

**分析师：陶川**

执业证号：S0100524060005

邮箱：taochuan@mszq.com

研究助理：钟渝梅

执业证号：S0100124080017

邮箱：zhongyumei@mszq.com

➤ **随着特朗普“对等关税”即将揭晓，年初以来关税不确定性对市场的冲击也将进入一个新的阶段。**我们认为下一阶段市场演绎的逻辑，仍在于关税冲击下主要经济体所面临的贸易不确定性的**大小**。如图1所示，**在目前这个阶段，由于贸易不确定性上美国>全球>中国，因此美股相对全球和中国股市跑输，美元也表现疲软。**从这点来看，今夜的剧本关键在于何种方式和力度的关税美国可以承受，以及中国、欧洲、东南亚等其他对美顺差国谁更难承受。

➤ **以史为鉴，特朗普加征关税前后市场如何演绎，我们认为背后有两大决定性因素：**

➤ **一是看市场有没有提前“消化”关税政策，或者说关税政策是否超预期，**比如2018年3月美国政府对全球加征钢铝关税、6月对中国加征340亿美元关税、9月又加征2000亿美元关税后，市场的反应都比较大（尤其是中国股市下跌态势明显）。**而随着关税政策的接连落地，市场开始学会“提前定价”：2019年8月美国3000亿美元的关税计划正式“官宣”前，中美、全球股市均在下跌，黄金大涨；“官宣”后，部分清单的推迟使得股市转涨，黄金转跌。**

值得注意的是，关税的持续发酵，使得中国股市在全球市场中的角色反而切换为了**“领涨不领跌”**。换句话说，**对比其他国家，美国加征关税预期对中国市场的冲击在逐步弱化，一旦关税不及预期，中国股市反弹的可能性反而最大。**

➤ **二是看美国自身的基本面情况如何，**比如2018-19年期间历轮美国加征关税前后，**美股下滑最为显著的时点**发生在2019年8月对华加征3000亿美元关税之前、2018年9月加征2000亿美元之后、2018年3月对全球加征钢铝关税之后，有趣的是，**这三个时间段均伴随着美国基本面的走弱。**昨天（4月1日）3月美国ISM制造业PMI的不及预期，可能会放大美股的下行风险。

➤ **不过，除了关税，债市反应还要考虑利率周期的影响。**以美债来说，**前几轮美国加征关税均处于美国加息周期，**短期内关税引发市场对经济下行的担忧、导致美债收益率短期走弱（尤其是反映经济预期的10年期美债收益率相对于2年期跌幅更加明显），但不改美债收益率长期趋势上行。**然而2019年8月的最后一轮加征关税处于美国降息周期，**当时市场主要“抢跑”降息预期。

➤ **“特朗普1.0”期间，对黄金掀起的“波澜”并没有那么大。**相较于股债，2018-19年间金价的波动明显要小很多，**背后可能原因在于黄金定价逻辑的范式转换——“特朗普1.0”期间主要是美元叙事，加息周期下美元对黄金产生压制，**因此“特朗普1.0”期间主要是美元上涨，黄金表现则较为平稳。**今时不同往日，当前美元信用下降，黄金成为美国加征关税的主要避险资产之一。**

➤ **无论今夜的“对等关税”是何种版本，我们认为未来的市场演绎仍将遵循如下三个主线：**

➤ **一是二季度关税加码和美股趋弱的基本面仍将形成负反馈。**即便最终的关税力度小于预期，考虑到当下美国经济基本面在关税预期下已经走弱，我们认为美国资产相对全球的跑输在二季度很难逆转，或许只能指望下半年减税方案的加快

相关研究

1. 2025年3月PMI点评：PMI重回高点：顺风与逆流-2025/03/31
2. 美国经济点评：美国经济周期性走弱才刚开始-2025/03/30
3. 宏观经济专题：注定不对等：对等关税分析指南-2025/03/27
4. 2025年1-2月工业企业利润点评：开年工业“哪家强”？-2025/03/27
5. 经济动态跟踪：关税下的出口：已知压力和未知风险-2025/03/26

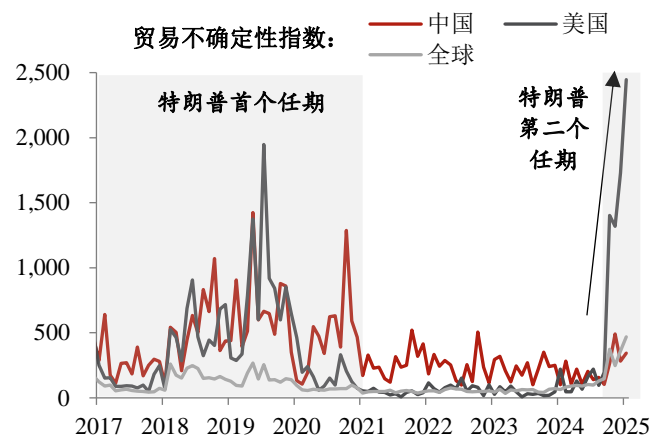
落地。

➤ **二是虽然欧洲和中国更容易被针对，但边际上欧洲冲击更大。**如图 7 所示，在 2025 年 4 月 1 日 USTR 提交的国家贸易评估报告中，有关中国和欧洲贸易壁垒的篇幅远高于其他经济体，但鉴于中国已经被加征了 20% 的关税，在贸易不确定性上更有可能是欧洲 > 中国。

➤ **三是黄金、日元等避险资产仍将受益。**由于新一轮对等关税下并非完全瞄准中国，由此可能引发的美欧等经济体的针锋相对，将进一步加剧海外衰退的风险。在此背景下市场波动的加大无疑将继续利好避险资产，而人民币汇率也将保持相对稳定。

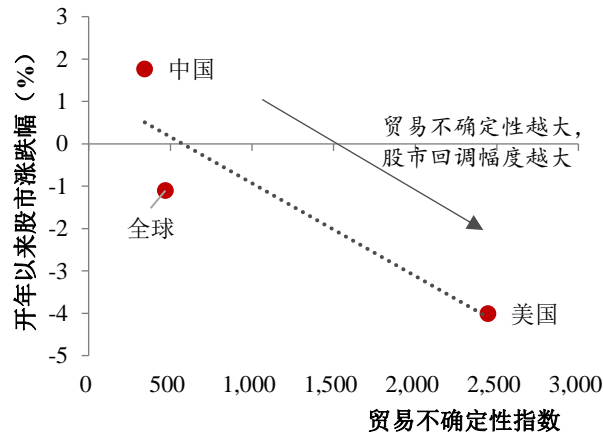
➤ **风险提示：**信息统计不完全；未来政策不及预期；国内经济形势变化超预期；出口变动超预期。

图1：自特朗普上任后，美国贸易不确定性指数“飙升”



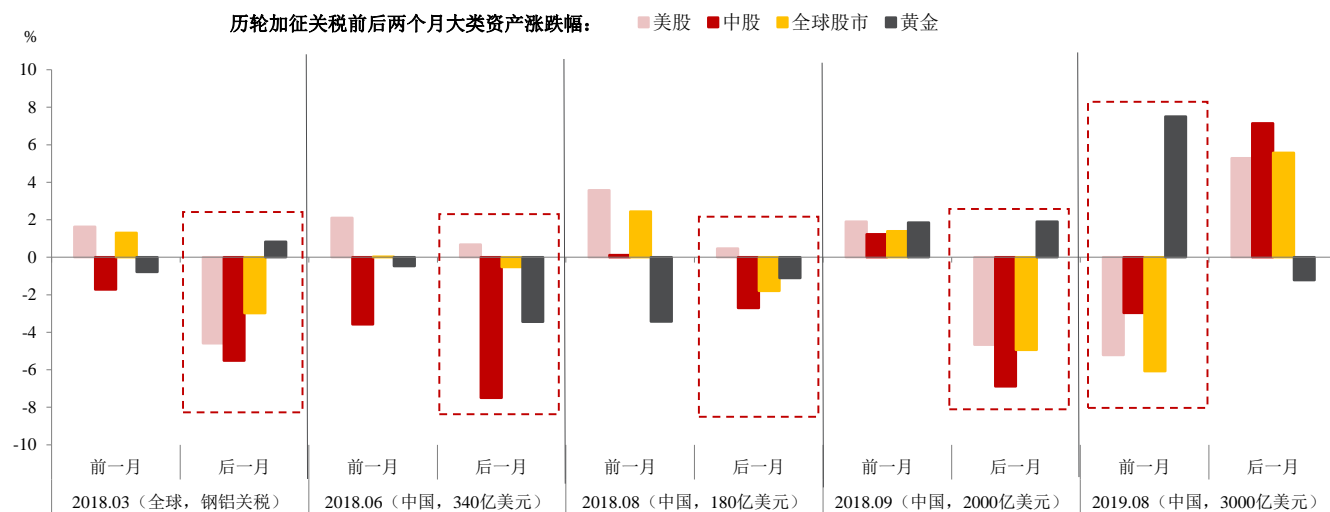
资料来源：iFind、Trade Policy Uncertainty Index，民生证券研究院
注：图中数据截至 2025.02。

图2：美国市场受关税冲击的影响似乎最大



资料来源：iFind、Trade Policy Uncertainty Index，民生证券研究院
注：图中贸易不确定性指数为 2025.02 数据；美国股市选取标普 500 指数衡量，中国股市选取沪深 300 指数衡量，全球股市选取 MSCI 全球指数衡量。

图3：“特朗普 1.0” 美国加征关税前后两个月大类资产涨跌幅



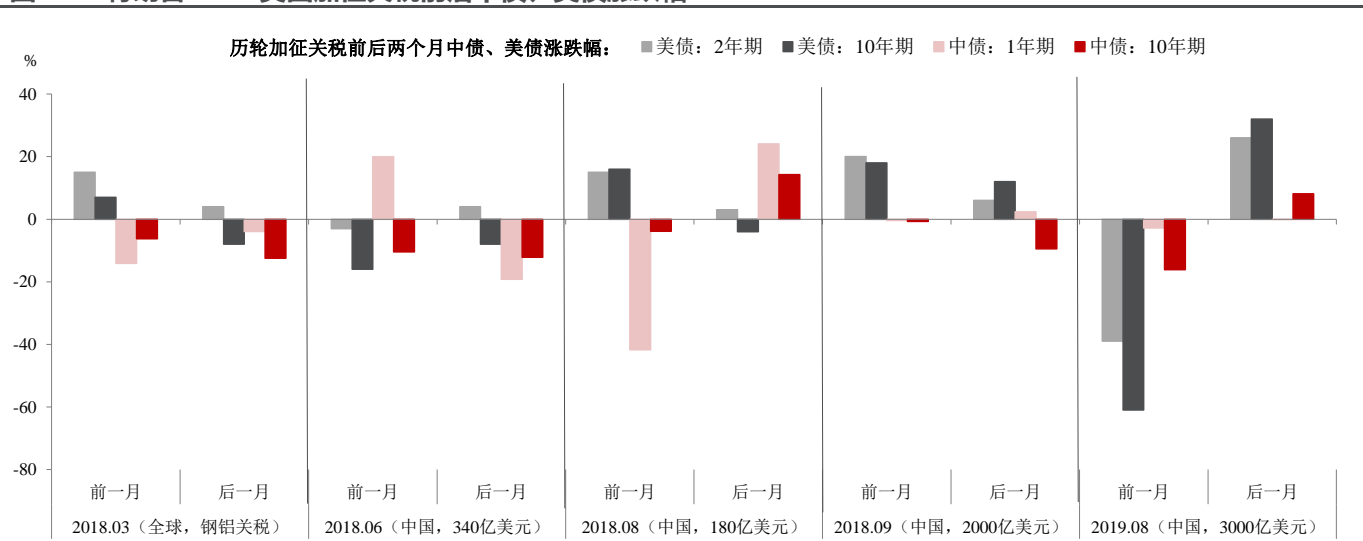
资料来源：Wind、iFind，民生证券研究院
注：选取宣布日时间，而非实施日时间；红色虚线框表示市场交易美国加征关税的可能时点；美国股市选取标普 500 指数衡量，中国股市选取沪深 300 指数衡量，全球股市选取 MSCI 全球指数衡量，黄金选取伦敦金现货价衡量。

图4：“特朗普 1.0” 关税公布前后美国主要经济指标变化

“特朗普1.0”关税公布前后主要经济指标变化															
宣布日期	项目	关税前一个月经济变化							关税后一个月经济变化						
		经济是否有转弱迹象	制造业 PMI	服务业 PMI	失业率 (%)	新增非农 (万人)	消费者信心	CPI同比 (%)	经济是否有转弱迹象	制造业 PMI	服务业 PMI	失业率 (%)	新增非农 (万人)	消费者信心	CPI同比 (%)
2018.03	钢铝关税		1.7	-0.4	0.1	25.7	4.2	0.1	★	-1.5	-0.7	-0.1	-16.8	1.5	0.2
2018.06	340亿清单		1.4	1.8	-0.2	17.6	-0.8	0.3	★	1.5	0.5	0.2	-9.9	0.2	0.1
2018.08	160亿清单	★	-2.1	-3.4	-0.2	-15.8	-0.3	0.0		3.2	2.8	0.0	19.8	-1.7	-0.2
2018.09	2000亿清单		3.2	2.8	0.0	19.8	-1.7	-0.2	★	-1.5	3.1	-0.1	-18.0	3.9	-0.4
2019.08	3000亿清单	★	-0.5	-1.4	0.1	-12.1	0.2	0.2	★	-2.1	2.7	-0.1	13.8	-8.6	-0.1

资料来源：Wind、iFind，民生证券研究院

注：选取宣布日时间，而非实施日时间；主要经济指标存在两项以上转弱视为经济存在转弱迹象。

图5：“特朗普 1.0” 美国加征关税前后中债、美债涨跌幅


资料来源：Wind、iFind，民生证券研究院

注：选取宣布日时间，而非实施日时间。

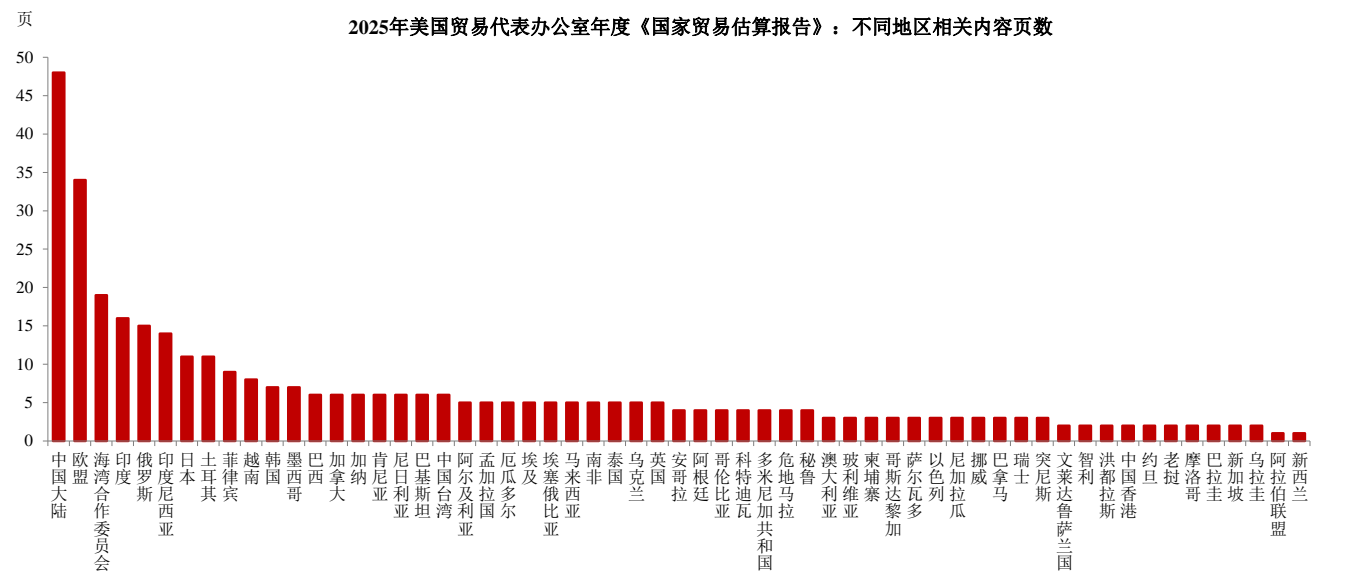
图6：美国加征关税对不同大类资产的影响：当日、当周、当月

美国加征关税重要时点：对不同大类资产当日影响					
时间事件	2018.03 全球，钢铝关税	2018.06 中国，340亿美元	2018.08 中国，180亿美元	2018.09 中国，2000亿美元	2019.08 中国，3000亿美元
股市（单位：%）					
美国：标普500	1.74	-0.61	-0.03	0.13	1.44
中国：沪深300	0.77	-3.53	-1.61	1.32	0.45
全球：MSCI全球股市	1.12	-1.24	-0.03	0.35	1.17
债市（单位：bp）					
美国：2年期国债收益率	2.00	-1.00	0.00	0.00	0.00
美国：10年期国债收益率	4.00	-4.00	-2.00	3.00	3.00
中国：1年期国债收益率	-0.78	-0.15	2.00	13.09	-0.16
中国：10年期国债收益率	0.75	-4.25	3.46	2.75	1.02
大宗（单位：%）					
黄金	-0.03	-0.71	-0.23	0.26	-0.03
美国加征关税重要时点：对不同大类资产当周影响					
时间事件	2018.03 全球，钢铝关税	2018.06 中国，340亿美元	2018.08 中国，180亿美元	2018.09 中国，2000亿美元	2019.08 中国，3000亿美元
股市（单位：%）					
美国：标普500	0.31	-0.89	-0.65	0.39	2.65
中国：沪深300	0.46	-3.85	0.12	3.38	2.69
全球：MSCI全球股市	0.55	-1.07	-1.60	1.13	2.22
债市（单位：bp）					
美国：2年期国债收益率	4.00	1.00	-5.00	2.00	13.00
美国：10年期国债收益率	-4.00	-3.00	-9.00	5.00	10.00
中国：1年期国债收益率	5.21	5.92	20.92	14.78	2.70
中国：10年期国债收益率	0.54	-4.24	6.43	3.02	4.28
大宗（单位：%）					
黄金	-0.17	-1.25	-1.27	0.14	-0.90
美国加征关税重要时点：对不同大类资产当月影响					
时间事件	2018.03 全球，钢铝关税	2018.06 中国，340亿美元	2018.08 中国，180亿美元	2018.09 中国，2000亿美元	2019.08 中国，3000亿美元
股市（单位：%）					
美国：标普500	-4.59	0.68	0.46	-4.67	5.28
中国：沪深300	-5.51	-7.50	-2.71	-6.88	7.14
全球：MSCI全球股市	-2.98	-0.52	-1.79	-4.94	5.57
债市（单位：bp）					
美国：2年期国债收益率	4.00	4.00	3.00	6.00	26.00
美国：10年期国债收益率	-8.00	-8.00	-4.00	2.00	32.00
中国：1年期国债收益率	-3.96	-19.24	24.08	2.34	-0.04
中国：10年期国债收益率	-12.44	-12.20	4.25	9.44	8.11
大宗（单位：%）					
黄金	0.83	-3.44	-1.11	1.90	-1.22

资料来源：Wind、iFind、民生证券研究院

注：选取宣布日时间，而非实施日时间。

图7：2025年美国贸易代表办公室年度《国家贸易估算报告》：有关各地区的“篇幅”长短



资料来源：USTR，民生证券研究院

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。	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