



宏观研究报告

2025年4月14日

周浩

+852 2509 7582

Hao.zhou@gtjas.com.hk

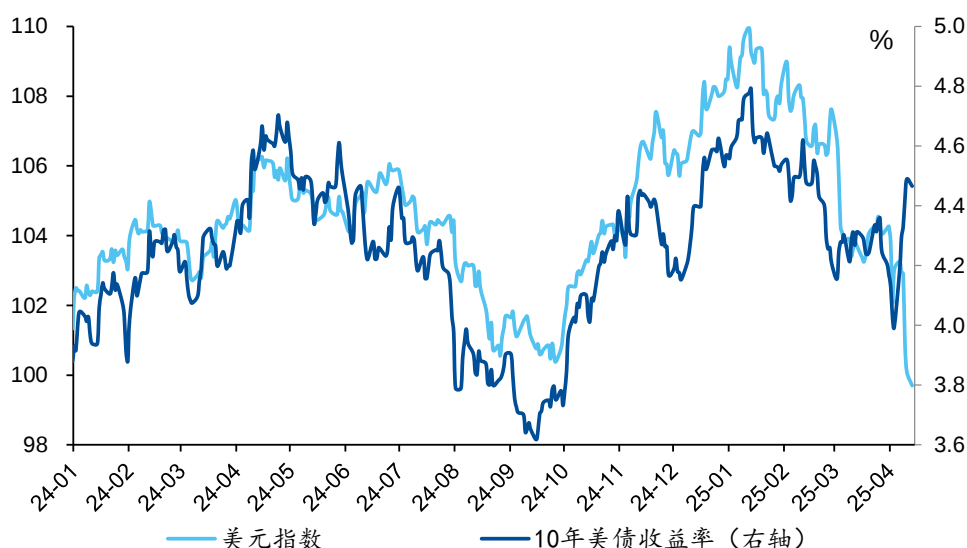
孙英超

+852 2509 2603

billy.sun@gtjas.com.hk

美国“股债汇”多杀：危机重重？

股债汇三杀表明“信任危机”



资料来源: Bloomberg, 国泰君安国际

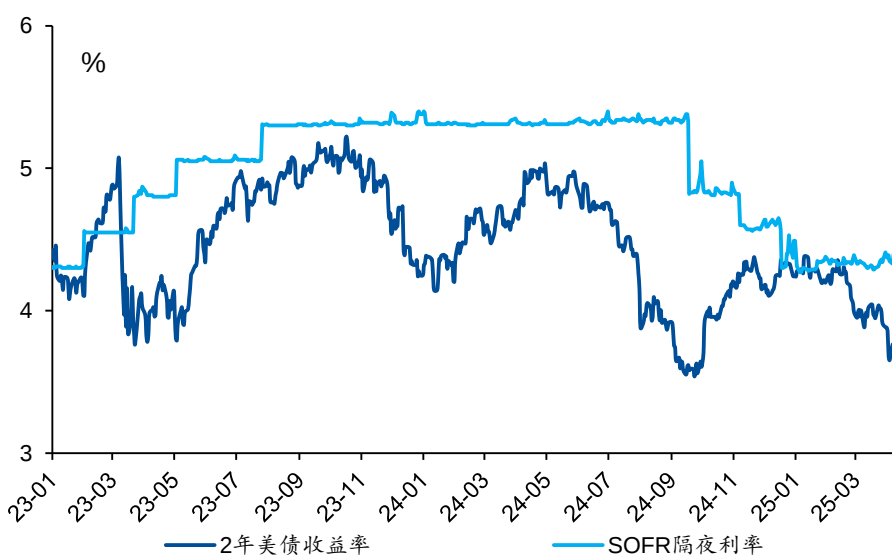
- 在特朗普关税战白热化的进程中，美国金融市场在过去一周剧烈波动，这导致市场一度怀疑基本面和技术面分析的有效性，捉摸不定的关税博弈成为短期投资者最关注的指标。虽然我们并不能量化关税博弈带给市场的冲击，但从定性角度看，金融资产价格走势从未脱离过基本面数据。
- 对于特朗普调整关税的目标，推动制造业回流可能并不全面，缓解财政赤字也是重要目标。根据 Tax Foundation 的估算，美国进口商品关税将从 2024 年的 2.5% 升至 16.5%，在不考虑其他国家反制的情况下，未来 10 年，基础关税将提高 1.5 万亿美元的财政收入，惩罚性关税将提高 1.3 万亿美元的财政收入。
- 站在通胀的视角，近期美债收益率的走势略显突兀，各期限美债收益率在过去一周均有不同程度上行。结合近期美国经济数据及主要大宗商品价格的波动，本轮收益率飙升或许主要源于投资者行为：首先，对冲基金基差交易爆仓引发美债抛售；其次，部分机构可能因为流动性压力出售美债；最后，部分国家央行可能也出于不同目标出售美债以获取流动性。
- 美债利率尤其是长端美债利率的大幅上行，同时美元指数出现大幅下行，意味着对于美元的“信任危机”。从美国财政部目前的反应而言，其对于 10 年美债收益率（被认为是其最关键的 KPI）的飙升表现出较高的关注度。
- 面对信任危机，特朗普政府如果不会对关税政策进行大幅修改，那么就只能寄望于在较短时间内达成一揽子贸易协议，亦或是期待非美经济体出现严重衰退，而达到重新树立信心的目的。因此，第二季度是检验各国经济成色的关键窗口期，特朗普打开了关税大门，其实也给自己未来的工作上了难度和强度。

在特朗普关税战白热化的进程中，美国金融市场在过去一周剧烈波动，这导致市场一度怀疑基本面和技术面分析的有效性，捉摸不定的关税博弈成为短期投资者最关注的指标。虽然我们并不能量化关税博弈带给市场的冲击，但从定性角度看，金融资产价格走势从未脱离过基本面数据。站在几十年的时间跨度上，过去一周毫无疑问是具有历史性的转折点，美国现任总统特朗普一手“摧毁”了长期以来由美国主导的全球自由贸易体系——美国对全球国家/地区加征不同程度关税，甚至连只有海豹和企鹅栖息的荒凉之地都没有放过。

对于特朗普调整关税的目标，推动制造业回流可能并不全面，缓解财政赤字也是重要目标。根据 Tax Foundation 的估算，美国进口商品关税将从2024年的2.5%升至16.5%，为1937年以来最高水平；此外在不考虑反制关税的情况下，未来10年，基础关税将提高1.5万亿美元的财政收入，惩罚性关税将提高1.3万亿美元的财政收入。不可否认的是，提高关税对于缓解财政赤字有直接的效果，但是这并不能从根本上改变当前美国财政入不敷出的窘境，然而关税对既有平稳贸易秩序的冲击从而引发的衰退担忧却是立竿见影的。Tax Foundation 预测同样显示，基础关税、惩罚性关税会分别降低美国GDP 0.4%及0.3%，仅2025年会直接降低美国家庭的税后收入接近2%；与此同时，耶鲁大学预算实验室的数据显示，近期的关税可能导致今年美国整体通胀率上升2.3%，包括食品价格上涨2.8%和汽车价格上涨8.4%，相当于给美国每个普通家庭每年造成3,800美元的损失。

美国通胀数据超预期降温。美国3月CPI同比上涨2.4%，为7个月来最低水平，略低于预期的2.5%，较前值2.8%明显下降；环比-0.1%，为2024年6月以来首次为负，同时为2020年5月以来最低水平，预期为上涨0.1%。3月核心CPI同比上涨2.8%，涨幅为连续第二个月回落，创2021年3月以来最低记录。

图 1: 美元融资成本保持稳定



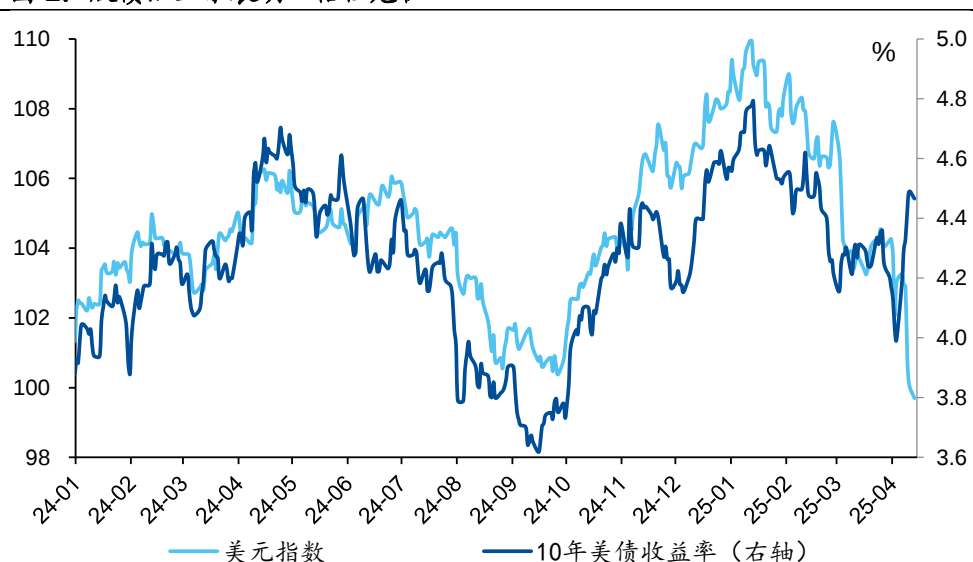
资料来源: Bloomberg, 国泰君安国际

站在通胀的视角，近期美债收益率的走势略显突兀，各期限美债收益率在过去一周均有不同程度上行。2 年期美债收益率累计上行超 30 基点，市场更为关注的基准 10 年期美债收益率上行幅度更是近 50 基点。结合近期美国经济数据及主要大宗商品价格的波动，本轮收益率飙升或许主要源于投资者行为。具体而言，可能有以下原因：首先，对冲基金基差交易爆仓引发美债抛售。通常这类操作的杠杆比例较高，可能达到几十倍甚至上百倍。若美债利率在短期内快速上升，基差交易中持有美债现货多头的一方可能会面临爆仓风险，需要追加保证金。其次，部分机构可能因为流动性压力出售美债。近期美股市场的大幅调整也导致部分股市投资者面临追加保证金压力，在这种情况下，机构投资者不得不处理部分资产以满足相关要求。最后，部分国家央行可能也出于不同目标出售美债以获取流动性。

从上述分析中不难发现满足流动性需求是导致美债收益率飙升的重要因素，这是否会进一步引发美元流动性危机？总体来看，这种担忧尚早。一方面，金融体系流动性监控重要指标 SOFR-OIS 利差在美债收益率上行期间反而有所收窄，远低于 2023 年硅谷银行危机爆发时水平，此外，金融及非金融商票利差数据 4 月 9 日有所收窄，本轮高点接近 2023 年 3 月硅谷银行风险爆发时水平，但大幅低于 2020 年 3 月疫情与 2008 年金融危机。因此，美元流动性纵然有所收紧，但尚未达到触发流动性危机的程度。

从这个角度而言，美债利率尤其是长端美债利率的大幅上行，同时美元指数出现大幅下行，意味着对于美元的“信任危机”。市场担忧的是美国关税大幅提高后，美国的通胀和经济会受到严重的冲击，同时受制于关税，美联储降息的空间也可能被收窄，这也会影响经济的前景。

图 2：股债汇三杀表明“信任危机”



资料来源：Bloomberg，国泰君安国际

从美国财政部目前的反应而言，其对于 10 年美债收益率（被认为是其最关键的 KPI）的飙升表现出较高的关注度。事实上，10 债收益率并没有创出新高，但却引发了市场的强烈关注，这似乎也意味着未来关于美债收益率的博弈，将会愈发影响市场情绪。美联储和财政部仍然会有各种技术手段，比如放缓缩表、QE、扭曲操作、使用 TGA 余额以及回购等种种方式，来控制长端利率的上行。但面对信任危机，特朗普政府如果不会对关税政策进行大幅修改，那么就只能寄望于在较短时间内达成一揽子贸易协议，亦或是期待非美经济体出现严重衰退，而达到重新树立信心的目的。然而，如果非美经济体受到关税冲击，其也会采取各种方式来提振自身的经济，并刺激总需求。从这个角度而言，第二季度是检验各国经济成色的关键窗口期，特朗普打开了关税大门，其实也给自己未来的工作上了难度和强度。

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