

2025 年 05 月 12 日

策略研究团队

谈判在时点上超预期，坚定政策信心，降低斜率预期

——投资策略点评

韦冀星（分析师）

weijixing@kysec.cn

证书编号：S0790524030002

事件：中美发布《中美日内瓦经贸会谈联合声明》。本次中美协商谈判结果为：当前美国对中国额外征收 30% 关税，中国对美国只保留额外征收 10%。同时美国保留 24% 的额外空间（延后 90 天），作为后续谈判的筹码。

● 策略视角，我们从 4 个视角去解读本次谈判结果

1、中美为什么谈判超预期？ 最强烈的诉求在美国这边，而不在中国。美国至今为止有效的谈判成效并不多，特朗普急于获得新的谈判成果，以回头进一步和其他国家获取谈判利益。从结果来看，更超预期的是谈成的时间，而非关税幅度。

2、中美谈判后续会继续这么顺利么？ 建议投资者做好心理准备，并不一定会。如果后续美国和其他国家的谈判依然不太顺利，那么 90 天的延长期限会进一步延长；但如果特朗普又“大获成功”，那么对中国的态度可以随时强硬。后续谈判会是漫长的，因为我们要去理解美国行为背后的动机——

3、美国到底想要什么？对其他国家的关税会显著下降吗？ 债务危机说、财政危机说、贸易逆差说、制造业回流说都不能够清晰解释特朗普的行为。这次特朗普关税的根本原因来自于【资本侵蚀】（即美国净负债过高，海外投资者分润掉了美国本土的产出），指标【美国海外净负债/美国名义 GDP】反映了美元资产的信用风险显著提升。后续特朗普 2.0 的内容将包括：关税+贬值+增加对美订单+金融资产转向生产性投资。美国有效关税将显著升至 10-20%，对中国大概率会是最高一档，预计 30-50%。

4、中国的政策会因此出得更慢吗？我们持续强调【坚定政策信心，降低斜率预期】。 考虑到 A 股的内生性盈利底将不晚于三季度到达，我们还将迎来几个月的数据下行期。当前政策的核心主旨是尽快推出已有的既定政策，新的储备政策的具体推出时点或仍需等待更细致的经济数据恶化或外部冲击落地等要素满足，我们预计或在二季度后期到三季度前期。由于关税幅度依然较高，中美谈判的超预期进展只会提前政策推出时间，并不会显著拖后。

居民边际消费倾向的提升和资产负债表的修复，背后的最重要的锚点在于“收入预期拐点”和“生活医疗底线保障”。从 4.25 政治局会议来看，本轮政策思路上已经抓住核心矛盾，但考虑到这两大锚点的变化并非一蹴而就，政策的推进也将是一步步稳扎稳打，我们继续建议“坚定政策信心，降低斜率预期”。

● 投资建议：未来投资当中“地缘风险溢价”嵌入 DDM 估值模型

不建议过多博弈对美暴露过高的品种（盈利有博弈空间，但估值长期来看受损）。大变局下，“变”关注地缘风险溢价下行品种，“不变”关注国内确定性和预期差。行业配置“4+1”建议：①“内循环”内需消费：服装鞋帽、汽车（包括两轮电动车）、零售、食品、美容护理和新零售；②科技成长自主可控+军工：AI+、机器人、半导体、信创、军工（导弹、无人机、卫星）；③成本改善驱动：养殖、航海装备、能源金属、饲料、贵金属；④出海结构性机会：中欧贸易关系缓和（对欧洲出口占比高品种：汽车、风电等）及小品类出海（如零食等）；⑤中长期底仓：稳定型红利、黄金、优化的高股息。

● **风险提示：**政策超预期变动；全球流动性及地缘政治风险。

相关研究报告

《稳健红利底色，跟随复苏脉络——银行业 2025 年中期投资策略》-2025.5.8
《聚焦“悦养身心”需求，技术+模式迭代衍生时代投资机遇——社会服务行业 2025 年中期投资策略》-2025.5.8
《大变局下，投资范式的变与不变——中期策略展望》-2025.5.6

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼3层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn