



# 关税博弈下的大类资产策略

报告日期： 2025年06月04日

- 分析师：杨芹芹
- SAC编号：S1050523040001
- 分析师：孙航
- SAC编号：S1050525050001

研 究 创 造 价 值

**核心结论：**5/12中美会谈联合声明大超预期，**虽然后续谈判或仍有波折，且行业关税值得警惕，但关税冲击最激烈的阶段基本过去，市场情绪逐步修复。**海外宏观聚焦滞胀角力，交易逻辑沿着滞胀-衰退-宽松轮动。美股走强，美债和美元走势背离，衰退风险仍需警惕。美股冲击前高动能不足，预计高位震荡。美债脉冲4.5后的做多机会显现，可逐步配置。黄金短期震荡，关注3150附近支撑。国内进入政策观察期、经济降温期，业绩与估值再平衡，预计A股区间震荡，重回哑铃策略，关注小盘成长和低波红利。

## **关税进展：升级后缓和，资产逻辑摇摆**

关税动向：中美和谈比市场最乐观的预期还要乐观，**关税冲击最激烈的阶段基本过去，后续关注行业关税。**

关税影响：若24的对等关税能在90天内如期取消，**30关税对中国GDP的拖累在1个百分点左右**，对应政策对冲的必要性和紧迫性降低，进入政策观望期。

资产逻辑：大类资产避险资产占优-权益资产修复-震荡运行，已修复4/3以来跌幅。

## **海外策略：滞与胀角力，等待降息信号**

海外宏观：目前滞的压力缓和，降息推迟至9月，年内仅有两次。

海外资产：**美股走强，美债和美元走势背离，衰退风险仍需警惕。**

美股：纳指低位反弹30，主要是关税缓和，Q1业绩虽有下修，但好于预期，且近期流动性有所改善，散户和外资回补，但经济隐忧犹存，**美股冲击前高动能不足。**

美债：本次评级下调影响可控，**10Y美债收益率脉冲4.5后的做多机会显现，可逐步配置。**

黄金：短期观察日本卖债、美国经济和VIX，分别对应对美国资产抛售，降息预期和避险需求的定价，**关注金价3150美元/盎司附近的支撑。**

## **国内策略：危与机并存，重回哑铃配置**

大势研判：国内进入政策观察期、经济降温期，业绩与估值再平衡，预计A股区间震荡。

行业选择：重回哑铃策略，关注科技成长（机器人、军工、固态电池等）和内需提振（新消费、医药等）、低波红利（公用事业、交运等）。

公募改革新规建立以基金投资收益为核心的行业考核评价体系，利好相对低配的**银行、非银、餐饮、公用事业、交运等**；

并购重组新规助推资本市场服务实体转型升级，**利好小盘成长，微盘指数和北证50在本轮关税反弹中领涨。**

(1) 关税摩擦升级

(2) 政策不及预期

(3) 产业进度迟缓

# 目录

## CONTENTS

1. 关税进展：升级后缓和，资产逻辑摇摆
2. 海外策略：滞与胀角力，等待降息信号
3. 国内策略：危与机并存，重回哑铃配置

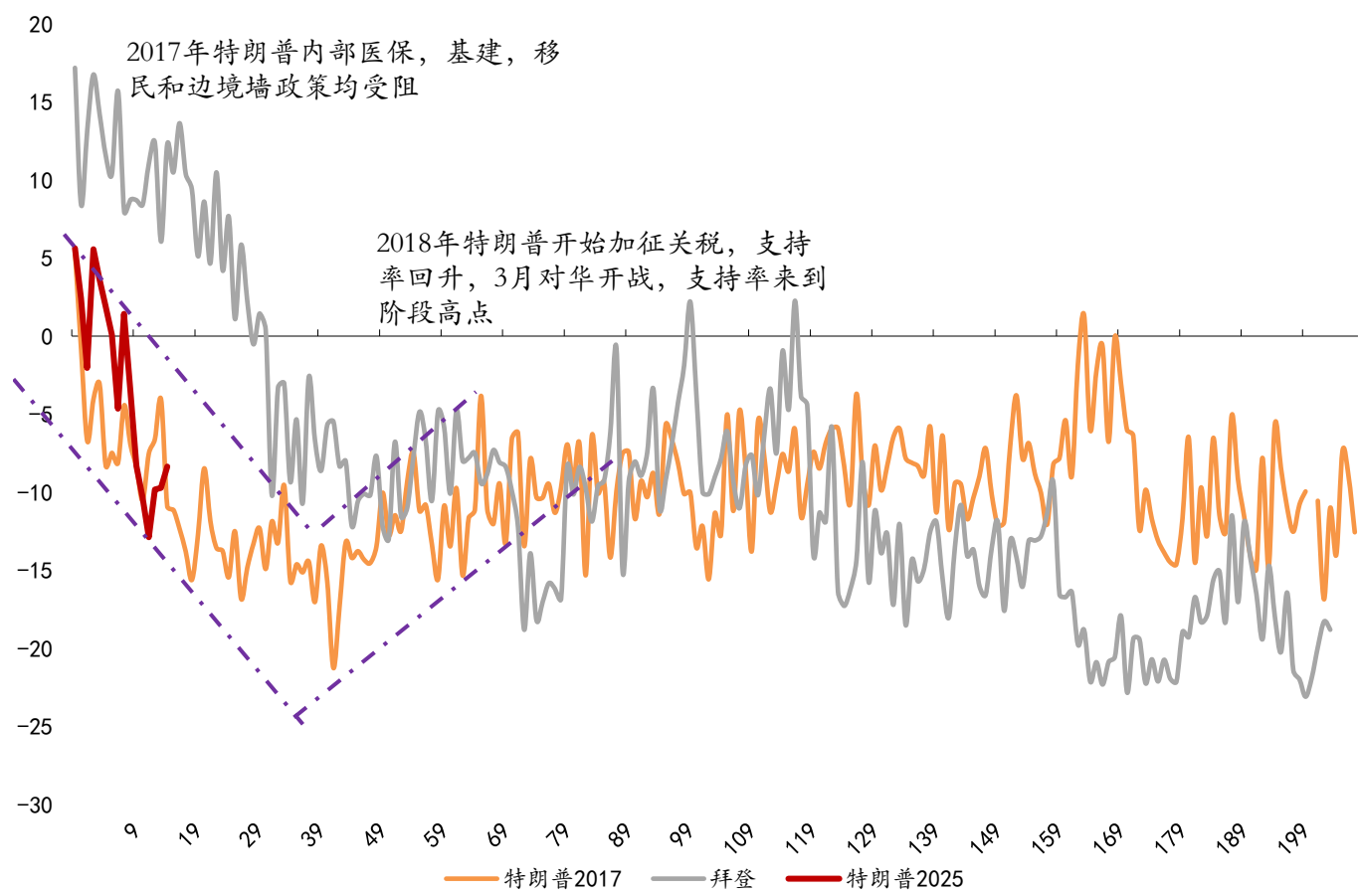
# 01 关税进展： 升级后缓和，资产逻辑摇摆

# 特朗普政策2.0逻辑：先移民和裁员，再关税，后减税

| 政策 | 特朗普2.0                        | 目前进展                                                                                             |
|----|-------------------------------|--------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 移民 | 紧入：特朗普时期边境设施重启                | 1，边境入境人员减少；2，难民程序放缓；3，内部签证放缓（H1,H2,F1）                                                           |
|    | 宽出：通过Alien Enemies Act来驱逐非法移民 | 1，逮捕增加；2，但遣返人数并未显著增加，仍低于拜登时期；3，Alien Enemies Act遣返人数较少                                           |
|    | 异想天开：取消出生公民权                  | 下级法院反驳了特朗普的政令，最高法院在5月15日举办了听证会，但并未得出结论。主要的论点在于特朗普能否通过行政令实行全国性命令和下级法院能否反驳特朗普的全国性行政令，决定了特朗普后续的权力范围 |
| 裁员 | DOGE：裁员和部门缩减，财政收缩2万亿美元        | 削减财政：削减了1700亿美元，原计划的17；<br>裁员：公布了超过20万人的裁员计划，但是一方面是延迟，另一方面最高法也有阻碍，落地仍有阻碍，马斯克已回归特斯拉               |
| 地缘 | 伊朗中东                          | 均未有明显进展                                                                                          |
|    | 俄乌冲突                          |                                                                                                  |
|    | 巴以冲突                          |                                                                                                  |
| 关税 | 全面关税                          | 超预期关税后进入和谈期，但目前只与中国和英国有较好的谈判结果，传统的盟友国家如韩国，日本和欧盟等都谈判效果较差，贸易法庭反驳特朗普权利，等待行业关税落地                     |
| 减税 | TCJA延续，OBBA                   | 一票优势通过众议院，预计在7月左右得出参议院的结果                                                                        |
| 能源 | 能源法案                          | 1，退出巴黎协议；2，停止拜登时期新能源建设；3，宣布国家紧急经济状态大力开采传统能源；4，加大核能源力度                                            |

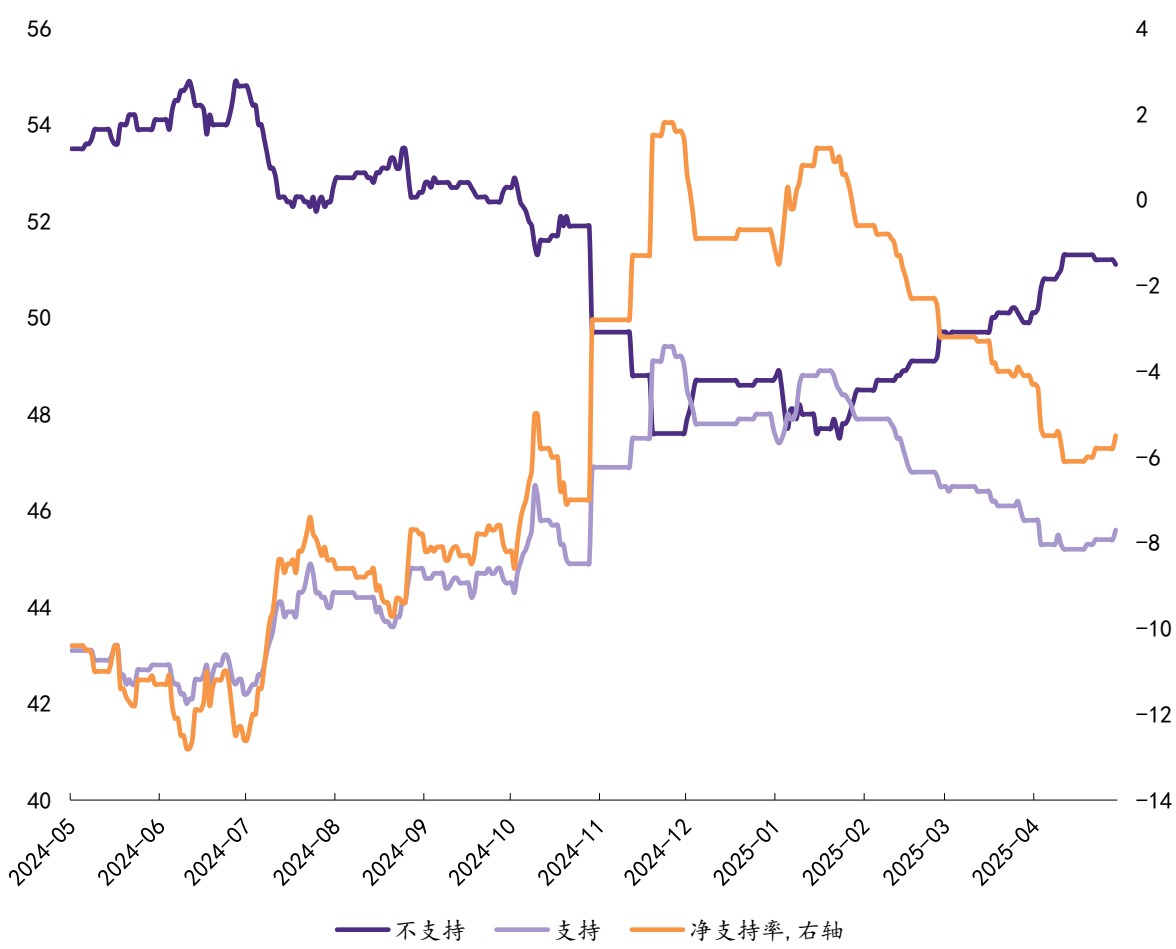
资料来源：Wind资讯，华鑫证券研究所

特朗普支持率复刻了2017届



资料来源：彭博 华鑫证券研究

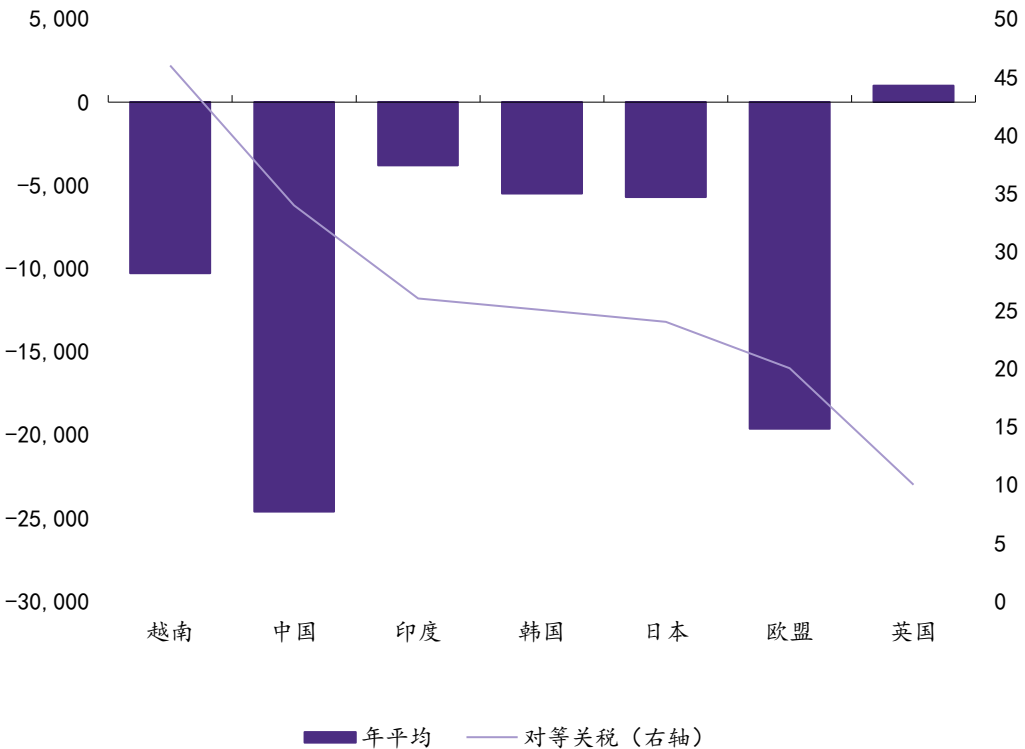
特朗普支持率持续转负



# 4/3对等关税大超预期：全球大变局，逆全球化担忧升温

- 第一层级:基准税率10，低于市场预期；
- 第二层级:特定行业:美国看重的战略行业，钢铝25(已生效)、汽车(3月26日宣布加征25，4月3日凌晨生效)、铜、芯片、成品药、制药原料、电池、石油天然气等；
- 第三层级:对等关税，动态调整的基于逆差计算的对等关税（逆差/对美出口额）。

主要国家对美贸易逆差与对等关税



主要国家对等关税税率分级

| 低税率<br>(10)                                                                                                                                             | 中税率<br>(15-30)                                                                                                                                                                         | 高税率<br>(高于30)                                                                                                                                                                        |
|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| <div><ul style="list-style-type: none"><li>英国 (10)</li><li>巴西 (10)</li><li>新加坡 (10)</li><li>澳大利亚 (10)</li><li>加拿大 &amp; 墨西哥 (豁免 10基准关税)</li></ul></div> | <div><ul style="list-style-type: none"><li>挪威 (16)</li><li>以色列 (17)</li><li>菲律宾 (18)</li><li>欧盟 (20)</li><li>日本 (24)</li><li>马来西亚 (24)</li><li>韩国 (25)</li><li>印度 (26)</li></ul></div> | <div><ul style="list-style-type: none"><li>南非 (31)</li><li>印尼、瑞士、中国台湾 (32)</li><li>中国 (34+20)</li><li>孟加拉、泰国 (37)</li><li>斯里兰卡 (44)</li><li>越南 (46)</li><li>柬埔寨 (49)</li></ul></div> |

资料来源：Wind资讯，Guardian，华鑫证券研究所

➤ 中美会谈大超预期，比最乐观得预期还要乐观，中对美关税从125降至10，美对华关税从145降至30（10对等加20芬太尼），相当于把4/3之后加征的关税都取消了。

美国和主要国家关税谈判进展

| 国家/地区 |     | 2025年以来累计加征关税     | 反制裁状态 |      | 谈判进展 |        | 最新动态                                                                                                                                                   |
|-------|-----|-------------------|-------|------|------|--------|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
|       |     |                   | 对等反制  | 行业关税 | 是否会谈 | 是否达成协议 |                                                                                                                                                        |
| 中国    |     | 145               | ✓     | ✓    | ✓    | ✓      | 5月12日，中美发布《日内瓦经贸会谈联合声明》：暂停其中24的对等关税90天。中对美关税从125降至10，美对华关税从145降至30（10对等加20芬太尼）。                                                                        |
| 美国    |     | 10                | ×     | ×    | ✓    | ✓      | 5月8日，特朗普在白宫举行新闻发布会，宣布与英国就关税贸易协议条款达成一致；英国出口至美国的钢铝产品关税将被取消，而英国汽车进口至美国的关税将从27.5下调至10。<br>每年从英国出口到美国的前10万辆汽车将按照10的税率征税，超过部分则按25的税率征税（保留10的基准关税）。           |
| 欧盟    | 欧盟  |                   | ×     | ×    | ✓    | ×      | 5月16日，欧盟和美国首次交换了贸易谈判文件，重启正式谈判可期，聚焦关税、数字贸易和投资机会等关键领域。                                                                                                   |
|       | 德国  | 10                | ×     | ×    | ✓    | ×      |                                                                                                                                                        |
|       | 法国  | (对钢铝、汽车征收25的关税)   | ×     | ×    | ✓    | ×      |                                                                                                                                                        |
|       | 意大利 |                   | ×     | ×    | ✓    | ×      |                                                                                                                                                        |
| 加拿大   |     | 25<br>(符合原产地规则免税) | ×     | ✓    | ✓    | ×      | 5月6日，白宫会谈未破僵局，双方同意以《美加墨协定》（CUSMA）为基础继续谈判，并计划在G7峰会和2026年CUSMA审查时进一步讨论。                                                                                  |
| 墨西哥   |     | 25<br>(符合原产地规则免税) | ×     | ×    | ×    | ×      | 4月27日，墨西哥总统辛鲍姆发表讲话，要求美国州选举期间，各州候选人专注于解决自己国家的问题，而不是利用攻击墨西哥来作为政治筹码和竞选宣传，强调墨西哥不是美国的政治工具。                                                                  |
| 巴西    |     | 10                | ×     | ×    | ✓    | ×      | 5月5日，巴西财政部长费尔南多·哈达德表示，巴西和美国正在就关税谅解条款进行谈判。                                                                                                              |
| 韩国    |     | 10                | ×     | ×    | ×    | ×      | 5月12日，韩国财政部表示，韩国政府将就半导体关税问题积极与美国沟通，并将努力将生物制药关税带来的影响降至最低。                                                                                               |
| 日本    |     | 10                | ×     | ×    | ✓    | ×      | 5月13日，石破茂当天与日本经济再生大臣赤泽亮正会面，听取第二轮日美关税谈判详情汇报，表示日本正与美国就包含汽车、钢铁和铝等产品的关税措施进行谈判。日美两国的立场存在分歧，尚未找到共识。                                                          |
| 印度    |     | 10                | ✓     | ×    | ✓    | ×      | 5月13日，印度政府向世界贸易组织（WTO）提交正式申诉，计划对部分美国输印商品加征关税，以回应美国对印度钢铝产品征收的长期关税措施；印度还指出，美国政府的钢铁、铝关税将影响到印度价值76亿美元的输美产品，美国向印度征收的关税总规模将达到19.1亿美元。印度可能在通知之日起三十天后暂停对美国的减让。 |
| 越南    |     | 10                | ×     | ×    | ✓    | ×      | 美方提出若越南加强原产地监管和贸易欺诈打击力度，可能将原定46的“对等关税”下调至22-28。<br>5月17日，美越官员是在APEC结束后，在济州举行了首次的部长级会晤。                                                                 |
| 菲律宾   |     | 10                | ×     | ×    | ✓    | ×      | 5月2日，菲律宾经贸代表团，在华盛顿与美国举行会谈。双方就美国对菲产品征收17关税背景下“加强双边关系的互惠方式”进行磋商。                                                                                         |
| 柬埔寨   |     | 10                | ×     | ×    | ✓    | ×      | 5月13日至15日，柬埔寨副首相孙展拓率团于在华盛顿举行谈判，聚焦关税对等、扩大美国商品进口、供应链合规等议题。                                                                                               |
| 泰国    |     | 10                | ×     | ×    | ✓    | ×      | 5月13日，泰国总理佩腾塔·辛瓦特拉宣布已向美国提交贸易提案，核心内容包括：<br>寻求降低美国对泰国出口商品的关税（当前面临36的潜在税率威胁）；<br>计划增加从美国进口玉米、汽车等商品，以减少贸易逆差                                                |
| 马来西亚  |     | 10                | ×     | ×    | ×    | ×      | 5月5日，马来西亚总理安瓦尔严厉批评美国对马来西亚征收进口关税的决定，称其“背离公平贸易原则”，是对发展中国家的不合理打压。马来西亚政府将坚定捍卫自身利益，推动与东盟、中国等伙伴的贸易合作，为当地中小企业提供信贷支持，拓展出口渠道，并寻求与美方直接对话。                        |
| 新加坡   |     | 10                | ×     | ×    | ✓    | ×      | 4月28日，新加坡正在就美国在制药和芯片关税方面的让步进行读判。                                                                                                                       |
| 印尼    |     | 10                | ×     | ×    | ✓    | ×      | 4月20日，印尼政府与美国贸易代表办公室在华盛顿达成协议，同意立即启动密集关税谈判磋商，并将在未来60天内制定合作框架。                                                                                           |

注：红色表示态度强硬，蓝色表示态度妥协，绿色表示双方达成协议

- 90天暂缓窗口：4/9起对未采取报复行动的75个国家实施90天关税暂缓；5/12起中美商定初始90天内互相暂停实施24关税；
- 中美芬太尼问题：10+10，中美分歧较大，中方称芬太尼是美国的问题，不是中国的问题，责任在美国自身。
- 232调查的行业关税：美国连续公布了三起232调查，涵盖了半导体、药品、关键矿产等领域，后续很可能对上述产品加征232关税。
- 取消与中国的永久性正常贸易关系：特朗普在《美国优先贸易政策》中提到要评估美国与中国的永久性正常贸易关系。作为回应，美国参众两院于2025年1月24日提出了撤销中国永久正常贸易关系的《恢复贸易公平法案》。根据该法案，一旦终止对中国的永久正常贸易关系，中国向美国出口的商品将无法享受最惠国税率，非战略商品最低征收35从价关税，战略商品最低征收100关税。该法案规定，对中国关税将分五年逐步提高，第一年增幅为10，第二年25，第四年50，第五年达到100。

232调查行业关税进度梳理

| 进度   | 时间         | 调查对象        | 调查令                                                                                                                                    | 参考税率 |
|------|------------|-------------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|------|
| 已征收  | 2025年2月10日 | 钢铁、铝        | 总统行政令第10895号[4]和10896号[5]，宣布自2025年3月12日起，关于铝和钢铁制品所有国家的进口豁免和进口商排除情形都将被取消，对来源于所有国家的钢铁和铝制品及其下游产品征收25的关税                                   | 25   |
|      | 2025年3月26日 | 汽车及部分汽车零部件  | 特朗普签署公告[6]，宣布自2025年4月3日起对进口乘用车和轻型卡车，自《联邦公告》指定日期（不迟于5月3日）起对关键汽车零部件征收25的232关税，后续如有必要将采取措施对更多零部件加征关税                                      | 25   |
| 正在进行 | 2025年2月25日 | 铜           | 行政令要求对美国铜进口（包括但不限于原矿铜、铜精矿、精炼铜、铜合金、废铜和衍生产品）展开232调查                                                                                      | -    |
|      | 2025年3月1日  | 木材、木制品及其衍生品 | 要求商务部调查进口木材、木制品及其衍生品对国家安全的影响。                                                                                                          | -    |
|      | 2025年4月14日 | 半导体         | 启动对半导体及半导体制造设备进口对国家安全影响的调查，并向社会公众广泛征求意见。根据该公告的内容，本次调查对象包括但不限于半导体衬底、裸晶圆、传统芯片、先进芯片、微电子设备以及半导体制造设备组件在内的产品，及其衍生的含有半导体的下游产品，例如含有半导体的各类电子产品。 | -    |
|      | 2025年4月14日 | 药品          | 启动了对药品及药品成分进口对国家安全影响的232调查，并向社会公众广泛征求意见。根据该公告内容，此次232调查的对象为药品、药物成分及其衍生产品，包括仿制药和非仿制药成品、医疗对策、关键投入（例如活性药物成分和关键起始物料）以及这些物品的衍生产品。           | -    |
|      | 2025年4月15日 | 关键矿产及其衍生品   | 商务部对关键矿产资源和衍生产品启动国家安全调查。根据白宫的声明，关键矿物是指美国地质调查局根据《2020年能源法》所公布的“关键矿物清单”或任何后续此类清单中包含的矿物，衍生产品包括将加工过的关键矿物作为投入的所有商品，包括半成品以及最终产品。             | -    |

资料来源：公开资料整理，华鑫证券研究所

# 2018-2019年中美关税谈判一波三折：三轮谈判，一年半达成协议

## 美国对华关税

### 第一轮关税

2018/3/23: 对华600亿美元进口产品加征301关税  
2018/4/3: 宣布将对华500亿美元产品征收25关税  
2018/6/15: 发布对华500亿美元产品加征25关税清单  
2018/7/6: 对华340亿美元产品加征25关税  
2018/8/7: 8/23对华160亿美元产品加征关税

### 第二轮关税

2018/9/17: 将于9/24对华2000亿美元进口产品加征10关税，到2019/1/1/增至25  
2019/5/6: 对华2000亿美元产品税率从10提升至25

### 第三轮关税

2019/5/13: 宣布启动对剩余约3000亿美元中国输美产品加征关税程序  
2019/8/15: 对华3000亿美元产品加征10关税，自9/1、12/15执行  
2019/8/28: 对华3000亿美元产品税率从10提升至15，9/1加征15的LIST4A清单

## 中国关税反制

### 第一轮反制

2018/4/2: 对美30亿美元产品征收15-25关税  
2018/4/4: 对原产于美国的大豆、汽车、化工等500亿美元产品加征25关税  
2018/6/16: 对原产于美国的500亿美元进口商品加征25  
2018/8/3: 对自美进口的600亿商品加征关税，2493个税目加征25，1078个税目加征20，974个税目加征10，662个税目加征5

### 第二轮反制

2018/9/18: 对美600亿美元产品征收5-10关税

### 第三轮反制

2019/5/13: 自6/1对已加征关税的600亿美元美国产品提高关税，分别实施25、20或10加征关税  
2019/8/23: 对原产于美国的750亿美元产品加征10、5不等关税，于2019/9/1、12/15起实施

## 中美贸易磋商

### 第一轮谈判

2018/5/19: 中美华盛顿联合声明，双方达成不打贸易战共识  
2018/7/6: 美方违背共识单方面升级关税措施导致谈判中断

### 第二轮谈判

2018/11/1: 中美领导人通电话，提议两国元首会晤  
2018/12/1: G20中美元首就经贸达成共识，90天停火磋商

### 第三轮谈判

2019/6/29: 中美元首会晤，重启经贸磋商，美方表示不加征新关税  
2019/10/11: 第十三轮中美经贸高层磋商结束，特朗普会见刘鹤  
2019/12/13: 中美第一阶段经贸协议文本达成一致，美国取消了原定于2019/12/15加征的1800亿美元产品关税  
2020/1/15: 中美签署《中美第一阶段经贸协议》

关注2：减税法案进展，关税与减税有跷跷板效应

➤ 将在未来十年内使主要赤字增加2.5万亿美元，使包括利息在内的债务增加3.1万亿美元。如果其临时条款在不进行抵消的情况下延长，这将使包括利息在内的债务增加5.1万亿美元。接下来主要关注的时间点是7月份参议院对于OBBA的博弈，若是参议院迟迟未定，则仍需关注8月的美国债务上限对于市场情绪的冲击。

| 条款                 | 2025财年至2034财年赤字增加 (-) /减少 |
|--------------------|---------------------------|
| 小计, 延长和扩展TCJA 个别条款 | -38550 亿美元                |
| 小计, 恢复TCJA 商业条款    | -2780 亿美元                 |
| 新的减税和支出小计          | -6640 亿美元                 |
| 小计, 抵消             | 10,220 亿美元                |
| 筹款委员会小计            | -37750 亿美元                |
| 军事委员会小计            | (-4.5万亿美元上限)<br>-1440 亿美元 |
| 国土安全委员会小计          | (-1000亿美元上限)<br>-671 亿美元  |
| 司法委员会小计            | (上限为-900亿美元)<br>-69 亿美元   |
|                    | (上限为-1100亿美元)             |
| 医疗保健小计             | 7898 亿美元                  |
| 能源、环境和通信小计         | 1980 亿美元                  |
| 能源和商业委员会小计         | 9878 亿美元                  |
|                    | (底价8800亿美元)               |
| 教育和劳动力委员会小计        | 3491 亿美元                  |
|                    | (3300亿美元底线)               |
| 农业委员会小计            | 2382 亿美元                  |
|                    | (2300亿美元底线)               |
| 监督委员会小计            | 510 亿美元                   |
|                    | (500亿美元下限)                |
| 运输和基础设施委员会小计       | 366 亿美元                   |
|                    | (100亿美元底线)                |
| 自然资源委员会小计          | 202 亿美元                   |
|                    | (10亿美元底线)                 |
| 金融服务委员会小计          | 52 亿美元                    |
|                    | (最低10亿美元)                 |
| 调整                 | 约1500 亿美元                 |
| 5月18日的变化           | 约500 亿美元                  |
| 迄今为止总赤字的影响         | -2.5 万亿美元                 |
|                    | (上限为 -2.8 万亿美元)           |
| 利息                 | -5500 亿美元                 |
| 总债务及利息的影响          | -3.1 万亿美元                 |

H.R. 1: One Big Beautiful Bill Act

May 22, 2025 at 6:54 a.m. ET. On Passage of the Bill in the House.

This was a vote to pass [H.R. 1](#) in the House.

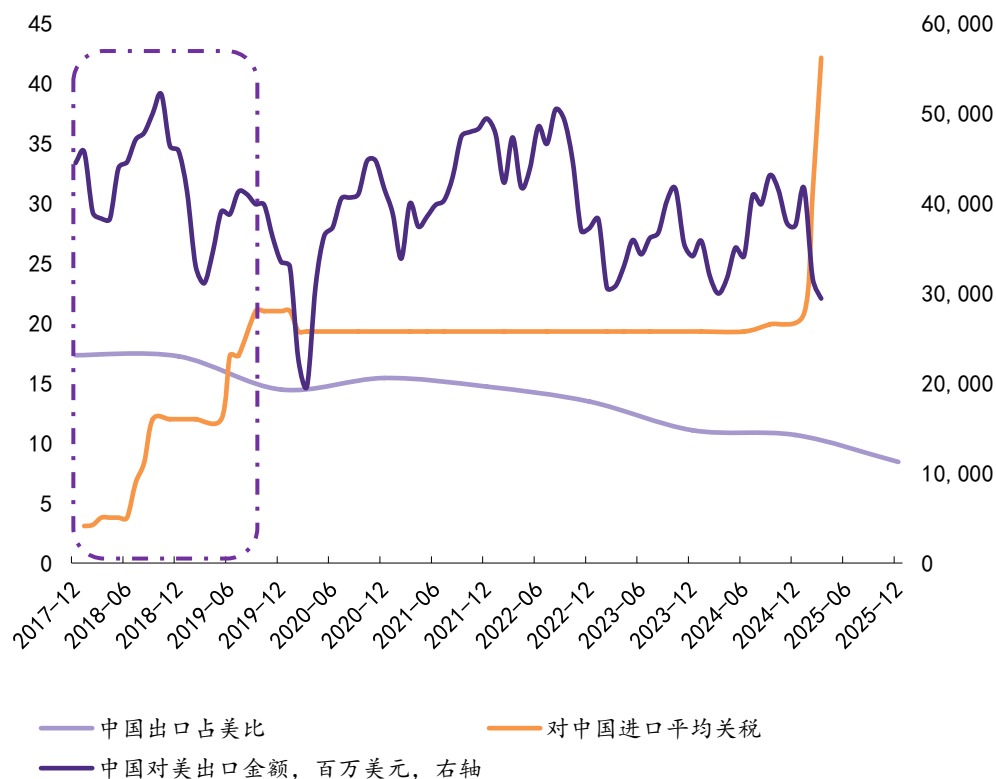
|            |      | All Votes                  | Republicans                | Democrats                  |
|------------|------|----------------------------|----------------------------|----------------------------|
| Yea        | 50 % | <div><div></div></div> 215 | <div><div></div></div> 215 | <div><div></div></div> 0   |
| Nay        | 50 % | <div><div></div></div> 214 | <div><div></div></div> 2   | <div><div></div></div> 212 |
| Present    |      | <div><div></div></div> 1   | <div><div></div></div> 1   | <div><div></div></div> 0   |
| Not Voting |      | <div><div></div></div> 2   | <div><div></div></div> 2   | <div><div></div></div> 0   |

资料来源：CRFB, GovTrack, 华鑫证券研究所

## 关注2：减税法案进展，关税与减税有跷跷板效应

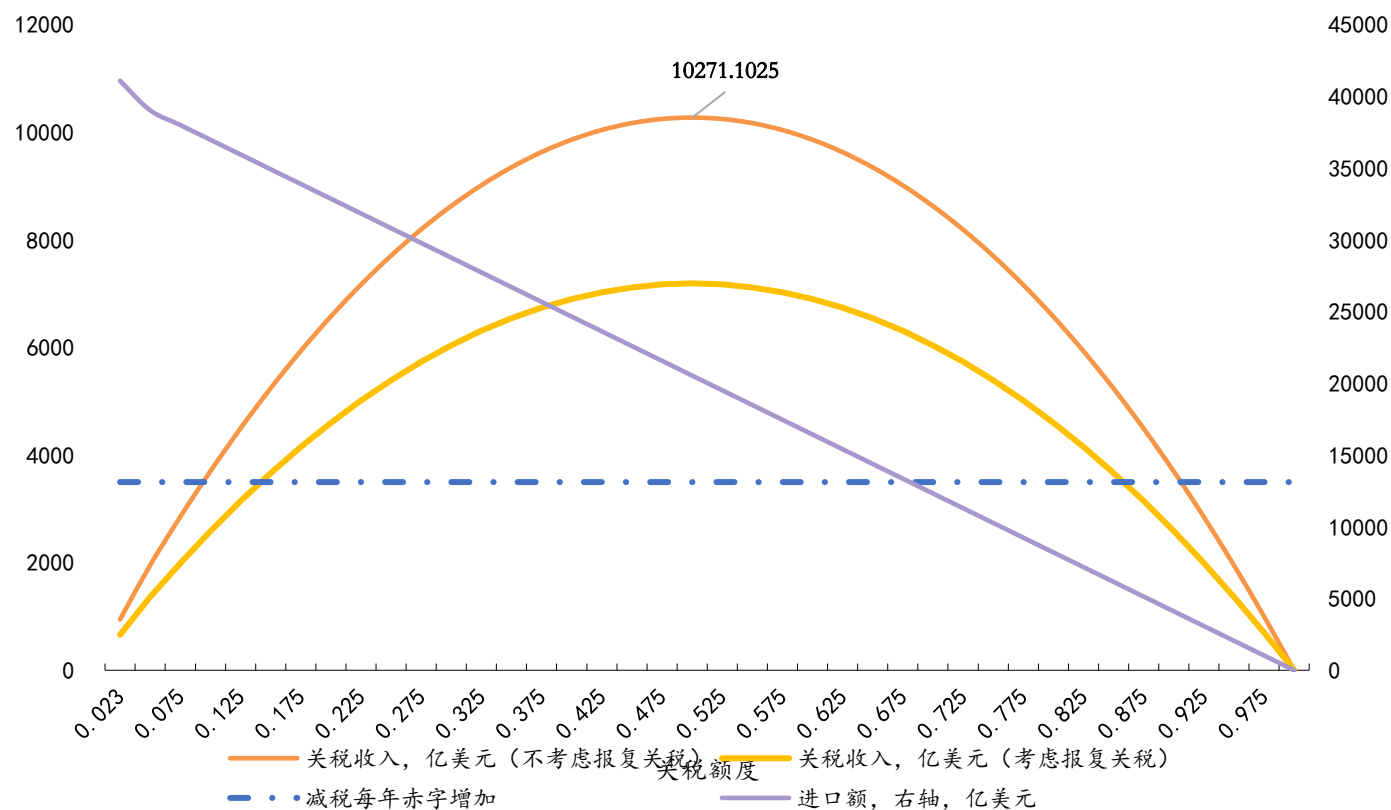
- 2018-2019年，美对中平均关税加征至21，增加了16.9，平均进口额减少了16.6,税率弹性大概在-0.98，-1左右。
- 在已知税率弹性的基础下，最优税率=  $1/(e+1)$ ，约等于50的平均税率
- 考虑到各国报复性关税的影响，特朗普想要将覆盖减税带来的赤字增加的话，平均关税需要提升到17.5附近，目前平均关税维持在12.5-14.5的范围
- 因此即使IEEPA否定了特朗普对等关税的权利，特朗普仍需通过其他法案保持当前税率或者更进一步，保持其在位赤字率缩减的目的
- 从政绩的角度来说，关税和减税形成了跷跷板，但从财政的角度来说，关税和减税反而形成了互补

美国进口中中国部分对关税的敏感性大概在-1左右



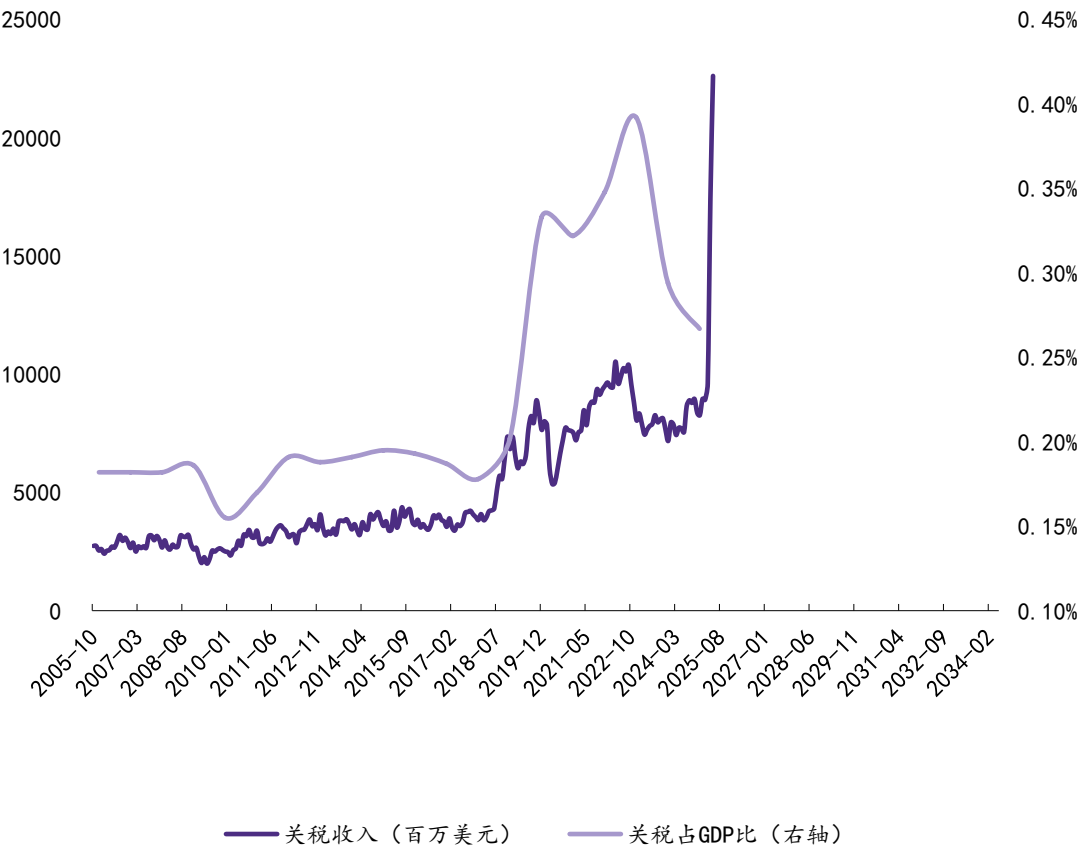
资料来源：Wind资讯，华鑫证券研究所

要覆盖减税法案带来的3500亿美元的年赤字增加，平均关税或在17.5附近



# 关注2：减税法案进展，关税与减税有跷跷板效应

- 4-5月美国关税收入剧增，主要是关税额度过高，且补库行为尚未结束带来的关税暴增，根据当前规模计算，年内关税总额或达到2700亿美元左右，占GDP比或将达到9.1，是过去的35倍
- 预计每5关税增加使GDP水平下降约0.2-0.4，每5关税增量预计导致10万-15万就业岗位减少，失业率上升0.1-0.2，CPI上行0.3-0.5（2018年情形计算）

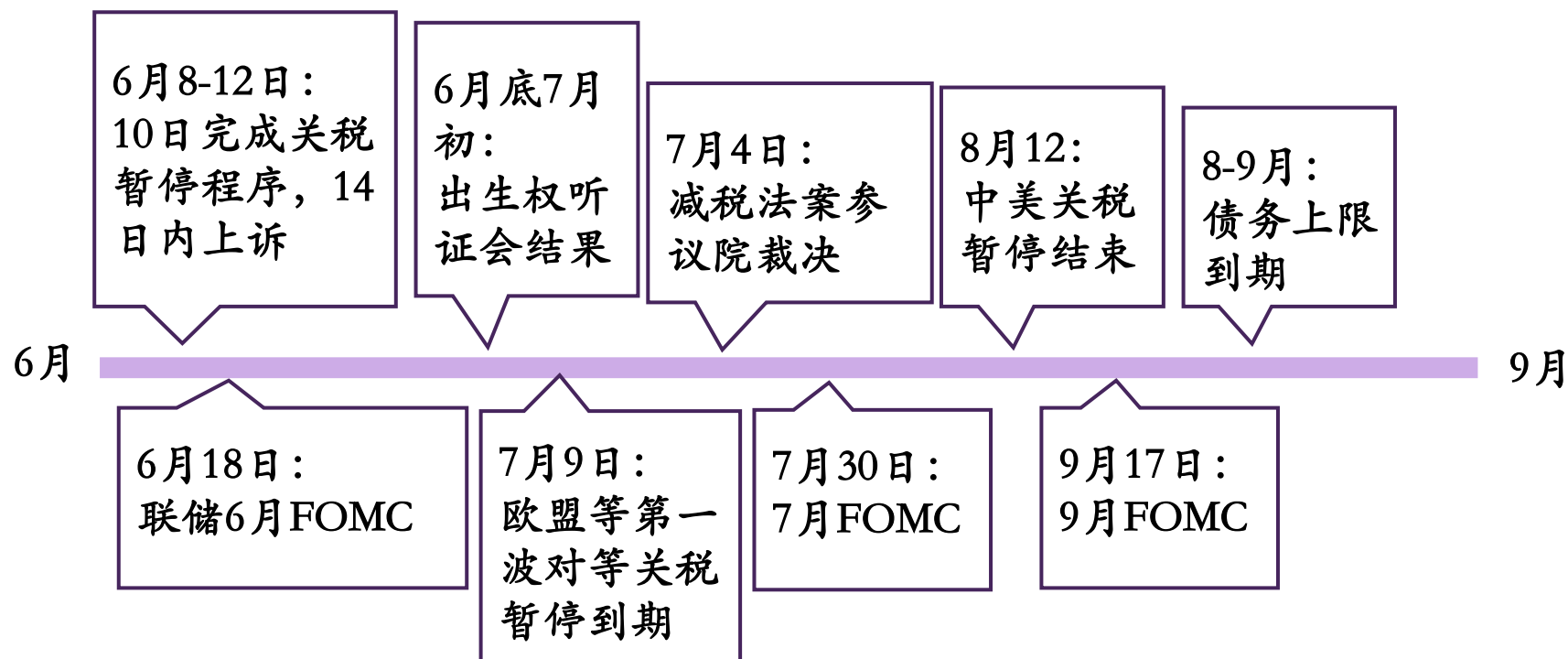


资料来源：Wind资讯，华鑫证券研究所

| 关税    | GDP(同比) | CPI, | 非农就业, 万人 | 失业率, | 赤字率, |
|-------|---------|------|----------|------|------|
| 10.00 | 4.6     | 3.08 | 175      | 4.33 | 6.36 |
| 15.00 | 4.3     | 3.12 | 162.5    | 4.48 | 6.73 |
| 20.00 | 4       | 3.16 | 150      | 4.63 | 7.04 |
| 25.00 | 3.7     | 3.2  | 137.5    | 4.78 | 7.30 |
| 50.00 | 2.2     | 3.4  | 75       | 5.53 | 7.83 |

## 关注2：减税法案进展，关税与减税有跷跷板效应

- 从时间线的角度来说，7-8月份是美国政治和经济的重要关注点，主要关注4个方向
- 1，关税虽然当前在在贸易法案驳回，但特朗普放弃关税收入的可能性较低，关注对等关税缓和期过后关税的落地形式
- 2，6月底7月初是最高法院对于出生权听证会的结果，将决定特朗普使用总统令的范围，若是总统令范围受限，则后续特朗普“发疯”的概率更大，若是最高法承认特朗普总统令的使用，则特朗普发疯的工具更多
- 3，7月也是减税政策的博弈期，关注减税政策对于债务上限以及关税政策的侧面影响
- 4，联储的降息预期也会随着整体政策的不确定性保持谨慎中立的立场，三季度降息概率较低，除非看到政策引发的经济衰退或者金融市场风波



资料来源：Wind资讯，华鑫证券研究所

关注3：其他博弈升级，贸易战-金融战-科技战-军事战

➢ 新一轮贸易博弈与全球化2.0新格局，聚焦于贸易、金融、科技、军事等方向变化及影响。

中美博弈可能的升级方向：贸易战-金融战-科技战-军事战

| 贸易战                                                            | 金融战                                                                                               | 科技战                                 | 军事战                                                                             |
|----------------------------------------------------------------|---------------------------------------------------------------------------------------------------|-------------------------------------|---------------------------------------------------------------------------------|
| <div>• 对等关税</div> <div>• 行业关税</div> <div>• 战略行业 VS 非战略行业</div> | <div>• 汇率操控</div> <div>• 投资管制</div> <div>• 切断金融结算与支付渠道</div> <div>• 中概退市</div> <div>• 评级下调等</div> | <div>• 出口管制</div> <div>• 投资限制</div> | <div>• 台海</div> <div>• 印巴</div> <div>• 朝韩</div> <div>• 俄乌</div> <div>• 巴以</div> |

| 法律途径                     | 适用范围          | 关税上限                  | 程序要求              | 实施速度   | 实施可能性                    | 优势            | 限制            |
|--------------------------|---------------|-----------------------|-------------------|--------|--------------------------|---------------|---------------|
| Section 301 (1974年贸易法)   | 不公平贸易行为的国家/产品 | 无明确上限（实践中10-25，可达50+） | USTR调查、听证，耗时数月至1年 | 中等（数月） | 现有对华7.5-25关税可扩大/提高至60    | 灵活，法院支持，针对性强  | 需证明不公平行为，程序较慢 |
| Section 232 (1962年贸易扩展法) | 威胁国家安全的产<br>品 | 无明确上限（实践中10-25）       | 商务部调查270天，公众评论    | 较慢（数月） | 2025年3月汽车、钢铝25关税，半导体等调查中 | 国家安全定义宽泛，法院支持 | 限特定产品，需调查     |
| Section 122 (1974年贸易法)   | 国际收支赤字/汇率危机   | 15附加关税                | 总统直接宣布，证明收支危机     | 快速（数天） | 可援引2024年1.2万亿赤字实施        | 实施迅速，无需调查     | 150天限时，需国会延长  |
| Section 338 (1930年关税法)   | 歧视美国贸易的国家     | 50附加关税                | 总统直接宣布，证明歧视行为     | 快速（数天） | 可针对欧盟、印度等高关税国家           | 实施迅速，针对性强     | 需证明歧视行为       |
| AD/CVD (1930年贸易法)        | 倾销/补贴产品       | 无明确上限（可超100）          | 商务部/ITC调查，耗时1年+   | 慢（1年+） | 2025年可能性低                | 高关税潜力         | 程序复杂，范围窄      |
| Section 201 (1974年贸易法)   | 进口激增损害产业      | 通常20-30               | ITC调查，耗时数月        | 慢（数月）  | 2025年可能性低                | 保护国内产业        | 限时4年，需调查      |

资料来源：彭博，华鑫证券研究所

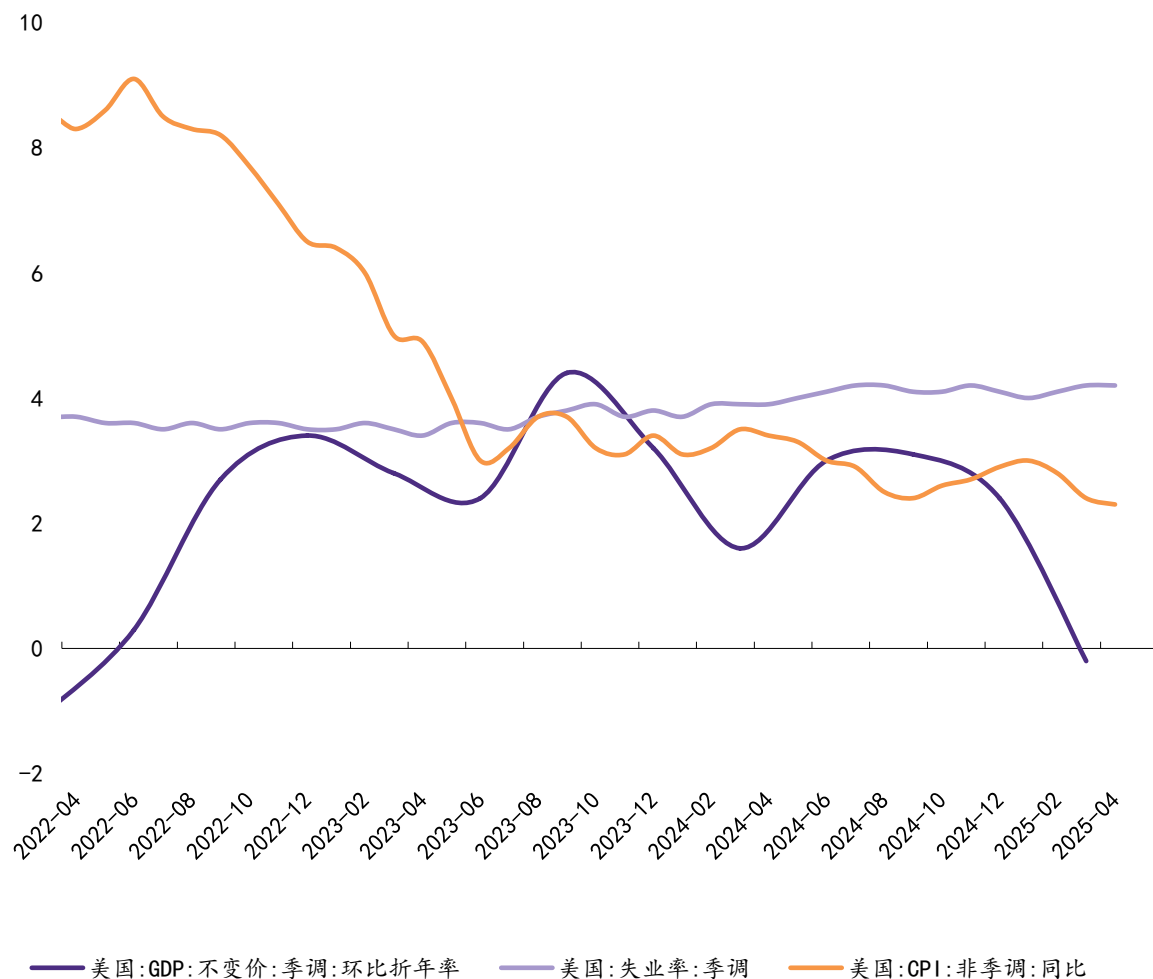
## 02 海外策略： 滞与胀角力，等待降息信号

# 美国宏观：

滞胀-衰退-宽松交易，聚焦联储降息信号

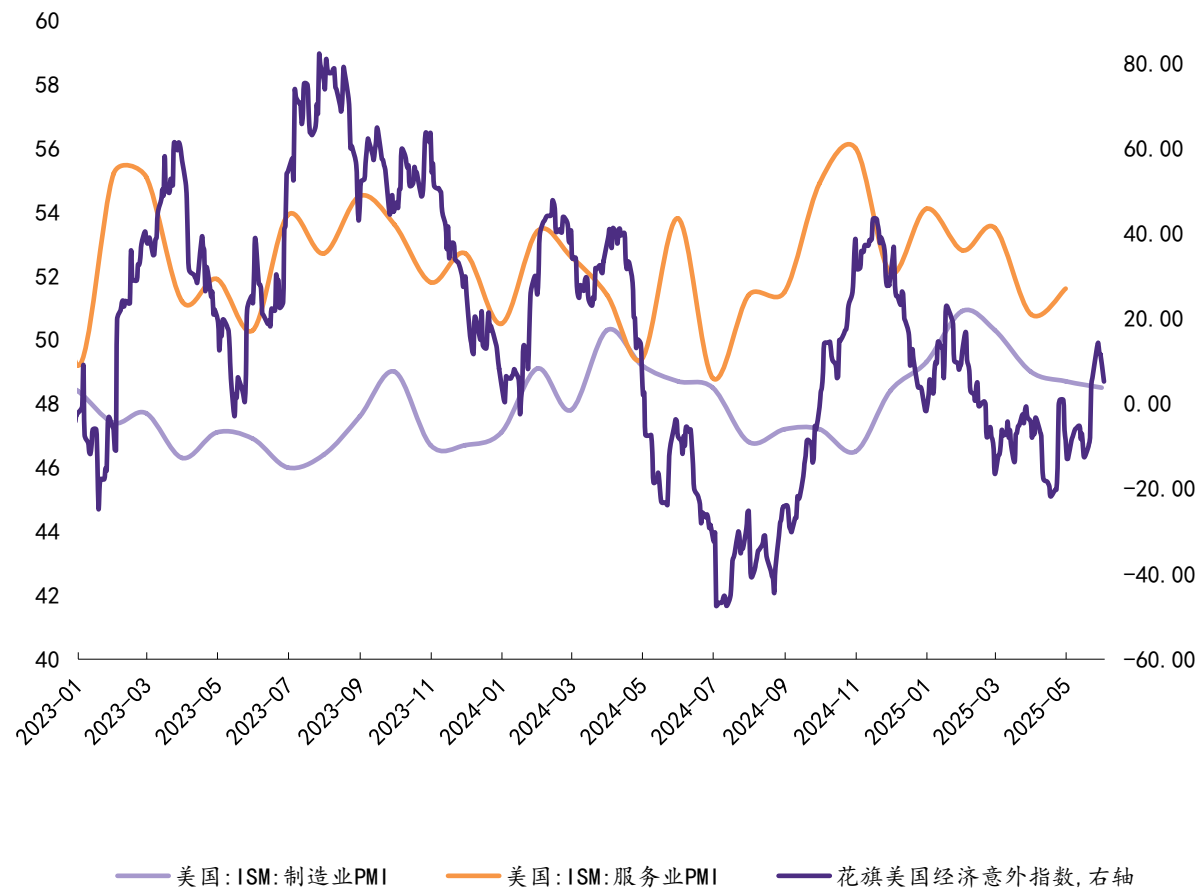
研究创造价值

## 经济边际放缓，通胀平稳运行

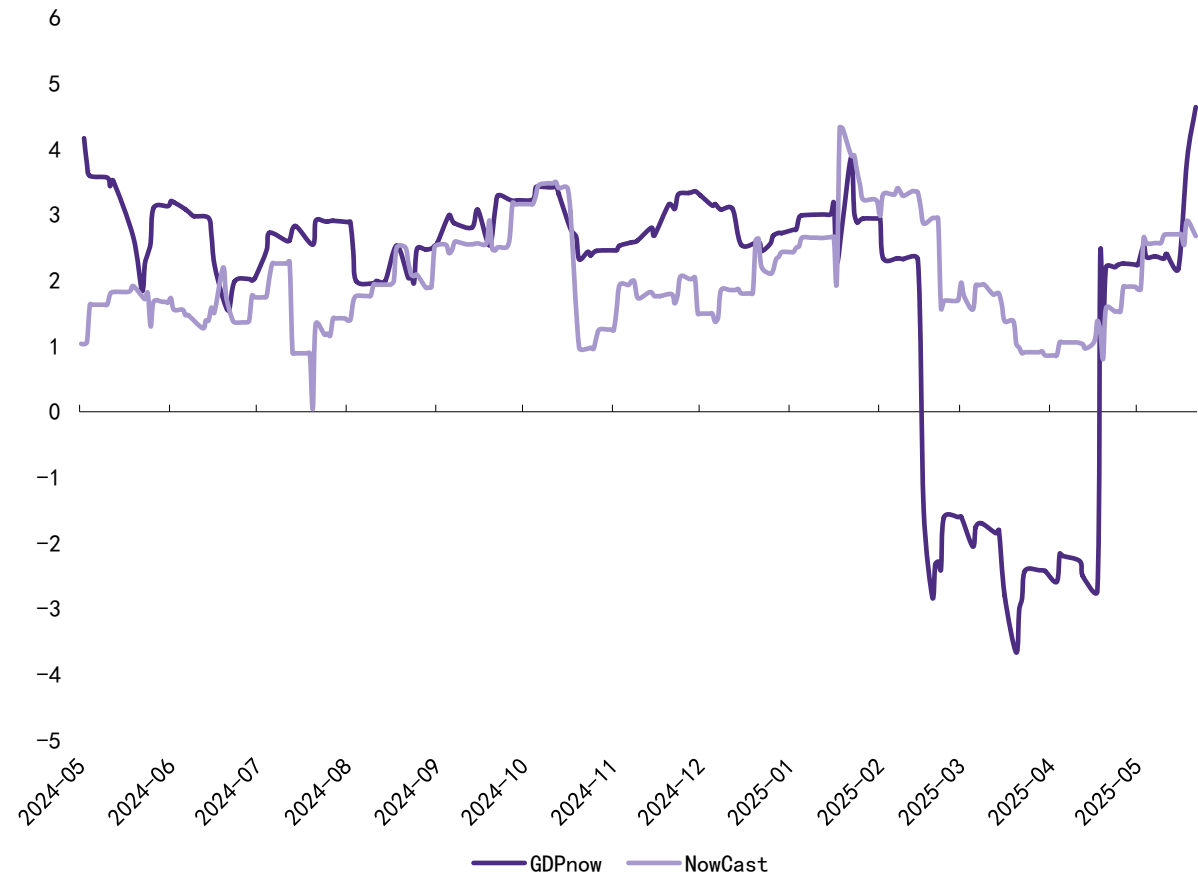


资料来源: Wind,华鑫证券研究

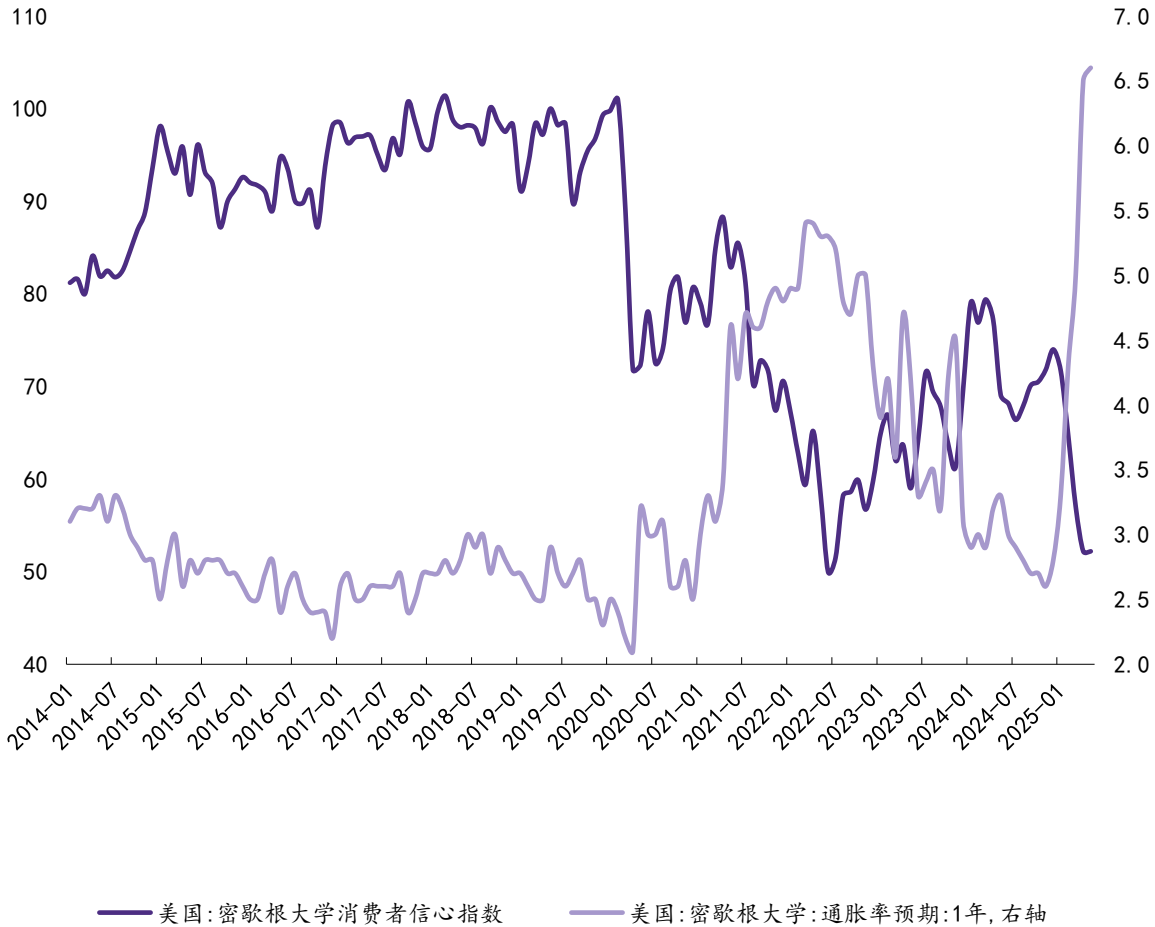
## 情绪指标稳定，但领先指标持续走低



关税和谈后，经济预期出现快速回升（专业机构）

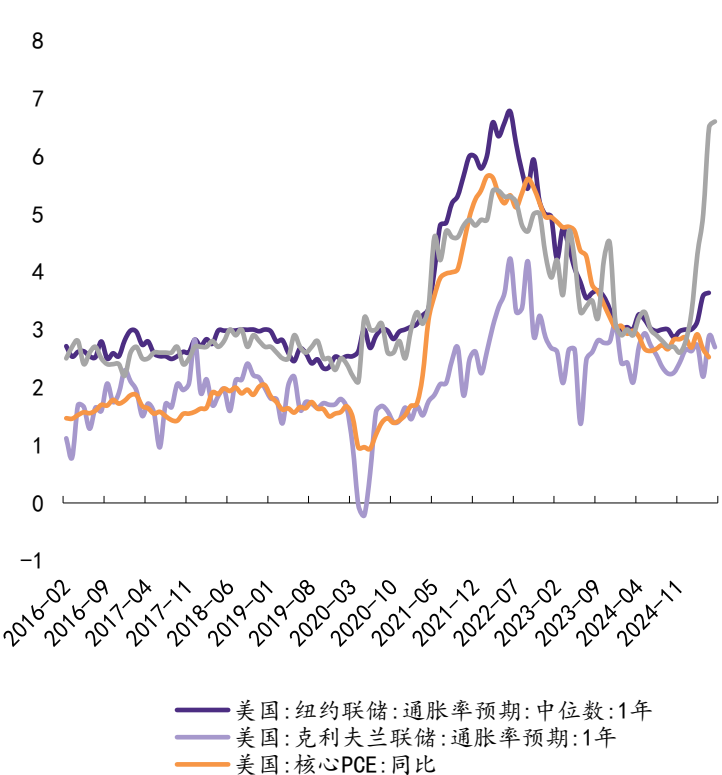


但居民依然保持较高的滞胀预期（调查数据）

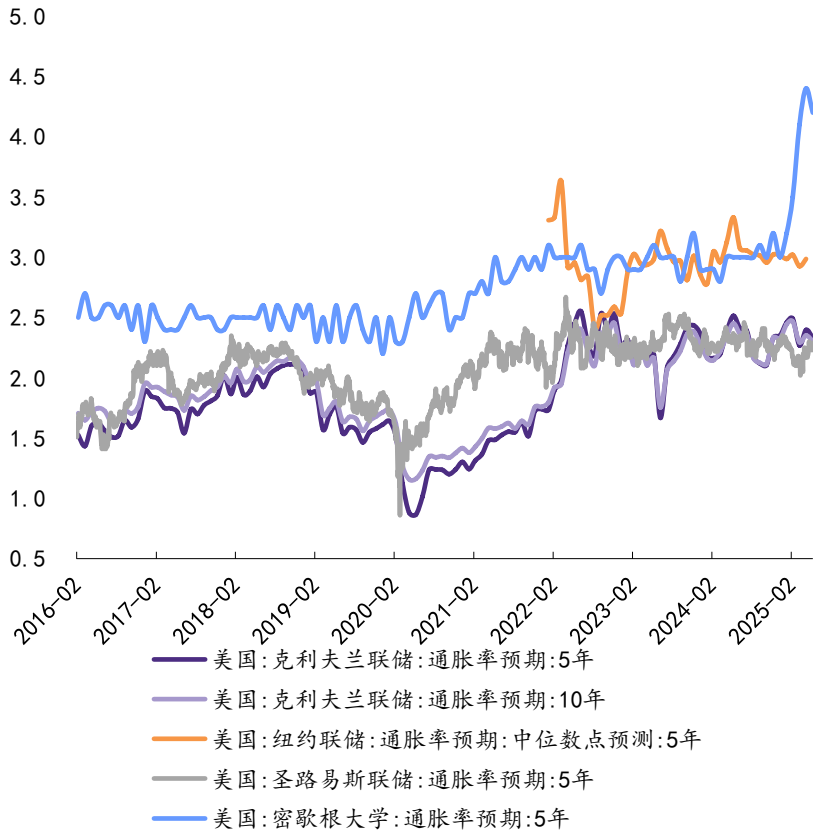


资料来源：彭博，Wind, 华鑫证券研究

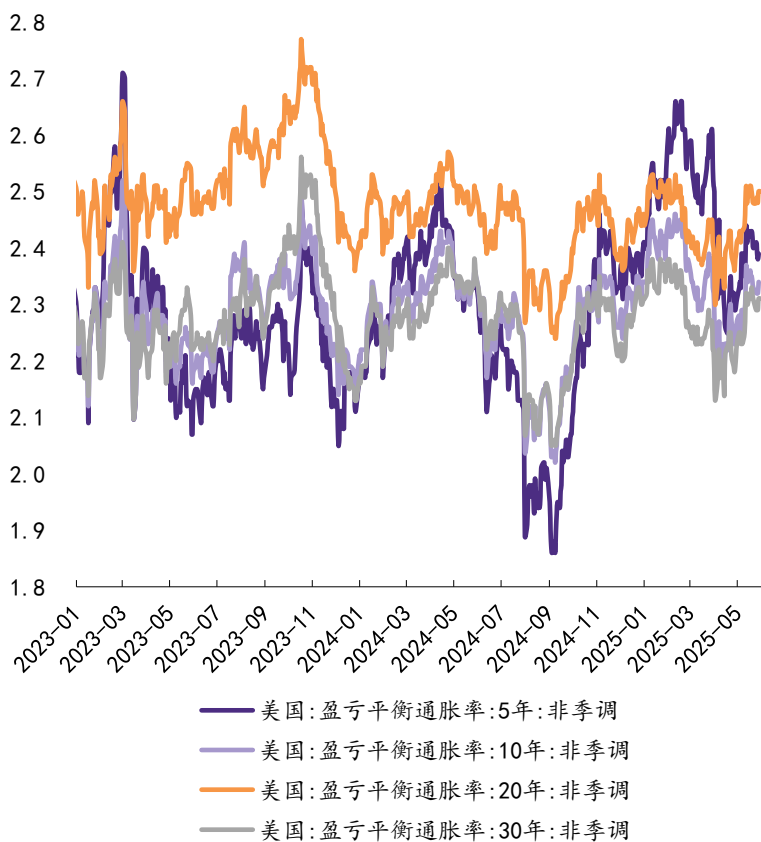
短期通胀预期均有上行



长期通胀预期维持稳定 (除密歇根)

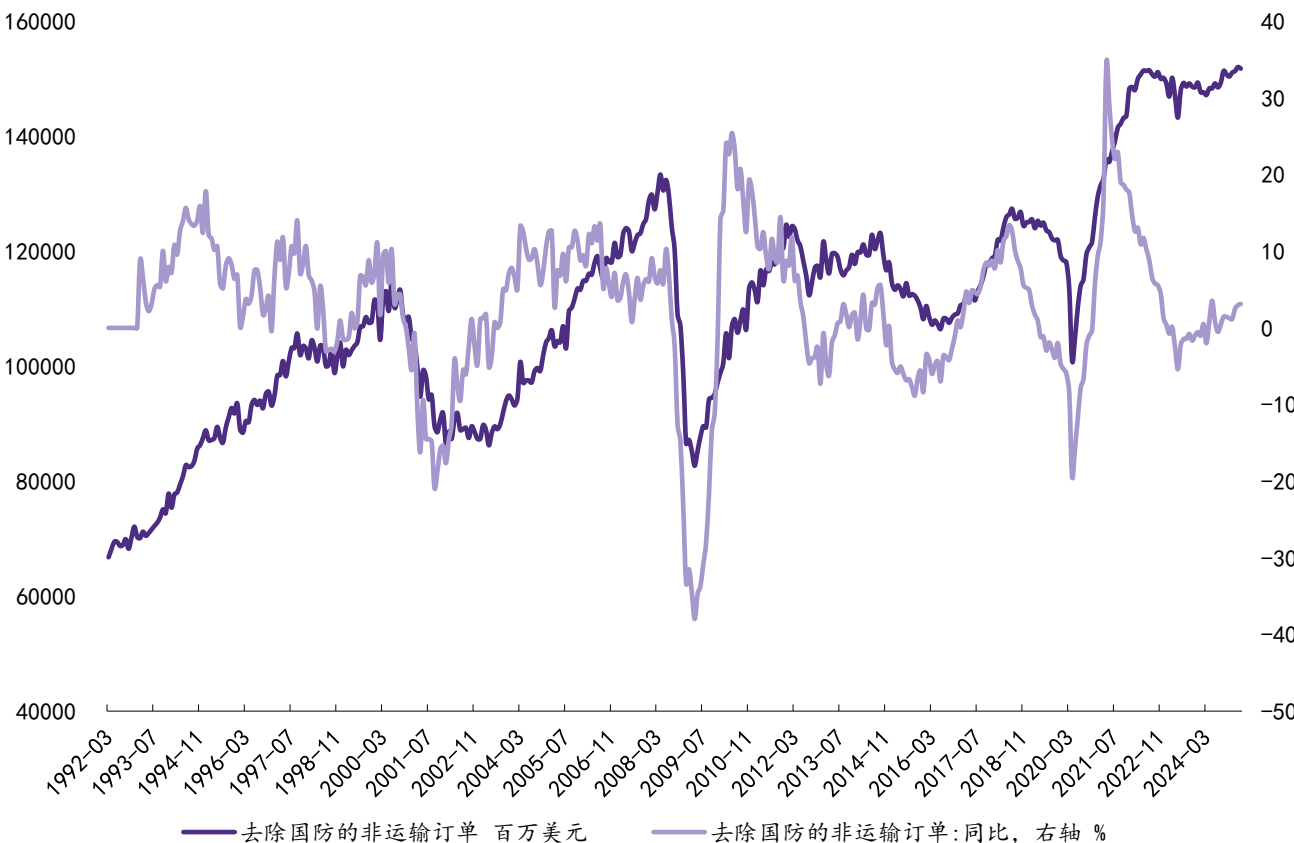


市场端长期通胀出现了抬头迹象

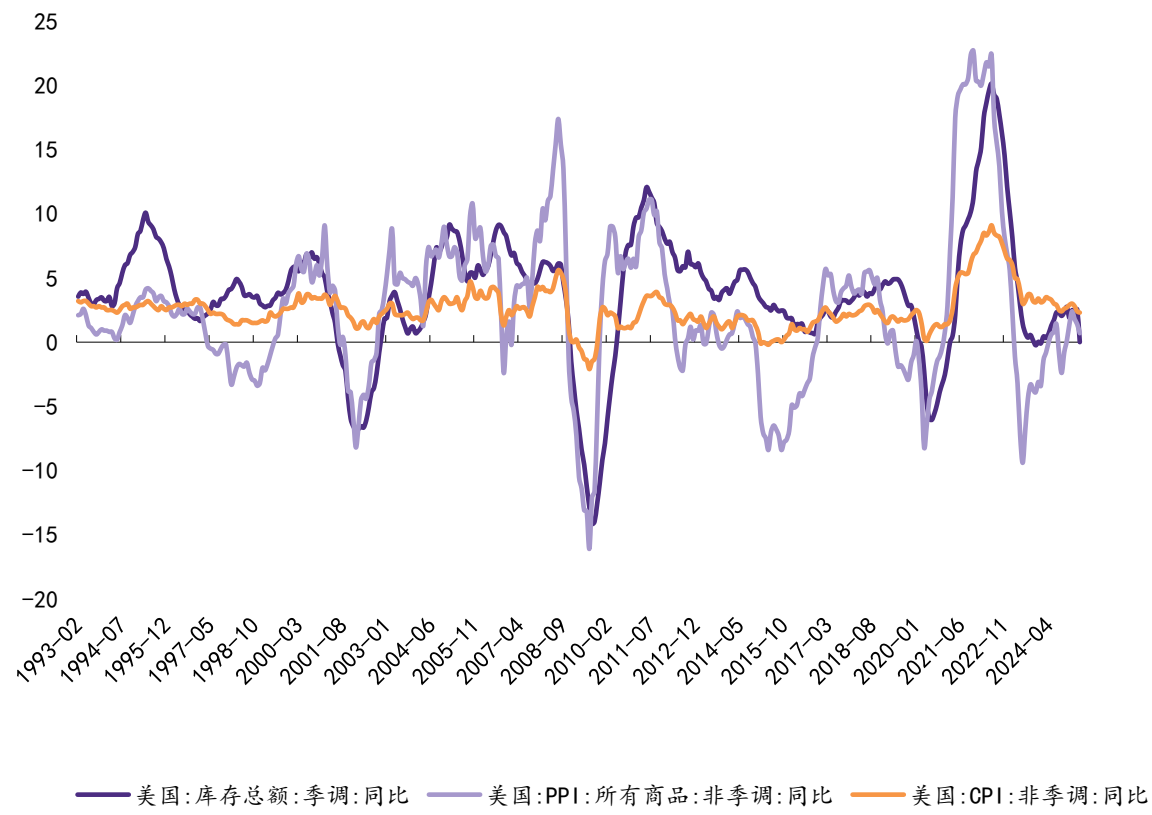


资料来源: Wind资讯, 华鑫证券研究

整体需求没有去化，仅是增速回落

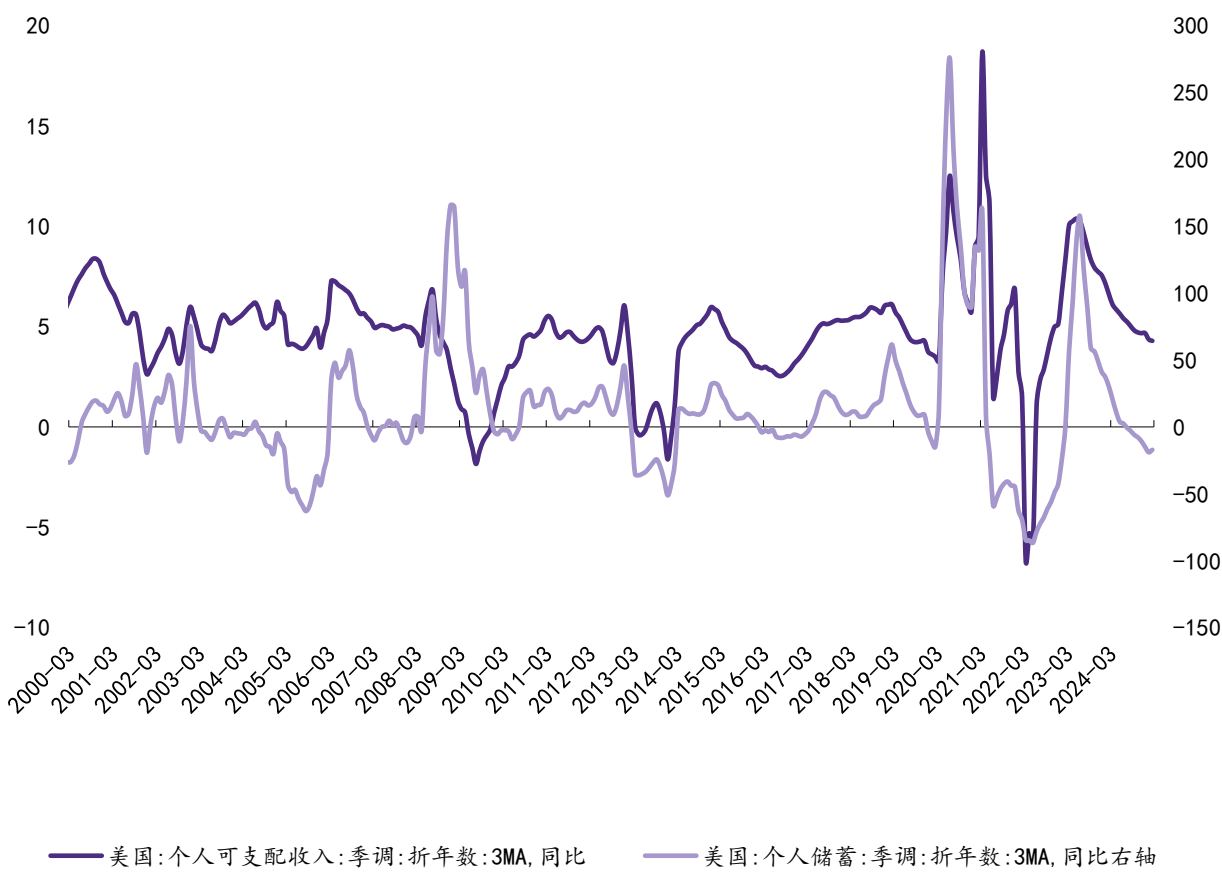


库存整体低位，PPI上行受阻，减弱再通胀空间



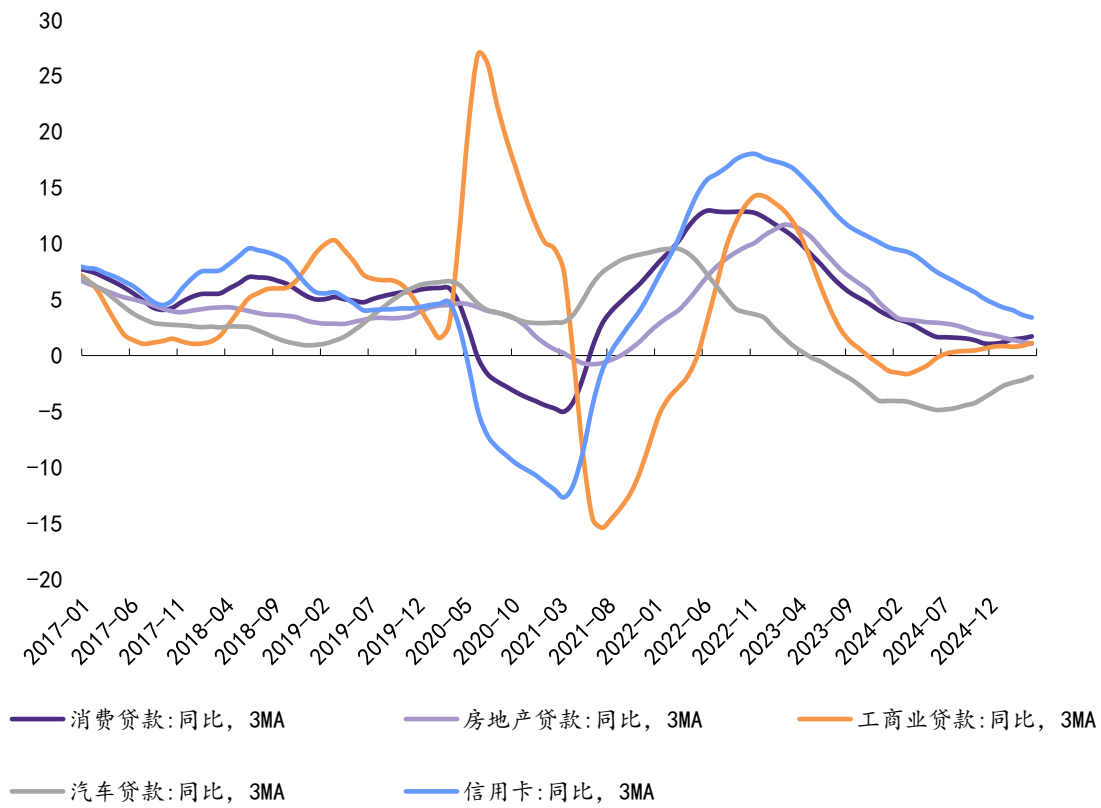
资料来源: Wind资讯, 华鑫证券研究

居民收入降低，储蓄低位

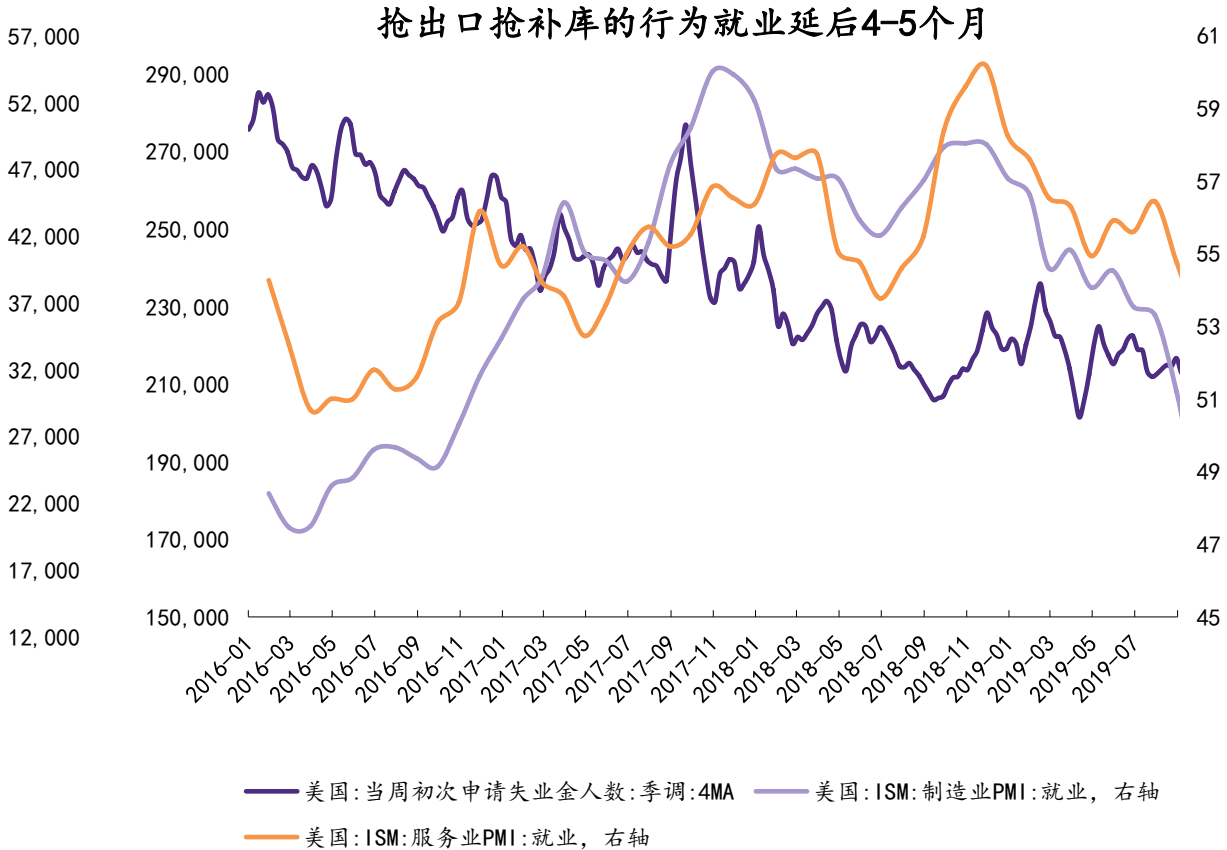
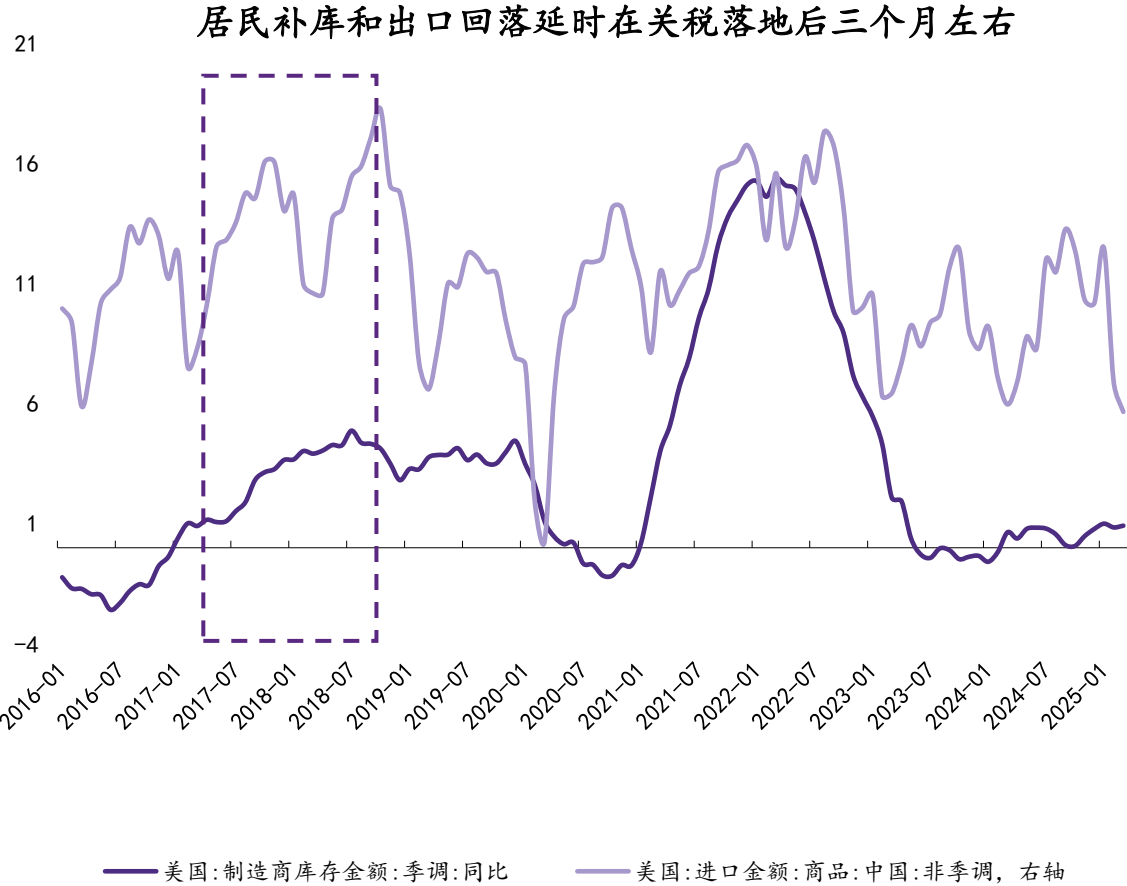


资料来源: Wind资讯, 华鑫证券研究

贷款增速回落

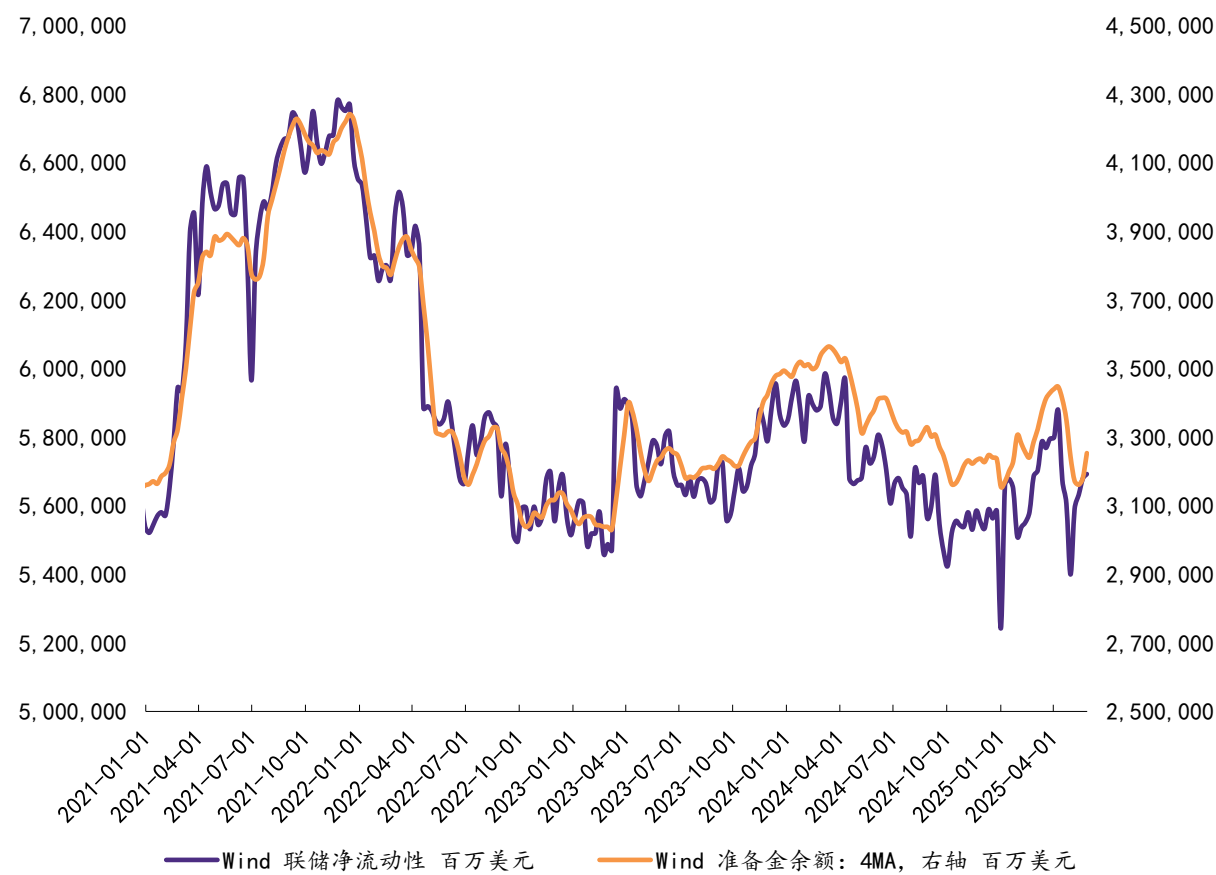


- 从2018年的角度来说，关税对于美国整体的需求影响要滞后一个季度，7月的关税落地，10月才出现中国对美出口，美国整体进口规模的回落，美国抢进口的补库行为也告一段落。提前补库行为带来相关行业就业的回升，就业人数往往会相较于库存和出口来说更为滞后一些，往往在11月，12月才会出现回落，因此3季度的经济是很好的关注美国经济在政策反复博弈下的最终成效的时间点
- 但整体来说，目前美国经济整体维持滞胀格局，**深度衰退的契机尚未看到，预计是先有潜衰退，后有长通胀的格局**，因此使得美国经济整体资产定价锚分化背离，对于资产的判断更多依赖性价比，过于悲观的经济预期或者过于乐观的通胀预期均是反手的契机，直到新的趋势明确前，以性价比为基础的区间交易将是主线，从目前的位置来说，**VIX性价比凸显，美债顶部再确认，美股高波动，黄金再度等待长期加仓时机。**



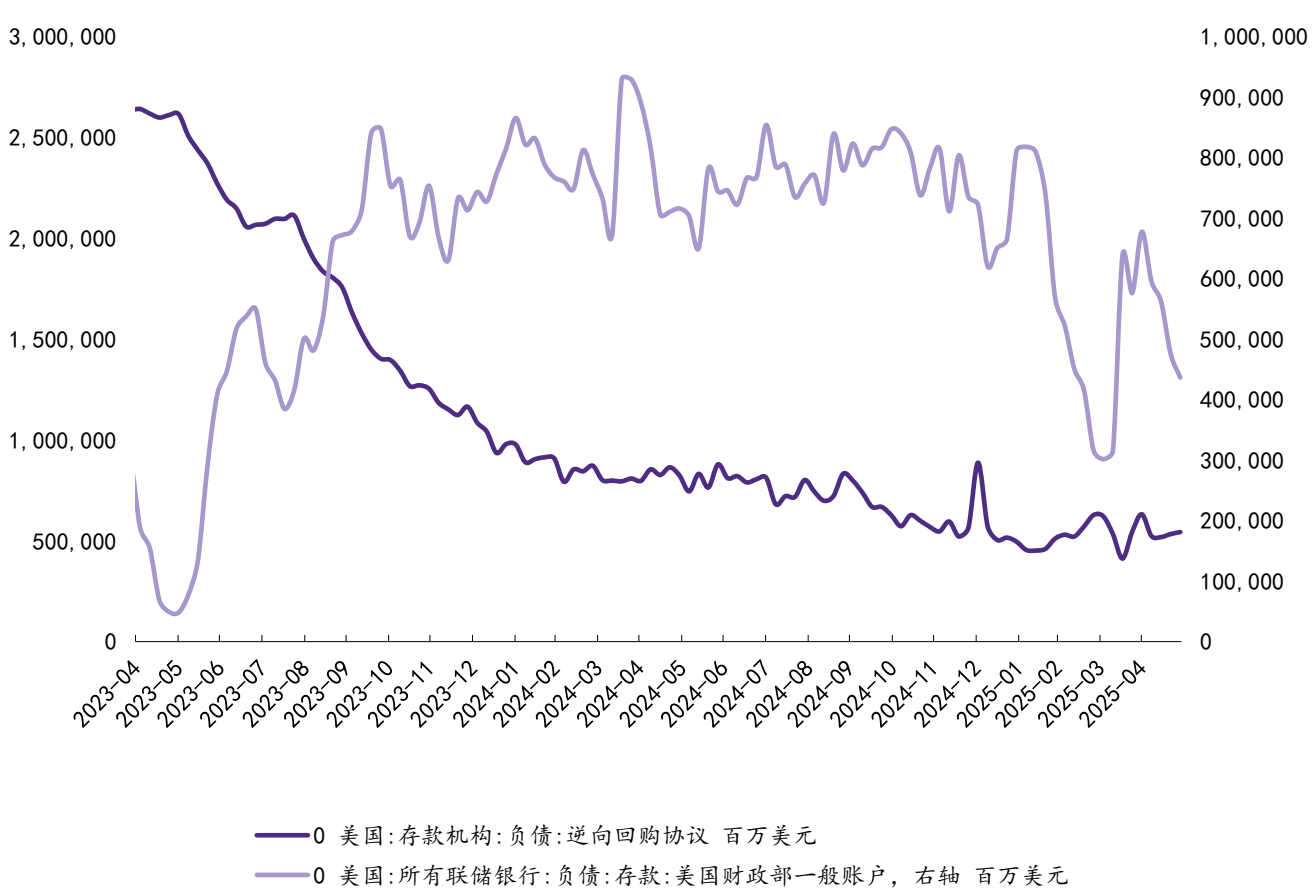
资料来源: Wind资讯, 华鑫证券研究

5月以来流动性持续回升

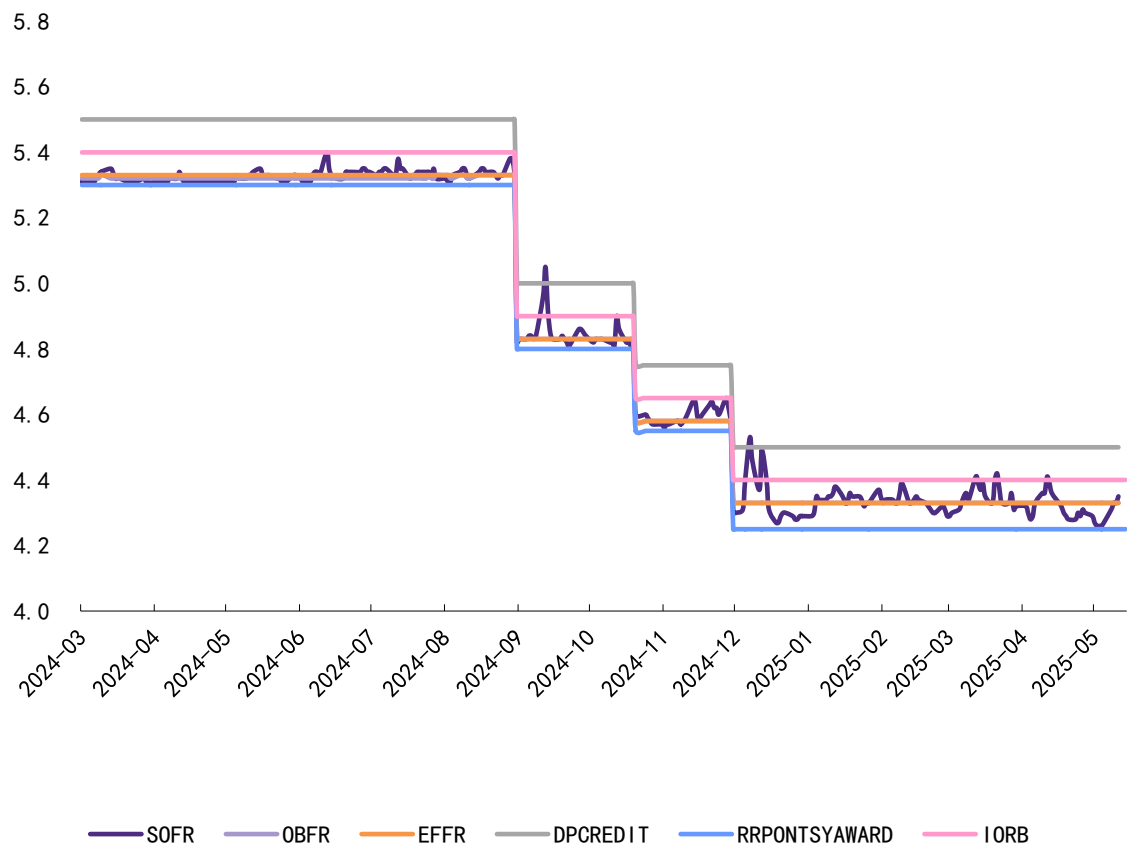


资料来源: Wind资讯, 彭博, 华鑫证券研究

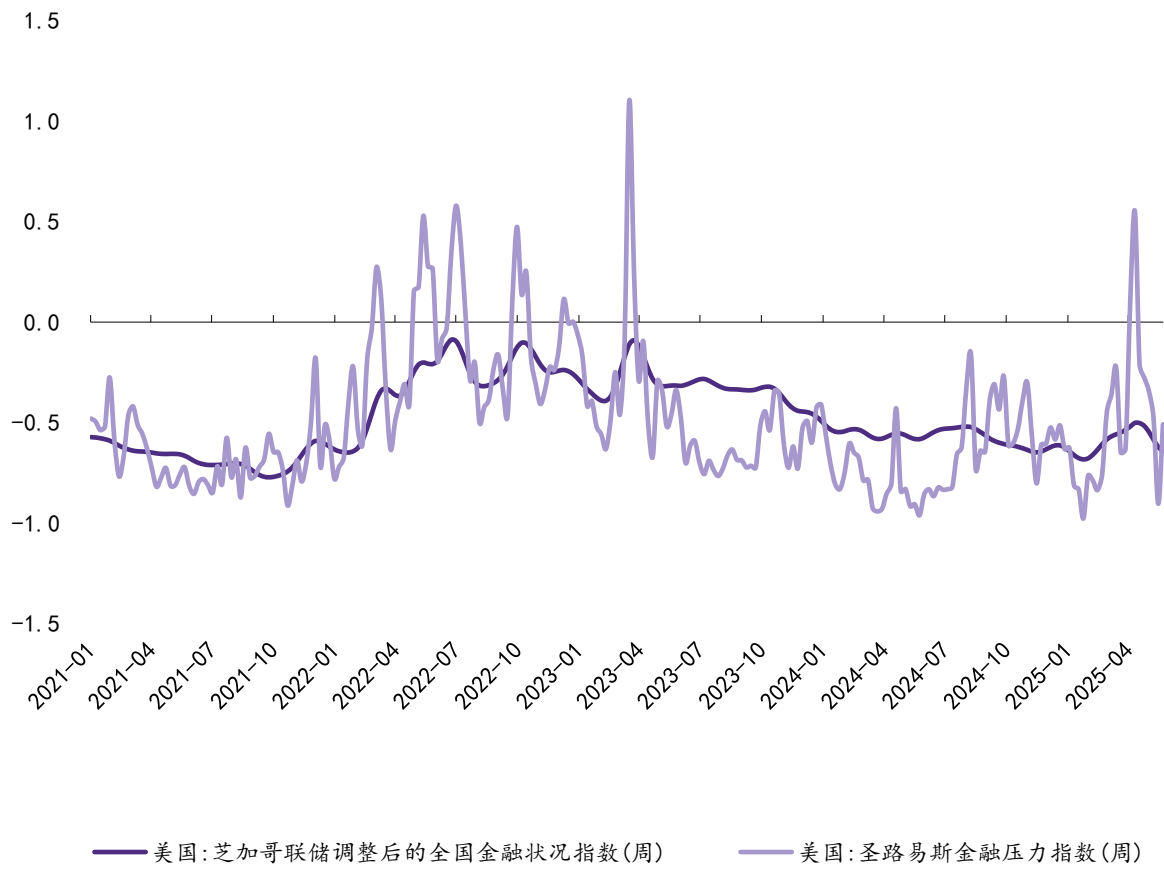
纳税季结束后TGA开始释放流动性



Sofr利率维持稳定



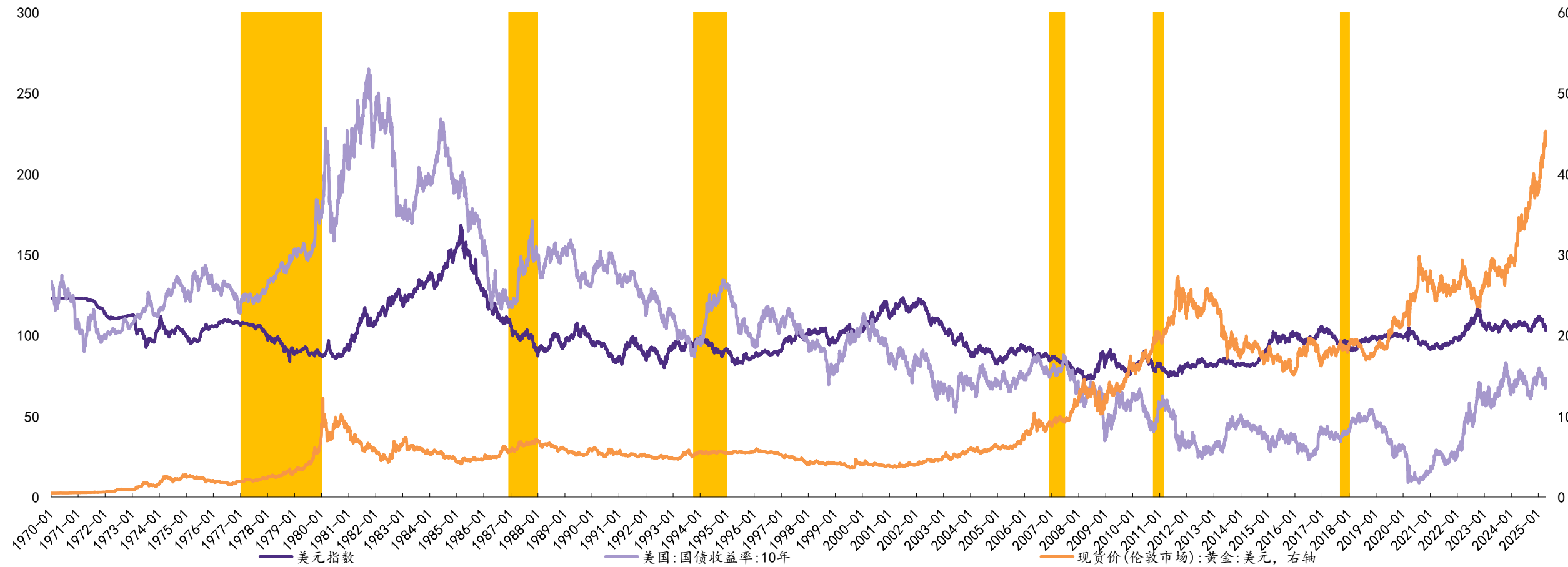
金融压力指数回稳，基于美股的回弹



资料来源: Wind资讯, 华鑫证券研究

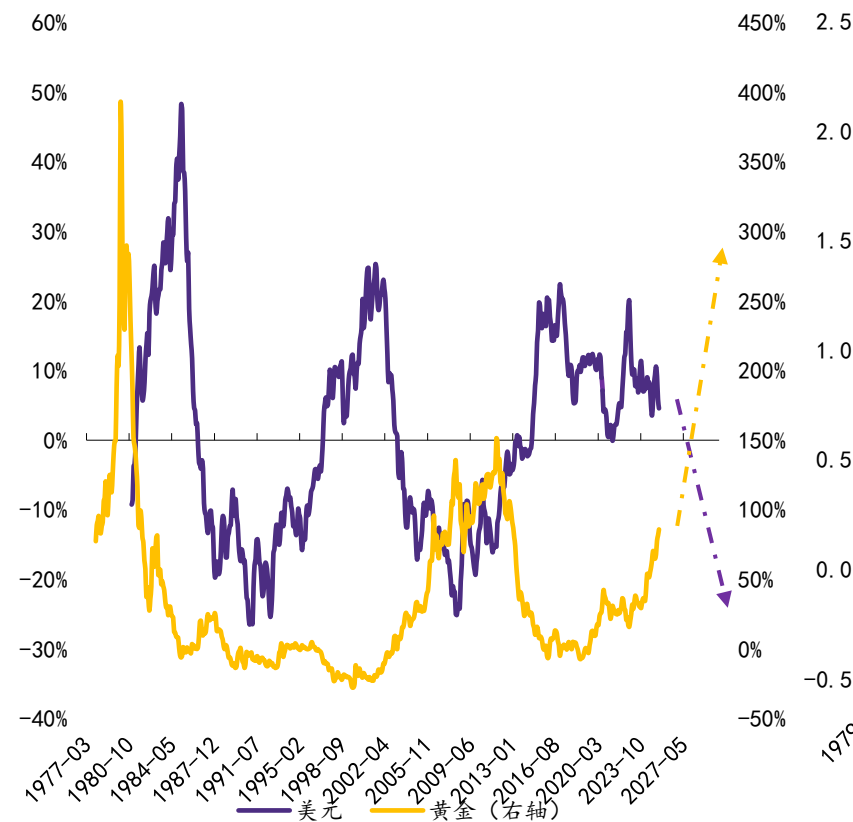
# 重点关注：美国债汇背离往往发生在衰退前期

过去美元和美债的背离往往发生在衰退前期

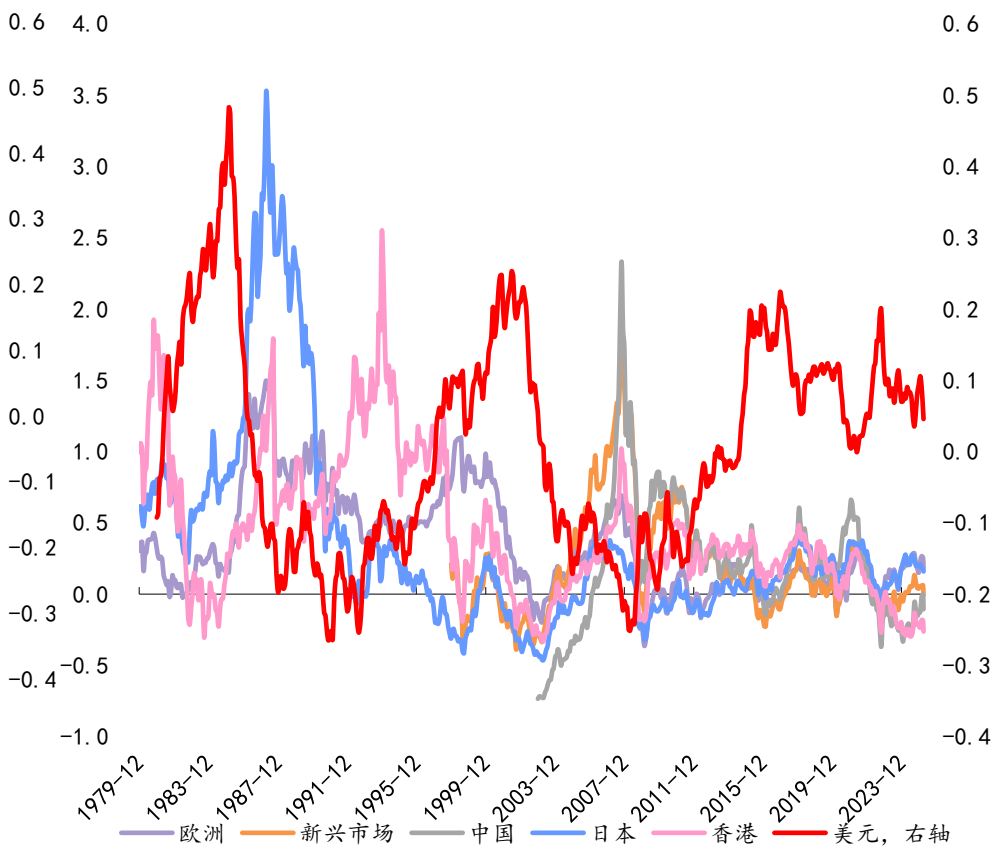
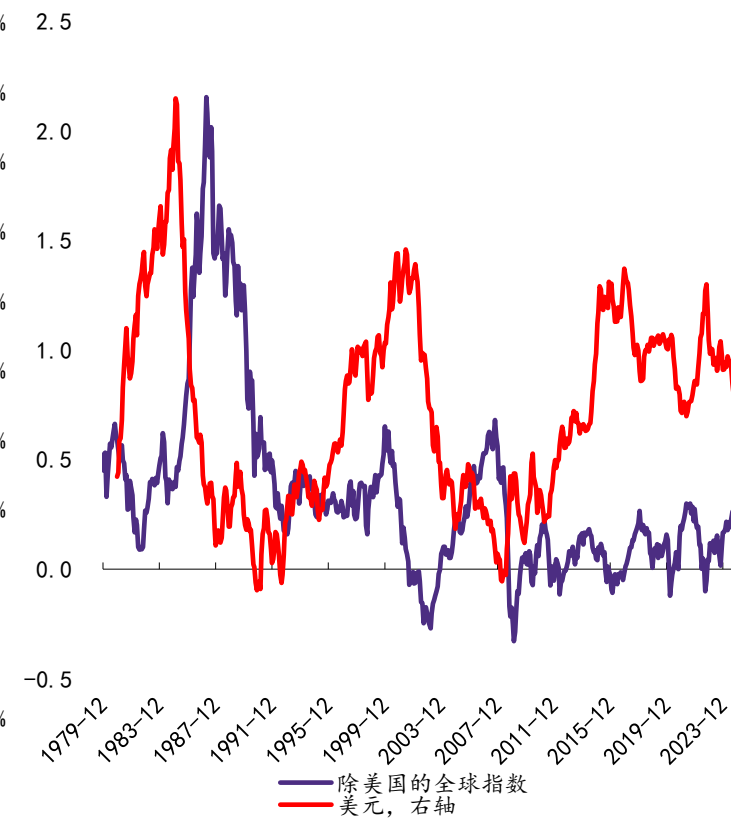


资料来源：Wind资讯，华鑫证券研究所

当前可能处在大美元周期的起点

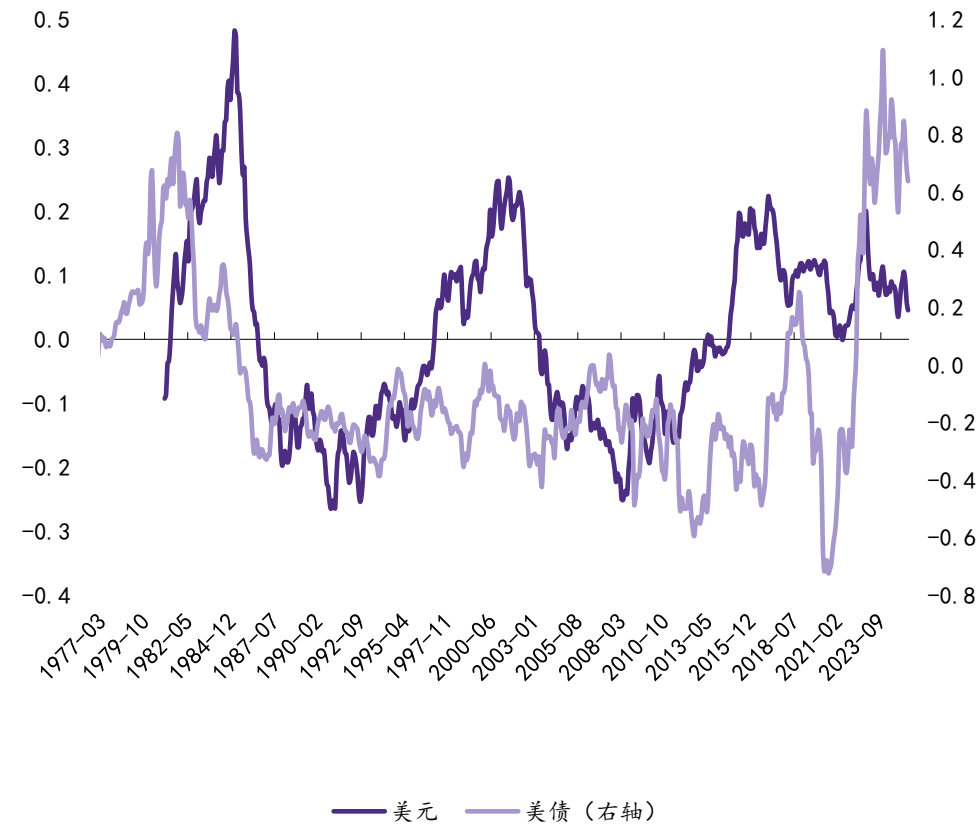


过去美元和美债往往发生在衰退前期



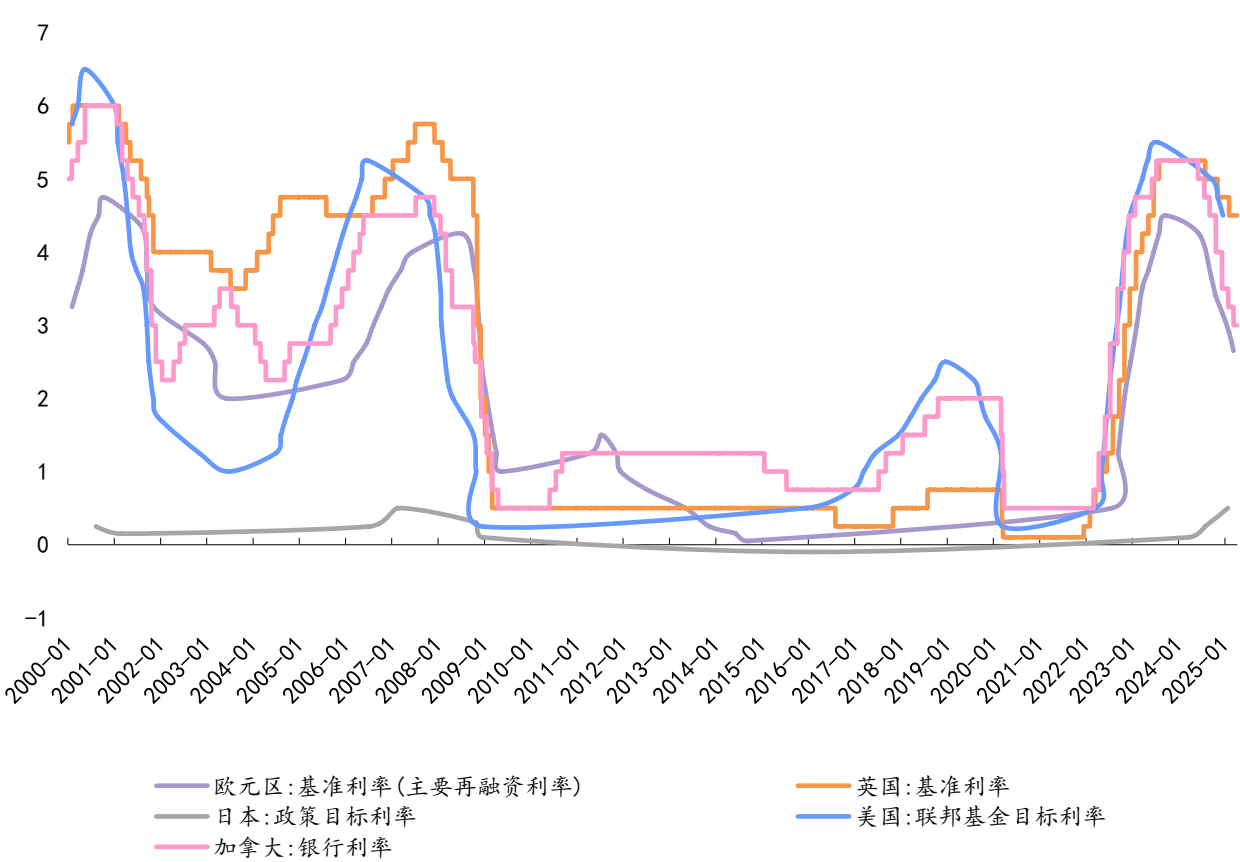
资料来源：Wind资讯，华鑫证券研究所

美元走弱的本质是经济走弱带来的利率下行

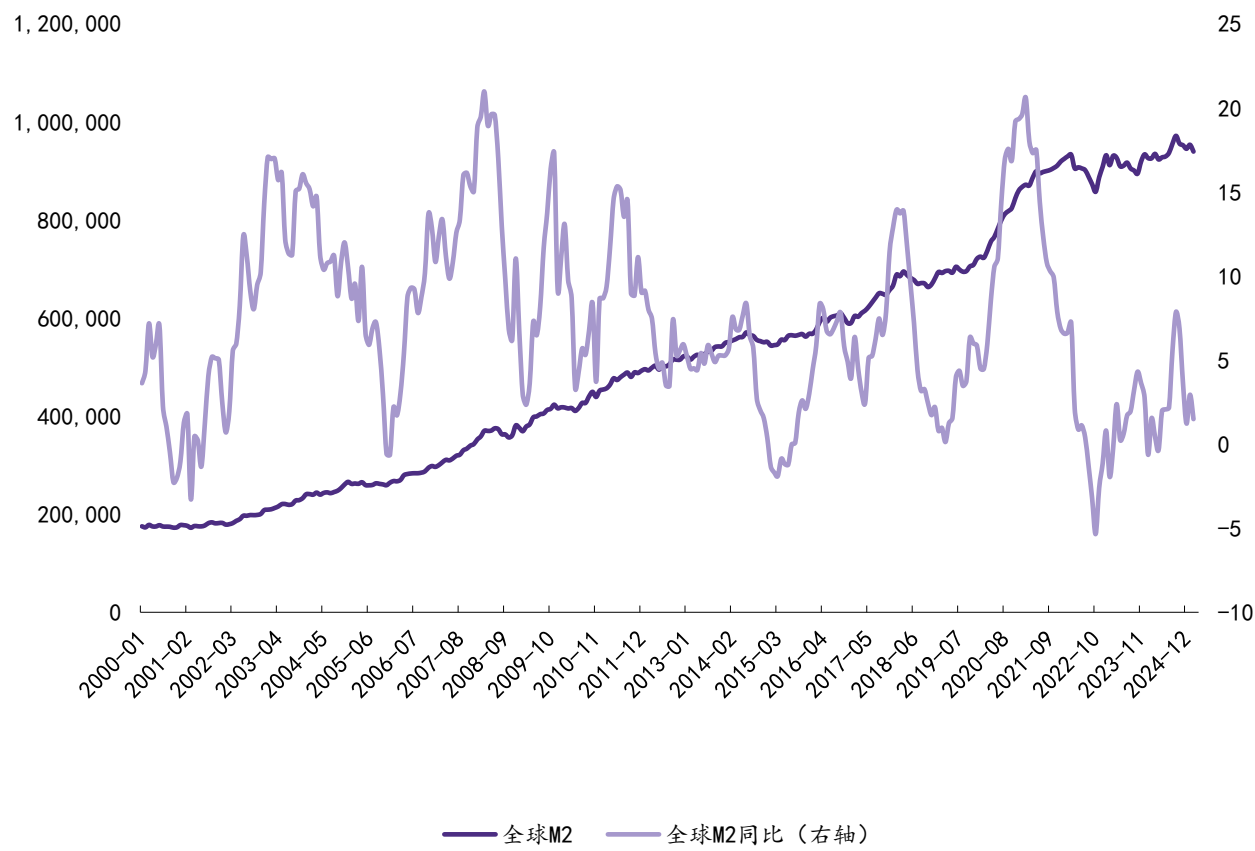
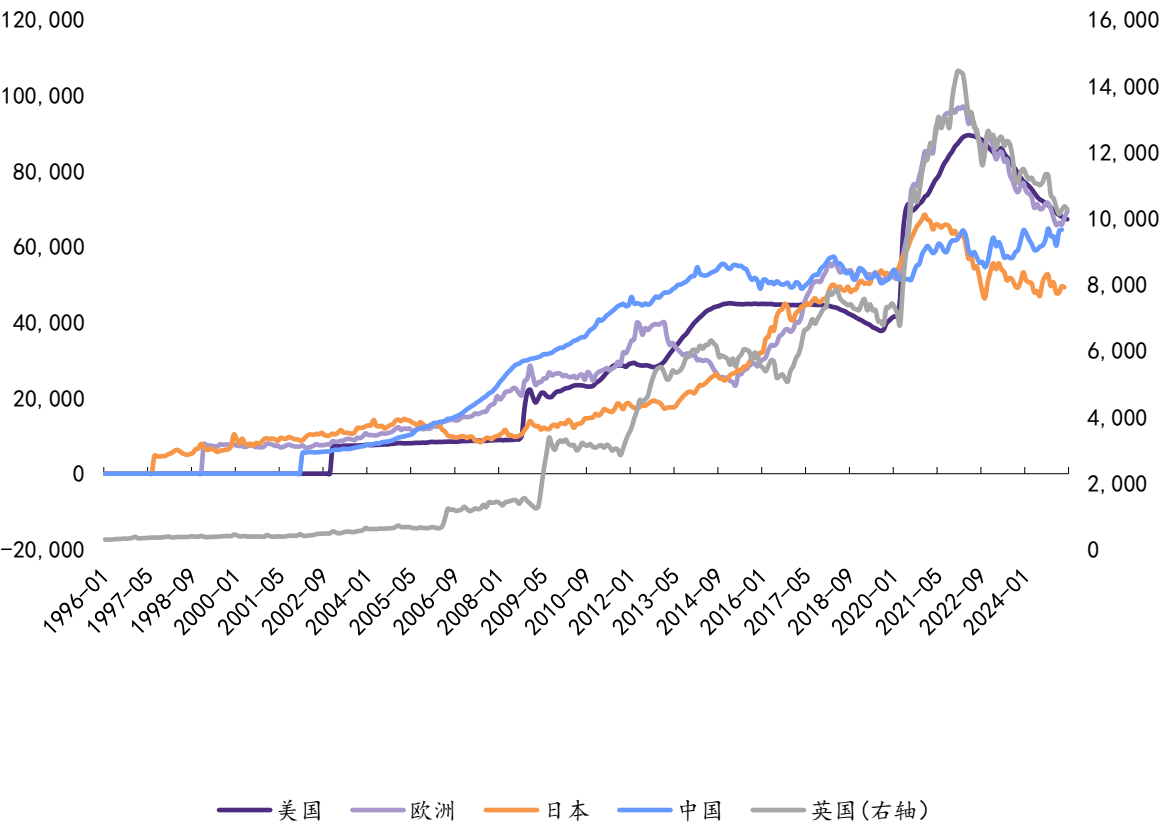


资料来源: Wind资讯, 华鑫证券研究所

等待全球共同放水的重启



等待全球央行放水带来的流动性宽裕（亿美元）



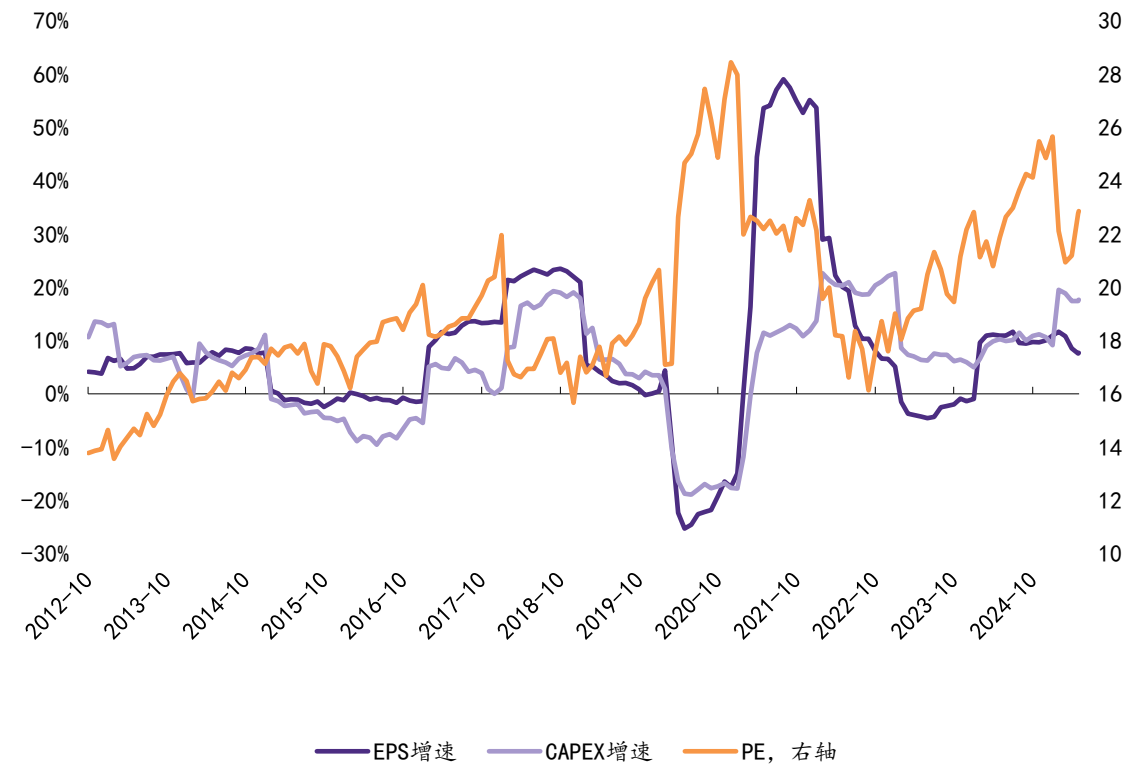
资料来源：Wind资讯，华鑫证券研究所

**美股：**

冲击前高动力较弱，整体谨慎

研究创造价值

美股CAPEX和EPS增速回落，但PE修复



资料来源：彭博，华鑫证券研究所

本轮财报近必需和金融的营收低于预期

| 分类 (BICS) | 申报  |   | 营业收入意外 |     |    |     |       | 盈利意外 |    |    |       |
|-----------|-----|---|--------|-----|----|-----|-------|------|----|----|-------|
|           |     |   | 正      | 持平  | 负  |     |       | 正    | 持平 | 负  |       |
| 全部证券      | 457 | / | 500    | 233 | 94 | 129 | 0.80  | 351  | 16 | 88 | 8.35  |
| 材料        | 26  | / | 26     | 10  | 7  | 9   | 0.70  | 20   | 1  | 5  | 7.79  |
| 工业        | 69  | / | 72     | 36  | 13 | 20  | 0.75  | 57   | 3  | 9  | 6.09  |
| 必需消费品     | 29  | / | 38     | 10  | 6  | 13  | -1.13 | 20   | 0  | 9  | 3.06  |
| 能源        | 25  | / | 25     | 14  | 1  | 10  | 2.60  | 13   | 2  | 9  | 1.85  |
| 科技        | 49  | / | 64     | 36  | 10 | 3   | 1.38  | 44   | 1  | 4  | 5.26  |
| 非必需消费品    | 39  | / | 51     | 13  | 6  | 20  | 0.00  | 26   | 0  | 13 | 11.42 |
| 通讯        | 24  | / | 25     | 11  | 8  | 5   | 1.04  | 19   | 1  | 4  | 24.32 |
| 金融        | 77  | / | 77     | 27  | 22 | 27  | -0.52 | 60   | 2  | 14 | 5.28  |
| 医疗保健      | 57  | / | 60     | 33  | 12 | 12  | 1.00  | 50   | 2  | 5  | 9.13  |
| 公用事业      | 31  | / | 31     | 24  | 0  | 7   | 6.31  | 19   | 2  | 10 | 4.55  |
| 房地产       | 31  | / | 31     | 19  | 9  | 3   | 1.15  | 23   | 2  | 6  | -1.91 |

从指数和一级行业来看，当前美股性价比有限

|                            | 名称                 | 当前forward PE | 5年百分位 | 10年百分位 | 一年后EPS    | 当前EPS     | 增速    | 1年forward EPS增速百分位 | 3年forward EPS增速百分位 | 5年forward EPS增速百分位 | 8年forward EPS增速百分位 | 年内涨跌幅   |
|----------------------------|--------------------|--------------|-------|--------|-----------|-----------|-------|--------------------|--------------------|--------------------|--------------------|---------|
| 指数                         | 罗素2000             | 48           | 56    | 69     | 79.126    | 73.347    | 7.88  | 88                 | 75                 | 61                 | 50                 | -6.1862 |
| 指数                         | 道琼斯                | 73           | 85    | 91     | 2,116.385 | 2,034.858 | 4.01  | 9                  | 36                 | 37                 | 31                 | -0.3152 |
| 指数                         | 标普500              | 57           | 79    | 90     | 262.821   | 261.963   | 0.33  | 8                  | 47                 | 46                 | 44                 | -0.6366 |
| 指数                         | 纳斯达克               | 20           | 57    | 78     | 669.927   | 665.721   | 0.63  | 87                 | 96                 | 88                 | 92                 | -3.1198 |
| S&P 500 Real Estate Sector |                    |              |       |        |           |           |       |                    |                    |                    |                    |         |
| 一级行业                       | GICS Level 1 Index | 46           | 49    | 49     | 7.075     | 6.659     | 6.24  | 5                  | 27                 | 35                 | 26                 | 2.028   |
| 一级行业                       | 标普500能源指数          | 86           | 42    | 67     | 41.233    | 40.370    | 2.14  | 6                  | 5                  | 26                 | 21                 | -1.2675 |
| 一级行业                       | 标普500核心消费品指数       | 90           | 95    | 98     | 39.997    | 39.942    | 0.14  | 1                  | 1                  | 8                  | 8                  | 4.4679  |
| 一级行业                       | 标普500保健指数          | 28           | 48    | 60     | 95.144    | 92.792    | 2.53  | 51                 | 76                 | 56                 | 46                 | -1.3803 |
| 一级行业                       | 标普500工业指数          | 59           | 79    | 90     | 49.067    | 47.820    | 2.61  | 5                  | 2                  | 19                 | 17                 | 6.3667  |
|                            |                    |              |       |        |           |           |       |                    |                    |                    |                    |         |
| 一级行业                       | 标普500非核心消费品指数      | 53           | 76    | 87     | 64.000    | 61.551    | 3.98  | 4                  | 27                 | 34                 | 35                 | -6.6655 |
| 一级行业                       | 标普500原材料指数         | 71           | 84    | 88     | 26.206    | 25.289    | 3.63  | 2                  | 53                 | 41                 | 39                 | 2.7068  |
| 一级行业                       | 标普500电信服务指数        | 32           | 58    | 76     | 17.848    | 18.007    | -0.89 | 1                  | 42                 | 44                 | 58                 | -1.3464 |
| 一级行业                       | 标普500信息技术指数        | 48           | 74    | 87     | 157.333   | 155.644   | 1.09  | 14                 | 63                 | 56                 | 54                 | -3.8729 |
| 一级行业                       | 标普500金融指数          | 90           | 95    | 92     | 49.683    | 48.409    | 2.63  | 73                 | 91                 | 74                 | 67                 | 5.0917  |

资料来源：彭博，华鑫证券研究所

左侧布局降息交易

| 杠杆ETF |    |   |                                                  | ETF                   | 龙头个股                              |
|-------|----|---|--------------------------------------------------|-----------------------|-----------------------------------|
| 降息交易  | 美债 | 多 | TMF(三倍20+美债)                                     | TLT(20+)<br>IEF(7-10) |                                   |
|       |    | 空 | TMV(三倍20+美债)                                     |                       |                                   |
|       | 黄金 | 多 | GDXU(三倍金矿)<br>SHNY(三倍黄金)                         | GLD(黄金)<br>GDX(金矿)    | 金矿:NEW,GOLD                       |
|       |    | 空 | GDXD(三倍金矿)<br>DULL(三倍黄金)                         |                       |                                   |
|       | 保健 | 多 | CURE(三倍标普医疗保健)<br>PILL(三倍制药)<br>LABU(三倍纳斯达克生物技术) | XLV(标普保健)             | 保健:JNJ,UNH<br>医药:PFE,ABBV         |
|       |    | 空 | LABD(三倍纳斯达克生物技术)                                 |                       |                                   |
|       | 地产 | 多 | DRN(三倍房地产)<br>NAIL(三倍建筑商和材料)                     | IYR(地产)               | 地产:DHI,LEN<br>建材:HD<br>REITS:EQIX |
|       |    | 空 | DRV(三倍房地产)                                       |                       |                                   |
|       | 金融 | 多 | DPST(三倍区域银行)<br>FAS(三倍金融)                        | KRE(区域银行)<br>XLF(金融)  | 银行:WAL,BCA,JPM<br>贷款:SQ,UPST,DFS  |
|       |    | 空 | FAZ(三倍金融)                                        |                       |                                   |
|       | 指数 | 多 | TNA(三倍罗素2000)                                    |                       |                                   |
|       |    | 空 | TZA(三倍罗素2000)                                    |                       |                                   |

资料来源：Wind资讯，华鑫证券研究

成长主题博弈加剧

|        | 杠杆产品 | ETF                  | 龙头个股       |                           |
|--------|------|----------------------|------------|---------------------------|
| 成长主题反弹 | 量子计算 | IONX(两倍IONQ)         | QTUM       | QUBT,QBTS, IONQ,RGTI,ARQQ |
|        | 机器人  | UBOT（两倍智能机器人）        | ARKQ, BOTZ | TSLA,ROK,ISRG,ZBRA,RR     |
|        | 航空经济 | DFEN（三倍航空航天）         | UFO        | DXYZ,RKLB                 |
|        | 比特币  | MSTU,ROBN,CONL(两倍个股) | ARKB       | COIN,HOOD,MSTR, MARA      |
|        | 自动驾驶 | TSLL（两倍特斯拉）          | ARKQ       | TSLA,MBLY, AUR            |

资料来源：Wind资讯，华鑫证券研究

近期海外交易逻辑的快速轮动

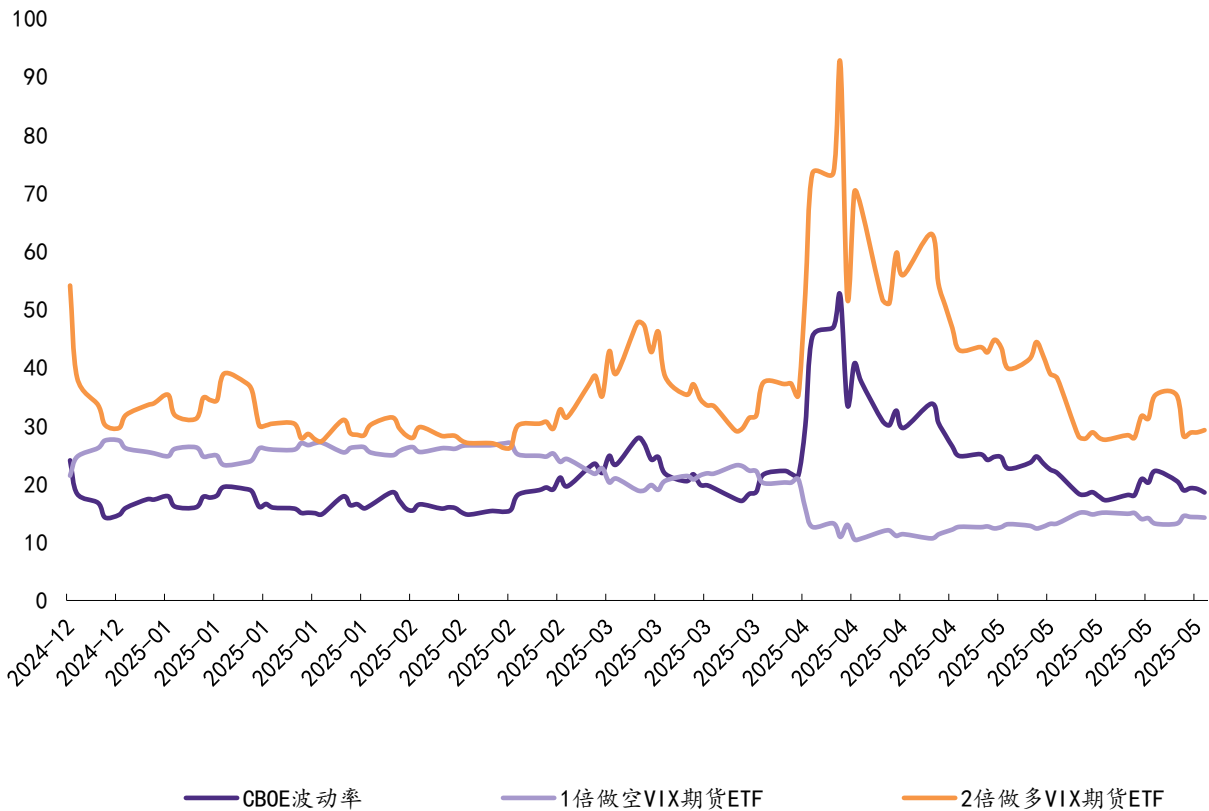
|      |      | 主要博弈             | 预计启动时间点              |
|------|------|------------------|----------------------|
| 美国市场 | 降息交易 | 降息的加量加价带动降息资产的回弹 | 4月底5月初降息预期重启         |
|      | 成长反弹 | 成长主题伴随着流动性宽裕出现回弹 | 持续震荡N型走势             |
|      | 软硬博弈 | 硬件需求回补，软件业绩再验证   | 季报发布                 |
|      | 周期防御 | 电力和消费，兼具防守和弹性    | 经济预期和零售数据            |
|      | 波动区间 | 特朗普带来的波动放大       | 16-20区间反复做多做空波动率     |
| 非美市场 | 长持黄金 | 短期降息，长期美元美债替代    | 持续逢低做多黄金             |
|      | 欧洲复兴 | 欧洲复兴的政治，能源和产业的短缺 | 美欧股和美欧元的短期互补         |
|      | 美元外溢 | 流动性宽裕后带动非美市场上行   | 美元回落后的东南亚，日本和欧洲市场的切换 |
|      | 东升西落 | AH市场相对美股独立行情     | 国内科技行情的突破(CAPEX)     |

资料来源：Wind资讯，华鑫证券研究

- ◆ VIX的反复起伏预计是特朗普这四年的比较确定的方向，通过定位波动率的区间顶部和底部，来反复做多和做空VIX指数，来达到比较高的胜率
- ◆ 但需要注意的是，目前VIX14-20的分界线是基于拜登时期的平滑所得出的结论，特朗普期间预计上限会有一定的提高，安全上限或将提到25以上的位置

|       |    | 杠杆产品 | ETF  |
|-------|----|------|------|
| VIX指数 | 做多 | UVIX | UVXY |
|       | 做空 | SVIX | SVXY |

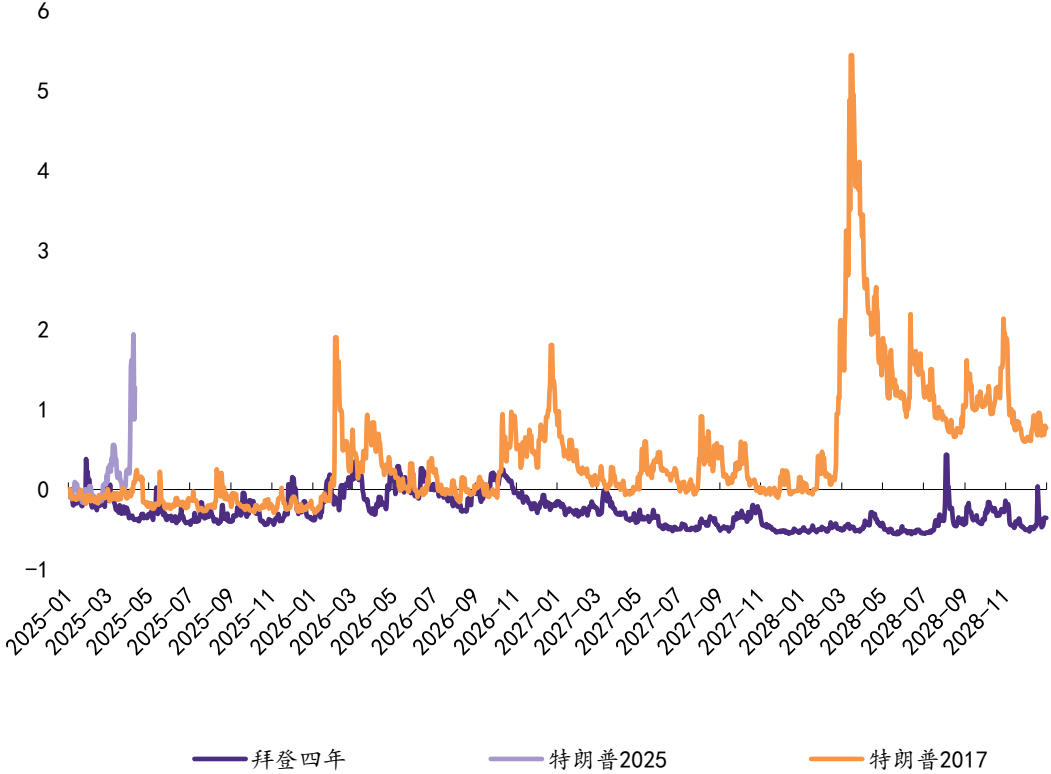
区间交易波动率



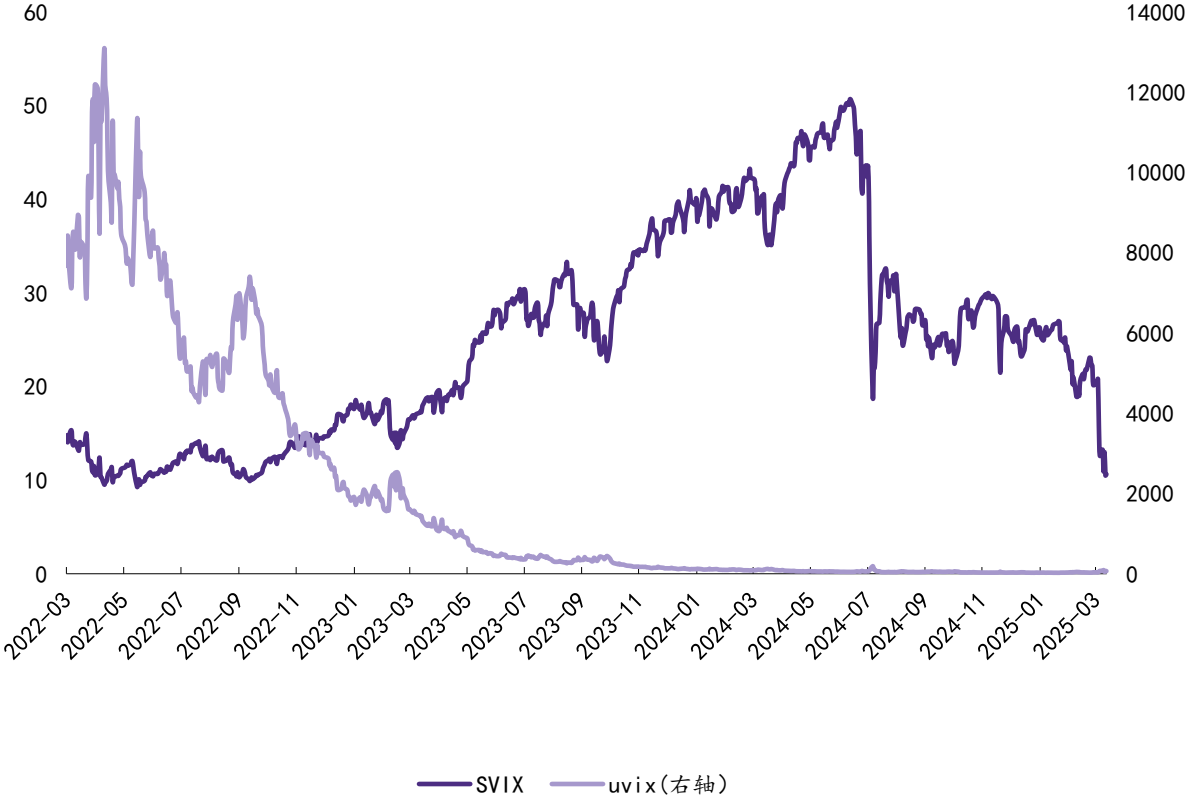
资料来源：Wind资讯，华鑫证券研究



特朗普上一任期，VIX经历波澜壮阔的四年



长期UVIX的折损十分严重



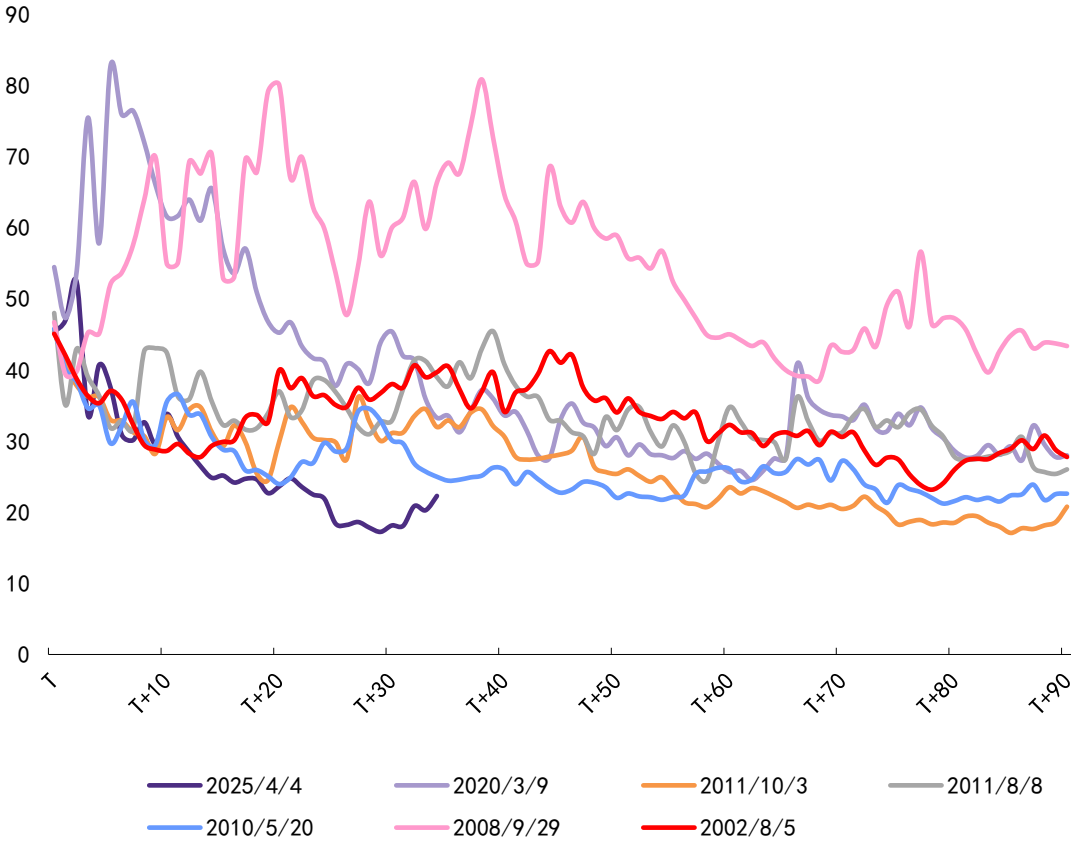
资料来源：Wind资讯，华鑫证券研究

历史上VIX突破45后普遍偏向回落

|           | 当日    | t+1    | T+5    | T+10   | T+15   | T+30   | T+60   | T+90   |
|-----------|-------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 2025/4/4  | 50.93 | 3.69   | -10.13 | -33.52 | -45.18 | -47.83 |        |        |
| 2020/3/9  | 29.85 | -13.15 | 51.84  | 13.09  | 4.81   | -16.62 | -52.88 | -48.59 |
| 2011/10/3 | 5.80  | -10.19 | -27.35 | -26.53 | -35.62 | -31.51 | -48.25 | -54.26 |
| 2011/8/8  | 50.00 | -26.96 | -33.60 | -11.58 | -32.75 | -31.54 | -27.56 | -45.75 |
| 2010/5/20 | 29.64 | -12.43 | -35.18 | -22.52 | -37.13 | -34.22 | -43.00 | -50.64 |
| 2008/9/29 | 34.48 | -15.69 | 11.41  | 17.70  | 13.38  | 28.38  | -3.64  | -7.17  |
| 2002/8/5  | 9.18  | -6.77  | -17.81 | -36.54 | -33.70 | -15.68 | -28.42 | -38.42 |
| 1998/10/8 | 5.13  | -7.74  | -27.11 | -31.07 | -35.51 | -44.25 | -46.52 | -33.43 |
| 1998/9/10 | 14.20 | -3.42  | -13.38 | -23.47 | -4.00  | -30.38 | -44.12 | -36.85 |
| 胜率        |       | 100.00 | 75.00  | 75.00  | 75.00  | 87.50  | 100.00 | 100.00 |

资料来源：Wind资讯，华鑫证券研究

本轮VIX回落是最快的一次

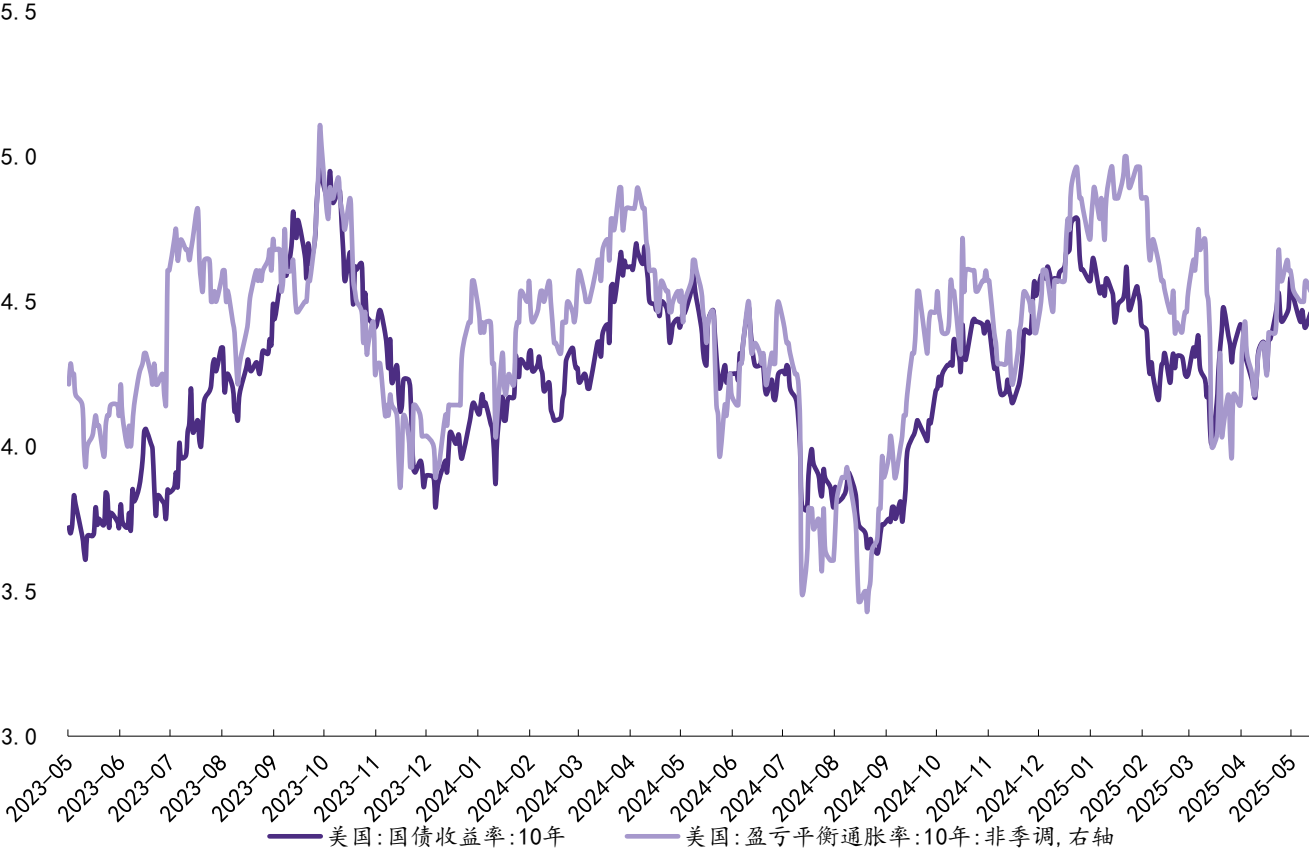


美债：

重回宏观逻辑，4.5之上的性价比较高

研究创造价值

关税缓和但通胀预期抬头，带动利率上行

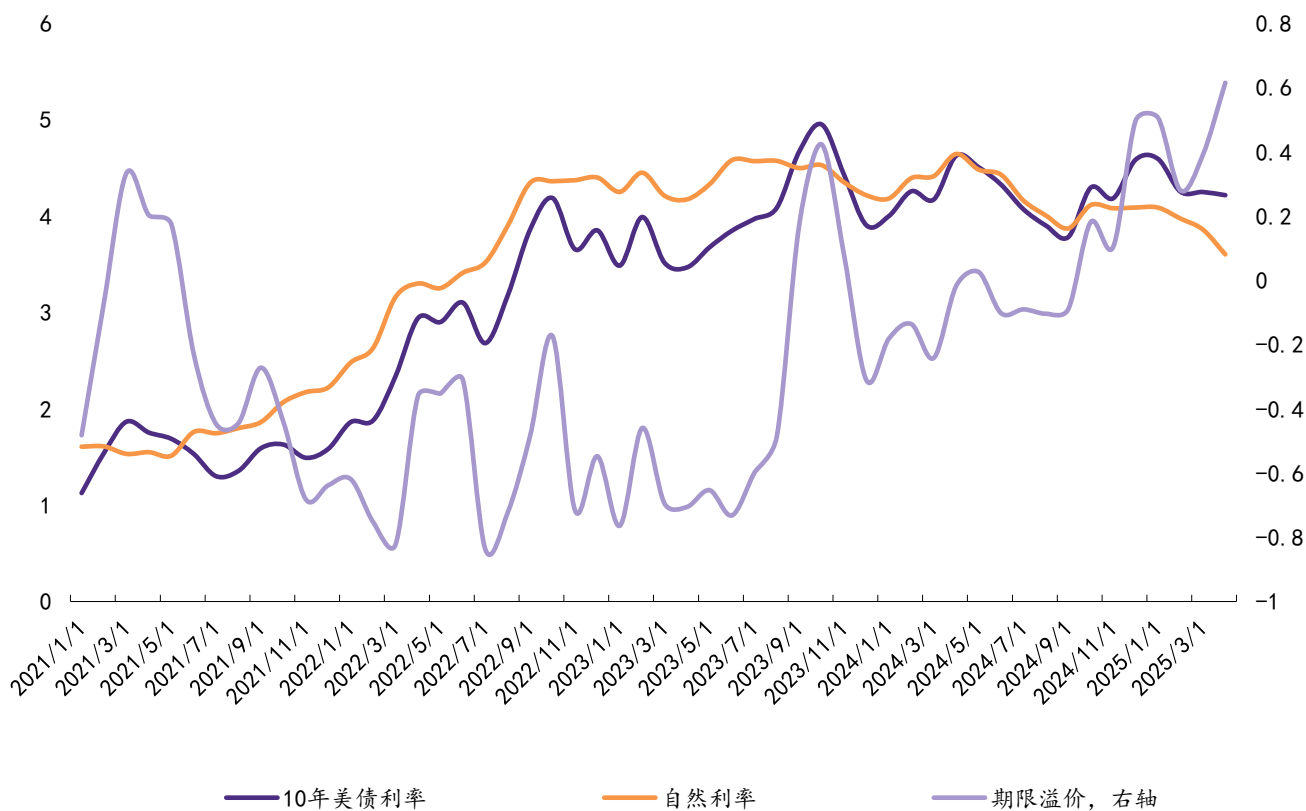


资料来源：Wind资讯，华鑫证券研究所

经济预期稳定，降息推迟，美债收益率上行



Term premium主导的利率抬头

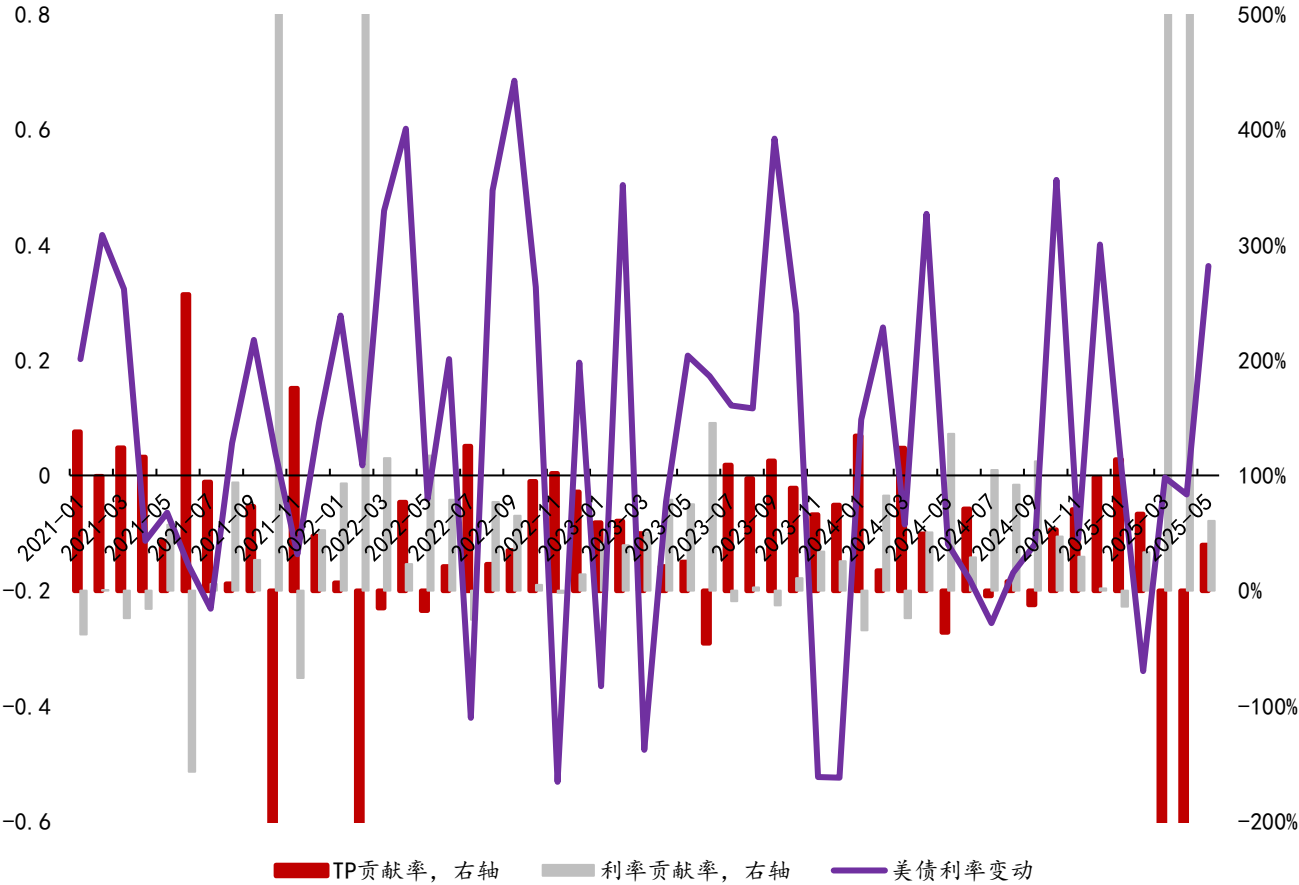


短期降息预期快速回落



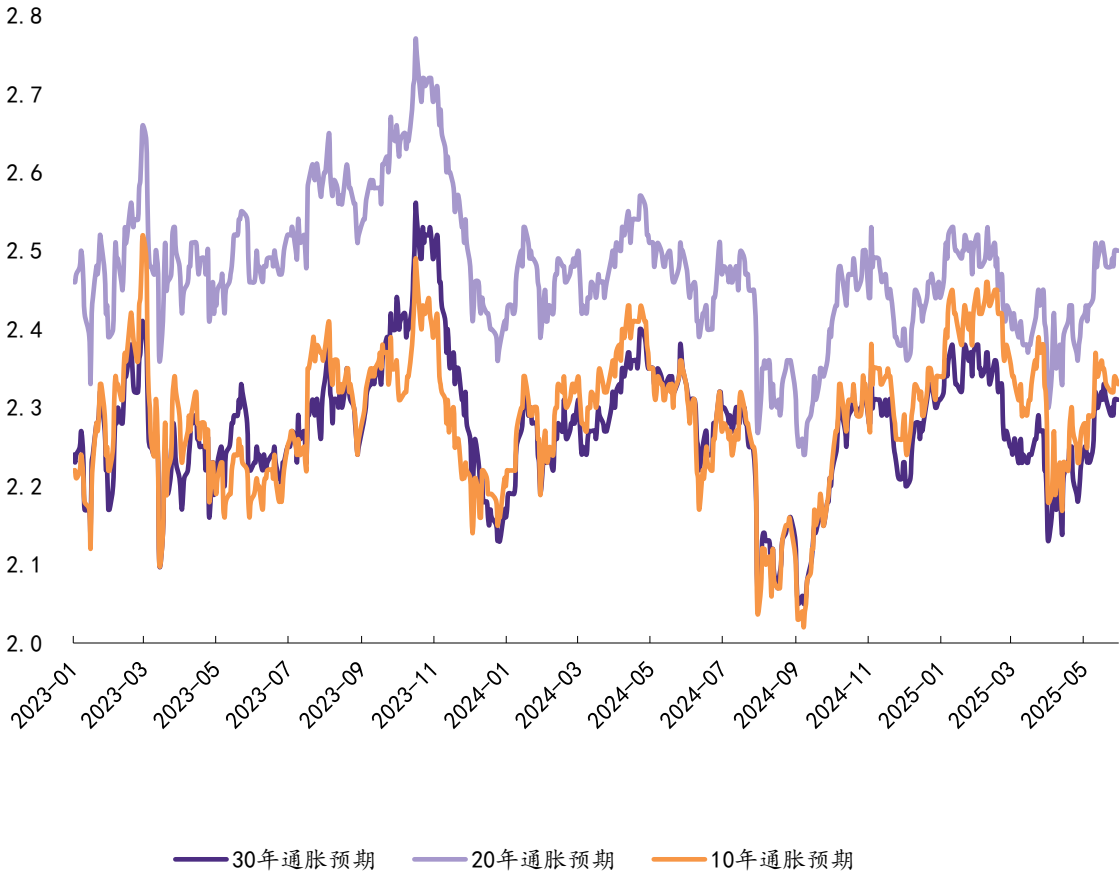
资料来源: Wind资讯, 华鑫证券研究所

10年的上升主要是利率预期贡献所致

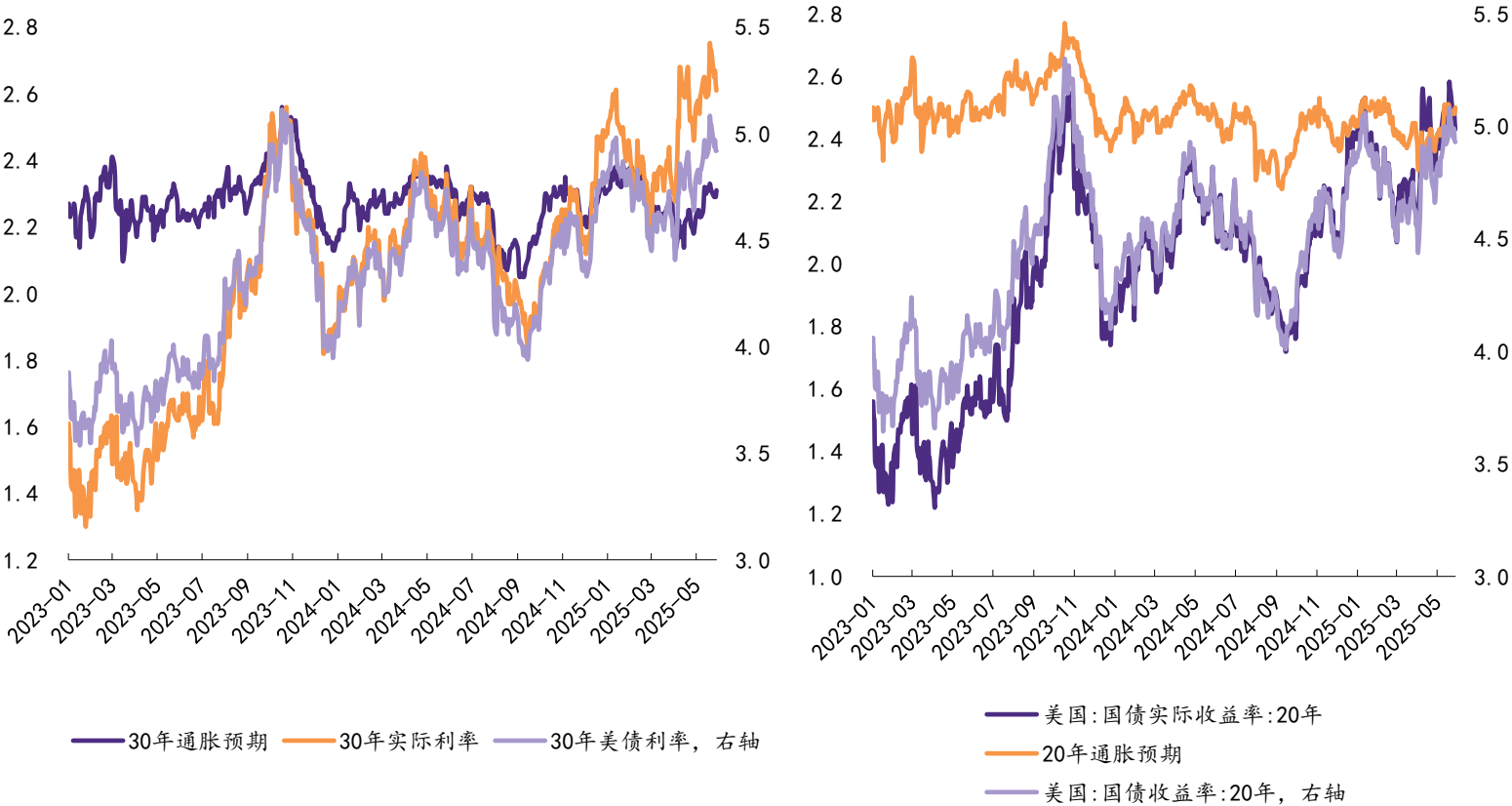


资料来源: Wind资讯, 华鑫证券研究所

20年通胀上行更为迅速



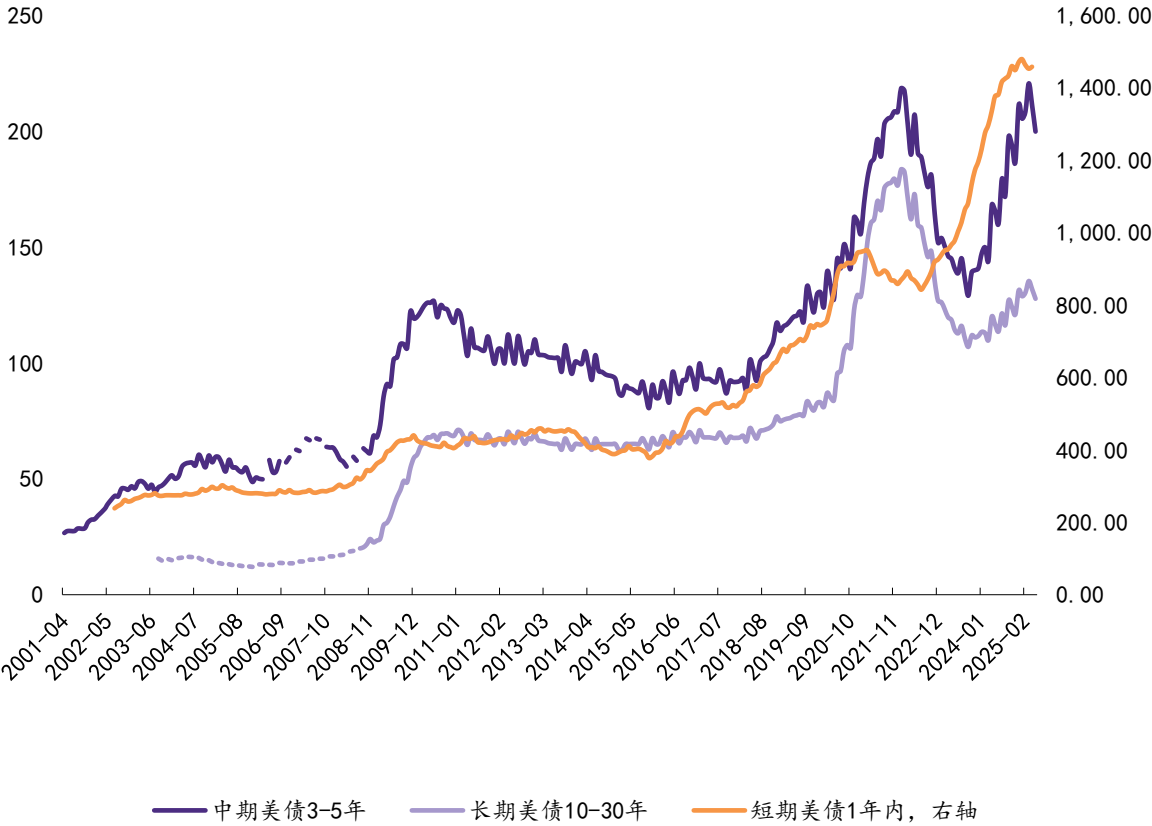
长期利率中通胀和利率的贡献基本五五开



资料来源：Wind资讯，华鑫证券研究所

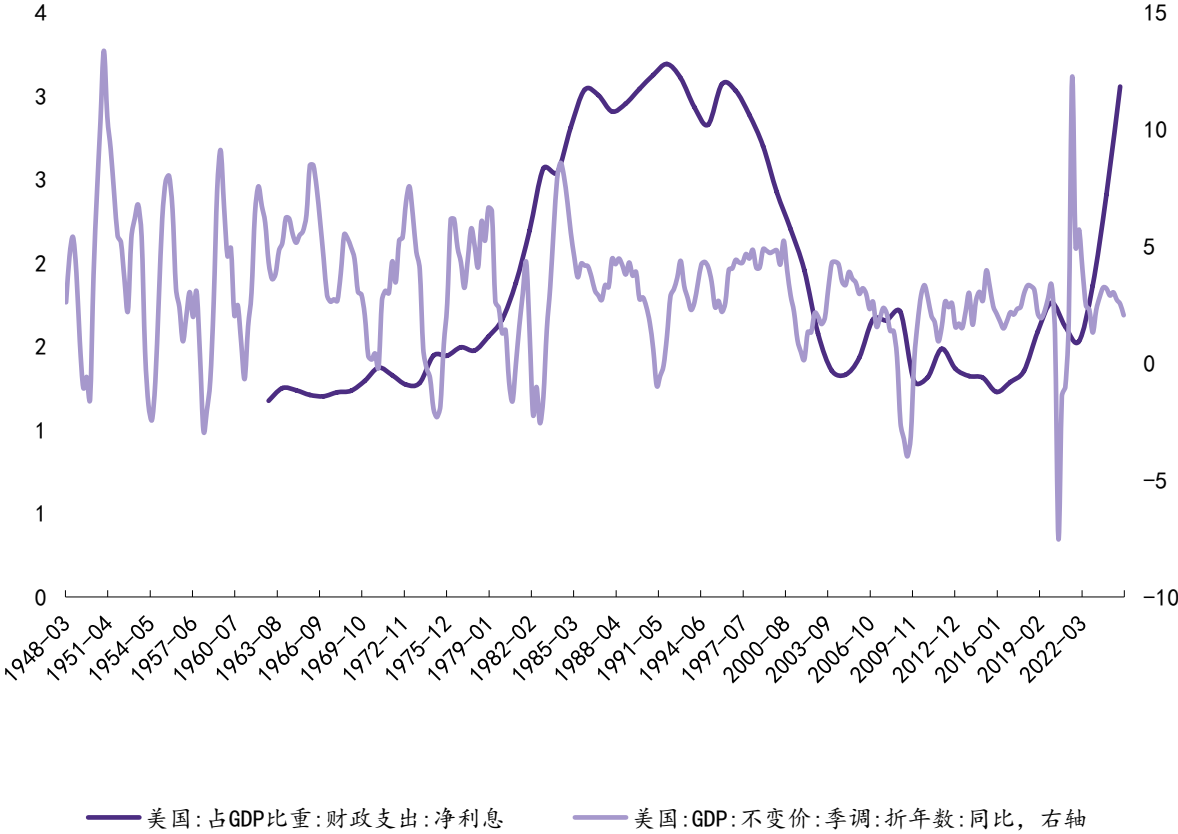
|        | 10年 | 20年 | 30年 |
|--------|-----|-----|-----|
| 实际利率贡献 | 7   | 7   | 8   |
| 通胀预期贡献 | 9   | 11  | 10  |

长期债券拍卖额度虽有上升，但占比仍小

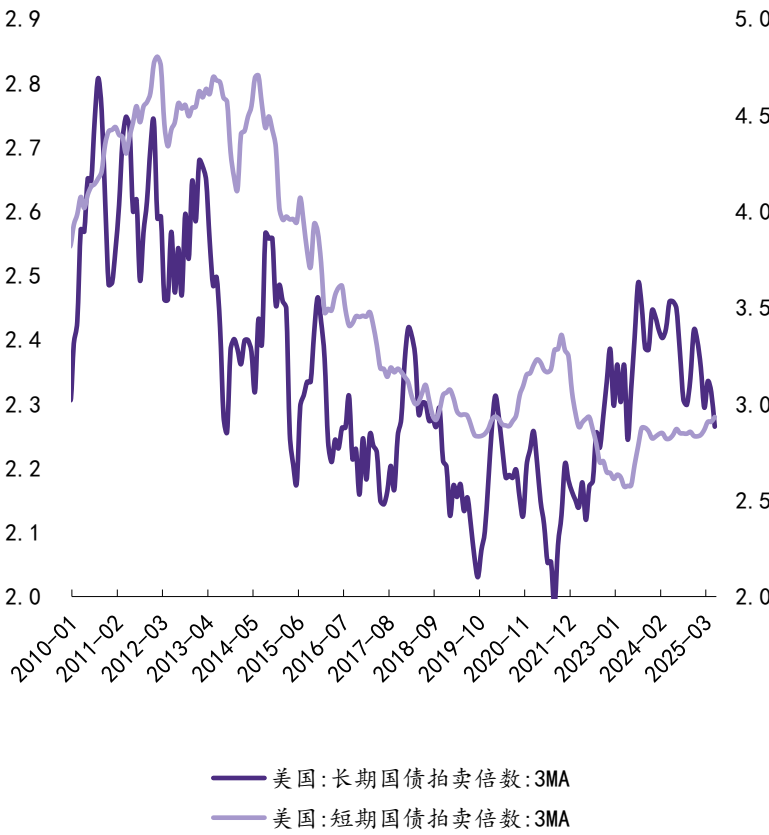


资料来源：Wind资讯，华鑫证券研究所

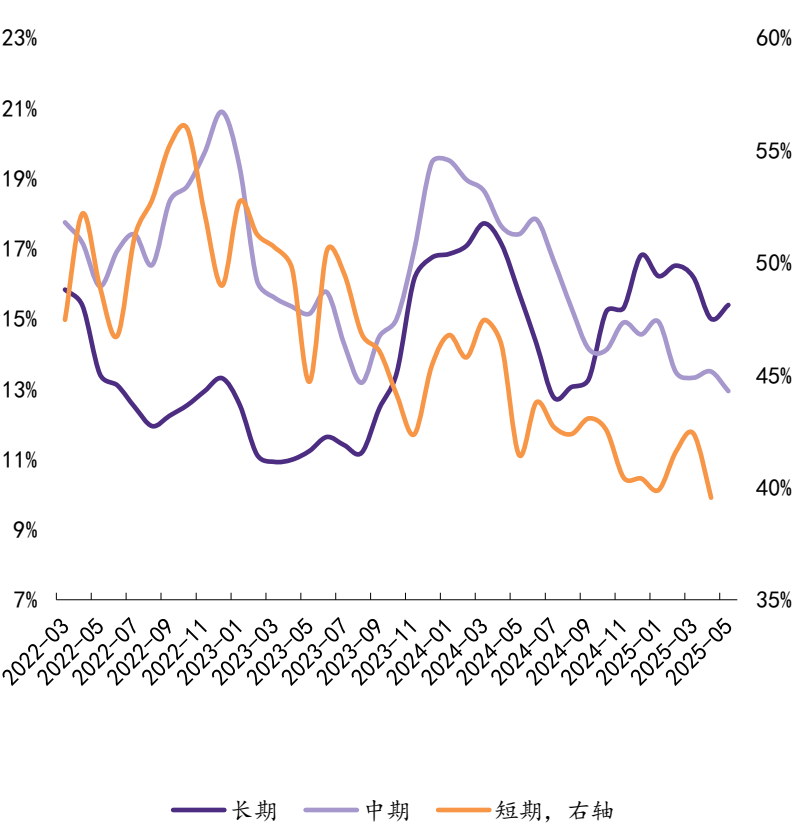
利息利息支出短期快速回升



长期拍卖倍数维持稳定



短期拍卖规模增加

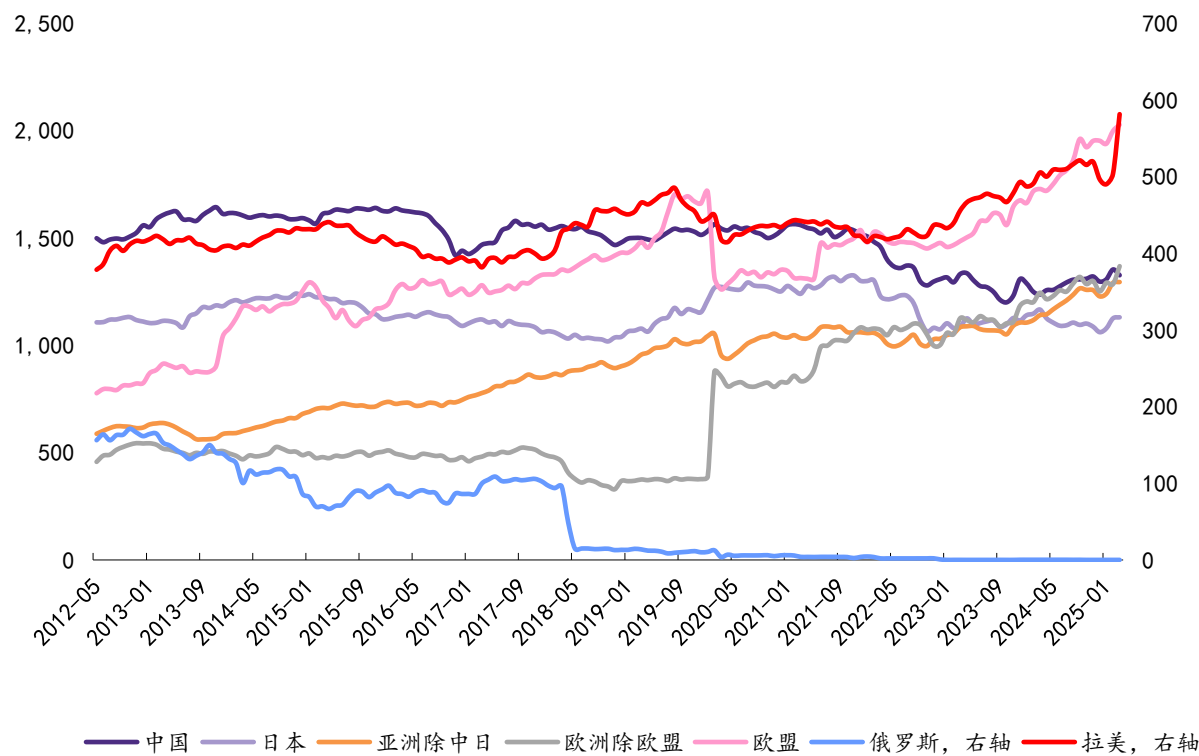


交易商承接开始上行

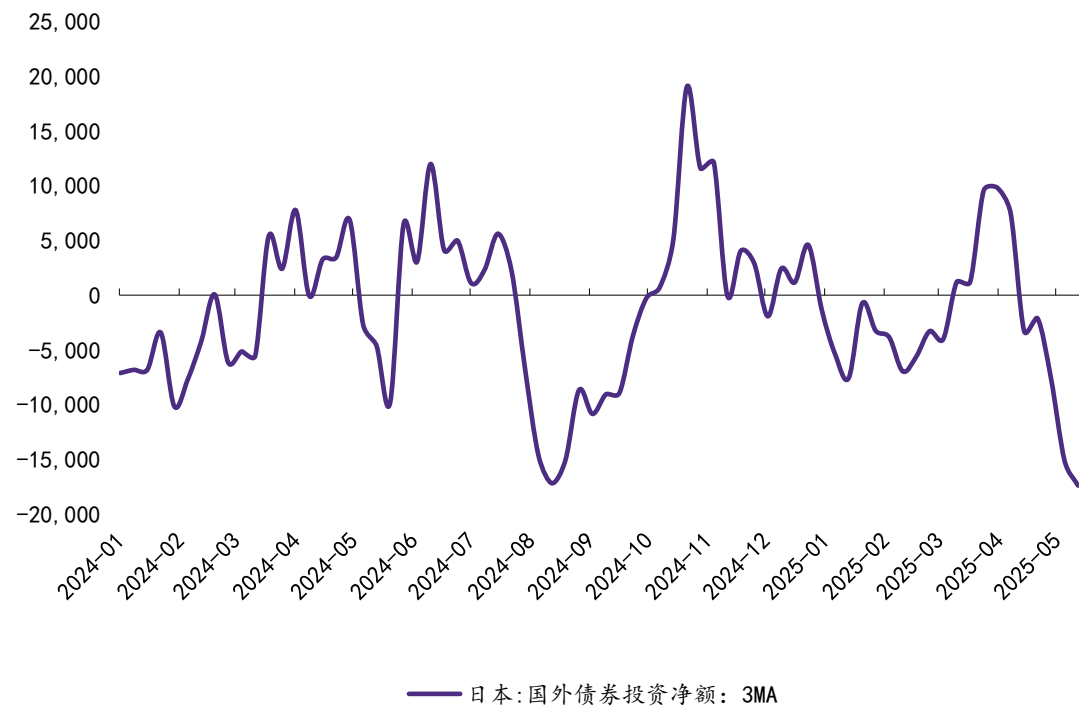


资料来源：Wind资讯，华鑫证券研究所

外资购债边际减少

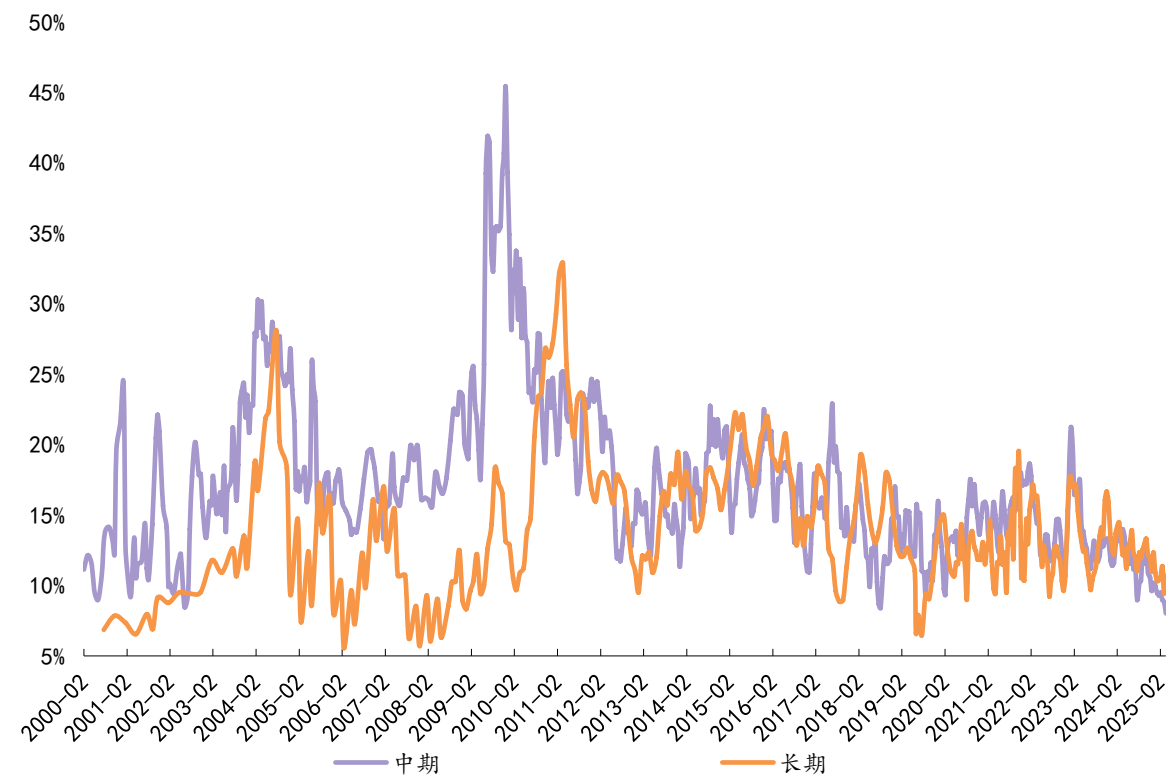


日本周度保持卖债思路

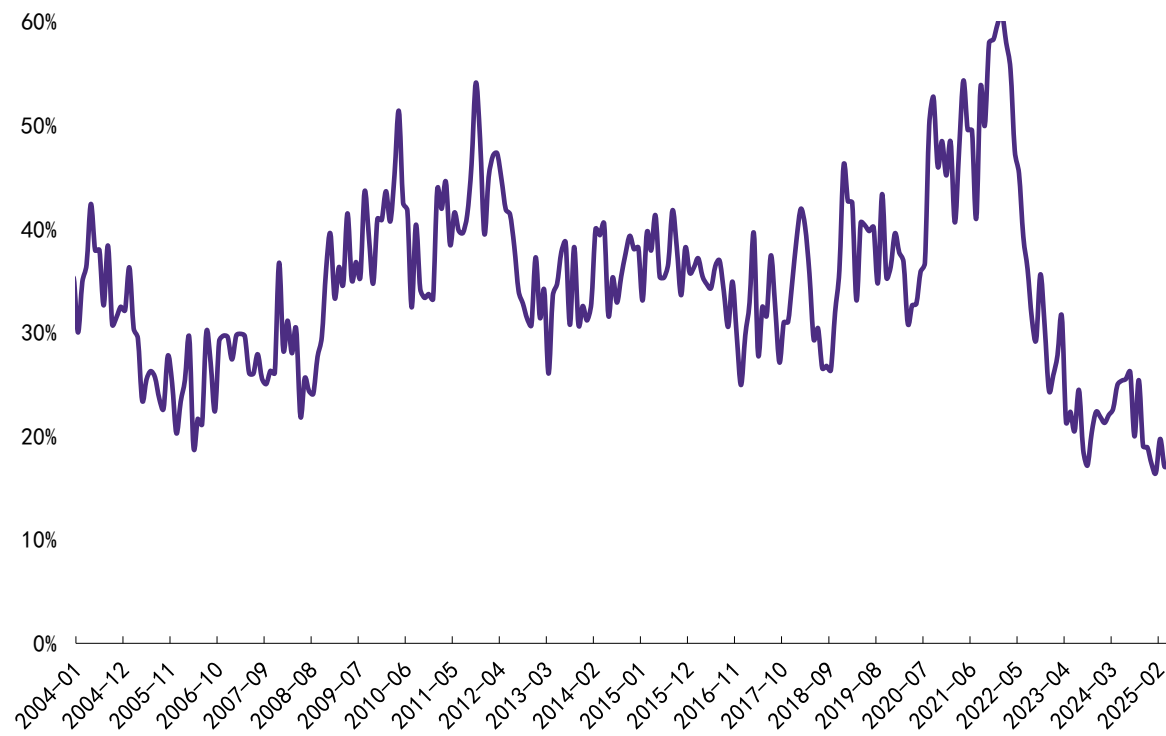


资料来源：Wind资讯，华鑫证券研究所

外资在长债拍卖额占比持续回落

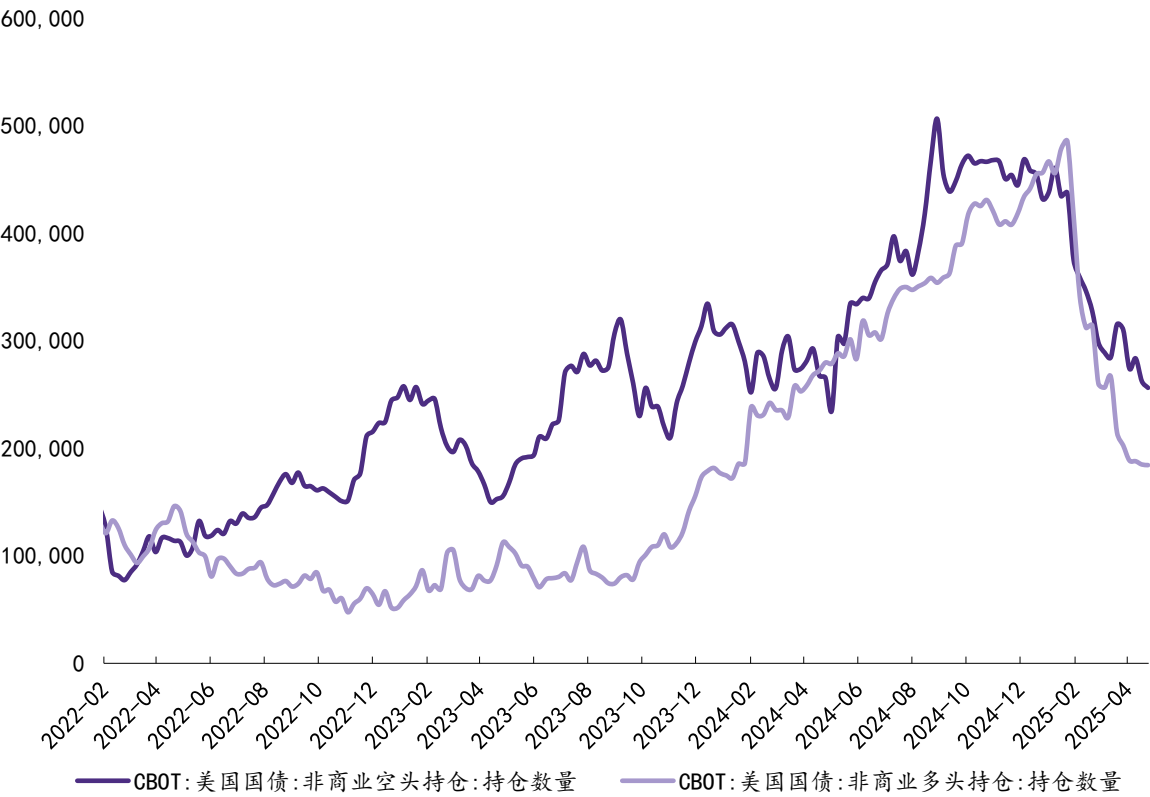


中长期美债占外资购美债比也出现下行



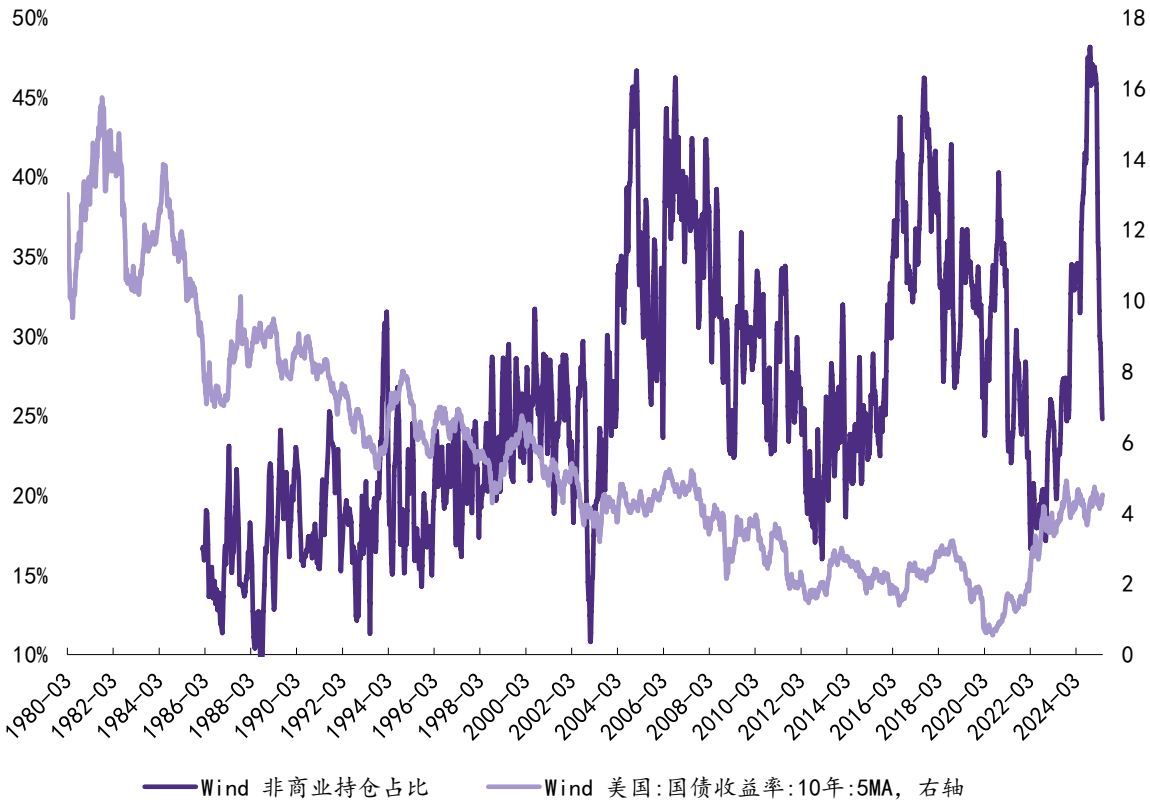
资料来源：Wind资讯，华鑫证券研究所

整体市场对于美债的仓位降低（多和空）



资料来源：Wind资讯，华鑫证券研究所

非商业持仓的回落往往意味着后续美债下行空间更大

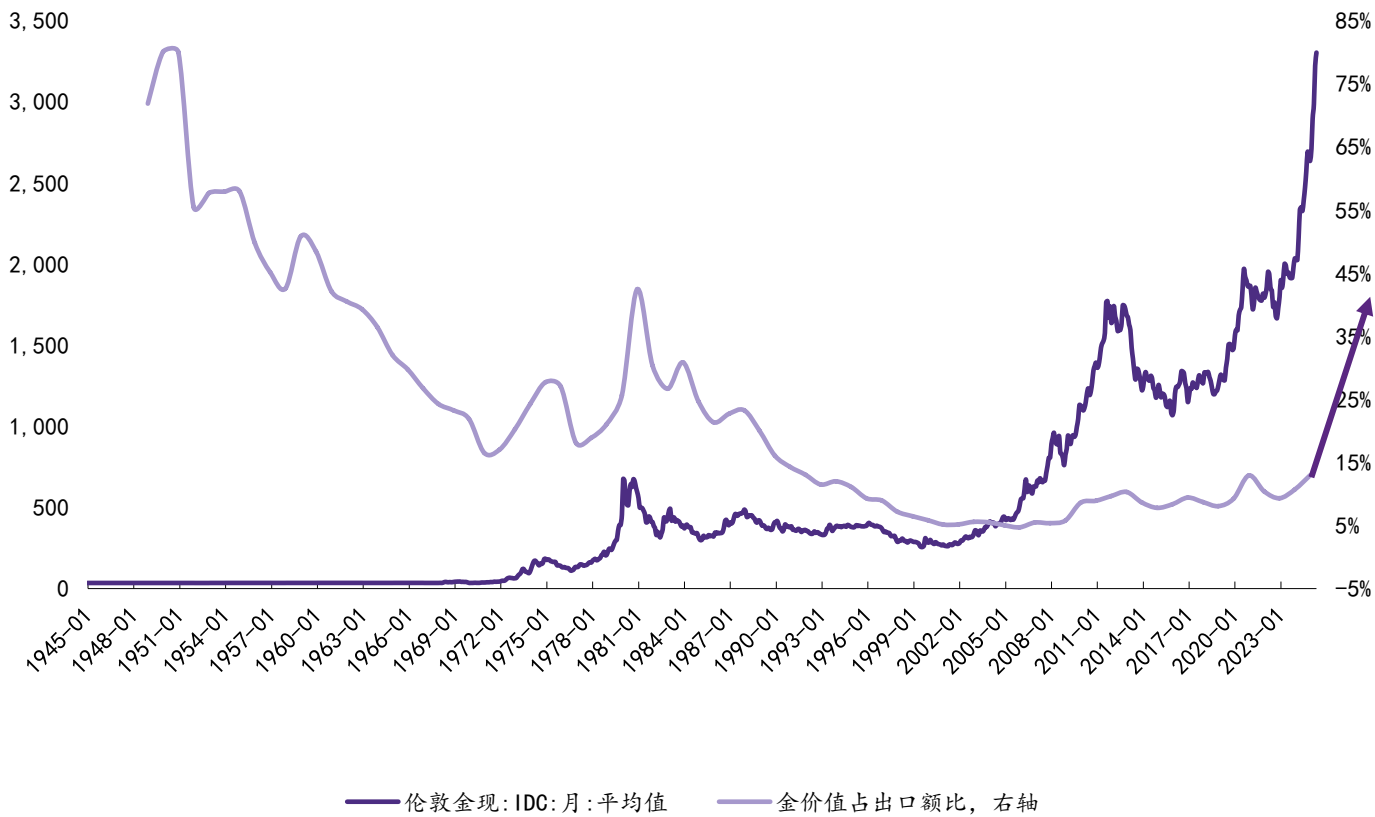


**黄金：**  
短期震荡，把握中长期配置机会

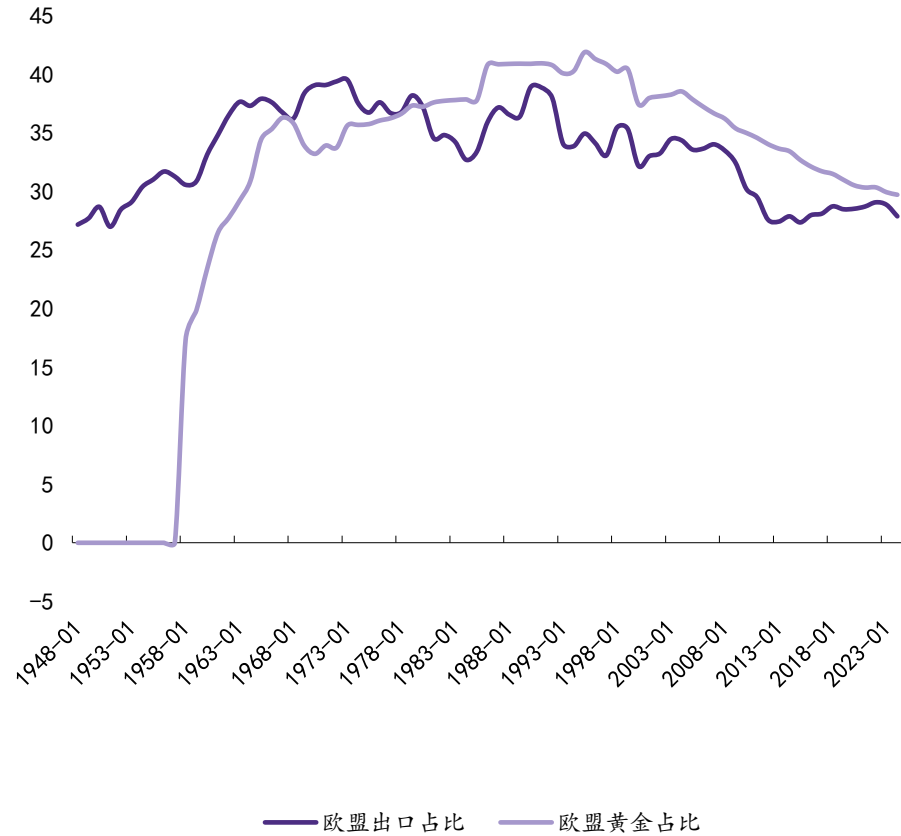
研究创造价值

- 从ETF的角度来说，黄金价格和ETF购金行为从2023年以来便开始出现了背离，移动10年平均MA出现走负
- 央行购金从长期趋势上来说是在支撑但是短期关联度同样有限，且数据滞后

主要是从全球出口额和黄金比来看，信用的崩塌将会带来黄金的持续多配

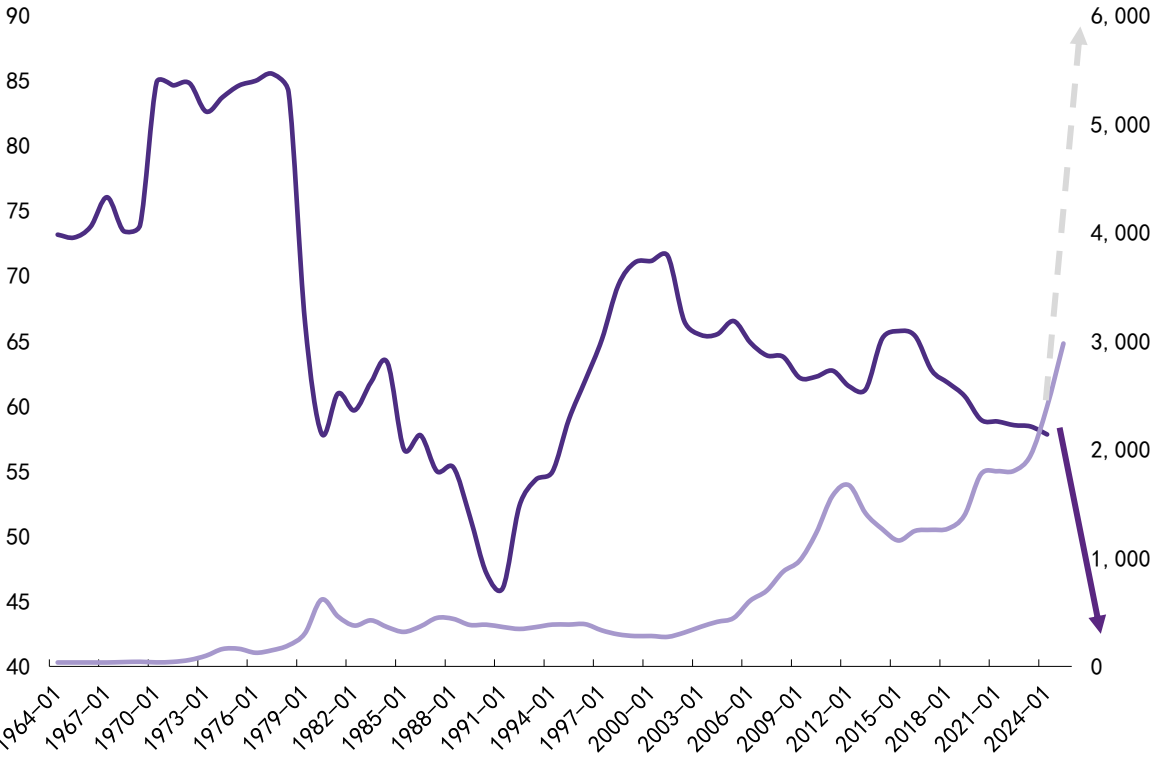


欧盟的出口额和黄金额比例相当

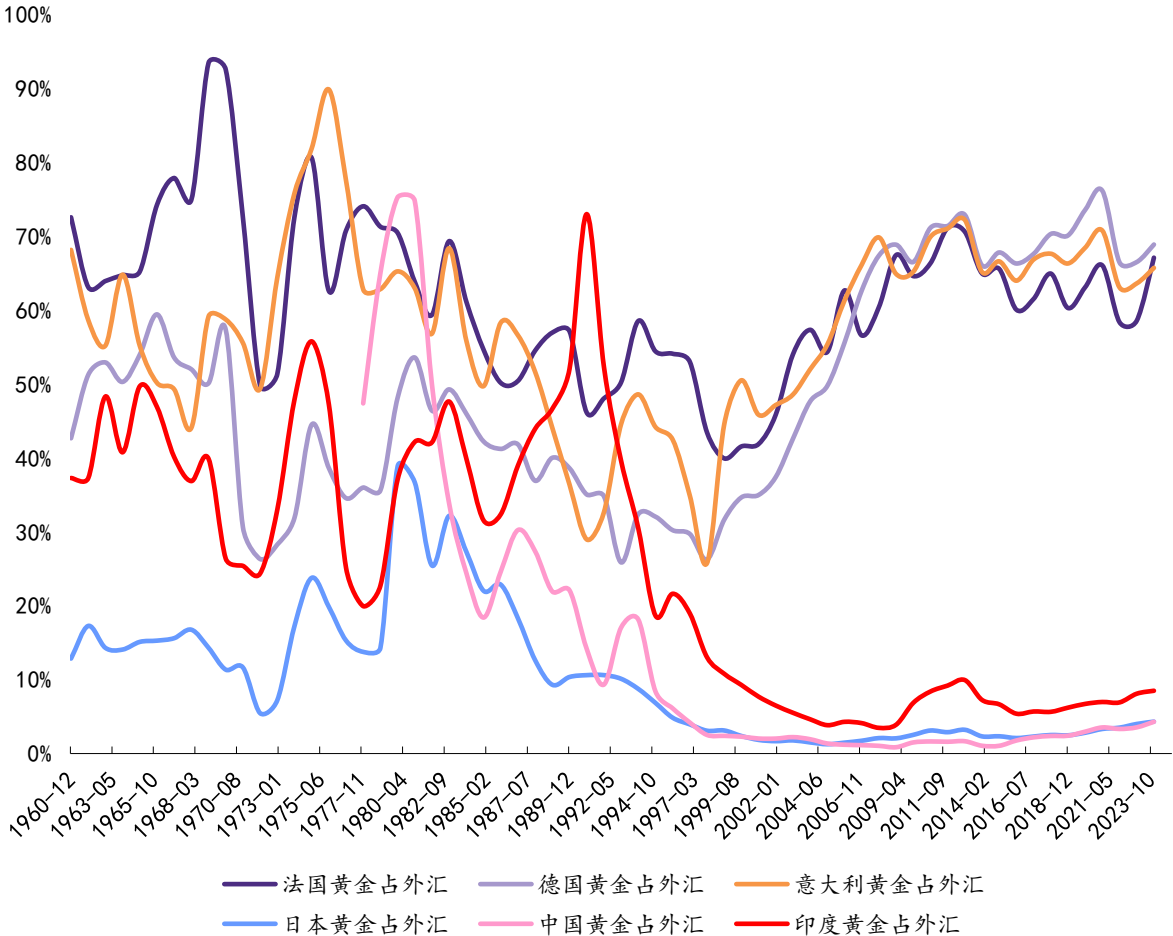


资料来源: Wind资讯, 华鑫证券研究

因此从贸易信用的角度来说，伴随着美元占比的持续回落，购金  
仍会持续

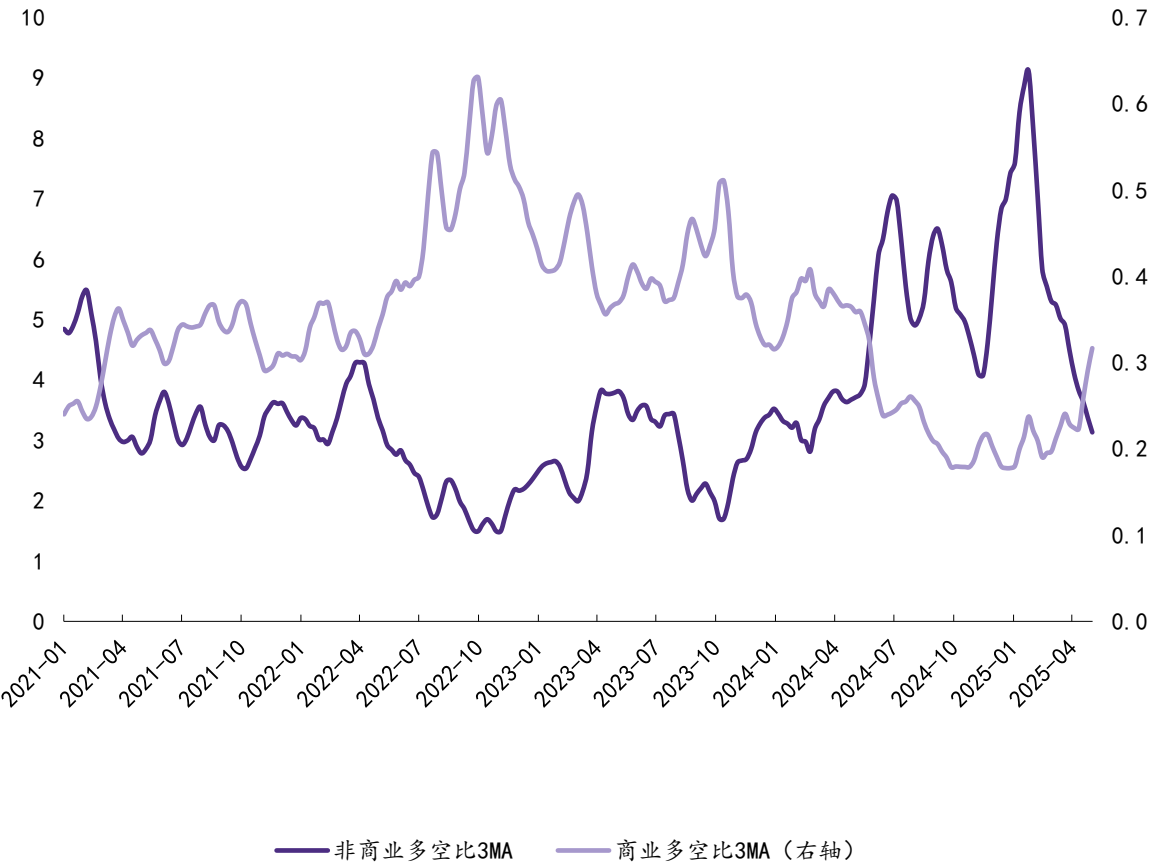


发展中国家的黄金外汇比将向老发达国家看齐，带动长期  
趋势



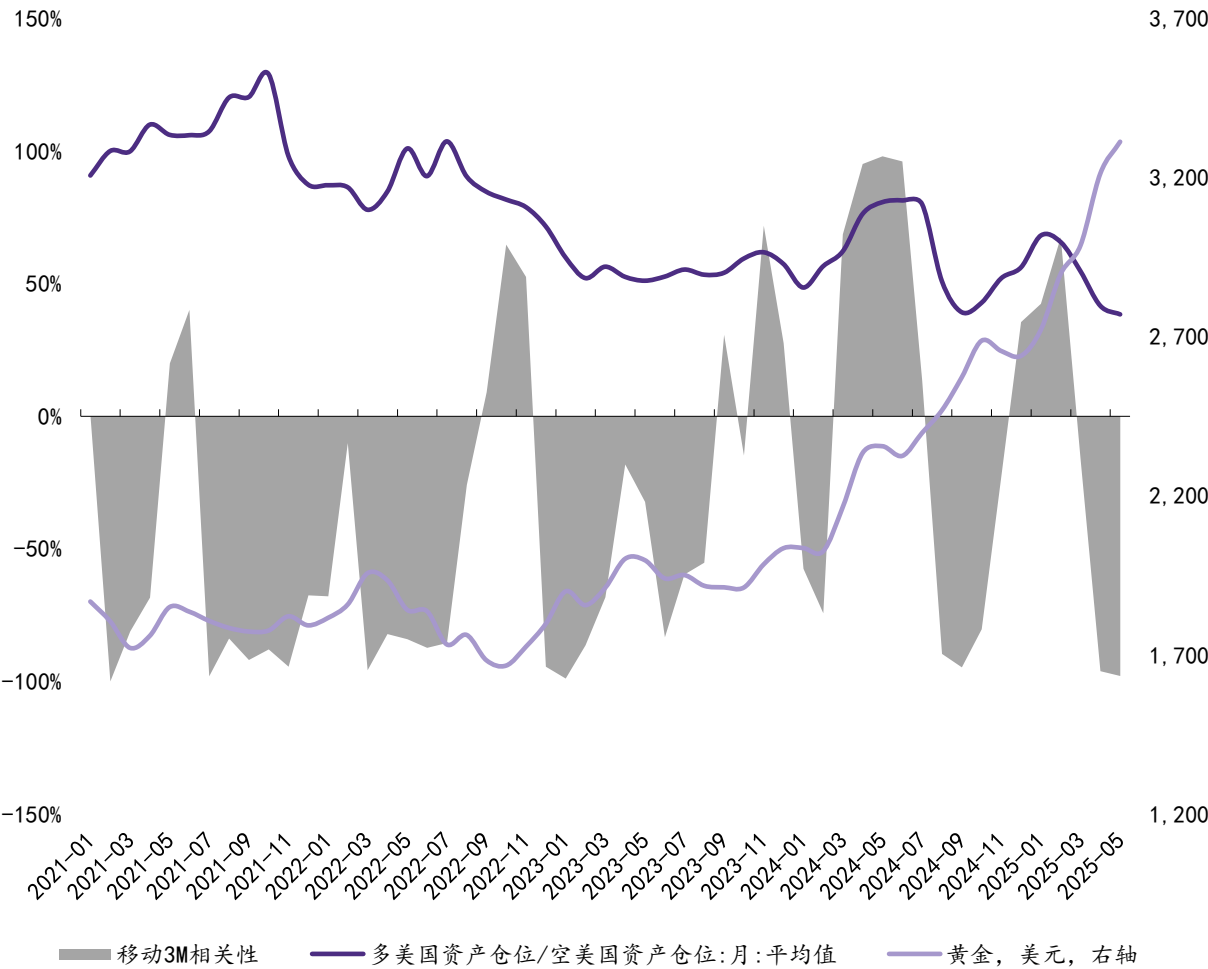
资料来源：Wind资讯，华鑫证券研究，美元占国际储备比，伦敦金现：IDC：年度：平均值，右轴

黄金在3500附近冲高回落，主要是非商业持仓快速兑现



资料来源：Wind资讯，华鑫证券研究

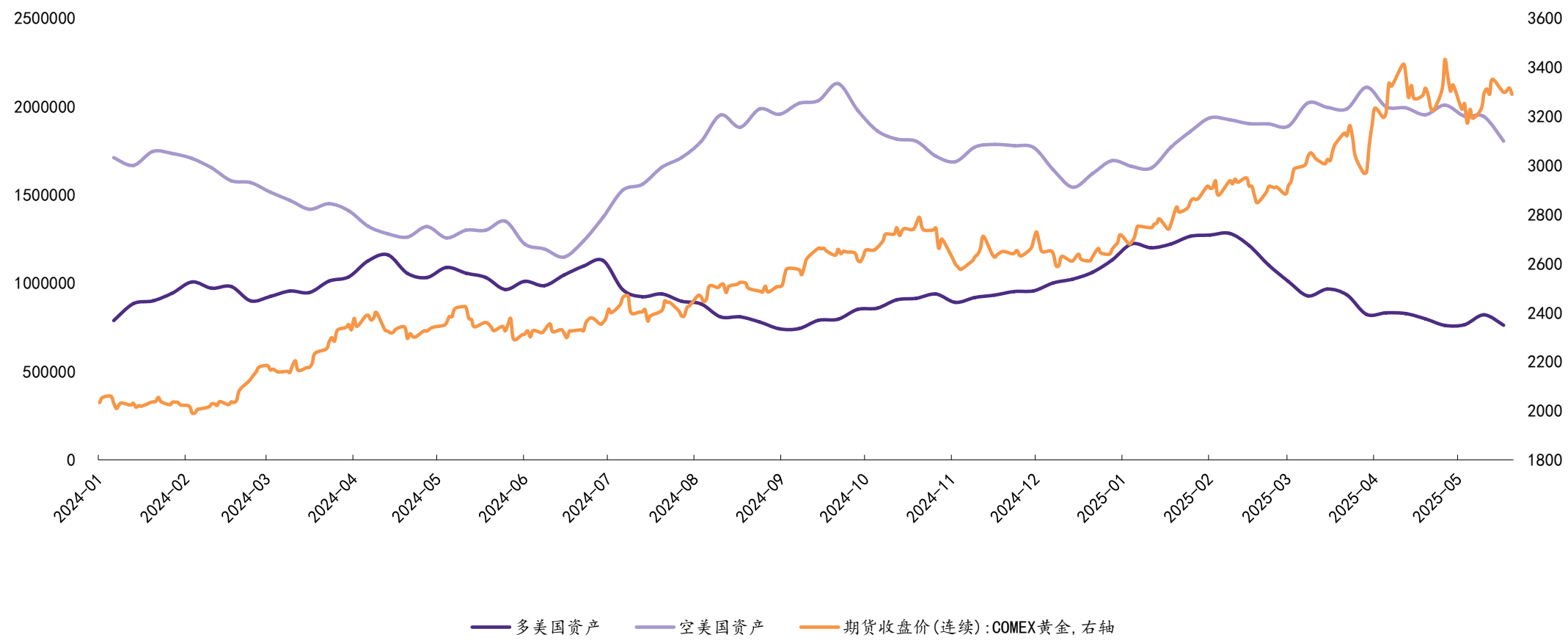
近一个月以来，做空美国资产的仓位和黄金价格呈强负相关



# 黄金：关税缓和后，美元资产阶段性回补，对黄金价格形成压制

➢ 从时间幅度的角度来说，美国多空转化通常在两个月左右的时间，预计黄金调整幅度在3150-3500区间波动。

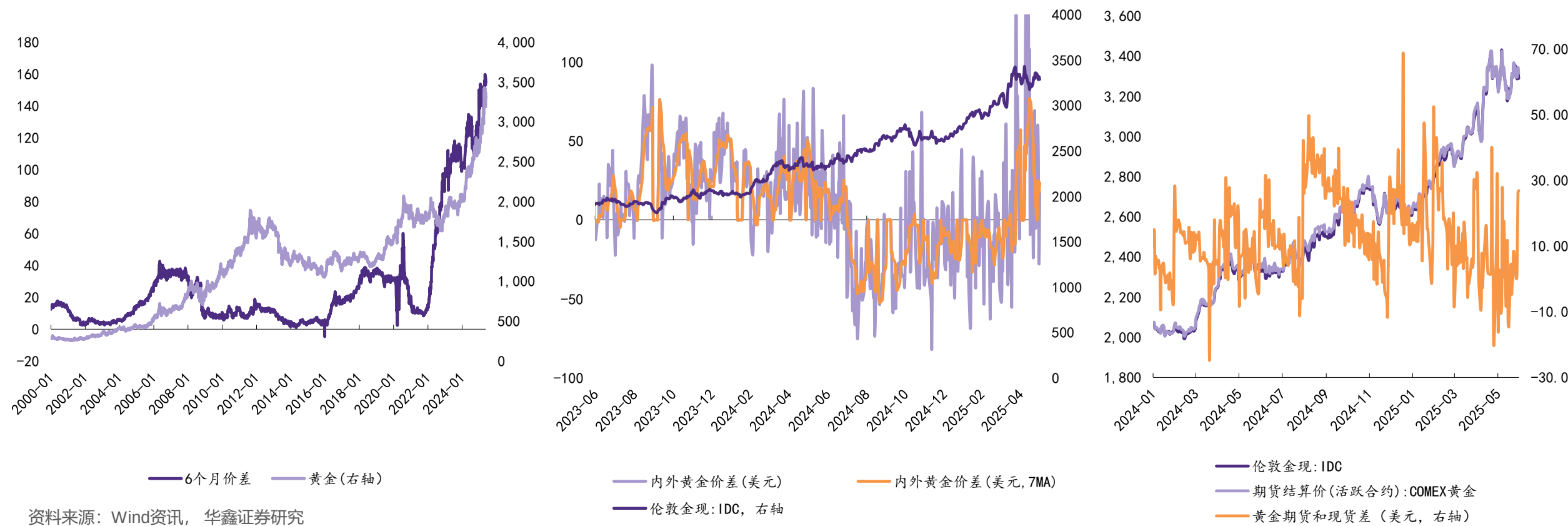
短期关注美国资产配置比例变化及对黄金价格影响



资料来源：Wind资讯，华鑫证券研究

- 从黄金期货的三个差值数据来看当前对于黄金的投资情绪
- 从远近差来看，市场对黄金的投资热情保持在高度乐观，从内外黄金差的角度来说，价差迅速缩减代表着人民币贬值的预期已经基本消耗殆尽，套利空间有限，而期现差再度回升同样符合黄金的投资热情保持在高位

黄金远期情绪高位，内外黄金价差迅速缩减，期货现货差重新回升

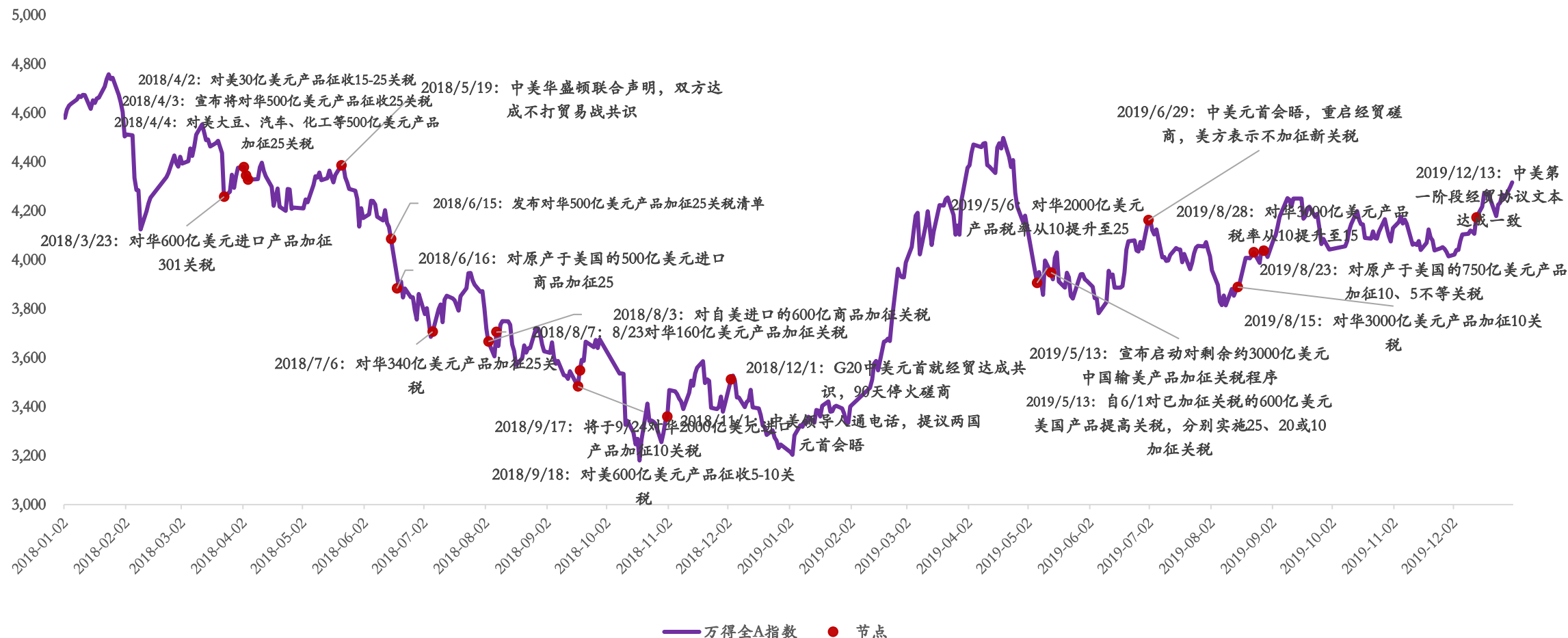


## 03 国内策略： 危与机并存，重回哑铃配置

# 2018-2019年贸易战对A股大势影响：2018年全面承压，2019年边际缓和

- 2018-2019年的每次加税消息均引发A股下跌，同时伴随市场恐慌情绪VIX放大；
- 关税加征虽对A股有短期扰动，中长期走势取决于基本面。2019年关税对A股影响小于2018年，主要是经济企稳对后续A股走势形成支撑。

## 关税加征对A股有短期情绪扰动



资料来源：Wind资讯，华鑫证券研究所

# 2018-2019年贸易战对A股行业影响：从泥沙俱下，到内需驱动和自主可控

- 第一轮关税（2018/3-2018/8）：行业普跌，成长首当其冲，餐饮、社服、美护和医药等内需方向相对抗跌；
- 第二轮关税（2018/9-2019/5）：行业分化，农林牧渔（猪瘟）、餐饮领涨，金融齐涨，通信、电力设备等成长也有不错的表现；
- 第三轮关税（2019/5-2019/12）：行业分化，电子、计算机等自主可控方向领涨，餐饮、家电、医药、美护、社服等内需方向涨幅均超过5。

| 行业   |      | 代码        | 第一轮关税<br>2018/3/23<br>2018/8/7 | 第二轮关税<br>2018/9/17<br>2019/5/6 | 第三轮关税<br>2019/5/13<br>2019/12/12 | 18-19年关税起始<br>2018/3/23<br>2019/12/12 | 2018年<br>2018/1/1<br>2018/12/31 | 2019年<br>2019/1/1<br>2019/12/31 |
|------|------|-----------|--------------------------------|--------------------------------|----------------------------------|---------------------------------------|---------------------------------|---------------------------------|
| 上游资源 | 煤炭   | 801950.SI | -17.13                         | 9.01                           | -14.15                           | -25.07                                | -32.73                          | 10.89                           |
|      | 石油石化 | 801960.SI | -7.88                          | -10.03                         | -7.45                            | -21.99                                | -25.26                          | 11.13                           |
|      | 有色金属 | 801050.SI | -25.48                         | -4.31                          | 0.56                             | -31.29                                | -41.04                          | 24.27                           |
|      | 钢铁   | 801040.SI | -6.74                          | -8.49                          | -11.77                           | -31.97                                | -29.62                          | -2.09                           |
|      | 基础化工 | 801030.SI | -12.90                         | 1.77                           | -4.58                            | -19.40                                | -31.72                          | 24.22                           |
| 中游制造 | 建筑材料 | 801710.SI | -13.57                         | 11.36                          | 6.87                             | -6.28                                 | -30.30                          | 51.03                           |
|      | 机械设备 | 801890.SI | -20.56                         | 8.03                           | -2.97                            | -18.68                                | -35.11                          | 23.92                           |
|      | 建筑装饰 | 801720.SI | -12.74                         | 0.43                           | -12.34                           | -29.34                                | -29.27                          | -2.12                           |
|      | 交通运输 | 801170.SI | -17.50                         | 10.64                          | -6.78                            | -19.46                                | -30.17                          | 17.28                           |
| 大金融  | 银行   | 801780.SI | -12.90                         | 13.87                          | 2.79                             | -0.71                                 | -14.67                          | 22.93                           |
|      | 非银金融 | 801790.SI | -19.68                         | 26.31                          | -0.17                            | 2.99                                  | -25.37                          | 45.51                           |
|      | 房地产  | 801180.SI | -24.31                         | 13.96                          | -5.67                            | -17.24                                | -28.79                          | 22.75                           |
| 成长   | 国防军工 | 801740.SI | -18.93                         | 2.07                           | -2.33                            | -8.50                                 | -31.04                          | 27.19                           |
|      | 电力设备 | 801730.SI | -26.46                         | 10.67                          | -1.40                            | -19.96                                | -34.95                          | 24.37                           |
|      | 计算机  | 801750.SI | -14.95                         | 8.42                           | 9.64                             | 5.25                                  | -24.53                          | 48.04                           |
|      | 传媒   | 801760.SI | -26.30                         | 0.23                           | -0.54                            | -31.09                                | -39.58                          | 21.20                           |
|      | 电子   | 801080.SI | -23.63                         | 4.66                           | 32.56                            | 0.74                                  | -42.37                          | 73.77                           |
|      | 通信   | 801770.SI | -25.34                         | 14.08                          | -5.59                            | -15.31                                | -31.32                          | 19.96                           |
|      | 医药生物 | 801150.SI | -12.12                         | 4.51                           | 6.65                             | -7.89                                 | -27.67                          | 36.85                           |
| 下游消费 | 社会服务 | 801210.SI | -7.32                          | 8.96                           | 5.34                             | 1.71                                  | -10.61                          | 27.92                           |
|      | 轻工制造 | 801140.SI | -23.73                         | 4.16                           | -5.51                            | -27.52                                | -36.62                          | 19.27                           |
|      | 农林牧渔 | 801010.SI | -15.27                         | 52.63                          | -7.65                            | 15.32                                 | -22.44                          | 45.45                           |
|      | 纺织服饰 | 801130.SI | -20.65                         | 3.10                           | -13.21                           | -33.11                                | -34.33                          | 7.09                            |
|      | 商贸零售 | 801200.SI | -20.83                         | 6.94                           | -12.55                           | -28.95                                | -32.70                          | 8.80                            |
|      | 美容护理 | 801980.SI | -10.73                         | 8.31                           | 6.27                             | -7.21                                 | -22.79                          | 26.31                           |
|      | 食品饮料 | 801120.SI | -4.65                          | 31.20                          | 13.37                            | 34.52                                 | -21.95                          | 72.87                           |
|      | 汽车   | 801880.SI | -21.61                         | 4.05                           | -6.54                            | -24.99                                | -34.34                          | 14.60                           |
|      | 家用电器 | 801110.SI | -21.20                         | 21.80                          | 7.61                             | -1.00                                 | -31.40                          | 56.99                           |
|      | 公用   | 801970.SI | -21.75                         | -4.71                          | -12.01                           | -40.15                                | -45.62                          | 0.50                            |
| 公用   | 综合   | 801230.SI | -24.64                         | 14.60                          | -3.53                            | -20.65                                | -39.30                          | 26.13                           |
|      | 公用事业 | 801160.SI | -15.81                         | 1.69                           | -6.15                            | -22.81                                | -29.72                          | 5.12                            |

资料来源：新华社、中国政府网、华鑫证券研究所

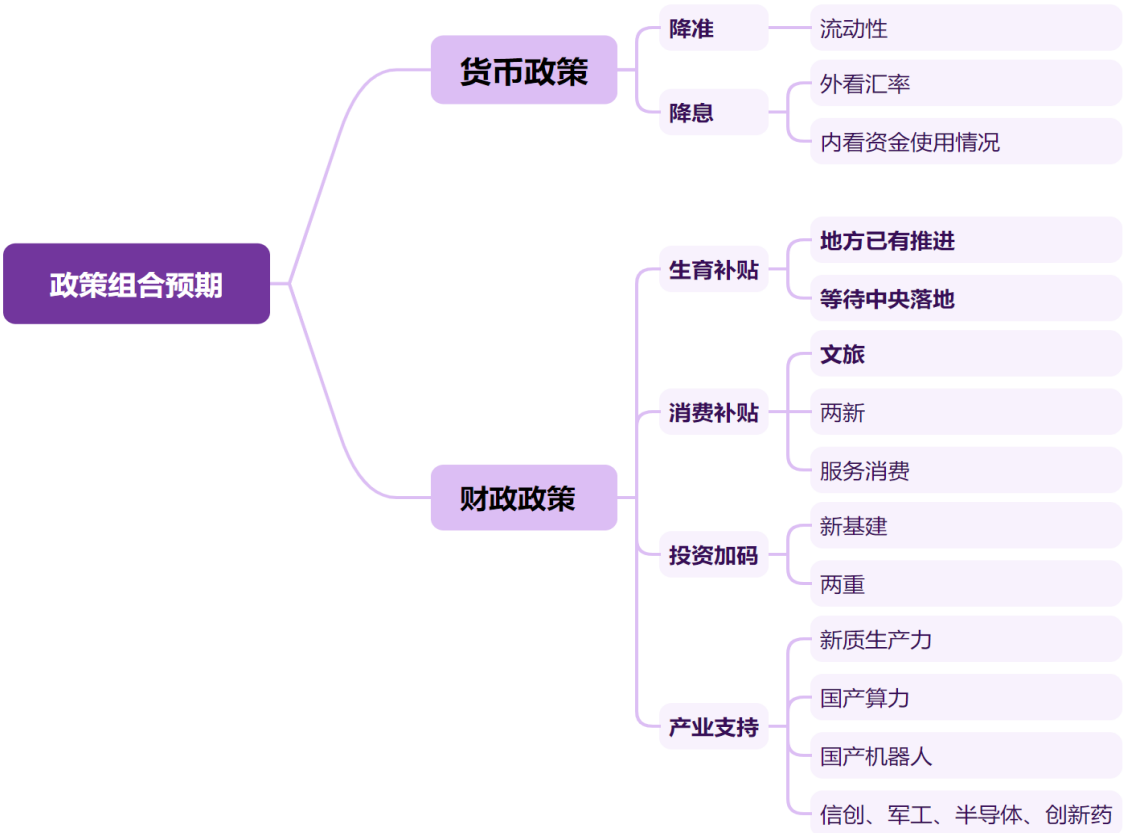
政策观察期：短期增量政策紧迫性降低，更多是落实前期存量政策

➤ 4月政治局会议重在维稳，加紧实施存量政策，增量还需等待。明确“外部冲击影响加大”，“强化底线思维，充分备足预案”，等待经济走弱后的增量对冲，跟踪Q2经济及下一个政策窗口7月政治局会议。

425政治局会议主要是落实存量政策

|        | 2023年4月<br>稳中求进                                                                                                            | 2024年12月<br>稳中求进，以进促稳                                                                                                                 | 2024年9月<br>总体平稳、稳中有进                                                                                                  |
|--------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 总体定调   |                                                                                                                            |                                                                                                                                       |                                                                                                                       |
| 形势判断   | 经济呈现向好态势，社会信心持续提振，高质量发展扎实推进，社会大局保持稳定。同时，我国经济持续回升向好的基础还需要进一步巩固，外部冲击影响加大。要优化宏观经济政策，扎实做好经济工作。                                 | 经济运行总体平稳，稳中有进，我国经济实力、科技实力、综合国力持续增强。新质生产力稳步发展，改革开放持续深化，重点领域风险化解有序有效，民生保障扎实有力，全年经济社会发展主要目标任务将顺利完成。                                      | 当前经济运行出现一些新的情况和问题。要全面客观冷静看待当前经济形势，正视困难，坚定信心，切实增强做好经济工作的责任感和紧迫感。                                                       |
| 总体要求   | 要不断完善稳就业稳经济的政策工具箱，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，加强超常规逆周期调节，全力巩固经济发展和社会稳定的基本面                                                 | 实施更加积极有力的宏观政策。扩大国内需求，推动科技创新和产业融合发展，稳住楼市股市，防范化解重点领域风险和外部冲击，稳定预期，激发活力，推动经济持续回升向好，不断提高人民生活水平，保持社会和谐稳定，高质量完成“十四五”规划目标任务，为实现“十五五”良好开局打牢基础。 | 要抓住重点，主动作为，有效落实存量政策，加力推出增量政策，进一步提高政策措施的针对性、有效性，努力完成全年经济社会发展目标任务。                                                      |
| 宏观政策   | 要加紧实施更加积极有力的宏观政策                                                                                                           | 实施更加积极有力的宏观政策                                                                                                                         | 要加大财政货币政策逆周期调节力度，保证必要的财政支出，做好基层“三保”工作。要帮助企业渡过难关，进一步规范涉企执法、监管行为。要依法监管促进建设，为非公有制经济发展营造良好环境。                             |
| 货币政策   | 用好用足更加积极的财政政策和适度宽松的货币政策，适时降准降息，保持流动性充裕，加大支持实体经济，做好新的结构性货币政策工具，设立新货币政策传导工具，支持科技创新，扩大消费，稳定外贸等                                | 实施适度宽松的货币政策，充实完善政策工具箱，加强超常规逆周期调节，打好政策“组合拳”，提高宏观调控的前瞻性、针对性、有效性                                                                         | 要降低存款准备金率，实施有力度的降息。                                                                                                   |
| 财政政策   | 用好用足更加积极的财政政策和适度宽松的货币政策，加快地方政府专项债发行使用，兜牢基层“三保”底线                                                                           | 实施更加积极的财政政策                                                                                                                           | 要发行使用好中长期特别国债和地方政府专项债，更好发挥对投资带动作用。                                                                                    |
| 产业政策   | 要多措并举帮扶困难企业，加强融资支持，加快推动内外贸一体化，培育壮大新质生产力，打造一批新兴产业产业，持续用有力推进关键核心技术攻关，创新推出债券市场的“科技债”，加快实施“人工智能+”行动。大力推进重点产业提质升级，坚持标准引领，规范竞争秩序 | 要以科技创新引领新质生产力发展，建设现代化产业体系。要发挥经济体制改革牵引作用，推动标志性改革举措落地见效                                                                                 | 要支持和规范社会力量发展养老、托育产业，抓紧完善生育支持政策体系。                                                                                     |
| 地产政策   | 加力实施城市更新行动，有力有序推进城中村和老旧小区改造，加快构建房地产发展新模式，加大高品质居住供给，优化存量商品房收购政策，持续巩固房地产市场稳定态势                                               | 稳住楼市股市，防范化解重点领域风险和外部冲击，稳定预期，激发活力                                                                                                      | 要促进房地产市场止跌回稳，对商品房建设要严控增量、优化存量、提高质量，加大“白名单”项目贷款投放力度，支持盘活闲置存量土地。要回应群众关切，调整住房限购政策，降低存量房贷利率，抓紧完善土地、财税、金融等政策，推动构建房地产发展新模式。 |
| 扩内需    | 提高中低收入群体收入，大力发展服务消费，增强消费对经济增长的拉动作用。依法清理消费领域限制措施，设立服务消费与普惠消费基金，加大资金支持力度，扩围提质实施“两新”政策，加力实施“两重”建设                             | 要大力提振消费，提高投资效益，全方位扩大国内需求                                                                                                              | 要把握消费和民生结合点，促进中低收入群体增收，提升消费结构。要培育新型消费业态。                                                                              |
| 资本市场   | 持续稳定和活跃资本市场                                                                                                                | 稳住楼市股市，防范化解重点领域风险和外部冲击，稳定预期，激发活力                                                                                                      | 要努力提振资本市场，大力引导中长期资金入市，打通社保、险、理财等资金入市堵点。要支持上市公司并购重组，稳步开展公募基金改革，研究出台保护中小投资者的政策措施。                                       |
| 保民生    | 着力保民生，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。健全分层分类的社会救助体系。加强农业生产，稳定粮食等重要农产品价格。巩固拓展脱贫攻坚成果同乡村振兴有效衔接。持续抓好安全生产和防灾减灾等各项工作                  | 要持续巩固拓展脱贫攻坚成果，统筹推进新型城镇化 and 乡村振兴，促进城乡融合发展；要加大对保障和改善民生力度，增强人民群众获得感幸福感安全感。                                                              | 要守住兜牢民生底线，重点做好应届高校毕业生、农民工、新人口、零就业家庭等重点人群就业工作，加强对大龄、残疾、长时间失业等就业困难群体的帮扶。要加低收入人口救助帮扶。                                    |
| 防风险    | 要持续用力防范化解重点领域风险。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                                                                           | 要有效防范化解重点领域风险，牢牢守住不发生系统性风险底线                                                                                                          | 要抓好食品和农电气热等重要物资的保供稳价，要知爱粮好粮和农业生产，关心农民增收，抓好秋种生产，确保国家粮食安全。                                                              |
| 稳外资稳外贸 | 加强对企业“走出去”的服务。同国际社会一道，积极维护多边主义，反对单边霸权行径                                                                                    | 要扩大高水平对外开放，稳外贸，稳外资                                                                                                                    | 要加大引资增量力度，抓紧推进和实施制造业领域外资准入开放措施，进一步优化营商环境，法治化，国际化一流营商环境。                                                               |

宏观对冲政策组合拳预期推迟



资料来源：Wind资讯，华鑫证券研究所

# 经济降温期：2025年贸易战对GDP拖累在0.4-1.0个百分点

- 最乐观情形：芬太尼谈判成功，减免今年2-3月加征的20，近保留基准的10关税，对经济拖累为0.43个百分点；
- 乐观情形：24对等关税在90天达成一致减免，年内加征30关税，对经济拖累为1.0个百分点；
- 中性情形：谈判成效不佳，延续54的对等关税加征，对GDP拖累为1.9个百分点；
- 悲观情形：谈判破裂关税再度加码，特朗普顶格加征67，对GDP拖累为2.3个百分点；
- 极端情形：中美贸易全面脱钩，对GDP拖累为2.8个百分点。

对等关税对中国GDP影响估算

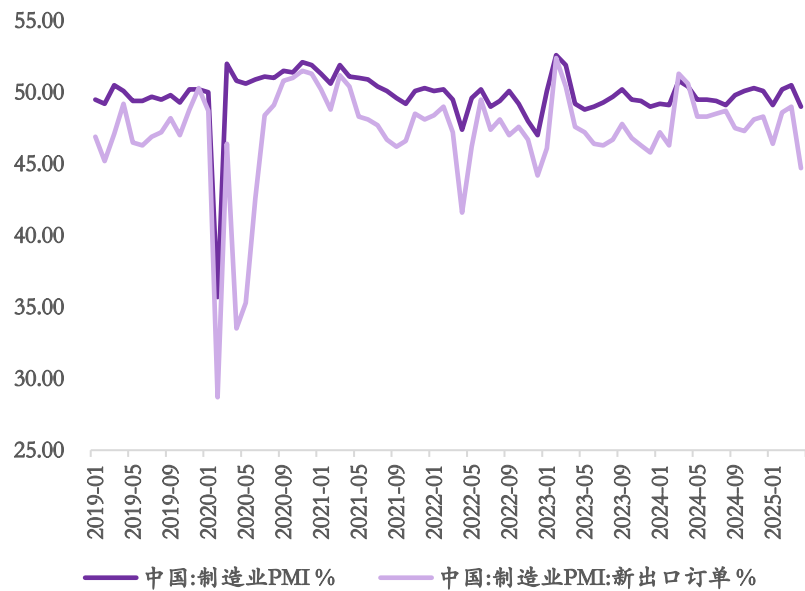
| 指标           |           | 最乐观       | 乐观         | 中性          | 悲观     | 极端     |
|--------------|-----------|-----------|------------|-------------|--------|--------|
| 出口价格弹性       | a         |           |            | -1.40       |        |        |
| 2024年美对关税率（） | b         |           |            | 12.30       |        |        |
| 新增关税率（）      | c         | 10.00     | 30.00      | 54.00       | 67.00  | 104.00 |
| 情形说明         | /         | 芬太尼谈判减免20 | 对等10+芬太尼20 | 90天后24关税未谈成 | 对等加至顶格 | 中美贸易脱钩 |
| 关税对出口价格影响（）  | d=c/（1+b） | 11.18     | 26.71      | 48.09       | 59.66  | /      |
| 关税对美出口增速影响（） | e=a*d     | -15.65    | -37.40     | -67.32      | -83.53 | 100.00 |
| 中对美出口占出口比重（） | f         |           |            | 14.66       |        |        |
| 关税对出口增速影响（）  | g=e*f     | -2.29     | -5.48      | -9.87       | -12.24 | 14.66  |
| 出口占GDP比重（）   | h         |           |            | 18.87       |        |        |
| 关税对GDP影响（）   | i=g*h     | -0.43     | -1.03      | -1.86       | -2.31  | 2.77   |

资料来源：Wind资讯，华鑫证券研究所

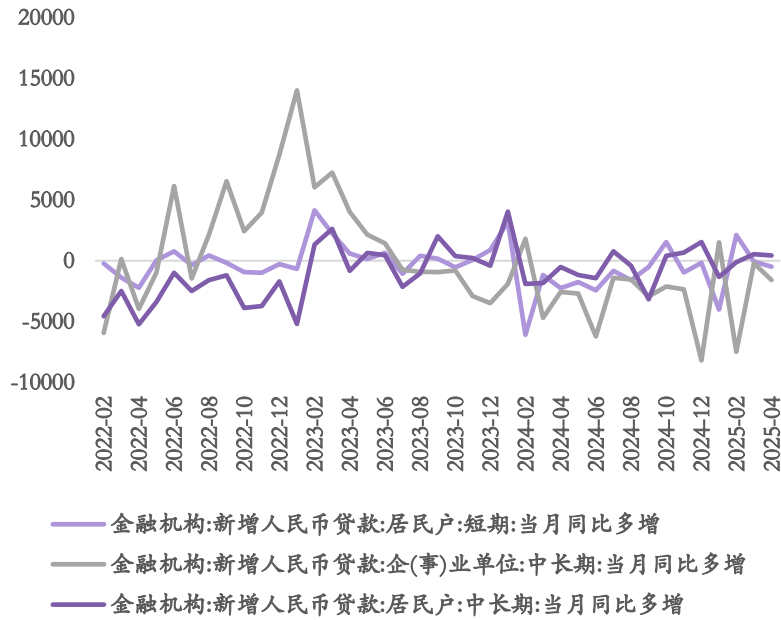
# 经济降温期：4月PMI、社融和经济数据均有走弱

- **4月PMI**：超预期大降至49，为近一年半来最低，新出口订单创2023年以来新低。
- **4月社融**：开门红后边际降温，信贷冲高回落。新增社融1.16万亿，低于预期的1.26万亿，政府债券是主要支撑。信贷冲高回落，结构有所恶化，票据冲量明显。M2同比升至近一年最高，得益于低基数和非银存款大增。
- **4月经济**：边际降温，出口、生产、制造业和基建投资高位微降，消费下行超预期、地产量价齐降，CPI和PPI延续负增。

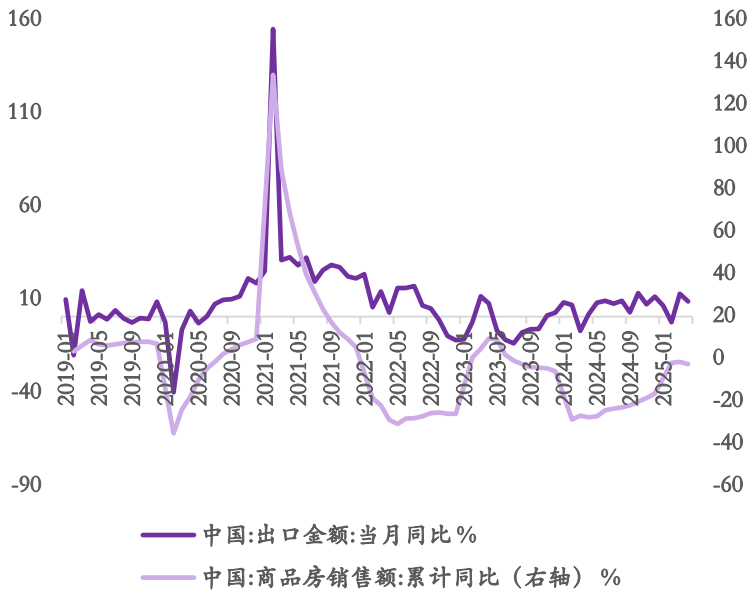
4月PMI和新出口订单明显回落



4月信贷冲高回落



4月出口和地产均有走弱

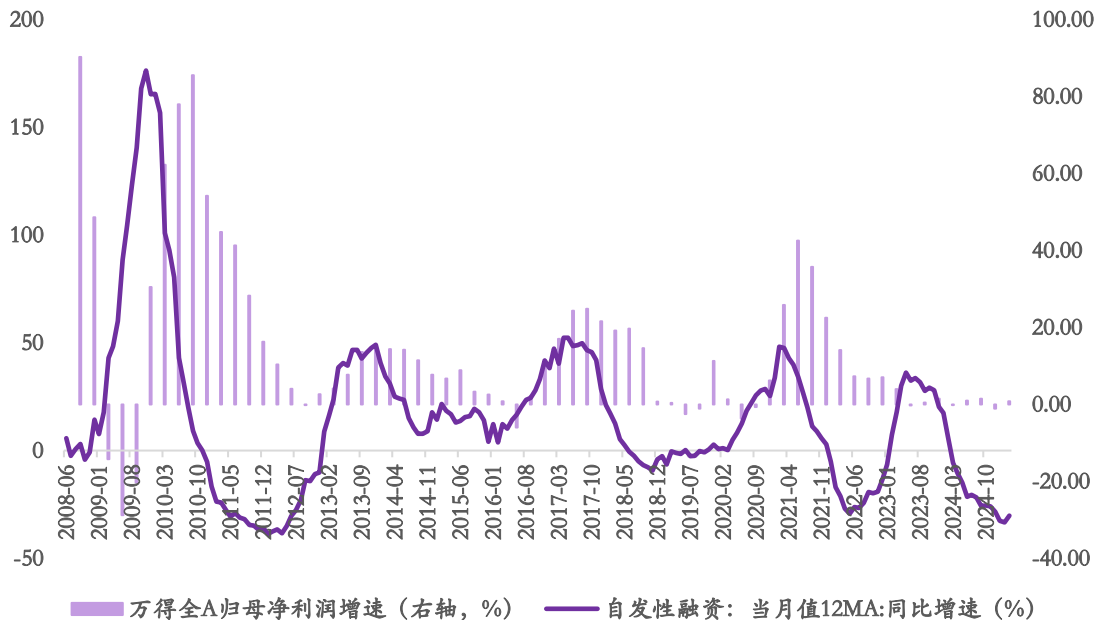


资料来源：Wind资讯，华鑫证券研究所

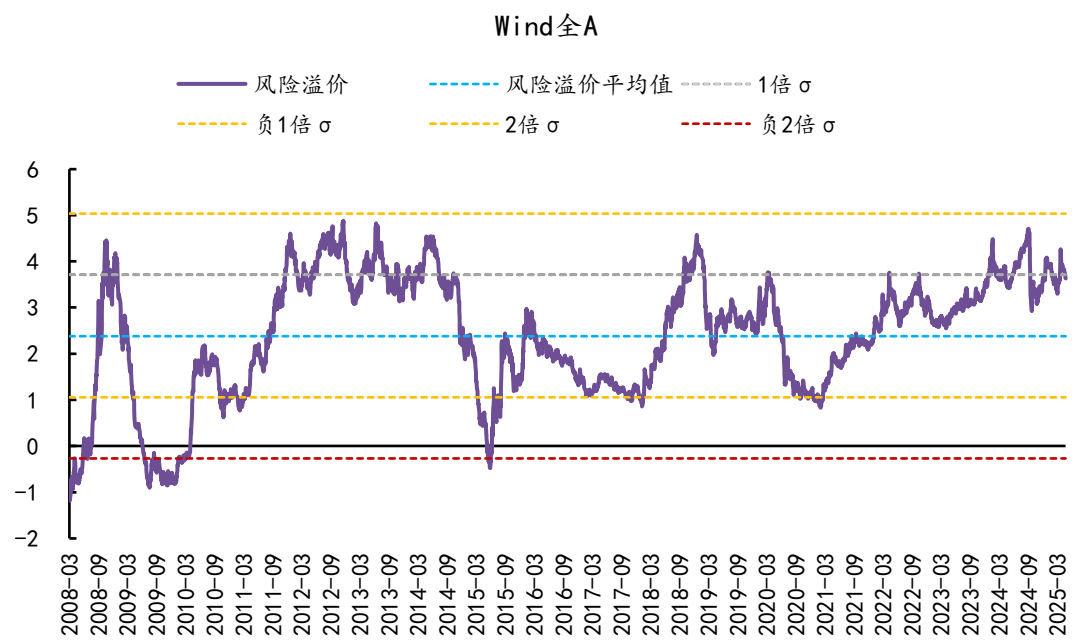
# 业绩与估值平衡期：社融回落，业绩平淡，估值抬升缺乏助力

- **社融与盈利**：自发性融资增速领先于盈利增速。Q1开门后，社融降温，4月信贷冲高回落，且结构恶化，预计业绩在Q1修复后再度震荡筑底。
- **估值抬升缺乏动力**：2024/9/24-2025/3/19 A股因宏观政策转向和科技冲击带动估值修复，财报季后，进入震荡消化期，估值与业绩再平衡。

自发性融资增速领先盈利底一个季度左右



A股估值自去年9月已有明显修复

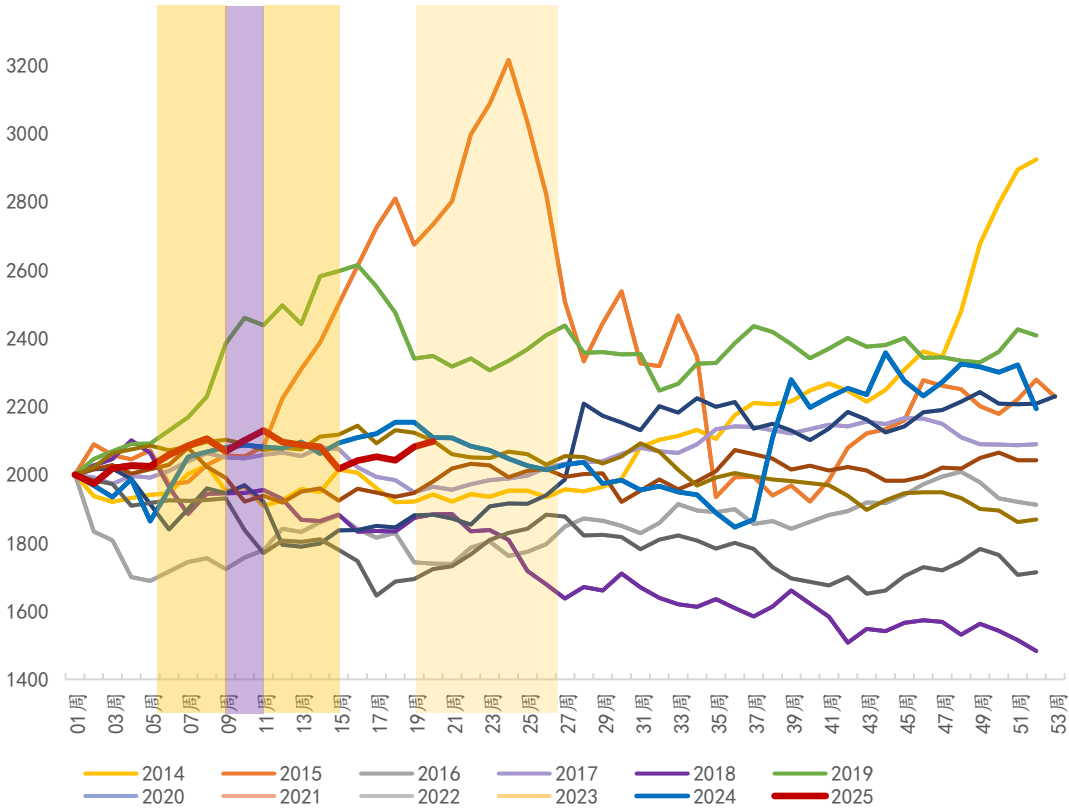


资料来源：Wind资讯，华鑫证券研究所

# A股大势展望：区间震荡，轮动加速，等待宏观改善或产业催化

- 4-6月为A股传统平淡期：政策观察期，开门红退潮，估值与业绩再平衡，A股震荡运行。2017、2020年除外，主要是经济内生修复。
- 行业轮动提速：机器人-军工-银行-光伏-证券保险-新消费-固态电池等快速轮动，北证50及微盘指数齐创新高。

4-6月多为A股传统平淡期



资料来源：Wind资讯，华鑫证券研究所

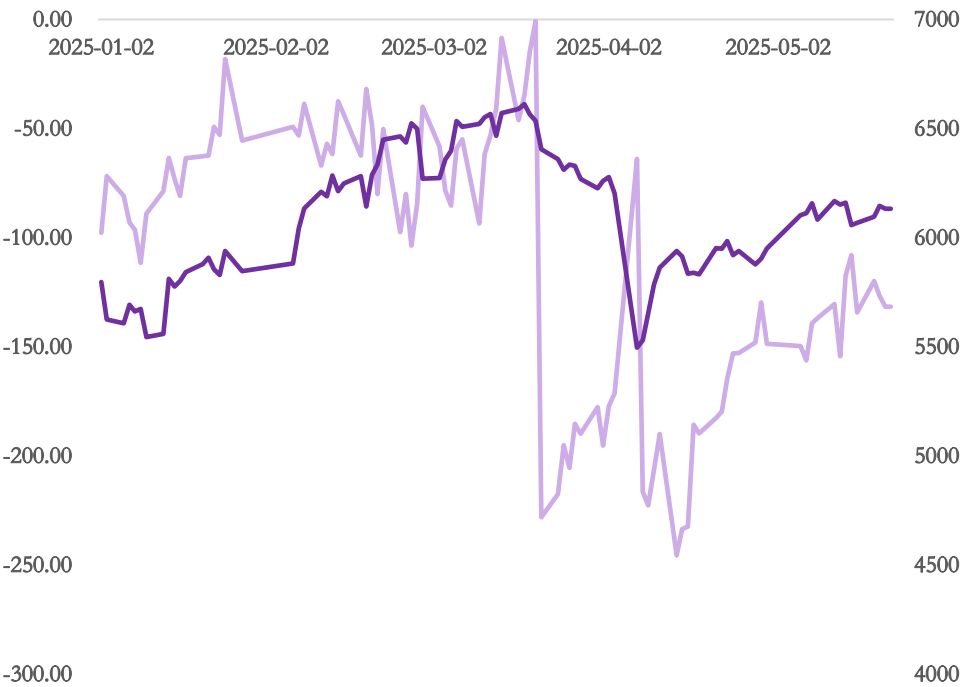
北证50及微盘指数齐创新高

| 大类资产 |            | 代码         | 区间涨跌幅<br>(2025/4/3-2025/5/21) | 区间较最低价最大涨幅<br>(2025/4/3-2025/5/21) |
|------|------------|------------|-------------------------------|------------------------------------|
| 股票   | 北证50       | 899050.BJ  | 15.3                          | 50.5                               |
|      | 微盘指数       | 8841431.WI | 12.5                          | 40.2                               |
|      | 德国DAX      | GDAXI.GI   | 7.7                           | 30.6                               |
|      | 纳斯达克指数     | IXIC.GI    | 7.2                           | 30.1                               |
|      | 恒生科技       | HSTECH.HI  | -1.5                          | 28.0                               |
|      | 日经225      | N225.GI    | 4.4                           | 25.0                               |
|      | 恒生指数       | HSI.HI     | 2.7                           | 24.2                               |
|      | 胡志明指数      | VNINDEX.GI | 0.4                           | 24.0                               |
|      | 标普500      | SPX.GI     | 3.1                           | 23.4                               |
|      | 创业板指       | 399006.SZ  | -1.9                          | 19.7                               |
|      | 法国CAC40    | FCHI.GI    | 0.7                           | 17.6                               |
|      | 道琼斯工业指数    | DJI.GI     | -0.9                          | 17.0                               |
|      | 英国富时100    | FTSE.GI    | 2.1                           | 16.6                               |
|      | 韩国综合指数     | KS11.GI    | 4.8                           | 15.8                               |
|      | 印度SENSEX30 | SENSEX.BO  | 6.5                           | 15.8                               |
| 数字货币 | 比特币        | BTC.CME    | 24.2                          | 47.6                               |
|      | LME铜       | CL.LME     | -2.2                          | 19.2                               |
| 商品   | COMEX黄金    | GC.CMX     | 4.8                           | 18.2                               |
|      | WTI布油      | CL.NYM     | -14.5                         | 17.7                               |

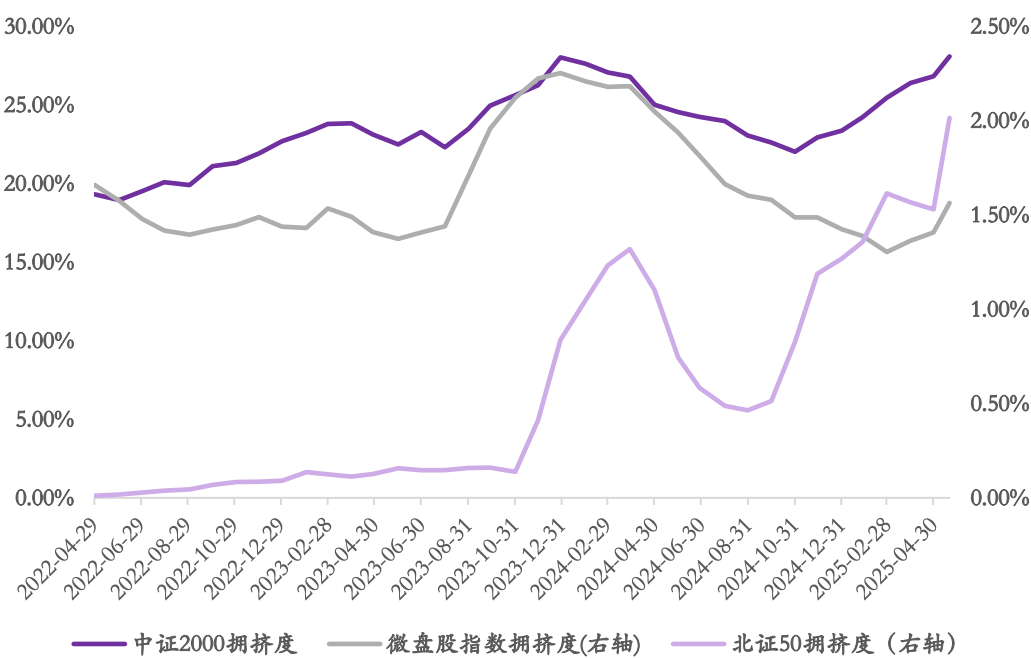
# 关注两大信号：股指期货贴水，中证2000拥挤度较高

- **股指期货贴水：**股指期货贴水幅度已处于历史较高区间，特别是中证1000 的贴水幅度较为明显，期货市场的做空和对冲力量较强。
- **警惕拥挤度风险：**中证2000、微盘股指数和北证30的拥挤度快速攀升，特别是中证2000和北证50拥挤度分位数已处于历史极值。

中证1000期货大幅贴水



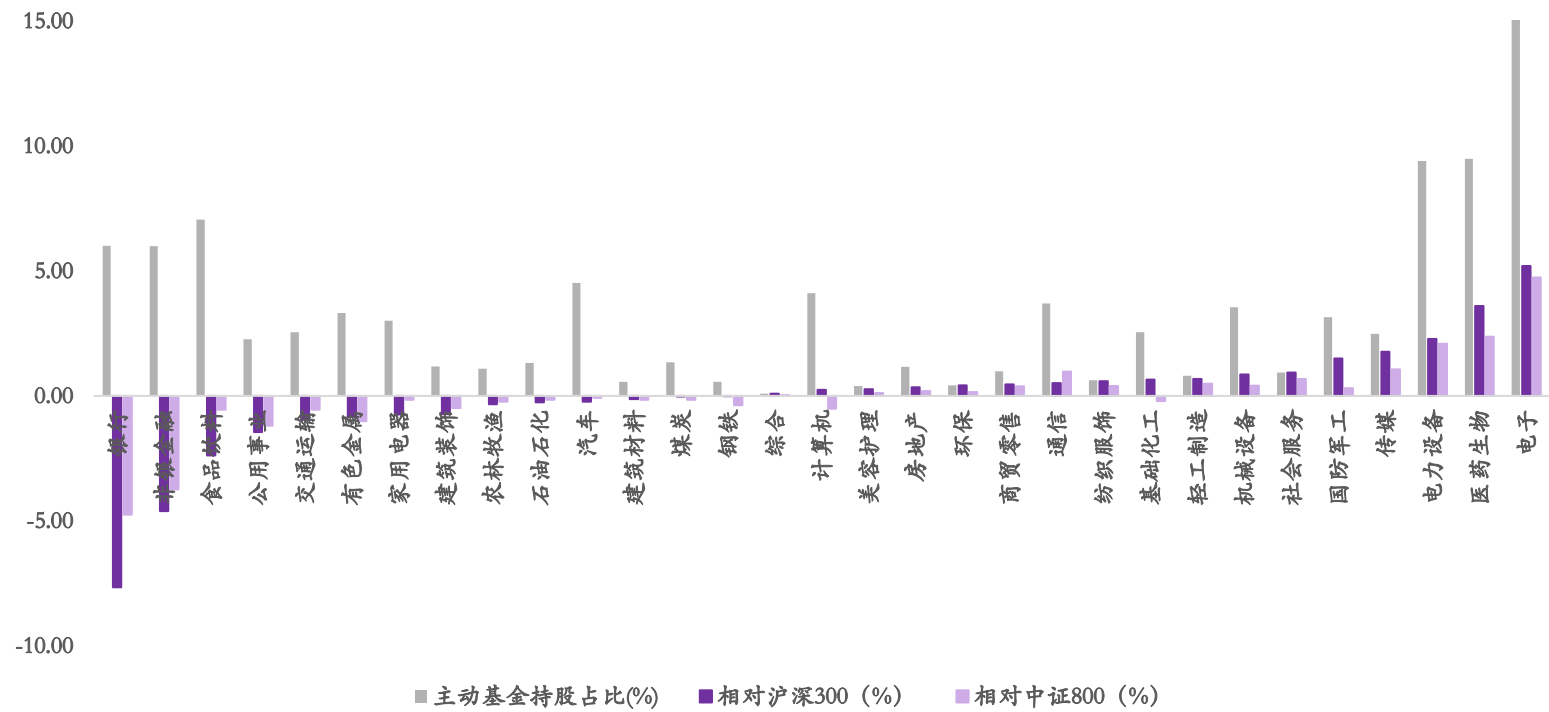
中证2000和北证50拥挤度快速攀升



资料来源：Wind资讯，华鑫证券研究所

- 《推动公募基金高质量发展行动方案》：优化主动权益类基金收费模式，突出强化与投资者的利益绑定，从“降费让利”向“机制重构”纵深推进，全面建立以基金投资收益为核心的行业考核评价体系。
- 公募主动基金相对沪深300低配行业：银行、非银、食品饮料、公用事业、交运等；
- 公募主动基金相对中证800低配行业：银行、非银、公用事业、有色、食品饮料、交运等。

公募相对低配：银行、非银、食品饮料、公用事业、交运等

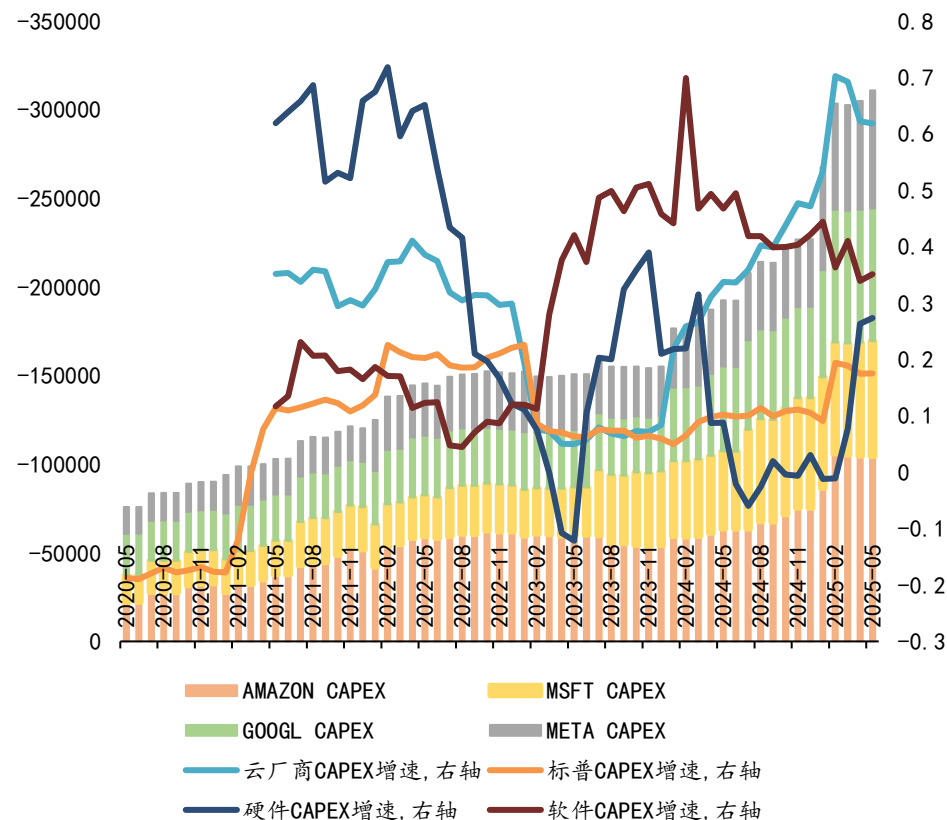


资料来源：Wind资讯，华鑫证券研究所

# 哑铃策略之内需循环：关注科技自主和消费提振

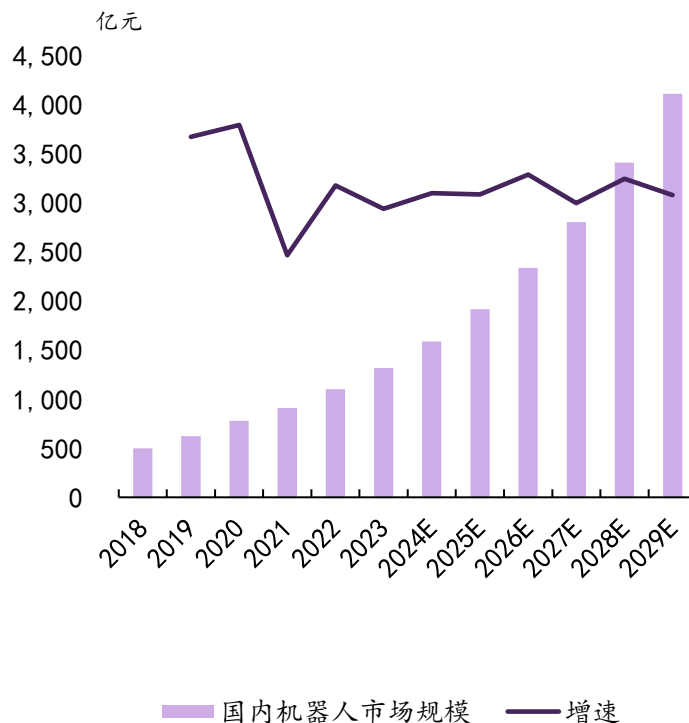
- **国内大循环**：把做强国内大循环作为推动经济行稳致远的战略之举；一是资源要素的高效配置，加快推进全国统一大市场建设。二是科技创新和产业创新的深度融合，打造一批新产业新赛道。三是产业链供应链的自主完备，增强产业发展韧性。四是供给和需求的动态平衡，加快补齐消费短板。
- **关注科技自主（AI算力、机器人、军工等），内需提振（新消费、医药等）。**

海外云厂商业绩持续超预期(百万美元)

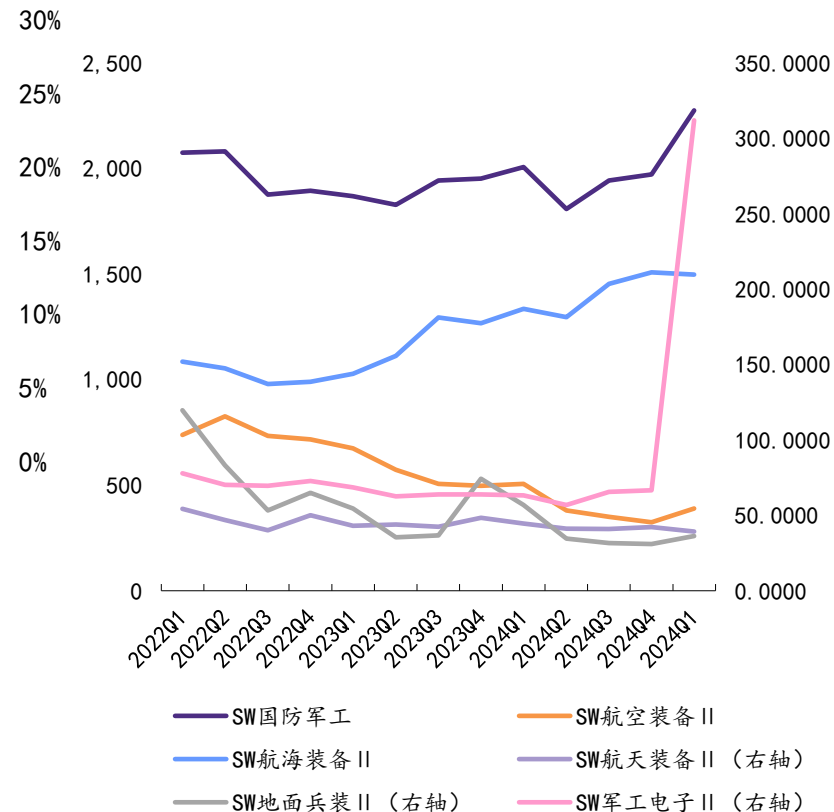


资料来源：Wind资讯，华鑫证券研究所

机器人量产元年，全球共振



军工电子订单在25Q1明显大增  
(合同负债：亿元)



(1) 关税摩擦升级

(2) 政策不及预期

(3) 产业进度迟缓

杨芹芹：经济学硕士，8年宏观策略研究经验。曾任如是金融研究院研究总监、民生证券研究员，兼任CCTV新闻和财经频道、中央国际广播电台等特约评论，多次受邀为财政部等政府机构和金融机构提供研究咨询，参与多项重大委托课题研究。2021年11月加盟华鑫证券研究所，研究内容涵盖海内外经济形势研判、政策解读与大类资产配置(宏观)、产业政策与行业配置(中观)、全球资金流动追踪与市场风格判断(微观)，全方位挖掘市场机会。

孙航：3年宏观策略研究经验，从事海外宏观和大类资产的配置研究。金融硕士，2022年5月入职华鑫研究所。

## 证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，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本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

## 免责声明

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究部门及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。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。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。华鑫证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。

## 证券投资评级说明

股票投资评级说明：

|   | 投资建议 | 预测个股相对同期证券市场代表性指数涨幅 |
|---|------|---------------------|
| 1 | 买入   | >20                 |
| 2 | 增持   | 10—20               |
| 3 | 中性   | -10—10              |
| 4 | 卖出   | <-10                |

行业投资评级说明：

|   | 投资建议 | 行业指数相对同期证券市场代表性指数涨幅 |
|---|------|---------------------|
| 1 | 推荐   | >10                 |
| 2 | 中性   | -10—10              |
| 3 | 回避   | <-10                |

以报告日后的12个月内，预测个股或行业指数对于相关证券市场主要指数的涨跌幅为标准。

**相关证券市场代表性指数说明：**A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以道琼斯指数为基准。



华鑫证券  
CHINA FORTUNE SECURITIES

研究创造价值