

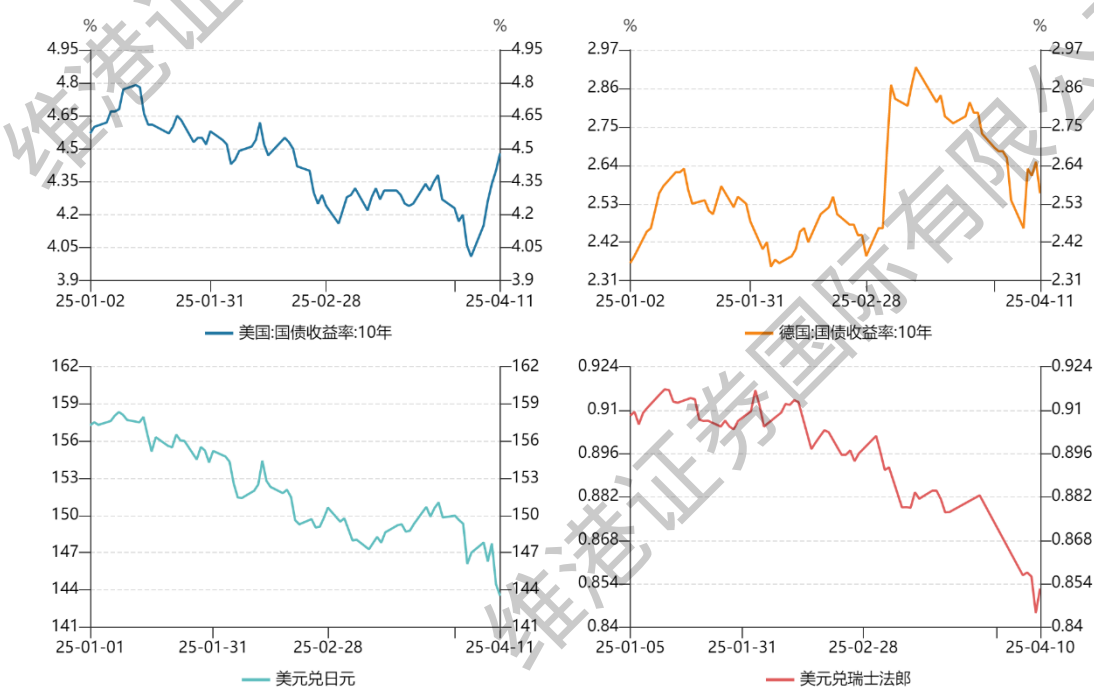
20250412—关税豁免的背后：失控衰退的风险在下降，复盘从4月2日对等关税之后的全球宏观基线都发生了什么变动

从90天关税豁免到中国消费电子关税豁免，我们应该找到了美国版“**牢牢守住不发生系统性风险底线**”的敏感点，即**美债不能失控**；这是我们在本轮关税冲突中看到的第一张**底牌**。我们不怕衰退场景，或者哪怕更糟糕的场景；我们怕的是看不懂市场的锚在哪里，稳定的利空好过混沌的利好

幸运的是我们目前找到锚的概率在提升，本次我尝试梳理4月2日对等关税超预期落地至今的情况，**复盘一下我看错了哪里**，和后续市场预期逐渐稳定后回归的基线何在。

1. **超预期的对等关税并非带来方向拐点，而是带来波动率的放大**。3月后中美的宏观叙事都开始越来越清晰：中国是地产小阳春结束、二手房价格回落且前期关税加征后抢出口结束，出口边际回落；美国是通胀韧性但失业率逐渐上行、居民消费者信心与消费支出走弱，是一个明确的中美各自有总量分子下行压力，因此需要进一步宽分母的基本面定性。这是一个中国软看陆+美国软看陆的组合，如果在4月1号之前没有意识到这个分子分母定性的话，那我认为是比较迟钟的。

2. 超预期且让我完全看反的事情在后面。我对贸易摩擦强化的路径依赖是美元反弹，偏通胀交易。在3月底我对以铜为代表的商品的利空测试点，也会认为是美元反弹的测试。**但随后显然完全看反了：4月2日对等关税超预期强化的利空落地为强烈的美国资产抛售**，任何利空信息均被反馈为美国股债汇三杀。**这并非我一直以来最担心的美元流动性危机**，当美元大幅下行而人民币仅震荡、美元美债抛售后HF选择买入德债、欧元、日元和瑞士法郎等避险，美债实际利率上行而通胀预期下降，这给出的是一个强烈的通缩衰退叙事，即国际贸易停摆、进出口冻结，类似lock down。（图1-图2）

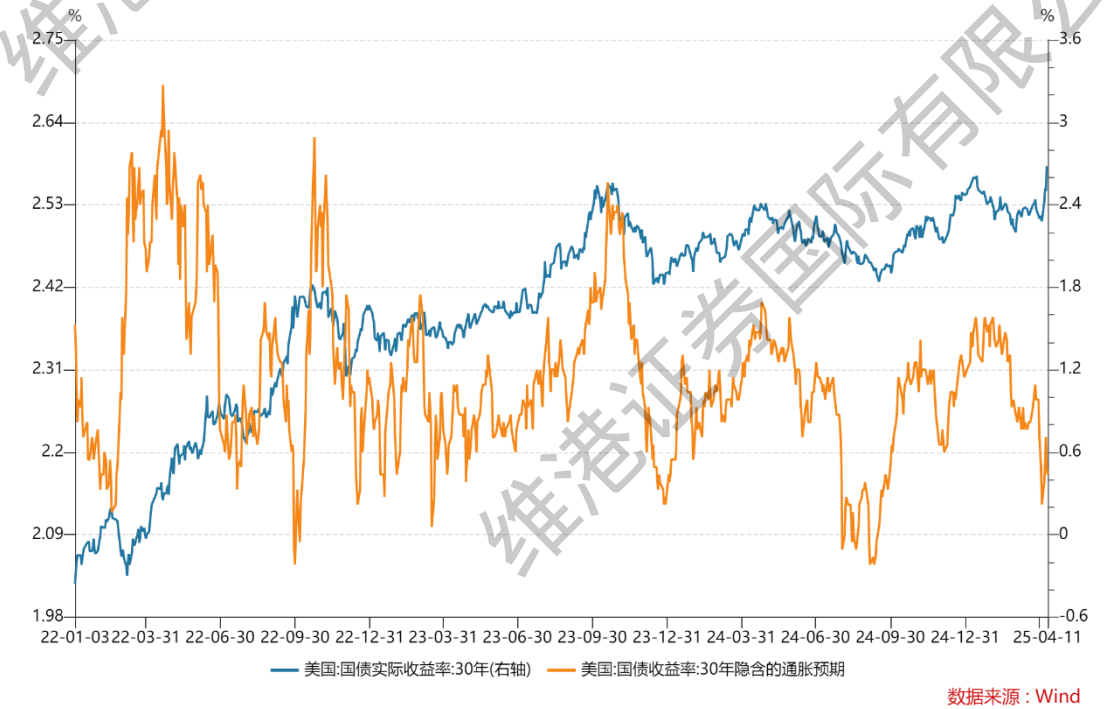


数据来源：Wind



3. 事情开始变清晰的转折点出现在周三，北京时间4月10日凌晨。川普宣布对CN之外的其他国家关税延期90天落地但对CN继续加税。而在北京时间4月12日，白宫公布了新一轮关税豁免，其中包含了大量从中国进口的消费电子产品。

为什么是此刻?我倾向于认为终于出现了美国不可承担的系统性风险苗头，因此触发了纠偏;这就是美债和美元抛售螺旋导致的信用成本大幅上升问题，与川普政府的诉求大相径庭，周四通过的美国2025财年预算案显示未来10年尺度上允许减税5.3万亿，财政赤字大幅增长5.8万亿;而政府支出仅削减了40亿，在这个财政赤字继续大幅扩张的条件下，因为他的关税政策导致美债被抛售，美国30年期国债实际收益率突破22年高点，在财政扩张区间遭遇美债需求不足与利率大幅上行是不可承受的，也是和他当选以来最低线的ZZ诉求相违背的。(图3)



假设我们先不去看后续美媒曝光财长本森特挤走商务部长卢特尼克和贸易代表纳瓦罗负责主导后续的贸易谈判问题，把这个看作段子;直接触发本次政策转向的应该仍是美债而

非美股:此前美股下跌、美债避险买盘带动利率大幅下行,可以不管不顾金融市场;美股早就不是第一天跌5%以上的大阴线了。而出现股债汇三杀的时候,就必须进行干预。(图4)



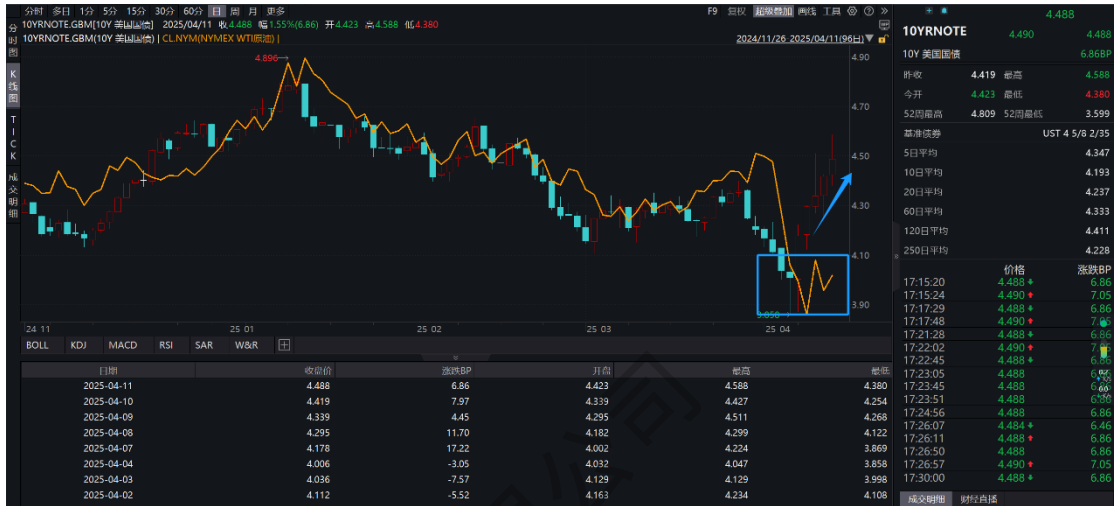
类比来看的话,就是22年一旦出现lan尾楼风险,前期无论多有定力都一定会政策纠偏。

4. 周五,美联储票委发言响应:不会考虑紧急降息,因为通胀仍不确定;但是美联储“绝对已做好准备”动用其政策工具以稳定出现流动性问题的市场。显然,这指的是美债而非美股;完全可以根据22年英国央行经验,紧急干预长端美债抛售。对CN来说也是一样的,只要发生债灾影响了化债,那么流动性立刻宽松,但这未必需要降息。

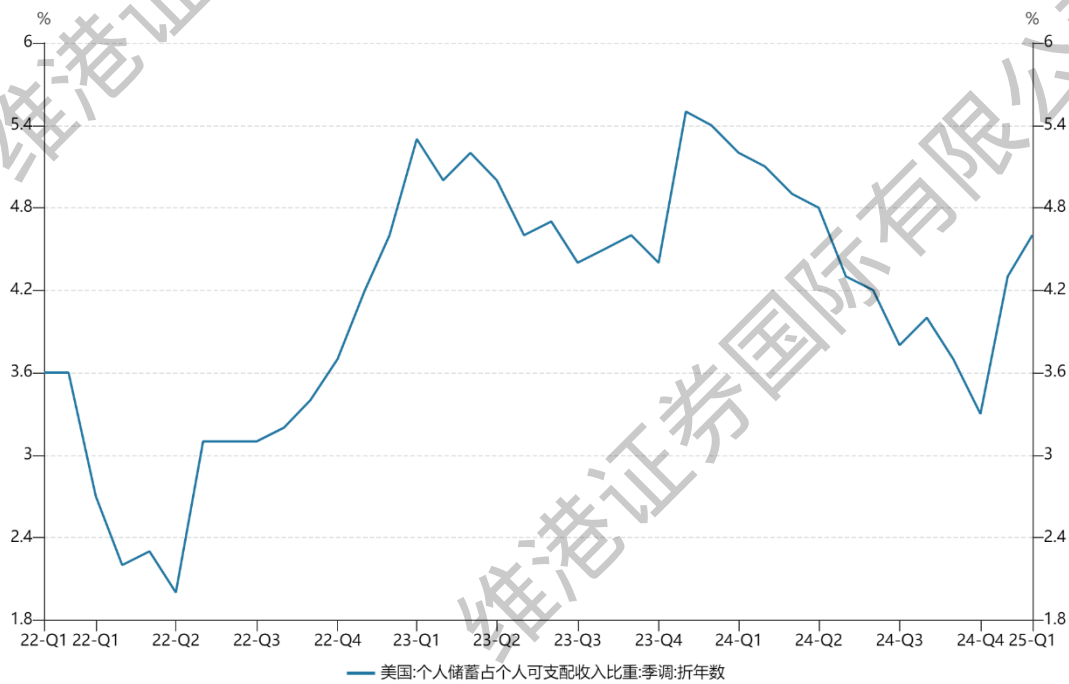
综上,我们或许已经见到了本次贸易战川普的一张重要底牌:美债利率不可以因为美元信用担忧而出现短期集中抛售带来的快速上行,一定需要表态干预,进行纠偏。为了这个底线,对华关税甚至都可以高高举起轻轻落下。

5. 美债见底、美债利率见顶了吗?我认为这不是个好问题,更合适的表述是我们见到了US愿意为这个目标努力而愿意在其他方面让步的意愿。如果我们能够在接下来的一星期见到美债和美元从高波动转向低波动,那么在相当程度上我们应该认为这不是开启了一段新的市场叙事,而是我们可以回到被4月2号高波临时打断的、3月的叙事基线上:中国软着陆+美国软着陆,回应文章的第一条。

6. 如何给美债、美元从高波动转向低波动下定量观测方式?从绝对值点位上,30Y美债不能突破5.1%,因为维持美债市场的正常运行是美联储金融稳定目标之一,不能也不应允许全球金融市场的定价锚仅因为踩踏抛售就过度偏离经济基本面基线。从相对值点位上,我们应该看到油价和10Y美债利率的背离收敛:美债长端利率与油价相关性较强,因为期限溢价的一个重要因素就是油价反馈的通胀情况。而4月7日后,油价和美债利率发生巨大背离,这说明基本面定价通缩,而美债利率并不反馈基本面而只反馈债灾。在川普纠偏+FED表态后,二者的背离应该出现回归迹象,即美债利率需要向下回归基本面,而油价短期也存在上行反弹空间。(图5)

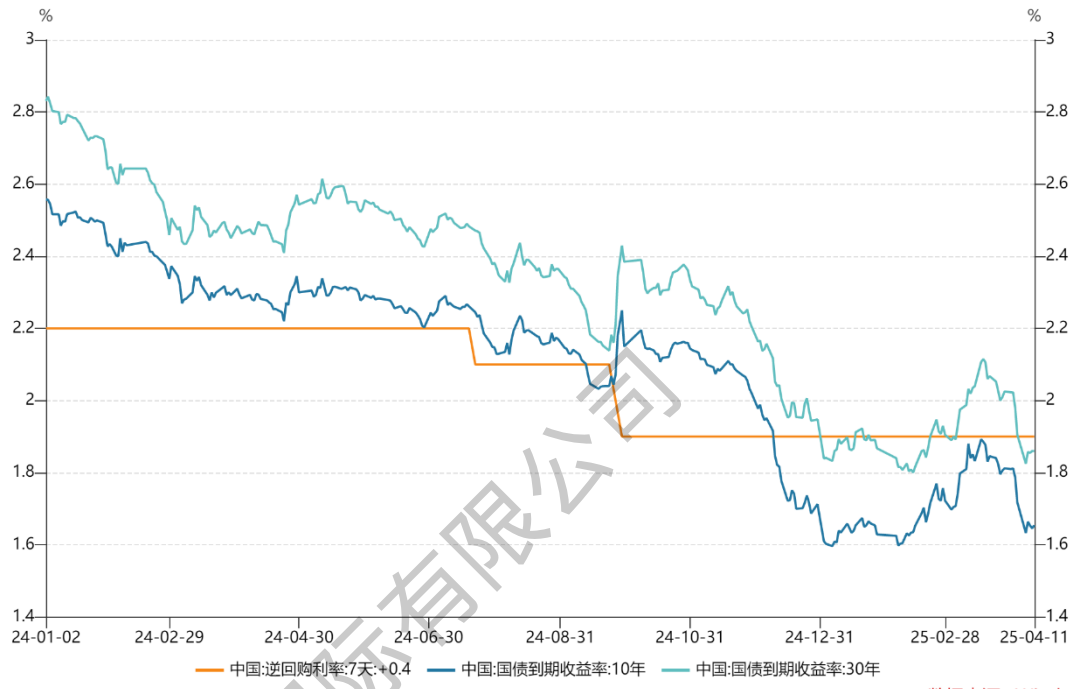


7. 极致的高波如果逐渐平息，仍强调我们是回到了3月的中国软着陆+美国软着陆叙事上，而非东升西落叙事上。对CN而言楼市稳定降温不变，而外需总体回落不变；美国政策的疤痕效应仍将继续提高美国居民预防性储蓄，而大幅下行的消费者信心和企业CAPEX信心无法快速修复，因此工业品总体通缩叙事、美国需求下行传导给中国外需下行叙事和标普500盈利下调均不发生方向性变化，因此在关税豁免的背后，以消电为代表的外需条线基本面仍堪忧：疲惫于川普一周变脸三次、后面可能还有三十次的投资者或仍倾向于止盈超跌反的外需品种、低位蹲预期落空后回落的内需+红利，坚持反脆弱思路。此外关注黄金是否给倒车接人机会。(图6)



数据来源: Wind

8. 短期不确定国产替代的半导体和关税豁免的消电吵架谁赢，但周一的输家可能是债狗。在本周三、本周四、本周五连续二次降准降息 rumor 落空后，外留环境预期边际改善意味着政策提前发力的必要性下降，我们仍无法确定首次明确降准降息的时间是否能在FED 今年首次降息之前落地。因此，10Y 中债震荡目标应由 1.6-1.65 上移至 1.7-1.75。(图7)



数据来源: Wind

维港证券国际有限公司