



宏观研究报告

2025年4月23日

周浩

+852 2509 7582

Hao.zhou@gtjas.com.hk

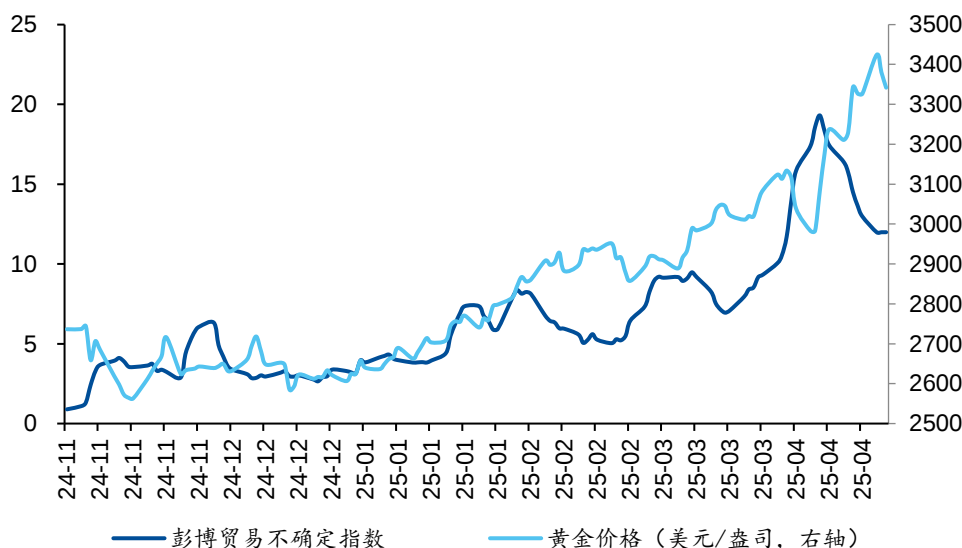
黄凯鸿

+852 2509 7214

kaihong.huang@gtjas.com.hk

特朗普习惯性改口，市场选择性相信

黄金价格一路飙升



资料来源: Bloomberg, 国泰君安国际

- 善变的特朗普再度改口，不仅表示中美之间可能会达成贸易协议，也明确表示从没考虑过解雇美联储主席鲍威尔。一时间，市场的风险偏好再度上扬，黄金显著下行。而之前遭到多杀的美元资产则出现反弹。
- 市场纠结的关键点，是特朗普政策的不确定性，但特朗普本身的个性意味着其政策的不确定性将成为常态。在股债汇多杀的压力下，特朗普对此前的强硬政策进行一定的调整，与他的第一任期动辄‘we have a deal’或者‘we had a call’的做法如出一辙，但根本上而言，他也不愿意看到以美股为代表的资本市场出现太大的波动。
- 市场的基本判断，依然是高额关税将会长期存在，同时所谓的贸易协议的稳定性仍然存在相当的疑问。反而鲍威尔是否会被解雇，倒鲜有投资者真的十分担心。
- 对于美元资产而言，其分化可能才刚刚开始。作为美元资产的基石，美债的重要性不言而喻，即使一直有海外投资者抛售美债的传闻，但美债收益率却大致保持着稳定。
- 对于美元的看法，则相对比较复杂，特朗普政府一方面希望在贸易谈判中迫使贸易对手的货币升值，另一方面也希望美元保持强势来保证美元在国际金融体系中的位置。同时，受到关税冲击的国家，也存在贬值的主观和客观需要。因此，以欧元、日元和英镑汇率为主体的美元指数是否仍然具有代表性，会存在一定的疑问。
- 总体而言，特朗普的习惯性“改口”并没有让市场找到他们想得到的确定性，投资者仍然会寻找具有安全边际的资产，这从黄金的亮眼表现中可见一斑。而对于美债、美元和美股而言，分化可能会成为一个新常态。

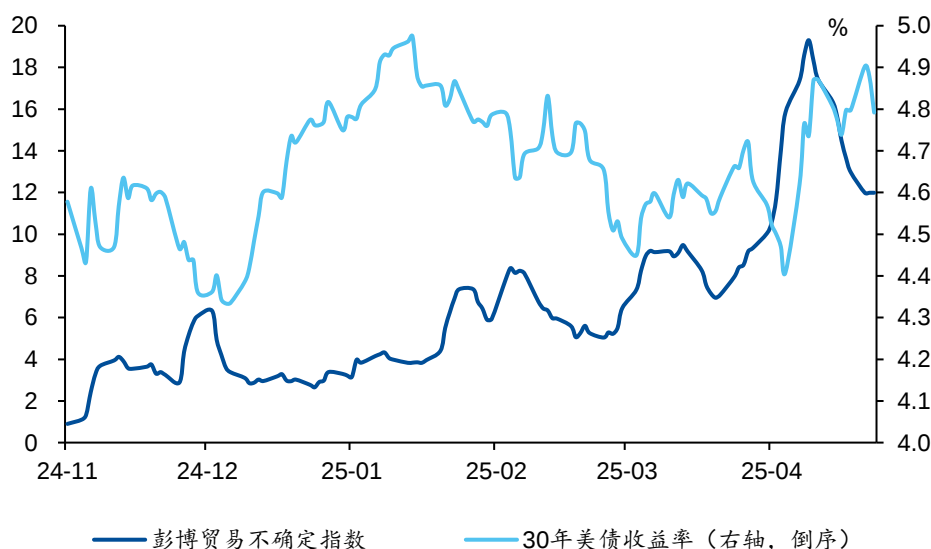
善变的特朗普再度改口，不仅表示中美之间可能会达成贸易协议，也明确表示从没考虑过解雇美联储主席鲍威尔。一时间，市场的风险偏好再度上扬，黄金显著下行。而之前遭到多杀的美元资产则出现反弹。

市场纠结的关键点，是特朗普政策的不确定性，但特朗普本身的个性意味着其政策的不确定性将成为常态。在股债汇多杀的压力下，特朗普对此前的强硬政策进行一定的调整，与他的第一任期动辄‘we have a deal’或者‘we had a call’的做法如出一辙，但根本上而言，他也不愿意看到以美股为代表的资本市场出现太大的波动。

市场的基本判断，依然是高额关税将会长期存在，同时所谓的贸易协议的稳定性仍然存在相当的疑问。反而鲍威尔是否会被解雇，倒鲜有投资者真的十分担心，首先鲍威尔的任期到明年1月份即将到期，在此之前，特朗普大致会确定其是否留任，也会同期考察可能的继任人选；与此同时，他与鲍威尔在2019年因为降息与否已经有过一次交锋，最终鲍威尔仍然选择屈服。从这个角度而言，鲍威尔坚持美联储的独立性，有自身的诉求（尤其如果不会留任，那么可以留下一个好名声），与此同时，美联储仍然需要等待更多的数据来确认降息路径——因为降息一旦开始，那么未来的降息幅度可能会是较大的。这也与市场目前的 cut later, but potentially bigger 的预期保持一致。

从这个角度而言，市场其实不必担心美联储是否降息，但却对贸易谈判仍然充满担忧。而一旦贸易谈判迟迟不见进展，那么海外投资者对于美元资产的抛售，则可能再度升级。换言之，在外部的不确定下，内部货币和财政政策给予支持，会是一个全球现象。

图 1：贸易不确定下，长端美债利率并不稳定



资料来源：Bloomberg，国泰君安国际

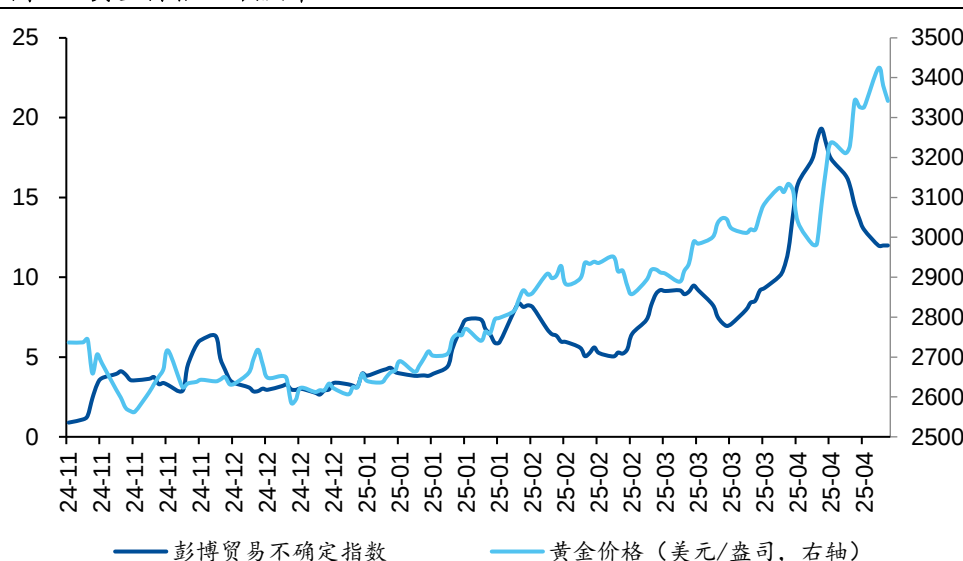
对于美元资产而言，其分化可能才刚刚开始。作为美元资产的基石，美债的重要性不言而喻，即使一直有海外投资者抛售美债的传闻，但美债收益率却大致保持着稳定。除了超长期30年美债外，2年和10年美债收益率在2025年整体呈现下行态势，这在一定程度上表明尽管美联储并没有开始降息，但来自官方的 put option 仍然存在，即市场相信美国财政部

和美联储有足够的手段来稳定美债收益率。但对于美元的看法，则相对比较复杂，特朗普政府一方面希望在贸易谈判中迫使贸易对手的货币升值，另一方面也希望美元保持强势来保证美元在国际金融体系中的位置。同时，受到关税冲击的国家，也存在贬值的主观和客观需要。因此，以欧元、日元和英镑汇率为主体的美元指数是否仍然具有代表性，会存在一定的疑问。

对于美股而言，其分化可能更为明显。根本上而言，美股代表着美国经济的表现。近期美国经济展望不断被分析师调低，市场也认为关税的冲击尚未显现，同时美国经济出现衰退的风险也在上升。这导致了估值最高的科技股首先被抛售，由于美债收益率仍然处于高位，因此对于高估值板块也会形成压力。而海外资金是否会减持美股，也存在相当的不确定性。但无论如何，美股最终的表现，仍然取决于美国经济和上市公司的表现，这些都需要关税落地后才能得到确认，而贸易谈判的进程可能不会短于目前设定的 90 天期限。

总体而言，特朗普的习惯性“改口”并没有让市场找到他们想得到的确定性，投资者仍然会寻找具有安全边际的资产，这从黄金的亮眼表现中可见一斑。而对于美债、美元和美股而言，分化可能会成为一个新常态。

图 2：黄金价格一路飙升



资料来源：Bloomberg，国泰君安国际

个股评级标准

参考基准:香港恒生指数/纳斯达克综合指数

评级区间:6至18个月

评级	定义
买入	相对表现超过 15% 或公司、行业基本面展望良好
收集	相对表现 5%至 15% 或公司、行业基本面展望良好
中性	相对表现-5%至 5% 或公司、行业基本面展望中性
减持	相对表现-5%至-15% 或公司、行业基本面展望不理想
卖出	相对表现小于-15% 或公司、行业基本面展望不理想

行业评级标准

参考基准:香港恒生指数/纳斯达克综合指数

评级区间:6至18个月

评级	定义
跑赢大市	相对表现超过 5% 或行业基本面展望良好
中性	相对表现-5%至 5% 或行业基本面展望中性
跑输大市	相对表现小于-5% 或行业基本面展望不理想

利益披露事项

- (1) 分析员或其有联系者并未担任本研究报告所评论的发行人的高级人员。
- (2) 分析员或其有联系者并未持有本研究报告所评论的发行人的任何财务权益。
- (3) 国泰君安国际控股有限公司及/或其附属公司并未持有本研究报告所评论的发行人的市场资本值的1%或以上。
- (4) 国泰君安国际控股有限公司及/或其附属公司在过去12个月内没有与本研究报告所评论的发行人存在投资银行业务的关系。
- (5) 国泰君安国际控股有限公司及/或其附属公司没有为本研究报告所评论的发行人进行庄家活动。
- (6) 没有任何受聘于国泰君安国际控股有限公司及/或其附属公司的个人担任本研究报告所评论的发行人的高级人员。没有任何国泰君安国际控股有限公司及/或其附属公司有联系的个人为本研究报告所评论的发行人的高级人员。

免责声明

本研究报告并不构成国泰君安证券(香港)有限公司("国泰君安")对购入、购买或认购证券的邀请或要约。国泰君安与其集团公司有可能会与本报告涉及的公司进行投资银行业务或投资服务等其他业务(例如:配售代理、牵头经办人、保荐人、承销商或自营投资)。

国泰君安的销售人员,交易员和其他专业人员可能会口头或书面提供与本研究报告中的观点不一致或截然相反的观点或投资策略。国泰君安的资产管理和投资银行业务团队亦可能会做出与本报告的观点不一致或截然相反的投资决策。

本研究报告中的资料力求准确可靠,但国泰君安不会对该等资料的准确性和完整性做出任何承诺。本研究报告中可能存在一些基于对未来政治和经济状况的某些主观假定和判断而做出的前瞻性估计和预测,而政治和经济状况具有不可预测性和可变性,因此可能具有不确定性。投资者应明白及理解投资之目的和当中的风险,如有需要,投资者在决定投资前务必向其个人财务顾问咨询并谨慎抉择。

本研究报告并非针对且无意向任何隶属于或位于某些司法辖区内之人士或实体发布或供其使用,如果此等发布、公布、可用性或使用会违反该司法辖区内适用的法律或规例、或者会令国泰君安与其集团公司因而必须在此等司法辖区范围内遵守相关注册或牌照规定。

© 2025 国泰君安证券(香港)有限公司版权所有,不得翻印

香港中环皇后大道中181号新纪元广场低座27楼

电话: (852) 2509-9118 传真: (852) 2509-7793

网址: www.gtjai.com