

关税政策引发美债“地震” 美元资产遭市场重新定价

证券时报记者 魏书光

美债遭遇史诗级抛售之后,美国政府宣布对部分国家暂缓90天实施“对等关税”。研究机构认为,这次美债危机直接导火索是基差交易遭遇崩盘,但背后是资本市场对美国关税政策投出“反对票”,开启了一场“股债汇三杀”的系统性风暴。

值得注意的是,随着上述关税暂缓政策的出台,美股市场4月9日报复性大幅反弹,然而,4月10日美股开盘时再现低迷行情,而10年期美债收益率继续上行,再度引发市场担忧。

1 遭遇历史性抛售

在美国推出所谓“对等关税”之后,时隔短短数日,当地时间4月9日下午,美国总统特朗普突然改主意了,宣布对大部分国家暂缓90天实施“对等关税”,在这90天里保留10%的基准关税。据美国媒体报道,美国财政部内部对美国国债被大量抛售的担忧,正是暂停“对等关税”的一个核心因素。特朗普也承认,债券市场非常复杂,看到人们有点不安,对此,政府“必须有灵活性”。

在关税暂缓政策出台之后,当日美国股市大幅反弹,但是债券和美元汇率仍然表现低迷。而引发此轮美债抛售的前兆是本周国债拍卖遇冷。4月7日,美国财政部58亿美元3年期国债拍卖惨淡,创2023年以来最低水平,加剧了市场的悲观情绪,市场对后续10年期和30年期国债拍卖的担忧迅速升温。此外,市场对美国政府“对等关税”政策的担忧进一步放大了美债抛售压力。

4月8日,美国国债出现暴跌,历史性抛售导致所有期限的债券收益率在交易期间上升了

2 市场“用脚投票”远未止步

从目前情况来看,美国政府宣布对部分国家暂缓90天实施“对等关税”,带来的不是信心,而是更大的不确定性,资本市场已经投出了“反对票”,未来美债、美股和美元的波动性将大幅上升。花旗表示,尽管“最剧烈的冲击”可能已经过去,但建议客户在极端的市场波动中保持谨慎,现在不是增加风险资产的时候。

根据美联储的会议纪要,美联储决策者害怕美国贸易政策的不确定性。该纪要全篇有21处提到“不确定性”一词,其中直接提及不确定性高或不确定性增加的就有超过10处。美联储官员强调了关税引发通胀会“更持久”的风险。若通胀更持久,经济增长和就业的前景恶化,他们可能要在就业和通胀之间作出“艰难的取舍”。

显然,关税风暴对资本市场的影响或许才刚刚开始,随着美国经济陷入滞胀的可能性大

3 全球加速去美元化

近日,桥水基金创始人达利欧发文称:“我们正目睹一场教科书级别的崩溃:货币体系崩溃、政治格局崩溃、世界秩序崩溃。这种级别的崩溃,普通人一生可能只会经历一次。”

市场人士认为,美国所谓“对等关税”出台,正在成为全球去美元化进程加速的催化剂,其

贸易战加剧美元信用崩塌风险

证券时报记者 魏书光

近日美债遭遇大抛售,让更多投资者怀疑美国债务的可持续性。当前,美国一年的利息支出超过了1万亿美元,当更多外国资本逃离美国国债市场,美国政府试图以所谓“对等关税”带来国际收支改善,可能会加速美元信用的崩塌。

过去美国国债一直被认为是无违约风险资产,并且很长一段时间内是全球流动性最高的资产。但是,随着近年来美国联邦政府债务规模的

近期美国10年期国债收益率变化



数据来源:东方财富Choice 魏书光/制图

至少20个基点,其中30年期债券收益率在尾盘上涨近23个基点,创下2020年3月以来的最大单日涨幅。

4月9日,美债收益率持续攀升,30年期收益率一度上行25个基点,涨幅超5%,创下了2023年末以来最高水平。素有“全球资产定价之锚”之称的10年期美国国债继续遭遇抛售潮,盘中一度突破4.5%关口,创下自1981年以来的最大单日波动纪录。

当日盘中,美国总统特朗普在社交平台发帖

■ 关税风暴对资本市场的影响或许才刚刚开始,随着美国经济陷入滞胀的可能性大大上升,更多资金在加快去杠杆化,资金收缩和外流会否进一步冲击市场流动性,挤压美元信用体系,才是当前美债最大的挑战。

大上升,加上市场对关税政策不确定性的担忧升级,更多资金在加快去杠杆化,资金收缩和外流会否进一步冲击市场流动性,挤压美元信用体系,才是当前美债最大的挑战。

中金公司宏观分析师张峻栋认为,对冲基金

直接效果可能是推动资本项下顺差的减少,即资本流出美国,抛售美元资产,转而选择更加可信、更加稳定的现金和实物。近年来飙升的黄金储备和金价便是最好的证明。

中信建投宏观首席分析师周君芝称,美债风暴的背后在于关税冲击下的全球秩序重构才

表示,已授权对部分国家实施90天的关税暂停措施。这一消息对美股市场影响较大,带动标普指数上涨9.5%,创下自2008年以来的最大单日涨幅。同时,长债收益也从高点回落,10年期美债收益率收盘报4.34%,30年期美债收益率收盘报4.74%。

4月10日,美股开盘时,市场出现大幅下挫,美债收益率再度抬头。截至记者发稿时,10年期和30年期美国美债收益率均在前一日收盘价基础上,进一步上行(即债券价格下跌)。

通过基差交易可能积累了1万亿~1.5万亿美元规模的美债现货持仓。贸易摩擦带来的波动很有可能促使基差交易快速去化,进而导致大量美债被抛售。而美债居于美元流动性派生的核心,大量抛售美债容易导致短端融资的核心抵押品快速缩水,造成流动性紧缩。而今年5月~6月如果债务上限问题得到解决,美债发行量增加,可能进一步吸收流动性,美国“股债汇三杀”仍有加剧风险。如此,美国出现系统性金融风险的概率和美联储开启量化宽松(QE)的概率在提升。

华泰证券首席宏观经济学家易峇认为,美国关税政策导致全球金融市场波动加剧,海外金融机构可能被迫出售美国国债以阻止其账簿上的亏损并提高流动性。往前看,考虑到美国经济衰退风险也在快速攀升,信贷和融资需求可能萎缩,资本流动和经济基本面对美债利率的影响相反,必定产生较大“张力”。上述因素叠加关税相关不确定性,未来美债波动性将大幅上升。

是市场真正的焦点。本轮关税博弈和近期历史上的数轮博弈不同,它意味着一轮全球新秩序和新规则的重塑。当下全球尚未迎来明确的新秩序,故而资本市场先定价一次不确定性。全球新秩序重建过程中的美元流动性循环是何走向,市场也充满困惑。尤其是部分持有国开始减持美债,近年减持速度不断加快。从这个角度出发,市场便也能够理解当下美债风暴隐含的担忧。

4月8日,美国3年期国债拍卖结果出炉,结果不理想,作为衡量美国国内需求的指标,美国境内投资者获配比例为6%出头,是历史最低纪录之一。这显示,作为过去市场增量的私人资本,在“股债汇三杀”的风险里,推升了美债流动性危机,暴露了美元信用体系的结构性脆弱。

美债遭遇史诗级抛售后的美国政府表态,突出了当前政策的不确定性,这对美元信用是一个沉重打击,市场也势必重新对美元信用计价。甚至有市场观点认为,继1971年美元与黄金脱钩以来的历史转折点或在不远的将来。

因为一旦美元霸权坍塌,美国后续的财政负担可能进一步加重,过往通过美元潮汐周期性“收割”全球资本的历史也将一去不复返。美国经济如果深陷“债务泥潭”难以自拔,美债就可能会变成有毒债券。

中信证券秦培景:

中国科技资产重估 全球定价权将提升

证券时报记者 马静

近期美国所谓“对等关税”政策引发全球资产巨震,科技板块调整尤为明显,但中国资产的韧性在回调后更加凸显,多家知名机构仍然看好科技主线。中信证券首席策略分析师秦培景认为,真实创新驱动的自主科技板块短期内或受情绪波动影响较大,但在中期维度上,真正受全球经济衰退影响有限,是符合中国长期战略和政策方向的板块。

“‘比谁更悲观驱动卖出决策’和‘比谁更坚定驱动低吸决策’可能持续交锋。”近日,秦培景在接受证券时报记者专访时表示,中国科技资产重估仍然处于早期,预计未来将沿着“技术突破兑现—政策乘数释放—产业链价值重塑”的三重路径展开。

秦培景认为,在中国资产估值抬升的这个过程中,研发投入强度与创新业务转化效率将成为跨市场估值重估的核心标尺,外资对硬科技壁垒与生态扩张弹性的定价权重提升,推动A股与港股逐步形成“高研发溢价资产引领估值中枢上移、传统行业估值分层加剧”的新格局。

从成本中心 到价值中心的范式转换

2月以来,港股率先起势唱响“中国资产重估”,即使近期出现大幅波动,但仍被认为有空间。再叠加关税阴霾下美国科技股一度遭遇抛售,近期“东升西落”的叙事增多。

“这反映出全球资本对中国资产的风险偏好显著提升。”秦培景表示,长期以来,受技术成熟度、市场认知偏差、国际竞争环境等因素影响,中国科技资产在资本市场中存在一定程度折价。DeepSeek的出圈或有望终结中国科技的悲观叙事,推动中国底层资产价格重估,中国AI(人工智能)领域的突破与世界科技新叙事正徐徐展开。

在秦培景看来,中国资产重估是资本市场对科技突破、政策赋能与全球资金流动共振的重新定价过程,其核心逻辑在于“科技价值发现+产业升级验证”。换言之,即科技和制造不能分开讨论,这是“两只脚”同时走路的故事。

秦培景认为,从短期维度看,中国AI技术方面的突破,打破了“中美科技代差”的悲观预期,推动全球资金对高性价比中国科技资产的再配置。从长期维度看,中国正通过“新质生产力+并购重组”重构产业链附加值,与传统产业积累转化为科技生态竞争力,例如央企通过并购整合加速技术商业化。

“这一过程不仅体现为估值修复,更是从成本中心到价值中心的范式转换。”秦培景认为。

中国科技资产重估 仍然处于早期

从市场估值水平来看,截至4月10日,香港恒生指数的动态市盈率约位于2010年以来的56.06分位,沪深300指数约位于43.64分位。

秦培景表示,无论是纵向和市场过去的表现相比,还是横向和纳斯达克等全球主要市场对比,中国资产当前的估值并不贵。不过结合市场的交易特征来看,在这轮由科技驱动的市场周期中,中国股票估值体系也呈现鲜明的结构性特征。

其中,A股科技板块经历阶段性估值扩张后已进入分化调整期,人工智能等高景气赛道市盈率突破历史中枢,交易拥挤与筹码集中现象凸显短期过热风险,但底层逻辑仍由技术迭代与场景落地支撑;港股市场则因流动性折价与地缘因素压制持续处于估值洼地,恒生科技指数相较全球科技基准指数的深度折价与盈利预测上修形成错配。

“这种背离本质上是全球资本对中国资产风险定价机制的结构性分歧。”在秦培景看来,当前中国科技资产重估仍然处于早期,每一次大的技术突破和应用落地都有机会带来系统性估值提升。但同时,PC(个人电脑)、移动互联网浪潮的经验表明,即便是在科技大周期内也会有曲折和反复;美股AI资产重估经验亦表明,估值持续提升需要有业绩逐季兑现作为验证。

中长期来看,他预计中国资产重估将沿着“技术突破兑现—政策乘数释放—产业链价值重塑”的三重路径展开。其中,A股需通过AI与智能驾驶、低空经济等产业融合实现技术溢价向盈利增量的转化,以消化高估值压力并构建新定价锚。港股则受益于国际资本再配置与中概股回归红利,估值修复动能将随离岸市场风险偏好

改善逐步释放。

未来五年对科技定价的 核心逻辑会变化

秦培景还表示,重估进程正成为资本市场长期趋势的起点,预计未来3~5年核心驱动将围绕技术突破、政策赋能与产业链重构三重维度展开。

在技术突破维度方面,人形机器人关节驱动与感知系统持续迭代,商业航天领域可回收火箭技术成熟度跨越临界点,预计相关行业2025年将共同迎来规模化量产拐点;在政策赋能维度方面,央企企通过战略性并购重组优化资产组合,叠加股权激励与分红机制改革,推动市值管理能力系统性提升;在产业链重构维度方面,半导体设备国产化率突破窗口已然打开,从基础工艺到高端制程的垂直整合加速打破技术壁垒。

与此同时,市场定价体系将深度重构。“‘研发正估值’将成为未来市场对科技定价的核心逻辑,估值体系正从传统PE(市盈率)估值转向‘主业PE+创新业务PS(市销率)估值’双轨模型。”秦培景表示。

过去几年,中国科技巨头往往被用整体法PE来估值,新业务研发导致的亏损因此以负估值体现在总市值中,主业盈利增长承压加剧了中美科技巨头估值分化。秦培景认为,未来科技企业的传统估值范式会被取代,企业研发投入强度与创新业务转化效率则将成为关键指标。

他以AI算力企业为例指出,这些企业的前瞻性技术投入将直接映射至远期现金流折现模型,形成“成熟业务现金流支撑+创新业务预期溢价”的复合估值架构。而这种范式迁移将重塑科技成长股的价值发现路径与资本配置效率。

据秦培景介绍,技术、资本与政策将形成三重协同驱动:技术端,AI算力与智能驾驶等场景革命加速研发转化效率;资本端,外资对半导体设备国产化、eVTOL适航体系等长周期技术壁垒给予前瞻定价;政策端,研发强度深度融入市值管理体系。硬科技突破与场景革命通过产业链纵横联动,构建“研发投入—技术突破—现金流反哺”的闭环生态,持续提升中国科技资产的全球定价权。

投资港股互联网 及AI科技板块或是更优选择

不过,站在当下,对于投资者而言,秦培景在肯定中国资产已具备的差异化竞争力外,也提示要警惕两种风险:一是美国仍主导全球创新定价权,OpenAI构建的基础模型生态对AI发展具有战略影响;二是地缘摩擦可能引发资金流动逆转。

对此,秦培景建议采取“杠铃策略”,对于不具备极强交易和择时能力的投资者而言,这仍然是平滑波动的最优选择。此外,从估值、股价、与AI应用的关联性等多个维度出发,相较于已经充分炒作过一轮的A股相关板块,他更看好港股互联网和AI科技板块。

不可否认的是,在这一波中国资产重估引发的行情中,港股不但率先起势,涨幅也更明显。其中南向资金正是做多港股的主力资金之一,4月9日更是“趁机”抄底,当日净买入额高达355.87亿港元,创历史新高。

“在中长期维度,港股对南向资金的吸引力将随估值错切换与风险溢价重定价持续强化。”秦培景表示,作为离岸市场,港股兼具中国资产成长性与全球流动性传导的双重属性。

秦培景认为,未来A股和港股的分化将沿着三条轴线深化:资金属性上,南向资金基于产业政策确定性布局港股科技龙头,而全球长线资本更侧重企业自由现金流改善与ESG治理溢价;产业映射上,A股通过智能驾驶、低空经济等制造端创新构建技术护城河,港股则依托平台经济数据要素优势加速AI大模型商业化落地;政策弹性上,港股对国际资本风险偏好的敏感性使其成为地缘博弈的“压力测试场”,而A股更多反映国内产业政策迭代节奏。

值得注意的是,秦培景还强调,中国资产重估并非简单的估值平移,预计港股科技板块将通过“平台经济AI改造—研发开支资本化—现金流折现率下移”的链条实现价值重塑,与A股“硬科技突破—场景革命变现”的产业路径形成战略协同,这种双循环格局将推动两地市场在分化中建立新的动态平衡。