

每周报告汇总

2025年4月10日

目 录

➤ 策略研究报告：特朗普关税“全面开战”，美股“风雨飘渺”？_20250403

4月2日，特朗普关税“全面开战”。本次关税方案的复杂水平和最终税率都远超预期。短期来看，市场尚需时间来厘清来自于关税调整的冲击，美股市场的风险偏好大概率会持续承压。长期来看，我们并不能将关税对美股的影响仅仅局限于关税自身，市场需要同时考量来自于美联储的影响。超预期的关税意味着通胀上行以及经济增速放缓的双重风险，但这对政策利率而言是一个模棱两可的前景。一旦利率环境改善，美股估值将迎来重新修正，这其中又隐藏着新的配置机会。

➤ 宏观研究报告：市场如何定价美国“滞胀”风险？_20250408

特朗普的关税大战愈演愈烈，全球市场也度过了黑色星期一，对于市场而言，如今需要厘清的问题很多，但相对清晰的是特朗普关税政策大概率会持续很久，同时会对全球贸易产生深远影响。也因此，投资者开始纷纷关注美国经济不断上升的“滞胀”风险；当然，有意思的是，市场也开始押注美联储会更快和更大幅度地降息，以抵御经济下行的风险。此外，如果美债的期限利差开始走扩，同时欧美利差开始收窄，说明市场似乎还是认为特朗普的关税政策“杀敌一千，自损八百”。

➤ 宏观研究报告：FICC 策略：美债“避风港”安全吗？_20250409

美债作为避风港安全吗？我们认为不能忽视惩罚性关税推高通胀的风险。此前专注于经济放缓的投资者可能会很快转向对于通胀的担忧，这可能会改变债券市场的走向。本周开始，美债收益率的迅速反弹，似乎都得到验证。此外，长端美债期收益率走高的风险，还来自于美元信用的下滑。我们认为近期影响期限溢价的主要因素可能是美债需求端的变化。即美元信用的下滑，使得海外投资人对持有美债资产变得更加谨慎。综上而言，我们认为长端利率继续反弹的风险较大。同时，日益加深的降息预期，可能限制 10 年期美债利率走高的幅度。

周 浩
+852 2509 7582
hao.zhou@gtjas.com.hk

孙英超
+852 2509 2603
billy.sun@gtjas.com.hk

黄凯鸿
+852 2509 7214
kaihong.huang@gtjas.com.hk

策略研究报告：特朗普关税“全面开战”，美股“风雨飘渺”？_20250403

特朗普全面调整对等关税



Country	Tariffs Charged to the U.S. Current Reciprocation Rate	U.S.-A. Discounted Reciprocal Tariffs
China	67%	34%
European Union	39%	20%
Vietnam	90%	46%
Taiwan	64%	32%
Japan	46%	24%
India	52%	26%
South Korea	50%	25%
Thailand	72%	36%
Switzerland	61%	31%
Indonesia	64%	32%
Malaysia	47%	24%
Cambodia	97%	49%
United Kingdom	10%	10%
South Africa	60%	30%
Brazil	10%	10%
Bangladesh	74%	37%
Singapore	10%	10%
Israel	33%	17%
Philippines	34%	17%
Chile	10%	10%
Australia	10%	10%
Pakistan	58%	29%
Turkey	10%	10%
Sri Lanka	88%	44%
Colombia	10%	10%

Country	Tariffs Charged to the U.S. Current Reciprocation Rate	U.S.-A. Discounted Reciprocal Tariffs
Peru	10%	10%
Nicaragua	36%	18%
Norway	30%	15%
Costa Rica	17%	10%
Jordan	40%	20%
Dominican Republic	10%	10%
United Arab Emirates	10%	10%
New Zealand	20%	10%
Argentina	10%	10%
Ecuador	12%	10%
Guatemala	10%	10%
Honduras	10%	10%
Madagascar	93%	47%
Myanmar (Burma)	88%	44%
Tunisia	55%	28%
Kazakhstan	54%	27%
Serbia	74%	37%
Egypt	10%	10%
Saudi Arabia	10%	10%
El Salvador	10%	10%
Côte d'Ivoire	41%	21%
Laos	95%	48%
Botswana	74%	37%
Trinidad and Tobago	12%	10%
Morocco	10%	10%

资料来源: Clash Report, 国泰君安国际。

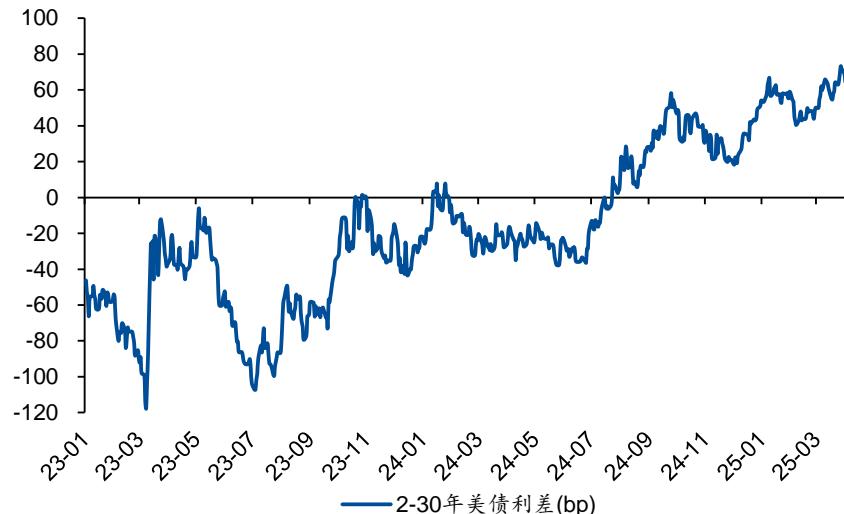
- 4月2日，特朗普宣布“全面开战”，对美国进口商品基本普遍加征关税。整体来看，本次关税方案的调整是迄今为止最“惊人”的一次，复杂水平和最终税率都远超预期，这也意味着市场可能需要一定时间调整基于前期相对乐观预期下进行的资产配置。
- 在关税政策公布前，市场对政策力度预期相对比较乐观，尤其是在“小非农”数据加持下，美股市场小幅收涨。收盘后随着特朗普的关税政策细节的公布，美股及全球市场惨遭“血洗”。期货市场看，纳斯达克100期货一度跌超4%，标普500期货跌超3%，道指期货跌超2%。
- 回到关税政策调整的原因，美国政府希望通过关税税率的调整一方面增加收入，同时可以迫使部分企业将生产转移至美国本土，从而提振美国相关产业及就业状况。因此在短期经历过政策调整的阵痛期后，以下行业有望受益于关税政策而显著利好：1.工业与制造业：本土生产的复兴；2.材料行业：原材料保护的红利；3.能源行业：豁免与出口的双重利好。
- 然而短期来看，美股市场的风险偏好大概率会持续承压。如前文所述，本次关税方案的调整远超市场预期，市场尚需时间来厘清来自于关税调整的冲击。从微观层面而言，毫无疑问的是，关税会直接影响公司盈利；从宏观层面而言，关税有可能直接导致经济放缓，这对于个人消费支出以及消费者信心等亦有影响，然而不论何种角度这都不利于美股估值的修复。
- 从长期来看，我们并不能将关税对美股的影响仅仅局限于关税自身，市场需要同时考量来自于美联储的影响。对美联储而言，超预期的关税意味着通胀上行以及经济增速放缓的双重风险，但这对政策利率而言是一个模棱两可的前景。一旦利率环境改善，美股估值将迎来重新修正，这其中又隐藏着新的配置机会。

周 浩
+852 2509 7582
hao.zhou@gtjas.com.hk

孙英超
+852 2509 2603
billy.sun@gtjas.com.hk

宏观研究报告：市场如何定价美国“滞胀”风险？_20250408

美债期限利差明显扩大



资料来源: Bloomberg, 国泰君安国际。

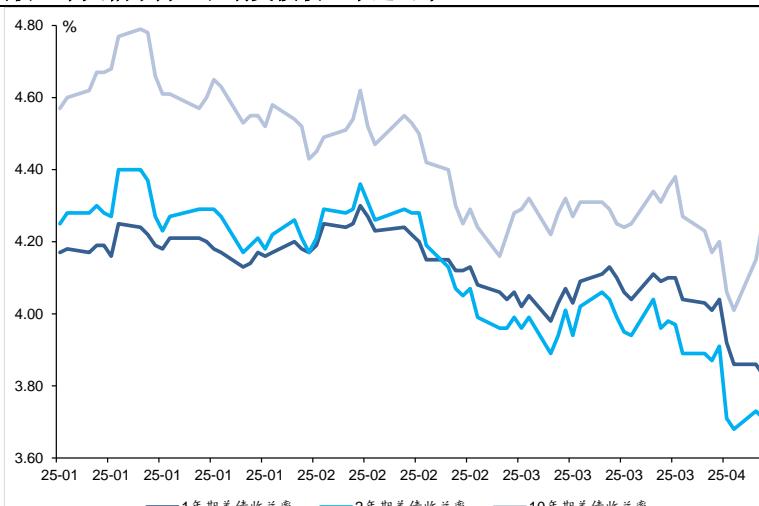
- 特朗普的关税大战愈演愈烈，全球市场也度过了黑色星期一，对于市场而言，如今需要厘清的问题很多，但相对清晰的是特朗普关税政策大概率会持续很久，同时会对全球贸易和地缘政治格局产生深远的影响。也因此，投资者开始纷纷关注美国经济不断上升的“滞胀”风险；当然，有意思的是，市场也开始押注美联储会更快和更大幅度地降息，以抵御经济下行的风险。
- 观测“滞胀”的第一个窗口，是2年期和30年期美债的利差，近期30年期美债利率几乎没有大的变动，但2年期利率几乎呈现出跳水的走势，这意味着市场在定价美联储降息的同时，也认为未来通胀风险仍然值得关注。换言之，市场将“经济停滞”和“通胀”分开进行交易，而非普遍意义上认为“滞胀”可能对货币政策带来严重掣肘——因为降息可能会加剧通胀压力。
- 与此同时，我们也发现，2年期和10年期美债收益率也开始出现明显的陡峭化，这似乎是美元指数见底的一个信号。在此前的分析中，我们发现美元指数与10年期美债收益率之间存在较好的相关性，但很少去研究利率曲线与美元指数之间的关系，这背后的原因是各期限债券收益率之间存在着同涨同跌，这也意味着期限利差相对稳定，因此不需要对此过度关注。但当近期期限利差开始扩大后，其背后的逻辑也会影响美元的逻辑。比如说很多投资者认为美国经济会出现“滞胀”，但很多其他经济体可能会出现严重的衰退，这在一定程度上带来了美元的相对优势。
- 从美元指数的主要对手方欧元来看，欧美利差开始收窄，则是近期的另一个值得关注的事件。一般而言，这似乎也会对应着欧元汇率的筑顶。换言之，美元指数如果上行，美债的期限利差开始走扩，同时欧美利差开始收窄（意味着欧元区经济会更弱一些），市场似乎还是认为特朗普的关税政策“杀敌一千，自损八百”。

詹春立
+852 2509 7745
james.zhan@gtjas.com.hk

张潇子骄
+852 2509 5317
hunter.zhang@gtjas.com.hk

宏观研究报告：FICC 策略：美债“避风港”安全吗？_20250409

短端美债收益率大幅下降，长端美债收益率过山车



资料来源: Bloomberg, 国泰君安国际。

- **特朗普关税政策引发资本市场剧烈震荡，美债市场一度成为避风港，长端美债经历过山车。**美国时间 4 月 2 日，特朗普公布对等关税政策，引发美股市场剧烈下跌。美股剧烈下跌给资金提供了在美债市场的避险机会，因此长端利率一度出现大幅下降。不过随后，由于美债拍卖需求疲软，同时交易层面的对冲基金“全面去杠杆”，使得长端市场迎来大幅抛售，经历过山车行情。
- **市场迅速定价升温的降息预期。**近期市场反应来看，两年期美债收益率跌至 2022 年 9 月以来最低水平，这意味着市场很激进地定价了快速降息的情景。很显然，市场的短期押注逻辑是忽略“胀”的担忧，转向对“滞”的恐慌，这也即是说，尽管关税政策可能引发通胀压力，但美债市场的定价已经不再是通胀可能会给美联储降息带来掣肘，而是已完全定价美联储年内降息五次以应对宏观层面复杂的风险。
- **美债作为避风港安全吗？我们认为不能忽视惩罚性关税推高通胀的风险。**我们认为，此前专注于经济放缓的投资者可能会很快转向对于通胀的担忧，这可能会改变债券市场的走向。本周开始，美债收益率的迅速反弹，似乎都得到验证。目前来看，如果美联储决议加快降息，短期通胀的预期由于关税和降息的叠加，可能进一步走高。如果美联储选择晚降息，那么在未来时点，可能需要更大的降息幅度来提升经济表现，中长期的通胀也难以降下来。因此，通胀的风险可能短期内令美债收益率难以回调。
- **长端美债期收益率走高的风险，还来自于美元信用的下滑。**美债的供需关系是决定长端美债期限溢价的一个关键变量。不同于过去美债供给是主导，我们认为近期影响期限溢价的主要因素可能是美债需求端的变化。即美元信用的下滑，使得海外投资人对持有美债资产变得更加谨慎。综上而言，我们认为长端利率继续反弹的风险较大。同时，日益加深的降息预期，可能限制 10 年期美债利率走高的幅度。

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及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