

关税疑云：交易逻辑与终局

2025 年 04 月 06 日



分析师：陶川

执业证号：S0100524060005

邮箱：taochuan@mszq.com

分析师：林彦

执业证号：S0100525030001

邮箱：linyan@mszq.com

分析师：邵翔

执业证号：S0100524080007

邮箱：shaoxiang@mszq.com

➤ “对等关税”已经让全球市场乱成了“一锅粥”，面对外部的强硬反制，特朗普还在坚称“弱者失败”（ONLY THE WEAK WILL FAIL!）。国内投资者的历史经验证明，对海外品种一定要维持“弱者思维”，也就是先识别海外市场中的主要交易者（所谓的“强者”）在交易什么。理解交易逻辑后再做判断和交易，不要急躁，更不要“上头”。第一部分，是对近期海外市场的一些观察和思考；第二部分，我们再尝试对政策和市场做一些判断和预测。

➤ 第一部分：交易逻辑

➤ 首先、理解什么时候“经济的坏消息是权益市场的好消息？”

➤ 我们的答案是只有在经济和通胀预期是同向的时候，这种时候经济的坏消息是联储宽松的催化剂，是市场的利好，因为 2008 年以后美联储对于市场重要性越来越大（因为美联储一旦宽松起来力度极大，2009 年其资产负债表扩张 2.7 倍，其他经济体没这么果断）。

➤ 但是当经济和通胀的预期是反向的时候（滞胀和复苏初期），经济的坏消息就不是市场的好消息了。我们在前面的报告《滞胀是基准情形，黄金或是版本答案》中提到：美元、美债和美股前期折返跑式的行情本质上是先被特朗普 2.0 政策组合推动的“过热”预期抢跑交易（从特朗普当选到上台）和后面被特朗普（上台后）释放紧缩信号驱动的“过热预期回吐交易”组成的。本质上美国经济的相位，和美联储 SEP 中显示的一样，是滞胀。所以增长和通胀的预期始终相反，这时候经济的坏消息就是市场的坏消息。

➤ 在经济周期整体逆势的时候（详见报告《美国经济周期性走弱才刚开始》），这个时候任何带不来宽松预期的“坏消息”都是真的坏消息。相反的在顺势的时候，类似 SVB 那样的事件反而驱动了联储定向扩表，市场在很短的时间内就“收复失地”。

➤ 其次，如何理解美债牛陡和美股暴跌，但美元仅仅是止跌企稳？

➤ 毫无疑问，这是 Risk-Off 交易，但因为美元没有明显升值，证明本轮资金流向的逻辑并不是经典的 Risk-Off。

➤ 前期 2 至 3 月“过热回吐”交易时美元是净流出的，体现为“各回各家、各找各妈”（非美货币同时升值）。背后的逻辑比较直观，美国政策偏紧缩，经济转向滞胀，美元资产预期收益下降，叠加欧洲和中国的财政积极转向，调整仓位降低杠杆，或者换回本币投资本国是更合理的选择。

➤ 但是本轮关税冲击下美股跌得太快，导致还没来得及腾挪的外国资金和美国本土的信用资金都开始踌躇：现在走是不是有点亏？因为非美经济体也没有出现明显的赚钱机会，美元的相对吸引力排序没有继续急速恶化。如果交易员在此时卖出美元、离开美国，后续在低位增配美元资产时再换回来，要承受两次换汇交易的成本和滑点，还不如先暂时躲进美债里“避避风头”。

➤ 但又由于美国出现衰退预期且“与全世界为敌”，美债前景也有不确定性。短端美债的安全性更高，所以利率呈现牛陡的形态。

相关研究

1. 经济动态跟踪：关税风暴：政策对冲的经济账-2025/04/05
2. 经济动态跟踪：以史为鉴：重大关税冲击下的市场演绎-2025/04/02
3. 2025 年 3 月 PMI 点评：PMI 重回高点：顺风与逆流-2025/03/31
4. 美国经济点评：美国经济周期性走弱才刚开始-2025/03/30
5. 宏观经济专题：注定不对等：对等关税分析指南-2025/03/27

- 再次，作为避险资产的黄金为什么会暴跌？
- 关税带来的是需求端的冲击，所以油铜等工业属性更强的商品下跌情有可原，**但作为避险资产的黄金为何也会跟跌呢？**
- 我们认为，**原因可能在于股市过快的下跌导致了场内杠杆资金出现流动性危机**。当资产价格出现超预期大幅波动时，华尔街银行往往会要求其对冲基金客户追加担保，因为其贷款抵押品，即持有的各类资产价值急剧缩水。
- 美元没有大幅上涨可能说明，对冲基金没有从海外调集资金回来补足保证金。**而在所有美元计价的资产中，前期浮盈较多且流动性好的黄金就成为了补充流动性的优先来源**。这种情况在历次流动性冲击中并不少见，但随着后续流动性的改善，黄金反弹也是较为迅速的。因此我们依旧坚定相信中期内**黄金是滞胀基准情况下的资产配置“版本答案”**。
- **最后，美股的底在哪里？**
- 因为周五下跌的斜率仍较为陡峭，右侧的交易信号仍未出现。基本面上的路标：**一是美国的财政宽松；二是联储态度的改变**。
- 前者因为近期有部分共和党党员在财政议题上“反水”，预计上半年通过国会的难度较高。后者我们判断的路标仍是报告《二季度美国的流动性挑战》中所提到的观察是否出现信用溢价大幅提升-企业债违约-公司破产-裁员失业的传导链条。
- **第二部分：关税乱局的展望**
- 分析完市场是什么交易逻辑后，我们再试着讨论一下本轮关税的乱局会如何发展和收场。尽管今年以来的事实证明分析特朗普的政策胜率很低，**我们尽量从客观的事实出发，去分析白宫政策的诉求、约束和潜在的风险**。
- 首先本轮关税政策极具“特朗普色彩”——出乎意料、极限施压。无论市场觉得4月2日“对等关税”背后的计算共识多么荒唐，但是这已经不重要，**重要的是关税的“最终解释权”（包括后续豁免、调整的幅度）在白宫，或者说在以特朗普为核心的包括美国商务部长和贸易代表在内的一小撮人手里**。
- **那么从白宫的角度，它的诉求、约束和风险分别是什么？**
- **短期需要什么？“百日新政”的政绩**。近期这一点其实并不单体现在关税上，值得注意的是，特朗普在俄乌问题上也对俄罗斯的拖延“大发雷霆”，在减税政策上也明显加速推进——在本周六凌晨参议院紧急通过了针对减税和支出计划的财政框架。
- **那么关税上的需求是什么？贸易和政策的妥协，但是关税不会完全取消**。我们直接引用白宫“对等关税”行政令的内容：在第四条关于税收修改的内容上，明确写明：“如果贸易伙伴**采取重大措施补救非互惠贸易安排，并在经济和国家安全事务上与美国充分保持一致**”，那么特朗普将**降低税率或者限制征税范围**：
- **欢迎谈判，但是谈判被扩大化、政治化**。“投名状”除了降低贸易壁垒、汇率调整外，还需要配合美国的经济和安全政策。那么军费支出、补贴美国驻军甚至调整对华政策等都可能在其中。
- **降低可以，但是取消难**。从“对等关税”设计的方式来看，**基准的10%的税率可能会比较难降低，主要谈判的空间是10%以上的部分**。这背后可能确实有增加财政收入的考量，按2024年美国进口商品的规模来计算（3.3万亿美元），10%的关税税率至少意味着10年增加超过3万亿美元的**收入**，能极大弥补减税

延期带来的缺口。

➤ **当然政策从来不是随心所欲，特朗普和白宫也不例外。**他们的软肋，短期内是**美元贬值+关税加征**带来的双重通胀冲击，中期内是美联储不配合+债务压力下的市场流动性挑战，以及外部关系恶化下，外资大规模流出导致美国资产进一步跌入暴跌螺旋。

➤ **美国当前面临的最大的外部风险是“关税反制同盟”。**尤其是如果中国、欧盟、加拿大、墨西哥等能形成默契（四者 2024 年占美国进口比例超过 60%）。目前看中国已经“对等”反制（对美进口加征 34% 的关税），加拿大有限反制，欧盟虽然表态强硬、但内部有分歧，墨西哥则希望寻求合作。

➤ 因此往后看，我们有几点基本的判断：

➤ **首先，低关税的时代已经结束。**本轮美国的关税有谈判、豁免的空间，但是预计 10% 是底线，即使贸易对手国取消关税也难以撼动。

➤ **其次，虽然联合反制可能是最优策略，但国际关系中的“囚徒困境”很普遍。**中国率先强硬反制，可能反而给其他经济体与美国进行谈判、磋商创造了空间和条件，美国的客观现状——滞胀、裁员等也决定了它难以“多线作战”。

第三，谈判会被泛化，跳脱出传统经贸领域之外。美国预计会对贸易对手提出更多涉及地缘政治的诉求，对中国而言接下来可能要担心的是转口贸易和企业出口的摩擦，而面临更大确定性的是在供应链上同时依赖中美的经济体，比如东南亚地区，将要面临更大的抉择和转型。

➤ **风险提示：**特朗普百日新政过于激进导致美国经济陷入滞胀甚至衰退；关税扩散超预期，导致全球经济超预期放缓甚至衰退、市场调整幅度加大。

图1：“对等关税”公布后采取或计划采取反制措施的国家经济体

特朗普对等关税政策公布以来各国表态和应对措施（截止至2025年4月5日）				
国家/经济体	对等关税税率（%）	国家表态	关税反制	非关税反制
中国	34	坚决反对 ，将采取必要措施坚定维护自身正当利益。	自4月10日起对从美国的所有进口商品 加征34%关税 。	1、对 16家 美国实体出口管制；暂停 6家 美企产品输华资质； 11家 美企业列入不可靠实体清单； 2、对美国、印度 医用CT球管 发起 产业竞争力和反倾销调查 ； 3、对部分 中重稀土 相关物项实施 出口管制 。
加拿大	0	1、 将予以反制 ，保护国内利益。 2、 如果特朗普同意取消所有关税，将考虑对美零关税 。	对所有不符合美墨加协定的美国进口汽车（汽车零部件除外） 征收25%的关税 。	
欧盟	20	1、目标是通过谈判来解决问题，如果谈判失败， 将采取反制 。 2、 欧盟有足够措施反制美国关税，必要时将会实施 。	1、欧盟成员国计划4月9日投票表决针对美方 25%钢铝关税 的首套反制措施； 2、第二轮反制措施可能在4月底之前准备好，主要针对美国产品和服务广泛征税。	
德国	20	1、 欧盟将对关税作出强有力的回应 ； 2、关税带来了组成新联盟的可能性，例如与加拿大和墨西哥合作。		
法国	20	1、 不排除任何反制措施，不排除对美国祭出欧盟反胁迫工具 ； 2、针对关税的应对方法不仅限于提高对美关税，还包括对数字服务征税、加强监管措施和有针对性的税收工具等； 3、呼吁企业暂停美国投资。		
日本	24	1、 优先直接与特朗普对话 ，尽快设立关税应对总部； 2、需要考虑进行报复措施，但首先必须对关税的细节进行彻底评估。		
英国	10	1、将优先通过与美对话缓解贸易紧张局势； 2、 保留采取反制措施的权利 ，宣布将就对美国实施报复性关税启动为期一个月的咨询程序。		
巴西	10	1、政府的首要任务仍是 通过外交渠道争取美方撤回关税措施 ； 2、需评估应对美国关税的所有可能行动，采取措施保护本国利益，不排除向WTO提出申诉的可能性。		众议院通过《商业对等法案》， 授权政府对巴西商品设立贸易壁垒的国家或经济体以限制商品和服务进口的形式采取反制措施 。
意大利	20	1、 反对采取“以关税回击关税”的方式 ； 2、意大利的目标是促使关税被“移除，而不是加倍”，希望各方保持冷静，进行坦诚的谈判。		

资料来源：新华社，华尔街见闻，金十数据，腾讯新闻，白宫等，民生证券研究院总结

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、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收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准		评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	公司评级	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
		谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上
	行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑获取本报告的机构及个人的具体投资目的、财务状况、特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，进行独立评估，并应同时考量自身的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代自身的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 1 座 10 层 01 室； 518048