

宏观经济专题研究

贸易冲突再起，资产价格如何演绎？

核心观点

进入四季度，中美将就贸易问题进入新一轮密集谈判。总体而言，两国贸易往来的中长期不确定性依然较强，当下不妨对今年4-5月中美首轮贸易交锋的主要事件进行回顾，并复盘这一时期商品和债券等资产走势，对下一阶段可能出现的市场波动提供借鉴。

时间线：4月，特朗普政府以“对等关税”为由，悍然对我和全球多个国家发起贸易战。中美经贸关系经历了一段极为紧张的时期。

4月2日，特朗普宣布对来自中国的商品加征34%的“对等关税”。我国对等回应后，4月8日美国将关税从34%提高至84%，并在次日全面提升至125%。

进入5月，受制于内部压力，美国姿态有所软化，并表示愿通过外交对话渠道解决贸易摩擦。5月12日，中美双方在日内瓦达成协议，美国取消对中国商品加征的共计91%的关税，同时将4月2日加征的34%关税，暂停其中的24个百分点90天，仅保留10%的关税。至此，4月以来的贸易摩擦阶段性缓和，并在8月斯德哥尔摩会谈中再次延续90天。

美元与商品：贸易不确定性带来全球增长担忧加剧。避险情绪升温。

美国政府“对等关税”宣布后，美元指数显著走弱。同时，全球避险情绪快速升温，进一步推升了黄金价格。在贸易不确定下，全球增长前景出现较大不确定性，大宗商品普遍走弱，其中全球定价品种跌幅显著大于国内品种。

未来看，贸易冲突下，方向上，更容易出现黄金价格上涨而其他大宗商品疲弱的情况，节奏上，贸易政策冲突所带来的影响往往在短期内出清，且可能带来超调机会。另外，需要特别指出的是，当前贸易谈判主要集中于中美两国之间，这与4月份美国宣布对等关税直接冲击全球的情况有所不同。

债市展望：基本面承压，债市有望阶段性反弹。

复盘4月中美贸易摩擦下，债市收益率下行18BP。参考上一轮中美贸易摩擦经验来看，突发关税及制裁事件对债券市场的冲击会快速定价。4月份关税政策发布后两个交易日债券市场出现了超过5个BP的波动，随后中美继续加码贸易制裁，但反映在债券市场上的影响大幅减弱。

前瞻来看，我们认为10月债市反弹概率更大。首先，7月和8月国内经济运行压力较大，阶段内货币政策有望继续放松。其次，当前10-1期限利差40BP，处于历史中位数上方，反映了一个相对中性的经济预期，在货币政策稳定的背景下长端继续上行压力不大。再次，A股依然呈现结构市的特征，股市对债市的情绪压制已然减弱。

风险提示：海外市场动荡，海外政策的不确定性。

经济研究·宏观专题

证券分析师：邵兴宇 010-88005483
shaoxingyu@guosen.com.cn
S0980523070001

证券分析师：季家辉 021-61761056
jijiahui@guosen.com.cn
S0980522010002

证券分析师：陈笑楠 021-60375421
chenxiaonan@guosen.com.cn
S0980524080001

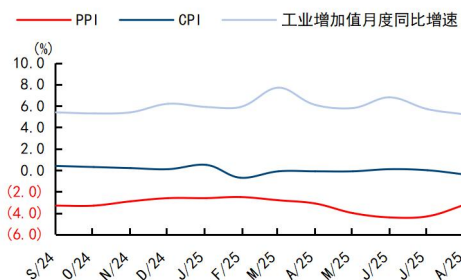
证券分析师：董德志 021-60933158
dongdz@guosen.com.cn
S0980513100001

证券分析师：田地 0755-81982035
tiandi2@guosen.com.cn
S0980524090003

基础数据

固定资产投资累计同比	0.50
社零总额当月同比	3.40
出口当月同比	4.40
M2	8.80

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

《宏观经济专题研究-小商品、大市场：义乌外贸启示录》——2025-10-10

《宏观经济专题研究-收入分配与政府支出结构如何催生通缩压力？》——2025-10-10

《水牛还是价格修复？》——2025-09-25

《大象转身——房地产视角下的宏观经济》——2025-09-05

《宏观专题：反内卷不仅仅是去产能》——2025-09-01

内容目录

4 月关税冲击时间线	4
美元与商品：增长担忧加剧，避险情绪升温	5
债券：基本面承压，债市有望阶段性反弹	7
复盘：4 月贸易摩擦下债市收益率下行 18BP	7
展望：基本面承压，债市有望阶段性反弹	7

图表目录

图1：中美关税水平走势	5
图2：美元指数在4月美国发动关税战后显著走弱	5
图3：同时段黄金价格大幅上行	5
图4：但铜等大宗商品则价格相对走弱	6
图5：国内品种如螺纹钢等亦小幅走弱	6
图6：4月初对等关税宣布后主要资产价格涨跌幅对比	6
图7：中美第一轮贸易摩擦债券市场走势	7
图8：国信证券月度GDP测算	8
图9：股债相关性分析	8

进入四季度，中美将就贸易问题进入新一轮密集谈判。总体而言，两国贸易往来的中长期不确定性依然较强，当下不妨对今年4-5月中美首轮贸易交锋的主要事件进行回顾，并复盘这一时期商品和债券等主要资产走势，对下一阶段可能出现的市场波动提供借鉴。

4月关税冲击时间线

今年4月，特朗普政府在单边主义保护主义的思路下，将经贸问题政治化、武器化、泛安全化，以“对等关税”为由，悍然对我和全球多个国家发动贸易战。中美经贸关系经历了一段极为紧张的时期，双方在短短数日内进行了多轮激烈的关税交锋，局势迅速升级，直至5月12日中美日内瓦会谈出现阶段性缓和。

4月上旬：初步交锋

4月2日，特朗普政府宣布对所有贸易伙伴的进口产品征收额外10%的关税，作为其“基准关税”。同日，宣布基于“对等关税”原则，对来自中国的商品加征34%的关税。

作为对这一无理举动的回应，我国于4月4日宣布对原产于美国的进口商品加征对等的34%关税，并将16家美国实体列入出口管制名单，暂停6家美国企业产品输华资质，将11家美国企业列入不可靠实体清单，完成首轮交锋。

4月中旬：局势升级与战略反制

随后，博弈迅速进入白热化阶段。

4月8日，美国大幅提升对华关税，将“对等关税”从34%提高至84%。我国随即在4月9日采取对等反制，本着“不愿打但也不怕打”的原则，宣布对美加征税率也同步提升至84%。

然而，美国的行动并未停止，在4月9日当天，宣布将对中国商品的关税全面提升至125%。我国在4月11日宣布，对美输华商品加征125%的关税以实施坚决反制，并强调：“如果美方继续关税数字游戏，中方将不予理会”。

在此过程中，双方也进行了一些策略性调整。美国在4月9日宣布对全球70多个国家暂停执行新关税90天；我国则于4月10日宣布对7类稀土相关物项实施出口管制，打出了一张重要的战略资源牌。美国也在4月11日宣布对部分关键商品免征“对等关税”，试图缓解其国内压力。

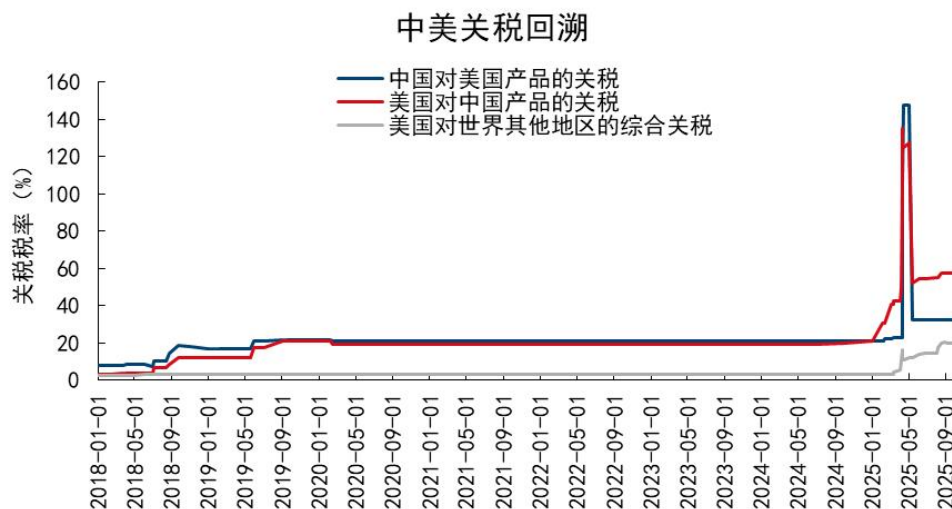
4月下旬及5月初：后续行动与余波

在激烈的关税交锋后，4月17日，美国公布了针对中国海事、物流和造船领域的“301调查”最终措施，开辟了另一个摩擦点。4月23日，美国贸易代表办公室（USTR）宣布就4月份实施的关税征求公众意见，为后续的政策调整埋下伏笔。

进入5月后，受制于内部压力，美国姿态有所软化，并表示愿通过外交对话渠道解决贸易摩擦。5月12日，中美双方在日内瓦会谈并发布《中美日内瓦经贸会谈联合声明》，美国取消对中国商品加征的共计91%的关税，同时将4月2日行政令中规定的34%关税，暂停其中的24个百分点90天，仅保留10%。中方也采取了相应的对等措施。

此后，8月11日达成的《中美斯德哥尔摩经贸会谈联合声明》中，双方同意继续暂停实施24%的关税90天。

图1：中美关税水平走势



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

美元与商品：增长担忧加剧，避险情绪升温

特朗普政府“对等关税”宣布后，美元指数显著走弱。4月2日美国“对等关税”政策公布后，两个交易日内美元指数重挫逾2%。至4月10日，尽管部分国家和地区的“对等关税”暂停，但中美贸易紧张局势升温，美元指数进一步下挫近2%，创自2022年以来最大单日跌幅，到4月底，美元指数盘中跌至97.92的三年低点。

同时，全球避险情绪快速升温，进一步推升了黄金价格。伦敦现货黄金在对等关税宣布后小幅上涨，随后伴随关税局势进一步升温，在4月7日到4月22日出现较为陡峭的拉升。

在贸易不确定下，全球增长前景出现较大不确定性，大宗商品价格普遍走弱。以铜为例，4月2日下午特朗普签署“对等关税”行政令后，4月3日LME铜一度下跌至9330美元/吨，4月4日更是创下6.26%的跌幅。但是，与海外定价大宗商品相比，国内大宗商品尽管也有所走弱，但跌幅相对更轻。整个4月份，螺纹钢价格下跌1.9%。

图2：美元指数在4月美国发动关税战后显著走弱



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图3：同时段黄金价格大幅上行



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

借鉴4月份对等关税后的资产价格走势经验，贸易局势不确定性将直接推升避险情绪，同时引发对增长前景的担忧。在这种情况下，方向上，更容易出现黄金价格上涨而其他大宗商品疲弱的情况，节奏上，贸易不确定性所带来的影响往往在短期内出清，且往往带来超调机会。另外，需要特别指出的是，当前贸易谈判主要集中于中美两国之间，这与4月份美国宣布对等关税直接冲击全球的情况有所不同，因而其影响可能也有所区别。

图4：但铜等大宗商品则价格相对走弱



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

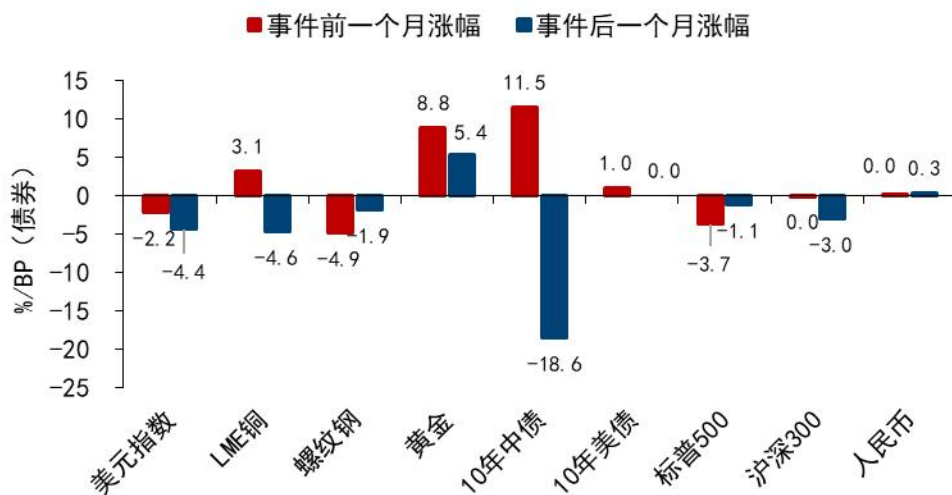
图5：国内品种如螺纹钢等亦小幅走弱



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图6：4月初对等关税宣布后主要资产价格涨跌幅对比

4月初对等关税前后主要大类资产表现



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理。注：中国国债及美国国债为收益率变动。

债券：基本面承压，债市有望阶段性反弹

复盘：4月贸易摩擦下债市收益率下行 18BP

美国关税政策发布前，避险情绪上升推动债券利率下行。4月2日10年期国债收益率下行2.2BP至1.79%。

美国关税政策发布当日，债券收益率快速下行。美国政府宣布全面加征关税当日，债市开盘后大幅走强，10年期国债到期收益率下行7.1BP至1.72%。

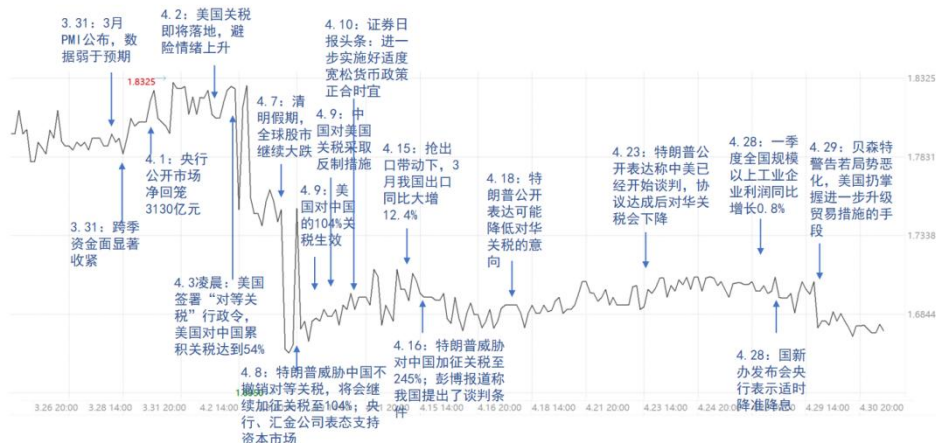
美国关税政策发布后，我国开启关税反制，中美贸易摩擦升级，债市继续上涨。

4月4日清明节假期间，中国宣布对美采取关税以及出口反制，节后4月7日债市开盘后利率快速下行，全天10年期国债到期收益率下行8.6BP至1.63%。

4月8日，美国威胁将“对等关税”提高至84%，综合税率为104%。受此消息影响，4月9日早盘债市利率进一步下行。随后国务院发布《关于中美经贸关系若干问题的中方立场》白皮书，释放了与美国对话协商的信号，债市利率转为上行，全天10年期国债收益率上行3BP至1.66%。

4月9日盘后国务院关税税则委员会发布公告，调整对原产于美国的进口商品加征关税措施，由加征34%提高至84%。随后特朗普回应宣布对对华关税提高至125%。4月10日，证券日报头版评论“进一步实施好适度宽松货币政策正合时宜”；统计局发布通胀数据，3月CPI同比下降0.1%，PPI同比下降2.5%。4月10日开盘后债市定价关税增加、降息预期以及通胀偏弱，10年期国债收益率下行1.2BP至1.65%。

图7：中美第一轮贸易摩擦债券市场走势



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

展望：基本面承压，债市有望阶段性反弹

参考上一轮中美贸易摩擦经验来看，突发关税及制裁事件对债券市场的冲击会快速定价。4月关税政策发布后两个交易日债券市场出现了超过5个BP的波动，随后中美围绕贸易问题博弈加剧，但反映在债券市场上的影响大幅减弱。

前瞻来看，我们认为10月债市反弹概率更大。首先，7月和8月国内经济运行压

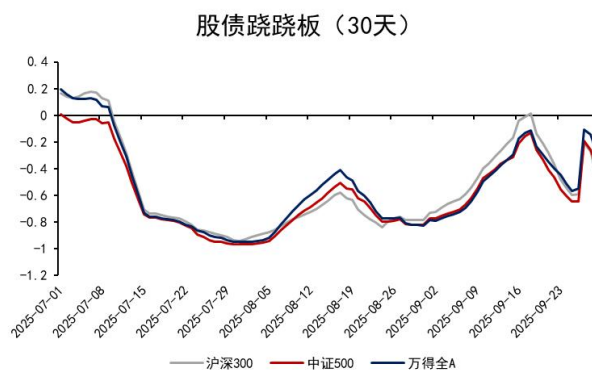
力较大，阶段内货币政策有望继续放松。其次，当前 10-1 期限利差 40BP，处于历史中位数上方，反映了一个相对中性的经济预期，在货币政策稳定的背景下长端继续上行压力不大。再次，A 股依然呈现结构市的特征，股市对债市的情绪压制已然减弱。

图8: 国信证券月度 GDP 测算



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图9: 股债相关性分析



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

风险提示

海外市场动荡，国内政策执行的不确定性。

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 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。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司

关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所意见或建议不一致的投资决策。

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。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。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，我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。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032