

在不确定性中寻找确定性

——市场走势点评+宏观策略展望

报告导读

4月3日特朗普在白宫签署“对等关税”的行政令，宣布对所有贸易伙伴设立10%的“最低基准关税”，广谱10%的关税将于4月5日生效，对于以中国、越南和欧盟为代表的“重点贸易逆差国”，本轮对等关税的累计加征幅度达到了20%-54%不等。相较于其他国家（如加拿大、墨西哥、欧盟等）较为妥协的态度，中国对美国关税威胁保持了较强的战略定力，并在特朗普上任后的前2次关税威胁后，均采取了反制措施。在4月3日美国“对等关税”宣布后，中国在次日便宣布了多项反制措施，包括对所有进口商品征收34%关税，将16家美国企业列入出口管制名单和对中重稀土相关物项实施出口管制等。随着全球贸易冲突发酵，市场risk-off情绪明显升温，风险资产“全军覆没”，甚至以黄金为代表的传统避险资产也出现显著调整；但以美债、日元和VIX等资产却迎来一波较为强势的涨幅。我们认为在当前情形下，市场交易主线仍是以“避险”为主，具体有2条交易主线可以关注：一是以美债、日元和VIX等在受益于市场波动加大的资产；二是在权益资产层面，关注高股息、内需和粮食安全为代表的避险型板块。

投资要点

□ 特朗普宣布对等关税，美国对外有效关税税率抬升至1910年以来最高水平

4月3日特朗普在白宫签署“对等关税”的行政令，宣布对所有贸易伙伴设立10%的“最低基准关税”，广谱10%的关税将于4月5日生效；对于“重点贸易逆差国”，关税加征幅度更大，中国为34%，越南遭受最终打击调整为46%，欧盟为20%，日本为24%，印度为26%，泰国为36%。本轮“对等关税”主要基于以下考量：

一是边关税+增值税水平，本次对欧盟、印度加征关税多出于此考量。截至2024年，关税+增值税和美国差异最大的国家是印度，17.9%，其中关税差6.5%，增值税差11.4%；其次是欧盟，总计16.7%，其中关税差1.7%，增值税差15%；第三是墨西哥，总计9.4%，主要均为增值税差额造成。

二是双边贸易差额水平，2024年美国贸易逆差总计1.20万亿美元，中国、欧盟和墨西哥分别贡献25%、20%和14%的贸易差额。

三是非关税壁垒，是对华加征关税的最重要借口。

按照耶鲁大学预算实验室最新测算，美国有效关税税率升至22.5%，达到1910年以来最高水平。

分析师：

曹潮

中央编号：

BVH841

联系电话：

852-9658 1360

邮箱：

caochao@cnszsqh.hk

相关报告

□ 中国对特朗普关税威胁保持了较强的战略定力，并在4月4日宣布了反制措施

相较于其他国家（如加拿大、墨西哥、欧盟等）较为妥协的态度，中国对美国关税威胁保持了较强的战略定力，并在此前均采取了反制措施。自2025年2月以来，美国政府以芬太尼问题等为由，对中国关税累计税率升至20%。中国随即采取反制措施，自2月10日起对原产于美国的煤炭、液化天然气（LNG）加征15%关税，对原油、农业机械、大排量汽车等加征10%关税。3月4日，中方进一步扩大反制范围，新增对鸡肉、小麦、玉米、棉花等农产品加征15%关税，并将部分商品关税生效时间延至3月10日。对于本轮威胁，随着在4月3日美国“对等关税”宣布后，中国在次日便宣布了多项反制措施，包括对美所有进口商品征收34%关税，将16家美国企业列入出口管制名单和对中重稀土相关物项实施出口管制等。

□ 当前贸易战存在进一步升级可能，而当前美联储降息意愿也不强，市场仍存在较大不确定性

从特朗普内阁成员表述来看，鉴于多数国家难以在4月9日与美国达成有效协议，以及中国对于美方贸易战的强硬态度，我们预计当前贸易战存在进一步升级可能。

4月6日，特朗普内阁核心成员商务部长霍华德·卢特尼克在周日接受《面对全国》节目采访时表示，即使面对全球股市抛售，特朗普政府仍将坚定地对美国主要贸易伙伴实施对等关税。同期，财政部长本森特在接受CNBC采访时，提到美国实施新关税是有必要的，并驳斥了新关税会导致美国经济衰退的观点；另外，他还提到已有50多个国家致电美国政府寻求谈判，但任何谈判都需要时间，美国需要看看这些国家能给出什么条件，以及这些条件是否可信。

从特朗普内阁核心成员表态来看，4月9日的全面“对等关税”基本难以避免，尽管美国的其他贸易盟友加拿大、墨西哥、欧盟态度均倾向于软化，但美国与这些国家达成实质性协议也难以在几天之内完成，而中国对美方关税施压所采取的强硬态度，我们预计贸易战存在进一步升级可能。

对于近期美股大跌和美国关税带来的不确定性，美联储则基本延续了1月FOMC会议以来的态度，认为在通胀仍处于高位、经济并未出现明显走弱的风险下，短期内没有降息的必要。4月4日鲍威尔发表讲话中提到，目前尚难确切评估关税的影响。但现在可以预见的是，关税的提高幅度超出预期，其经济影响也会比预期要大，包括更高的通胀和更慢的增长；对于当日特朗普在truth social上喊话美联储应当尽快降息的表态，鲍威尔则作出了明显的回应：在对经济未来前景有更明确的认识时，美联储的政策立场不会调整。

但相较于3月FOMC会议中，鲍威尔曾明显淡化关税冲击，认为关税冲击是“一次性”且“暂时”的，本轮超预期关税也使得鲍威尔对于后续政策的态度更为纠结。按照耶鲁大学budget lab的计算，本轮关税使美国平均有效关税税率升至22.5%，预计在年内将使物价水平上升2.3%，折合2024年平均每户家庭消费者损失约3800美元；对2025年GDP的拖累达到0.87%。与2019年不同的是，当前美国通胀中枢明显高于上一轮贸易战，高关税对通胀以及长期通胀预期的影响是一个待评估的潜在风险，会约束美联储如2019年一样预防性降息。

□ 与此前美股迎来显著调整的情形不同的是，当前美国经济的硬数据并没有明显走弱，市场主要是在交易预期：

当前市场在交易什么？从市场走势来看，以美股为代表的风险资产基本“全军覆没”，甚至连黄金这种传统的避险资产也迎来显著调整；但以美债、日元和 VIX 为代表的避险资产则明显上涨，从过去 2 周以来美债和 VIX 的上行幅度来看，本轮市场交易与 2020 年 3 月疫情期间和 2024 年 8 月期间的行情有点类似，此间美债、VIX 和日元具备较强的正相关性，而美股、商品为代表的风险资产则明显调整。

但与 2020 年 3 月和 2024 年 8 月的行情有明显不同的是，当前美国的硬数据并没有明显走弱，2020 年 3 月和 2024 年 8 月的两波美债和 VIX 齐涨行情期间，非农和零售数据都出现了明显走弱，2020 年 4 月，非农新增就业由 26.1 万人，一度跌至-2 亿人，失业率由 4.4% 上行至 14.8%；2024 年 8 月期间，当月新增非农就业 11.4 万，为 2024 年 4 月以来最小增幅，预期为增 17.5 万，失业率上升至 4.3%，预期 4.1%，同期日央行超预期引发 carry trade 逆转，导致市场回撤幅度和 VIX 指数双双抬升。但从 4 月公布的非农数据看，当月非农新增就业达到 22.8 万人，失业率仅上行 0.01 个百分点，并且主要由新进入者贡献，此前公布的个人消费支出和地产销售数据也偏强，“硬数据”反应美国经济没有明显的下行风险。经济数据相对维持韧性，说明市场主要是在交易关税冲击下的悲观预期。

从过去经验来看，市场的预期也不一定对，以 2024 年 8 月为例，当时日元 carry trade 逆转和非农超预期走弱，市场一度预期美国经济将陷入“硬着陆”，此间 VIX 一度上行至 38.5，10Y 美债收益率由 4.2% 下行至 3.6 下方；但随着后续美国一系列经济数据优于预期，市场的悲观情绪最终扭转，VIX 最终回落至 20 下方，10Y 美债利率也由 3.6% 的低点反弹至 4.8%。

尽管市场预期不一定对，但关税存在进一步升级可能+美联储仍将对利率调整处于观望状态的背景下，市场短期内的悲观预期难以扭转，此前市场预期的美联储看跌期权（Fed Put）这次可能也不会生效。

□ 市场悲观预期难以扭转、美联储看跌期权难以生效的背景下，市场仍是以“避险”为交易主线

鉴于“避险”仍是市场的交易主线，我们认为有以下几条线索可以关注：一是从宏观大类资产层面，美债、日元和 VIX 在避险情绪升温下的交易机会，二是权益资产层面，关注高股息、内需和粮食安全为代表的避险型板块。

一、10Y 美债利率已经下探至 3.9%，与我们此前预期完全一致，预计上半年的低点可能会达到 3.6%。

我们在此前的报告中便已多次提示，美债在经济陷入“类滞胀”行情+财政部影子“QE”重启两因素共振下，或将在 Q1-Q2 期间走出一波牛平行情：

一方面，特朗普上任以来的一系列改善财政收支政策都会导致经济承压。首先是关税政策或将导致经济放缓和通胀上行，耶鲁大学 Budget lab 预计 4 月对等关税的全面落地，对经济的拖累将达到-1.2%，并导致通胀水平上行超 2.1% 对应 2025 年的通胀中枢或抬升至 4% 以上；二是马斯克的政府效率部门（DOGE）大规模裁员会导致非农数据承压，当前美国联邦政府雇员在 200 万人左右，智

库 Brookings 还预计外包雇员占正式员工比重超过 2 倍；如果 DOGE 部门裁员潮持续，可能会导致失业率上行及非农中枢的走弱。

另一方面，当前债务上限争端仍悬而未决背景下，财政部也难以有效提高长债的发行比例；从近期新财长本森特的偏鸽表述来看，财政部可能会继续通过财政部通过 ATI (Active Treasury Issuance, 即影子“QE”) 的方式，超量发行短端美债（1 年期及以下 T-Bill）以压制期限溢价。

从历史层面看，鉴于本轮市场对特朗普关税政策评估的冲击明显大于 2024 年 8 月期间，此间 10Y 美债利率由 4.2% 回落至 3.6%，下行幅度超过 60 个 bps，我们预计本轮 10Y 美债下行幅度或超过 80 个 bps，对应的年内低点为 3.5%。

二、日元作为传统避险资产，有望在本轮市场行情中走强：

日元资产具有避险属性。一是日央行长期维持低利率，融资利率极低，海外投资的常见模式是拆入日元，换汇后投资全球的高收益资产（如权益资产）；当风险事件爆发时，投资者在卖出高收益资产的同时，买入日元偿还贷款，资金回流日本进而推升日元汇率以及相关日元资产。二是在巨额外汇储备、资本项目可兑换等因素支持下，日元具备灵活结算并跨境流动的特征，这也是日元成为避险货币的重要原因。三是日本机构海外持有资产近 4 万亿美元，当全球出现风险时，资金也会呈现出回流本土的避险特征。回顾历史，VIX 指数、地缘政治风险指数上行期间，日元往往也呈现升值特征。

三、VIX 已经上行至 45 的历史高位，上行动能已经不足，可以逢高做空：

回顾疫情以来的 VIX 指数走势，当前 VIX 指数已经升至 45.5 的高位，高于 2024 年 8 月 37 的峰值，但低于 2020 年 3 月 60 的峰值；我们预计本轮关税对市场的冲击可能会介于疫情和 2024 年 8 月事件的中间水平，VIX 指数的进一步上行动能也有限，可能会在高点触及 50 后，随着特朗普与贸易伙伴达成协议后，市场不确定性消散后逐渐回落；因此可以在此背景之下逢高做空。

□ 中国对美关税反击下的港股投资机会

一、市场风格切换机会

高股息板块：前期港股科技行情较为强势，高股息板块表现平平，贸易战可能引发市场风格切换，防御性的高股息板块有望重拾优势。例如：三大运营商、大型国有银行、香港本地公用事业股等。

二、结构性行业板块机会

黄金板块：全球贸易摩擦加剧，黄金是典型的避险资产，此外各大央行的黄金增持仍在继续，地缘风险和央行增持有望带动黄金中枢价值进一步走高，黄金股有望受益。例如：紫金矿业（2899.HK）。

芯片半导体：中美贸易战升级或加大对中国半导体管制，甚至中方可能在半导体领域反击，并且美国对华出口中半导体占比最大，因此国产半导体公司有望进一步受益。例如：中芯国际（0981.HK）。

内需板块：贸易战升级或严重拖累外需，内需将成最主要抓手。关注内需消费机会，同时避开对美贸易占比较大的公司。例如：农夫山泉（9633.HK）、卫龙美味（9985.HK）、安踏体育（2020.HK）、泡泡玛特（9992.HK）。

粮食安全：由于美国对华出口呈现出“农业+高科技”的特征，从美国进口的农业产品中包括大豆、肉类、玉米等。此次中国对美关税反击，有望助推国内相关农产品板块。例如中粮家佳康（1610. HK）、十月稻田（9676. HK）。

医疗器械：美国是中国医疗器械的最大进口来源国，但随着中国对美加征报复性关税，国产医疗器械有望加速进口替代。相关港股标的例如：微创医疗（0853. HK）。

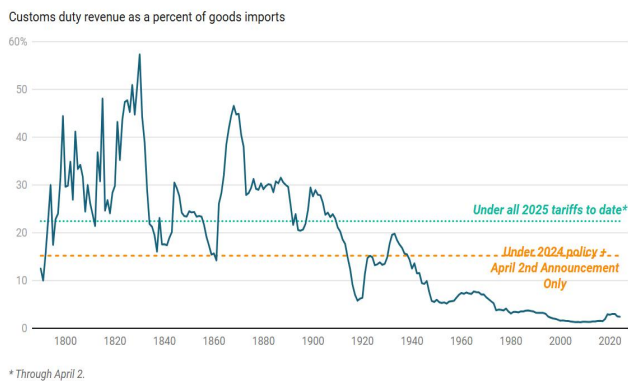
稀土管制：中国政府宣布对中重稀土相关物项实施出口管制，收紧供给提升全球定价权。利好稀土相关公司，例如：金力永磁（6680. HK）。

风险提示

国内经济复苏不及预期；国内政策宽松力度不及预期；美联储加息节奏超预期

图表目录

图表 1：美国对外有效关税税率（%）	7
图表 2：本轮对等关税主要加征国家情况（%）	7
图表 3：卢特尼克宣称对等关税政策不会被推迟	7
图表 4：2020 年 3 月和 2024 年 8 月期间非农读数（%）	7
图表 5：2020 年 3 月后失业率大幅上行	7
图表 6：美债和 VIX 走势（%）	7
图表 7：耶鲁 Budget Lab 对本轮关税冲击评估	8
图表 8：耶鲁 Budget Lab 对本轮关税冲击评估	8
图表 9：10Y 美债期限溢价近期有所回落（%）	8
图表 10：风险事件及 VIX 上升期间，日元往往升值（%）	8
图表 11：VIX 指数走势	8
图表 12：日本企业融资利率较低（%）	8

图表 1：美国对外有效关税税率（%）


资料来源：PIIE，浙商国际

图表 2：本轮对等关税主要加征国家情况（%）

	Tariffs	2024 US imports ¹	Trade deficit
European Union	20%	\$605.78B	\$235.57B
China	34%	\$438.95B	\$295.40B
Japan	24%	\$148.21B	\$68.47B
Vietnam	46%	\$136.56B	\$123.46B
South Korea	25%	\$131.65B	\$66.01B
Taiwan	32%	\$116.26B	\$73.93B
India	26%	\$87.42B	\$45.66B
Switzerland	31%	\$63.43B	\$38.46B
Thailand	36%	\$63.33B	\$45.61B
Malaysia	24%	\$52.53B	\$24.83B
Indonesia	32%	\$28.08B	\$17.88B
Israel	17%	\$22.22B	\$7.43B
South Africa	30%	\$14.66B	\$8.84B
Philippines	17%	\$14.18B	\$4.88B
Cambodia	49%	\$12.66B	\$12.34B

资料来源：PIIE，浙商国际

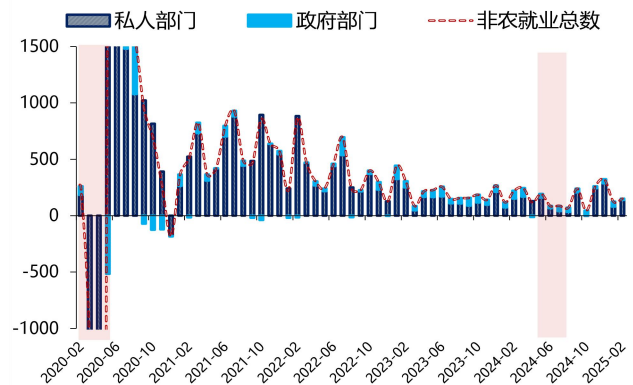
图表 3：卢特尼克宣称对等关税政策不会被推迟

Commerce Secretary Howard Lutnick made clear there was no postponing tariffs that are days away.

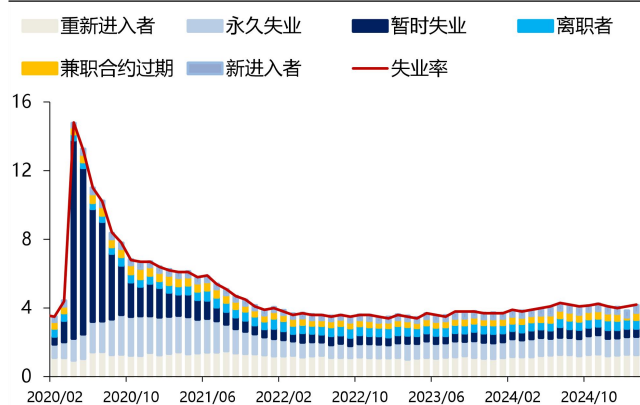
“The tariffs are coming. Of course they are,” he said, adding that Trump needed to reset global trade. But he committed only to having them “definitely” remain “for days and weeks.”

In Congress, where Trump’s Republican Party has long championed free trade, the tariff regiment has been met with applause but also significant unease.

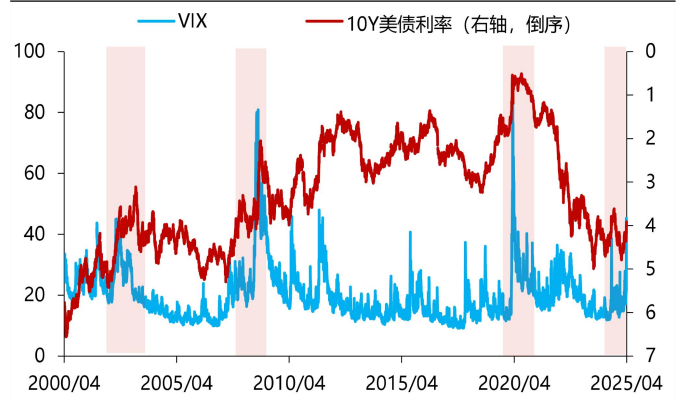
资料来源：CNBC，浙商国际

图表 4：2020 年 3 月和 2024 年 8 月期间非农读数（%）


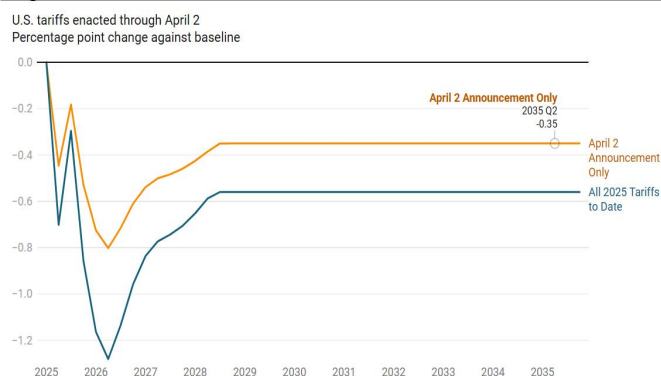
资料来源：Bloomberg，浙商国际

图表 5：2020 年 3 月后失业率大幅上行


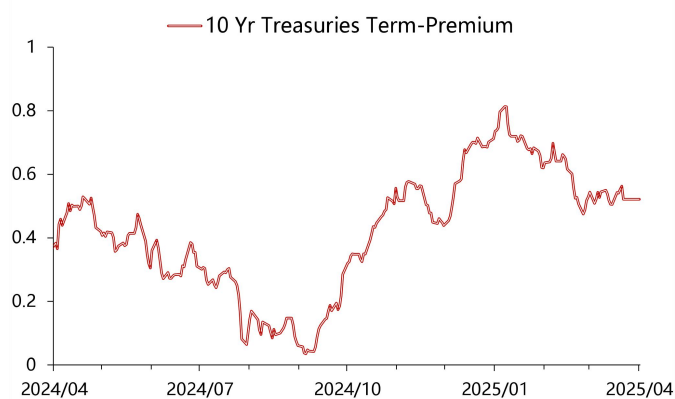
资料来源：Bloomberg，浙商国际

图表 6：美债和 VIX 走势（%）


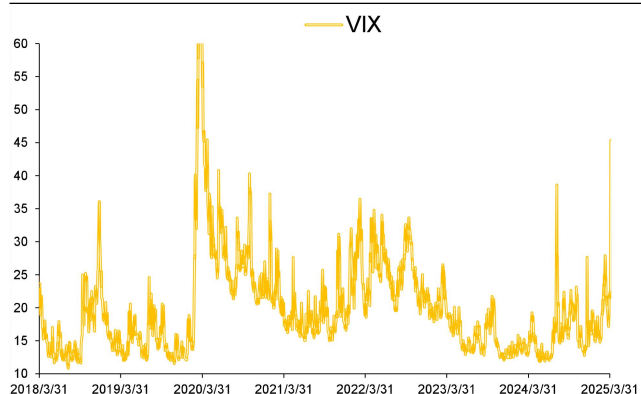
资料来源：Bloomberg，浙商国际

图表 7：耶鲁 Budget Lab 对本轮关税冲击评估


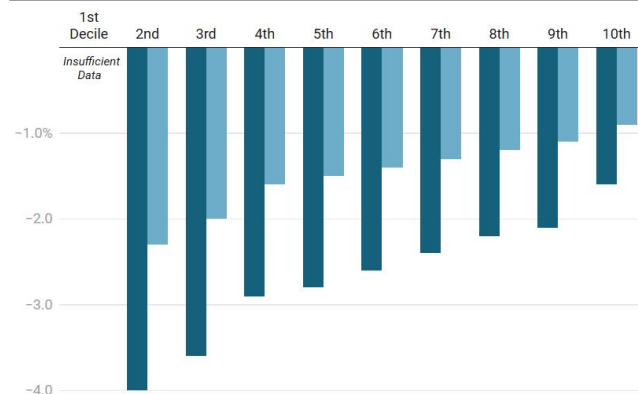
资料来源：Yale Budget Lab, 浙商国际

图表 9：10Y 美债期限溢价近期有所回落（%）


资料来源：Bloomberg, 浙商国际

图表 11：VIX 指数走势


资料来源：Bloomberg, 浙商国际

图表 8：耶鲁 Budget Lab 对本轮关税冲击评估


资料来源：Yale Budget Lab, 浙商国际

图表 10：风险事件及 VIX 上升期间，日元往往升值（%）

事件	开始时间	结束时间	VIX 上升幅度 (%)	日元升值幅度 (%)
911 事件	2001 年 9 月	2001 年 10 月	102%	4.20%
美伊战争爆发	2003 年 3 月	2004 年 11 月	89%	22%
次贷危机爆发	2008 年 10 月	2008 年 12 月	380%	26%
欧债危机	2011 年 10 月	2012 年 11 月	191%	14%

资料来源：Bloomberg, 浙商国际

图表 12：日本企业融资利率较低（%）


资料来源：Bloomberg, 浙商国际

风险披露及免责声明

负责撰写本报告的分析员是浙商国际金融控股有限公司（“浙商国际”）的持牌代表及证监会持牌人士（曹潮，中央编号：BVH841），该（等）分析员及其有联系人士没有在有关香港上市公司内任职高级人员、没有持有有关证券的任何权益、没有在发表此报告 30 日前处置或买卖有关证券及不会在发表报告 3 个工作日内处置或买卖有关证券。

本报告所包含的内容及其他资料乃从可靠来源搜集，这些分析和信息并未经独立核实及浙商国际并不保证其绝对准确和可靠，且不会承担因任何不准确或遗漏而引起的任何损失或损害的责任。

本报告的版权为浙商国际及其关联机构所有，仅供浙商国际及其关联机构在符合其司法管辖区的注册或发牌条件下使用，并禁止任何人士在没有得到浙商国际的书面同意下透过任何媒介或方式复制、转发、分发、出版或作任何用途，否则可能触犯相关法规。

投资涉及风险，投资者需注意投资项目之价值可升可跌，而过往表现并不反映将来之表现。本报告只供一般参考，不应视为作出任何投资或业务决策的基础，亦不应视为邀约、招揽、邀请、意见或建议购买、出售或以其他方式买卖任何投资工具或产品。浙商国际建议投资者在进行投资前寻求独立的专业意见。任何人士因本报告之资料及内容而蒙受的任何直接或间接损失，浙商国际均不承担任何法律责任。

浙商国际金融控股有限公司

地址：香港上环德辅道中 199 号无限极广场 17 楼 1703-1706 室

客服热线：+852-2367 2367

传真：+852-2180 6598

电邮：cs@cnzsqh.hk

官网：www.cnzsqh.hk