

“特朗普衰退交易”预期下的商品走势之（五） 美国关税政策不确定下的商品逻辑

通惠期货研发部

李英杰

从业编号：F3040852

投资咨询：Z0010294

手机：18516056442

liyingjie@thqh.com.cn

www.thqh.com.cn

美国总统特朗普实施所谓的“对等关税”政策以来，美国与各国之间的贸易争端经历了一场剧烈而复杂的变革，对全球资本市场产生了巨大而深远的影响，使得投资者信心骤降，全球金融市场的不确定性骤然上升，各市场之间联动加剧了整体动荡，当前全球贸易秩序正经历自2008年金融危机以来最剧烈的重构。

4月2日特朗普在“解放日”仪式上正式签署《对等关税法案》后，美国对华关税在8天内经历了三级跳式的升级：从54%（基础关税20%+对等税34%）到104%，最终在4月8日定格于125%的极限税率。中国随即在4月10日启动84%的全面反制关税，并对14种稀土金属实施出口管制，直接威胁美国军工及新能源产业链的原料安全。

4月10日，美国总统特朗普宣布对全球75个未对美国采取报复性关税措施的国家实施为期90天的关税暂停政策，期间这些国家对美出口商品的互惠关税将从原计划的49%降至10%，中国成为唯一未获任何关税减免的主要经济体，此举被视为美国针对中国的“极限施压”升级。

根据最新消息，特朗普4月11日威胁称，如果各国不能与美国达成协议，他将改变对特定国家暂缓90天“对等关税”的做法，并将关税恢复到更高水平。

各国之间通过双边及多边谈判和反制措施，试图在维持自身利益与缓和冲突之间寻求平衡，整体上呈现出单边施压与多边反制相互交织、不断调整的局面。尽管各方在一些领域实现了局部的缓解，但贸易战的深远影响仍在延续，并对全球供应链、国际贸易规则和各国经济发展构成长期不确定性，而这场关税博弈的烈度则远超市场预期，美国资本市场均经历了前所未有的波动。

股票市场方面，主要指数大幅下滑，道琼斯连续遭遇千点以上的跌幅，标普500指数短暂触及约5,268点的低位，同时个股（尤其是科技龙头）的市值大幅缩水，显示出市场恐慌情绪与不确定性。

债券市场则反映出流动性紧张和收益率飙升，10年期国债收益率一度上涨近65个基点，这种波动让传统的避险资产也显得动荡不安。

商品市场中，国际油价和铜价分别经历了显著下跌，油价累计跌幅达到15%左右，布伦特原油价格一度跌破60美元/桶，创下自2021年2月以来新低，铜价下跌约4%，均反映出全球经济预期转弱与贸易摩擦带来的供需失衡。

具体来看，原油面临着需求萎缩与供应过剩双重压力，短期承压但区域分化。需求冲击与衰退预期是主导油价下跌的直接原因，特朗普 125%关税政策加剧全球贸易摩擦，市场对经济衰退的担忧升温，导致原油需求预期显著下调。据 WTO 模型测算，若关税全面实施，全球贸易量可能收缩 3-5%，拖累原油消费增长。OPEC+在 4 月 3 日宣布 5 月增产 41 万桶/日，供应过剩风险进一步放大，WTI 原油价格已跌至 60 美元/桶附近（四年低点），布伦特原油中枢下移至 63-65 美元区间。此外，中国对美原油依赖度低（仅占进口总量约 0.5%），但全球贸易战引发的物流调整可能支撑区域价差。例如，中国可能转向中东进口原油以替代美国 LPG，而印度、东南亚可能增加美国 LPG 采购，推动布油-WTI 价差扩大策略成为机构交易热点。不过，美国页岩油厂商套期保值头寸达 4.2 亿桶的历史峰值，显示本土需求萎缩预期，短期仍压制油价。

铜价在供应链重构与需求坍塌主导下短期暴跌，但中期存修复可能。关税政策导致全球制造业 PMI 预期下调，工业金属需求坍塌。LME 铜价单周暴跌 14.6%，一度跌破 8500 美元/吨，创 2020 年以来最大跌幅。中国作为最大消费国（占全球 53%），对美铜进口依赖度低（废铜、铜精矿占比不足 7%），但关税引发的恐慌性抛售导致沪伦铜价倒挂（上海溢价达 1000 美元/吨），吸引中国买家抄底，推动铜价短期反弹。美国囤积铜库存（3 月进口量激增至 50 万吨/月，正常为 7 万吨）导致 LME 库存骤降，而中国冶炼厂因加工费跌至 -16 美元/吨被迫减产，再生铜进口量同比增 27%。中长期看，关税加速供应链区域化（如欧洲转向非洲铜矿、北美开发本土资源），但新能源需求（数据中心用铜预计 2050 年增 6 倍）或将支撑铜价在 8000 美元附近企稳。

对于黄金来说，避险需求与滞胀预期共振，中长期上行逻辑强化。黄金作为终极避险资产，在关税政策落地后一度飙升至 3167 美元/盎司的历史性新高。尽管短期因流动性挤兑回落至 3000 美元以下，但市场对“滞胀”场景的定价（美国核心 PCE 或额外抬升 0.8 个百分点）仍推动黄金继续上涨。新兴市场央行购金（如中国 1 月净购 18 吨）及美国债务扩张担忧进一步强化长期支撑。高盛模型显示，若关税全面实施，黄金对贸易摩擦的 beta 系数达 1.8，避险属性仍主导市场做多情绪。

展望后市，未来随着政策调整和国际谈判的进程，市场也许会迎来阶段性的回暖，但短期内的风险和波动性仍将持续。



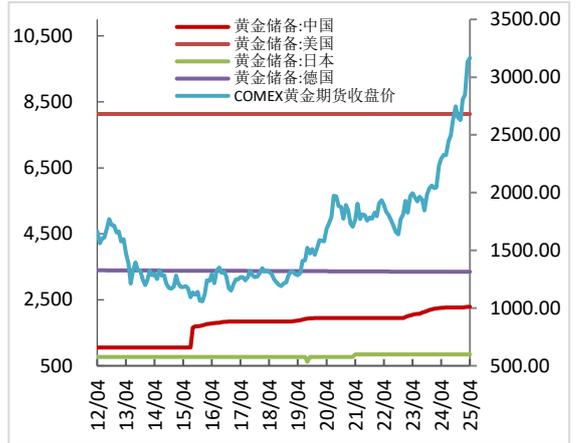
原油、燃料油日报

图 1：美联储利率政策与 WTI 价格走势



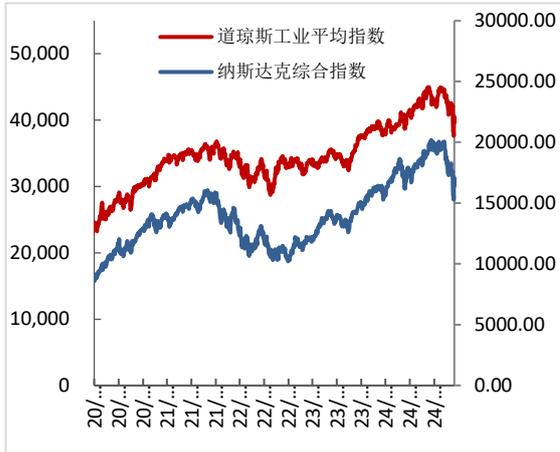
数据来源：美联储、NYMEX、通惠期货研发部

图 2：各国黄金储备与黄金价格



数据来源：世界黄金协会、COMEX、通惠期货研发部

图 3：道琼斯工业指数与纳斯达克综合指数



数据来源：IFIND、通惠期货研发部

图 4：标普 500 指数与总市值



数据来源：Baker Hughes、通惠期货研发部

图 5：COMEX-LME 铜价及价差



数据来源：COMEX、LME、通惠期货研发部

图 6：COMEX-LME 铜库存



数据来源：COMEX、LME、通惠期货研发部



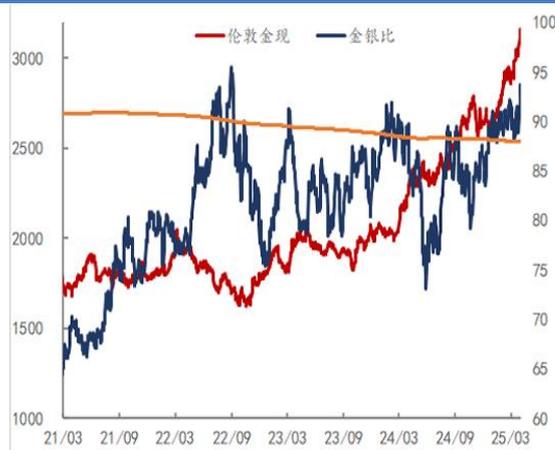
原油、燃料油日报

图 7：铜精矿粗炼费（TC）



数据来源：IFIND、通惠期货研发部

图 8：金银比



数据来源：IFIND、通惠期货研发部

分析师承诺

本人(或研究团队)以勤勉的职业态度,独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了本人(或研究团队)的研究观点。本人(或研究团队)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接收到任何形式的报酬。

免责声明

客户不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。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。本公司不确保本报告充分考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户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。

在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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责。

若本报告的接收人非本公司的客户,应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

咨询热线: 021-68864915

地址: 上海市浦东新区陆家嘴西路 99 号万向大厦 7 楼

邮编: 200120

电话: 021-68866986 传真: 021-68866985

