

# 美国“对等关税”的宏观分析

——贸易战 2.0 系列一

研究院

徐闻宇

✉ xuwenyu@htfc.com

从业资格号：F0299877

投资咨询号：Z0011454

投资咨询业务资格：

证监许可【2011】1289 号

## 宏观事件

4月2日，特朗普正式宣布了针对全球的对等关税。本系列报告将从综述篇（宏观分析）、美国篇（衰退跟踪）、全球篇（流动性跟踪）、中国篇（政策应对）和市场篇（资产影响）等几个维度展望分析，本文先从宏观角度进行综述。

## 核心观点

### ■ 全球化进入到至暗时期

方向：美国全球征税正式确认的是全球经济的下行。从主要经济体的行为模式来看，美国全球征税的开启意味着其财富积累面临压力，因而通过对自己建立的贸易规则进行主动“违约”的方式实现战略的收缩而非扩张；从对全球经济的影响来看，当前经济的存量特征叠加国际经济规则的失序，都将加重全球经济的加速下行风险。

结构：全球化进一步走向区域化、甚至本土化。“对等关税”引起的全球经贸规则重塑将是一个长期的过程，意味着未来一段时间内全球经济活动将更多构筑于“经济安全”，而更少依赖于“比较优势”，全球的经济形态也将进一步从斯密式分工走向经济结构的多样性。在全球投资中，虽然对于产业链关键资源节点的国家仍具竞争优势，但是整体上具备完整产业链的“大国”相比较仅充当生产制造贸易等环节的“开放小国”更具优势。

### ■ 关注短期压力和长期机会

短期：从流动性冲击到定价需求的收缩。从4月2日宣布“对等关税”到中国发布反制措施，全球主要大类资产中从权益、外汇到商品，甚至黄金都出现不同程度的下行冲击，显示出流动性冲击的特征。关注未来宏观政策的对冲节奏，在短期流动性压力之后，由于美国贸易平衡带来的美元流动性收缩，或将形成真实需求的收缩带来的二次冲击。

长期：从流动性的黄金坑到需求的再扩张。展望未来，我们认为短期需求的收缩之后，中美之间竞争的态势将驱动全球经济的再扩张从当前的“自由主义”转向“国家主义”，相应地更广泛意义上驱动宏观资产负债表的扩张从“私人部门”切换至“主权部门”。

### ■ 风险

经济数据短期波动风险，金融市场波动风险

目录

宏观事件 ..... 1

核心观点 ..... 1

对等关税的宏观解读..... 3

    方向 ..... 3

    结构 ..... 4

对等关税的宏观影响..... 5

    短期 ..... 5

    长期 ..... 6

图表

图 1：美国宏观净储蓄变动 | 单位：十亿美元 ..... 3

图 2：全球商品贸易和信用增速对比 | 单位：%..... 3

图 3：美国除消费品和食品，进口转负 | 单位：%YoY..... 4

图 4：新兴经济体面临金融压力更显著 | 单位：指数点 ..... 4

图 5：央行间货币互换规模维持低位 | 单位：亿美元 ..... 5

图 6：经常项逆差收缩和美元指数 | 单位：%GDP..... 5

图 7：美国居民信贷和现金增速 | 单位：%YoY..... 6

图 8：美国制造业企业生产和报酬 | 单位：%..... 6

图 9：美国居民部门财富和杠杆变化 | 单位：%YoY..... 6

图 10：美国政府部门杠杆率和利率 | 单位：%YoY..... 6

## 对等关税的宏观解读

从更广义角度来对待 4 月 2 日落地的“对等关税”，不管短期有多程度的妥协，我们认为其背后反映的是本轮以美国为核心驱动的全球化进程的结束。我们以此为出发点，对于本次“对等关税”进行宏观层面的探讨。

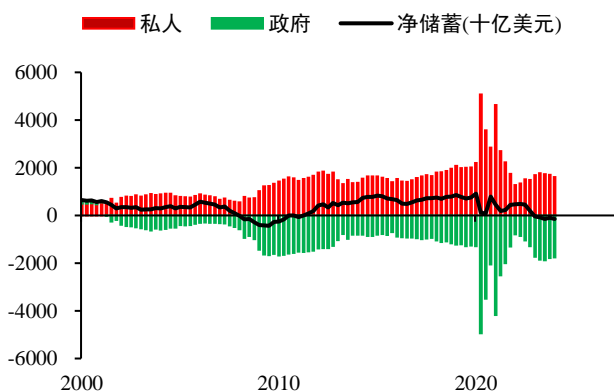
### 方向

美国全球征税正式确认的是全球经济的下行。宏观经济学教科书中一开始便提到分工带来经济增长的红利，而通过“比较优势理论”扩展着全球分工和合作，提升经济活动的效率，也驱动全球经济的增长。但是国际分工没有提到的是在经济效率的改进之外，非经济效率并非是一个同步改进的过程，即分配的矛盾。而这种矛盾的激化点发生于分配从一个增量模型转向存量模型，在驱动通过国家的手段——全球进行征税和贸易保护主义——试图扭转这一过程的同时，也宣告了整个全球分工过程告一段落。

美国：全球征税的开启意味着其财富积累面临压力，因而通过对自己建立的贸易规则进行主动“违约”的方式实现战略的收缩而非扩张。数据显示，在未进行数据调整前，美国宏观净储蓄自 2019 年四季度见顶，2023 年三季度开始进入到负增长状态。

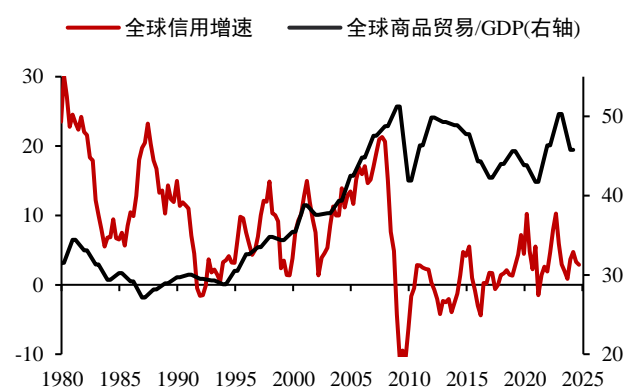
全球：对于全球经济，一方面尽管存在着人工智能等技术进步，但是我们谨慎认为技术扩散带来的改进并不能完全弥补全球分工结束带来的效率回撤压力。另一方面，“对等关税”带来的贸易等全球经济规则将进一步面临“解体”风险，支撑当前国际经济运行的体系正在走向失序，将加重全球经济的加速下行风险。

图 1：美国宏观净储蓄变动 | 单位：十亿美元



数据来源：iFinD 华泰期货研究院

图 2：全球商品贸易和信用增速对比 | 单位：%



数据来源：iFinD 华泰期货研究院

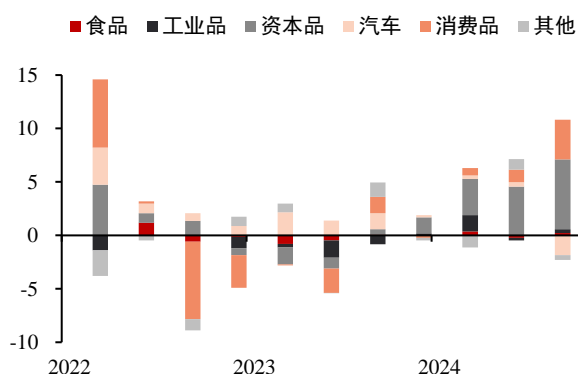
## 结构

全球化进一步走向区域化、甚至本土化。“对等关税”引起的全球经贸规则重塑将是一个长期的过程，二战后以美国为主导建立的全球自由贸易体系进一步走向“解体”。短期内，4月2日对等关税的内容体现出通过税收这一工具驱动美国对外经济结构的进一步转变，一方面针对全球所有国家和地区4月5日开始将加征10%的基准关税；另一方面针对贸易逆差最大的国家和地区4月9日开始将加征差异化关税，其中针对中国在已有20%基础上加征34%，叠加2018年10%+的关税将达到64%，针对欧盟20%、越南46%、中国台湾32%、日本24%等，但是对于加拿大和墨西哥并不在关税列表中，体现出对于中国等生产型经济体的关税压制以及对于北美自贸区的维系，全球贸易体系正在进一步走向区域化和友岸化，市场对于出口和港口资源的定价或进一步转向。

品种：全球化的逆转或意味着未来一段时间内全球经济活动将更多构筑于“经济安全”，而更少依赖于“比较优势”，全球的经济形态也将进一步从斯密式分工走向经济结构的多样性。相比较经济需求，对于经济安全的特征或带来对于安全需求的资源性增加，长期继续关注战略性原材料储备需求。

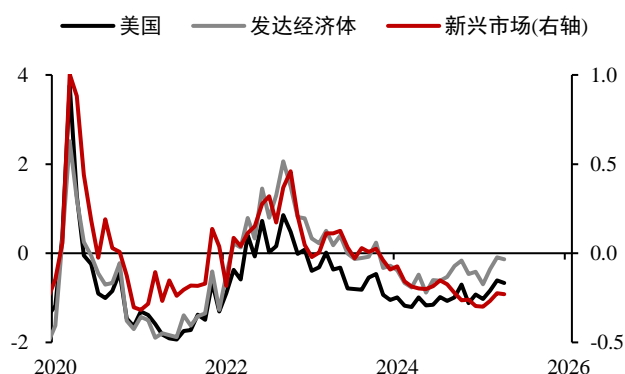
地缘：从全球投资结构来看，虽然在经济安全主题下对于产业链关键资源节点的国家或仍具相对竞争优势，但是从整体上而言，投资的贝塔将取决于具备完整产业链的“大国”，在地缘层面相比较仅充当生产、制造和贸易等环节的“开放小国”更具优势。

图3：美国除消费品和食品，进口转负 | 单位：%YoY



数据来源：iFinD 华泰期货研究院

图4：新兴经济体面临金融压力更显著 | 单位：指数点



数据来源：iFinD 华泰期货研究院

## 对等关税的宏观影响

随着我们对于全球经济下行的确认，我们在年报中提出的“经济周期”运行也将因为“对等关税”这一结构性冲击而进一步加深下行风险，短期内市场定价的是经济“衰退”的情景，而非政策逆周期驱动的“复苏”。

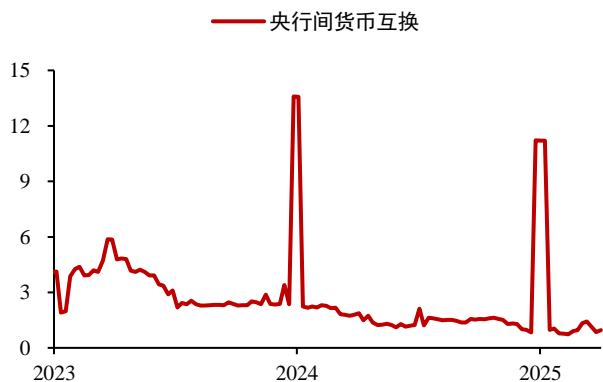
### 短期

从流动性冲击到定价需求的收缩。在“对等关税”确定的全球经济规则失序背景下，无论是权益资产、债权资产还是商品资产，经济秩序的混乱在资产层面的映射将形成短期资产估值的紊乱，直接表现在资产的抛售——权益资产领域，随着年初 DeepSeek 的问世，驱动美股科技板块的调整，而关税对于美国消费者需求的影响又加剧了这一影响；债权资产领域，期限倒挂形成的风险并未完全释放，衰退风险定价驱动美债利率的短期调整以及美元相对价值的弱化；商品资产领域，地缘结构的变化驱动 OPEC+ 结束减产，叠加衰退风险的定价而加剧商品价格的调整。

流动性：从“对等关税”到中国发布反制措施，全球主要大类资产中从权益、外汇到商品，甚至黄金都出现不同程度的下行压力，一定程度上显示出流动性冲击的特征。尽管截止4月初全球央行的流动性需求仍维持正常水平，但是从产业领域，韩国等经济体已经开始加大对于关键产业链的财政救助，以改善其面对“关税”压力对于流动性的需求。

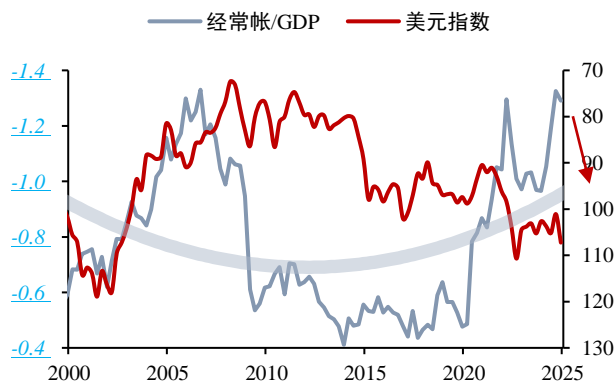
总需求：流动性一方面反馈的是金融压力之下投资组合再平衡，另一方面也是对于实体经济流动性压力的定价。关注未来宏观政策的对冲节奏，在短期流动性压力之后，由于美国贸易平衡带来的美元流动性收缩，或将形成真实需求的收缩带来的二次冲击。

图 5：央行间货币互换规模维持低位 | 单位：亿美元



数据来源：iFinD 华泰期货研究院

图 6：经常项逆差收缩和美元指数 | 单位：%GDP

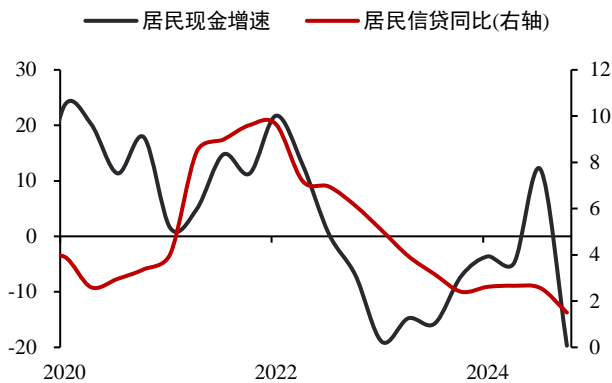


数据来源：iFinD 华泰期货研究院

## 长期

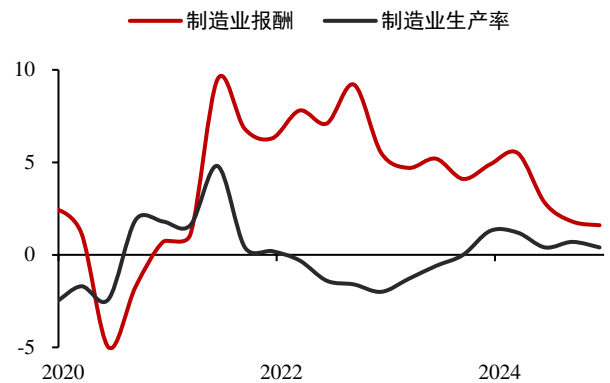
从流动性的黄金坑到需求的再扩张。展望未来，我们认为短期需求的收缩之后，中美之间竞争的态势将驱动全球经济的再扩张从当前的“自由主义”转向“国家主义”，相应地更广泛意义上驱动宏观资产负债表的扩张从“私人部门”切换至“主权部门”。

图 7：美国居民信贷和现金增速 | 单位：%YoY



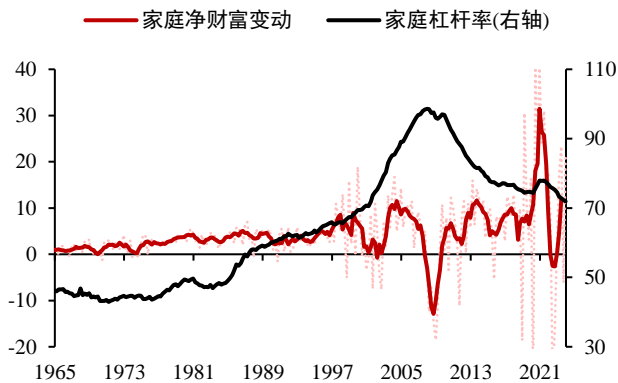
数据来源：iFinD 华泰期货研究院

图 8：美国制造业企业生产和报酬 | 单位：%



数据来源：iFinD 华泰期货研究院

图 9：美国居民部门财富和杠杆变化 | 单位：%YoY



数据来源：iFinD 华泰期货研究院

图 10：美国政府部门杠杆率和利率 | 单位：%YoY



数据来源：iFinD 华泰期货研究院

## 免责声明

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、结论及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，投资者并不能依靠本报告以取代行使独立判断。对投资者依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰期货研究院”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

华泰期货有限公司版权所有并保留一切权利。

## 公司总部

广州市天河区临江大道1号之一2101-2106单元 | 邮编：510000

电话：400-6280-888

网址：www.htfc.com