

逆风中的韧性

投资观点:

报告日期 2025-06-30

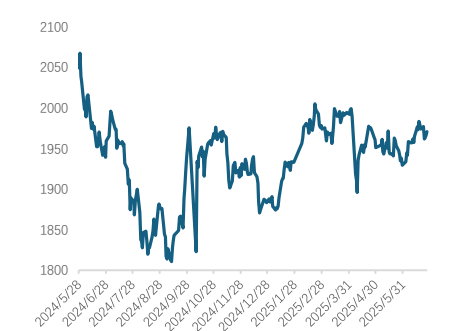
- **海外：**2025 年初以来，特朗普政府发起关税战 2.0，先是对多国加征关税，随后不断升级并提出“对等关税”政策。中国等国家采取相应反制措施。4 月中旬后，中美等国开始谈判缓和，但美国关税仍处高位。美国此举旨在减少贸易逆差、引导制造业回流等，但导致自身经济下行压力加大、通胀预期上升。美国众议院通过大规模减税与支出法案，可能影响经济增长和财政状况，但该法案在参议院仍有不确定性。美国非农就业表现稳健但有隐忧，通胀短期压力不大但关税存在滞后影响，因此，美联储短期或继续保持观望态度，若经济数据转弱，美联储可能在四季度开启降息。综合来看，美国经济和政策面临诸多挑战和不确定性。
- **国内：**关税战陡然升级给国内经济发展带来了不小的挑战，但在政策前置发力的支撑下，前 5 月国内经济保持较强的韧性，设备更新改造、消费等表现亮眼。不过，国内经济发展也存在一些隐忧：中美贸易战冲击可能拖累 GDP 增速、物价低迷影响信心、房地产深度调整造成拖累、消费品以旧换新或透支消费。展望下半年，国内经济仍面临稳增长的压力，一方面，美国的关税税率保持在高位，且政策仍充满不确定性，对出口的负面影响料将持续显现出来；另一方面，当前内需出现转弱的迹象，如房地产市场再度量价齐跌。因此，下半年出台新的增量政策仍有必要，央行继续保持宽松的货币政策，财政政策加码发力，房地产市场则可能需要超常规政策。
- **大类资产展望：**1) 股市：短期来看，多空因素偏均衡，或维持区间震荡，中长期随着增量政策加码、中美经贸关系缓和，基本面有望持续改善，叠加利率不断走低，增量资金入市，市场风险偏好修复，A 股价格中枢有望逐步抬升。2) 债市：当前利率曲线较为平坦，但是由于国内基本面仍然不强、央行释放宽松信号，曲线变陡的条件可能并不具备。这意味着长债收益率的趋势性下行需要短端利率下行来打开空间，即需要流动性进一步转松作为前提。由此，预计债市短期或将维持震荡走势，牛市的延续需要看到更多的宽松政策。3) 大宗商品：2025 年下半年大宗商品市场呈现“内需弱、外扰多”特征，或将延续分化格局，贵金属确定性较强，铜/天然气结构性机会明确，原油/黑色/锂受制于过剩压力维持空头配置。
- **风险提示：**美国关税战持续升级、国内经济恢复不及预期、地缘风险爆发

宏观

半年度报告

分析师：郑建鑫
从业资格证号：F3014717
投资咨询证号：Z0013223

国贸商品综合指数



数据来源：国贸期货

1 海外形势分析

1.1 特朗普关税战 2.0 的时间线

特朗普在 1 月正式就任美国总统后，快速兑现其竞选承诺，在移民、贸易等推出了多项政策，其中，关税战 2.0 对全球经济、资本市场影响巨大。

第一阶段：首轮关税交锋（1 月-2 月）

1 月 20 日：特朗普正式就任美国总统，宣称将对加拿大、墨西哥加征 25% 关税，未提及中国。

2 月 1 日：美方行动：签署行政令，对中国所有商品加征 10% 关税，取消 800 美元以下包裹免税政策（T86 清关）；同时对加拿大、墨西哥加征 25% 关税（能源产品 10%）。中方反制（2 月 4 日）：宣布自 2 月 10 日起对美国煤炭、液化天然气加征 15% 关税；对原油、农机、大排量汽车等加征 10% 关税。加墨回应：对美国商品征收 25% 对等关税。

第二阶段：关税升级与“芬太尼借口”（3 月）

3 月 3 日：美方行动：以“芬太尼问题”为由，将中国商品关税从 10% 上调至 20%，部分商品综合税率超 40%。

3 月 4 日：中方反制：宣布自 3 月 10 日起对美国农产品（鸡肉、小麦、玉米等）加征 15% 关税；大豆、猪肉、牛肉等加征 10%。

3 月 12 日：美国对所有进口钢铁和铝征收 25% 关税（无豁免）。

3 月 26 日：特朗普签署汽车关税政策，4 月 2 日起对进口整车征收 25% 关税。

第三阶段：“对等关税”与全面升级（4 月上旬）

4 月 2 日：美方行动：推出“对等关税”政策，设立 10% “基准关税”，对中国加征 34% 对等关税（叠加后税率达 54%）。

4 月 4 日：中方反制：对美国所有进口商品加征 34% 关税。

4 月 8 日：美方行动：将对华“对等关税”从 34% 提高至 84%（总税率 104%）。

4 月 9 日：中方反制：将对美加征关税从 34% 上调至 84%。美方再升级：特朗普宣布对华

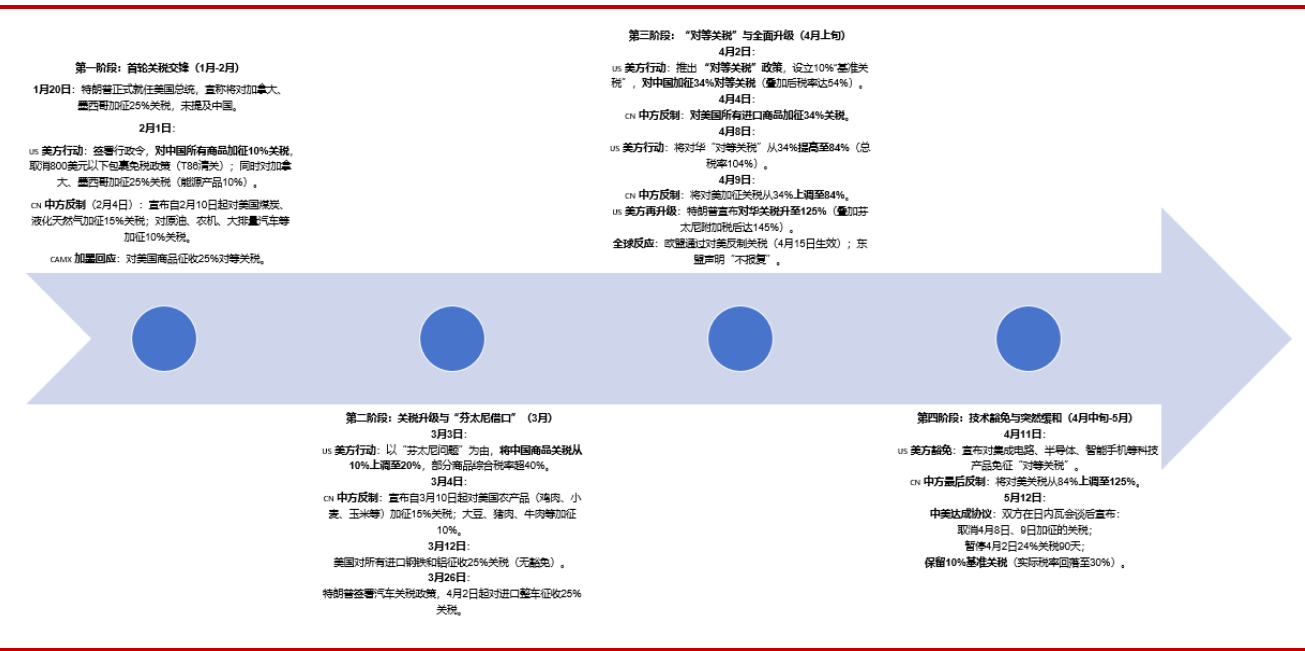
关税升至 125%（叠加芬太尼附加税后达 145%）。全球反应：欧盟通过对美反制关税（4 月 15 日生效）；东盟声明“不报复”。

第四阶段：技术豁免与突然缓和（4 月中旬-5 月）

4 月 11 日：美方豁免：宣布对集成电路、半导体、智能手机等科技产品免征“对等关税”。
中方最后反制：将对美关税从 84%上调至 125%。

5 月 12 日：中美达成协议：双方在日内瓦会谈后宣布：取消 4 月 8 日、9 日加征的关税；
暂停 4 月 2 日 24%关税 90 天；保留 10%基准关税（实际税率回落至 30%）。

图表 1、特朗普关税战 2.0 的时间线



资料来源：Wind、国贸期货研究院

1.2 特朗普关税战的目的

为何特朗普会在短短两三个月的时间内就发动如此影响巨大的关税战呢？其目的是什么？综合特朗普团队的主张及其行为方式，我们认为特朗普发动关税战的目的有四个：

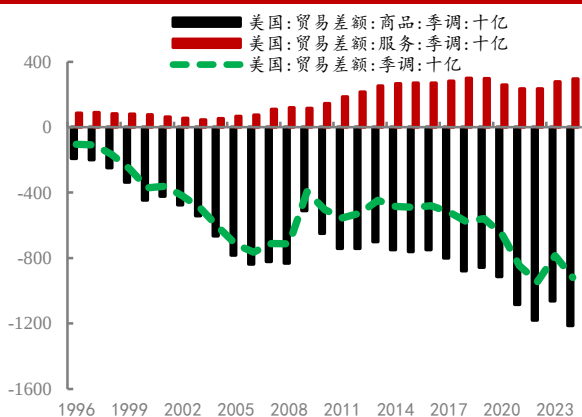
一是，总统备忘录指出，美国需要一个“公平互惠计划”（Fair and Reciprocal Plan）来减少美国长期存在的巨额商品贸易逆差，并解决美国与贸易伙伴之间的其他不公平和不平衡问题。自 1980 年起，美国的贸易逆差规模持续高增，其中商品贸易逆差金额更高，2024 年约 1.2 万亿美元，这反映了全球化带来的产业分工。但从特朗普的角度来看，是美国在“供养”全球其他国家，且削弱了美国的制造业。

二是，减少别国对美贸易限制，引导制造业回流美国本土，增强其国内产业竞争力并创造更多就业。特朗普希望使用关税迫使制造业企业回流美国，在美国本土形成就业。截至 2024 年 12 月，美国制造业增加值占 GDP 比重仅有 9.9%，制造业就业占总就业比重仅有 8.08%。

三是，关税也是一种谈判工具，用于向其它国家施压，迫使其满足特朗普的要求。例如，特朗普政府曾对盟友施压（加/墨），以 25% 关税逼迫重谈《北美自贸协定》，最终获得汽车原产地规则让步（要求 75% 零件北美生产）。

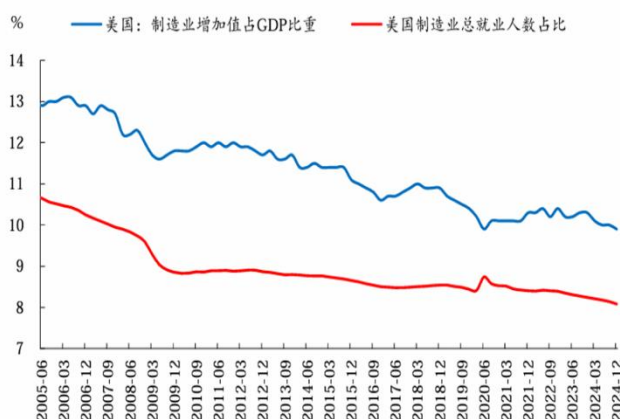
四是，关税还是财政收入的一个来源，有助于降低联邦财政赤字压力，为后续的对内减税政策提供有利的背景条件。特朗普团队原计划通过“对等关税”等政策，年增收 6000 亿-7000 亿美元，用于填补减税造成的财政赤字（10 年减税计划预计减少收入 4.6 万亿美元），不过，1-4 月关税累计收入约 900 亿美元，但同期因关税反噬（农业补贴、失业救济、供应链成本等），财政赤字反而扩大 2100 亿美元。全年预估仅 2800 亿-3000 亿美元，不足目标值一半。

图表 2、美国商品贸易逆差持续高增（单位：十亿美元）



资料来源：Wind、国贸期货研究院

图表 3、美国制造业在经济中占比较低（单位：%）



资料来源：Wind、国贸期货研究院

由此，我们认为关税既是手段，也是目的。是手段，意味着后续存在谈判的空间，存在相互妥协的方案；是目的，意味着后续即使有谈判的空间，但税率也很难回落至原点。全球经贸格局必然发生巨大的变化。

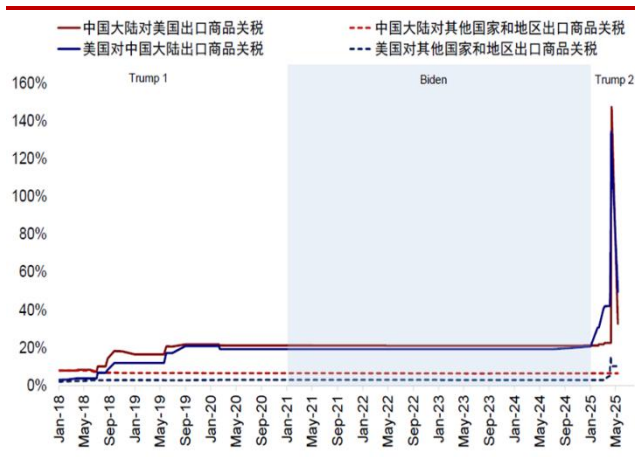
1.3 美国关税政策的最新进展

美国推迟了对等关税生效的时间（保留 10% 的基准税率），与多个经济体进行贸易谈判，但目前谈判的进展及其缓慢，截至 6 月底，美国只与英国达成了关税的框架性协议。不过，令市场欣慰的是中美之间关税战出现了明显的缓和。

当地时间 5 月 12 日，中美双方在瑞士日内瓦经贸高层会谈后发布联合声明，双方互相加征的关税进行大幅下调，双方还将建立机制，继续就经贸关系进行协商。

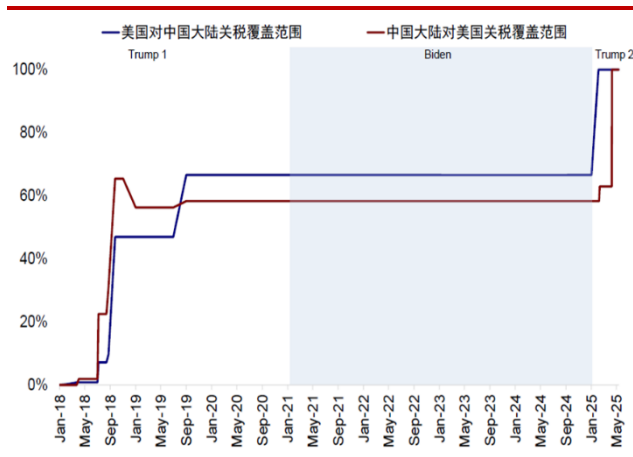
尽管美国与英国达成关税协议、与中国发布联合声明，但据耶鲁大学实验室测算，截至 5 月 12 日，2025 年迄今的关税相当于美国平均有效关税税率提高了 15.4 个百分点至 17.8%，仍是自 1934 年以来的最高水平。后续关注美国关税政策是否会有反复，例如 2018-2019 年中美贸易战曾多次出现反复。此外，美国针对半导体和药品的“232”调查仍在过程中，后续部分行业的关税依然面临较大不确定性。

图表 4、特朗普对华关税加征幅度回落至 30%，另外 24%暂缓 90 天执行



资料来源：Wind、国贸期货研究院

图表 5、中美双方对彼此关税覆盖范围维持在 100%



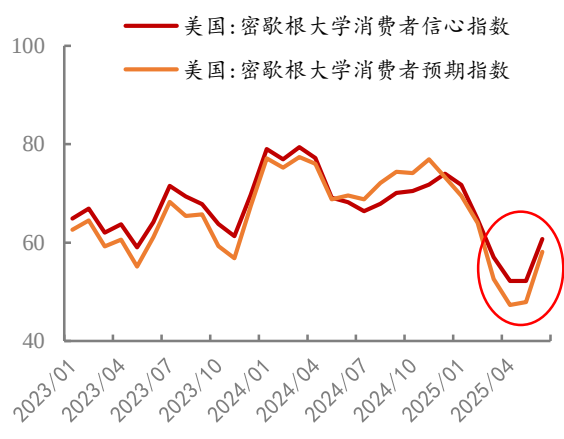
资料来源：Wind、国贸期货研究院

1.4、关税战后续演变

对于后续关税战演变的判断：虽然对谈判前景不能太乐观，但如果美国的软肋持续被放大，那么可能迫使美国选择谈判，因此也无需太悲观。

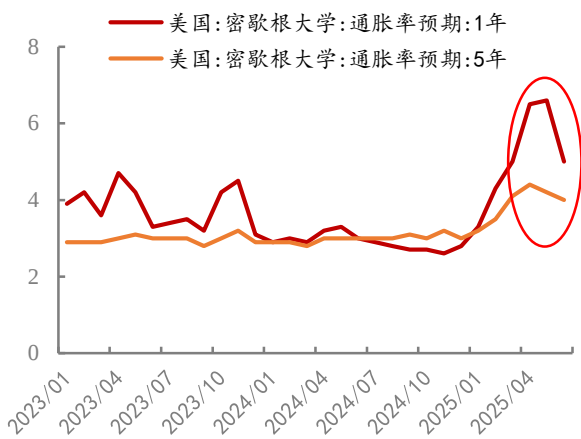
一是，关税战对美国经济的负面影响，主要表现为经济下行压力加大、通胀水平抬升。实际上，在关税战最激烈的 4 月份，我们可以看到美国国内的消费者信心指数大幅下滑、通胀预期明显抬升。相反，在 5 月中美之间经贸谈判取得进展，关税战明显缓和的情况下，消费者信心出现回暖，而通胀预期指数反而出现下降。因此，一旦关税战烈度上升，冲击到美国国内经济，特朗普的姿态大概率会放软。

图表 6、美国:密歇根大学消费者信心指数



资料来源：Wind、国贸期货研究院

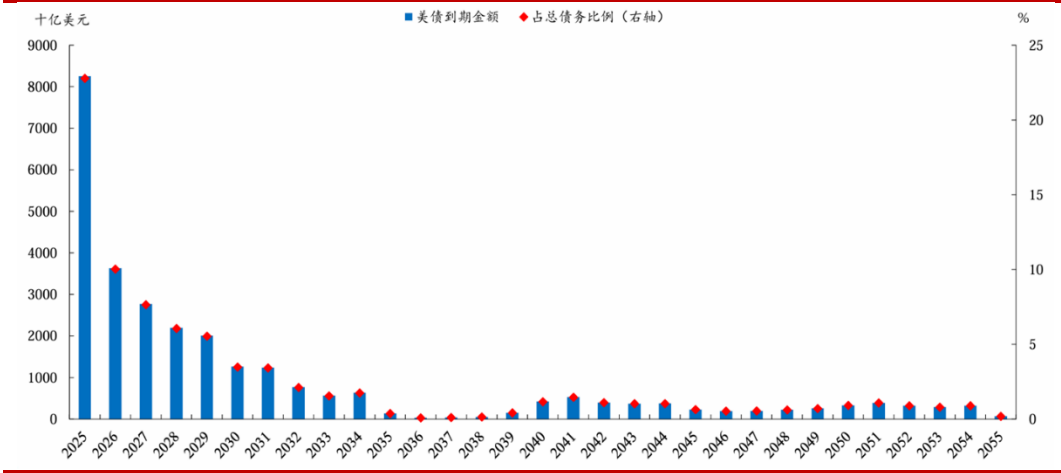
图表 7、美国:密歇根大学:通胀率预期



资料来源：Wind、国贸期货研究院

二是，美国债券市场的压力与波动，也会对特朗普政府产生压力，加速其谈判行动。债券市场是当前特朗普关注的重点，2025 年是美债到期高峰期（约 8.25 万亿美元，占可市场化交易总债务比重为 22.8%），其中短债占比较高，但中长期占比也不低。因此特朗普政府面临巨大的债务滚续压力，这或许是特朗普政府对美债市场非常敏感的原因之一。

图表 8、2025 年美债偿债压力较大



资料来源：Wind、国贸期货研究院

2.1 美国众议院通过减税法案

当地时间 5 月 22 日，美国国会众议院以微弱优势通过一项大规模税收与支出法案，该法案计划在未来 10 年内减税 4 万亿美元，并削减至少 1.5 万亿美元支出，由此可能导致美国财政赤字和联邦政府债务出现较为明显的增加。此项被命名为“大而美法案（One Big Beautiful Bill Act）”的最新减税法案主要包括三方面内容：

（1）面向个人的减税措施，包括：1）特朗普第一任期内于 2017 年通过的个人所得税减

税政策的永久化；2）兑现其 2024 年竞选期间对于小费、加班收入和部分汽车贷款利息免税的承诺；3）个人和家庭纳税人个税起征点分别抬升 1000 美元和 2000 美元，儿童税收抵扣（child tax credit）规模阶段性提升 500 美元；4）遗产税免征额提升至 1500 万美元。

（2）面向企业的减税措施，包括：1）小企业应税利润抵扣比例从 20%抬升至 23%；2）阶段性允许企业将国内研发成本（domestic research and development costs）以及机械设备和其 他合格资产成本（the cost of machinery, equipment and other qualifying assets）完全费用化，以 此鼓励企业投资于增加产能和研发活动。

（3）医保支出和新能源税收优惠的削减，包括：1）废除或加速退出拜登总统任内的清 洁能源税收优惠；2）增加医疗补助计划（Medicaid）的工作要求，即新增受益人需每月工作、 受教育或提供服务 80 小时的要求，由此可能导致符合要求的受益人数量减少和相应财政支出 的削减，但也应当注意到，此项新增门槛要求在 2026 年 12 月 31 日才会生效。

图表 9、大而美法案主要内容

项目	内容
面向个人的减税措施	特朗普第一任期内于 2017 年通过的个人所得税减税政策的永久化
	兑现其 2024 年竞选期间对于小费、加班收入和部分汽车贷款利息免税的承诺
	个人和家庭纳税人个税起征点分别抬升 1000 美元和 2000 美元，儿童税收抵扣（child tax credit）规模阶段性提升 500 美元
	遗产税免征额提升至 1500 万美元
面向企业的减税措施	小企业应税利润抵扣比例从 20%抬升至 23%
	阶段性允许企业将国内研发成本（domestic research and development costs）以及机械设备和 其他合格资产成本（the cost of machinery, equipment and other qualifying assets）完全费用 化，以此鼓励企业投资于增加产能和研发活动
医保支出和新能源税收优 惠的削减	废除或加速退出拜登总统任内的清洁能源税收优惠 增加医疗补助计划（Medicaid）的工作要求，即新增受益人需每月工作、受教育或提供服务 80 小时的要求，由此可能导致符合要求的受益人数量减少和相应财政支出的削减，但也应 当注意到，此项新增门槛要求在 2026 年 12 月 31 日才会生效。

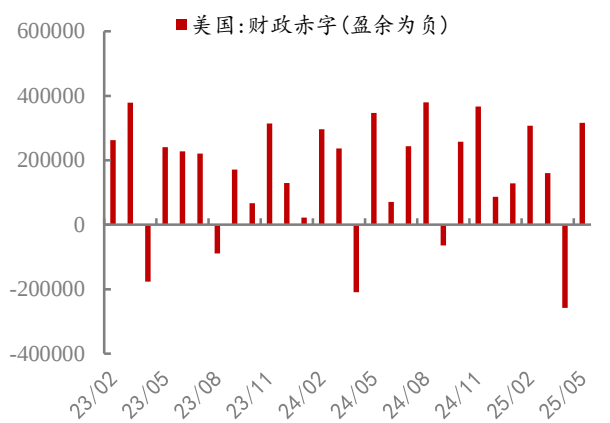
资料来源：Wind、国贸期货研究院

2.2 减税方案是把双刃剑

一方面，减税法案将加剧美国的债务压力。当地时间 5 月 16 日，穆迪评级公司（Moody's）发布新的评级文件，将对美国的评级由 Aaa 下调至 Aa1，展望由负面调整为稳定。穆迪下调 美主权评级，主要反映的是一种对于美国联邦政府债务不断膨胀的长期担忧。穆迪给出的理 由是“十多年时间里，由于持续的财政赤字，美国联邦债务急剧上升”，在此期间“联邦支出增

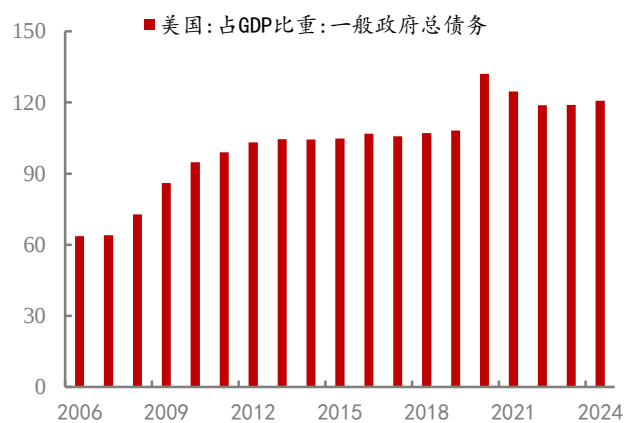
加，而减税措施减少了政府收入”，且“随着赤字和债务的增长以及利率的上升，政府债务的利息支出大幅增加”；穆迪称如果美国延续 2017 年的《减税与就业法案》（Tax Cuts and Jobs Act），则“未来十年联邦财政基本赤字（不包括利息支出）将增加约 4 万亿美元”，由此，穆迪预计到 2035 年美国联邦赤字将达到近 GDP 的 9%。

图表 10、美国:财政赤字



资料来源：Wind、国贸期货研究院

图表 11、美国:占 GDP 比重:一般政府总债务



资料来源：Wind、国贸期货研究院

另一方面，减税方案对经济短期的增长有助益。我们认为美国新减税法案可能从推升美国居民消费需求和加速美国企业产能回流两个方面形成对美国经济增长的推升作用，因此，法案在众议院通过后美国 10 年美债收益率和 10 年美国 TIPS 收益率同步上行。

1) 对居民部门的前期减税法案延长以及新的抬升起征点、部分收入免税等措施，有助于增加中等收入群体居民的消费购买力，从而有助于缓解因关税措施以及未来可能出现的通胀上行而导致的居民消费能力削弱问题。

2) 对企业部门的减税措施则鼓励企业加速进行设备等有助于增加美国本土产能的固定资产投资，从而可能进一步提升美国非住宅设备投资的增速并可能在中期减少对进口商品的依赖。

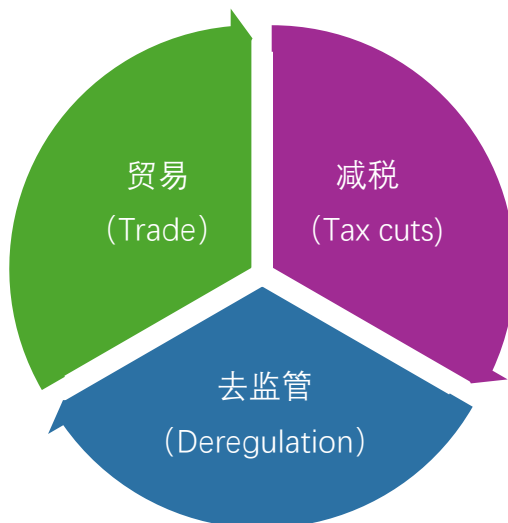
2.3 减税法案后续发展

减税法案是特朗普 2.0 最重要的经济政策之一。贝森特曾经在 5 月 5 日的讲话中明确提及特朗普 2.0 的经贸政策核心就是“贸易”、“减税”和“去监管”。

本轮减税法案在众议院推进速度超预期，后续法案将会继续在参议院推行。考虑到共和党占据多数席位的参议院，法案在参议院推动阻力较小，但参议院共和党高层也表示参议院

可能会在通过该法案前对其进行重大修改。如果进展顺利，减税法案有一定可能在今年 7 月 4 日美国独立日之前通过两院审议。一旦通过将会对美国和全球市场造成较大冲击。其中包括对美国财政收支状况、美债收益率、美元指数、通胀等一系列问题的重大影响。

图表 12、特朗普 2.0 的经贸政策核心



资料来源：Wind、国贸期货研究院

3.1 美国非农就业稳健

根据美国劳工部 6 月 6 日公布数据，新增非农就业 13.9 万人，预期 13.0 万人，前值由 17.7 万人修正为 14.7 万人；5 月失业率 4.2%，预期 4.2%，前值 4.2%；平均时薪同比升 3.9%，预期升 3.7%，前值由升 3.8%修正至升 3.9%。

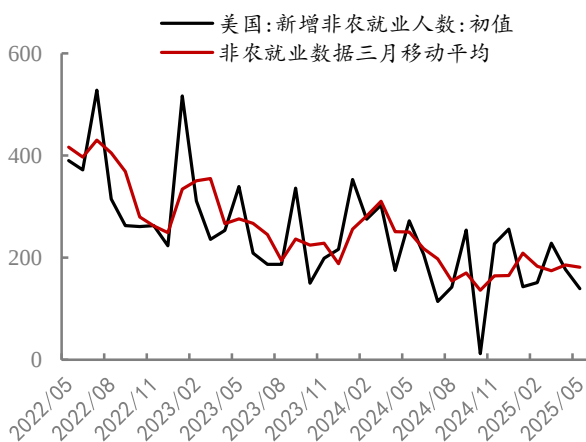
1) 新增非农就业略超市场预期。5 月新增非农 13.9 万人，高于预期的 12.6 万人。趋势上看，近 3 个月平均新增就业 13.53 万人，较 2024 年底已经有较大幅度下行；结构上看，私人服务新增就业贡献了 5 月新增就业的全部，其中运输仓储业、休闲和酒店业就业上升较多，政府部门就业录得负值。虽然 5 月非农数据相对较好，但 3、4 月就业数据的再度大幅下修，可能意味着 5 月数据也将面临不小的下修，就业市场总体或并未超过预期。

2) 劳动参与率下行较多、失业率、永久性失业占比基本稳定。失业率虽然在劳动参与率下行时保持相对平稳，但总体仍处于缓慢上行的趋势中，值得我们持续关注。再来看失业率成因，相较于 4 月，5 月首次就业者、再就业者占比有所上升，离职者、完成临时工作占比有所下降。此外，因经济原因从事兼职工作的人员数量再度下滑。5 月永久性失业者占比基本平稳，可能显示企业倾向于稳住现有员工，以应对后续的不确定性。

3) 劳动力市场供需关系压力边际上行。从 JOLTS 数据来看，4 月份职位空缺数为 739.1 万人，较 3 月上升约 19.1 万人，职位空缺率为 4.4%，目前每个求职者对应约 1.02 个工作岗位，美国劳动力市场的供需紧张程度边际上行。同时，职工主动离职率录得 2.0%、解雇裁员率录得 1.3%，主动离职率与解雇裁员率走势分化，我们认为，可能是在不确定性较高的 4 月，企业选择加大裁员力度，而员工则选择减少离职。

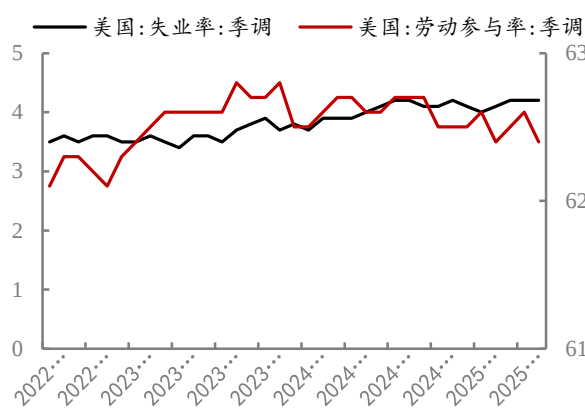
4) 美国就业数据仍有隐忧，美联储或将保持观望。由于关税潜在的通胀作用，非农就业数据的平稳，在劳动力市场没有出现较大下行压力的情况下，美联储大概率将会继续观望。

图表 13、新增非农就业人数（单位：千人）



资料来源：Wind、国贸期货研究院

图表 14、美国:失业率:季调



资料来源：Wind、国贸期货研究院

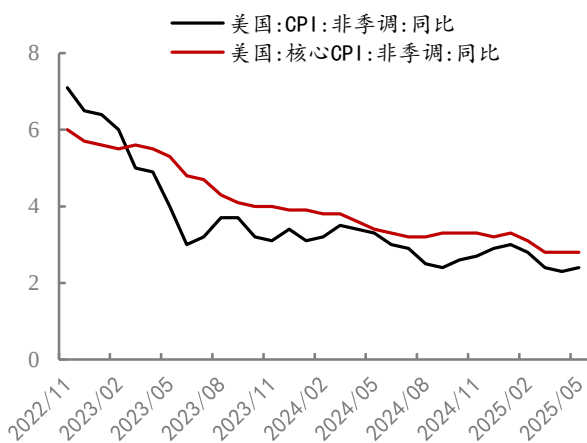
3.2 美国通胀短期压力不大，未来仍有风险

当地时间 6 月 11 日，美国劳工统计局公布 5 月 CPI 数据全线低于预期，总体 CPI 同比上涨 2.4%（前值+2.3%，预期+2.5%），环比上涨 0.1%（前值+0.2%，预期+0.2%）；核心 CPI 同比持平于 2.8%（持平前值，预期+2.9%），环比仅升 0.1%（前值+0.2%，预期+0.3%），连续第四个月低于预期。

数据表明，特朗普政府 4 月初实施的全面关税政策尚未传导至消费端，能源价格环比下跌 1%（汽油跌 2.6%）主导整体通胀放缓，而预期受关税冲击的汽车、服装价格不升反降、家电等关税敏感品类小幅上涨，反映零售商仍在消耗关税生效前囤积的库存，且需求疲软抑制企业提价动力。从实际的情况来看，关税对通胀的影响似乎存在滞后，可能是因为：一是企业提前备货缓冲成本压力，沃尔玛等巨头计划 6 月起逐步提价；二是关税政策反复调整加剧观望情绪，企业选择短期承担部分成本；三是汽车等耐用品需求因提前透支而疲软，削弱价格转嫁能力。

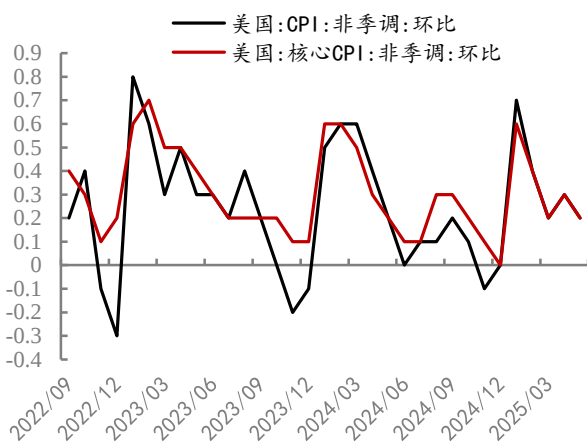
市场影响：数据公布后，利率互换市场押注美联储 9 月前降息概率跃升至 75%，全年降息预期维持两次（约 45 基点）。特朗普随即施压美联储“降息 100 基点”以削减债务利息，但联储内部部分官员认为属“一次性冲击”可忽略，圣路易斯联储主席穆萨勒姆则警告可能引发“持续性通胀”，政策观望期将延长。目前关税对美国通胀的影响暂未显现，或与此前企业库存囤积、居民消费趋弱有关，进口价格向下游传导受阻。不过，下半年关税的潜在影响将持续显现出来，通胀回升风险仍然存在。

图表 15、美国通胀同比增速（单位：%）



资料来源：Wind、国贸期货研究院

图表 16、美国通胀环比增速（单位：%）



资料来源：Wind、国贸期货研究院

4.1 美联储按兵不动

2025 年 6 月的会议上美联储继续暂停降息，政策利率的目标区间维持在 4.25%-4.5%。会议前期货市场认为 6 月维持利率不变的概率接近 100%，开会前市场已经基本消化了美联储维持利率不变的预期。

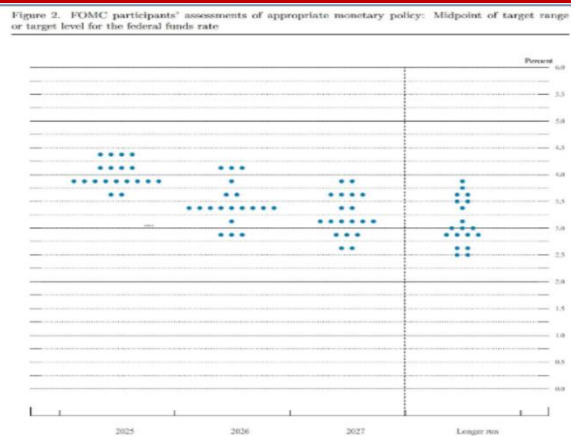
从美联储 2024 年 6 月公布的点阵图里看，虽然降息 2 次仍然是中位数的看法，但是委员们之间的分歧略有增加，形成了主要两派观点，一派是降息 2 次，一派是不降息。3 月份认为 2025 年或降息 2 次的委员为 9 人，6 月份降到 8 人。3 月份点阵图中认为 2025 年降息 1 次和 0 次的都是 4 人，而到 6 月份认为降息 0 次的增加到 7 人。市场对 2025 年降息次数的预期和美联储接近，降息 2 次及以上的概率从 63%上涨到 68%；降息 3 次及以上的概率不足 3 成。

6 月会议美联储公布新的经济预期概要里下调经济增长的预期，并上调通胀的预期，关税的潜在冲击可能是重要考虑因素。6 月的经济预期概要中 2025 年实际 GD 预期的中位数为 1.4%。失业率为 4.5%。2025 年核心 PCE 的通胀为 3.1%，PCE 的通胀为 3%。按照 6 月的预期，通胀完全回到 2%或要到 2027 年，美联储对通胀相对于 2%的些许偏离表现出更多的宽容

度。政策利率预期显示的 2025 年的利率路径和 3 月会议没有变化，但是 2026 和 2027 年的政策利率较 3 月略高。

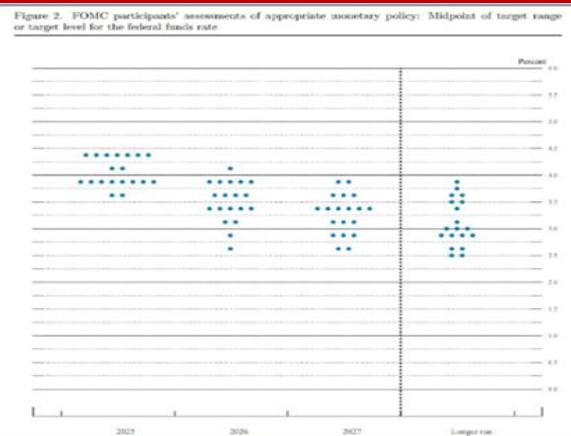
最新的就业和通胀数据并不差，不过虽然就业市场仍表现稳健，但或存隐忧。核心通胀的回落虽略好于预期，但关税的影响还未完全体现，短期的通胀预期继续上行。密歇根大学调查为代表的短期通胀预期 5 月再次小幅上升，5 月的密歇根大学通胀预期为 6.6%，4 月为 6.5%。我们认为美联储或需要在看到经济数据实际恶化后才会降息，预计将会在四季度降息。

图表 17、美联储 3 月点阵图 (2025.03)



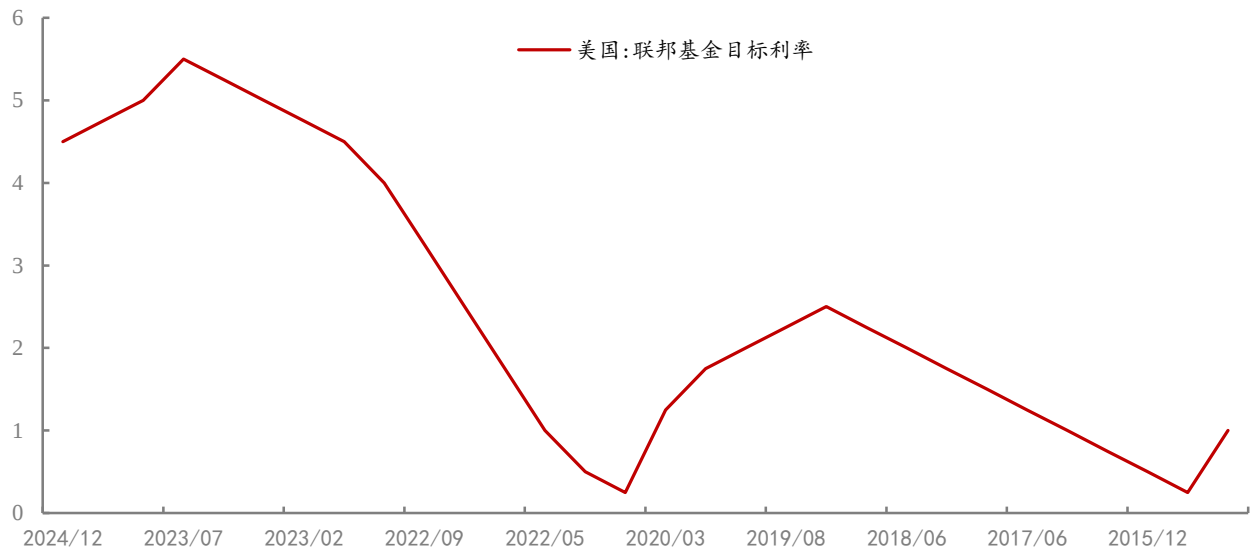
资料来源：Wind、国贸期货研究院

图表 18、美联储 6 月点阵图 (2025.06)



资料来源：Wind、国贸期货研究院

图表 19、美国:联邦基金目标利率



资料来源：Wind、国贸期货研究院

C

2 国内宏观形势分析

1.1 关税冲击下，经济仍有较强韧性

1-5 月份的主要经济数据：

(1) 生产端：

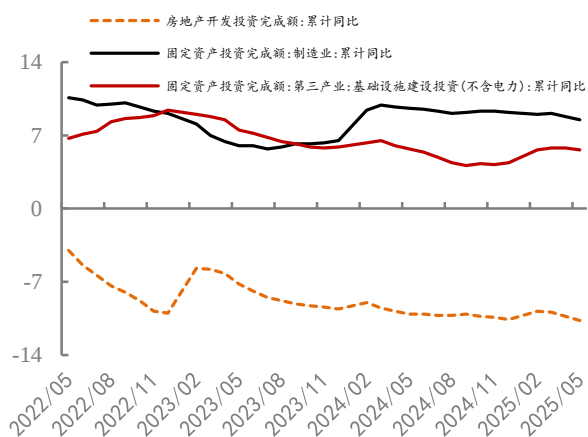
中国 5 月规模以上工业增加值同比 5.8%，预期 5.9%，前值 6.10%。中国 5 月规模以上工业增加值环比 0.61%，前值 0.22%。

(2) 需求端：

1) 固定资产投资增速小幅回落。中国 1-5 月城镇固定资产投资同比 3.7%，较前值回落 0.3 个百分点。其中，制造业投资同比增长 8.5%，涨幅较前值回落 0.3 个百分点；房地产开发投资同比下降 10.7%，降幅较前值扩大 0.4 个百分点；基础设施投资（不含电力）同比增长 5.6%，涨幅较前值回落 0.2 个百分点。

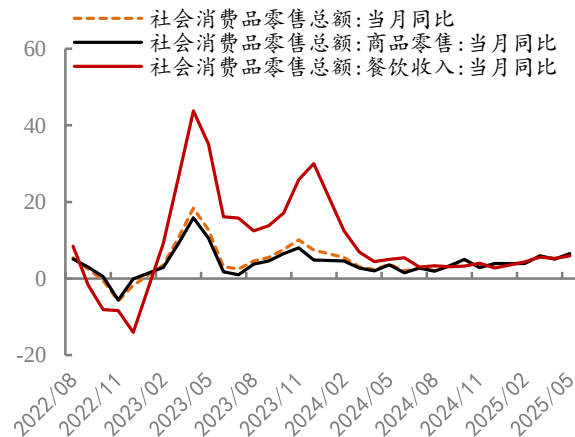
2) 社会消费表现好于预期。中国 5 月社会消费品零售总额同比 6.4%，预期 5.0%，前值 5.10%。1-5 月份，社会消费品零售总额同比增长 5.0%，涨幅较前值扩大 0.3 个百分点。从环比上看，中国 5 月社会消费品零售总额环比 0.93%，前值-0.08%。

图表 20、三大门类固定资产投资（单位：%）



资料来源：Wind、国贸期货研究院

图表 21、社会消费增速（单位：%）



资料来源：Wind、国贸期货研究院

5 月宏观数据表现不一，内需表现为“投资弱、消费强”。一方面，中美贸易战缓和，一揽子金融政策措施落地，“两新”、“两重”等稳增长政策持续发力，为宏观经济稳健运行提供了关键支撑，如耐用消费品以旧换新政策支撑社会消费表现超预期；另一方面，今年以来美国对华加征的关税仍高达 30%，关税的负面影响继续显现，出口和工业生产增速继续回落。

展望未来，国内经济仍有稳增长的压力，一方面，尽管关税暂停期内企业仍有抢出口的需求，但关税的负面影响仍会继续显现，下半年出口面临的压力或将加大；另一方面，5 月份

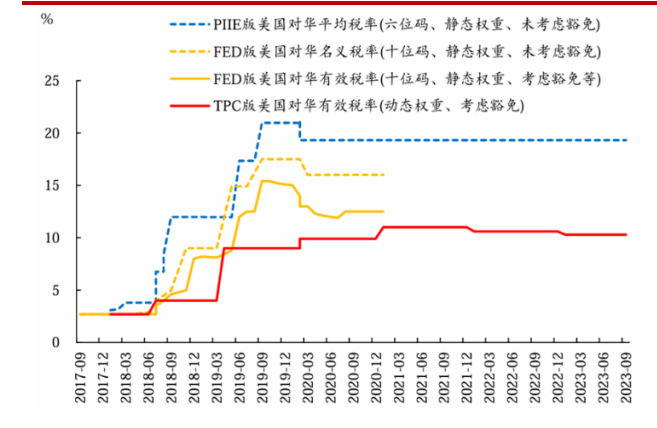
三大门类固定资产投资全面下滑、房地产市场继续量价齐跌，表明内需存在转弱的迹象。因此，下半年出台新的增量政策仍有必要，预计央行有望继续降息，财政政策也将进一步发力，而要实现房地产市场止跌企稳则可能需要超常规的政策。

2.1 隐忧 1：中美贸易战的冲击

中性假设下，假设应税税率落地至实际税率存在一定幅度折扣，但因全面加征、对小额商品继续征税等因素杜绝了部分关税规避渠道，本轮实际税率相较于名义税率打 8 折（上一轮名义加征 13.3%，实际上升 8.2%，打了近 6 折），也即若名义税率上升 10%，则实际税率上升 8%，而东盟、拉美对冲效果起到原来的 60%，则拖累总出口增速 0.75 个百分点，拖累 GDP 增速 0.22 个百分点。若进行简单的线性外推，加征 54% 的关税预计拖累中国 GDP 约 1.2 个百分点左右。

不过，当关税超过一定水平后，其对经济的冲击为非线性。假设对华依赖度越高的商品，其价格弹性越不敏感，则可以测算关税与其对我国 GDP 冲击的曲线。30%-145% 的情形下，对我国 GDP 的冲击在 0.65-2 个百分点区间。

图表 22、TPC 采用动态权重测算每年美国对华有效税率，相对较为准



资料来源：Wind、国贸期货研究院

图表 23、若美加征 54%（20%芬太尼+34%对等）关税，GDP 下降 1.2 个百分点

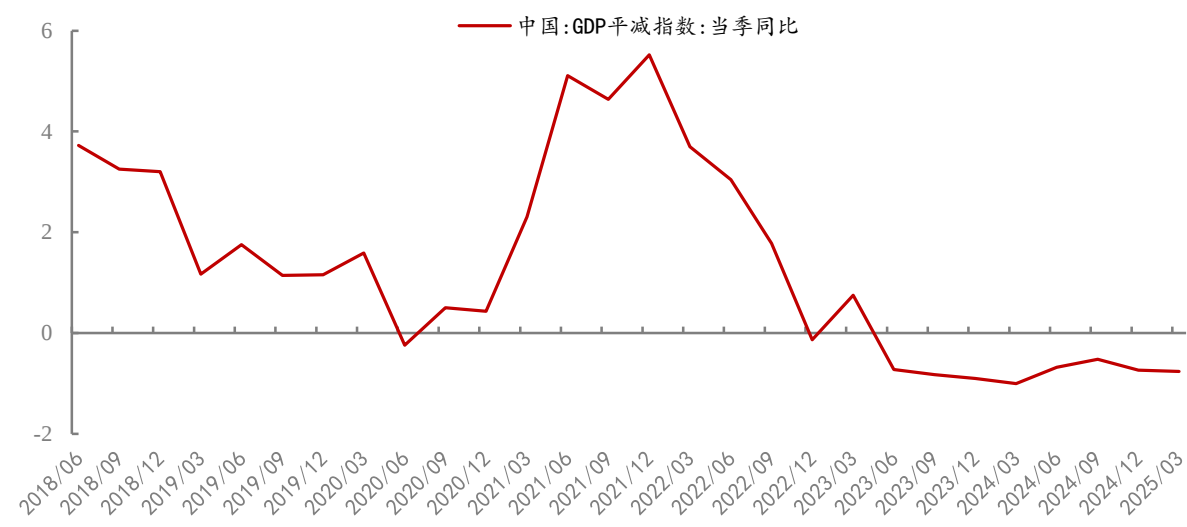
关税加征幅度	对美出口(%)	出口总量(%)	GDP(%)
加征10%	-4.98	-0.75	-0.22
加征20%	-9.97	-1.51	-0.43
加征30%	-14.95	-2.26	-0.65
加征40%	-19.94	-3.01	-0.87
加征50%	-24.92	-3.77	-1.09
加征60%	-29.90	-4.52	-1.30

资料来源：Wind、国贸期货研究院

2.2 隐忧 2：低物价

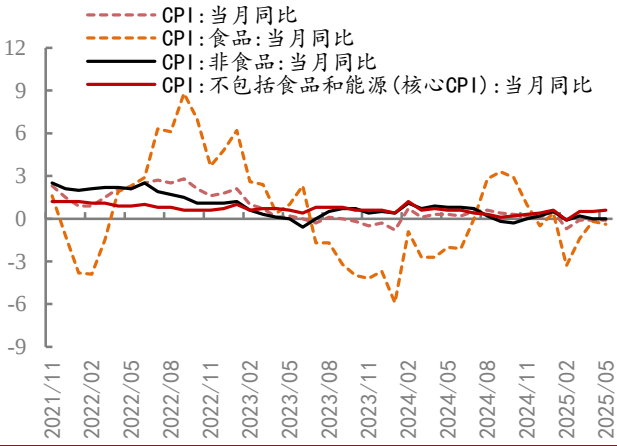
物价长时间处于低位。工业生产恢复较快，而居民消费、房地产投资等终端需求恢复偏慢，造成供需失衡的局面，从而导致物价持续低迷，自 2023 年二季度开始，GDP 平减指数已连续 8 个季度为负，加剧了经济复苏过程中宏微观主体之间的体感差异；同时，长期低迷通胀又反过来影响企业投资和居民消费信心。

图表 24、GDP 平减指数长期为负数



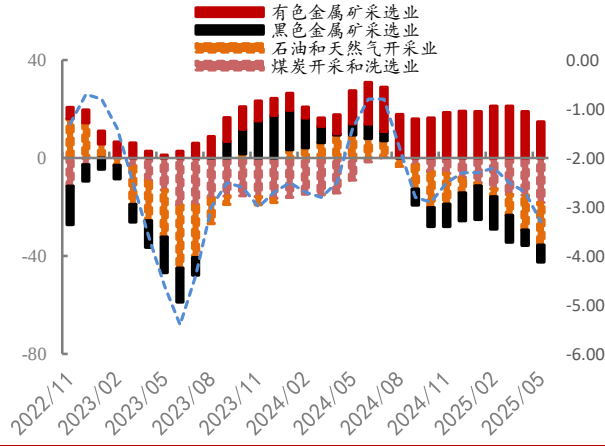
资料来源：Wind、国贸期货研究院

图表 25、CPI 同比增速（单位：%）



资料来源：Wind、国贸期货研究院

图表 26、PPI 同比增速（单位：%）



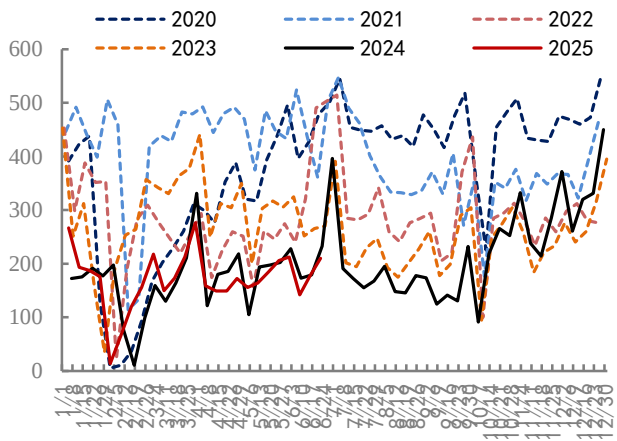
资料来源：Wind、国贸期货研究院

2.3 隐忧 3：房地产深度调整

房地产深度调整。4 月第 3 周至 5 月第 1 周，30 城商品房成交同比分别为-16%、-21%、-10%，二手房成交仍正增但增速放缓。924 以来一揽子政策加力驱动房价修复，但二手房价同比的领先指标显示，4 月下旬商品房库销比小幅走弱，或指向关税对房价回暖带来一定扰动。

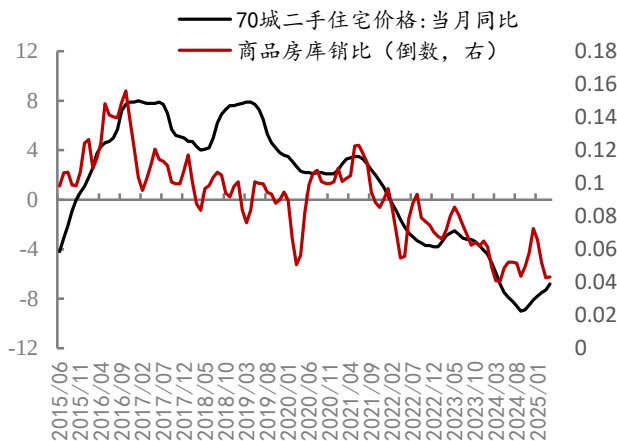
政府端货币化安置+收储贡献增量需求。2024 年 10 月 17 日住建部提出，通过货币化安置等方式新增实施 100 万套城中村和危旧房改。2018-2020 三年攻坚后，棚改规模和货币化比例大幅下降，测算 2023 年货币化约 50 万套，则本次对商品房销售的边际增量约 50 万套。专项债收储，可参考 2018-2022 年棚改专项债年均规模约 4000 亿元，预计本次体量可能相仿。

图表 27、30 大中城市:商品房成交面积 (单位: 万平方米)



资料来源: Wind、国贸期货研究院

图表 28、商品房库销比领先于二手房价, 4 月下旬有走弱迹象

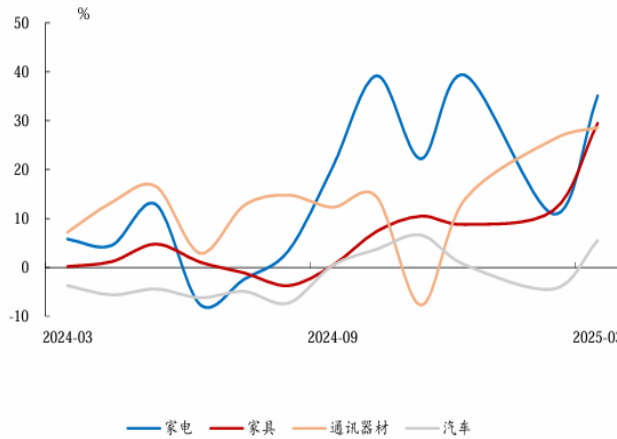


资料来源: Wind、国贸期货研究院

2.4 隐忧 4：消费品以旧换新或存在透支效应

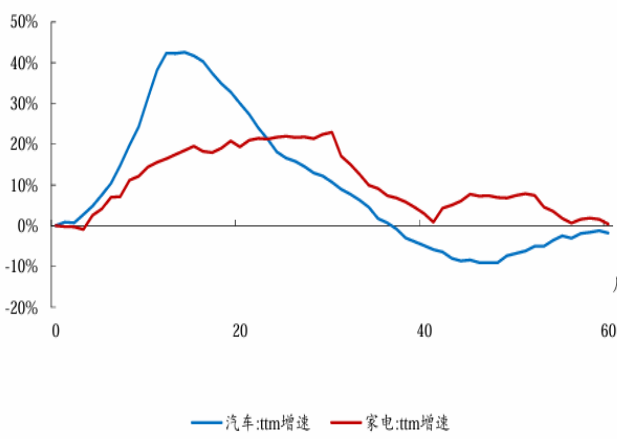
复盘上一轮 2009-2011 年消费品以旧换新，汽车拉动效果在第 14 月见顶、第 37 月开始透支，家电拉动效果在第 30 月见顶、第 41 月开始透支。北京、上海的 3 月数据，部分品类已出现了透支效应。

图表 29、家电、汽车零售增速有所波动



资料来源: Wind、国贸期货研究院

图表 30、2009 年以旧换新消费增速变动

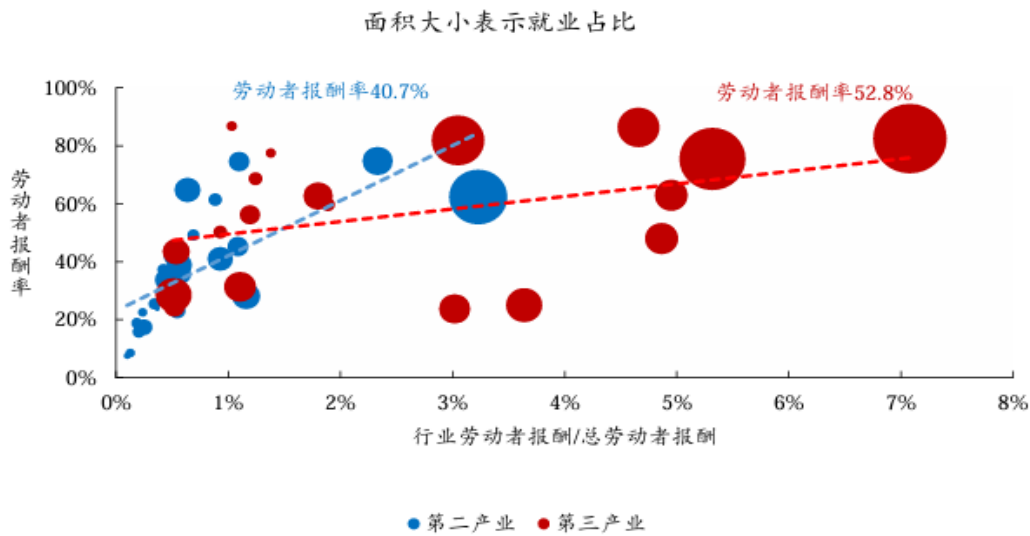


资料来源: Wind、国贸期货研究院

商品消费具有周期性、服务消费具有粘性因而跨期挤出效应不明显。因此，可考虑扩围至服务消费领域（餐饮、旅游、电影、文娱等）。一则服务业扩张利于提高居民劳动报酬。2020 年我国第三产业的劳动者报酬率为 52.8%，远高于第二产业的 40.7%；美国经验同样如此，即服务业扩张→劳动报酬提高→消费水平提高→服务业扩张的自洽内循环。二则服务业有助于吸纳就业。相较于其他行业，劳动密集度较高的服务业在吸纳就业方面优势明显。措施：落实劳动工资调整，加大养老、医保、中低收入群体补贴等收入性政策力度；加强财政

和金融支持，发放服务消费券（餐饮、电影、旅游、体娱），服务消费和养老再贷款。

图表 31、第三产业扩张有利于提高居民劳动报酬率



资料来源：Wind、国贸期货研究院

3.1 政策取向：政治局会议定调积极

中共中央政治局 4 月 25 日召开会议，分析研究当前经济形势和经济工作。会议提出用高质量发展的确定性应对外部环境急剧变化的不确定性，相比前一次会议，有针对性的提法较多，释放了积极迎战风险的信号。

一、政策基调。2025 年 4 月 25 日的中央政治局会议指出：“要加紧实施更加积极有为的宏观政策”；“用好用足更加积极的财政政策和适度宽松的货币政策”；同时重申要“加强超常规逆周期调节”。尽管财政政策“更加积极”、货币政策“适度宽松”的定位与 2024 年 12 月 9 日时一样，但“加紧实施”、“用好用足”、“更加积极有为”等提高了政策执行力度和节奏的要求；同时重申逆周期调节的“超常规”定位，体现了对当前“外部环境急剧变化的不确定性”的深刻认识。

二、逆周期调节的工具。（1）财政政策：要求“加快地方政府专项债券、超长期特别国债等发行使用”。同时要“继续实施地方政府一揽子化债政策，加快解决地方政府拖欠企业账款问题”。（2）货币金融：总量层面要“适时降准降息，保持流动性充裕，加力支持实体经济”；结构层面则要“创设新的结构性货币政策工具，设立新型政策性金融工具，支持科技创新、扩大消费、稳定外贸等”。（3）节奏与效果：“既定政策早出台早见效，根据形势变化及时推出增量储备政策”，从而“全力巩固经济发展和社会稳定的基本面”。

三、政策的落脚点主要是“着力稳就业、稳企业、稳市场、稳预期”，同时稳住楼市股市也还是重点。(1) 保民生促消费：尽快清理消费领域限制性措施，设立服务消费与养老再贷款。扩围提质实施“两新”政策，加力实施“两重”建设。(2) 帮扶困难企业：要加强融资支持；推动内外贸一体化。开展规范涉企执法专项行动。加大服务业开放试点力度，加强对企业“走出去”的服务。对受关税影响较大的企业，提高失业保险基金稳岗返还比例。(3) 稳住楼市股市：加力实施城市更新行动，有力有序推进城中村和危旧房改造。构建房地产发展新模式，加大高品质住房供给，优化存量商品房收购政策，持续巩固房地产市场稳定态势。持续稳定和活跃资本市场。

市场对政策取向仍存在分歧，这些分歧主要集中在，政策是否应该发力？以及如何发力？何时发力等？我们认为今年稳增长的目标明确，外部冲击影响大，政策加码对冲的必要性持续提升。我们预计 7 月的政治局会议将会在深入分析上半年经济运行情况后做出更加具体的部署。

图表 32、市场机构关于国内宏观政策的争辩

政策保守	政策积极
考虑到美方态度软化的可能性，短期不需要出台有力的增量政策	对美“奉陪到底”，谈判要建立在平等、尊重、互惠的基础上，指向中美谈判难有明确的时间表，我们要“坚定不移办好自己的事”
一季度经济很好，增量政策不着急，可以等数据下滑之后再出台对冲政策	外部压力下政策逻辑可能发生变化，政策发力节奏有望靠前，只有“以我为主”扩大内需才能牢牢掌握主动权
政治局会议没明确提“完成经济社会发展目标”，5%的 GDP 目标是否还要完成存在变数	5%的经济目标还是要坚定不移完成。4.18 国常会已明确“锚定经济社会发展目标，加大逆周期调节力度”。
“底线思维”的意思是保底线，即便政策出台，力度也不会大	2025 年的关键词是“超常规”，“底线思维”指向政策宜“满”不宜“亏”，政策的力度、手段都可能有别于以往

资料来源：Wind、国贸期货研究院

3.2 政策可能加码的方向

尽管市场存在分歧，但考虑到下半年国内经济仍有稳增长的压力，下半年出台新的增量政策仍有必要，预计央行有望继续降息，财政政策也将进一步发力，而要实现房地产市场止跌企稳则可能需要超常规的政策。至于政策可能发力的方向，我们认为有以下几个方面值得关注（参加下表）：

图表 33、政策可能加码的方向

领域	政策可能的举措
货币	适时降准降息，结构性政策工具进一步支持科技创新、扩大消费、稳定外贸，央行重启买债等。 5 月 7 日，国新办新闻发布会上中国人民银行宣布加大宏观调控强度，推出 3 类 10 项政策，进一步实施好适度宽松的货币政策，推动经济高质量发展。
出口	政治局会议指出“多措并举帮扶困难企业，加快推动内外贸一体化”，预计将精准帮扶出口企业，“对受关税影响大的企业提高失业保险基金稳岗返还比例”。进行外贸救济，例如出口转内销、开拓非美市场等；测算 54%-145%的关税拖累对美出口 1-2 万亿元，可作为转内销和以旧换新加码规模的参考；
消费	政治局会议指出“提高中低收入群体收入，大力发展服务消费，扩围提质实施‘两新’政策”，指向可能出台一揽子扩消费政策，例如消费品以旧换新扩容至出口转内销的产品，发放文旅等服务消费券，加大生育补贴力度，发放中低收入群体生活补贴等；
地产	政治局会议指出“有力有序推进城中村和危旧房改造，优化存量商品房收购政策”，预计有望加大收储和城改旧改棚改力度，一线放开限购，进一步下调利率等；
股市	政治局会议指出“持续稳定和活跃资本市场”，指向将继续发挥中国版“平准基金”的作用坚决稳住资本市场；
财政	政治局会议指出加快专项债、超长债发行使用，指向财政支出节奏有望加快，增加对实体部门的支持。不排除必要时新增财政。

资料来源：Wind、国贸期货研究院

3 大类资产走势展望

1.1 A 股走势仍值得期待

1-6 月 A 股先跌后涨，整体上陷入震荡走势，大体可以分为四个阶段：

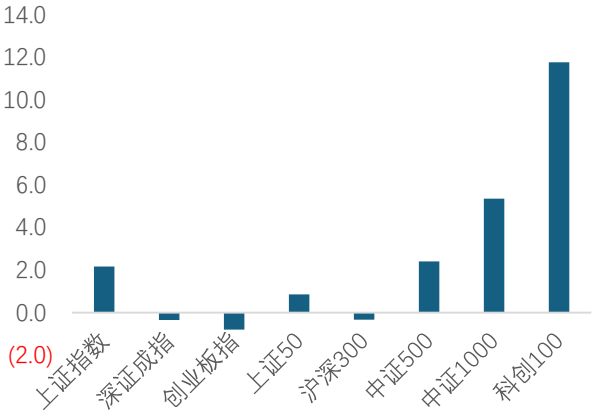
阶段一：开年调整，主要源于对短期不确定性有所担忧，尤其是汇率和债市方面。

图表 34、沪深 300 指数的 K 线图



资料来源：Wind、国贸期货研究院

图表 35、半年主要宽基指数涨跌幅（单位：%）



资料来源：Wind、国贸期货研究院

阶段二：DeepSeek、机器人、六代战机等先进科技产品横空出世，引领中国资产再估值行情。

阶段三：中美关税战持续升级，打击市场风险偏好，A 股大幅调整。

阶段四：中国版平准基金大力稳市，经济基本面表现好于预期，A 股明显反弹。

1.2 A 股的盈利情况

全部 A 股：2024 年归母净利润同比有所下降，2025Q1 实现回升：截至 2025 年 4 月 30 日，2024 年全 A 营收总额同比回落，盈利能力小幅走弱。从营收情况看，全部 A 股上市公司 2024 年年报营收同比减少 0.83%，增速较 2023 年年报下降 1.75pct。从利润水平看，全部 A 股上市公司年报归母净利润同比下降 2.34%，增速较 2023 年同期下降 1.24pct。从营收情况看，全部 A 股上市公司 2025Q1 营收总额环比减少 12.37%，单季度增速较 24Q4 下降 20.47pct，为 2023 年以来最低水平。从利润水平看，全部 A 股上市公司 2025Q1 归母净利润同比增长 89.76%，增速较 24Q4 提高 138.22pct，归母净利润环比表现明显改善。

宽基指数：2024 年创业板指归母净利润修复表现亮眼：从 A 股主要指数看，营收方面，2024 年 A 股主要宽幅指数营收同比表现不一。其中创业板指营收同比增长 0.74%，沪深 300 营收同比增长 0.21%。总体来看，主要宽幅指数营收同比增速波动幅度较小。归母净利润方面，大盘蓝筹类指数盈利能力表现稳健。值得注意的是，创业板指数在 2024 年实现归母净利润同比增长 5.63%，业绩修复势头转好。创业板指基本面整体改善，特别是权重的科技和医药板块景气度向好，盈利弹性增强。

一级行业：扩大内需政策提振下，大消费产业链利润增速提升：2024 年年报显示，营收增速方面，在申万一级行业中，2024 年电子、社会服务行业营收同比增速排名靠前。上游行业中营收增速表现不一，有色金属、基础化工行业营收同比增长幅度较大，2024 年金价显著走高，带动贵金属板块销售回暖，营收规模扩大。中游行业中机械设备、轻工制造行业 2024 年营收同比实现增长。2024 年以来我国推动“两重”项目建设，设备以旧换新的政策利好下，机械设备需求回暖，营收实现回升。归母净利润方面，12 个一级行业归母净利润实现同比正增长。下游行业归母净利润表现相对较好，其中汽车、商贸零售实现较高增长，家用电器、食品饮料等行业归母净利润同比增长幅度均超过 5%。2024 年以来，随着“以旧换新”政策出台，汽车、家电等消费品需求受到提振，同时业务加速出海，海外扩张提供新的增长点。多因素

利好下，上市公司盈利能力有所回升。

图表 36、2024 年度主要宽基指数营业收入同比增速、归母净利润同比增速

板块名称	2024 营收同比增速 (%)	2024 营收同比增速-2023 营收同比增速 (pct)	2024 归母净利润同比增速 (%)	2024 净利润同比增速-2023 净利润同比增速 (pct)
全部 A 股	-0.83	-1.75	-2.34	-1.24
沪深 300	0.21	-1.31	4.04	3.56
中证 500	-1.21	-1.49	-13.33	-4.84
上证 50	-1.02	0.24	8.15	10.82
科创 50	-2.57	-16.17	-35.03	-10.80
创业板指	0.74	-10.54	5.63	1.87
北证 A 股	-2.24	-3.22	-21.70	-1.83

资料来源：Wind、国贸期货研究院

图表 37、2025 年一季度主要宽基指数营业收入同比增速、归母净利润同比增速

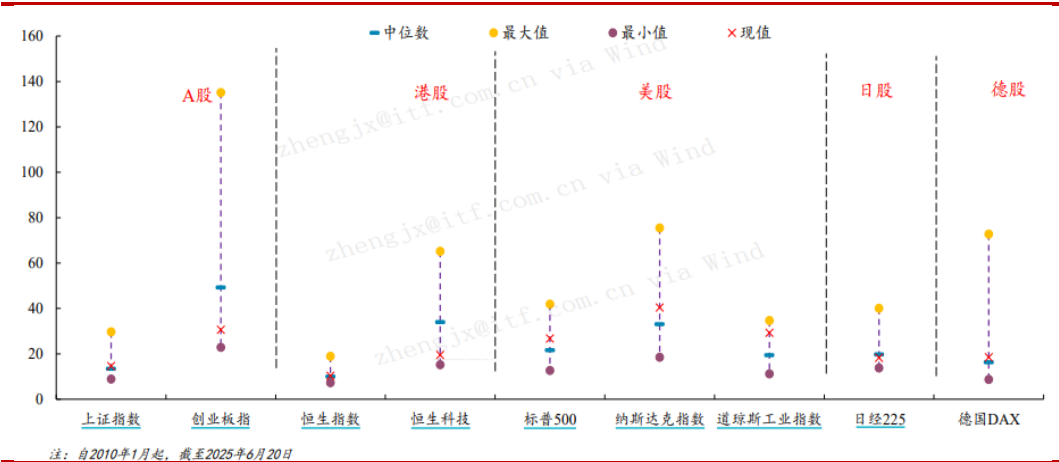
板块名称	2025Q1 营收同比增速 (%)	2025Q1 营收同比增速-2024Q1 营收同比增速 (pct)	2025Q1 归母净利润同比增速 (%)	2025Q1 净利润同比增速-2024Q1 净利润同比增速 (pct)
全部 A 股	-0.26	0.66	3.78	7.88
沪深 300	-0.38	-0.19	2.87	4.48
中证 500	-0.99	0.84	9.30	19.81
上证 50	-2.35	-0.26	0.74	2.14
科创 50	-6.12	-17.38	-76.62	-91.87
创业板指	9.29	9.22	25.83	12.60
北证 A 股	5.32	11.71	-9.03	-1.92

资料来源：Wind、国贸期货研究院

1.3 A 股的估值水平

大盘：美股预期 PE 约 21.6 倍，已升至 87%分位数；A 股预期 PE 约 12.8 倍，略高于中位；H 股预期 PE 约 10.2 倍，已修复至接近中位；AH 对美估值比在偏低位(约 20%)。

图表 38、全球主要指数 PE（TTM）



资料来源：Wind、国贸期货研究院

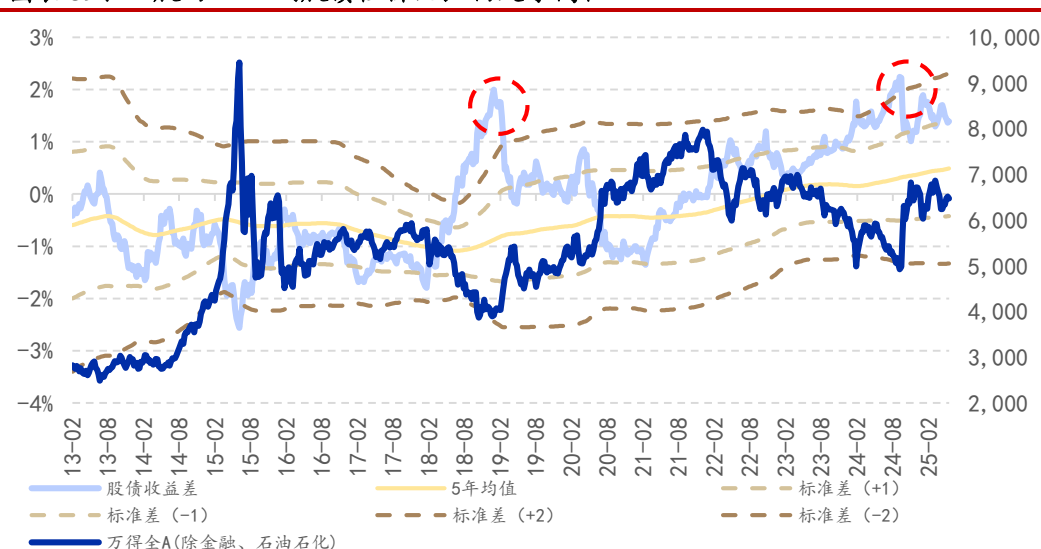
科技：美股科技预期 PE 约 26.3 倍，已升至 77%分位数；A/H 股科技预期 PE 约 27.5/16.4

倍，A 股科技和对美股科技估值比也到中低位；H 股科技和对美股估值比还在低位，其中港股科技对美股科技估值比离 2020 年恒生科技指数发布以来中位数还有 54%修复空间。

1.3 A 股短期仍倾向于偏震荡走势

短期来看，多空因素较为均衡，A 股仍倾向于偏震荡走势，风格上更偏大盘蓝筹。不过，中长期随着增量政策加码、中美经贸关系缓和，基本面有望持续改善，叠加利率不断走低，增量资金入市，市场风险偏好修复，A 股价格中枢有望逐步抬升。

图表 39、A 股的 ERP（股债性价比）仍处于高位



资料来源：Wind、国贸期货研究院

1) 不利的因素：一是关税战的冲击会逐步显性化；二是内需也有一定转弱迹象，比如地产量价指标的回落；三是当前 A 股估值并不算便宜，处于中位数附近。

2) 有利的因素：一是，几个主要经济体最终可以通过谈判解决问题，如果谈判失败，主要经济体都将继续通过财政扩张弥补国内经济损失；二是，即使存在贸易壁垒升级的风险，中国仍有全球比较优势的产业能够脱颖而出；三是，超常规政策研究储备中，“类平准”基金兜底尾部风险；四是，上市公司盈利触底回升，中国资产吸引力有望持续提升。

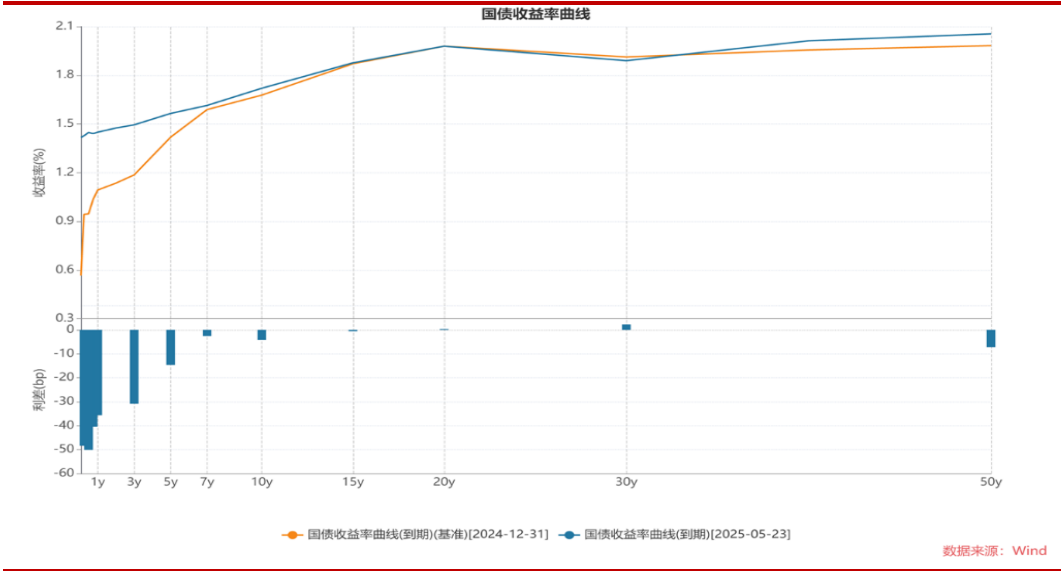
未来重点关注：海外部份，美国与主要经济体的关税谈判进展、美国减税法案的推出、美联储的政策走向等；国内部分，政策对冲效果、内需情况。

2.1 债市回顾

1) 债市回顾：2025年初至今，在央行货币政策操作节奏变化、市场流动性松紧转换以及海外事件驱动等多因素共同作用下，债市呈现出从熊平到牛平的切换。

2) 券种表现：2025 年久期策略仍然占优，30Y 国债仍是“核心资产”，但风险收益比则较 2024 年明显下降；3Y 以内的品种整体表现偏弱，甚至不如 1Y 品种；短久期信用债表现整体较好，上半年信用适度拉久期策略性价比并不高，但适度下沉仍有助于整体增厚收益。

图表 40、国债收益率曲线

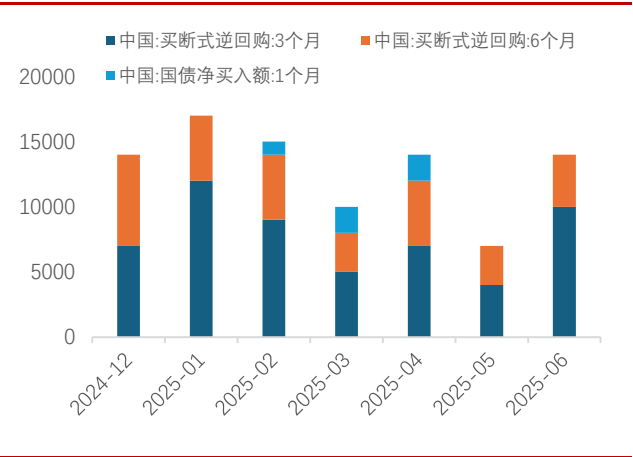


资料来源：Wind、国贸期货研究院

2.2 关键因素：适度宽松的货币政策

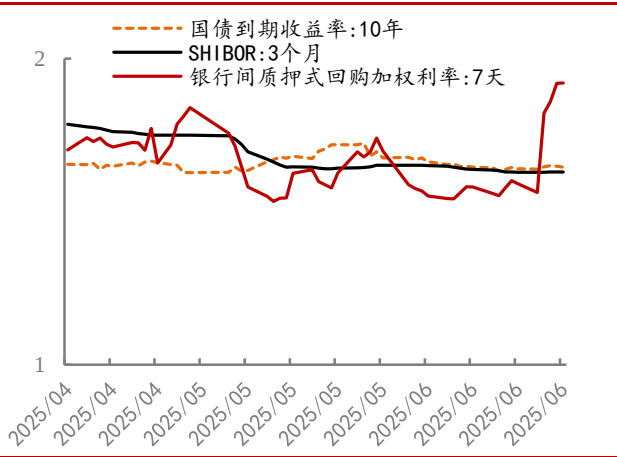
“适度宽松”成为 2024 年末债牛的重要催化，也是今年以来行情的关键利多因素之一。然而在实际的运作过程中，却存在不小的预期差，是一季度债市调整的重要原因。

图表 41、央行暂停公开市场国债买卖操作



资料来源：Wind、国贸期货研究院

图表 42、资金价格走势（单位：%）



资料来源：Wind、国贸期货研究院

“适度宽松”的再理解：一是，“适度宽松”更像是对过去几年货币政策取向的总结；二是，支持性的货币政策取向未变，货币宽松趋势预计延续，但多重因素制约下，央行对利率水平的把握可能采取“缩减原则”，即决策时相对审慎。

展望未来：多目标导向下，央行阶段性政策重心会有调整，降息空间主要面临以下制约：银行息差压力的刚性约束、外部不确定性带来的汇率压力、基于“宏观审慎”原则的长债利率风险管控和低利率环境下的政策传导效率有待改善。

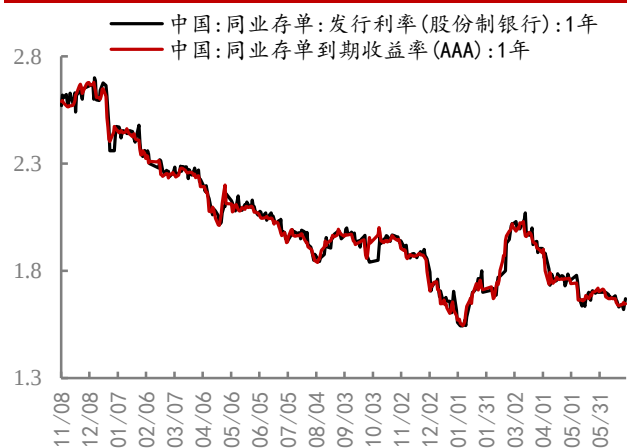
2.3、关键因素：银行负债成本

1) 溯源引发 2025Q1 债市调整的多种因素，如债市负 carry、央行边际收紧流动性、机构行为层面配置力量减弱等都会指向银行负债问题。

2) 为何今年 Q1 银行负债压力上升：央行流动性投放减少是银行负债压力上升最直接的原因；居民和企业存款搬家到非银机构；非银机构存款因利率自律监管以及债券牛市遭遇分流。

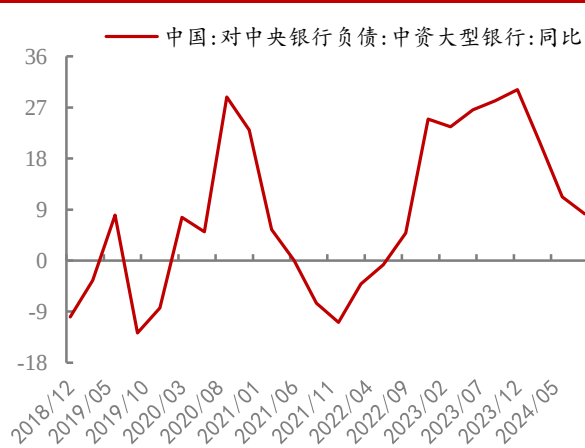
3) 中短期维度而言银行负债问题对债市的扰动趋于下降，但长期而言银行负债问题仍然约束了广谱利率下行空间。当前商业银行缺负债更多是结构性的，即国有行相比股份行和城农商行更缺负债，这意味着国有银行面临更大的揽储竞争压力。债券收益率曲线进一步下移，有赖于银行存款利率下调打开广谱利率下行的空间。

图表 43、存单发行利率走势（单位：%）



资料来源：Wind、国贸期货研究院

图表 44、商业银行从央行获得负债增速持续下降



资料来源：Wind、国贸期货研究院

2.4、债市短期或将维持震荡走势

当前利率曲线较为平坦，但是由于国内基本面仍然不强、央行释放宽松信号，曲线变陡的条件可能并不具备。这意味着长债收益率的趋势性下行需要短端利率下行来打开空间，即需要流动性进一步转松作为前提。由此，预计债市短期或将维持震荡走势，牛市的延续需要看到更多的宽松政策。

图表 45、国债 10Y-2Y 利差处于较低水平

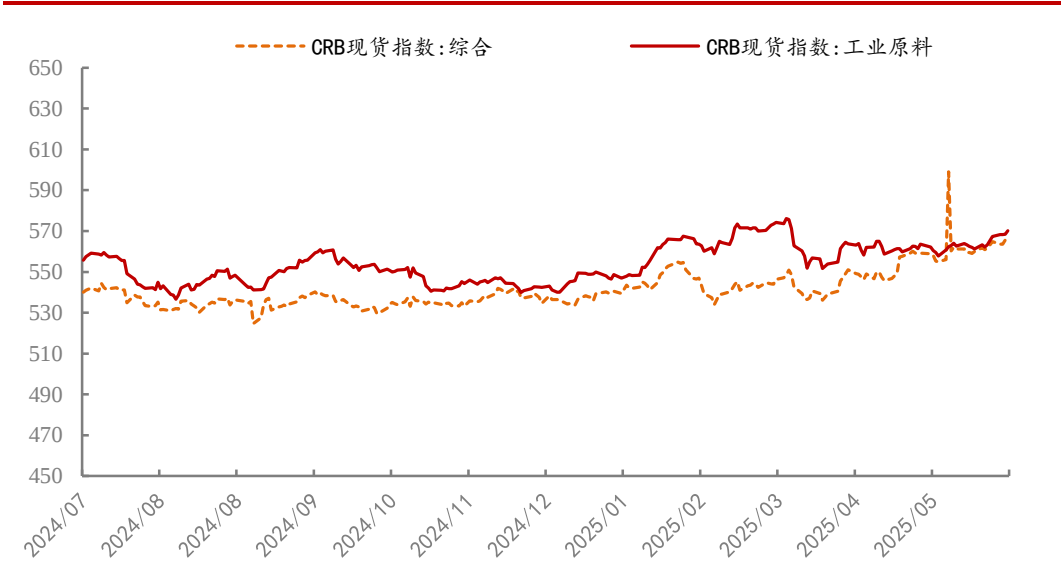


资料来源：Wind、国贸期货研究院

3.1 大宗商品将延续分化格局

2025 年下半年大宗商品市场呈现“内需弱、外扰多”特征，或将延续分化格局，贵金属确定性较强，铜/天然气结构性机会明确，原油/黑色/锂受制于过剩压力维持空头配置。关注三大变量：①美国财政赤字与降息节奏；②中国“重点领域投资”刺激落地（或利好水泥）；③中东冲突对油运通道的实质影响。

图表 46、CRB 现货指数走势



资料来源：Wind、国贸期货研究院

一、能源：原油过剩压制价格，天然气强势上行

(1) 原油承压中枢下移

供应过剩加剧：非 OPEC 国家（美国、巴西、圭亚那）新增产能释放，叠加 OPEC+增产预期，全年预期累库 80-120 万桶/日。四季度过剩加速，年底布伦特油价或回落至 60 美元/桶附近。

地缘扰动有限：中东冲突（如以色列袭击伊朗核设施）短期推升风险溢价，但霍尔木兹海峡实际封锁概率低，伊朗出口仍维持 175 万桶/日。若冲突未升级，三季度油价中枢仅小幅抬升至 70 美元/桶。

页岩油成本支撑：美国页岩油盈亏平衡价（WTI 53-56 美元）构筑底部，但钻井数下滑预示产量前高后低，难改过剩格局。

（2）天然气需求驱动上涨

液化天然气（LNG）出口需求旺盛，叠加欧洲进口增加与冬季用气高峰，美国 Henry Hub 价格或涨至 3.4 美元/百万英热单位（同比+40%）。

二、贵金属：黄金配置价值凸显

债务与避险双支撑：美国“大美丽法案”推升财政赤字（十年增 2.4 万亿美元），主权信用评级下调削弱美债吸引力，央行购金连续三年超 1000 吨，黄金占全球储备资产比例升至 20%。

目标价再创新高：下半年地缘冲突与滞胀风险延续，黄金或突破 3000 美元/盎司，白银受工业需求拉动跟涨至 40 美元/盎司。

三、工业金属：分化显著，铜强锂弱

（1）铜：电网投资主导需求。中国电网建设（占需求 40%+）抵消光伏装机下滑（仅占 3%），LME 库存低位叠加铜矿 TC/RC 费用为负（或引发减产），2025 年均价看 9557 美元/吨，2026 年可能突破 1 万美元。

（2）铝：成本支撑与供应偏紧。煤炭电力成本下降，利润空间稳固；中国无新增产能，进口成本支撑约 2 万元/吨。

（3）锂：过剩压制持续。供应过剩 8%，库存同比增 30%，价格战下 2025 年均价或跌至 6.5 万元/吨（-28%）。

四、黑色金属：地产拖累，出口韧性难改疲态

钢材供需双弱：铁水产量同比+3.83%，但房地产新开工/竣工负增长，基建拉动有限。成本端焦煤减产提供底部支撑，价格维持区间震荡。

出口高位但风险积聚：上半年钢材出口增 8.9%，钢坯出口激增 305%，但海外反倾销措施与关税政策或压制下半年需求。

铁矿石下跌：中国需求疲软叠加低成本供应释放，均价或跌至 95 美元/吨。

五、农产品：天气与政策主导分化

谷物承压：玉米、小麦受全球需求疲软及天气改善影响，价格偏弱运行。

糖类存在上行空间：主产区供应短缺可能推升糖价。

附：品种观点评价体系

观点评级	短期（1 个月以内）	中期（1-3 个月）	长期（3 个月以上）
强烈看多	上涨 15%以上	上涨 15%以上	上涨 15%以上
看多	上涨 5-15%	上涨 5-15%	上涨 5-15%
震荡	振幅-5%-5%	振幅-5%-5%	振幅-5%-5%
看空	下跌 5%-15%	下跌 5%-15%	下跌 5%-15%
强烈看空	下跌 15%以上	下跌 15%以上	下跌 15%以上

重要声明

分析师声明

本报告署名分析师具有中国期货业协会授予的期货投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告。分析师对信息来源的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和意见不会发生任何变化，本报告中的信息和意见仅供参考。

免责声明

国贸期货有限公司已取得期货投资咨询业务资格，投资咨询业务资格：证监许可【2012】31 号。

本报告由国贸期货有限公司撰写及发布。本报告中的信息均来源于公开资料或合规渠道，国贸期货力求准确、客观、公正，但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的交易建议。在任何情况下，国贸期货不承诺交易者一定获利，不与交易者分享交易收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。交易者务必注意，其据此做出的任何交易决策与国贸期货无关。

本报告仅供特定客户作参考之用，国贸期货不会因接收人收到本报告而视其为国贸期货的当然客户。未经国贸期货书面授权，任何引用、转载以及向第三方传播的行为均构成对国贸期货的侵权。如欲引用或转载本报告，务必联络国贸期货并获得书面许可，并需注明出处为国贸期货，且不得对本报告进行有悖原意的引用或删改。如未经国贸期货授权，私自转载或者引用本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或引用者承担，国贸期货保留追究其法律责任的权利。

风险提示

期货市场具有潜在风险，交易者在进行期货交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险，建议交易者应当充分深入地了解期货市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告提供的全部分析及建议内容仅供参考，不构成对交易者的任何交易建议及入市依据，交易者应当自主做出期货交易决策，独立承担期货交易后果。

期市有风险，投资需谨慎