

关税风暴来袭 全球资产价格巨震

本报记者 罗辑 北京报道

“我们正目睹一场教科书级别的崩溃：货币体系崩溃、政治局局崩溃、世界秩序崩溃。”面对特朗普突如其来远超预期的“对等关税”政策冲击，桥水基金创始人达利欧(Ray Dalio)发出警示。

近日，全球资产价格已现极端震荡行情。其中，美国“股、债、汇”一度遭遇“三杀”，尤其美债市场出现非同寻常的巨量抛售，导致美债收益率飙升，加剧

美国遭遇“股债汇”三杀

纳斯达克、标普500、道琼斯工业指数区间最大跌幅分别超过26%、21%、18%。

美股方面，自“对等关税”政策宣布后，纳斯达克、标普500、道琼斯工业指数应声大跌，短短三个交易日最大累计回撤分别达到16.55%、15.1%、13.62%。这导致本就从2月下旬开启下跌模式的美股加速下行，且在最近几个交易日中，成交量迅速放大，纳斯达克、标普500、道琼斯工业指数区间最大跌幅分别超过26%、21%、18%。同期，市场恐慌指标VIX恐慌指数也迅速飙升，创下自2020年以来的新高。

美债方面，原本应该出现“股债跷跷板”，因避险情绪而涌入买盘的美债，更罕见出现了抛售潮。其中，美国国债收益率连续攀升，有“全球资产定价之锚”之称的美国10年期国债收益率从4月4日收盘时的4%升至8日收盘时的4.3%，9日盘中更一度飙升至4.51%。美国30年期国债收益率则从4日收盘时的4.4%，一路飙升至9日盘中的5%，这直接引发了美债市场可能“崩盘”的担忧。德意志银行宏观策略师亨利·艾伦表示，美债市场出现令人难以置信的抛售，或许反映出美国国债正失去传统投资避风港的地位。

汇市方面，由于作为避险工具的美债遭遇抛售，日元和瑞士

“崩盘”担忧。同期，欧洲和亚太股市同样迅猛下探，包括原油在内的商品价格大跌，传统避险资产、黄金也在高位出现回调。

在“崩盘”担忧高企之下，当地时间4月9日，特朗普宣布对部分国家关税征收暂停90日。全球资产价格再度激烈波动，其中风险资产快速回升，纳斯达克指数创下历史第二大单日涨幅，国际油价和金价同样出现上行。但值得注意的是，多家国际投行、知名基金、经济学家仍在提示关税冲击导致的巨大风险。

法郎等传统避险货币受到投资者买入，而这进一步导致美元指数波动。在美债收益率飙升的同时，美元指数日内一度跌近1%，这一盘中跌幅同样罕见。

在美国市场剧烈波动下，当地时间4月9日，特朗普称已授权对不采取报复行动的国家实施90天的关税暂停。随后，全球资产价格再度激烈波动，纳斯达克指数暴涨12.16%，创下有史以来第二大单日涨幅，标普500涨幅超9%，道琼斯工业指数涨幅接近8%。同时，美国科技股也快速反弹，多家科技巨头单日涨幅超15%，中概股同样迎来反弹，纳斯达克中国金龙指数涨4.53%。

其他地区资本市场方面，除中国证券市场迅速企稳外，欧洲与亚太市场普遍出现了下行。在上述90日暂停宣布之后，日韩股市出现明显反弹。

此外，在其他大类资产方面，原油、国际金价均一度出现下行，但在上述90日暂停征收关税的消息释放前后，也相继出现了价格反弹。其中，布伦特原油自2021年2月以来首次跌破60美元/桶，4月9日盘中跌幅一度超5%，同期WTI原油日内跌超6%。不过，此后均受上述消息影响出现了迅速反弹。

全球经济衰退担忧飙升

极致行情的演绎或使得市场流动性风险进一步加剧，并反身施加至风险资产之上，形成“价格—流动性”的负循环。

在当前全球资产价格剧烈波动下，目前资金呈现了何种交易趋势？多家机构表示，“衰退交易”已经成为当前最为主要的交易策略。

“特朗普政府针对全球的关税战争加速了传统世界秩序的调整进程，大幅压制市场风险偏好，并使市场向上修正美国乃至全球经济衰退的预期，导致全球风险资产将面临较大的调整压力。”国泰海通策略分析师王子翌提到，尤其是当前，极致行情的演绎或使得市场流动性风险进一步加剧，并反身施加至风险资产之上，形成“价格—流动性”的负循环。

考虑到目前全球市场恐慌情绪蔓延、定价预期仍有下修动能，且金融市场流动性面临风险，王子翌认为，目前全球风险资产的风险回报比正大幅下降，同时虽然美国通胀预期攀升，但市场当前主要进行衰退交易而非滞胀交易，全球避险资

黄金或将继续表现

黄金作为非债券类的避险资产几乎是所有风险的“完美对冲”，其风险回报比仍高于其他主要大类资产。

在全球资金谋求避险，但传统避险资产已经出现分化的情况下，黄金再度被看好。

“我们维持对黄金的战术性超配观点。”王子翌在其研究报告中提到，特朗普政府的关税政策意味着传统世界秩序加速调整，而美元体系亦被大幅削弱。近期金融市场波动较大，流动性风险外延降低了传统大类资产之间的相关性，黄金价格边际承压。但在市场对全球传统秩序预期调整、国际地缘政治危机担忧升温，且美国乃至全球经济存在衰退以及滞胀压力的背景下，黄金作为非债券类的避险资产几乎是所有风险的“完美对冲”，其风险回报比仍高于其他主要大类资产。

作为投资机构，畅力资产董事长宝晓辉进一步提到，当前对一些美股资产和原油这类大宗需要规



截止时间:2025年4月10日收盘,数据来源:Wind

产的风险回报比则出现上行。

不过，作为传统避险资产、美债近日出现了罕见剧烈波动，尤其是“对等关税”政策出台后，10年期美债收益率先大幅下行，后又大幅上行。

对此，东方金诚研发部高级副总监白雪解读提到，前期大幅下行主要是关税政策引发的避险情绪显著升温，资金涌入美债，加之市场定价超预期的关税政策将对美国经济前景施压，对美国经济衰退及降息预期显著增强。而此后，美债收益率逆转为大幅上行，主要是美债遭遇了大规模恐慌性抛售所导致。

“抛售的原因可能有以下几种：一是此前美债价格剧烈波动令

避，黄金的配置需求则还会上升。

“就目前的国际形势来看，依赖全球供应链且国际贸易占比较高的美股股票面临较大风险。因为美国对全球加征关税，会提高贸易成本，也会影响这类企业的产品出口和利润，例如苹果、耐克等企业，可能因关税引发的经济不确定性，最后在全球科技竞争加剧以及盈利预期下修等因素受到冲击。”宝晓辉提到，同样的逻辑下，原油也会因为关税政策抑制终端需求，减少贸易量，降低海运、航空、陆运等领域的物流需求，给原油价格带来较大压力，如果全球关税争议规模继续扩大，那么全球世界的原油需求可能会受到抑制。

目前，相对有利的资产仍包括黄金。宝晓辉认为，关税风暴带来全球经济的不确定性，市场恐慌情

高杠杆的美债基差交易(即利用国债现货价格与期货价格的差额进行套利)遭遇了大规模快速平仓，需要抛售美债这一抵押品；二是对冲基金需要通过抛售美债以满足金的需求；三是关税威胁下美国的海外债主减持美债。”白雪提到，美债收益率大幅上行意味着金融条件的骤然收紧，而特朗普在关税问题上的倒行逆施，后续可能还会引发更多抛售美债的行为，从而强化这一恶性循环，这可能引发市场流动性危机，甚至金融系统性风险。

至于美元在上述冲击下，是否还能成为全球资金的“避风港”，瑞

银财富管理全球首席投资总监海菲尔(Mark Haefele)提到：“市场动荡之下，目前美元指数DXY仍低于4月2日前的水平。部分原因在于，倘若高额关税削弱美国经济，美联储宽松货币的空间比其他央行要大得多。短期内，我们认为投资者可通过货币区间波动来把握市场震荡情况下的机会，中期内，如果美联储比预期更快降息以应对美国增长放缓，则美元可能持续走软。此外，不确定性也可能令部分投资者分散其长期持有且获利的美元资产敞口。我们看好卖出美元上行风险的策略，为美元中长期走软布局，并从短期波动中获益。”

不过，尚艺投资总经理王峥针对金价近日的波动进一步提示，黄金资产前期涨幅过大，多头头寸巨大。“当前全球市场流动性的骤然减少，激发投资者恐慌情绪，在全球资产基本上都处于下跌状态当中，投资者抛售黄金进行变现，将收益落袋为安或将现金用来弥补其他权益类资产的损失。所以，虽然当前黄金仍具备避险属性，但做资产配置时，仍需谨慎。”

对于中国资产，在近期政策和国

家队迅速出手护盘、对抗短期外部扰动，稳定资本市场信心的情况下，机构对于不少板块均有良好预期。

其中，王峥认为，农业与必需消费板块或展现出“刚需避风港”功能，“农业板块获资金追捧，而消费板块中，低估值且业绩稳定的细分龙头(如乳制品、粮油)成为配置重点。”

宝晓辉则提到，消费和进出口替代值得关注。“中国政策发力扩大内需，食品饮料、家电等必需消费板块防御属性凸显。高股息的红利资产(如公用事业、煤炭)现金流稳定，或会在未来有着不错的表现。此外，A股进口替代与自主可控板块可能会因为美国的关税政策而带来一定机遇。半导体设备、材料、国产算力、医疗设备及种业等自主可控方向，有望在政策支持和产业升级双重驱动下持续受益。”宝晓辉提到。

人民币波动显韧性 政策工具择机“出鞘”

本报记者 郝亚娟 张荣旺
上海 北京报道

关税风暴持续发酵，人民币汇率波动加剧。4月9日，离岸人民币盘中一度突破7.40关口。

贸易面影响+资金避险

4月2日，美国总统特朗普正式签署命令，宣布对所有进口商品征收新关税，对各国征收“对等关税”。其中，对中国征收34%的关税，叠加特朗普之前对中国加征的20%关税，对中国的累计关税将达到54%。

当地时间4月8日，美方在所谓“对等关税”措施基础上，宣布对中国有关产品再加征50%关税，即自4月9日起美国对中国商品加征104%关税。

关税风暴演绎，导致人民币汇率波动加剧。4月9日人民币对美元中间价报7.2066，而离岸人民币对美元汇率走势跌宕，盘中一度突破7.40关口。

兴业研究方面指出，美国对华再加征50%关税，导致人民币有效汇率修复高估空间重新评估。预计人民币汇率中间价可能缓慢温和变动，需警惕关税进一步升级。

复旦大学世界经济研究所副所长、经济学院教授沈国兵接受《中国经营报》记者采访时指出，

分析指出，短期贸易环境成为影响汇率的核心因素，预计人民币汇率双向波动空间加大。

中国人民大学经济学院教授王晋斌指出，长期来看，尽管

关税对中国出口构成一定负面影响，但人民币汇率的决定性因素仍是中国经济的基本面。通过政策支持，深化改革并激发市场活力，有望增强经济内生动力，从而稳定汇率。

资者对人民币汇率的信心，并可能导致资本外流，使人民币汇率面临下行压力；再次，关税政策可能推动人民币、欧元、日元等货币采用竞相贬值的方式以对冲关税影响；最后，我国政府可能会采取措施来缓解关税政策的负面影响，比如动用外汇储备干预、加强资本管制、引导市场预期等方式，这些政策可能会在短期内对人民币汇率产生直接的影响。

浙商证券(601878.SH)宏观研究团队指出，短期贸易环境成为影响汇率的核心因素，预计人民币汇率双向波动空间加大。若其他主要国家对美贸易摩擦加剧，各国可能通过本币贬值来对冲贸易损失，导致人民币综合币值被动上行。

中国国家外汇管理局发布数据显示，截至2025年3月末，中国官方外汇储备32406.65亿美元，环比增加134.41亿美元。其中，汇率波动为主要影响因素，估值因素对外储的影响为正向559.01亿美元。

政策工具有充分调整余地

值得一提的是，我国经济运行稳中有进，一揽子增量政策相继出台实施，经济的关键数据表现较好，再加上央行采取了一系列货币政策工具和汇率预期管理措施，这也为人民币汇率提供一定的安全垫。

王晋斌指出，中国政府在应对贸易摩擦方面具有丰富的政策工具，有能力稳定经济预期，从而为人民币汇率的稳定提供支撑。

《人民日报》发布文章《集中精力办好自己的事增强有效应对美关税冲击的信心》指出，未来根据形势需要，降准、降息等货币政策工具已留有充分调整余地，随时可以出台；财政政策已明确要加大支出强度、加快支出进度；将以超常规力度提振国内消费，加快落实既定政策，并适时出台一批储备政策；以实实在在的政策措施坚决稳住资本市场，稳定市场信心，相关预案政策将陆续出台。

记者注意到，中国人民银行多次强调“择机降准降息”，让市场的降准预期持续上升。

2025年中国人民银行工作会议提出，根据国内外经济金融形势和金融市场运行情况，择机降准降息。3月，央行货币政策委员会第一季度例会公告发布，明确提出“加大货币政策调控强度，根据国内外经济金融形势和金融市场运行情况，择机降准降息”。

在操作时机上，广发证券(000776.SZ)研报指出，4月初择机降准降息窗口期已到。

广开首席产业研究院首席经济学家、中国首席经济学家论坛理事长连平建议，二、三季度择机调降政策利率0.5个百分点，推动商业银

行LPR下调0.5个百分点以上；建议宽松货币政策进行前瞻性操作，下调7天期逆回购利率0.5个百分点至1.0%，大幅降低商业银行资金成本，缓解其经营压力，有效推动LPR下行，降低贷款利率与债券发行成本，刺激投资与消费增长。

中国银行(601988.SH)研究院银行业与综合经营团队主管邵科认为，从中长期来看，人民币对美汇率将延续双向波动的态势，在合理均衡水平上保持基本稳定。

一是我国经济运行总体稳中有进，财政货币政策调控更加注重时、度、效，国际收支保持平衡，为人民币汇率提供了有力支撑。二是我国拥有丰富的汇率管理工具，能够有效应对市场波动，包括调整跨境融资宏观审慎参数、外汇存款准备金率、远期售汇风险准备金率等。三是高水平对外开放稳步推进，鼓励外商投资，国内资本市场回暖加速境外资本流入，为维护国际收支平衡和汇率稳定提供支撑。

王晋斌也表示，从政策空间来看，未来存在降准降息的可能性，一方面用于对冲外部压力，另一方面当前国内物价水平保持稳定。因此，适度宽松的货币政策仍有操作空间，但其对汇率的影响是可控的。总体而言，外部政策大变化难免对汇率造成一定波动，但只要能有效稳定经济基本面，人民币汇率的稳定性仍然有坚实基础。

李席丰表示，为促进国内经济稳增长、防范化解风险以及对冲外部冲击，今年我国有望继续大幅降准降息，可能将调降7天期逆回购利率30BP—40BP，累计降准幅度预计超过2024年的100BP。

“在大幅降息后，中美利差还将较长时间保持高位，叠加中美贸易摩擦可能加剧，预计央行可能放宽人民币贬值预期，来对冲关税的冲击。人民币汇率目前主要在7.3—7.4区间，如果中美摩擦继续加剧，突破7.5甚至8.0的概率将增加。不过，央行稳汇率意向高，将坚决防范汇率超调，如果中美冲突持续升级，人民币可能在7.5—8.0区间震荡。”李席丰说。

南华期货在研报中表示，二季度来看，美元对人民币汇率波动预计加剧，美元对人民币即期汇率走势大概率主要运行在7上方，但暂看不到进一步向上突破7.5的动力。后续需关注各国与美国在贸易上的谈判进程和美国贸易政策的反复情况。长期视角下，人民币汇率双向波动、弹性增强的制度改革方向具有持续性，但在短期外部冲击尚未完全消退的过渡期，保持汇率在均衡水平上的基本稳定具有现实必要性。

连平建议，央行做好人民币汇率预期管理，引导机构调整投资策略增强对人民币汇率波动的容忍度。鉴于当前及今后一段时间内国际经济环境的复杂性，美元对人民币汇率可能会在较大的区间内波动，如在7.2—7.5区间或者在7.1—7.6区间。建议央行积极引导市场预期，鼓励商业银行做好人民币贬值预案，及时调整外汇投资与风险对冲组合安排，扩大汇率波动的容忍度。同时，央行也需提前准备好各类汇率调控工具，有需要时要果断动用离岸央票发行、外汇存利率、外汇风险准备金、跨境融资宏观审慎参数、外汇储备等工具，引导汇率回归合理区间，避免出现大幅波动局面。