

特朗普的关税政策与 去美元化进程

民银国际/证券研究部

应习文 全球宏观经济研究

2025年4月30日

请务必阅读文末免责条款



目 录

CONTENTS



一、关税引发“去美元化”交易

二、特里芬两难与特朗普的对策

三、展望：中美关税之论持久战

特朗普的关税政策现状

➤ 自1月20日就职至今，短短三个多月，特朗普迅速推出“一揽子”关税政策，力度之大、范围之广令市场应接不暇。关税可分为特定国家关税、特定行业关税以及全球对等关税三种类型。

关税类型	涉及国家	政策内容
特定国家关税	中国、墨西哥、加拿大	对中国加征20%的所谓“芬太尼关税”；对墨、加征收25%关税，但将《美墨加协定》所涉商品进行关税豁免。
特定行业关税	适用于全球	钢铝和汽车已征收25%，能源矿产、半导体、药品、电子设备、木材等行业关税仍在酝酿之中。
全球对等关税	除墨、加之外	单独对中国加征125%的关税。此外，其他国家对等关税最高达49%，但推迟90天后实施，仅保留10%基准关税，目前正在与部分国家进行谈判。

资料来源：根据公开信息整理

如何理解 “不对等的对等关税”

$$\text{A国的对等关税税率} = \frac{\text{A国对美国的出口} - \text{A国对美国的进口}}{\text{A国对美国的出口}} \times \frac{1}{\text{相关系数}} \%$$

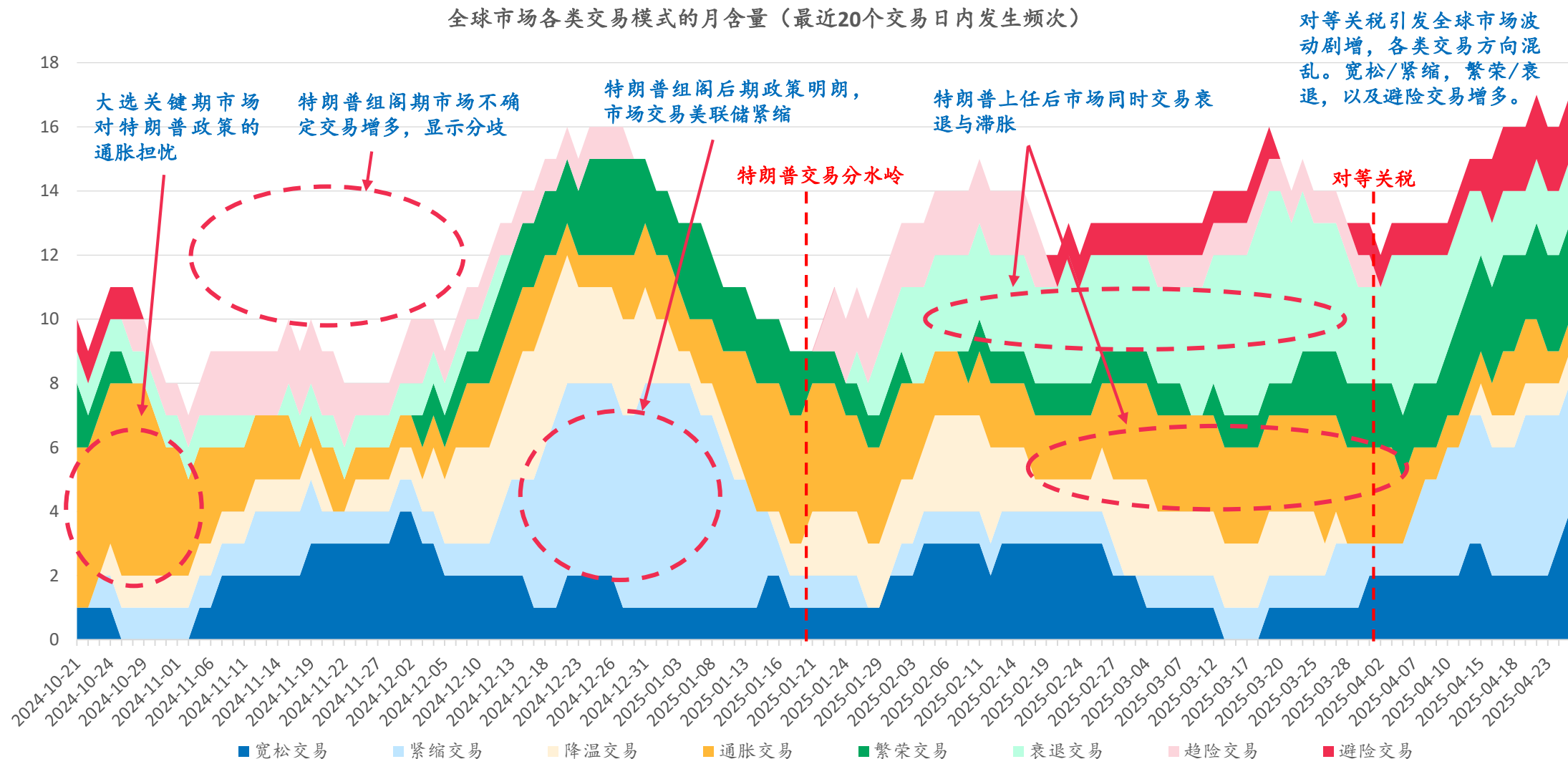
国别	2024美国顺逆差（亿美元）	2024年美国进口额（亿美元）	白宫公布的对美征收关税	白宫公布的美国折扣后互惠关税
柬埔寨	-118.2	121.3	97%	49%
老挝	-8.1	8.5	95%	48%
越南	-1293.8	1424.8	90%	46%
斯里兰卡	-27.9	31.6	88%	44%
缅甸	-6.1	6.8	88%	44%
孟加拉国	-65.7	87.8	74%	37%
塞尔维亚	-6.3	8.4	74%	37%
泰国	-482.9	660.1	72%	36%
中国	-3190.9	4626.4	67%	34%
中国台湾省	-763.9	1187.3	64%	32%
印度尼西亚	-193.5	295.5	64%	32%
瑞士	-389.2	638.8	61%	31%
南非	-91.0	149.2	60%	30%
巴基斯坦	-33.3	54.7	58%	29%
哈萨克斯坦	-13.3	24.1	54%	27%
印度	-494.8	912.3	52%	26%
韩国	-699.2	1354.6	50%	25%
日本	-723.3	1520.7	46%	24%
马来西亚	-261.4	538.5	47%	24%
欧盟	-2475.9	6177.8	39%	20%
以色列	-77.3	225.3	33%	17%
菲律宾	-53.0	145.9	34%	17%
挪威	-22.9	68.8	30%	15%
委内瑞拉	-20.8	63.2	29%	15%

➤ 市场对于对等关税的理解经历了几个阶段：

- 1. 政策发布前：认为将基于对等原则制定，考虑关税和非关税因素，其中非关税因素非常复杂。可能只会针对前15个逆差大国。
- 2. 政策发布后：认为对等关税的制定过于简陋，并对特朗普团队的专业性提出质疑。
- 3. 政策暂缓后：倾向于认为对等关税仅仅是一个工具，是关税武器化，如何制定并不重要，一个超出预期的关税仅仅是开启谈判的筹码。

争议：这是特朗普一开始就设计好的思路吗？

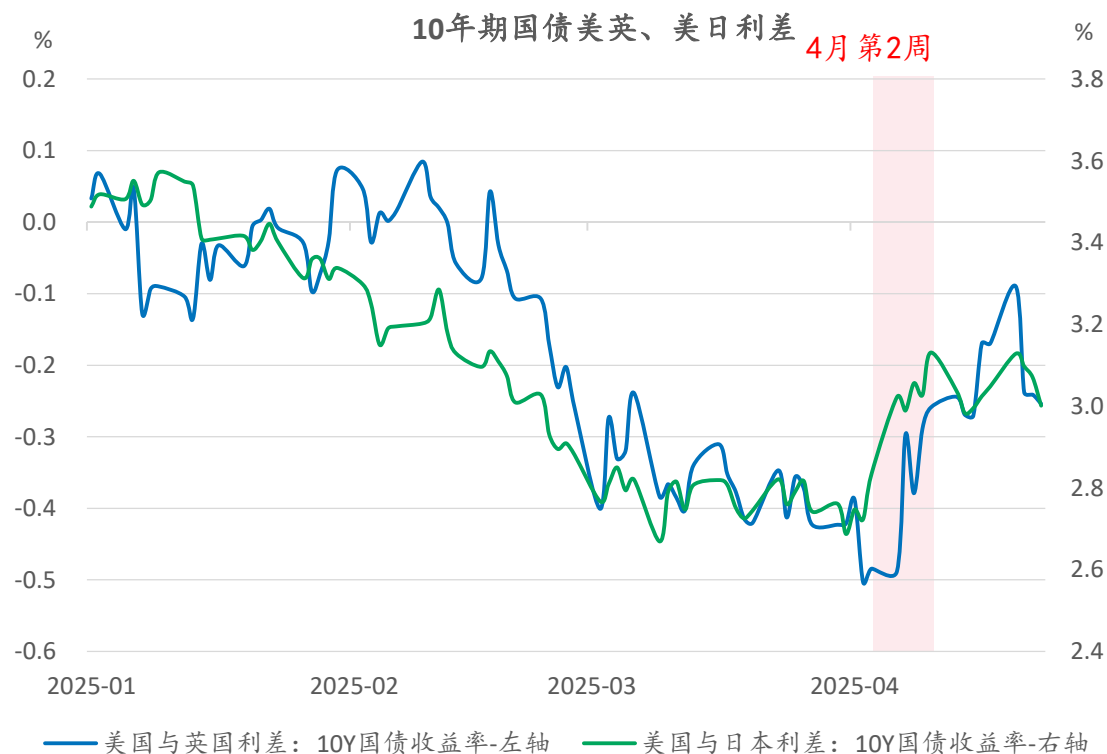
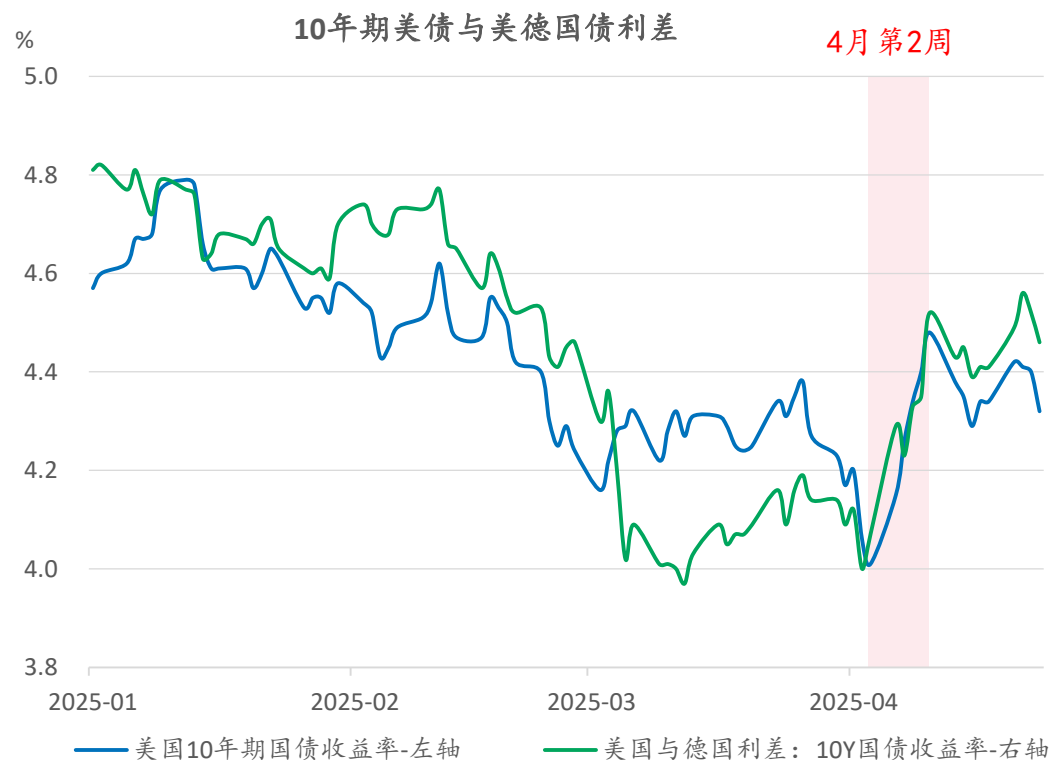
去年四季度以来的全球交易热点



数据来源：民银国际测算，具体规则详见研报：《全球市场的交易模式：框架构建》（民银证券，2024年9月4日）

4月第2周：美债惊魂一周

- 4月4日以来的美债急速反转，将全球“衰退交易”扭转为“去美元交易”。在衰退预期下，投资者理论上将抛售风险资产并涌向债券市场，这也是对等关税发布最初的市场形态。然而4月第二周（4月7-11日），10年期美债收益率在五个交易日内从前期低点3.8%附近，突然转向并持续拉升至最高接近4.5%的水平，引发市场对美国债务可持续性的强烈担忧。



数据来源：WIND

4月第3周，美欧日股市分化

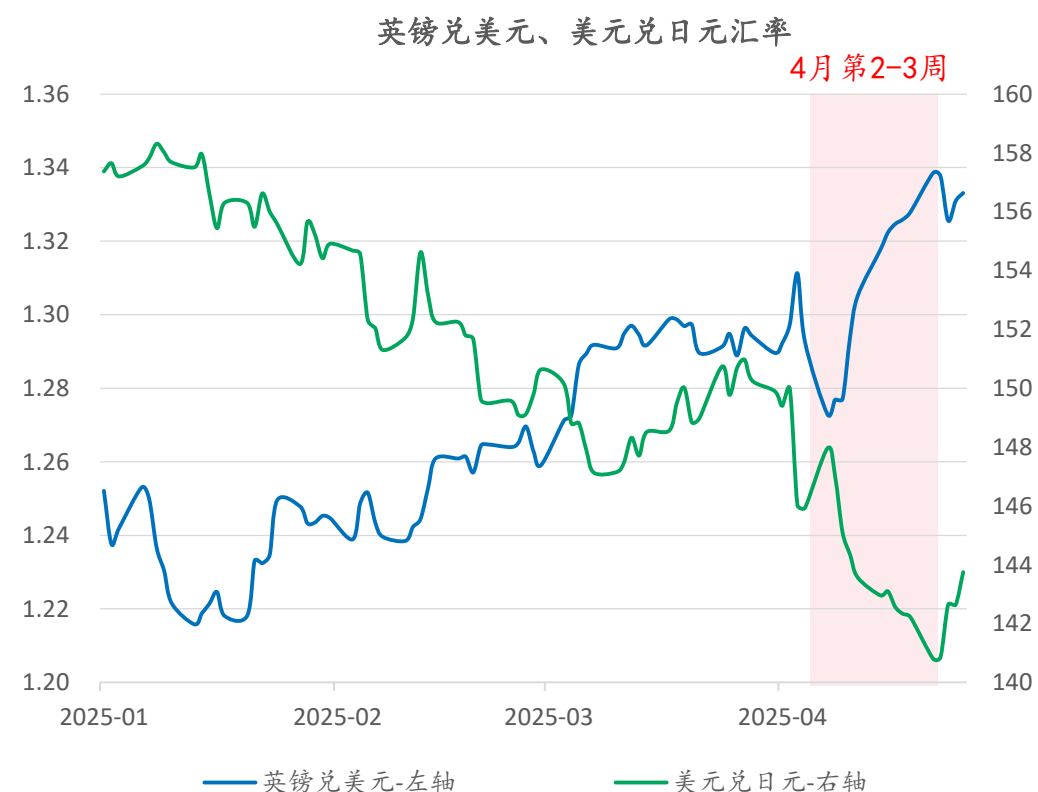
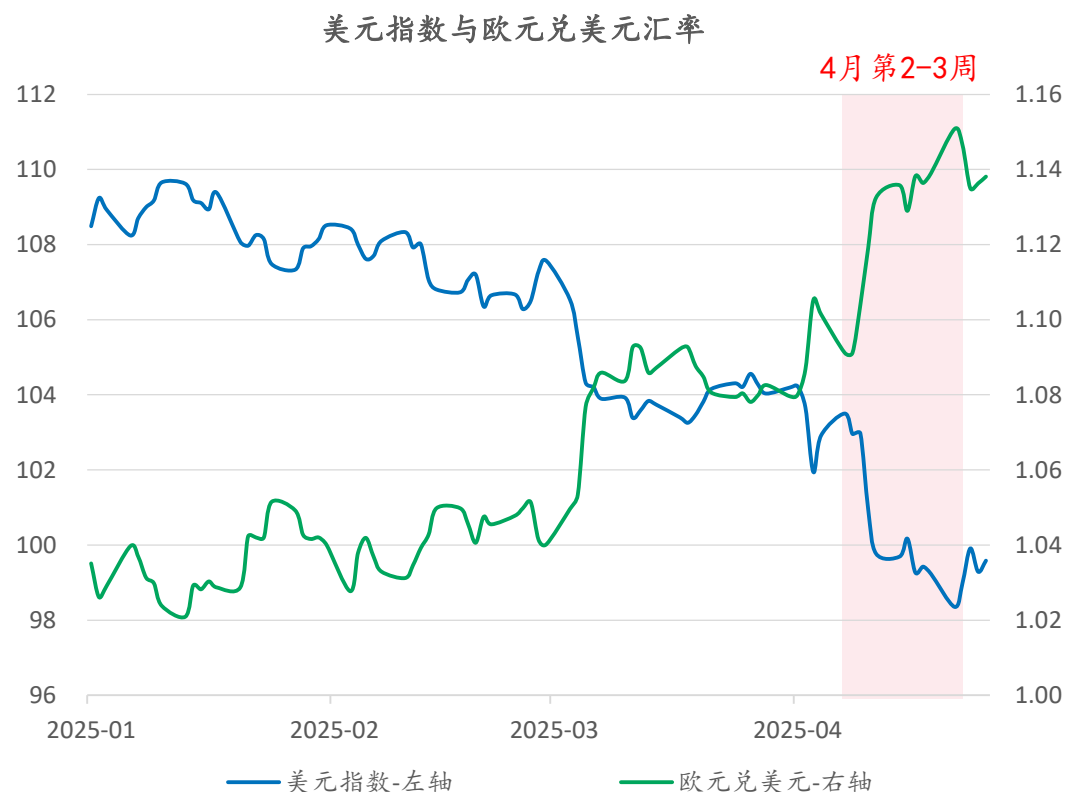
- 在美债戏剧性反转的后一周（4月14-17日），全球股票市场出现分化，当周纳斯达克、道琼斯和标普500指数分别下跌2.6%、2.7%和1.5%，但伦敦、巴黎、法兰克福、东京、香港的股市均恢复上涨，显示出强烈的“去美元资产”倾向。



数据来源：WIND

4月第2-3周，美元对欧元、英镑和日元贬值

- 汇率方面，美元指数持续贬值并保持在100下方，主要货币对美元均在升值。利率平价的作用未能影响到汇率，同期美元对主要货币反而出现持续贬值，进一步表明投资者正在同时抛售美债和美元。



数据来源：WIND

4月第2-3周，美元指数下降引发黄金与商品上涨

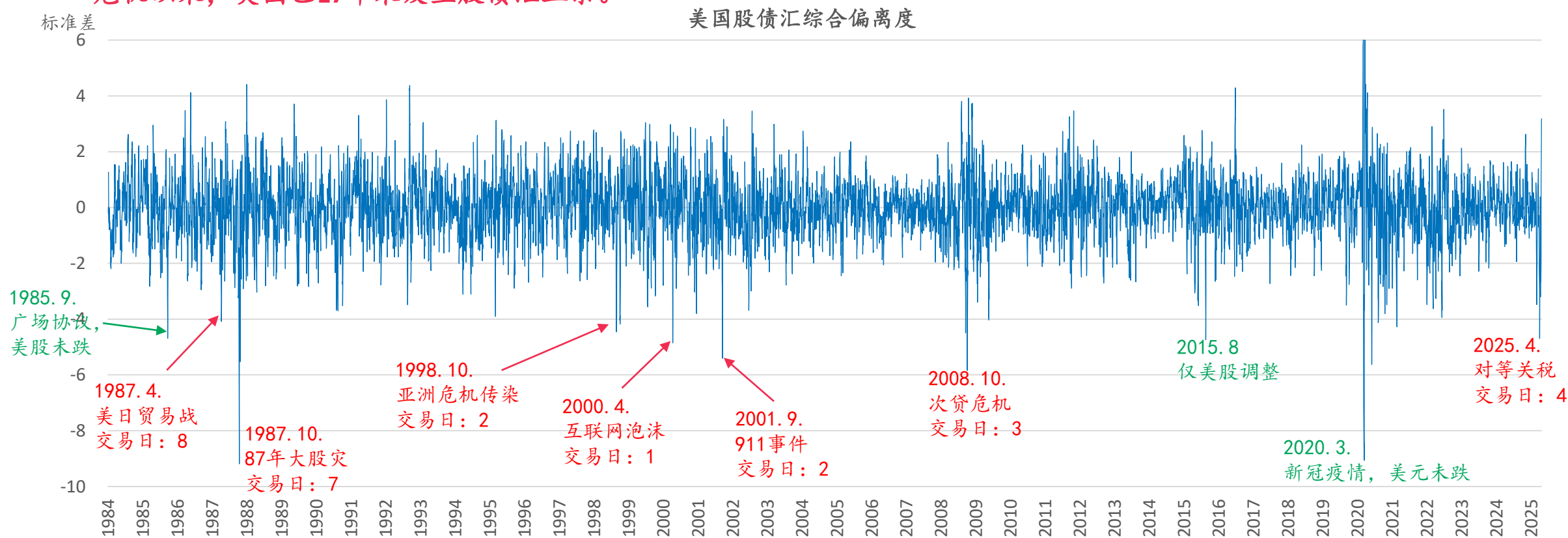
- 受益于美元贬值，黄金价格不断刷新历史新高，一度站上3500美元/盎司；而其他主要商品，包括能源和金属也一改前期衰退交易的弱势而转向上涨。



数据来源：WIND

历史上的那些美国“股债汇三杀”

- 历史上美国股债汇三杀并非不常见，在1984年以来的1万多个交易日中发生了914次（约占8.5%），但多数为孤立事件或小幅波动，影响较大的事件（偏离度 <-4 且股债汇均下跌）仅为7次，平均每5.8年发生一次。
- 本次对等关税的股债汇最大偏离度达到-4.7，即美股、美债、美元在5个交易日内累计偏离历史均值-4.7个平均标准差，其中股债汇三杀的交易日天数达到4天。从严重程度看，仅次于1987年大股灾和美日贸易战时期。与2008年不相上下。次贷危机以来，美国已17年未发生股债汇三杀。



资料来源：民银国际测算。股债汇偏离度定义：过去5个交易日，美股、美债（10Y）、美元指数平均偏离度*5，其中偏离度为距离历史均值的标准差



目录

CONTENTS

一、关税引发“去美元化”交易

二、特里芬两难与特朗普的对策

三、展望：中美关税之论持久战

特里芬两难的矛盾和解决

➤ 传统国际金融学理论（贸易平衡）：



➤ 特里芬两难：



➤ 特里芬两难的解决（金融平衡）：

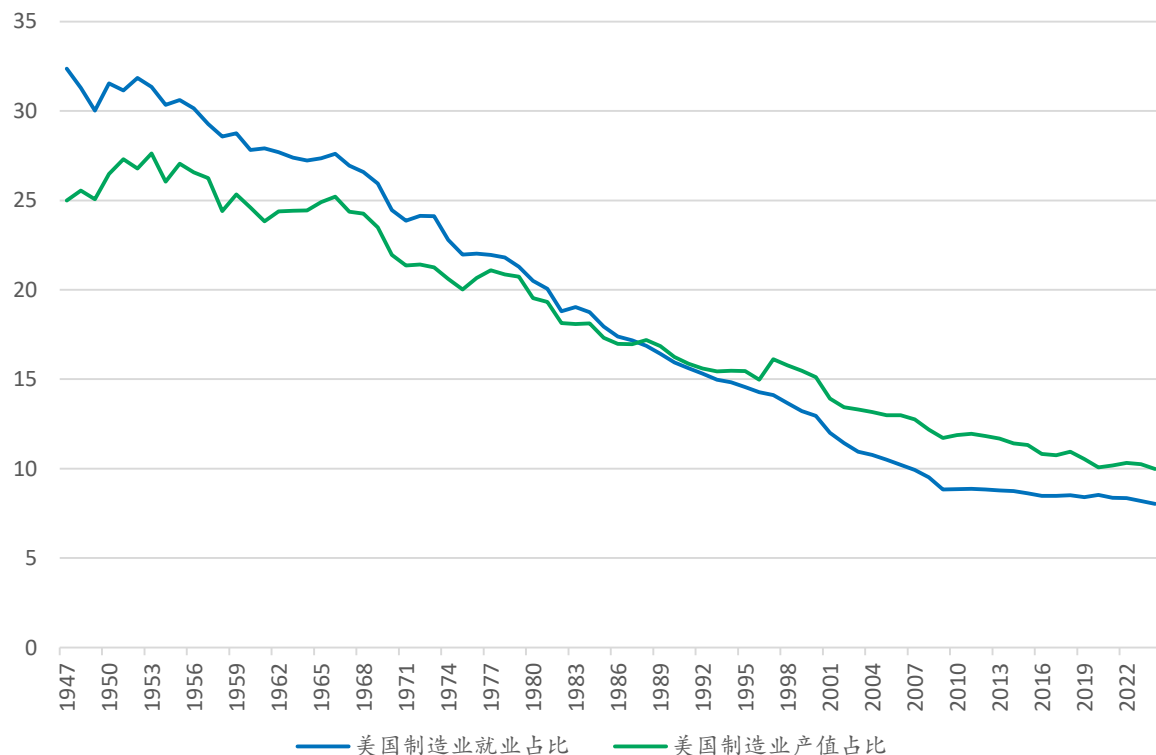


特里芬两难的隐忧：两个不可持续和一个内部矛盾

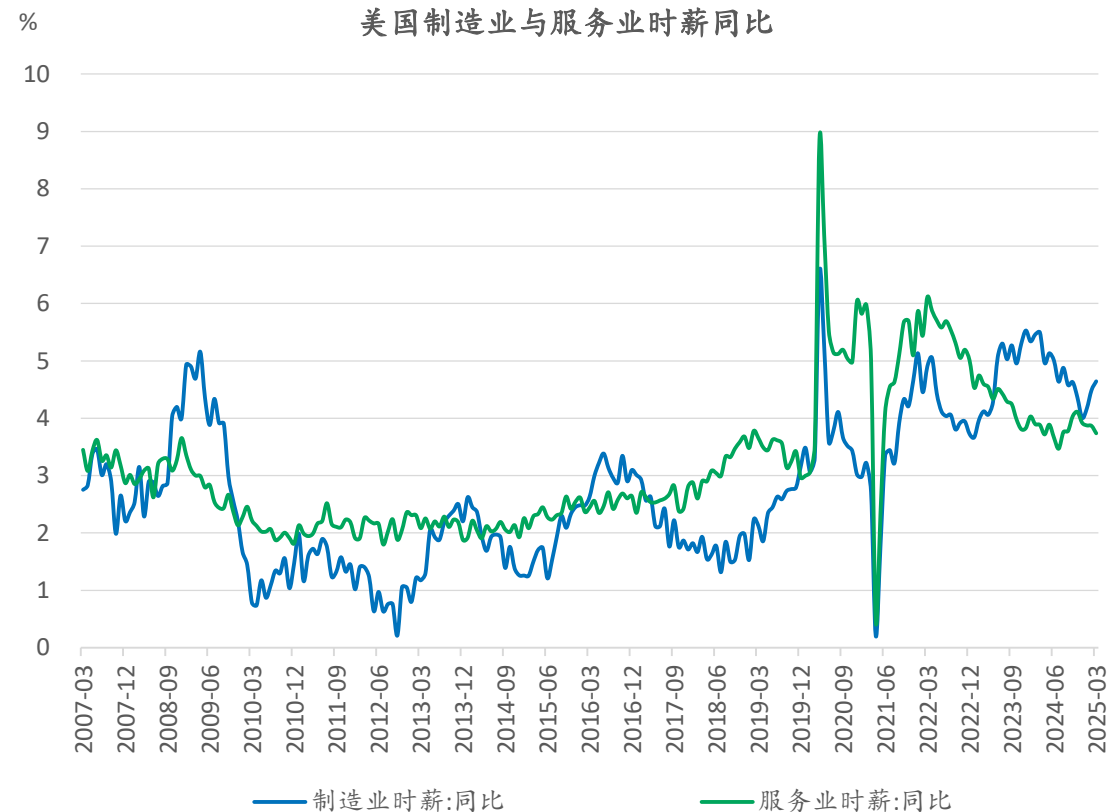
➤ 一个内部矛盾：资本主义内部的分配问题导致制造业工人构成的中产阶级萎缩

二战以来美国制造业不论是就业还是产值占比都不断下降，相比1947年，2024年美国制造业产值占GDP比重下降了15个百分点，就业占比则下降了24.3个百分点。**2007年以来，制造业平均时薪增速只有2.76%，服务业达到3.18%。**

美国制造业产值与就业占比



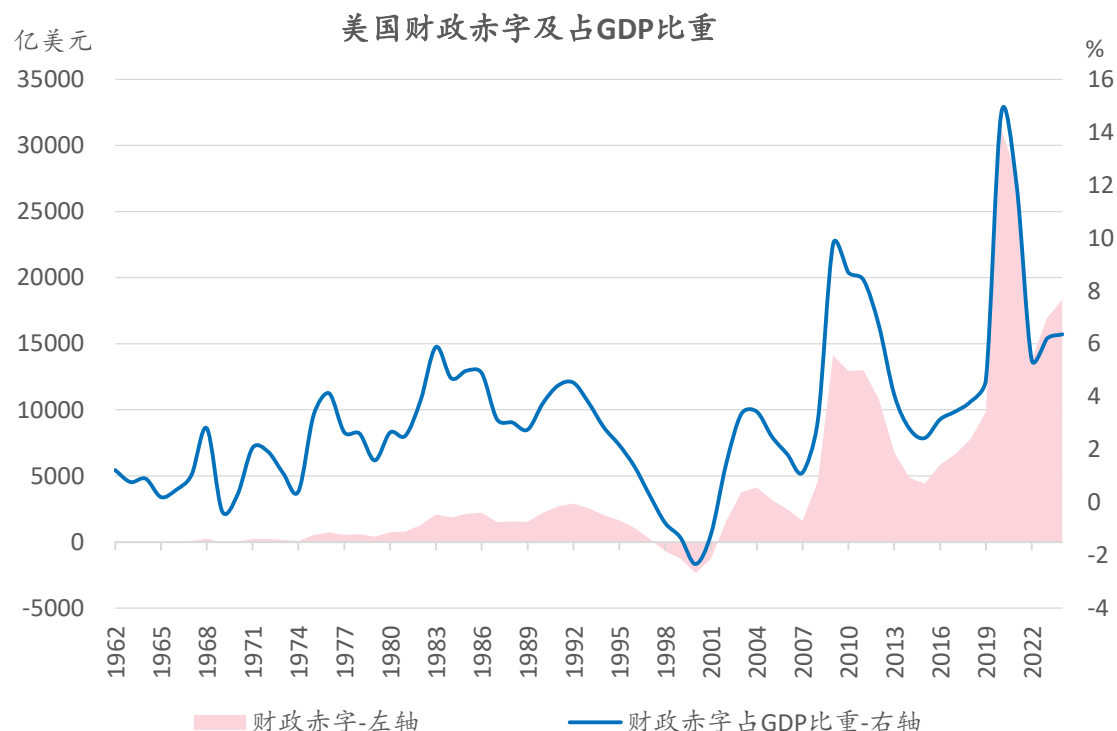
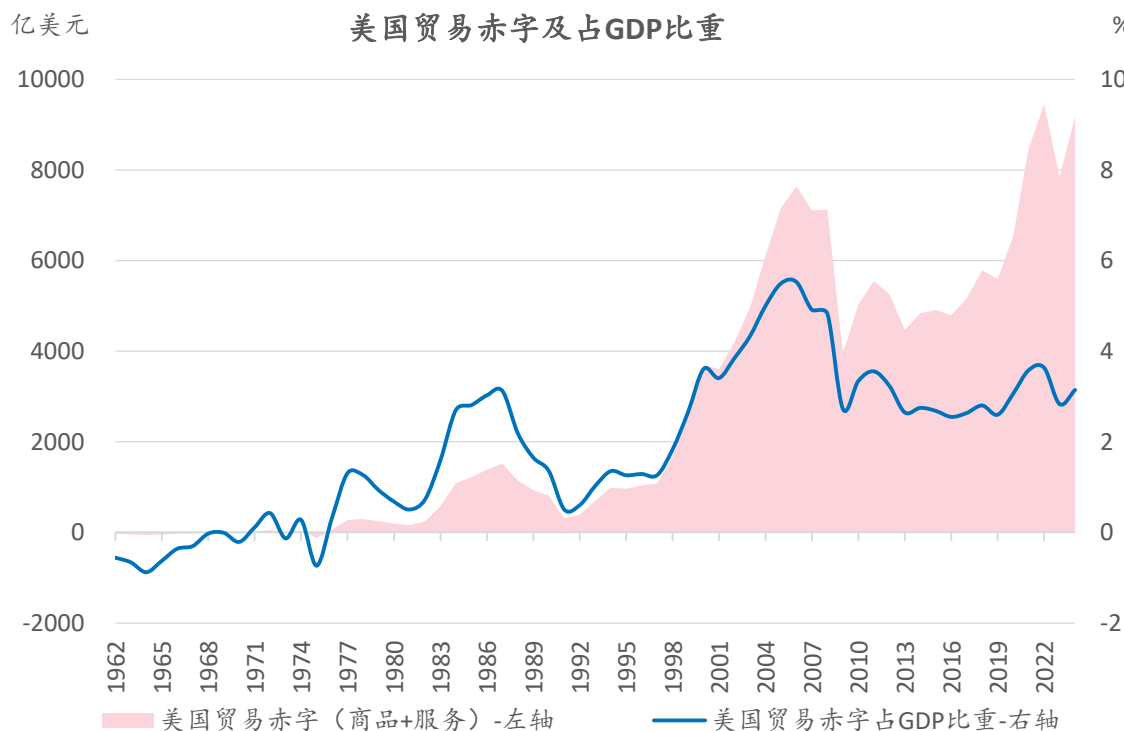
美国制造业与服务业时薪同比



特里芬两难的隐忧：两个不可持续和一个内部矛盾

➤ 两个不可持续1：逆差形成的公共债务不可持续

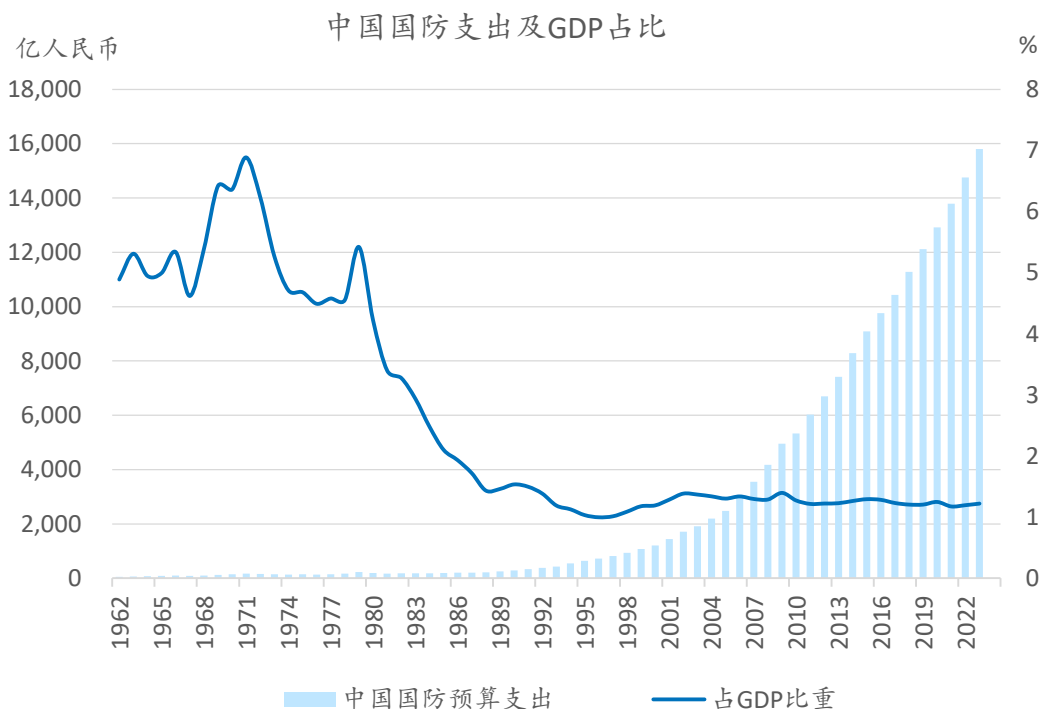
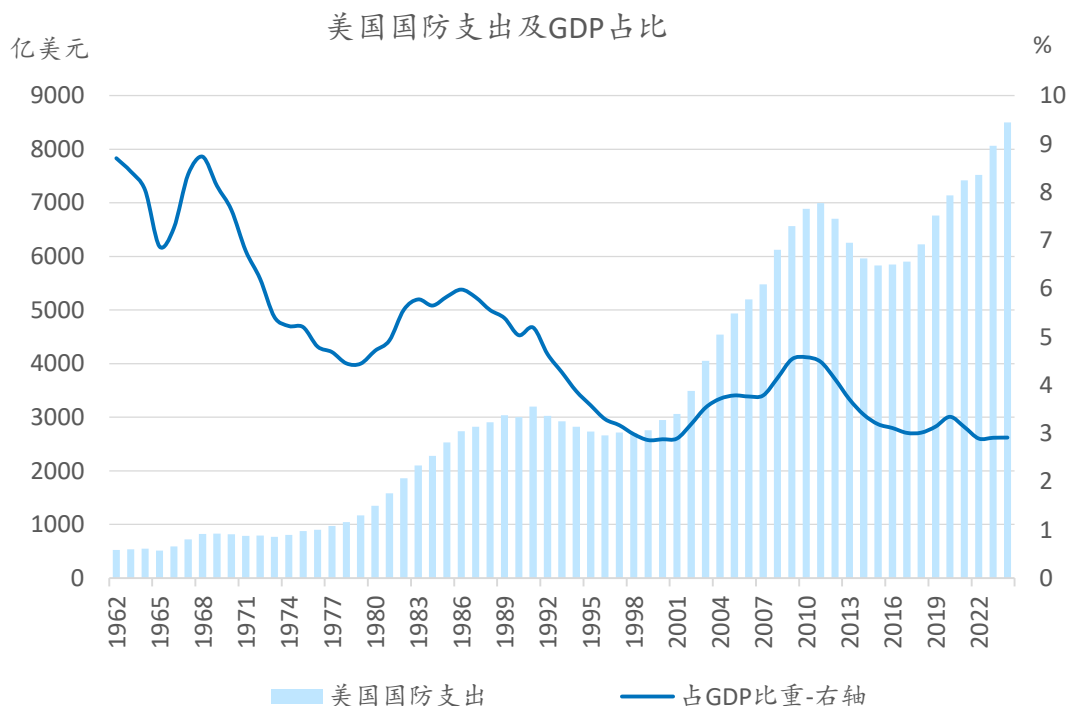
在为全球提供贸易流动性和安全资产的过程中，由于美国经济增长慢于全球，导致贸易逆差占美国GDP的比重持续升高。美国GDP占全球比重由1960年代的接近40%下滑到目前的26%，利用逆差提供贸易流动性已不堪重负。次贷危机后，大部分逆差债务改由公共部门承担，尽管私人部门资产负债表改善，但公共债务也已不堪重负。



特里芬两难的隐忧：两个不可持续和一个内部矛盾

➤ 两个不可持续2：制造业已无法支撑庞大的军力需求

- ◆ 俄乌危机正在重新定义新的战争形态，与上一代战争（海湾战争以来）相比，新的战争形态对于制造业供应链的控制生产成本及效率要求更高。
- ◆ 不对等的作战成本：美国航母拦截系统 VS 胡塞武装廉价无人机
- ◆ 全球保持军事存在是美元货币主导地位的基础。



解决方案？特朗普意图重构全球贸易体系

- 1980年代：经济殖民主义，多国共同干预汇市迫使日元升值（日本广场协议）
- 奥巴马时代：中美G2合作构想
- 特朗普团队的方案：《A User's Guide to Restructuring the Global Trading System》（Stephen Miran）

政策目标	政策类别	政策名称	实施情况	政策要点
缓解经常账户逆差	关税政策	分阶段调整关税	已部分实施	2018-2019年贸易战1.0期间已实施过；后续可能根据谈判结果分阶段调整，关税为谈判提供筹码和杠杆
	关税政策	差异性关税	已部分实施	根据各国的贸易与安全协议等划分国家类别。当前针对未反制国家实行10%互惠税率，反制国家维持对等关税即为差异性关税初期
缓解美元汇率高估	财政政策	对外国官方持有的美债征税	提议	利用《国际紧急经济权力法案》（IEEPA），过程可能循序渐进，税率逐渐递增或先对新发行国债征税，也可能对不同国家区别对待
	财政政策	购买外汇	提议	利用财政部的外汇稳定基金（ESF）购买外汇单边带动美元贬值，还可利用《黄金储备法》出售黄金储备进一步增加购汇规模
	货币政策（与财政协同）	购买外汇	提议	《联邦储备法》授权美联储进行外汇交易，利用美联储的系统公开市场账户（SOMA）配合财政部ESF进行外汇干预；美联储还能够为财政提供美元支持
	货币政策	单边货币宽松	可能性较低	美联储不会为实现美元贬值而降息
维持美元储备货币、带动美元贬值、缓解经常账户逆差、制造业回流、降低美债利息负担	双边协调机制	海湖庄园协议	提议	旨在以关税、安全保护作为谈判筹码，要求贸易伙伴接受美元贬值、将美债期限延长（换为世纪债、永久债）、增加对美投资等

- 四个问题：1. 过于自信，充满矛盾；2. 对通胀和美元汇率的误判；3. 静态推演，未考虑对手方的不合作博弈；4. 特朗普推行政策的随意性，以及不确定性带来的损失。**稍有不慎，将加速全球去美元化进程。**



目录

CONTENTS

一、关税引发“去美元化”交易

二、特里芬两难与特朗普的对策

三、展望：中美关税之论持久战

中美关税谈判之论持久战

➤ 为什么中美本轮关税战交锋将是一场持久战？

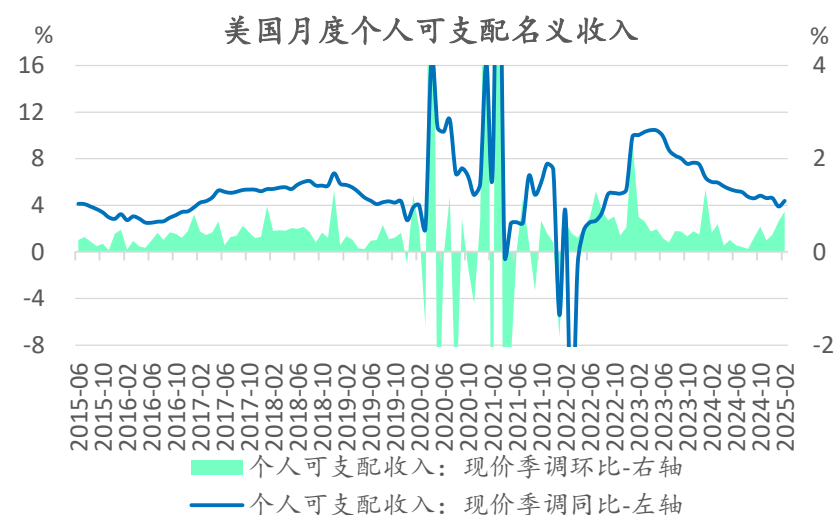
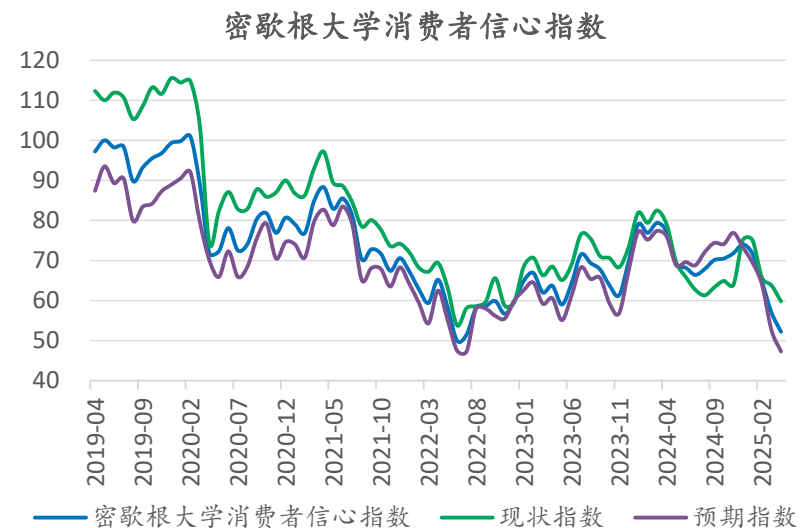
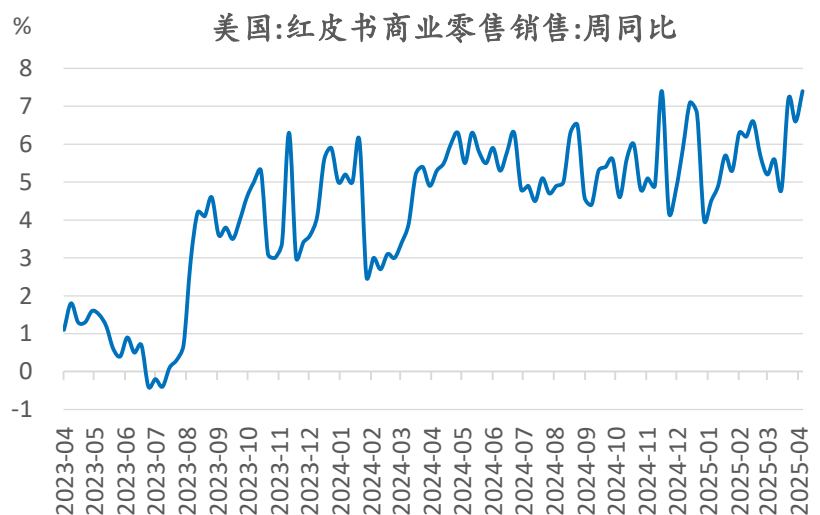
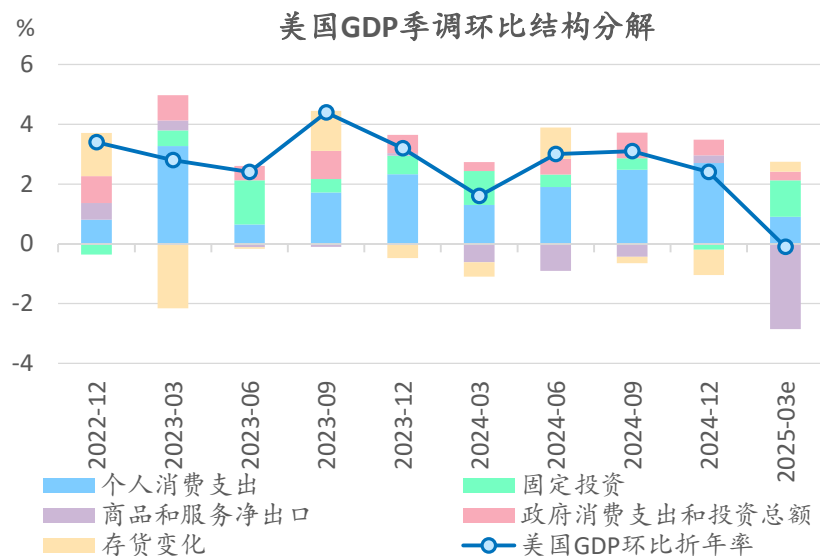
- ◆ 特朗普在政策上往往“朝令夕改”“出其不意”“出尔反尔”，短期达成的共识没有可信度；
- ◆ 随着特朗普支持率的下滑，急需政绩将消磨其耐心从而在谈判中处于不利地位（参考美俄乌谈判）；
- ◆ 特朗普关税政策导致的不利影响需要时间体现；
- ◆ 美国与其他国家的谈判可以提供重要的策略参考；
- ◆ 中美真正的交锋是在面对关税冲击的经济韧性上，正所谓“战场得不到的谈判桌上也拿不到”。

➤ 如何观察双方谈判筹码的天平两端？

- ◆ 美国经济要重点观察通胀和债务可持续性（美元、美债收益率、进口价格、CPI和PCE物价指数）；
- ◆ 美国与其他国家的谈判成果也将成为重要筹码；
- ◆ 中国经济要重点观察外需转内需的效果（二季度出口、消费），以及各产业和相关就业情况。

美国经济观察：重点看关税影响消费信心和能力（收入）

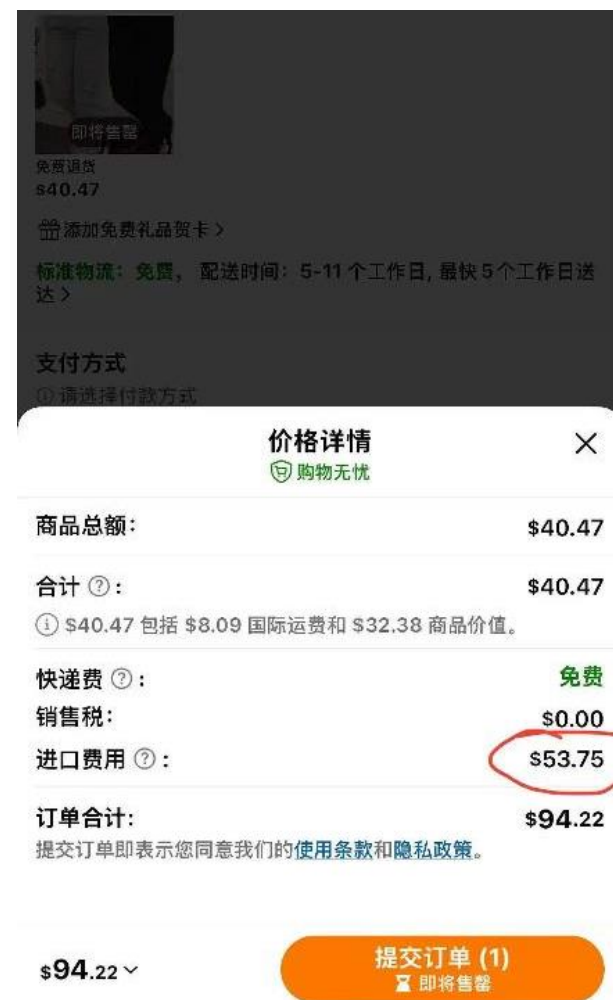
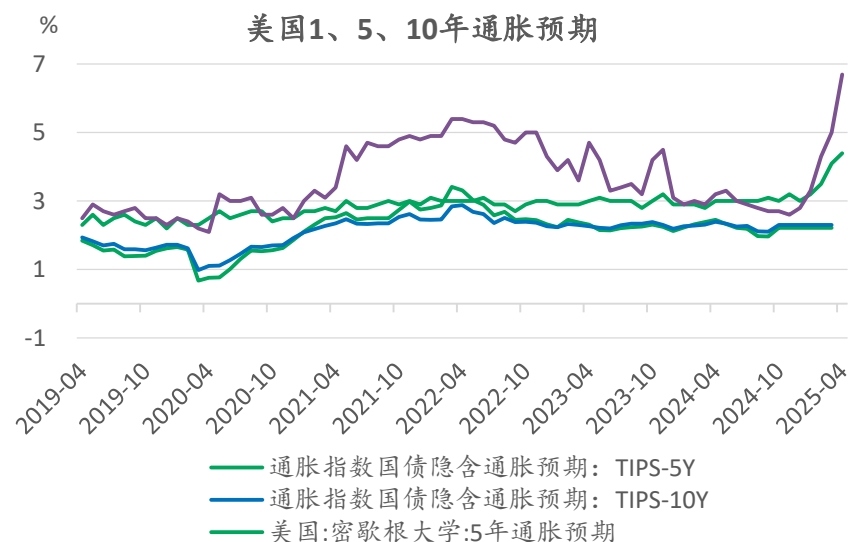
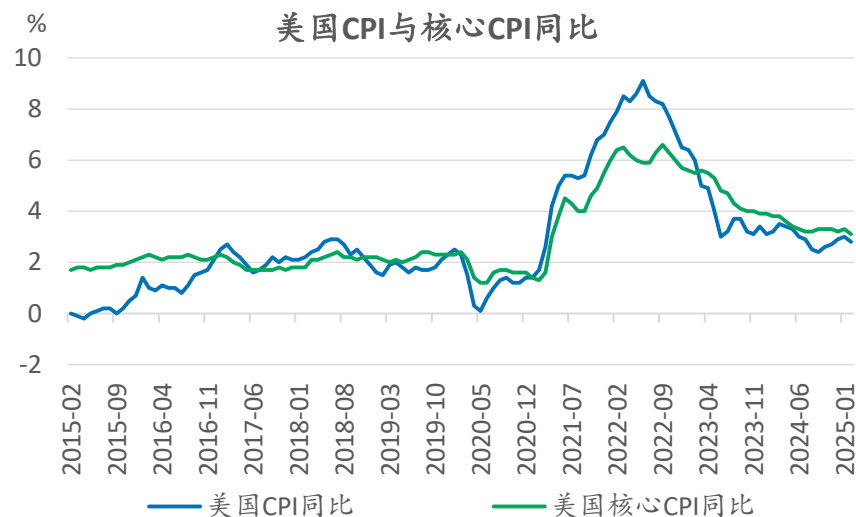
- 回顾上一轮贸易战由于范围和力度均较为有限。因此关税的升高主要被三种途径稀释，一是商品绕道他国，二是人民币汇率适度贬值，三是中国制造商适度降价。
- 在本轮对等关税加征前，市场对经济的判断多少沿用了上述逻辑，只要最终商品涨幅小于以强劲服务业为支撑的薪资增速，美国经济仍将保持“良性循环”。
- 当关税的征收幅度、范围大超预期时，关税转移无法实现，一旦物价涨幅全面超越薪资涨幅，美国的消费需求将遭侵蚀。商品需求收缩将蔓延至包含服务业的整体经济。



数据来源：WIND，美国经济分析局，亚特兰大联储，美国劳工部，密歇根大学

美国经济观察：通胀重点看关税成本分摊和传导

- 特朗普团队参考第一任期期间的经验，认为通胀将十分缓和，但事实上相关条件已不存在。
- 汇率方面，第一轮关税汇率贬值14%对冲约20%的关税，但由于本轮关税加征幅度达到创纪录的145%，汇率对于关税的缓冲作用势必会大打折扣。
- 绕道他国方面，本轮对等关税征收的国家范围甚广，中国即便绕道他国也将面临不小的关税成本；关税的高度不确定性，也将导致中国企业选择绕道他国十分谨慎。
- 制造商降价角度看，中国制造业企业能牺牲自身利润以对冲关税的空间已显著下降。沃尔玛已要求中国供应商重新发货并由美方承担关税，许多美国零售商已在价格标签上明示进口费用（关税成本）。
- 近期通胀传导并不明显，前期“抢进口”部分商家储备了一定库存，预计5月以后或有明显提高。



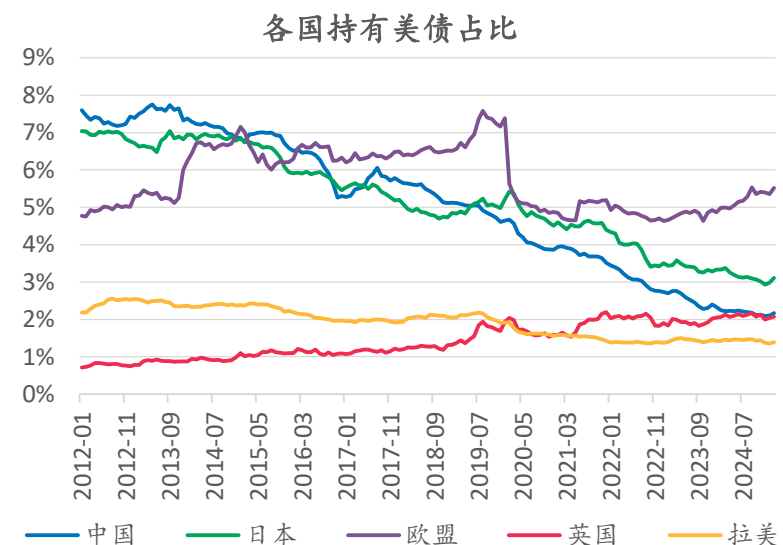
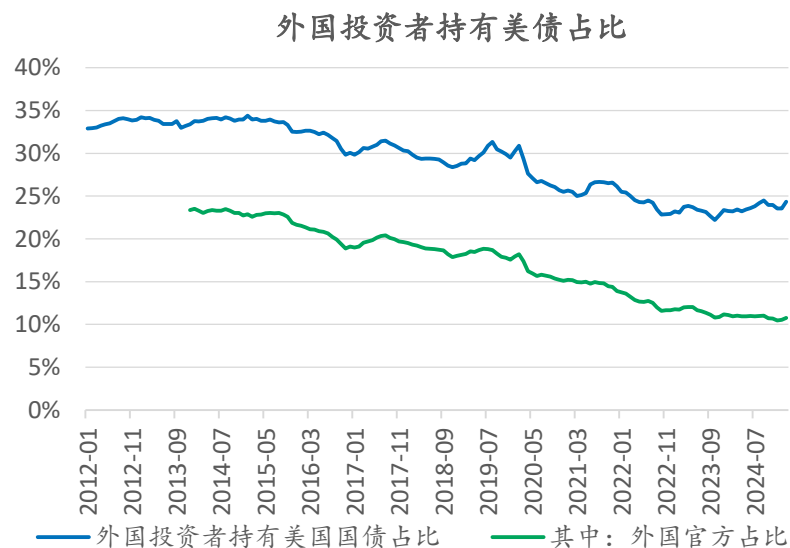
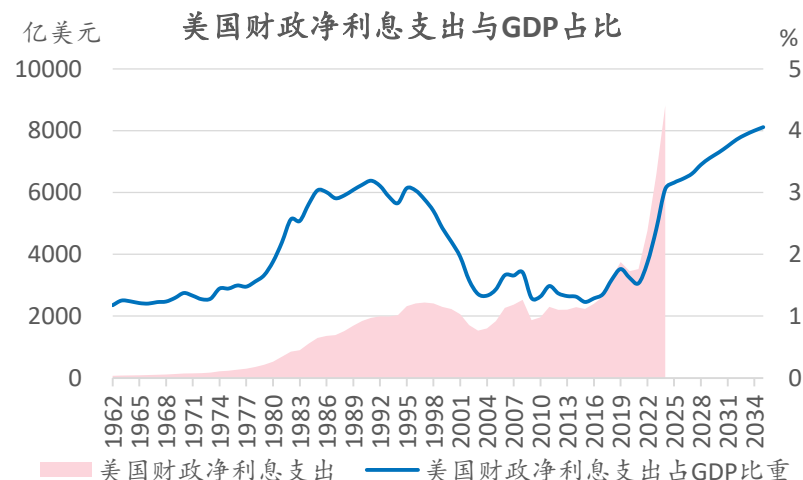
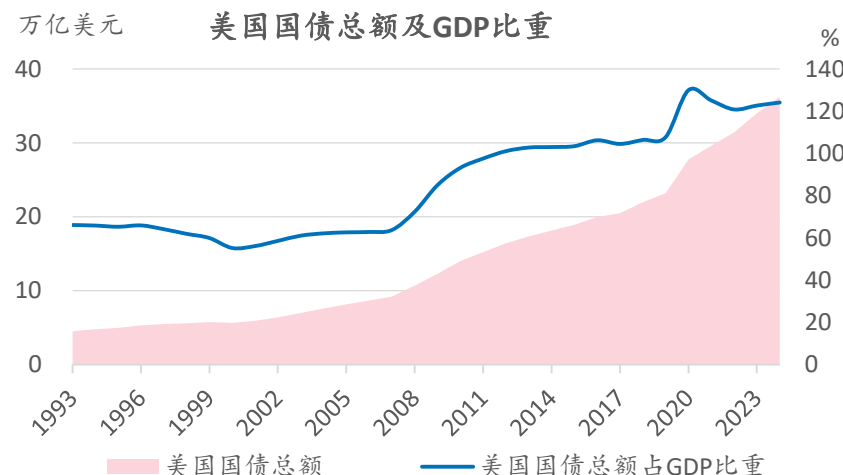
图片来源：海外某购物平台软件截图

数据来源：WIND，美国劳工部，美国财政部，密歇根大学

美国经济观察：公共财政可持续性，美元、美债走势

➤ 特朗普1月上台时的美国国债余额达到了惊人的36.2万亿美元，相比2019年末增加了57%。其中有不少5年期债务发生在2020年因疫情导致的超低利率期间（票息多在0.125%-0.375%之间），这部分债券将面临当前5年期国债收益率4%左右的新发成本。在2025年剩下的8个多月内，低成本的5年期中期国债将累计到期约5500亿美元，仅该期限的债券接续就将新增每年约200亿美元的利息支出。

➤ 美国国债因疫情发行量大幅扩张以来，外国投资者持有美国国债的比重就在持续下降，由2019年末的29.5%回落至目前的24%附近，其中外国官方投资者持有额的比重由17.6%下降至10.8%，导致外国官方投资者占整体外国投资者持有额的比例由59.6%下滑至44.2%。外国投资者特别是官方投资者对美债的投资趋于谨慎。



数据来源：WIND，美国财政部，CBO

美国与部分国家的谈判进展

与日本谈判进展

- **正式谈判：**再生大臣赤泽亮正4月16日访美谈判，特朗普意外主动介入，双方互换了礼物。会后特朗普表示重大进展，但遭石破茂否认。
- **石破茂表示：**希望日本成为全球范围内对美谈判的“典范”；但不会惟命是从，不将安保问题与关税挂钩
- **谈判焦点：**阿拉斯加天然气管道项目投资、驻日美军成本分摊，进口美国汽车，汇率和购买美国国债

与韩国谈判进展

- 韩国4月24日与美国在华盛顿举行了“2+2”高级别贸易磋商。
- 双方就“对等关税”暂缓期结束之前撤销关税进行了磋商，韩国方面表示两国将不急于求成，从容有序地进行磋商。
- 韩国将于6月3日举行总统选举，这意味着磋商的后续将要转交给新政府来继续推进。
- **谈判焦点：**对美贸易顺差、造船领域合作、美国液化天然气采购、阿拉斯加天然气管道项目投资，驻韩美军防卫费分担。

与印度谈判进展

- 4月21日，美副总统万斯访问印度，印美贸易谈判成焦点。
- 白宫声明称，两国已敲定“现代贸易协定”的谈判参考条款，并制定了进一步磋商的路线图。印度总理办公室称两国讨论了能源、国防和关键技术领域的合作深化。4月28日贝森特表示印度可能是最先达成贸易协议的国家。
- **美国要求印度扩大农产品和工业品市场开放，采购美国能源和战斗机。印度削减超半数商品的（418亿美元）进口关税。**

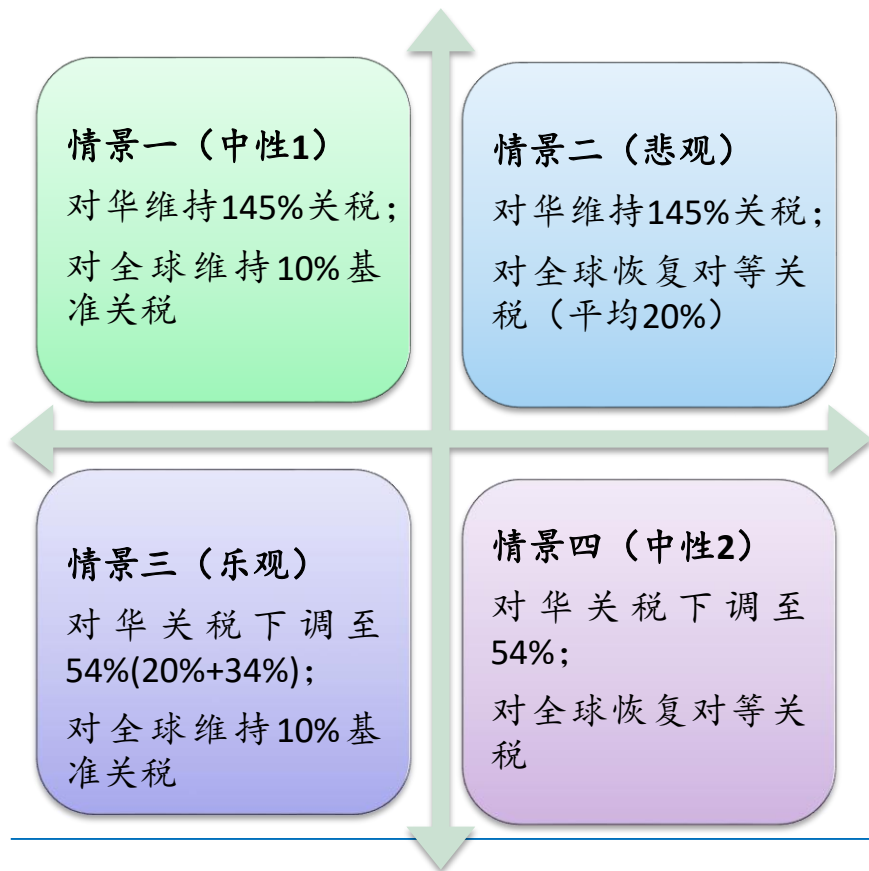
与欧盟谈判进展

- 在美国暂缓对等关税后，欧盟也暂缓对美关税反制90天。随后欧盟贸易代表谢夫乔维奇与美国商务部长卢特尼克进行了会谈，但未达成任何成果。
- 欧洲的谈判思路：对美表现强硬，同时积极与中国合作以增加谈判筹码。此外，欧盟还对美国准备了反制措施，包括对农产品等加征关税，对科技巨头征税，减少进口美国LNG等。
- **预计美欧谈判将十分艰难，特别考虑到俄罗斯及中国的博弈。**

中国经济观察：关税战对我国出口的影响测算

- 关税战走向高度不确定，特朗普与其他国家正在谈判中，近期表示愿与中国开展贸易谈判，未来有四种可能的演变情形；
- 根据2018-2019年第一轮贸易战经验（关税每提高1%，美国自华进口下跌0.62%，中国转口贸易（东盟+拉美）增加0.17%），并综合考虑关税豁免，测算四种情景下对我国出口的影响，若维持当前关税水平，预计全年出口将**下滑6.66%**。

关税战的四种演变情景预测



不同情景下关税政策对我国出口的影响测算

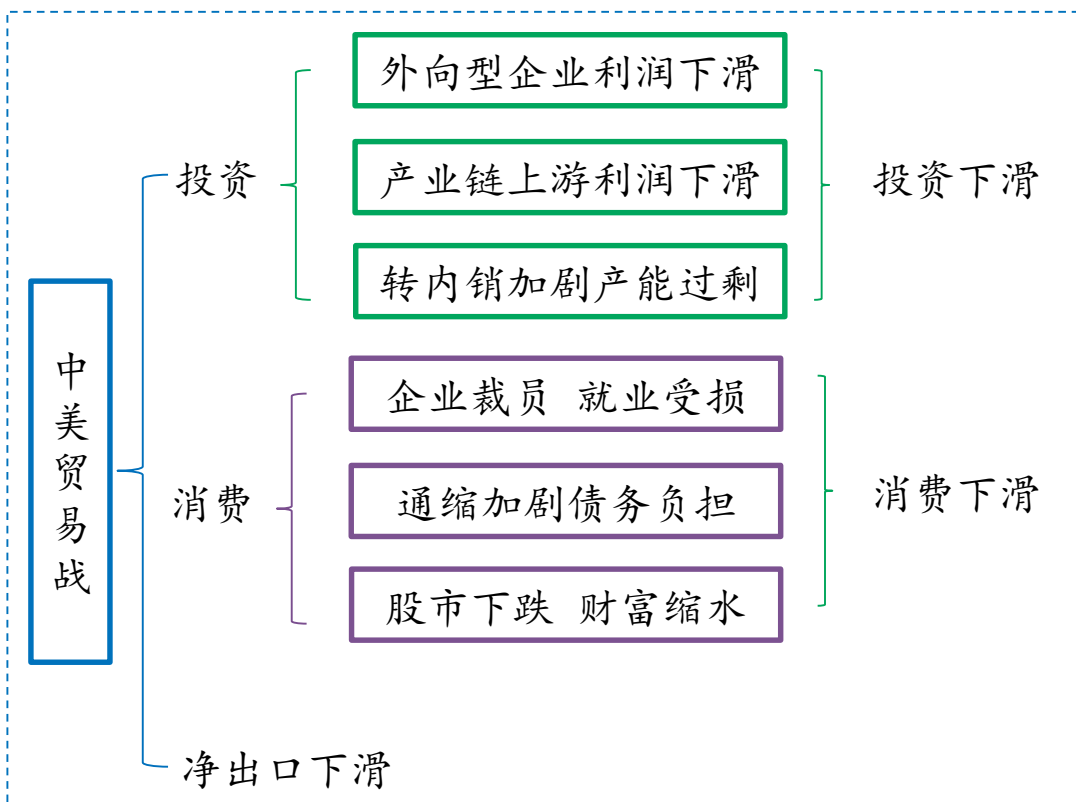
	情景1	情景2	情景3	情景4
基本特征	对美出口下滑、 转口贸易增加	对美出口、转口 贸易均下滑	对美下滑收窄、 转口贸易增加	对美下滑收窄、 转口贸易下滑
关税税率	对华145%、 对全球10%	对华145%、 对全球20%	对华54%、 对全球10%	对华54%、 对全球20%
关税前对美出口	5247亿美元			
关税前转口贸易	8635亿美元			
关税豁免	947亿美元			
对美出口关税弹性	-0.62%			
转口贸易关税弹性	0.17%			
对美出口变动	-75.91%	-75.91%	-33.48%	-33.48%
转口贸易变动	18.53%	-1.6% (适用全球)	8.17%	-1.6% (适用全球)
总出口下滑幅度	-6.66%	-12.73%	-2.94%	-6.51%

数据来源：民银研究团队测算

中国经济观察：关税战对GDP的影响测算

- 关税对GDP的冲击有直接和间接两个渠道：直接影响出口，通过影响出口间接影响投资和消费。
- 估算关税战四种情景下对GDP的影响：**保持现有关税不变，拖累GDP1.05个百分点；悲观情形下，拖累2.01个百分点；乐观情形下，拖累0.46个百分点**

关税战对GDP影响渠道示意图



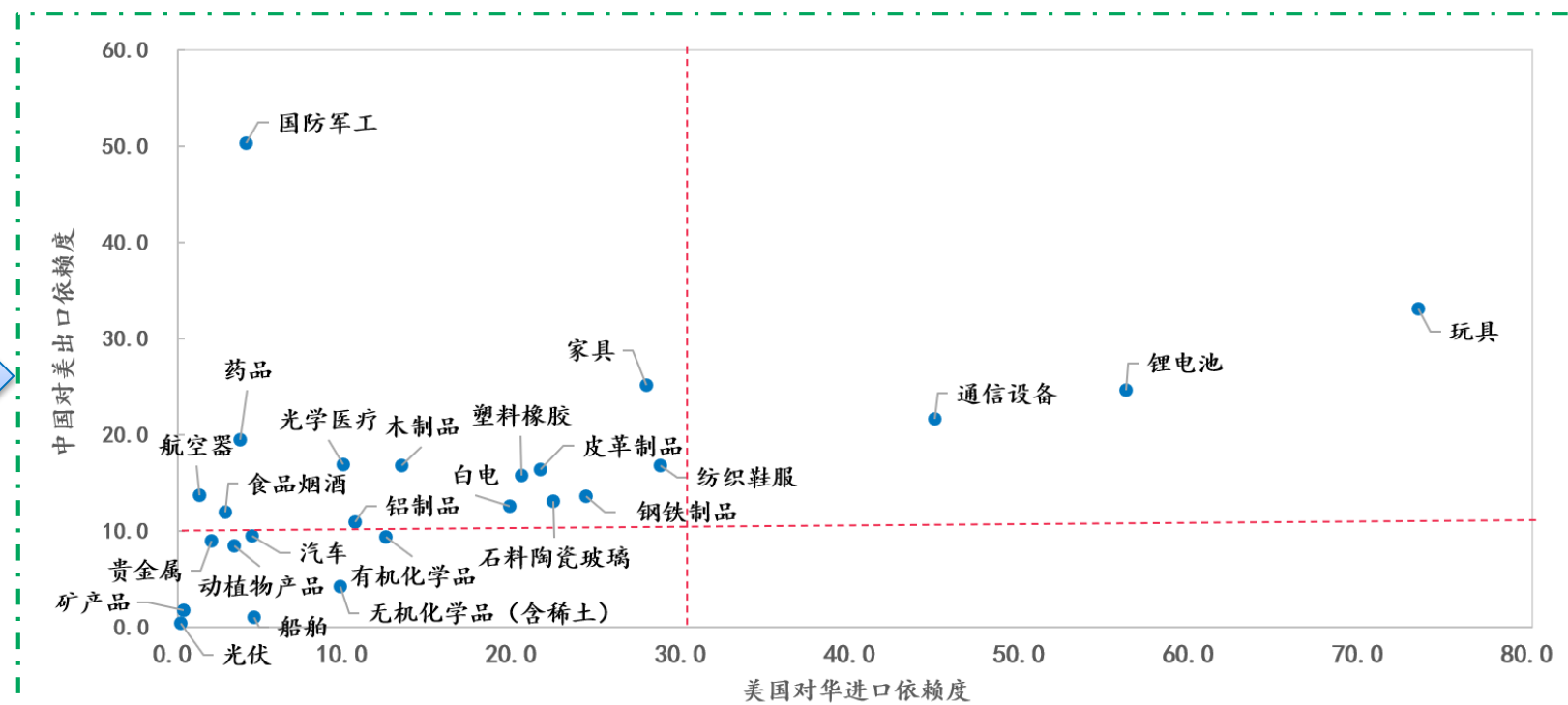
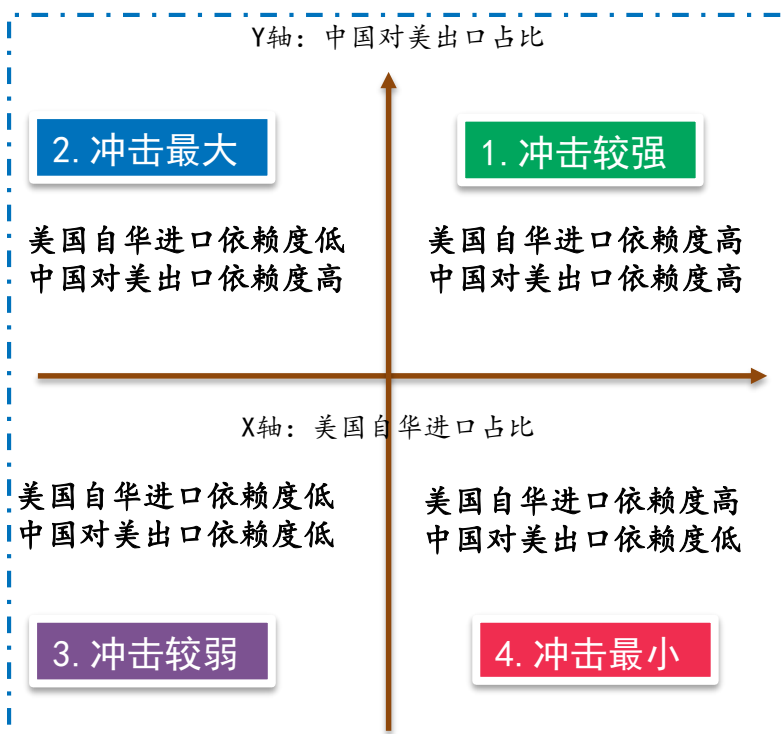
关税战对GDP影响估算

分项	计算公式	情景1	情景2	情景3	情景4
投资	出口跌幅*出口相关投资占总投资比重*制造业产值占GDP比重	-0.93	-1.77	-0.41	-0.90
消费	出口跌幅*外贸行业就业占总就业比重*消费占GDP比重*消费弹性(6%)	-0.00	-0.01	-0.00	-0.00
净出口	出口跌幅*出口占GDP比重	-0.12	-0.23	-0.05	-0.12
GDP	投资+消费+净出口	-1.05	-2.01	-0.46	-1.02

数据来源：民银研究团队测算

中国经济观察：关税战对重点行业的冲击

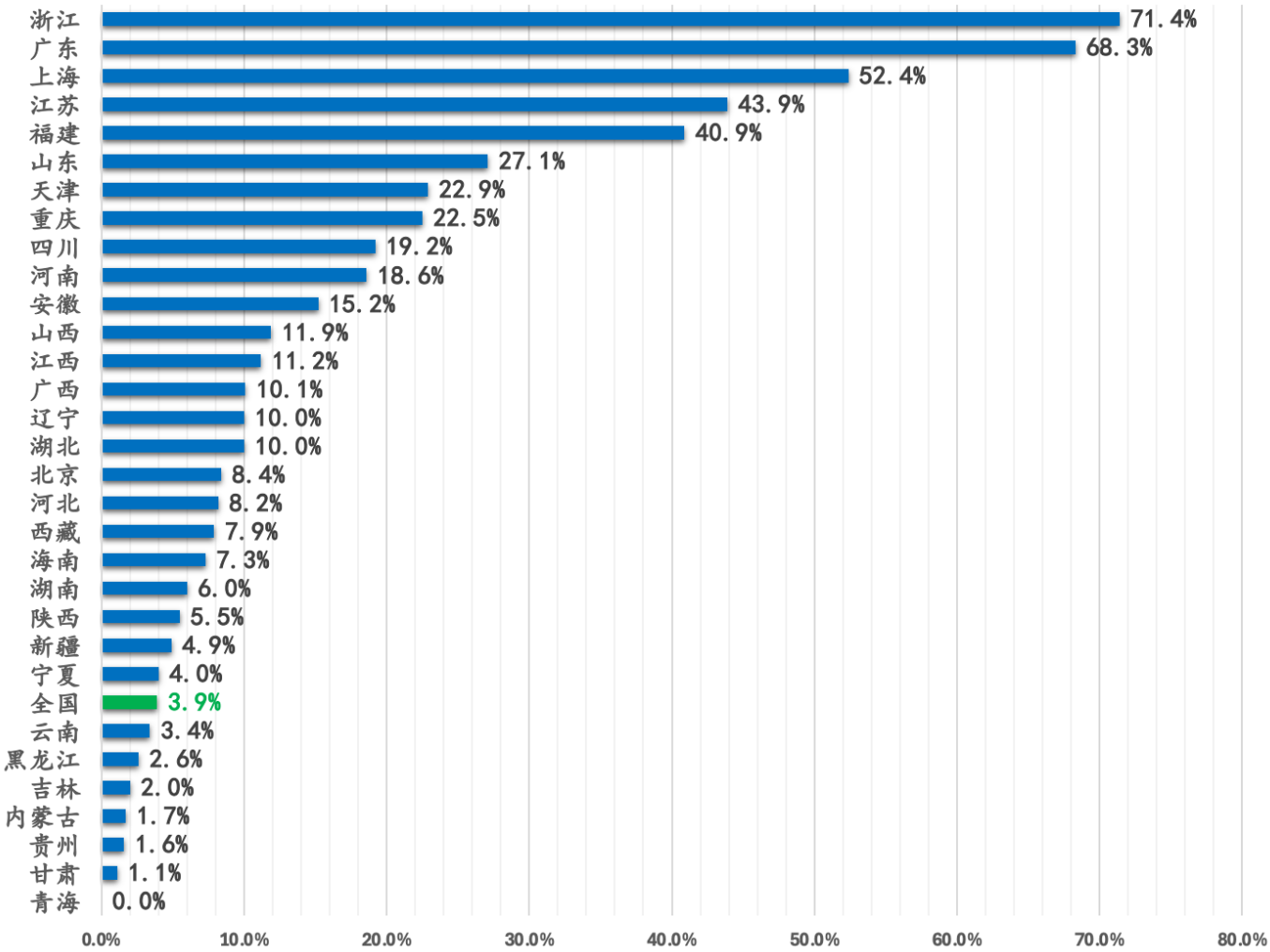
- 各行业对关税的抵抗力差异较大：中国对美出口依赖度越高，受冲击越大；美国自华进口依赖度越高，受冲击越小；
- 假定中国对美出口占比超过10%为出口高依赖度，美国自中国进口占比超过30%为进口高依赖度（结果显示没有商品落入第四象限）；
- **第一象限：**玩具（冲击较强）、通信设备（部分豁免）、锂电池（双方冲击均有限）；
- **第二象限：**纺织鞋服、家具家电、药品、钢铝、光学医疗、木制品、塑料橡胶、航空器、食品烟酒等，受影响较大；
- **第三象限：**食品、药品、钢铁、铝、汽车、铜、半导体、木材、贵金属、关键矿物等，受影响相对偏小。



数据来源：WIND，海关总署

中国经济观察：关税战对区域经济的冲击

2024年各省对美出口依存度



- **从出口对经济的影响看**，2024年，全国对美出口依存度约3.9%，整体相对可控，但区域分化明显。
- **高依存度地区主要集中在东部沿海**。其中，浙江省（71.4%）、广东省（68.3%）、上海市（52.4%）对美出口依存度超50%。江苏省（43.9%）、福建省（40.9%）处第二梯队。以上五省（市）外向型经济发达，且对美出口依存度较高，此轮关税战将对当地经济产生较大影响。
- **中等依存度地区风险相对可控**。主要包括山东（27.1%）、天津（22.9%）、重庆（22.5%）、四川（19.2%）、河南（18.6%）。以上五省经济结构相对多元，整体经济韧性较强。
- **低依存度地区主要为内陆省份**。如江西（11.2%）、湖北（10.0%）、湖南（6.0%）等地，此轮关税战对其直接影响相对有限，但需警惕间接效应。

数据来源：国家统计局、海关总署
(对美出口依存度=对美出口额/GDP总额)

中国经济观察：已推出的各项重点政策

一是召开中央周边工作会议（4月9日），最高领导人出席会议并发表重要讲话，强调要聚焦构建周边命运共同体，努力开创周边工作新局面。二是领导人出访东南亚。4月14-18日，中共中央总书记、国家主席习近平对越南、马来西亚、柬埔寨进行国事访问。

一是与西班牙签署重磅农业协议，正式扩大西班牙猪肉市场准入；二是达成中欧共识，欧盟委员会于当地时间4月10日宣布与中国达成重要共识，双方将启动以“最低进口价格”机制替代现行对华电动汽车关税的谈判。

一是中央汇金公司加大股市配置力度，且得到央行支持；二是金监总局发布《关于调整保险资金权益类资产监管比例有关事项的通知》；三是国务院国资委“将全力支持推动中央企业及其控股上市公司主动作为，不断加大增持回购力度”。

一是免签入境，即买即退。4月8日，国家税务总局发布《关于推广境外旅客购物离境退税“即买即退”服务措施的公告》；二是打造“购在中国”品牌。商务部重点打造的标志性扩消费活动品牌“购在中国”将与第五届消博会同步启动，释放中国消费市场的强大“磁力”。

一是出台实施稳就业稳经济推动高质量发展的若干举措。鼓励企业积极稳定就业、加大职业技能培训力度、扩大以工代赈等支持、加强就业公共服务等；二是延续实施失业保险稳岗惠民政策措施。对不裁员少裁员的参保企业继续实施稳岗返还政策至2025年底。

 团结周边

 中欧共识

 资本市场

 激活消费

 就业民生

中国经济观察：中央政治局会议看政策储备

- 政策定调：统筹国内经济工作和国际经贸斗争，坚定不移办好自己的事，坚定不移扩大高水平对外开放，着力稳就业、稳企业、稳市场、稳预期，以高质量发展的确定性应对外部环境急剧变化的不确定性。要加紧实施更加积极有为的宏观政策，用好用足更加积极的财政政策和适度宽松的货币政策，要不断完善稳就业稳经济的政策工具箱，既定政策早出台早见效，根据形势变化及时推出增量储备政策，加强超常规逆周期调节，全力巩固经济发展和社会稳定的基本面。
- 财政政策提出，“加快地方政府专项债券、超长期特别国债等发行使用。兜牢基层‘三保’底线。”
- 货币政策提出，“适时降准降息，保持流动性充裕，加力支持实体经济。创设新的结构性货币政策工具，设立新型政策性金融工具，支持科技创新、扩大消费、稳定外贸等。”
- 扩大消费方面提出，“要提高中低收入群体收入，大力发展服务消费；尽快清理消费领域限制性措施；扩围提质实施‘两新’政策”。
- 扩大开放方面提出，“加大服务业开放试点政策力度；加强对企业‘走出去’的服务。”
- 应对冲击方面提出，“多措并举帮扶，加强融资支持，加快推动内外贸一体化；对受关税影响较大的企业，提高失业保险基金稳岗返还比例。健全分层分类的社会救助体系”
- 打造新质生产力方面提出，“培育壮大，打造一批新兴支柱产业；持续用力推进关键核心技术攻关，创新推出债券市场的‘科技板’；加快实施‘人工智能+’行动；大力推进重点产业提质升级，坚持标准引领，规范竞争秩序。”
- 防风险方面提出，“续实施地方政府一揽子化债政策，加快解决地方政府拖欠企业账款问题；加力实施城市更新行动，有力有序推进城中村和危旧房改造。加快构建房地产发展新模式，加大高品质住房供给，优化存量商品房收购政策，持续巩固房地产市场稳定态势。”
- 资本市场方面提出，“持续稳定和活跃资本市场。”

展望：去美元化不会一蹴而就，将是一个长期过程

➤ 去美元化交易在近期结束，是否会在短期内重现？

- ◆ 去美元化交易的短期结束，触发原因是特朗普对于关税问题的立场软化，市场开始认识到一方面关税更多是谈判工具，另一方面中美之间将大概率在现在的关税高点往下谈，从而避免了市场进一步崩塌。
- ◆ 市场下跌就像一个因错误行为而发出的“疼痛信号”，而特朗普显然得到了这个信号，并进行政策调整。即便中国近期的强硬回应让他“很没面子”，但特朗普也暂时仅以口头回击。
- ◆ 从历史看，大幅度的去美元交易的发生间隔较长（平均每5.8年发生一次），表明市场和政策层具备一定纠错机制，不会坐视危机的崩塌。

➤ 去美元化将是一个长期持续过程

- ◆ 预计中美贸易谈判将是一场持久战，但其结果将深刻改变全球贸易格局——大概率不会朝着特朗普设想的方向，但沟通与对话将为去美元化提供一个相对平缓的改变过程（两个大国的长期经济结构调整）。

➤ 风险提示

- ◆ 重大地缘政治事件；特朗普突然改变策略；美联储与白宫矛盾升级

免责声明

此报告只提供给阁下作参考用途，并非作为或被视为出售或购买或认购证券的邀请或向任何特定人士作出邀请。此报告内所提到的证券可能在某些司法管辖区不能出售或分发。

此报告由民生商银国际控股有限公司（“民银国际”）的附属公司民银证券有限公司（“民银证券”）编写和发布。民银证券持有香港证券及期货监察委员会第 1，4 类牌照。此报告所载资料的来源皆被民银证券认为可靠。此报告所载的见解，分析、预测、推断和期望都是以这些可靠数据为基础，只是代表观点的表达。民银国际和任何附属公司（包括民银证券，统称“民银集团”）或任何个人不能担保其准确性或完整性。

此报告所载的资料、意见及推测反映民银证券于最初发表此报告日期当日的判断，可随时更改而毋须另行通知。

此报告内所提到的任何投资都可能涉及相当大的风险，包括但不限于市场波动、流动性限制及汇率波动等。若干投资可能不易变卖，而且也可能不适合所有的投资者。

此报告中所提到的投资价值或从中获得的收入可能会受汇率影响而波动。过去的表现不能代表未来的业绩。此报告没有把任何投资者的投资目标，财务状况或特殊需求考虑进去。

民银证券及其高级职员、董事、员工，可能不时地，在相关的法律、规则或规定的许可下（1）持有或买卖此报告中所提到的公司的证券，（2）进行与此报告内容相异的仓盘买卖，（3）与此报告所提到的任何公司存在顾问、投资银行或其他金融服务业务关系，（4）又或可能已经向此报告所提到的公司提供了大量的建议或投资服务。（5）民银集团的投资银行或资产管理团队可能作出与此报告相反投资决定或持有与此报告不同或相反意见。（6）此报告的意见亦可能与销售人员、交易员或其他民银集团成员专业人员的意见不同或相反。（7）民银集团的一位或多位董事，高级职员和/或员工可能是此报告提到的证券发行人的董事或高级人员，及（8）可能涉及此报告所提到的公司的证券进行自营或庄家活动。投资者应注意其可能存在影响本报告客观性的潜在利益冲突，并独立判断相关信息。

投资者不应仅依靠此报告，而应按照自己的判断作出投资决定。投资者依据此报告的建议而作出任何投资行动前，应咨询独立的专业意见。民银集团不会对因使用此报告内之材料而引致任何人士的直接或间接或相关之损失负上任何责任。

此报告对于收件人来说是完全机密的文件。此报告的全部或任何部分均严禁以任何方式再分发予任何人士，尤其（但不限于）此报告及其任何副本均不可被带往或传送至日本、加拿大或美国，或直接或间接分发至美国或任何美国人士（根据 1933 年美国证券法 S 规则的解释），民银证券也没有任何意图派发此报告给那些居住在法律或政策不允许派发或发布此报告的地方的人。

报告受到版权和资料全面保护。除非获得民银证券的授权，任何人不得以任何目的复制、派发或出版此报告。民银证券保留一切权利。

谢 谢！