



宏观经济报告

2025/4/21

首席经济学家 肇越

010-66555831

yijin_yan@chiefgroup.com

美国加征关税后，如何调整投资策略？

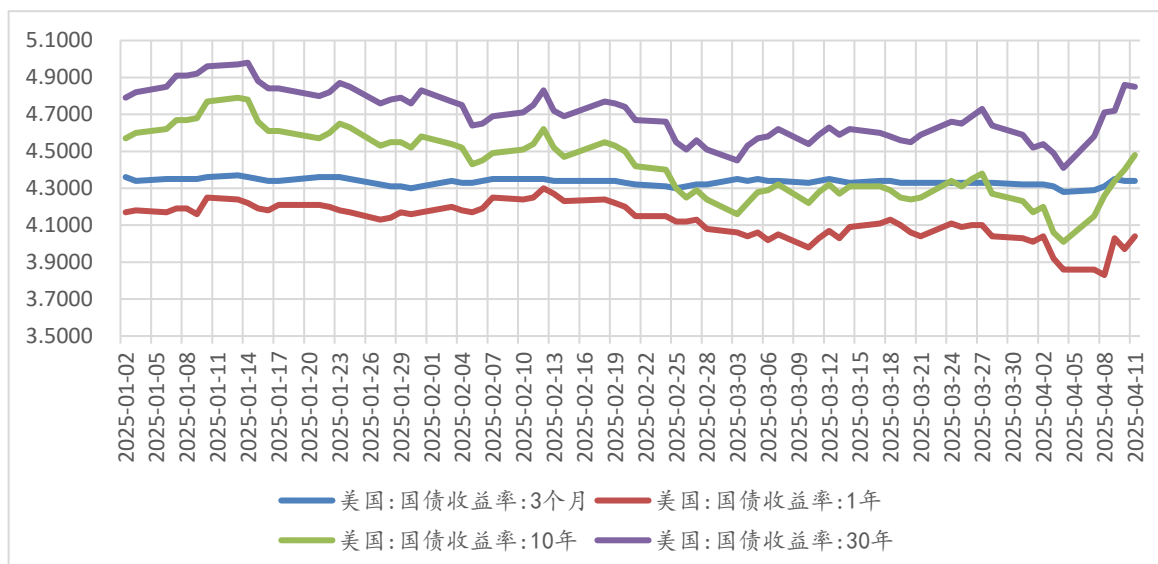
4月4日，美国特朗普政府宣布全面调整关税，随后全球金融市场发生剧烈震荡。美国股票市场、债券市场和美元同时大幅下挫，一时间美国金融市场出现了恐慌性的股、债、汇“三杀”，并波及到亚太、欧洲金融市场。尽管此后特朗普迫于形势对于加征关税实施90天的暂缓，但是全球金融市场依旧处于风雨飘摇之中。

一、加征关税对于美国金融市场的冲击

首先，美国长期国债收益率快速上升，二级市场长期国债价格出现大幅下挫。CBOT 十年期美国国债价格从4月4日的120.13美元，经过5个交易日就下跌到113美元。快速下跌导致国债市场出现严重的恐慌。

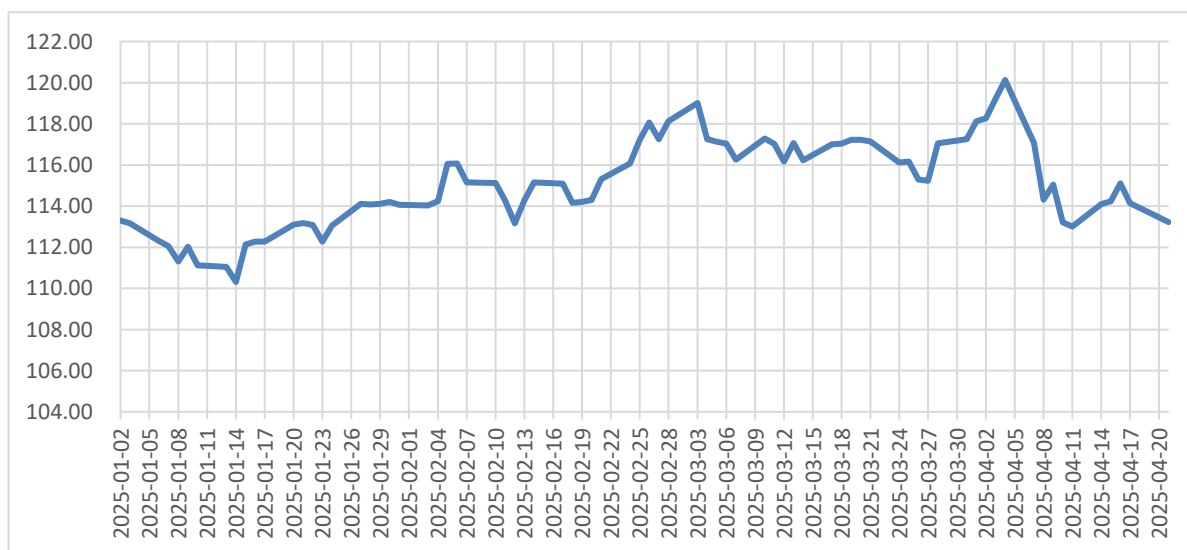


图表 1：美国国债收益率变化 %



资料来源：根据 Wind 数据自行整理分析，香港致富证券

图表 2：CBOT 十年期国债报价 美元

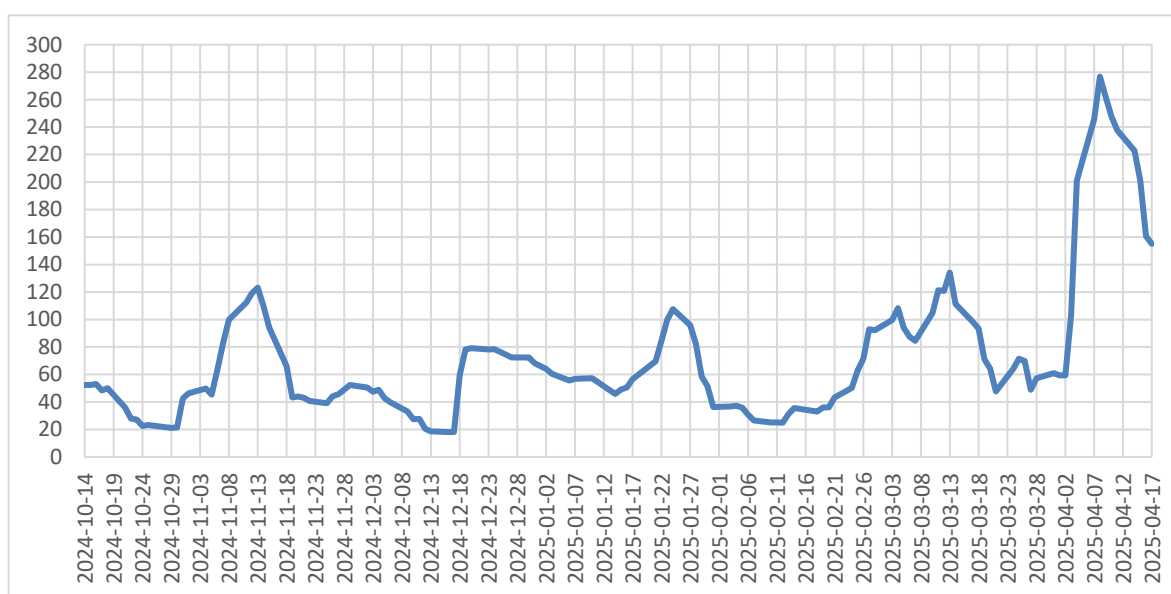


资料来源：根据 Wind 数据自行整理分析，香港致富证券



其次，美國股票市場也出現連續下行。僅僅在 4 月 4 日當天標普 500 就下跌 10.6%，納斯達克下跌接近 11.6%，費城半導體指數下跌幅度更是達到 16.8%，S&P500 的總市值在兩天里下降接近 6 萬億美元。與此同時，加征關稅政策出台後，美國股票市場波動率急劇上升。近兩年中，標普 500 的標準差通常在 20-100 之間，均值大約在 60 上下。4 月 8 日這一標準差一度上升到 280 附近，超過均值的 4 倍。

圖表 3：SP500 的標準差變化 %

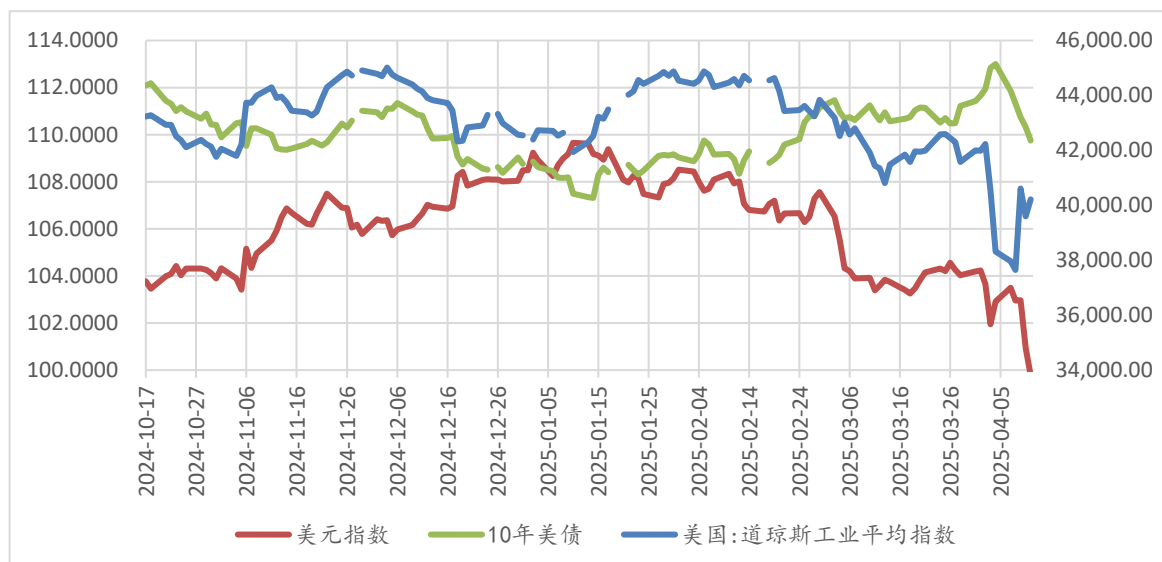


資料來源：根據 Wind 數據自行整理分析，香港致富證券

第三、美元指數也出現大幅下降，形成股債匯“三殺”的局面。受金融市場恐慌情緒的影響，美元兌日元、歐元等主要貨幣都出現持續貶值。



图表 4：美国股票市场、债券市场和美元指数的变化



资料来源：根据 Wind 数据自行整理分析，香港致富证券

受美国金融市场的波及，亚太市场、欧洲市场也都出现大幅下跌。

二、为什么加征关税会对金融市场产生这么大的冲击？

这次美国金融市场的剧烈波动源发于多种因素的共振效应。

第一个因素是特朗普政府反复无常的政策变化造成投资者的恐慌。在加征关税政策公布后，特朗普政府反复无常，尤其是对华的关税政策几乎天天在变。美国金融市场成为一个消息市。这一点让机构投资者尤其困扰，因为不知道如何调整资产配置方案和投资方向。

第二，今年美国国债即将到期的规模达到历史峰值。今年全年到期国债规模超过 9 万亿美元，即使扣除前三个月已经兑付或者展期的到期国债，剩余到期国债的规模依旧超过 8.4 万亿美元，平均每个月超过 9000 亿美元。即使考虑到新发行国债的冲抵，这一规模也相对较大。在这样的情况下，投资者担心美国财政部将面临国债新发行的困难，实际上从上周美国国债的发行情况看，这种情形已经发生，由于投资者不愿意购买新发行的美国国债导致一级

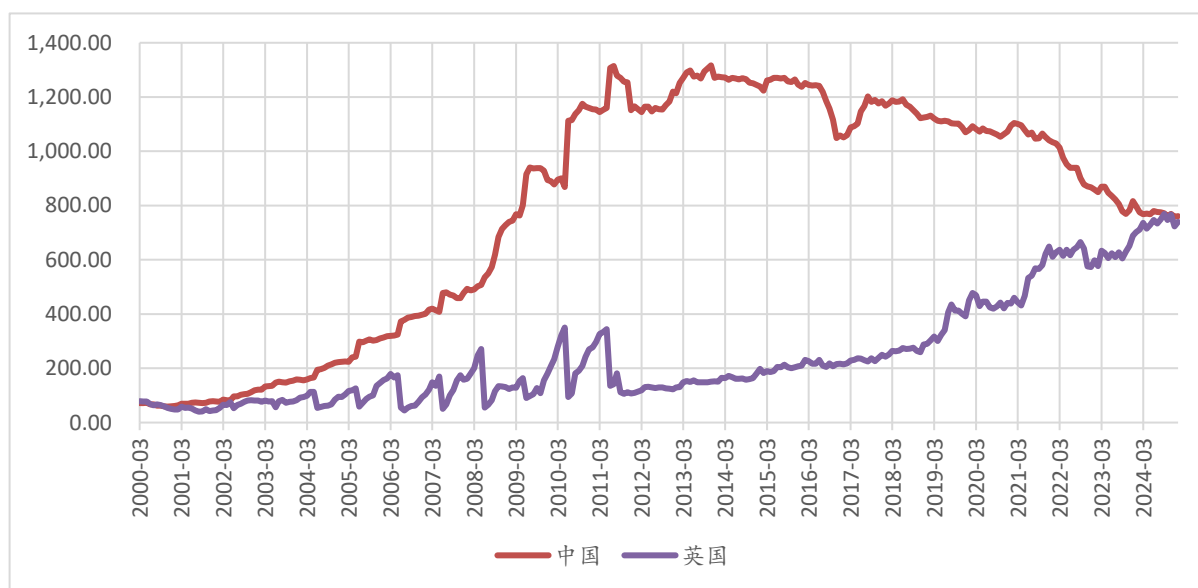


交易商被迫大量买入新发行国债。这就意味着未来一段时间美国国债发行的利率将会上行。

第三，外国投资者持有美国国债的变化。从下图可以看到，近二十多年里，外国投资者持有的美国国债规模一直在稳定增长，尤其是 2008 年金融危机之后，外国投资者持有的美国国债规模增加的速度变得更快，到 2024 年 9 月达到近期的一个峰值 8.6792 亿美元。

近几个月这一数据有所下降，2025 年 1 月下降到 8.5265 亿美元。其中，中国持有的美国国债规模变化相对较大。处于特殊原因考虑，2013 年之后中国持有的美国国债开始下降，从 2013 年 10 月的 13045 亿美元亿美元，下降至 2025 年 1 月底 7402 亿美元，累计下降 5643 亿美元。尤其 2022 年 3 月之后，下降速度明显加快。从 10132 万亿美元快速下降到 7402 亿美元。

图表 5：中国和英国持有的美国国债规模（十亿美元）



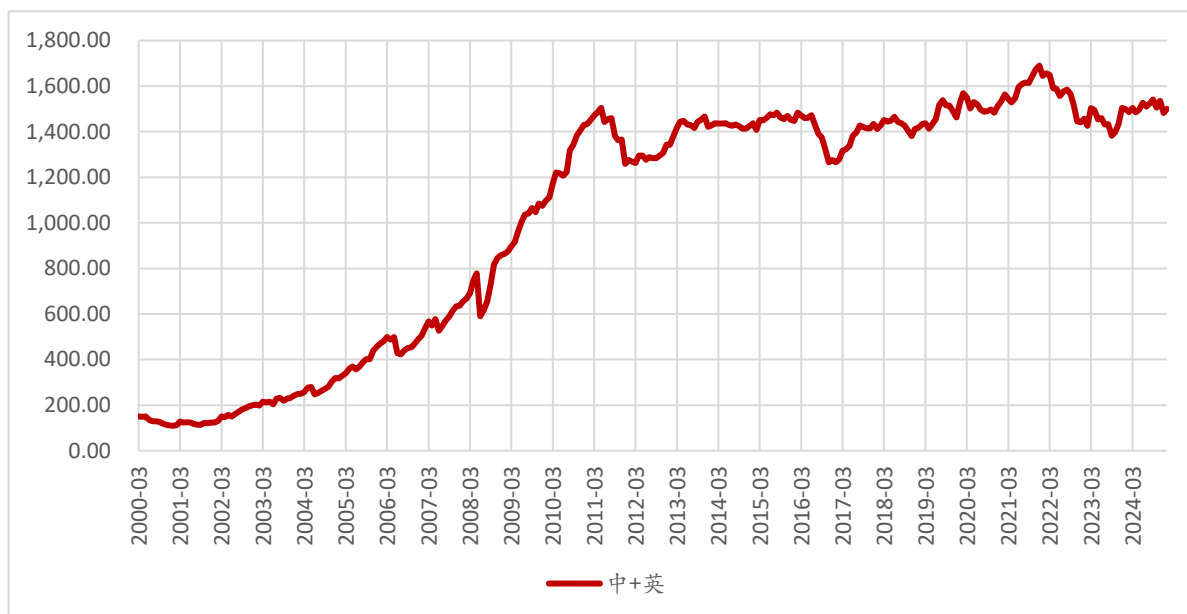
资料来源：根据 Wind 数据自行整理分析，香港致富证券

一个值得关注的现象：在中国减少持有美国国债的同时，英国持有的美国国债在上升，两者几乎相抵，几乎没有变化。2011 年 7 月中国和英国合计持有美国国债 1455.9 亿美元，到 2025 年 1 月这一数值为 1501 亿美元，在十几年的时间跨度里，这一数值始终基本处于一



个非常稳定的区间。

图表 6：中国和英国持有美国国债市场的总和（十亿美元）



资料来源：根据 Wind 数据自行整理分析，香港致富证券

三、加征关税对于全球金融市场的短期冲击和长期影响

1、短期冲击

首先，美国股票市场还将面临短期向下的压力。由于特朗普政府这次加征关税的幅度很大，其中很多商品的需求弹性很小，因此将会导致美国大量进口商品价格出现明显上升，并逐渐推高美国的通货膨胀率。更进一步物价的上升将使得消费者的实际购买力下降，经济出现减速和低迷。与此同时，美国单方面大幅加征关税将会引发报复性对等关税，这对于美国大型跨国公司的经营业绩将会造成严重冲击，并由此传到股票市场。

其次，美元将面临更大的贬值压力。由于美国经济减速和金融市场调整将会推动资金外流，这会对美元产生巨大的贬值压力。从近期的情况看，这一点已经有所表现。

第三、大宗商品市场也面临很大的调整压力。由于美国大幅加征关税和其他国家的对等加征关税措施，将会使得国际贸易和世界经济出现减速。因此，传导到大宗商品市场上，石



油、天然气、工业金属等大宗商品的价格将会出现明显下落。

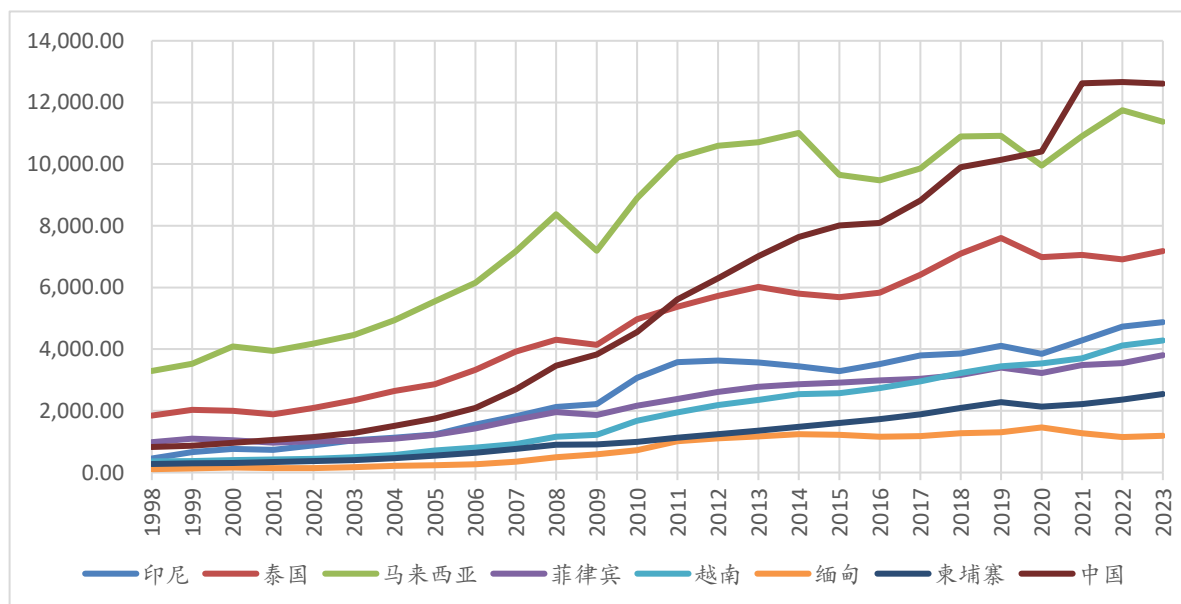
第四、在短期内，日本将成为金融投资很好的避风港。由于日本经济正处于稳定的复苏期间，同时受加征关税冲击相对较小，加之大量资金回流，因此，在一段时间内日本可能成为全球投资的避风港。

2、长期影响

第一、特朗普加征关税将会导致世界经济减速，产业链和供应链重构。

这次特朗普政府加征关税，尤其是对华的关税已经远远超过可能的范围，因此，将导致全球供应链和产业链发生重大转移。很多生活用品、电子消费品的生产很可能加速向东南亚国家转移。而这些国家目前在劳动力成本、土地成本和税收上又具有明显的优势。因此，未来 10 年东南亚将会成为投资重点区域和热土。

图表 7：中国和东盟主要国家人均 GDP 比较（现价，美元）



资料来源：根据 Wind 数据自行整理分析，香港致富证券

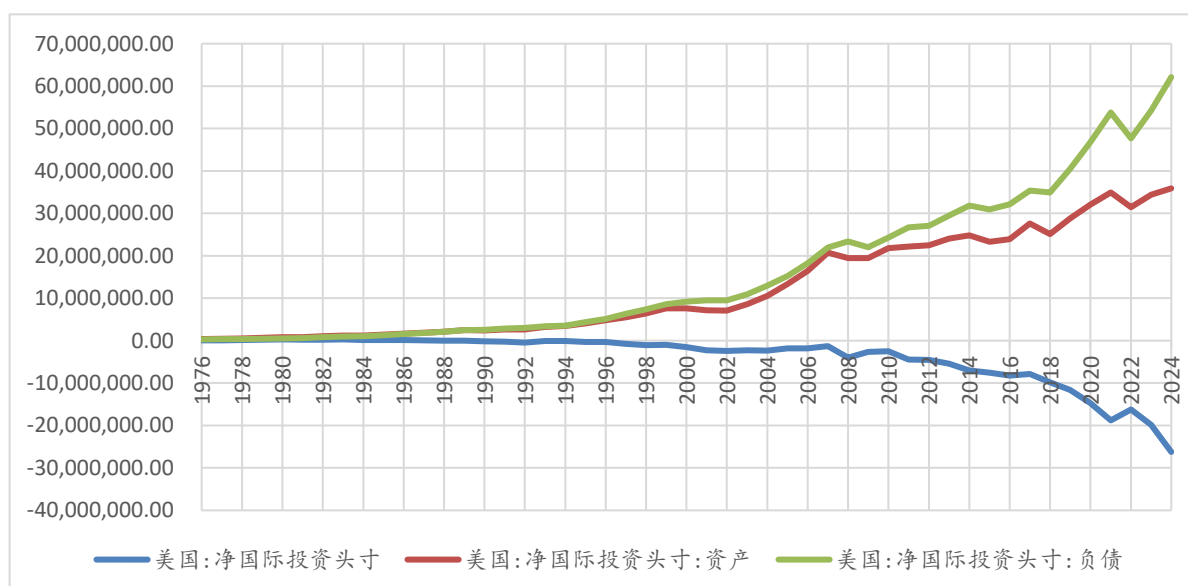
第二、特朗普加征关税将导致美元全球循环被打破。尽管从贸易项下或者经常项目向下，美国存在着巨额的逆差，但是，在金融和资本项目下美国一直存在顺差。这些年美国海外主要顺差国家的资金大量、持续的回流美国市场，成为支持美国国债市场、股票市场的重要力



量。

从下图我们可以看到，截止 2024 年底海外流入美国的外国投资的净头寸高达 26.23 万亿美元。如果未来由于关税提升和非关税壁垒，造成这些贸易顺差国家的顺差大幅减少，反过来将导致流入美国金融市场的海外资金下降，这也将对未来美国的债券市场和股票市场产生严重的冲击。

图表 8：美国净国际投资头寸（百万美元）



资料来源：根据 Wind 数据自行整理分析，香港致富证券



研究员声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析员在此声明：(1) 该研究员以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映了该研究员的研究观点；(2) 该研究员所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在还是将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

一般声明

本报告由香港致富证券有限公司（以下简称“致富证券”）制作，报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本报告版权归致富证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。

本报告内的所有意见均可在不作另行通知之下作出更改。本报告的作用纯粹为提供信息，并不应视为对本报告内提及的任何产品买卖或交易的专业推介、建议、邀请或要约。

香港	北京	上海	深圳
香港致富证券有限公司	香港致富证券有限公司北京代表处	香港致富证券有限公司上海代表处	香港致富证券有限公司深圳代表处
香港德辅道中 308 号 富卫金融中心 11 楼	北京市朝阳区国贸写字楼 1 座 6 层	上海市陆家嘴东路 161 号招商局大厦 1309 室	深圳福田区福华路 399 号中海大厦 6 楼
电话：(852) 25009228	电话：(8610) 66555862	电话：(8621) 38870772	电话：(86755) 33339666
传真：(852) 25216893	传真：(8610) 66555831	传真：(8621) 58799185	传真：(86755) 33339665

网址：www.chiefgroup.com.hk