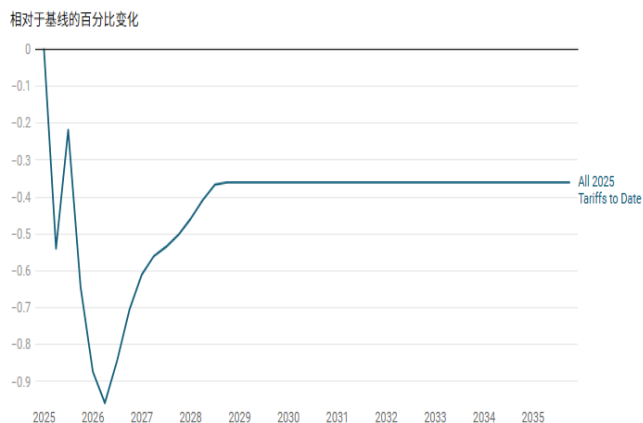
国家	有效关税税率	进口份额		平均关税税率	
		替代前	替代后	替代前	替代后
中国	33.2%	14.0%	6.0%	4.5%	2.0%
加拿大	17.2%	13.0%	15.0%	2.2%	2.6%
墨西哥	14.7%	15.0%	17.0%	2.3%	2.5%
其他国家	11.0%	58.0%	62.0%	6.4%	6.8%

数据来源：The Budget Lab、西南证券整理；注：“替代前”指假定在加征关税后美国进口该国的份额保持不变，“替代后”指加征关税后美国消费者和企业寻找进口产品的替代品，导致该国在美国进口中所占份额下降。

对全球经济，IMF 在 4 月发布的《世界经济展望报告》中指出，由于美国单边加征关税及全球反制措施，2025 年全球经济增长预期从年初的 3.3% 大幅下调至 2.8%，为 2020 年新冠疫情以来最低水平；WTO 在 4 月发布的《全球贸易展望与统计》同样显示，全球贸易前景已“急剧恶化”，2025 年世界商品贸易量预计将下降 0.2%，北美地区出口预计今年将下降 12.6%，成为拖累全球贸易增长的主要因素；**对美国经济**，耶鲁大学预算实验室（TBL）测算了截至 5 月 12 日实施关税的影响，2025 年美国所有关税加上外国报复措施将导致 2025 年（日历年）实际 GDP 增长率相对基线下降 0.7%，失业率或升高 0.35 个百分点，从长期来看，关税或将拖累实际 GDP 水平持续下降 0.36%，出口下降 15.5%；**对中国经济**，假设关税转嫁率在 10%-30% 左右，美国对进口的需求弹性在 -2 至 -7 之间，若均取中间值计算（20% 的关税转嫁率、-4.5 的需求弹性），今年以来美国对中国累计征收的 30% 关税，或导致 2025 年中国商品对美国出口总额相对基线水平下降约 16%（剔除得到关税豁免的电子产品、原料药等，以及一季度已出口金额），相应收缩 822 亿美元，使得整体出口金额下降 2.3%，从而拖累 GDP 增长约 0.4 个百分点左右；**对欧盟经济**，布鲁盖尔智库（Bruegel）4 月报告显示，在“无协议”情景下，欧盟整体 GDP 预计下滑 0.3%，低于美国的 0.7% 降幅，德国经济可能受创最深，平均 GDP 降幅为 0.4%，但不太可能将欧盟经济推入衰退，预计欧盟在 2025 年将增长 1.5%；**对其他地区经济**，IMF 预测 2025 年新兴市场和发展中经济体整体经济增速从 3.7% 降至 3.3%，显著低于新冠疫情前水平，印度可能凭借内需市场和区域

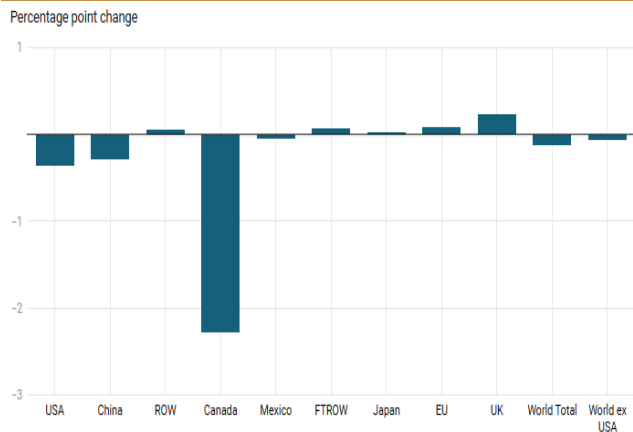
合作保持 6.2% 的经济增速，但仍较 2024 年下降 0.3 个百分点；墨西哥因关税政策导致产业升级受阻，经济增速预计下降 0.3%；中东和中亚受益于能源出口稳定性，经济增速或从 2.4% 升至 3.0%。

图 11：2025 年关税对美国实际 GDP 水平的短期、长期影响



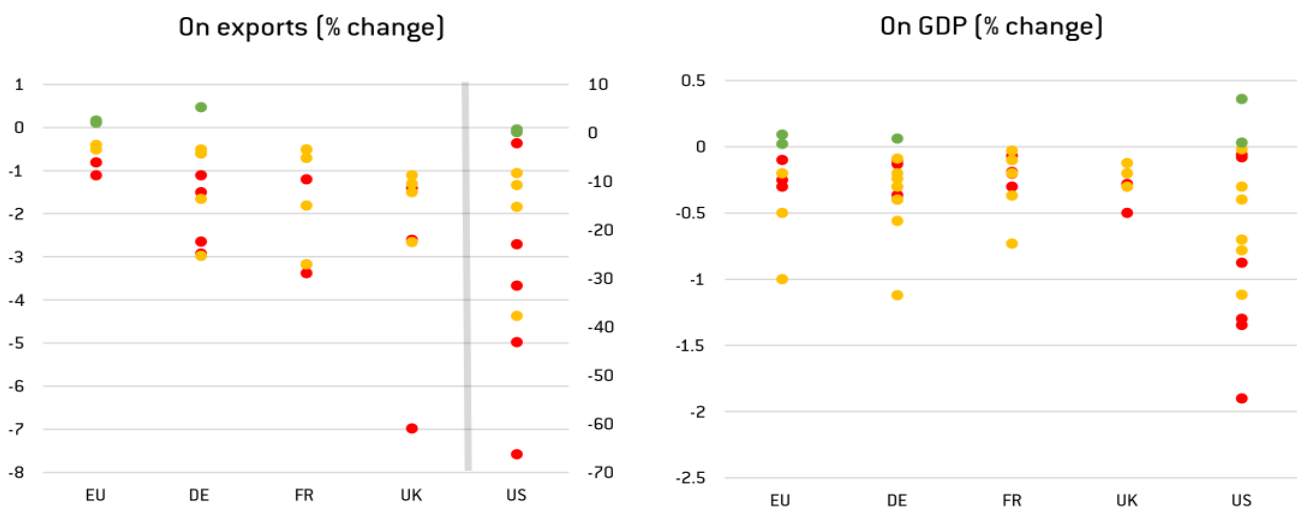
数据来源：The Budget Lab，西南证券整理；注：美国关税政策截止于 2025 年 5 月 12 日

图 12：2025 年关税对不同国家实际 GDP 水平的长期影响



数据来源：The Budget Lab，西南证券整理；注：美国关税政策截止于 2025 年 5 月 12 日

图 13：不同情景下，美国关税对欧洲国家出口和经济的长期影响估计



数据来源：Bruegel，西南证券整理；注：颜色代表情景，绿色=美国与欧盟就制造业或农业达成协议，橙色=美国单方面关税，红色=美国合作伙伴报复。

3.2 对全球供应链的影响

为应对贸易保护主义的威胁，部分电子、医药、家电领域的跨国公司计划未来在美国本土、印度等地设厂、扩产。电子领域：2025 年 2 月，苹果公司宣布，未来四年内在美投资超 5000 亿美元，用于生产人工智能服务器；3 月，台积电宣布追加 1000 亿美元投资，以提高其在美国本土的芯片产量；4 月，英伟达宣布计划未来四年内在美国本土投资 5000 亿美

元建设人工智能基础设施；同月，IBM 也宣布未来五年将在美国投资 1500 亿美元，其中 300 亿美元重点投向量子计算机和大型计算机领域。**医药领域：**强生公司于 2025 年 3 月宣布，未来四年在美国的制造、研发和技术投资将超过 550 亿美元；瑞士制药大厂罗氏也在 4 月宣布，未来 5 年将在美国投资 500 亿美元。**家电领域：**4 月 LG 电子表示正在根据美国的贸易政策制定灵活的搬迁计划，最近扩建和调整了其在美国田纳西州的工厂，以生产冰箱、烤箱和其他家用电器。此外，2024 年 4 月，Microsoft 宣布将在未来四年内投资 17 亿美元，用于印度尼西亚的新云和 AI 基础设施；2025 年 4 月，苹果计划在 2026 年底前将面向美国市场销售的 iPhone 组装全部转移至印度，将印度现有产能（约 3500 万部/年）翻倍至 7000 万部，以覆盖美国市场约 6000 万部年需求。2021 年以来，美国私人部门制造业建筑支出快速上涨，从 2020 年的 750.7 亿美元走高至 2024 年的 2321.1 亿美元，上涨了约 309%。

图 14：2021 年以来美国私人部门制造业建筑支出快速上涨



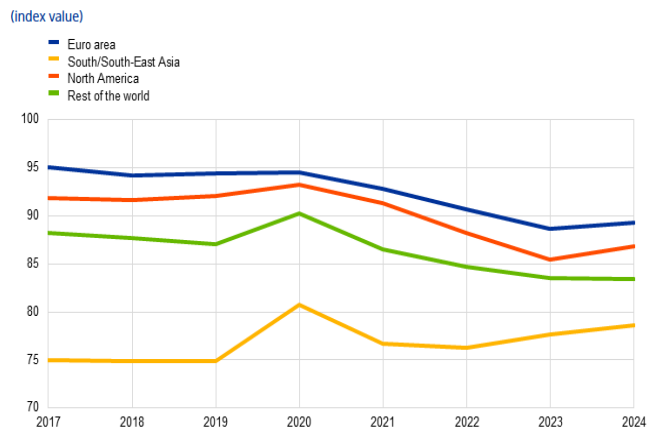
数据来源：FRED，西南证券整理

中国或将寻求增大对欧洲市场的出口来减轻关税对经济的影响，欧洲自中国的进口金额占比自 2018 年的 8.5% 逐步升高至 2024 年的 10.9%，近年来欧洲对中国进口依赖度提升，或主要因为中国对美国的出口与对欧洲的出口相似性较高，中国出口商向欧洲寻求替代市场。4 月 10 日，欧盟与中国同意为中国电动车制定最低售价，来替代去年实施的高额关税。在共同面对特朗普关税的情况下，欧盟与中国的贸易关系有进一步深化的可能性。不过欧洲作为全球第二大消费市场，一直以来也在寻求进口的多元化，自去年年底以来，欧盟不断扩大与印度、南非、韩国和墨西哥等的关系。

供应链向东南亚等地转移的趋势短期或延续。由于特朗普政府暂缓了除中国之外的“对等关税”，并且豁免了对加拿大、墨西哥制造的汽车零部件 25% 关税，短期中国与东南亚地区以及墨西哥的“转口贸易”有望加快，全球供应链延续上一轮中美贸易战后的重定向。越南海关数据显示，4 月，越南对美出口超过 120 亿美元，同比大幅增长 34%，自中国进口额也超过 150 亿美元，同比增长近 31%。另外，中国企业近年来出海步伐加快，在关税较低的地区设厂也有助于在一定程度上削弱美国关税的冲击。近年来中国对外直接投资增长最快的目的地是东盟国家，尤其是新加坡、印度尼西亚、越南等国家，2023 年我国在东盟对外

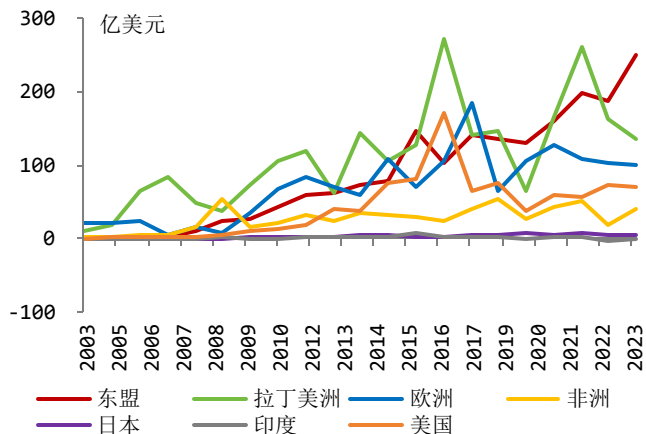
直接投资约为 251.2 亿美元，较 2022 年增长约 35%。但如果特朗普恢复对越南、马来西亚等东南亚国家的“对等关税”，此次供应链调整可能将与上一轮中美贸易战不太相同，亚洲新兴市场或将受到关税严厉打击。另外，美国对原产地认定更加苛刻，可能对中国“转口贸易”带来阻碍。

图 15：中国向美国的出口与向欧洲的出口之间的相似性较高



数据来源：ECB、Trade Data Monitor，西南证券整理；注：采用出口相似性指数（ESI）

图 16：中国近年来向东盟投资增长较快



数据来源：wind，西南证券整理

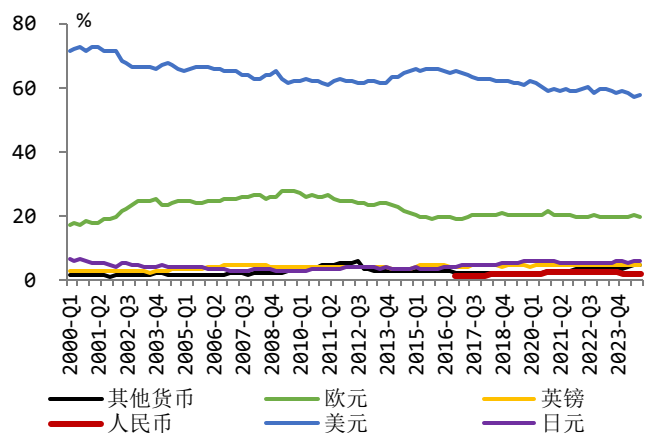
3.3 对全球资本流动的影响

美国宣布“对等关税”后，全球投资者对美元资产的信任危机集中爆发。2025 年 4 月，美股三大指数单周跌幅超过 8%，美债收益率剧烈波动，10 年期美债收益率单周飙升 60 个基点至 4.5%，30 年期突破 5%，创 1930 年代以来最大涨幅，而黄金价格突破 3200 美元/盎司的极端行情，日元、欧元上涨，美元兑日元汇率从 149 跌至最低 141 左右，欧元兑美元从 1.08 左右一路上升至最高接近 1.16，全球投资者对日债、欧债的配置增加，日本十年期国债收益率从 3 月 27 日的 1.59% 下跌至 4 月 7 日最低 1.13%，德国十年期国债收益率从 3 月 12 日的 2.92% 快速下行至 4 月 7 日最低 2.46%，非美避险资产成为国际资本流动的紧急避风港。这种恐慌性抛售的本质是市场对美元信用锚定物价值逻辑的质疑。然而由于美国关税政策边际放松，接连与英国、中国达成协议，美国经济衰退警钟暂时解除，“去美元化”交易有所逆转。国际金价自高位 3500 美元/盎司下跌约 7.6% 至 3235 美元/盎司附近，美元兑日元汇率从 141 升至 147 左右，欧元兑美元汇率从接近 1.16 下降至 1.12 附近，欧债、日债收益率触底反弹。

从中长期趋势来看，“去美元化”仍在缓慢进行中，但目前美元的主导地位依然难以动摇。其一，大宗商品领域去美元化迹象明显。2016 年伊朗宣布石油出口停止使用美元结算，2017 年委内瑞拉不再接受美元付款，开始用人民币计价石油，2022 年俄乌冲突下俄罗斯为应对欧美经济制裁，使用卢布支付石油和天然气出口费用，2023 年伊拉克宣布将允许与中国的贸易直接以人民币结算。由于美国频繁使用金融制裁，石油的计价货币逐渐向多元化发展。其二，新的支付系统正迅速发展。2024 年，人民币跨境支付系统（CIPS）累计处理跨境人民币支付业务金额 175 万亿元，2022 年至 2024 年，CIPS 业务笔数和金额的复合增长率分别达到 35% 和 30%，伊朗和俄罗斯正在考虑联合在市场上发行了一种以黄金为支撑的

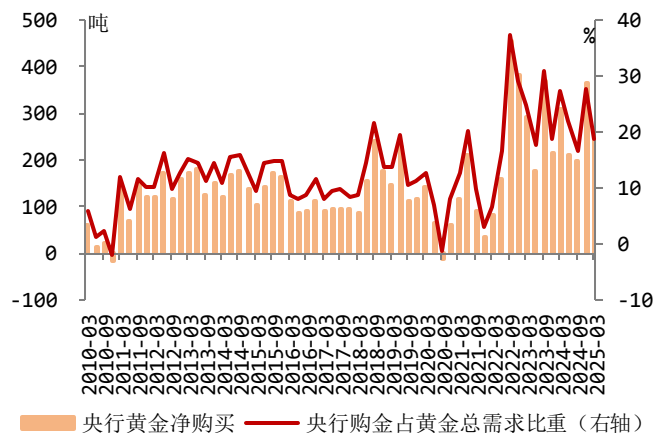
稳定币，2022年9月，多边央行数字货币桥（mBridge）项目完成国际首例基于真实交易场景的试点测试，无需依赖美元即可连接中国、中国香港、泰国、阿联酋和沙特的央行和商业银行，2024年mBridge项目已进入最简可行产品，这些技术革新正在构建绕开SWIFT的平行体系；其三，美元在国际外汇储备中的占比缓慢下降。根据IMF数据，美元在国际货币储备中的占比自2001年的71.5%左右震荡下行至2024年的57.8%，下降了约13.7个百分点，占比相应提升较多的包括人民币、英镑和其他货币，然而美元目前仍是最主要的国际储备货币，第二大国际储备货币是欧元。另外，全球央行也在持续增加黄金储备，近三年来，全球央行年购金量达1000吨。2025年一季度，全球央行购金约244吨，符合近三年季度购金量的常态水平。

图 17：2001 年以来美元在国际储备货币中的占比持续走低



数据来源：IMF，西南证券整理

图 18：全球央行近三年以来大幅增加对黄金的购买量



数据来源：World Gold Council，西南证券整理

4 新一轮贸易战下，大类资产走势展望

历史上不同时期的贸易摩擦过程中，不同大类资产由于处于不同历史背景，其走势不尽相同。但在大部分时期，黄金价格走高、美元呈贬值态势。

表 3：1900 年以来美国发起的贸易战期间，全球大类资产走势情况

1900 年以来美国发起的贸易战	持续时间	美股	美债收益率	原油	黄金	美元
斯姆特-霍利关税	1930 年 6 月-1934 年 3 月	↓	↓	↓	↑	↑↓
尼克松冲击	1971 年 8 月-1971 年 12 月	↓↑	↑↓	-	↑	↓
日美贸易摩擦	1977 年 4 月-1989 年 7 月	↑	↑↓	↓	↓	↓
布什钢铁关税	2002 年 3 月-2003 年 12 月	↓↑	↓	↑	↑	↓
中美贸易战 1.0	2018 年 3 月-2020 年 1 月	↓↑	↓	↓	↑	↑

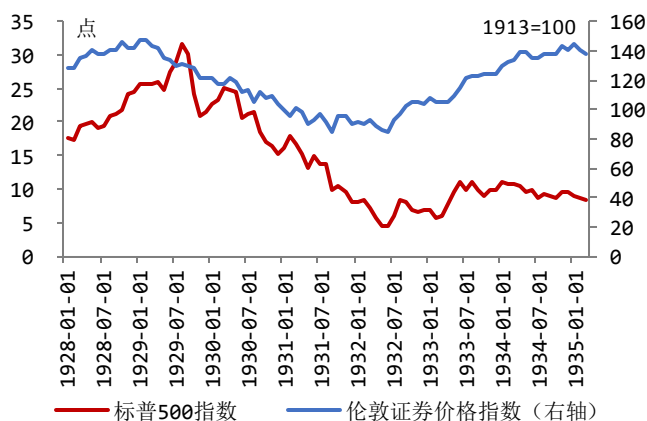
数据来源：wind、NBER、西南证券整理

斯姆特-霍利关税（1930 年 6 月-1934 年 3 月）：美国关税政策加剧全球经济萧条，欧美股市大跌，标普 500 指数总体下跌幅度超过 56%，道琼斯工业指数下跌 64%，而英国股价经历了先跌后升，1930 年 6 月至 1931 年 9 月，英国伦敦股价指数下跌了约 24%，而后由于英国宣布放弃金本位制，英镑贬值在一定程度上促进了英国经济复苏，伦敦股价指数从 1931 年 9 月至 1934 年 3 月上涨了接近 60%；美债收益率走低，美国 3 个月国库券收益率

从 1929 年的 4.42% 降至 1934 年的 0.26%，在五年左右时间内连续下降了约 416 个基点；国际油价、农产品价格走低。美国首次购买原油价格从 1929 年的 1.27 美元/桶降至 1933 年的 0.67 美元/桶，下跌了约 47%，美国 58 种农产品价格指数下滑幅度约为 53%。黄金价格保持平稳，或因多国陆续放弃金本位，直至 1934 年罗斯福政府将黄金价格提高至 35 美元/盎司。

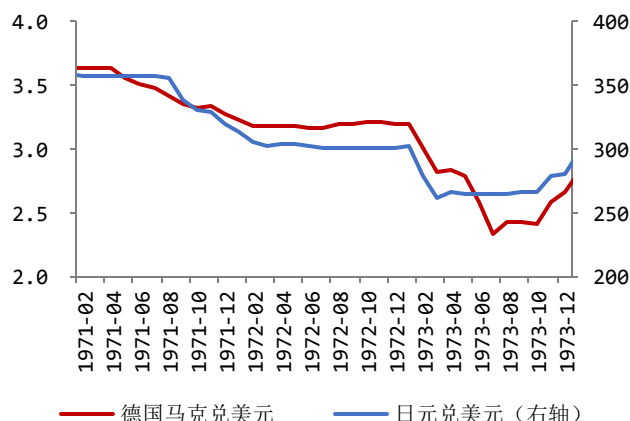
尼克松冲击（1971 年 8 月-1971 年 12 月）：尼克松政府对全球加征 10% 进口附加税，并停止美元与黄金兑换，期间美股整体呈先跌后涨态势，标普 500 指数小幅上涨 6.8%，道琼斯工业指数小幅走高 3.7%，而德国、日本等国家股市下跌，德国 DAX 指数下跌约 9.6%，日本东证指数下跌 1.9%。由于美元与黄金脱钩，美元快速贬值，德国马克、日元相对美元急剧走强，而西德、日本均为出口导向型经济体，本币升值导致出口增速走低、经济压力增大，因此股市走势也不如美国；随着美联储降息，美债收益率快速走低，从 6.88% 降至最低 5.72% 左右，下降幅度约 116 个基点；由于美元与黄金脱钩，美元贬值，黄金价格上涨了约 6.2%，之后黄金价格在整个 1970 年代前半期持续上扬；国际原油价格和农产品价格均波动不大，WTI 原油价格维持在 3.56 美元/桶，小麦价格从 1.43 美元/蒲式耳上涨 14% 至 1.63 美元/蒲式耳，玉米价格也在 1.15-1.25 美元/蒲式耳区间震荡。

图 19：1930 年-1934 年贸易战英国股市表现好于美股



数据来源：wind、NBER，西南证券整理

图 20：1971 年尼克松冲击下德国马克、日均快速升值

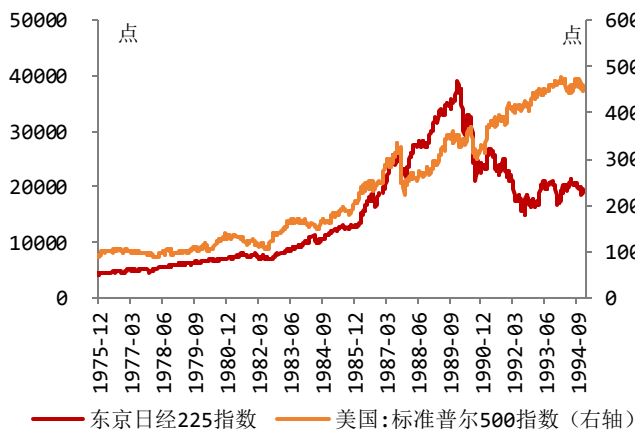


数据来源：FRED，西南证券整理

日美贸易摩擦（1977 年 4 月-1989 年 7 月）：由于 1985 年 9 月美国与日本、德国、英国和法国签订《广场协议》，促使美元对各国货币有序贬值，美元指数随后延续快速下跌之势，从 1985 年 9 月 132.12 下跌至 1988 年 1 月的 86.06。日元自 1985 年 3 月开启升值，美元兑日元从 261 一路下行至 1988 年 11 月的 120.69，下降幅度达到约 54%；期间全球股市均呈上涨态势，日本股指涨幅最大，日经 225 指数、东证指数上涨幅度均超过 500%，为减轻贸易摩擦和货币升值导致的出口下滑对经济的冲击，日本央行实施非常宽松的货币政策，热钱快速涌入日本楼市和股市，同期标普 500 指数涨幅为 247%，德国 DAX 指数为 213%；此间大宗商品价格走势与日美贸易摩擦关系不大，1980 年代国际油价在石油增产的背景下逐步走低，由于全球经济进入“高增长+低通胀”时期，黄金价格自 1980 年后进入到熊市之中。

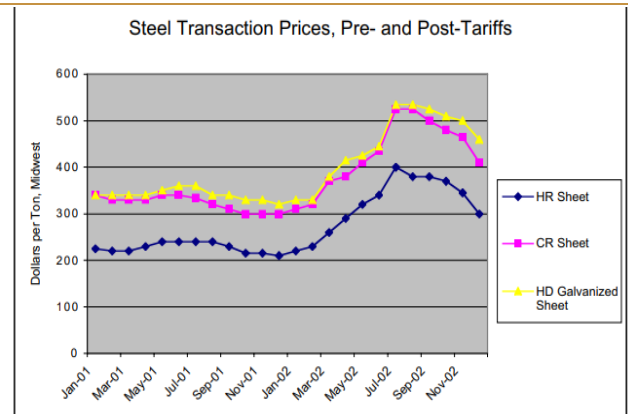
布什钢铁关税（2002年3月-2003年12月）：科网泡沫破灭之后，全球股市大多呈下跌态势，直至2003年3月后才筑底回升。2002年布什总统推出的进口钢铁30%的关税，导致钢材价格上涨，受成本上升、利润率压力和市场情绪恶化的推动，全球股市进一步下跌。2002年3月-2003年2月，标普500指数下跌25.6%，但道琼斯工业指数跌幅相对较小，仅下跌了约20.5%，其中根据USITC评估，下游钢铁消费行业出现负回报，上游钢铁生产商股价则上涨。相比之下，欧洲股市跌幅更为显著，德国DAX指数走低50.1%，法国CAC40指数下跌38.3%。从汇率走势来看，由于前期美国贸易持续逆差、美元升值，加之美联储采取了宽松的货币政策，2002年以来美元的过度升值被逐渐市场纠正，美元指数自2002年2月进入持续下跌区间，从120.2左右下降至2008年3月的71.15。从大宗商品价格来看，美国PPI分项中钢铁价格指数从2002年3月的109走高至2003年12月的128.4，上涨幅度约为18%，之后由于全球需求持续回暖，钢铁价格随之不断走高，直至2008年阶段性触顶。由于全球经济复苏，国际油价在此期间上涨了57.3%，同时由于美元贬值和主要国家的低利率，黄金价格也随之走高47%。

图 21：1980 年代日美贸易摩擦促使热钱快速涌入日股



数据来源：wind，西南证券整理

图 22：2002 年布什关税使得美国钢铁价格快速上涨



Source: Purchasing Magazine, Flash Reports, various issues.

数据来源：TradePartnership Worldwide, LLC 等，西南证券整理

中美贸易战 1.0（2018年3月-2020年1月）：国内A股受此轮关税冲击较大，上证指数累计下跌约15%，国内需韧性以及国产替代逻辑，消费与科技板块在后期反弹，美股则在初期剧烈波动，但受益于美联储2019年降息及科技股强势，期间标普500指数上涨14%，纳斯达克指数上涨23%。为应对外需冲击，中国央行出台一系列逆周期调节政策，通过降准等宽松政策引导10年期国债收益率从3.9%降至3.1%左右。**汇率方面，**此间美元兑人民币从6.295上行至6.930，贬值了约10%，尤其在2018年人民币贬值速率加快，主要因中美利差阶段性扩大，同时人民币汇率也受到中美贸易摩擦对经济预期和市场情绪的影响。大宗商品走势符合全球经济下行、贸易政策不确定性增大的逻辑，黄金因避险需求上涨约20%至1589美元/盎司，原油价格下跌约18%至56美元/桶，工业金属普跌，而中国对美农产品加征关税导致美豆期货价格下跌超10%。

近期全球风险资产价格逐步修复，但后续走势或仍面临一定压力。当地时间2025年4月22日，美国财长贝森特在一场闭门的投资会议上承认中美贸易僵局并暗示“局势降级”，特朗普表示对华“145%的关税不会持续”，美国关税政策边际转向的趋势基本已经明晰。5月12日，中美瑞士会谈联合声明发布后，关税博弈紧张局势大幅缓和，市场对美国经济因进口成本抬升所导致的经济衰退预期得以减弱，各类大类资产走势逆转，风险资产持续修复，

避险资产价格走弱，“去美元化”交易逆转。如，全球股市快速修复，标普 500 指数自 4 月 23 日以来不断走高，截至 5 月 16 日已累计上涨 15.5% 至 5916.93 点左右，日经 225、德国 DAX 和上证指数分别也上涨了 10.1%、11.7% 和 2.7%，基本修复 4 月 2 日“对等关税”宣布以来的失地；黄金价格边际回落，从 5 月 7 日开盘 3437.30 美元/盎司下跌约 6.7% 至 5 月 16 日 3201.78 美元/盎司；美元指数自 4 月 22 日的 98.35 持续回升至 101，欧元、日元相对走弱。与此同时，由于短期风险偏好改善、美联储降息预期延后，美债收益率短期有所回升，自 4 月 30 日的 4.17% 走高至 5 月 16 日的 4.43%。目前美国仍在陆续与贸易伙伴进行谈判，5 月 16 日，美欧关税谈判正式开启，后续若关税博弈持续缓和，全球风险资产有望继续修复，然而从已有的英美、中美谈判来看，美国可能将对所有国家维持 10% 基准关税，对全球贸易乃至经济基本面仍将施加一定下行压力，可能仍将引发市场的担忧。

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后6个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。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；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准。

公司评级	买入：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在20%以上
	持有：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于10%与20%之间
	中性：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%与10%之间
	回避：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市：未来6个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数5%以上
	跟随大市：未来6个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数-5%与5%之间
	弱于大市：未来6个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于2017年7月1日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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保持在最新状态。同时，本公司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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究院

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴 21 世纪大厦 10 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 22 楼

邮编：518038

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼 21 楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理、销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售副总监	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	李煜	资深销售经理	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	田婧雯	高级销售经理	18817337408	18817337408	tjw@swsc.com.cn
	汪艺	高级销售经理	13127920536	13127920536	wyyf@swsc.com.cn
	欧若诗	销售经理	18223769969	18223769969	ors@swsc.com.cn
	李嘉隆	销售经理	15800507223	15800507223	ljlong@swsc.com.cn
	蒋宇洁	销售经理	15905851569	15905851569	jyj@swsc.com.c
北京	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杨薇	资深销售经理	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	姚航	资深销售经理	15652026677	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	张鑫	高级销售经理	15981953220	15981953220	zhxin@swsc.com.cn
	王一菲	高级销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	王宇飞	高级销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
	马冰竹	销售经理	13126590325	13126590325	mbz@swsc.com.cn
广深	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	龚之涵	高级销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	杨举	销售经理	13668255142	13668255142	yangju@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyryf@swsc.com.cn
	林哲睿	销售经理	15602268757	15602268757	lzh@swsc.com.cn