

首席周观点：2025 年第 15 周

2025 年 4 月 10 日

首席观点

周度观点



张天丰 | 东兴证券金属首席分析师

S1480520100001, 021-25102914, Zhang_tf@dxzq.net.cn

金属行业：对等关税政策点评：市场情绪高度挥发，金属行业定价有望展现强韧性

事件：2025 年 4 月 2 日，美国政府宣布对所有国家设立 10% 的基准关税，并对与美国贸易逆差较大的国家和地区征收“对等关税”。其中，对中国输美商品将在现适用关税税率基础上数次大幅加征关税，但铜、铝、黄金、镍、锂等金属不受对等关税影响。2025 年 4 月 4 日，中国国务院宣布反制政策并对美关税反制措施生效，公布了对 7 类中重稀土实施出口管制、将 16 家美国实体列入出口管制管控名单等一系列反击措施。截止 4 月 10 日，中美之间的关税争执问题仍在发酵。

衰退预期引导铜价向下调整，供需紧平衡支撑铜定价韧性：中国铜材的出口区域集中在亚洲地区，24 年对美铜材出口仅 3 万吨，本次市场的大幅波动和 Q1 美国加征铜进口关税预期推动市场多铜交易热情有关。25Q1，受美国或加征 25% 铜关税预期影响，COMEX 铜出现抢进口现象，导致 COMEX 与 LME 铜价差由年初的 -2 美元/吨增至 4 月 2 日的 1380 美元/吨，市场定价中持续计入较多事件性及套利性多头交易（伦铜注销仓单占比由年初 7% 增至近期 46%）。但伴随 4 月 2 日美国对等关税政策出台，美国铜加税预期的交易逻辑弱化而全球经济衰退的交易逻辑攀升（摩根大通将美国和全球的经济衰退几率上调至 60%，较之前提高了 20 个百分点），从而导致铜价交易波动性的加速放大并推动 COMEX 与 LME 铜价差的急速收敛（至 4 月 4 日，两市价差缩小 614 美元/吨至 766 美元/吨，-44%）。但另一方面，2025 年全球铜供需结构仍维持偏紧状态。25 年 4 月进口铜精矿周度加工费已降至 -26.4 美元/吨，显示全球铜矿供给相对冶炼产能需求的显著短缺。考虑到 25 年的 TC 长协价格已经降至 21.25 美元/吨（-73.4%），暗示矿端供给状态的结构性偏紧及冶炼厂利润空间被大幅压缩后可能面临的减产风险攀升，这意味着 25 年全球铜行业上游供给状态将依然维持强刚性化特征（24 年中国冶炼厂得益于较高 TC 长协及较高副产品硫酸价格而显现低生产干扰率，表现为 24 年中国精炼铜产量创记录新高至 1364.4 万吨，ICSG 全球精铜产能利用率创 2019 年以来最高至 83.6%）。而从需求角度观察，25 年铜消费或显现韧性。24 年受限于行业在存货周期尾部的被动调整，以铜材产量为例的铜产业数据表现疲弱，其中铜材产量全年累计增幅仅 1.7%（24H1 为 -2%，而同期表观中国铜消费量为 -6.4%，与库存的同期上涨相印证）；而至 25 年前两个月铜材产量累计已增至 4.2%。考虑到库存周期尾部化的调整、季节性消费季的来临（政策支持）、铜金融属性的强化（后续的降息及扩表）及核心消费结构的强韧性（高基数及新经济的持续拓展），预计供需的紧平衡状态仍将支撑铜价韧性。需关注后续关税政策谈

判情况及潜在政策变化。

资本市场动荡金价短期调整，多因素共振或推动黄金上行：在“特朗普交易”（避险情绪上行）与央行购金（去美元中心化+黄金需求提升）双主线加持下，伦敦现货黄金价格年内已上涨 18%至 3055 美元/盎司（至 4 月 2 日）。美国对等关税政策出台后，全球资本市场恐慌情绪加大下导致流动性诉求切换，令黄金价格承压。然而，考虑到对等关税政策或使通货膨胀加剧，这将有效提振黄金通胀溢价；另一方面，全球地缘政治风险指数及经济政策不确定性已处近 125 年来绝对高位及近十年来第二高位，且仍延续上行态势，这将优化黄金避险溢价；此外，考虑到美元信用的弱化及全球储备体系中核心资产的替换（去美元化），黄金在央行中的资本属性将提振需求端的强韧性。黄金定价或延续易涨难跌态势，情绪回暖后的多因素共振或推动黄金价格迈向美元平价 3300 美元/盎司。

中重稀土出口管制立刻实施，稀土价格后市看涨：4 月 4 日，商务部会同海关总署发布关于对钐、钇、铽、镱、镨、铈等 7 类中重稀土相关物项实施出口管制措施的公告，并于发布之日起正式实施。据公告，实施出口管制措施的 7 类中重稀土相关物项涵盖金属、合金、靶材、氧化物、化合物等多种形态。此次政策力度及范围整体超预期，或加剧行业供需错配状态并引导稀土回归强势定价。从供给角度观察，24 年中国的稀土配额增速已经出现明显放缓（总配额增速降至 5.9%，创六年最低）。从中国稀土出口情况观察，2024 年国内出口氧化镱 150 吨、氧化铽 91.4 吨、氧化钇 2747.4 吨、金属镱 3.25 吨、金属铽 13.28 吨。从中国稀土出口结构观察，我国轻稀土主要流向美国、日本、荷兰等，而中重稀土则主要流向日本、韩国等地，本次出口管制或对日本稀土市场影响较大。日本方面，2020 年后其开始增加中国稀土产品进口量，提高资源储备，2025 年 2 月，中国稀土（1253 吨）占日本稀土单月进口总额（1625 吨）比例高达 77%。综合观察，本次中重稀土出口管制将对海外稀土供给造成较大影响，或推动海外稀土补库行为加剧并带动国内现货价格受价差影响上行。结合此前稀土进口管制政策考虑，我国稀土供给整体管控加强，有益于稀土价格形成稳定长期的上行预期，这亦有助于推动稀土板块盈利及情绪溢价提升，后续需关注下游需求受政策影响情况。

风险提示：海外经济衰退，贸易摩擦升温，美联储降息及缩表不及预期，地缘政治风险加剧，下游需求明显萎缩。

参考报告：《有色金属行业：市场情绪高度挥发，金属行业定价有望展现强韧性》，2025-4-7



刘航 | 东兴证券电子行业首席分析师

S1480522060001, 021-25102909, liuhang-yjs@dxzq.net.cn

电子行业：中美关税政策点评：关税壁垒倒逼产业升级，国产化替代有望加速

事件：

北京时间 4 月 3 日凌晨，特朗普公布对等关税措施：对全球征收 10%的基准关税，4 月 5 日

生效；对美国贸易逆差最高的 60 个国家征收额外关税。

点评：

中美贸易之间，电子产品是主要贸易商品之一。根据中国海关数据显示，2024 年度中国进口自美国的产品总额约为 1636.24 亿美元（约合人民币 1.16 万亿元），占中国全年进口总额的 6.2%。其中，机械电子类产品位居第一，金额约为 379 亿美元（约合人民币 2759 亿元），在自美国进口产品的总额当中占比约 23.17%。其中，集成电路产品金额约为 118 亿美元（约合人民币 839 亿元）；半导体制造设备及零部件金额约为 45 亿美元（约合人民币 319 亿元）。此次的关税政策将造成直接成本上升与供应链调整，为了应对关税带来的成本压力，中国企业有望加速自身国产替代以及向非美国国家如日本、韩国、欧洲等地寻求替代供应商。

国产设备进程有望迎来加速期。根据 CINNO Research 数据，2024 年全球前十大半导体设备厂商中，美国应用材料（Applied Materials）、泛林集团（Lam Research）等企业占据全球半导体设备市场约 40% 份额。加征关税后，直接影响关键设备进口成本增长，长期来看，随着国产设备厂商技术与服务的不断成熟，设备国产化比例本来就逐年提升，国产设备厂商有望受益，国产化率增长有望加速。

关税壁垒倒逼产业升级，以模拟芯片为代表的板块国产替代空间巨大。除设备外，此次加征关税 TI 模拟芯片等美国产品价格优势削弱。关税的增长会直接推高国内企业采购成本。在成熟制程如模拟芯片方面，中国受到以 TI、ADI 的激烈竞争，中国大陆模拟芯片的自给率近年来一直在稳步提升但仍较低，2023 年国内模拟芯片自给率为 15% 左右。加税后国产模拟芯片价格优势凸显，在国产化需求急剧提升的背景下叠加国内企业在汽车、工控等应用领域的拓展，中国模拟厂商有望迎来更好的发展机遇，有望加速模拟芯片进一步国产化。

投资建议：当前半导体关税壁垒加速了全球产业链的“结构性重构”，但长期来看，国内有望通过“国产替代+技术迭代+全球协作”的三重路径，在成熟制程以模拟芯片为代表等方面和特色工艺设备领域形成局部优势。受益标的：圣邦股份、思瑞浦、希荻微、南芯科技、纳芯微、北方华创、中微公司、拓荆科技等。

风险提示：市场竞争加剧；政策进一步变化的风险；国产技术研发不及预期。

参考报告：《中美关税政策点评--电子行业：关税壁垒倒逼产业升级，国产化替代有望加速》，2025-4-8



李金锦 | 东兴证券汽车行业首席分析师

S1480521030003, 18515800578, lij-jys@dxzq.net.cn

汽车行业：新关税落地，关注具备竞争力环节

事件：4 月 2 日，美国特朗普政府公布对他国关税方案；针对汽车行业关税我们进行梳理，

并点评如下：

针对汽车行业的关税梳理：据白宫网站，首先，美国对贸易伙伴设立 10% 的“最低基准关税”，该关税涉及所有国家进口至美国的商品，并于 2025 年 4 月 5 日生效。其次，针对美国贸易逆差较大的国家征收个性化关税。该声明称由于汽车和汽车零部件行业受第 232 条款约束，汽车和汽车零部件不受该对等关税约束。再次，美国总统宣布针对进口乘用车、轻型卡车及关键零部件（如发动机、变速箱、电气元件）加征 25% 关税。因此，直接涉及汽车及零部件关税包括 10% 的基准关税和专门针对汽车行业的 25% 专项关税。

美国非我国整车出口的主要国家。近年来，受益于我国在新能源汽车、智能化领域的持续发展，我国汽车行业逐渐具备竞争力。汽车出口量持续增长，据乘联会，2024 年我国全年汽车出口量为 641 万辆，出口增速 23%。2024 年全年整车出口总量的前 10 个国家分别为俄罗斯 1,157,988 辆、墨西哥 445,006 辆、阿联酋 330,569 辆、比利时 280,011 辆、沙特 275,779 辆、巴西 236,789 辆、英国 194,781 辆、澳大利亚 178,078 辆、菲律宾 169,179 辆、土耳其 134,334 辆。其中前十为合计占出口总量的 53.1%，且美国并非我国重要的整车出口国家，2024 年出口增量贡献较大的国家分布为俄罗斯、阿联酋、巴西、比利时和沙特。因此，从整车端看，美国此次加征关税对国内整车企业影响不大。

汽车零部件环节-优秀公司将通过成本控制、运行效率消化影响。汽车行业一直是全球产业，国内的汽车零部件公司通过全球布局参与汽车行业分工。据同花顺，2024 年我国汽车零部件出口总额为 934.3 亿美元，同比增长 6.6%。零部件关税的增加客观上将削弱国内零件汽车的成本优势。但是我们认为，国内零部件企业将通过以下途径消化影响，1）部分零部件公司已经实现全球生产，将通过当地布局化解关税影响。2）持续提升管理效率、成本公司，保持成本领先优势。

汽车电动化、智能化时代我国汽车产业具备领先优势。经历过电动化浪潮，我国新能源汽车在规模和产业链上已具备领先优势。智能化是电动化后半场，智能化实力将是车企的核心竞争力，其要求企业具备更强的多产业融合能力（汽车、电子、通信、互联网等）。国内车企尤其是华为、小米等企业的入局，这些企业本身具备较强的互联网基因（较快市场反应速度、研发效率等），将在智能汽车领先逐渐建立竞争优势。我们仍然看好电动智能化时代下中国汽车产业，美国关税政策或短期扰动行业发展，但无法改变长期趋势。

投资策略：综上，我们持续看好我国企业在智能驾驶领域的布局，美国关税政策难改变我国企业已经建立的领先优势，尤其如华为凭借在 ICT 领域技术积累，业务不断延伸至联结、计算等领域，致力于构建万物互联的智能世界，其在软件、硬件、芯片、终端、网络、云等领域均具备了较强的竞争力。汽车智能化的发展在多个场景下与 ICT 技术相匹配，经过前期大规模研发投入，华为在智能汽车领域逐步进入收获期。相关受益标的包括华为智选车模式下的赛力斯、江淮汽车、北汽蓝谷，及 HI 模式下的长安汽车。

汽车零部件环节，我们仍然自下而上研究标的，在成本控制、经营效率具备优势的企业将更好的消化关税影响。同时，我们认为混动化趋势将会持续提升，内燃机将以混动形式长期存在。零部件企业方面，我们看好国内汽车管路总成龙头供应商川环科技（300547）、汽车变速操纵控制系统龙头企业宁波高发（603788）、国内涡轮增压壳体企业科华控股（603161）、

气门传动组核心供应商新坐标（603040）、国内气缸套龙头公司中原内配（002448）等。

风险提示：补贴政策覆盖时长不及预期，智能驾驶推进力度不及预期，汽车行业竞争持续加剧，海外关税政策发生变化。

参考报告：《汽车行业：新关税落地，关注具备竞争力环节》，2025-4-7



赵军胜 | 东兴证券建材首席分析师

S1480512070003, 010-66554088, zhaojs@dxzq.net.cn

建筑建材行业：美国高关税促内需发力，政策逐步落地促行业估值修复

美国加征关税符合预期，外需受拖累确定促内需释放。我们在2024年12月27日发布的年度报告《建筑建材行业2025年投资展望：内需之重下行稳致远》中提到：“2025年国际贸易保护主义对中国的出口影响存在着不确定性”，“中国对美国出口占到总出口的比例高达15%左右，2025年美国特朗普的加关税的政策对中国的影响会较大。2025年中国出口存在着不确定性。”。这次美国对来自中国的进口商品又加征34%关税的政策落地，特别是这次加税是针对来自全球各国出口到美国的商品，中国作为全球制造业中心，对美国直接和间接的出口均受到影响，中国出口必然面临着较大的压力。所以，为应对外需的不确定性，我们也在报告中提到“提振内需，防控地方拖累和风险仍是2025年政策重要方向”。报告中提出内需的驱动因素为：基建（专项债和超长期特别国债带动社会投资）、制造业（设备更新改造补贴）、消费（汽车、家电和消费电子补贴，创新新消费场景）和地产（防风险，加力旧危改造，释放住房需求潜力，控增量，盘活存量，构建发展新模式）。2024年服务和货物进出口对GDP累计拉动1.5个百分点，对2024年经济的增长起到了很大的推动作用。2025年的美国高关税对中国经济存在负面的影响，随着关税落地对于出口的影响加大，提振国内需求的相关对应政策也会逐步落地。

对冲美国高关税影响，财政和货币政策落地促进基建发力和地产止跌企稳。基础设施建设作为经济稳增长的重要路径，虽然受到地方政府债务压力的影响，但是在中央政府超长期国债和新增专项债的发力下，还将对经济增长起到积极的作用。2025年中央政府工作报告提出，全年地方政府专项债发行4.4万亿，同比增加5000亿元，同比增长12.82%；超长期国债发行1.3万亿同比增加3000亿元。重点用于投资建设、土地收储和收购存量商品房、消化地方政府拖欠企业账款等。同时在“两重”项目（中国的重大项目储备丰富像墨脱水电站）建设的带动下，有利于基建更大力度发力。

叠加地产止跌回稳政策，有利于地产回归长期健康发展轨道。我们从2022年以来的年度策略报告中多次论述地产无收敛的负向循环对经济的拖累大。2025年政府工作报告在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的章节中，把持续用力推动房地产止跌回稳作为第一个重要段落。体现出政府对于经济风险源的精准把握和认识。并明确提出了“因

城施策地调减购房限制性举措”、“加力实施城中村和危旧房改造”、“推进收购存量商品房上要给城市政府更大自主权和拓宽保障性住房再贷款使用范围”、“做好保交房和防范房企债务违约风险，加快构建房地产发展新模式”。随着美国关税的影响加大，将促进地产和基建相关的财政和货币政策的落地。如果美国高关税政策影响超预期，也将会推动相关的货币和财政政策有更大和更强力度的发力。

这将推动基建持续发力和地产止跌回稳，回归长期健康发展轨道。

投资策略：由于地产的悲观预期，建筑建材行业估值受到影响，随着基建和地产政策的更大力度发力和落地，将带来行业的估值修复。同时，建筑建材行业近几年来行业盈利水平一直处于历史低位，行业优胜劣汰加剧，加快行业供给端优化。美国高关税政策将促进内需释放，基建和地产作为内需的重要驱动，将受益于国内推动内需的货币和财政政策，推动基建持续更大发力和地产回归长期健康发展轨道。在政策发力的带动下，有利于行业供需的边际改善。特别是抗风险能力强的龙头和优秀公司，会表现出更好的估值修复弹性。我们继续推荐北新建材、伟星新材、山东药玻、海螺水泥、中国巨石和中国交建等。

风险提示：政策落地速度、节奏和力度的不确定性。

参考报告：《建材行业：美国高关税促内需发力，政策逐步落地促行业估值修复》，2025-4-8

分析师承诺

敬请参阅报告结尾处的免责声明

东方财智 兴盛之源

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息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建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及报告作者在自身所知情的范围内，与本报告所评价或推荐的证券或投资标的的存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级(A股市场基准为沪深 300 指数, 香港市场基准为恒生指数, 美国市场基准为标普 500 指数):
以报告日后的 6 个月内, 公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

强烈推荐: 相对强于市场基准指数收益率 15% 以上;

推荐: 相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间;

回避: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级(A股市场基准为沪深 300 指数, 香港市场基准为恒生指数, 美国市场基准为标普 500 指数):
以报告日后的 6 个月内, 行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

看好: 相对强于市场基准指数收益率 5% 以上;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间;

看淡: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

东兴证券研究所

北京

西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 16 层

邮编: 100033

电话: 010-66554070

传真: 010-66554008

上海

虹口区杨树浦路 248 号瑞丰国际大厦 5 层

邮编: 200082

电话: 021-25102800

传真: 021-25102881

深圳

福田区益田路 6009 号新世界中心 46F

邮编: 518038

电话: 0755-83239601

传真: 0755-23824526