

# 美对等关税多米诺效应系列研究（一） ——加剧全球资本市场短期震荡

联合资信 主权部 | 研究发展部

- 美国政策摇摆导致市场对美债的避险属性信念产生一定动摇，出现投资者对全球最大安全资产“用脚投票”的短期现象，长期美债收益率超预期上涨直接动摇美国的金融稳定性
- “对等关税”政策落地引发市场恐慌情绪，特朗普与鲍威尔之间的货币政策分歧动摇了美股信心，美国未来经济走向及美联储降息节奏都存在较大不确定性，导致美股进入脆弱调整阶段且可能长期持续
- 特朗普政府的关税政策与美元贸易体系存在一定矛盾，叠加美债信用风险走高以及美联储公信力受到削弱等因素，导致美元货币价值承压，黄金的避险属性得到投资者青睐
- 美国“对等关税”政策发布，中国股市经历了短期的大幅下行，但在政策托底和市场机制的协同作用下，市场逐步恢复稳定；中国债券市场显著走强，收益率大幅下行而后企稳；中国政府及时出台有力反制举措，人民币汇率短期下跌后逐步企稳回升



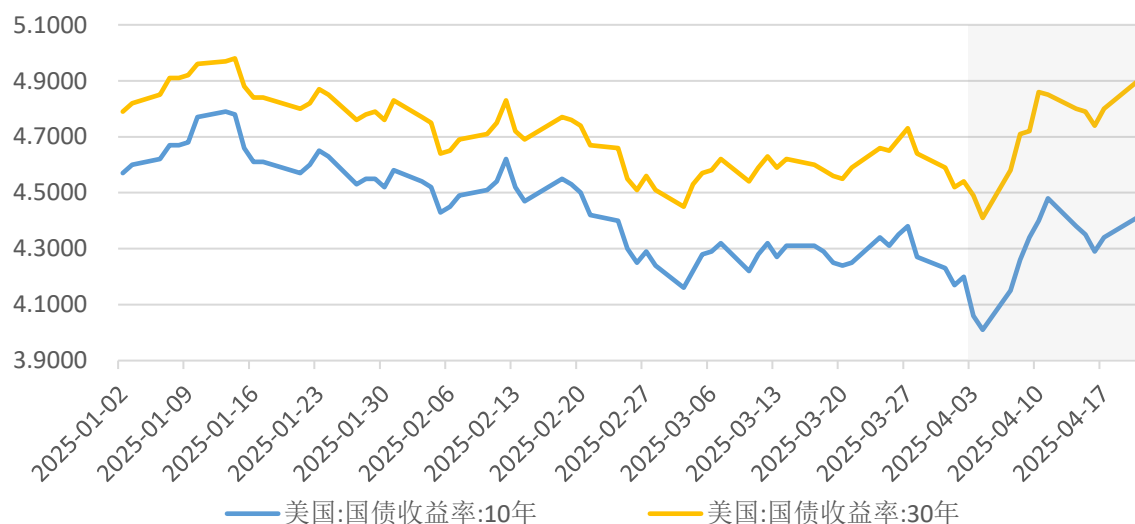
联合资信评估股份有限公司  
China Lianhe Credit Rating Co., Ltd.



美国作为全球第一大贸易进口国，特朗普政府“对等关税”政策出台打破了全球经贸体系的平衡并产生一系列多米诺效应，首先受到冲击的是全球资本市场。当地时间 2025 年 4 月 2 日，美国总统特朗普在白宫签署两项“对等关税”行政令，以基准关税叠加额外关税的组合模式正式落地，随后中国、加拿大、欧盟等主要经济体纷纷出台或表示采取反制举措，进一步激发了市场的恐慌情绪，导致美国资本市场遭遇短期“股债汇”三杀，且对中国资本市场产生传导影响。

**美国政策摇摆导致市场对美债的避险属性信念产生一定动摇，出现投资者对全球最大安全资产“用脚投票”的短期现象，长期美债收益率超预期上涨直接动摇美国的金融稳定性**

在过往的经济逻辑中，美债因拥有美国政府信用背书以及美元作为全球储备货币的双重加持而成为重要的避险资产，其中 10 年期美债收益率更是全球资产定价的锚定指标，因此国际投资者在遇到风险事件时往往选择买入美债，产生美债价格走高和收益率下行的现象。但本次“对等关税”政策出台后，美债价格却大幅走跌，美债收益率连续攀升，4 月 7 日至 11 日 10 年期美债收益率连续快速上涨 47 个 BP 至 4.48%，创 2 月中旬以来新高；30 年期美债收益率连续快速上涨 44 个 BP 至 4.85%，创 1 月下旬以来新高。随后特朗普政府为平息债市动荡宣布 90 天暂停加税令美债收益率小幅回落，但因美国政策摇摆导致市场对美债的避险属性信念产生一定动摇，美债无风险属性趋向风险化，美国债务货币化的负面问题已开始反噬债券市场，美债的避险功能遭到一定削弱。

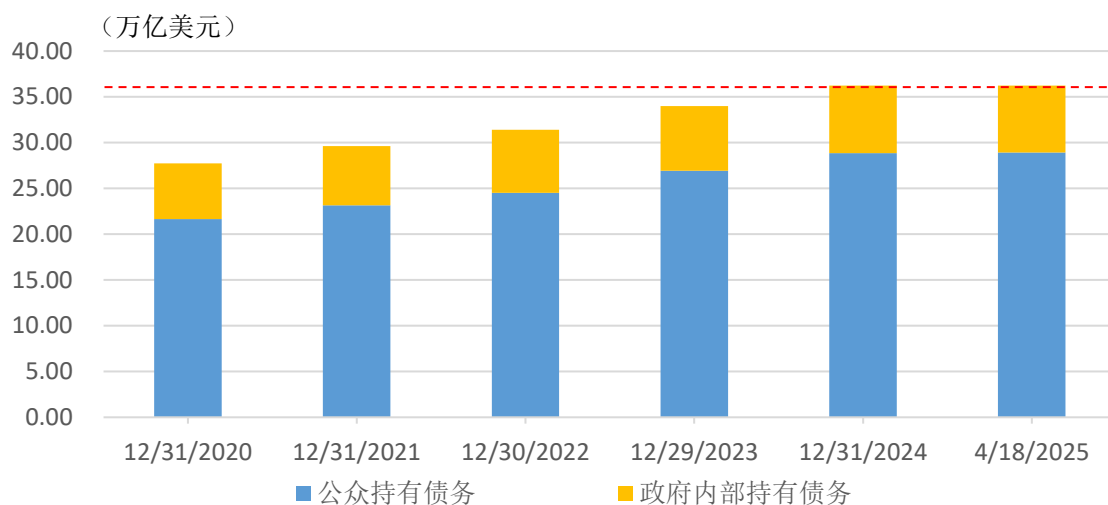


数据来源：Wind，联合资信整理

图 1 2025 年以来长期美债收益走势图

本次长期美债收益率逆势走高的原因主要有三点：**一是基本面原因**，美债收益率由市场利率、通胀预期和风险溢价三部分组成，“对等关税”的关税负担会向缺乏价格弹性的一端转移，关税摩擦最终会传导至美国的再通胀压力，在此背景下美联储或放缓货币政策的降息节奏，贸易摩擦叠加通胀走高以及利率中枢高企，中长期对美国造成一定拖累，因此市场利率保持在较高中枢、通胀预期走高以及经济衰退风险溢价抬升，共同支撑长期美债收益率上涨。**二是持有人预期原因**，近年来去美元化趋势愈发显著，多国央行减持美债而买入黄金，外国官方机构的需求减少，但私人投资者对美债的需求却在增加，短期投机性债权人增多，令美债持有人结构的稳定性遭到削弱。考虑到特朗普政府极端的贸易保护政策以及“海湖庄园协议”酝酿将美债置换为长期无息债务等风险，私人投资者敏感性更高，出现投资者对全球最大安全资产“用脚投票”的短期现象。**三是技术面原因**，基差交易的紧急平仓也是导致美债剧烈波动的重要原因，该交易规模可能已达到 2019 年下半年历史高点的近两倍，且该策略高度依赖市场流动性，当国债收益率快速上行后，导致美债现货多头平仓，需要追补保证金，使得机构需要进一步卖出头寸，进而引发“收益率上行—抛售国债—收益率再上行”的负反馈效应。

长期美债收益率超预期上涨直接动摇美国的金融稳定性。10 年期美债收益率被称为全球资产定价之锚，该指标飙升意味着基础借贷成本的上升，相应带动按揭抵押贷款、信用贷款、汽车贷款乃至商业贷款利率的一同上涨。截至 2025 年 4 月 17 日，美国政府债务规模已经突破 36.2 万亿美元，约占全球 GDP 的 35%，2025 年美国将有 9~10 万亿美元国债到期，且 6 月末将有 6.5 万亿美债到期，占全年到期债务的近 70%，短期内债务偿付压力极大。美国的债务上限在 2025 年 1 月初调整为 36.1 万亿美元，此后美国财政部采取“非常规措施”以补充现金余额并维持政府运转，国会预算办公室表示，如果债务上限保持不变，政府通过既定的“非常规措施”资金最早可能会在 2025 年 6 月耗尽。目前美国存续债务规模已超过债务上限，届时如果两党未能提高或暂停债务上限，财政部将无法发行新债，将导致部分政府款项支付延迟、甚至国债违约，可能会对美国的主权信用产生负面影响。

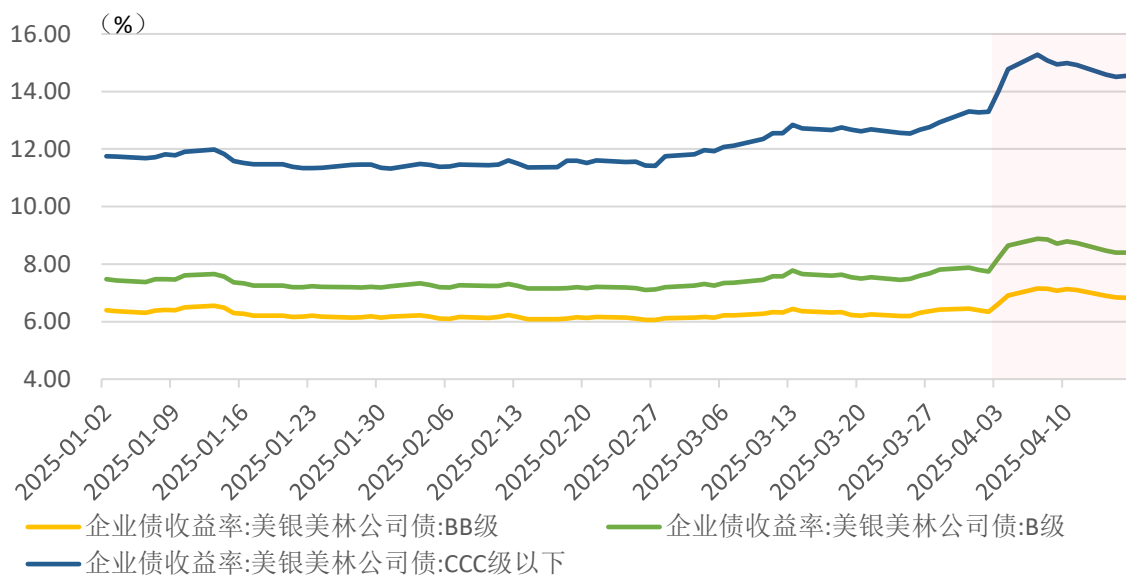


数据来源：美国财政部，联合资信整理

**图 2 2020 年以来美债规模增长情况**

长期美债利率走高将进一步增大政府债务的利息偿付压力，预计 2024 年和 2025 年政府利息支出均将超过 1.1 万亿美元，相当于 GDP 的比值将攀升至历史新高（约 4%），债务可持续性受到挑战。不难看出，在去全球化的世界新秩序下，美债信用遭到市场质疑，尤其特朗普政府的贸易保护政策加剧全球供应链的断裂风险，或直接冲击美债的偿付渠道和流通循环，美国债务驱动的经济发展模式遭受挑战，对美国的金融稳定性造成巨大扰动。

另一方面，由于美国国债的利率是债券市场的定价基础，美国主权信用等级是各主体的信用等级“天花板”，一旦美国国债的利率波动以及信用风险增加将会向其他债券市场主体传导。本次长期美债遭遇超预期抛售导致美债流动性有所收紧，4 月 11 日受到长期美债收益率大幅走高的影响，信用等级在 BB 级、B 级、C 级以下等级企业债的收益率分别较年初飙升 70 个、125 个和 317 个 BP 至 7.1%、8.7% 和 14.9%，给疫情后持续加杠杆的企业带来流动性冲击，这些企业自身偿付实力较弱，再加上债券融资成本的上扬，美国高收益企业债的违约敞口也将进一步走扩。2024 年美国高收益债的到期规模高达 1,007 亿美元，尤其是 2025—2029 年美国高收益债券将迎来兑付高峰期，兑付规模在 2,000~2,500 亿美元，存在较大的偿债压力。

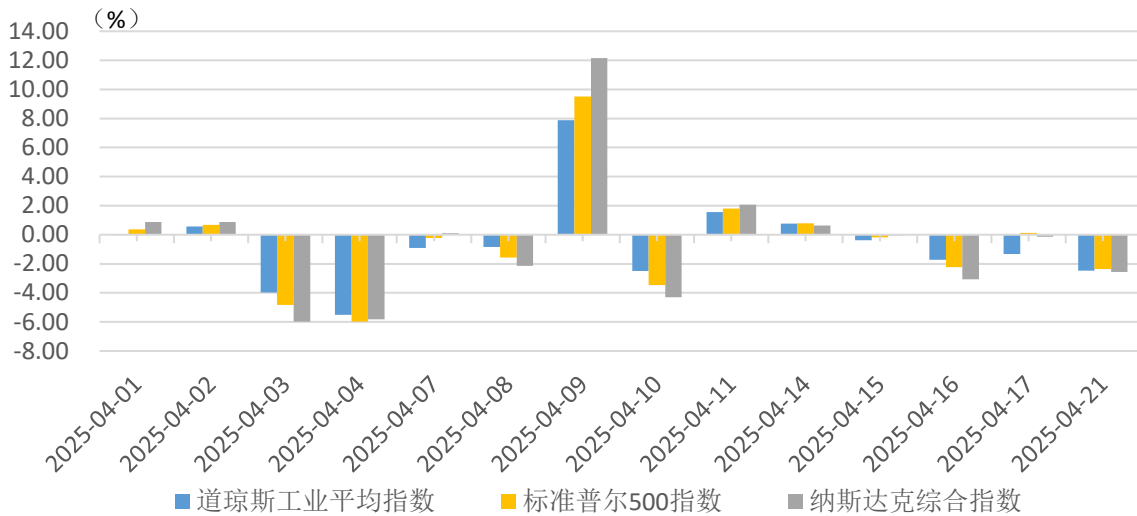


数据来源: Wind, 联合资信整理

图3 美国各等级高收益企业债的收益率情况

**“对等关税”政策落地引发市场恐慌情绪，特朗普与鲍威尔之间的货币政策分歧动摇了美股信心，美国未来经济走向及美联储降息节奏都存在较大不确定性，导致美股进入脆弱调整阶段且可能长期持续**

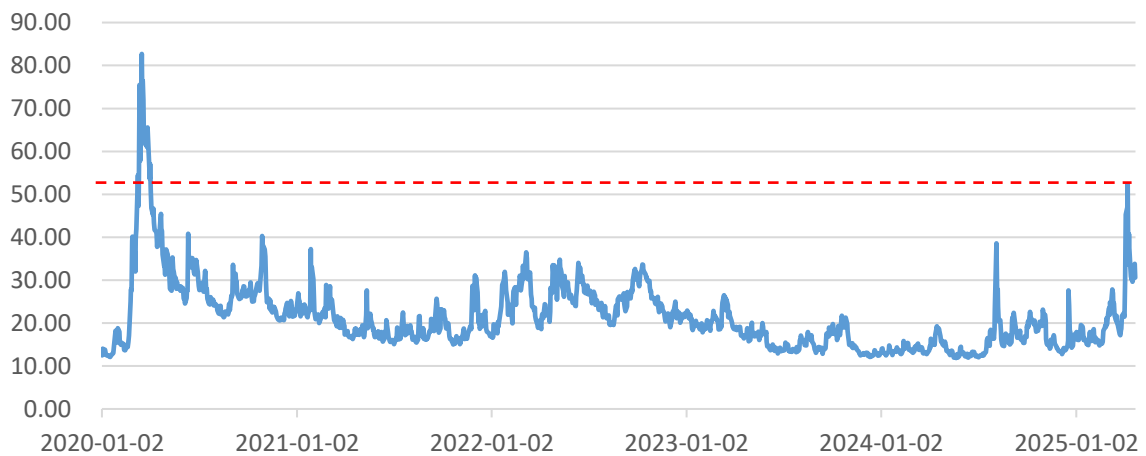
受“对等关税”政策落地影响，4月3—4日美国三大股指连续大幅下跌，两天合计蒸发超过6.5万亿美元，道琼斯指数连续两天分别大跌近1,700点和2,300点，纳斯达克指数更是跌入技术性熊市。另一方面，在美债到期压力巨大以及美联储利率中枢依旧较高的背景下，特朗普政府所要承担的美债压力空前，而美联储需要考虑关税政策对通胀和经济的广泛影响，因此特朗普与美联储主席鲍威尔之间的分歧愈发显著，特朗普多次施压鲍威尔降息甚至有意干预美联储主席人选，不仅影响了美联储的独立性和公信力，甚至动摇了美国金融的稳定性，且加大了美元资产的脆弱性。受此影响，4月21日美国三大股指收盘显著下跌，跌幅均超2%，美股再现“黑色星期一”。当天，全美交易所成交量较20日均线下降35%，表明流动性大幅降低，投资者观望情绪走高。截至目前，道琼斯工业指数、纳斯达克指数和标普500指数自年初以来分别下跌10.3%、17.8%和12.3%，美股进入脆弱调整阶段。



数据来源：Wind，联合资信整理

图4 2025年以来美国三大股指涨跌幅情况

与此同时，美国金融市场波动性大幅上升，市场不确定性及恐慌情绪加剧，标准普尔500波动率指数（即VIX恐慌指数）一度飙升至50以上，创新冠疫情以来新高。



数据来源：Wind，联合资信整理

图5 2020年以来VIX恐慌指数走势

展望未来，特朗普政府的关税保护政策打破了现有全球经贸秩序，加剧了美国未来经济走向的不确定性，虽然在市场波动压力下，未来特朗普政府可能会释放缓和信号，但市场信心修复需要一定时间，美股处于脆弱调整阶段且可能长期持续。具体来看，2025年特朗普政府重返白宫，由于特朗普的关税政策具有较大的不确定性，具体进出口商品的价格弹性不同，加征关税所产生的负担影响也较为复杂，对美国再通胀压力的影响或难以完全避险和缓释，预计美联储2025年的降息节奏或因此适当放缓，

继续长期保持现有利率中枢。依旧较高的利率中枢加剧了企业的经营负担，2025年3月美国中小企业乐观指数细项中增加库存、经济向好预期、实际销售走高预期、信贷形势预期以及盈利趋势均为负值，且各指标较去年12月进一步走弱，美国中小企业贡献了约50%的就业和75%的税收，中小企业的收缩将会在6~12月反映在美国经济表现和劳动力市场上，预计美国2025年经济或将陷入停滞，对美股走势造成较大拖累。

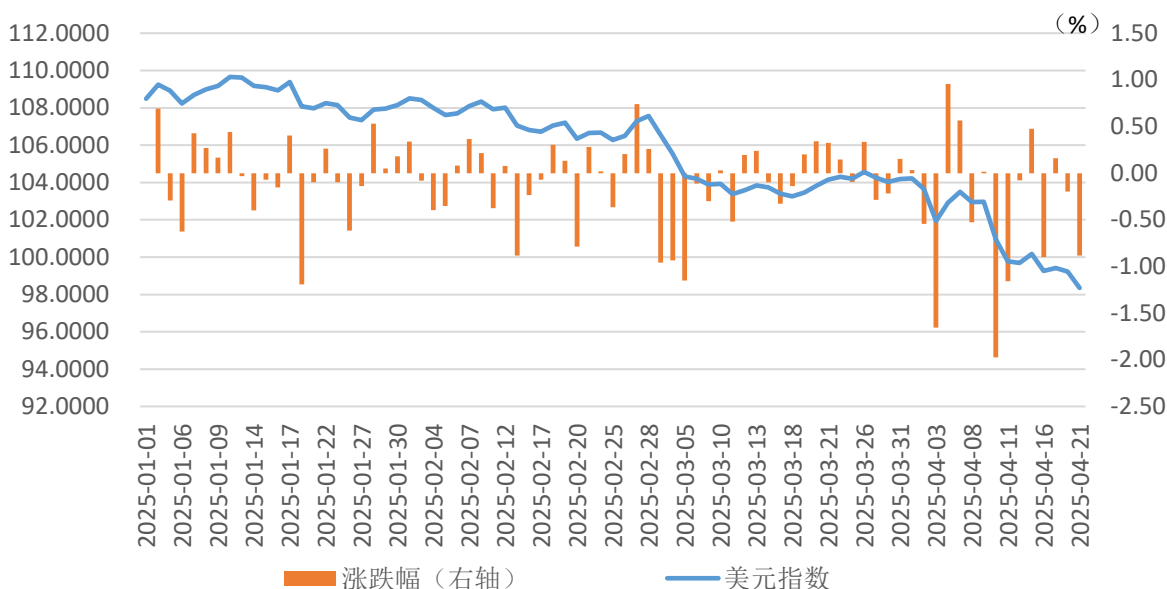
此外，前期美股上涨主要是基于技术领先优势，尤其是在人工智能（AI）领域，估值存在一定科技泡沫风险。以席勒市盈率（CAPE）为例，剔除通胀因素后用10年的平均盈利来计算市盈率，能有效平滑经济周期对估值的影响，目前美股的席勒市盈率已达38.1倍，仅略低于2021年12月的近期高点（38.3倍）。根据CAPE衡量标准，该指标超过25倍则表明股市进入“非理性繁荣”，正如2007年次债危机前期CAPE达到27.6倍，目前美股估值泡沫已较为严重。与此同时，中国AI初创公司DeepSeek的横空出世有望打破美国在AI领域的垄断地位，中美之间的大国博弈或将迈入新的阶段。再者，当前AI领域的投资热潮导致相关企业估值大幅上升，一旦AI领域的巨额投入无法证明其合理性或取得明显经济成效，又或是监管政策调整对AI行业的发展造成重大影响，AI泡沫有可能像2001年的互联网泡沫那样出现破灭，对美国股市及实体经济造成巨大冲击。

**特朗普政府的关税政策与美元贸易体系存在一定矛盾，叠加美债信用风险走高以及美联储公信力受到削弱等因素，导致美元货币价值承压，黄金的避险属性得到投资者青睐**

美国长期贸易赤字的本质其实是“特里芬两难”，即美元拥有国际货币地位，其他国家为积累更多美元而凭借自身的资源禀赋开展国际贸易，他国的美元刚需必然需要美国的经常项目逆差来供给美元，而美国可以凭借自身信用享受全球“铸币税”并调动全球大宗商品，也衍生出了“石油美元”体系来巩固美元的国际地位。此外，美国贸易逆差会令交易对手方（国家或企业）将贸易所得美元回流至美国资本市场，并成为美国资本市场发展的重要投资端，该体系维持了美国的金融体系运转和美元的霸主地位。

过往美元美债的强势很大程度上还和美国的贸易逆差相关。具体而言，美元的世界货币地位来源于其向世界供应美元流动性，背后则是美国对全球商品的净进口，在贸易上体现为逆差。对其他国家而言，则通过出口赚取美元，他国美元外汇储备投资美元资产尤其美国国债，由此形成循环。特朗普政府的关税政策与美元贸易体系存在一定矛盾，叠加美债信用风险走高、美联储公信力受到削弱以及美国经济下行压力增

大等因素，导致美元货币价值承压。4月11日美元指数日内跌幅接近1.5%并失守100大关，创近三年以来新低，4月21日美元指数进一步跌破99，年初以来累积下跌超过9%，美元的全球信誉和避险属性遭到一定削弱。



数据来源：Wind，联合资信整理

**图6 2025年以来美元指数及涨跌幅情况**

在美元信用受到质疑的背景下，黄金的避险属性得到投资者青睐。2024年黄金价格大幅上涨约27%至2,600美元/盎司左右，且连续多次创下历史新高，2025年以来黄金价格节节攀升，4月22日黄金现货价突破3,400美元/盎司。考虑到特朗普关税政策摇摆以及地缘政治风险仍存，风险难以在短期内缓和，投资者避险及观望情绪依旧占据主导，预计黄金价格将持续波动上涨。



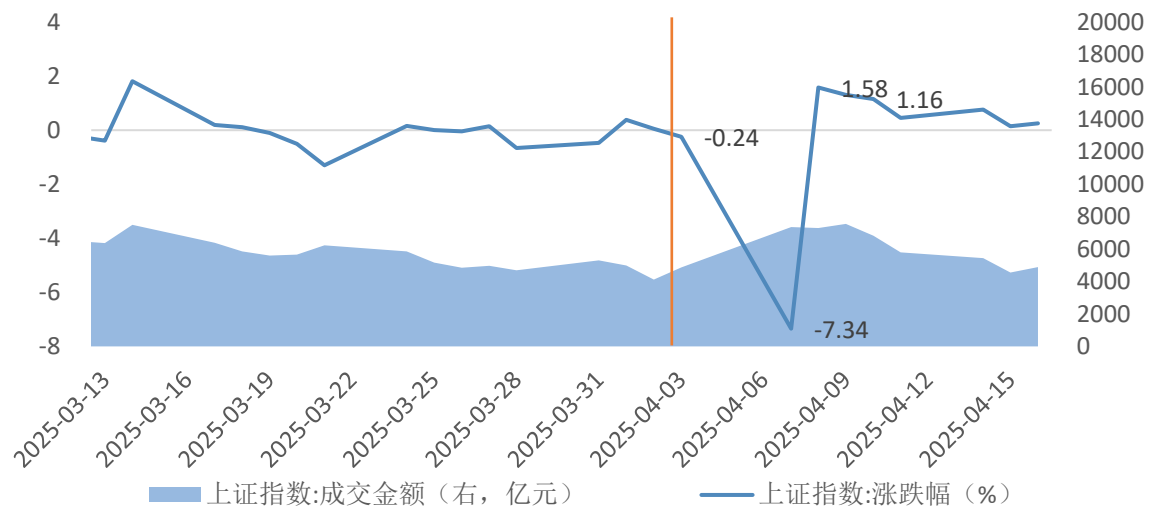
数据来源：Wind，联合资信整理

**图7 2020年以来黄金现货价走势**



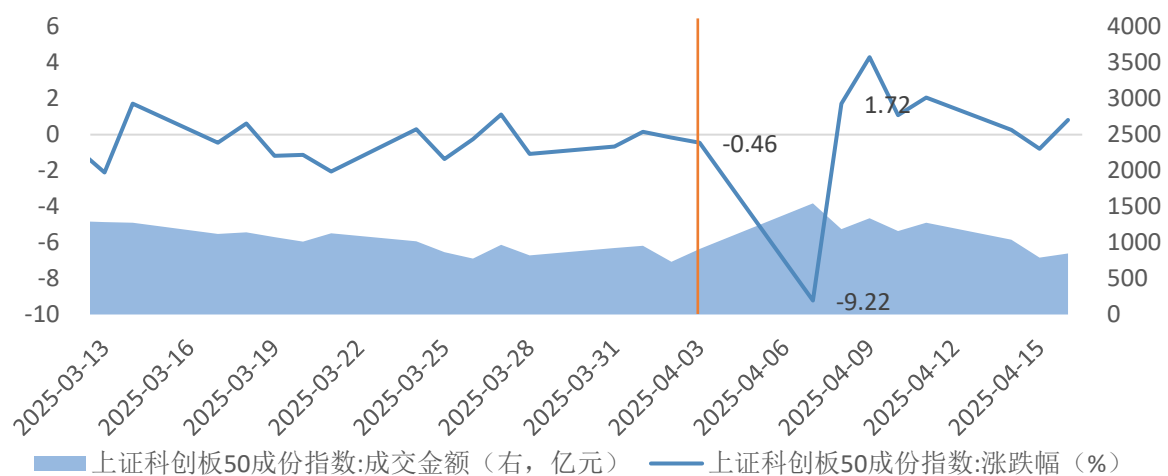
美国“对等关税”政策发布，中国股市经历了短期的大幅下行，但在政策托底和市场机制的协同作用下，市场逐步恢复稳定；中国债券市场显著走强，收益率大幅下行而后企稳；中国政府及时出台有力反制举措，人民币汇率短期下跌后逐步企稳回升

从股票市场看，美国“对等关税”政策发布当日，A股市场表现相对坚挺，沪指低开高走，盘中多次翻红，沪深最终仅下跌0.24%，而创业板指下1.86%。银行等权重股在国家维稳政策支持下稳住大盘底线。清明节后首个开盘日，A股市场出现大幅波动，上证指数暴跌7.34%，科技成长板块如科创50则进入深度调整，市场恐慌情绪升温。随后，市场迎来反弹，上证指数回调并持续多日收涨，主要得益于“国家队”领衔的稳市行动，包括中央汇金千亿级资金增持、险资和社保等长线资金入市。



数据来源：Wind，联合资信整理

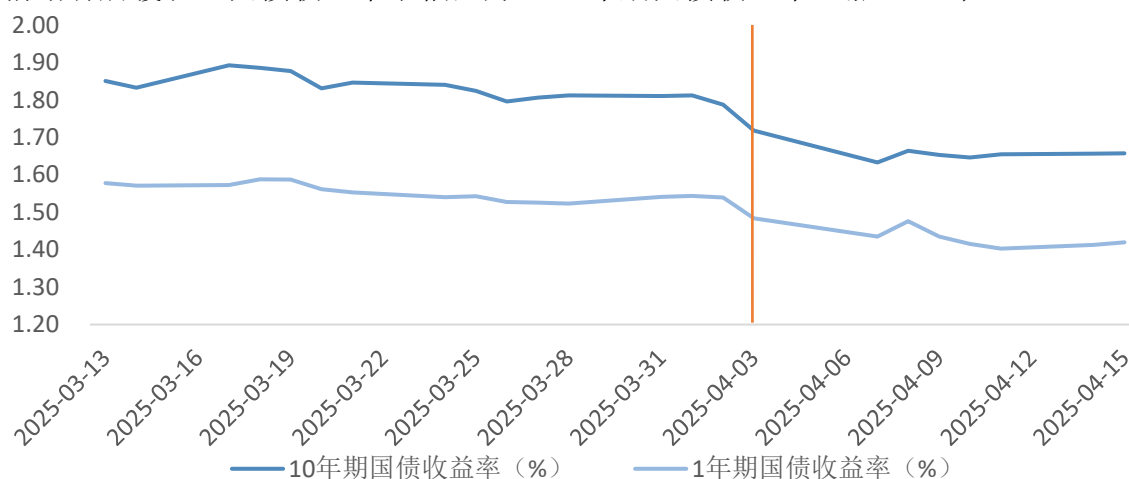
图8 “对等关税”发布前后上证指数走势



数据来源：Wind，联合资信整理

图9 “对等关税”发布前后上证科创50指数走势

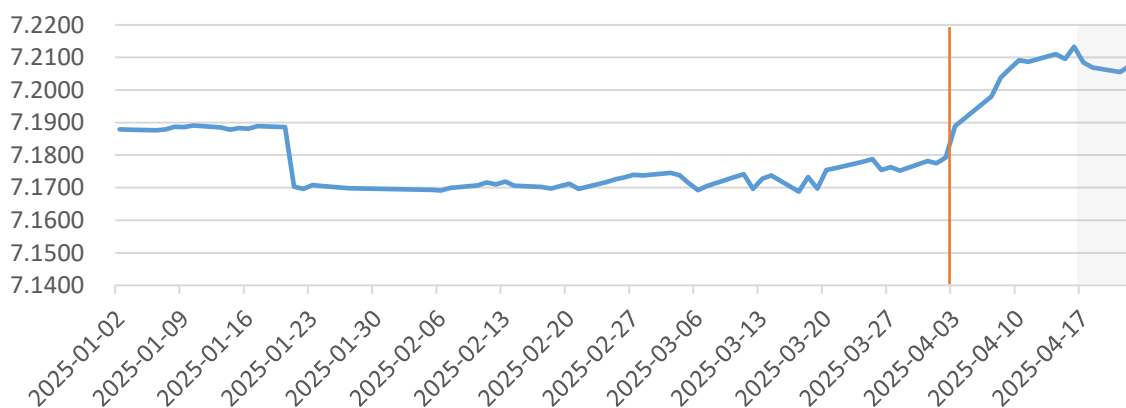
从债券市场看，4月3日，美国“对等关税”政策发布后，中国债市迅速反应，避险情绪升温。当日，1年期国债收益率下行4.5个BP至1.48%，10年期国债收益率下行7.8个BP至1.73%，各期限国债收益率大幅下探，市场呈现“避险情绪+宽货币预期”的双重定价逻辑。4月7日，市场继续消化关税政策影响，国债收益率进一步下行，10年期国债收益率下行至1.65%左右，市场交易情绪高涨。随后几日，市场情绪有所缓和，国债收益率小幅回升，10年期国债收益率上涨0.75个BP至1.66%。



数据来源：Wind，联合资信整理

图10 “对等关税”政策发布前后国债收益率走势

从汇率市场看，“对等关税”政策出台后虽然人民币汇率短期走跌，但中国政府及时出台有力反制举措，且积极扩展与东南亚邻国的高层访问，同时加强与西班牙、巴西等国的双边经贸关系，对保障中国对外贸易稳定性起到积极作用，对人民币汇率起到一定支撑作用，4月21日美元兑人民币汇率小幅下跌至7.2055，人民币汇率小幅走高1.1%。



数据来源：Wind，联合资信整理

图11 “对等关税”政策发布前后美元兑人民币汇率走势

展望后市，中国展现出超强的支持力度和控场能力，经过 4 月初的调整，市场已提高关税风险定价并逐步实现市场消化吸收。股市方面，随着关税博弈结果日益明朗，后市涨跌机会或更基于关税举措落地对不同板块的实际影响而呈现结构性分化格局，如出口导向型板块及周期性资源品或一定程度承压，而促进内需及国产替代等板块或将收益在本轮博弈中持续受益。债市方面，贸易摩擦升级带来的经济不确定性加剧，投资者基于基本面走弱预期，阶段性增配债券类资产规避风险，将直接推动利率债需求上升，特别是国债和政策性金融债等安全资产可能受到市场青睐。同时，国内刺激内需政策的推进预期亦对债市产生阶段性扰动。这种政策与市场情绪的交互作用，可能导致债券市场呈现震荡走势。汇率方面，虽然外部环境复杂性、严峻性和不确定性可能进一步上升，但中国的经济基础坚实，经常账户保持顺差，跨境资本流动自主平衡，外汇储备充足，外汇市场有韧性，为保持人民币汇率基本稳定提供了确定性和有力支撑。

## 联系人

投资人服务 010-85172818-8088 [investorservice@lhratings.com](mailto:investorservice@lhratings.com)

## 相关研究

[美国对等关税落地，产生影响几何？](#)  
[关税博弈狂飙！底层逻辑及行业影响分析](#)

## 免责声明

本研究报告著作权为联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“联合资信评估股份有限公司”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本研究报告的，联合资信将保留追究其法律责任的权利。

本研究报告中的信息均来源于公开资料，联合资信对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本研究报告所载的资料、意见及推测仅反映联合资信于发布本研究报告当期的判断，仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。

在任何情况下，本研究报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。联合资信对使用本研究报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。