



对等关税风暴下的大类资产策略应对

报告日期： 2025年04月15日

- 分析师：杨芹芹
- SAC编号：S1050523040001
- 联系人：孙航
- SAC编号：S1050122120006

研 究 创 造 价 值

核心结论：特朗普关税2.0对全球开启贸易战，大幅加征对等关税，力度大超预期，且短期谈判缓和空间有限。美国滞胀风险升温，中国弱企稳仍待政策对冲，关注4月中下旬窗口。关税余震犹存，4月海外警惕流动性冲击，美股尚未见底，等待VIX回归，美债冲高后择机做多。**A股反抽后震荡，等待海外VIX回落和内需政策对冲，关注红利防御、反制受益、内需提振和自主可控方向。**

对等关税：全球大变局，波动中枢抬升

关税分析：力度大超预期，新一轮全球风险的起点，中美谈判缓和空间有限。

关税影响：关税加征拖累中国经济1.2-2.8个百分点，等待4月中下旬政治局会议的宏观政策对冲。

政策预期：降准降息+生育补贴+消费补贴+投资加码+出口企业减负+出口转内销支持等宏观组合拳。

海外策略：滞与胀双击，等待波动收敛

交易逻辑：关税引发美国资产价格重估，滞胀概率提升，**4月仍需警惕海外关税引发的流动性冲击。**

美股策略：尚未见底，等待VIX回归，可逐步做空VIX，关注成长主题（量子、软件等）和降息交易（金融、地产、保健等）。

美债策略：还有一冲，等信用风险释放和较差的硬数据最后一击后倒逼联储降息后的做多机会。

国内策略：危中育新机，看反制后对冲

大势研判：流动性冲击重挫A/H，且港股甚于A股，风险加速释放。在类平准救市和政策预期的催化下，**A/H反抽后震荡，等待中下旬政策催化。**

行业选择：先以**红利防御**（公用事业、银行、交运等）和**反制受益**（稀土矿产、农业种业等）为主，逐步博弈**内需提振**（地产、消费、医药等）。

待情绪修复后，布局超跌成长，尤其是**自主可控**（国产算力、机器人、信创、创新药、军工、半导体等）。

(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. 对等关税：全球大变局，避险情绪骤升
2. 海外策略：滞与胀双击，等待波动收敛
3. 国内策略：危中育新机，看反制后对冲

01 对等关税： 全球大变局，避险情绪骤升

研究创造价值

特朗普政策2.0逻辑：先移民和裁员，再关税，后减税

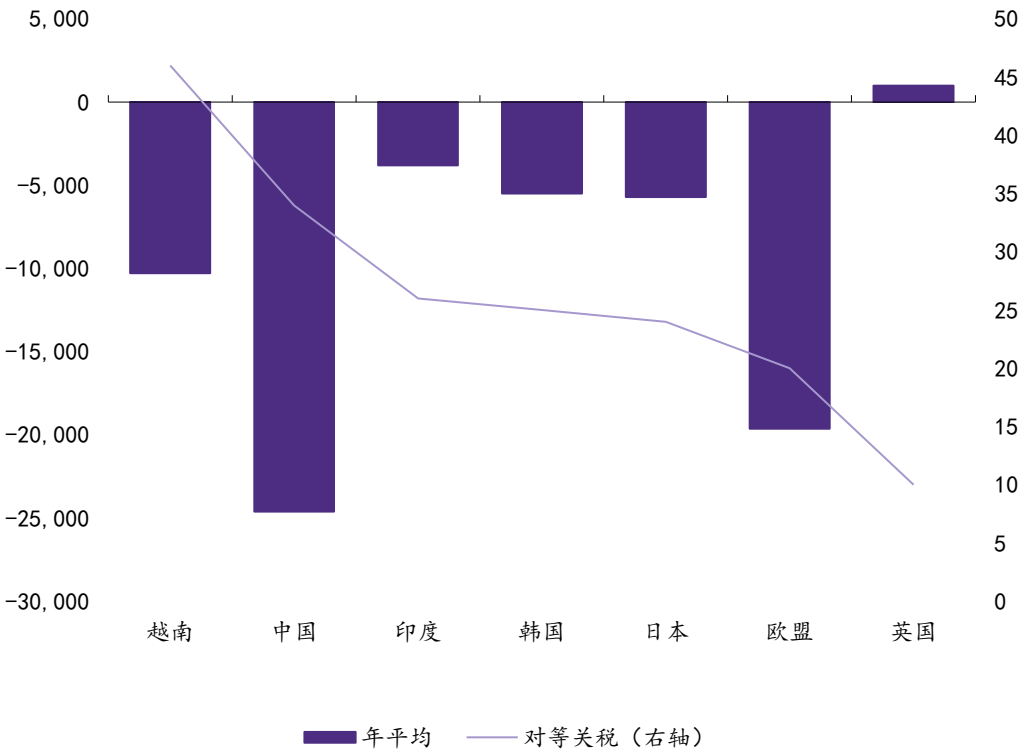
政策	特朗普1.0	特朗普2.0	约束条件	潜在影响
移民	推进边境墙和拘留所措施	特朗普时期设施重启	1) 行政约束 : 国会阻碍概率较小，但人员（巡逻队重组扩充），设备（老化，翻新）或阻碍落地； 2) 宏观约束 : 美加墨地缘局势；	美国 劳动力市场 滞胀：职位空缺走高，失业率上行，薪资上行压力
	减少难民、庇护等移民来源	通过Alien Enemies Act来驱逐非法移民	1) 行政约束 : 重新定义敌对国家概念 ，最高法院或将干涉，且 费用较高 （8万美元/人），需要 权力交接 （移民局工作转为军队工作）， 州政府配合度不高 ； 2) 宏观约束 : 目前美国就业缺口主要是靠移民补足，加州山火的重建也需要移民的助力（建筑工人50%是移民）；	
	禁穆令等反恐移民手段	取消出生公民权	1) 行政约束 : 需要修宪，难度极大，州政府已经开始起诉联邦政府； 2) 宏观约束 : 人口减少，就业缺口或将再现；	
裁员	疫情期间经济刺激政策	DOGE : 裁员和部门缩减，财政收缩2万亿美元	1) 行政约束 : 2300万政府雇员工资占比较少，主要支出在军费等，可缩减幅度有限； 2) 宏观约束 : 政府部门是目前非农就业最大的支撑，政府就业回落将大幅削减非农韧性，甚至会推高失业率；	政府 裁员后的结构性失业 ； 债务上限压力
	--	财政缩减	1) 行政约束 : 财政部分国会博弈激烈，需要观察特朗普对国会的掌控力度及民主党态度； 2) 宏观约束 : 债务上限到期，美国财政部账户TGA余额有限，付息压力加大；	
关税	中美贸易战	全面关税	1) 行政约束 : 取消最惠国待遇 ，需经过国会立法审议并批准，目前党内仍有分歧； 2) 宏观约束 : 一刀切关税加征后 ，通胀又再起压力，会对居民需求形成压制；	海外 通胀走高压力 ； 国内 出口出海阶段性缓释 ，但实际影响需边走边看
减税	2017TCJA	减税降费 and TCJA	1) 行政约束 : 时间上不急迫，TCJA法案预计2025年底到期，永久化需要的利益博弈更大，考验特朗普两院掌控力； 2) 宏观约束 : 永久化减税将进一步扩大美国赤字，预计将用永久减少税收0.36万亿美元/年。目前一年税收收入4.4万亿美元，将拉升财政赤字1.3个百分点；	居民 需求边际回升 ，但空间有限；赤字率有上行压力
能源	取消奥巴马时期政策	缩减拜登时期的法案	1) 行政约束 : 经过两院批准形成立法程序，难度不大； 2) 宏观约束 : 行业补贴压缩后，影响新能源、芯片等相关行业就业；	新能源、芯片 等相关行业就业影响
	增加传统能源资本开支	增加传统能源资本开支	1) 行政约束 : 经过两院批准形成立法程序，难度不大； 2) 宏观约束 : 当前能源企业资本开支已经相对高位，传统能源持续扩产意愿或较低； 佳	传统能源相关就业短期受提振 ，但 持续性不强
制造业	减税政策	持续降低监管和减税	1) 行政约束 : 永久的减税政策落地难度较大； 2) 宏观约束 : 债务付息压力较大，财政缺口制约减税空间；	制造业逐步回归，但节奏偏缓
	降低监管	产业投资	1) 行政约束 : 通过 腾笼换鸟 形式推出特朗普特色财政，整体难度不大，主要看特朗普和国会的博弈； 2) 宏观约束 : 政策组合平衡 ，若是想加强在移民的力度，那财政或将有所妥协，在2017年时期特朗普基建法案向移民政策妥协，最后没有落地；	AI等相关产业回升
地缘	制裁朝俄 伊朗斩首计划	俄乌冲突 巴以冲突	1) 行政约束 : 两党态度存有分歧； 2) 宏观约束 : 和谈条件尚未达成；	油价 震荡下行 ，缓和能源通胀压力 波动加剧，油价又有上行动力

资料来源：华鑫证券研究所

4/2对等关税：整体大超预期，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 (10%)	中税率 (15%-30%)	高税率 (高于30%)
- 英国 (10%) - 巴西 (10%) - 新加坡 (10%) - 澳大利亚 (10%) - 加拿大 & 墨西哥 (豁免 10%基准关税)	- 挪威 (16%) - 以色列 (17%) - 菲律宾 (18%) - 欧盟 (20%) - 日本 (24%) - 马来西亚 (24%) - 韩国 (25%) - 印度 (26%)	- 南非 (31%) - 印尼、瑞士、中国台湾 (32%) - 中国 (34%+20%) - 孟加拉、泰国 (37%) - 斯里兰卡 (44%) - 越南 (46%) - 柬埔寨 (49%)

资料来源：Wind资讯，GUARDIAN，华鑫证券研究所

各国应对不一：中国强硬反击，欧盟计划报复，多国妥协服软

- 关注点1：中国强硬反击后的美国应对，是否会继续提升对华对等关税税率？后续芬太尼问题的20%能否豁免？
- 关注点2：欧盟反制力度，及对华态度，能否达成合作联盟？
- 关注点3：越南求和后的结果，是否会对华加征关税？

主要国家应对对等关税的态度



资料来源：TIMES，华鑫证券研究所

谈判豁免空间有限：关注Tiktok、芬太尼谈判和800美元小额豁免问题

- 之前谈判关税豁免过程：2200多项----549项---352项-- 164项
- 本次重点关注：Tiktok谈判、芬太尼问题谈判、800美元小额豁免。



概括 公司

- 特朗普愿意延长TikTok交易期限
- 中国的批准对于TikTok所有权解决方案至关重要
- 白宫深度参与TikTok谈判

华盛顿（路透社）——美国总统唐纳德·特朗普周三表示，他愿意降低对中国的关税，以与TikTok的中国母公司字节跳动达成协议，出售这款拥有1.7亿美国人使用的短视频应用程序。

字节跳动必须在4月5日之前为TikTok找到非中国买家，否则将面临美国以国家安全为由的禁令，该禁令原定于2024年1月根据一项法律生效。

Section 1. Purpose. Many shippers based in the People's Republic of China (PRC) hide illicit substances and conceal the true contents of shipments sent to the United States through deceptive shipping practices. These shippers often avoid detection due to administration of the *de minimis* exemption under section 321(a)(2)(C) of the Tariff Act of 1930, as amended (19 U.S.C. 1321(a)(2)(C)).

As noted in Executive Order 14195 of February 1, 2025 (Imposing Duties to Address the Synthetic Opioid Supply Chain in the People's Republic of China), as amended by Executive Order 14228 of March 3, 2025 (Further Amendment to Duties Addressing the Synthetic Opioid Supply Chain in the People's Republic of China), these exports play a significant role in the synthetic opioid crisis in the United States. In Executive Order 14200 of February 5, 2025 (Amendment to Duties Addressing the Synthetic Opioid Supply Chain in the People's Republic of China), I suspended the elimination of duty-free *de minimis* treatment on articles described in section 2(a) of Executive Order 14195. The Secretary of Commerce has notified me that adequate systems are now in place to process and collect tariff revenue for covered goods from the PRC otherwise eligible for duty-free *de minimis* treatment under 19 U.S.C. 1321(a)(2)(C). Accordingly, duty-free *de minimis* treatment under 19 U.S.C. 1321(a)(2)(C) shall no longer be available for products of the PRC (which include products of Hong Kong) described in section 2(a) of Executive Order 14195, as amended by Executive Order 14228, including international postal packages sent to the United States through the international postal network from the PRC or Hong Kong, that are entered for consumption, or withdrawn from warehouse for consumption, on or after 12:01 am eastern daylight time on May 2, 2025. Additional duties for such imported merchandise shall be collected at the rates described in this order.

资料来源：路透社，Whitehouse,华鑫证券研究所

后续可能升级举措：取消最惠国待遇、投资限制、产业剥离、要挟他国对华加税

华鑫证券
HUAXIN SECURITIES

- 立法取消中国永久最惠国待遇：取消中国最惠国待遇：非战略商品实施至少35%的从价税，战略品实施至少100%的从价税。
- 援引《国际紧急状态经济权力法案》（IEEPA）、或基于2018年的301调查
- 协同双向投资的限制：限制美资对中国半导体、人工智能、量子计算、生物技术、高超音速、航空航天、先进制造、定向能源以及中国国家军民融合战略涉及的其他领域。
- 特定科技产业的对华产业链剥离；
- 裹挟全球其他国家继续对中国加征关税等。
- 从国会的角度来说，目前新一届国会已经提起了141项针对中国的提案，包括最惠国待遇取消，汇率操纵，人权问题，台海问题等等，但均处于初提的阶段。

最惠国取消

Bills & Resolutions / H.R. 1504 (119th)

H.R. 1504: China Trade Relations Act of 2025

- ✉ Track H.R. 1504
- 📞 Call or Write Congress
- ☰ Add to List

- Overview
- Cosponsors
- Details
- Text
- Study Guide

To withdraw normal trade relations treatment from, and apply certain provisions of title IV of the Trade Act of 1974 to, products of the People's Republic of China, and to expand the eligibility requirements for products of the People's Republic of China to receive normal trade relations treatment in the future, and for other purposes.
The bill's titles are written by its sponsor.

巴拿马运河问题

S.Res. 54: A resolution expressing the vital importance of the Panama Canal to the United States.

- ✉ Track S.Res. 54
- 📞 Call or Write Congress
- ☰ Add to List

资料来源：GovTrack，华鑫证券研究所

科技封锁

Bills & Resolutions / H.R. 1122 (116th)

H.R. 1122: China Technology Transfer Control Act of 2025

- ✉ Track H.R. 1122
- 📞 Call or Write Congress
- ☰ Add to List

- Overview
- Details
- Text
- Study Guide

To control the export to the People's Republic of China of certain technology and intellectual property important to the national interest of the United States, and for other purposes.
The bill's titles are written by its sponsor.

S. 1053：2025 年打击中国法案

- ✉ 轨道 S. 1053
- 📞 致电或写信给国会
- ☰ 添加至列表

- 概述
- 共同提案国
- 细节
- 文本
- 学习指南

这项法案旨在通过对中华人民共和国某些人士实施制裁、禁止并要求美国人士在中华人民共和国进行某些投资时进行通知，以保护美国的国家安全，并用于其他目的。
该法案的标题由其提案人撰写。

React with an emoji

😊 😬 😏

02 海外策略： 滞与胀双击，等待波动收敛

美国宏观：

滞胀-衰退-宽松交易，聚焦联储降息信号

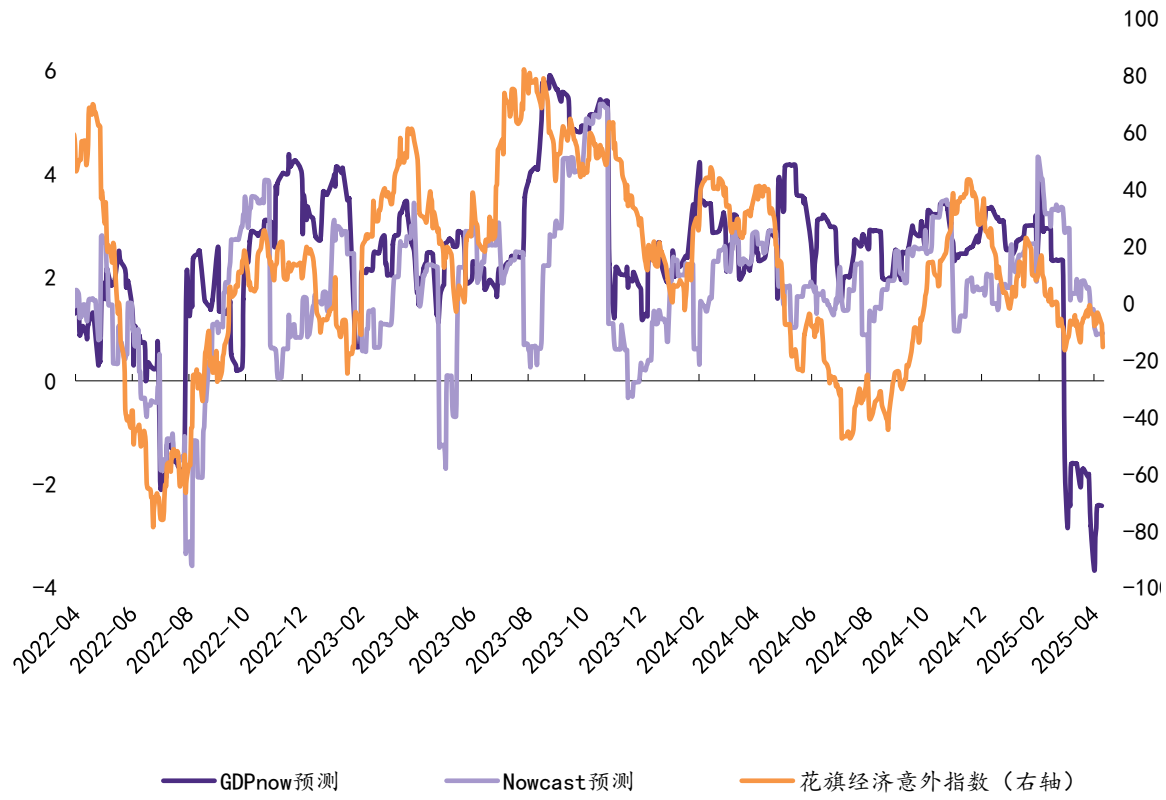
研究创造价值

机构	关税力度	经济影响	通胀影响
世界大型企业联合会	对等关税全部落地，部分行业豁免	-1.2个百分点	+1个百分点
彭博	又考虑对等关税，无反制关税	-2个百分点	+1.2个百分点
大摩	又考虑对等关税，无反制关税	减1个百分点	1.5个百分点
耶鲁	又考虑对等关税，无反制关税	-0.8个百分点	+1.3个百分点

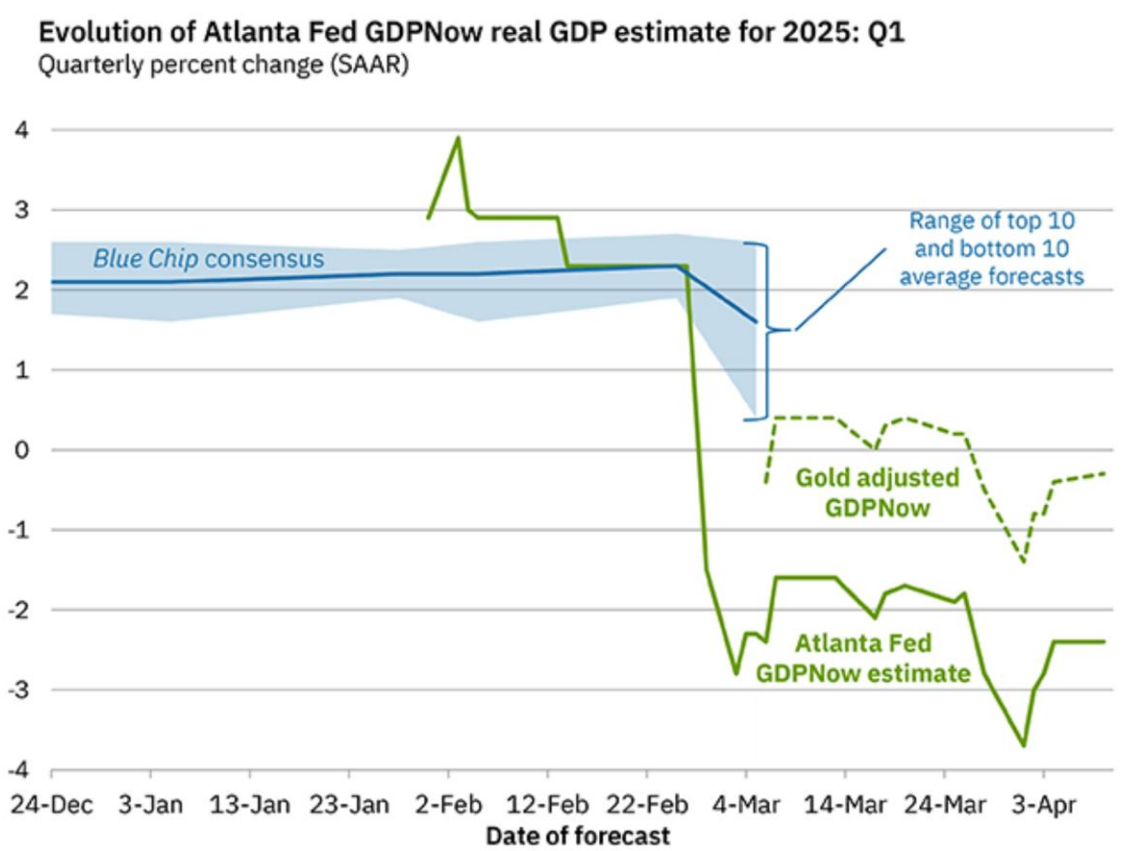


资料来源：彭博，Wind,华鑫证券研究

GDPnow预期快速回落

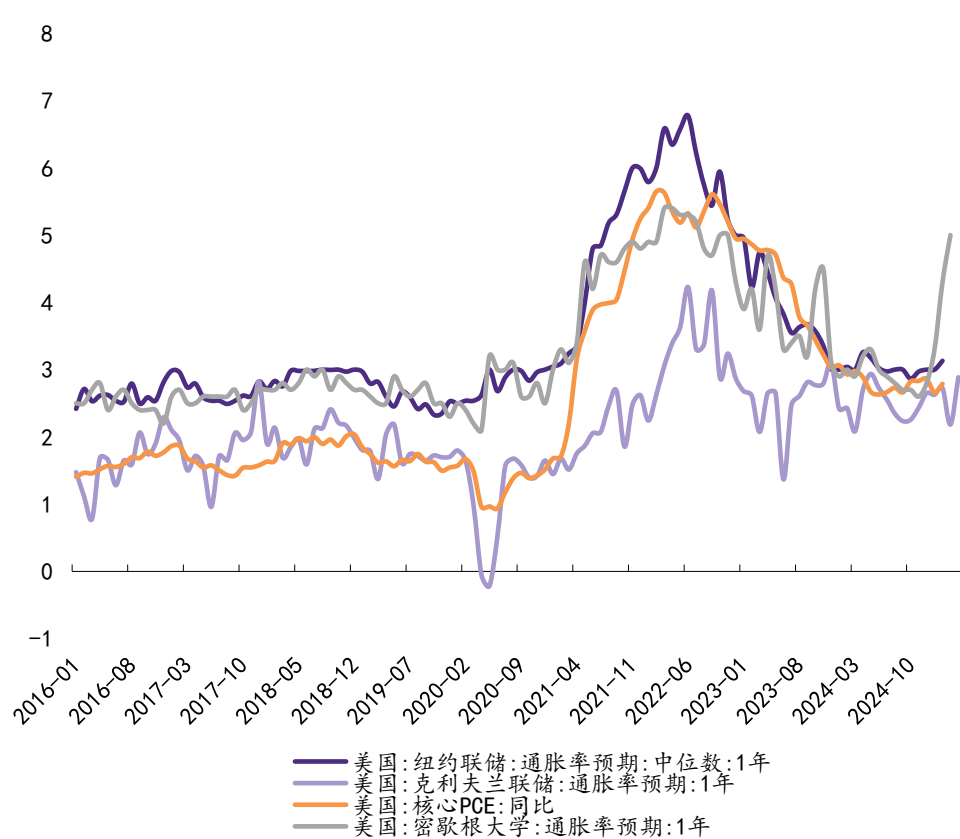


去除黄金后的GDP依然为负

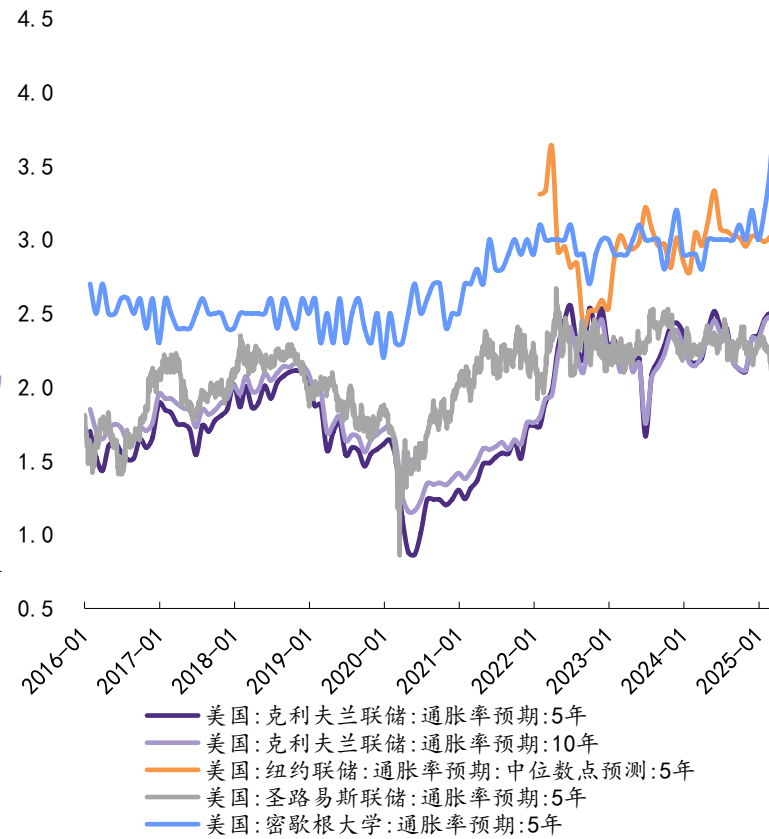


资料来源：彭博，亚特兰大联储，华鑫证券研究

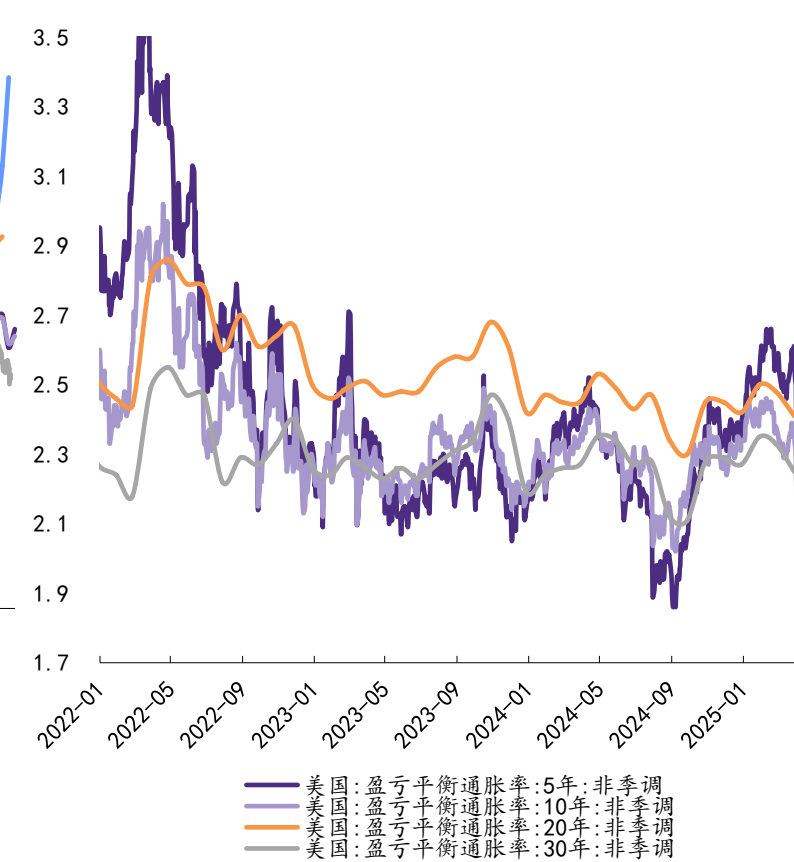
短期通胀预期均有上行



长期通胀预期维持稳定 (除密歇根)

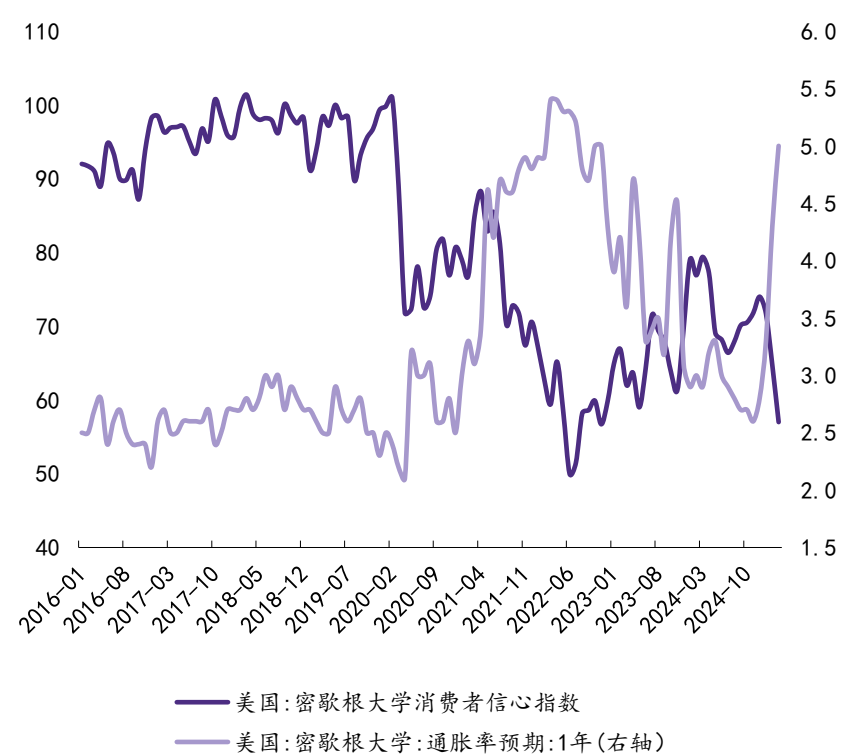


市场端同样对于长期通胀偏向悲观

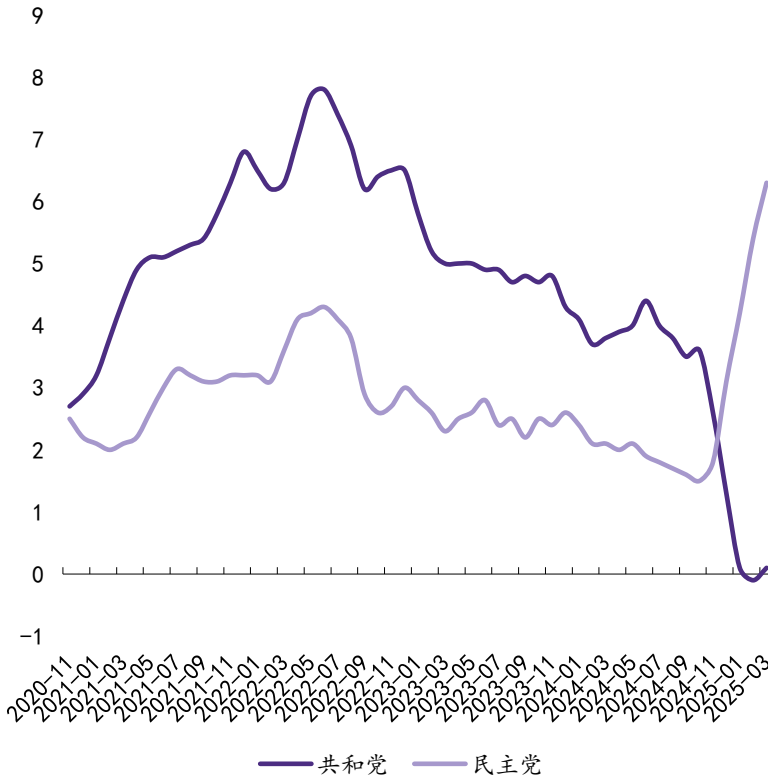


资料来源: Wind资讯, 华鑫证券研究

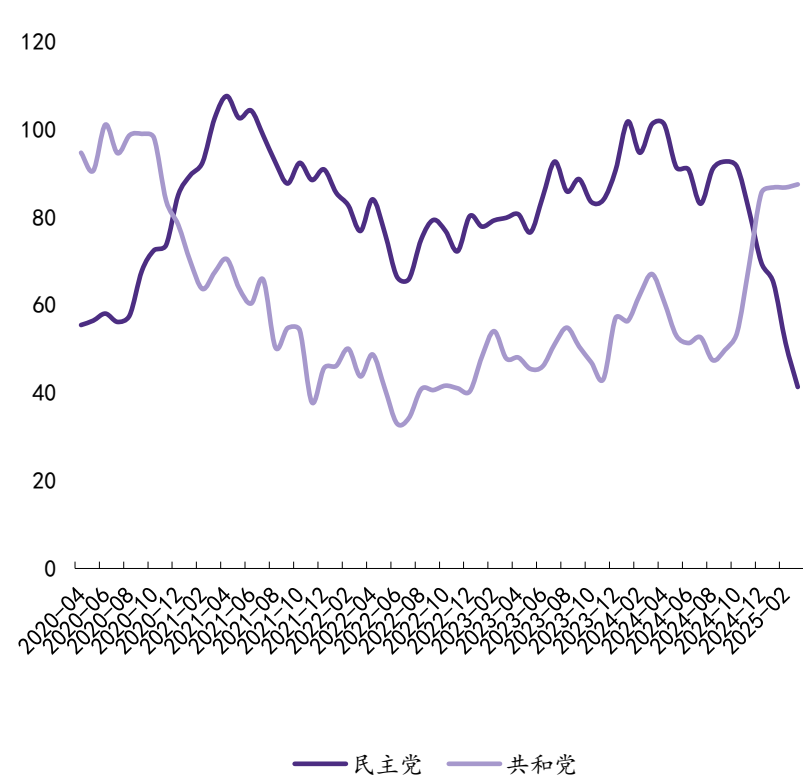
居民滞胀的预期加强



党派对于通胀的预期分化

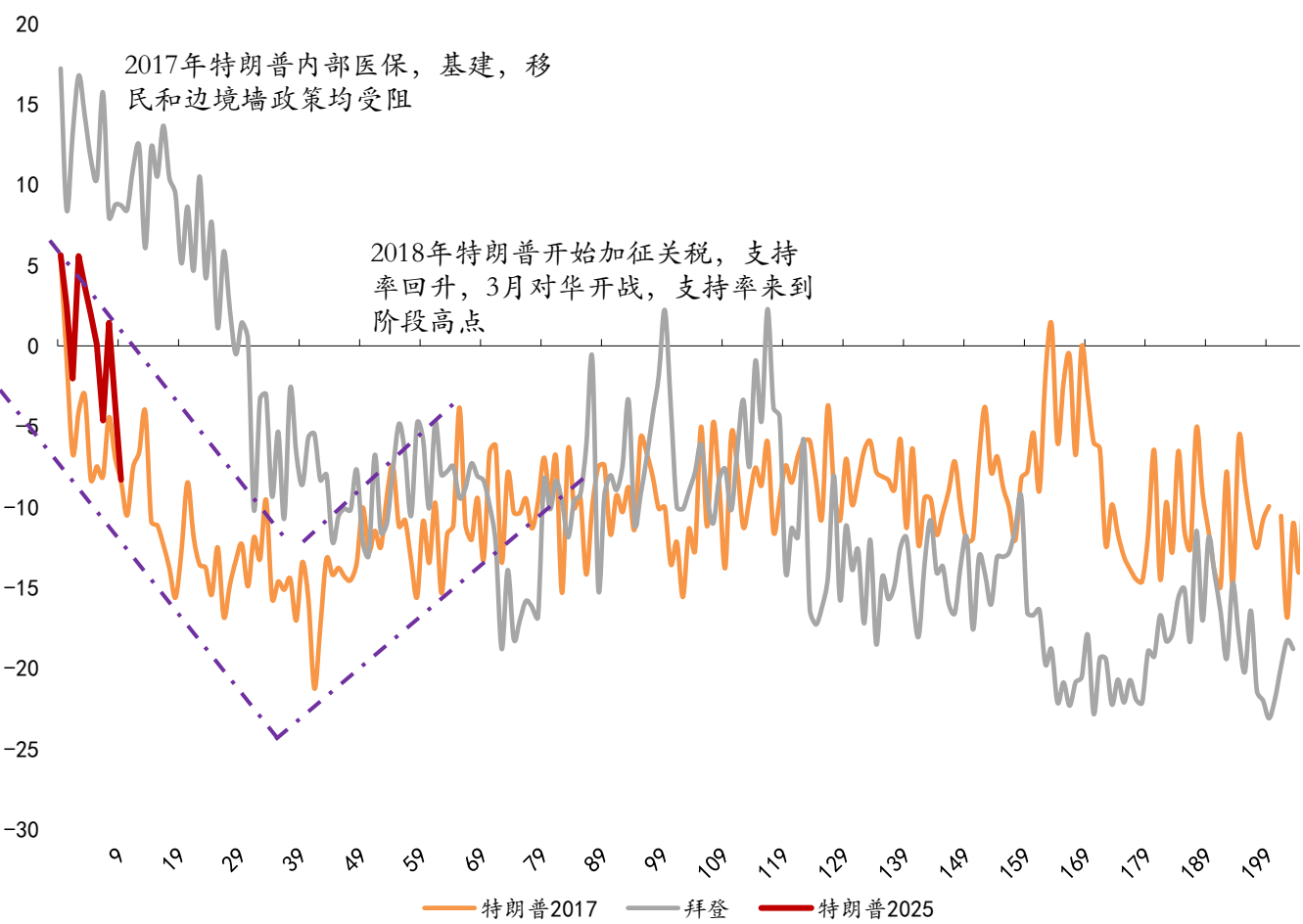


共和党对于经济的乐观也开始走平



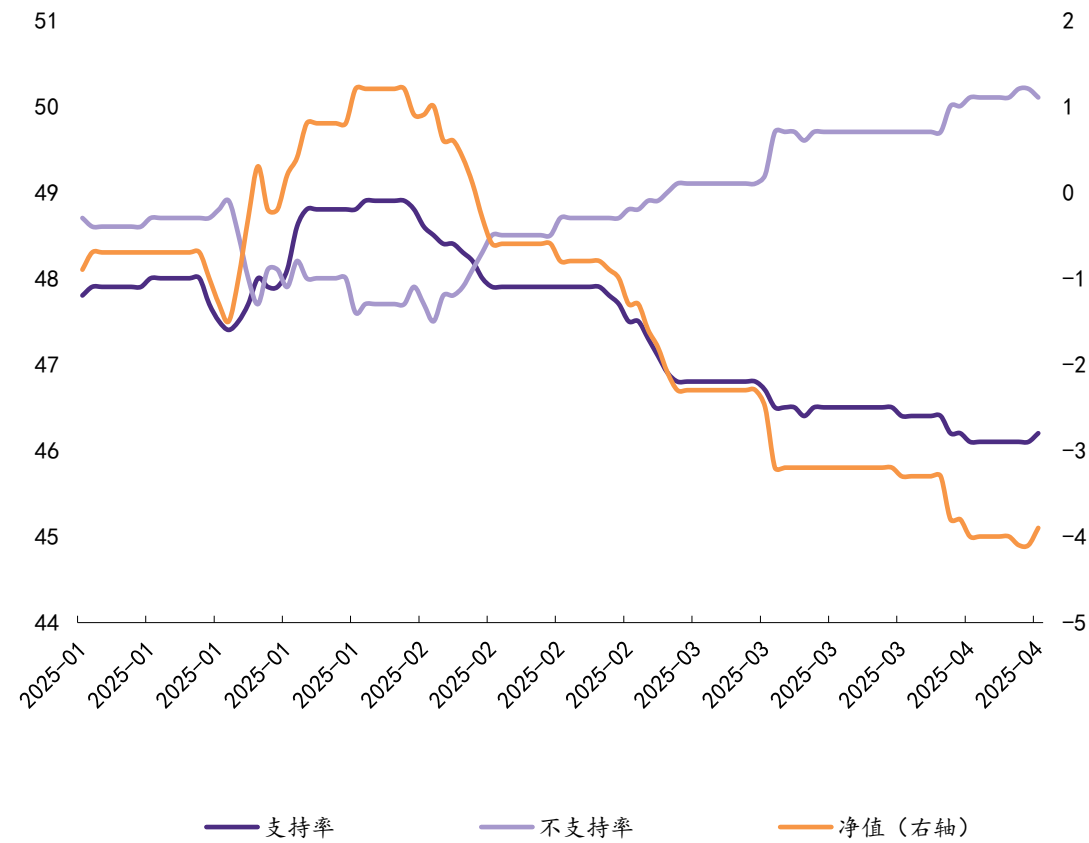
资料来源: Wind资讯, 华鑫证券研究

特朗普支持率复刻了2017届

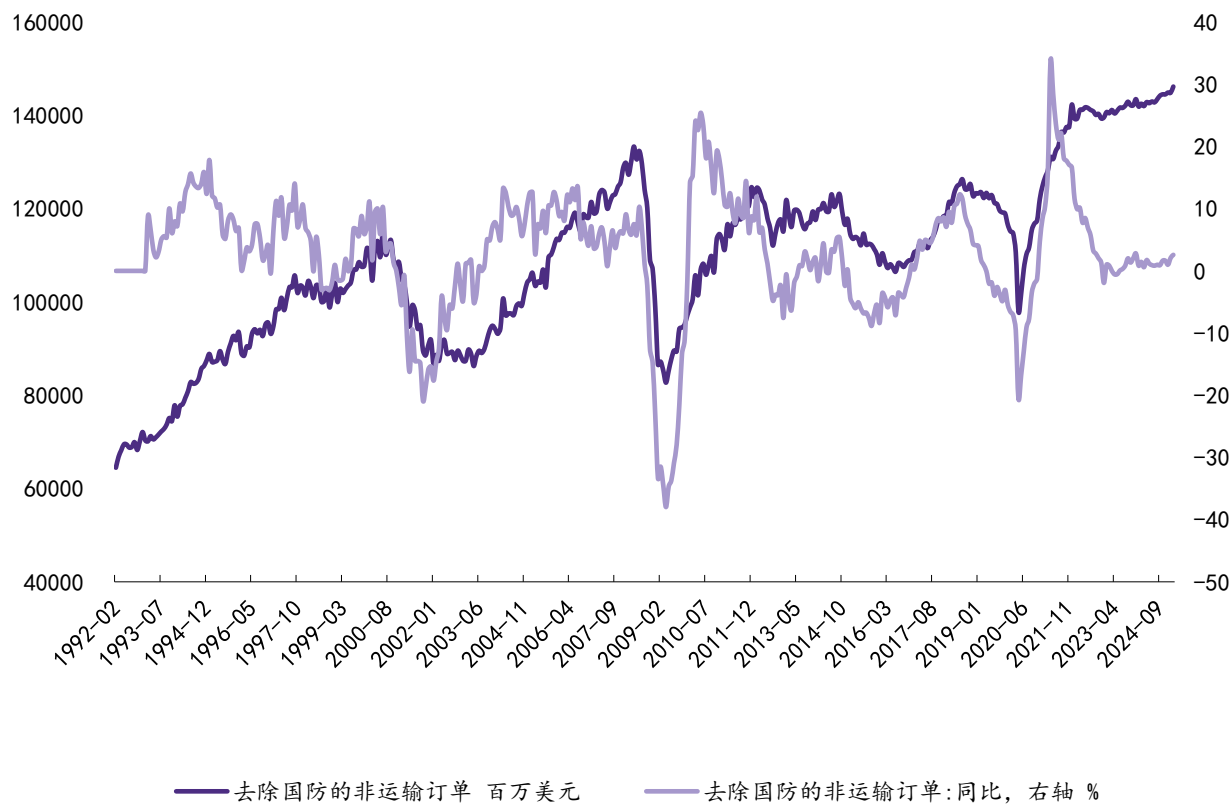


资料来源：彭博 华鑫证券研究

特朗普支持率持续转负

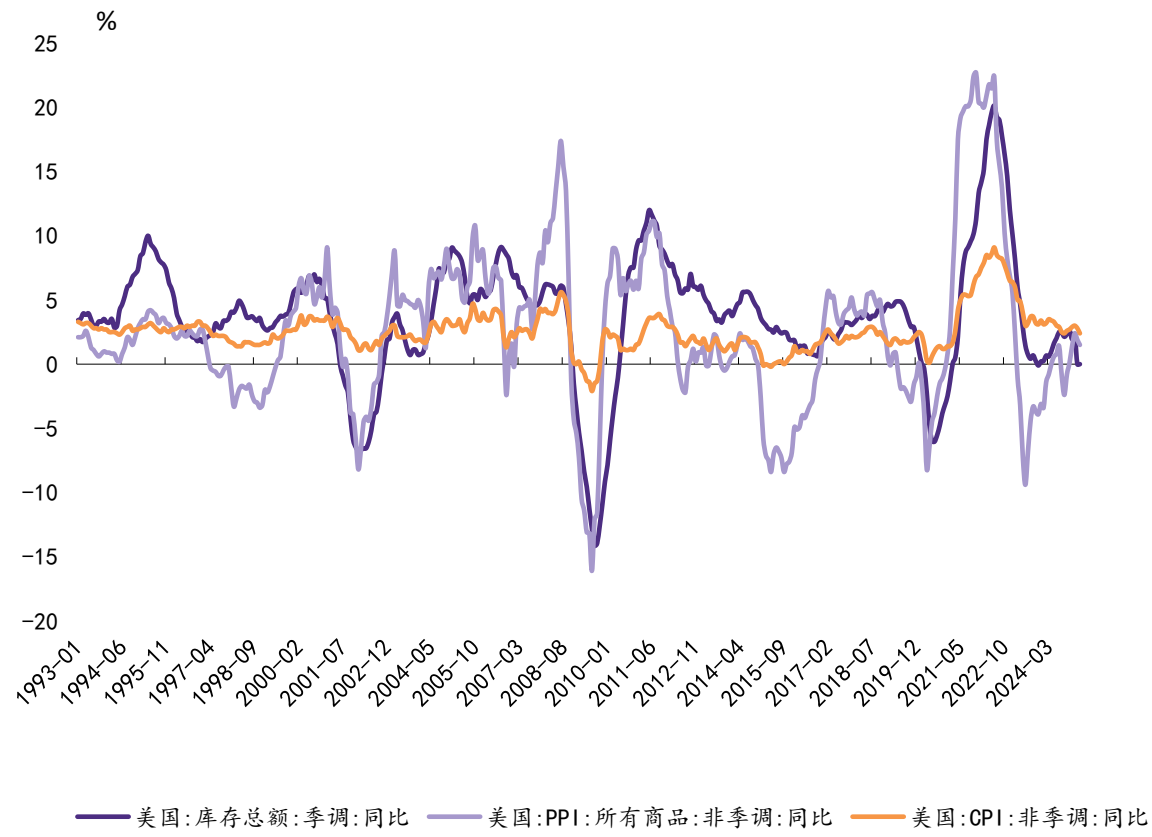


整体需求没有去化，仅是增速回落

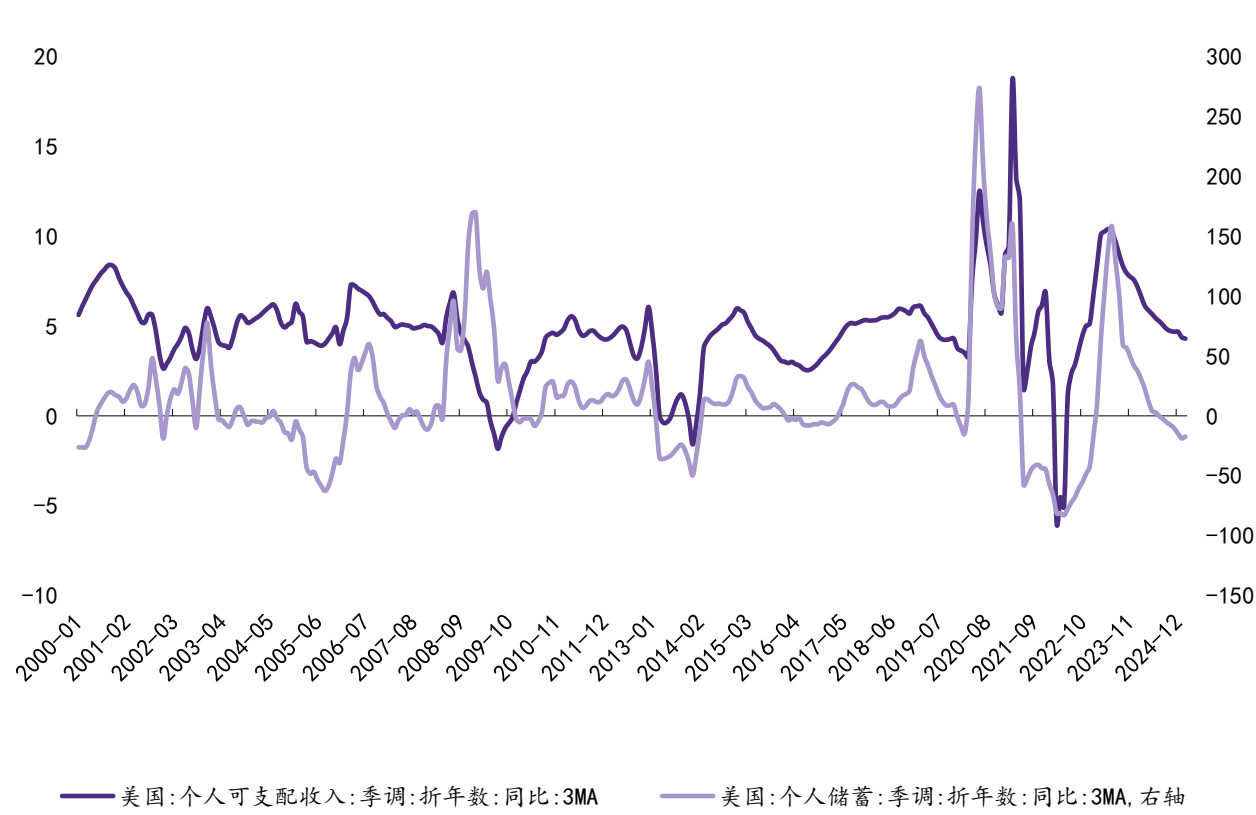


资料来源: Wind资讯, 华鑫证券研究

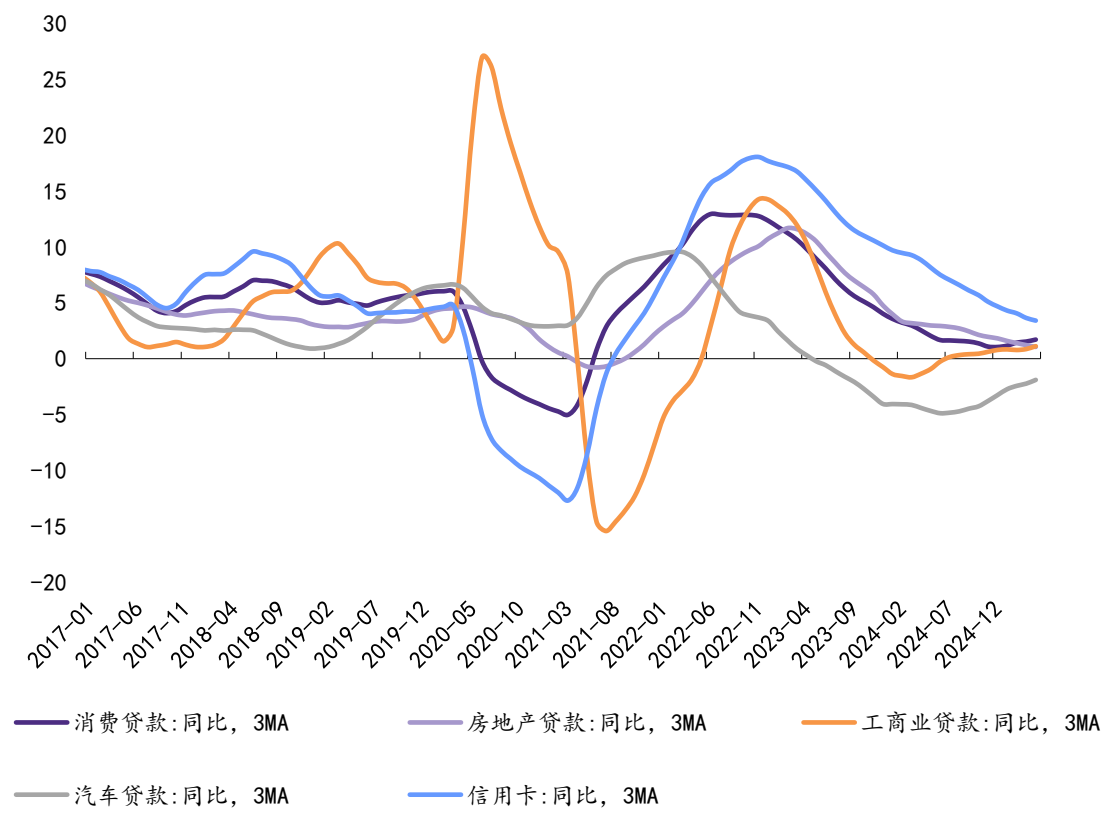
库存整体低位，PPI上行受阻，减弱再通胀空间



居民收入降低，储蓄低位



贷款增速回落



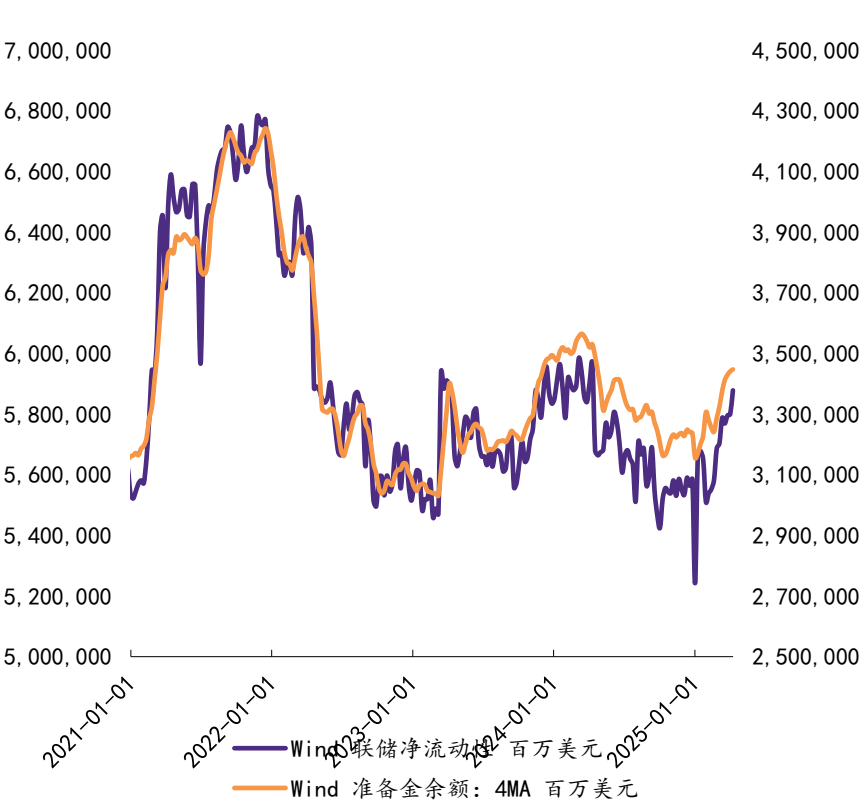
资料来源: Wind资讯, 华鑫证券研究

流动性：

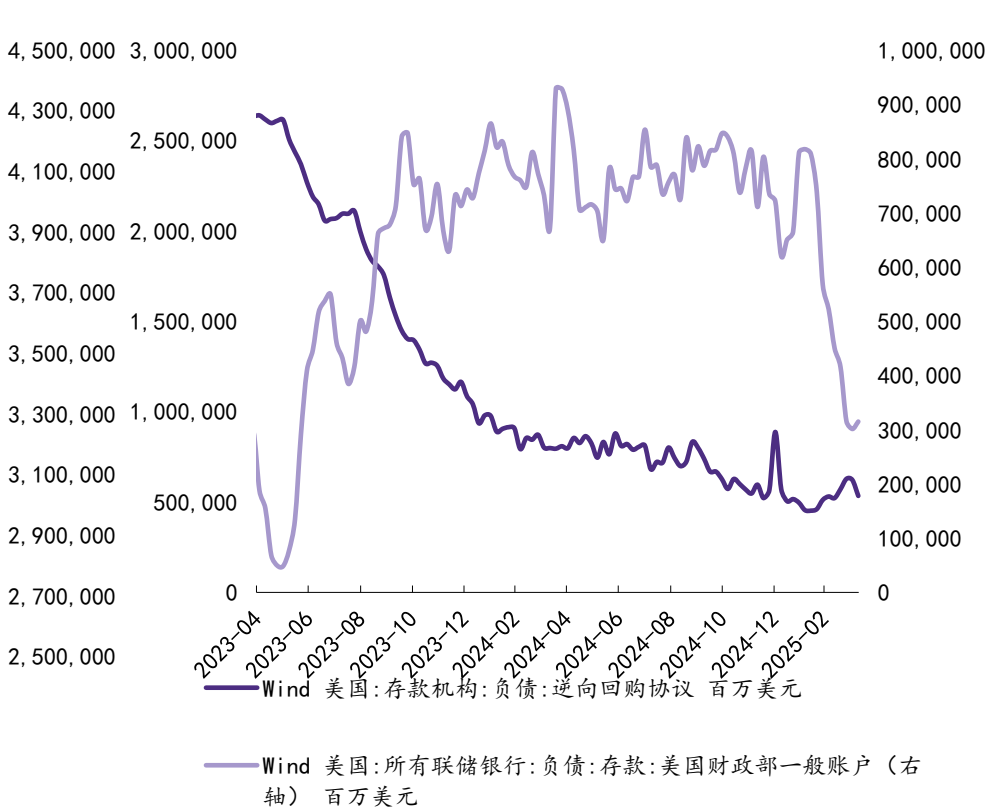
4月流动性紧缩转向危机，等待大水漫灌

研究创造价值

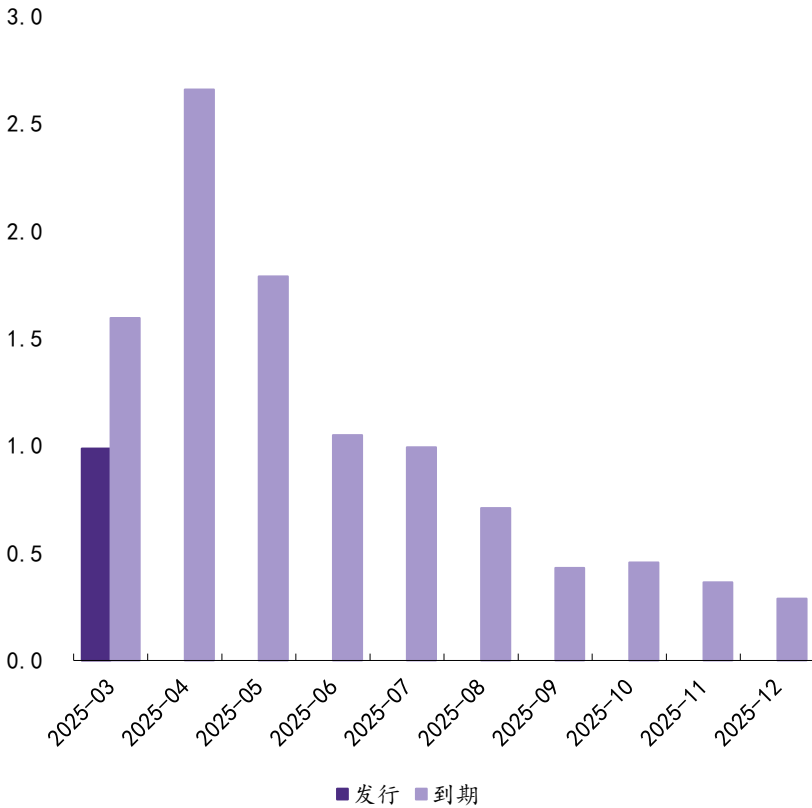
3月以来流动性持续回升



4月传统纳税季，TGA开始回升

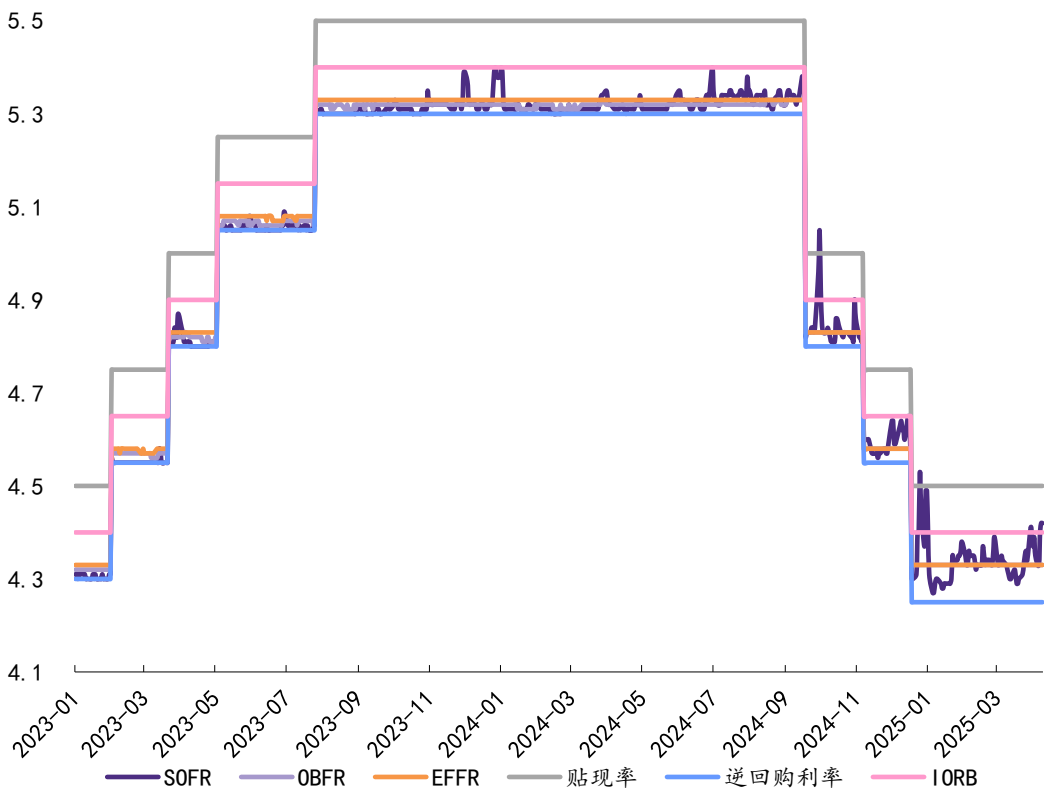


4月会有大量美债到期，带来发债冲击（万亿美元）

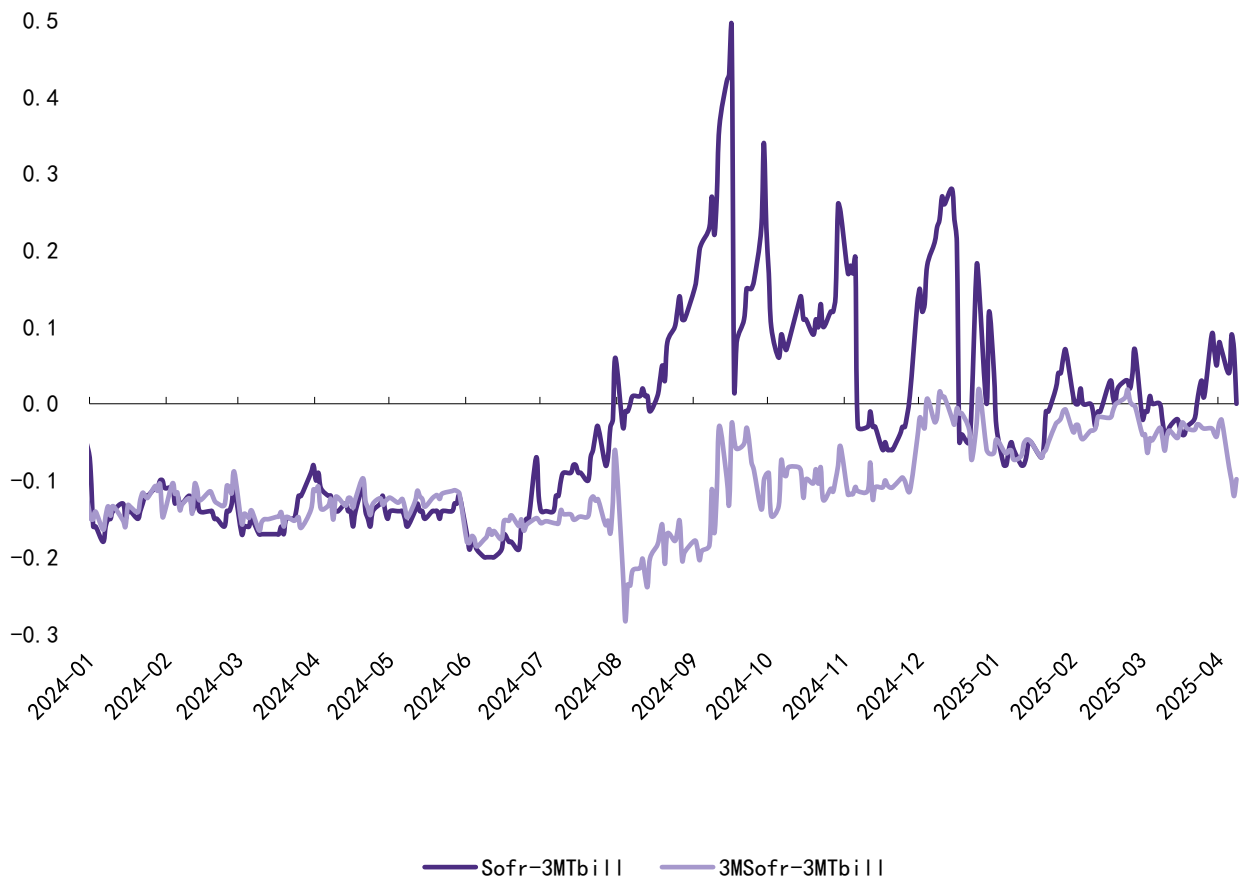


资料来源: Wind资讯, 彭博, 华鑫证券研究

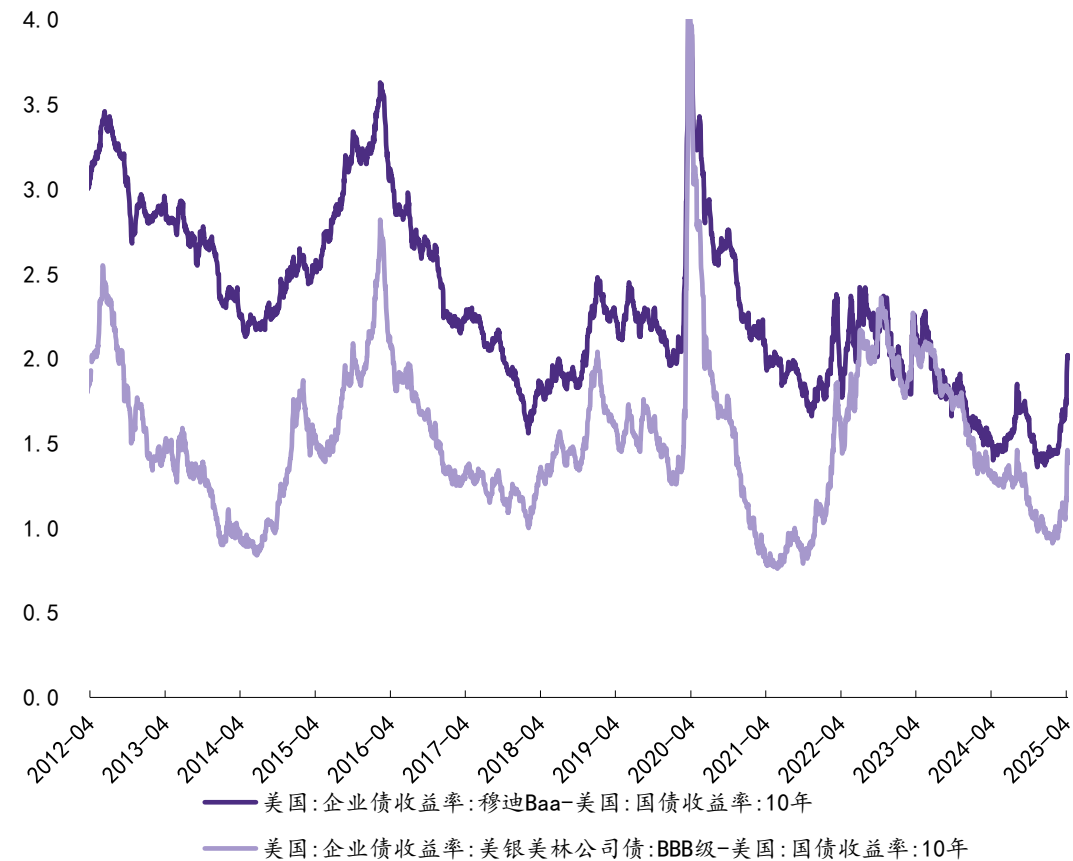
Sofr利率出现跳升



sofrTbill利差跳升后回落

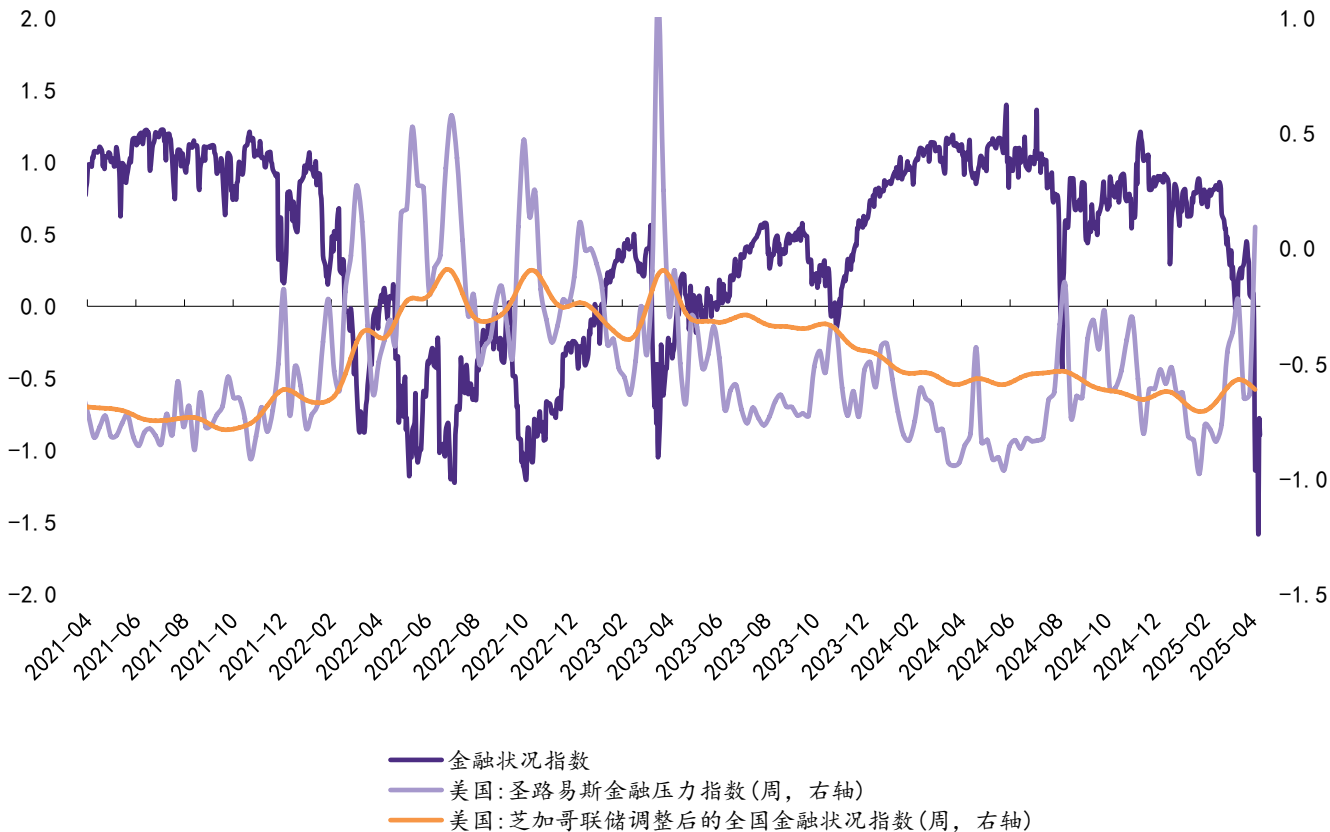


企业债利差抬升但整体水平仍低



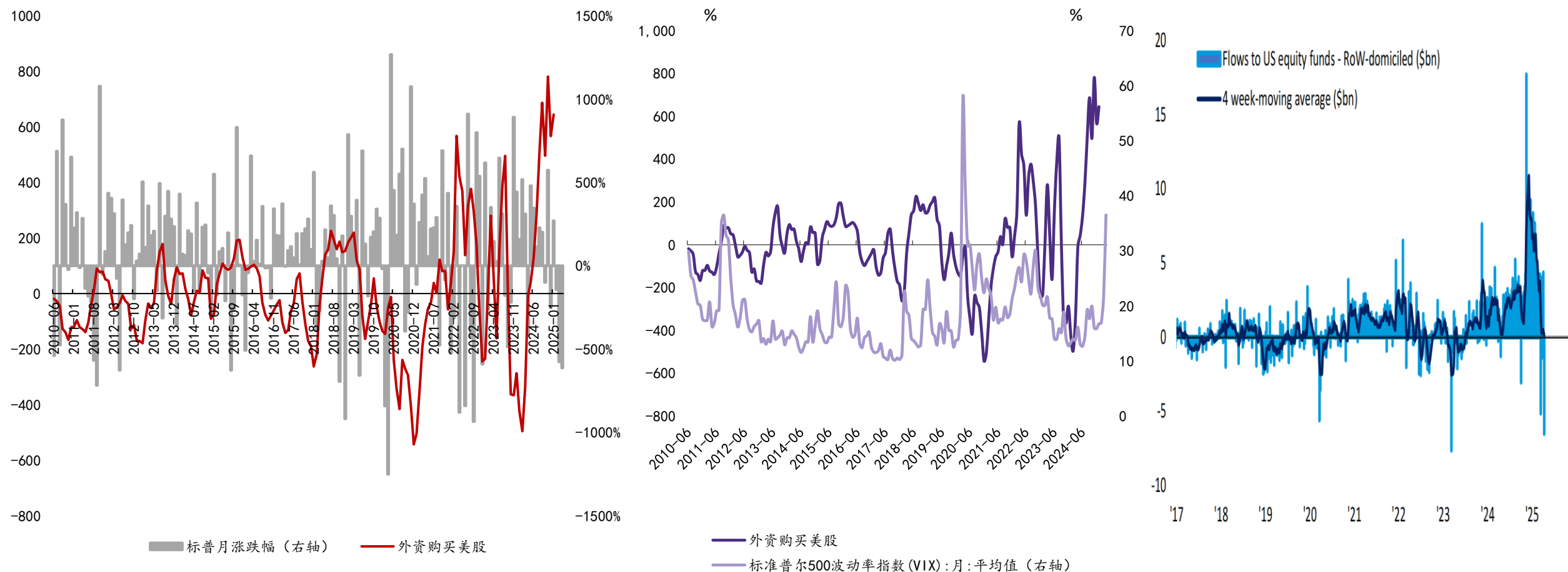
资料来源: Wind资讯, 华鑫证券研究

金融压力抬升, 但主要是股票调整所致



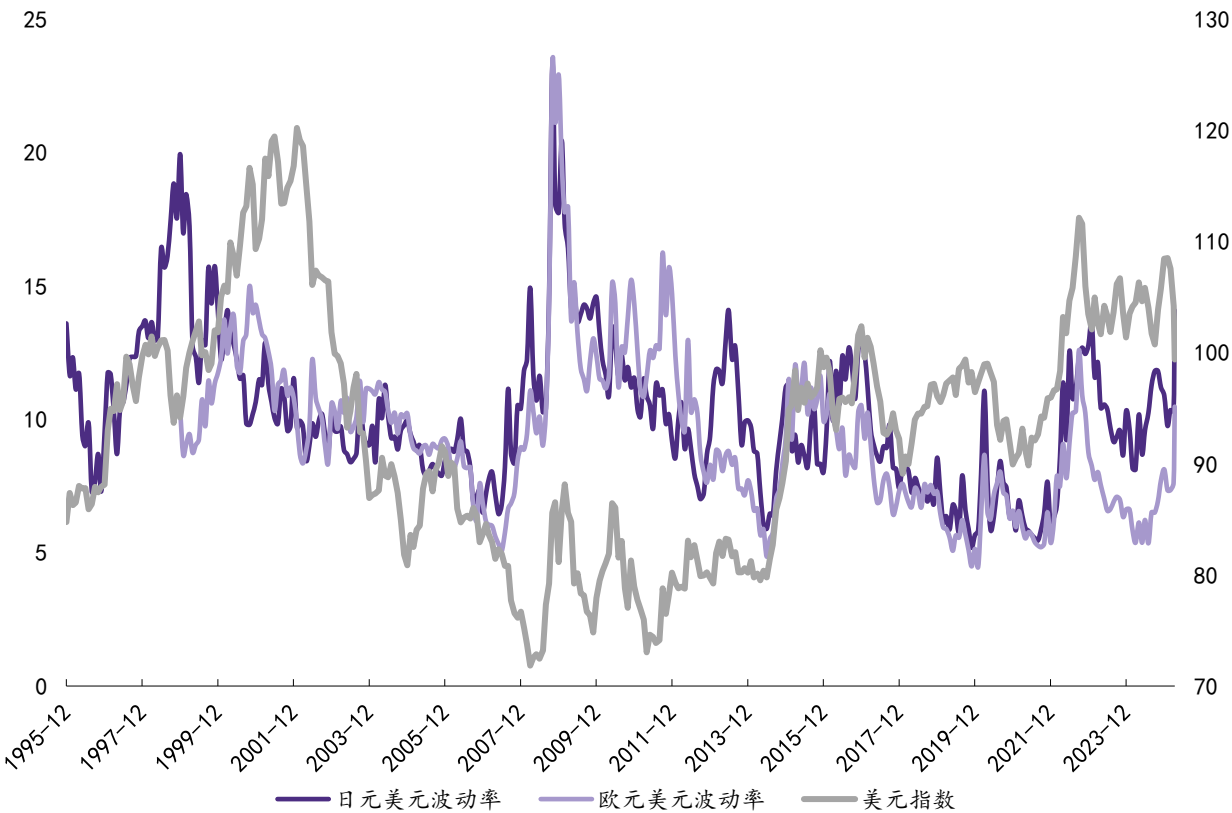
外资加仓美股在股票山顶，波动谷底

现在开始大幅回撤



资料来源: Wind资讯, Bofa, 华鑫证券研究

美元波动率出现快速抬升，加速美元的回落



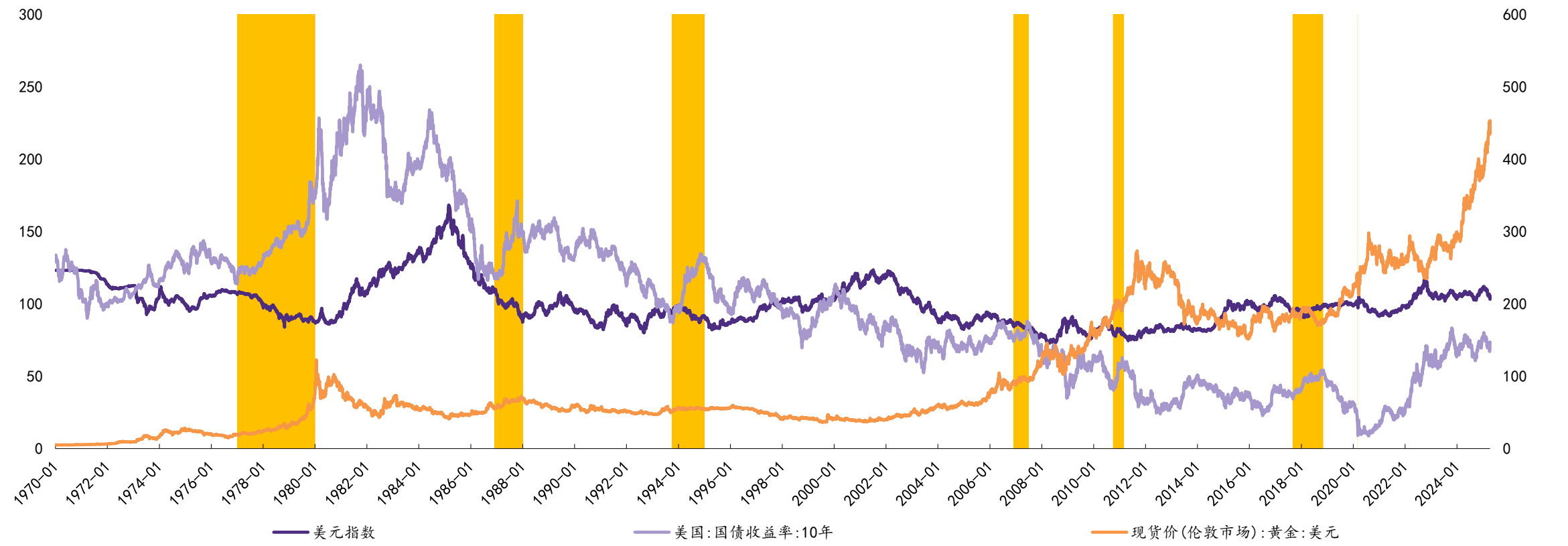
资料来源：Wind资讯，彭博，华鑫证券研究所

Swap用量显示目前还没到流动性危机的情况



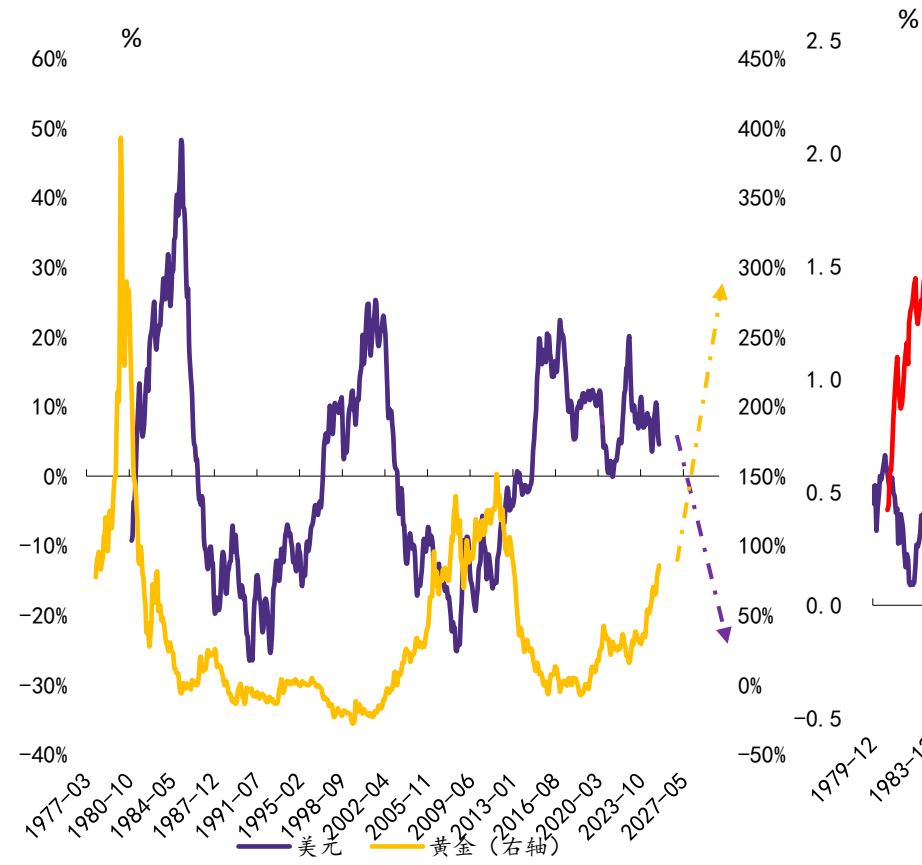
债汇背离往往发生在衰退前期

过去美元和美债的背离往往发生在衰退前期

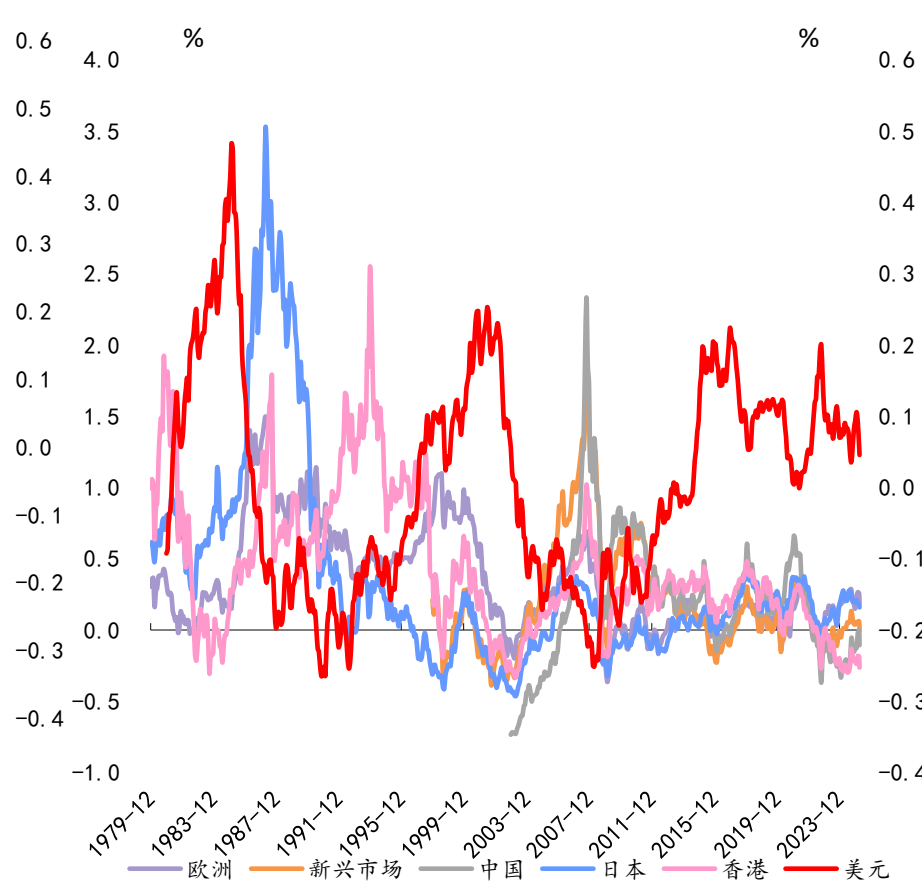
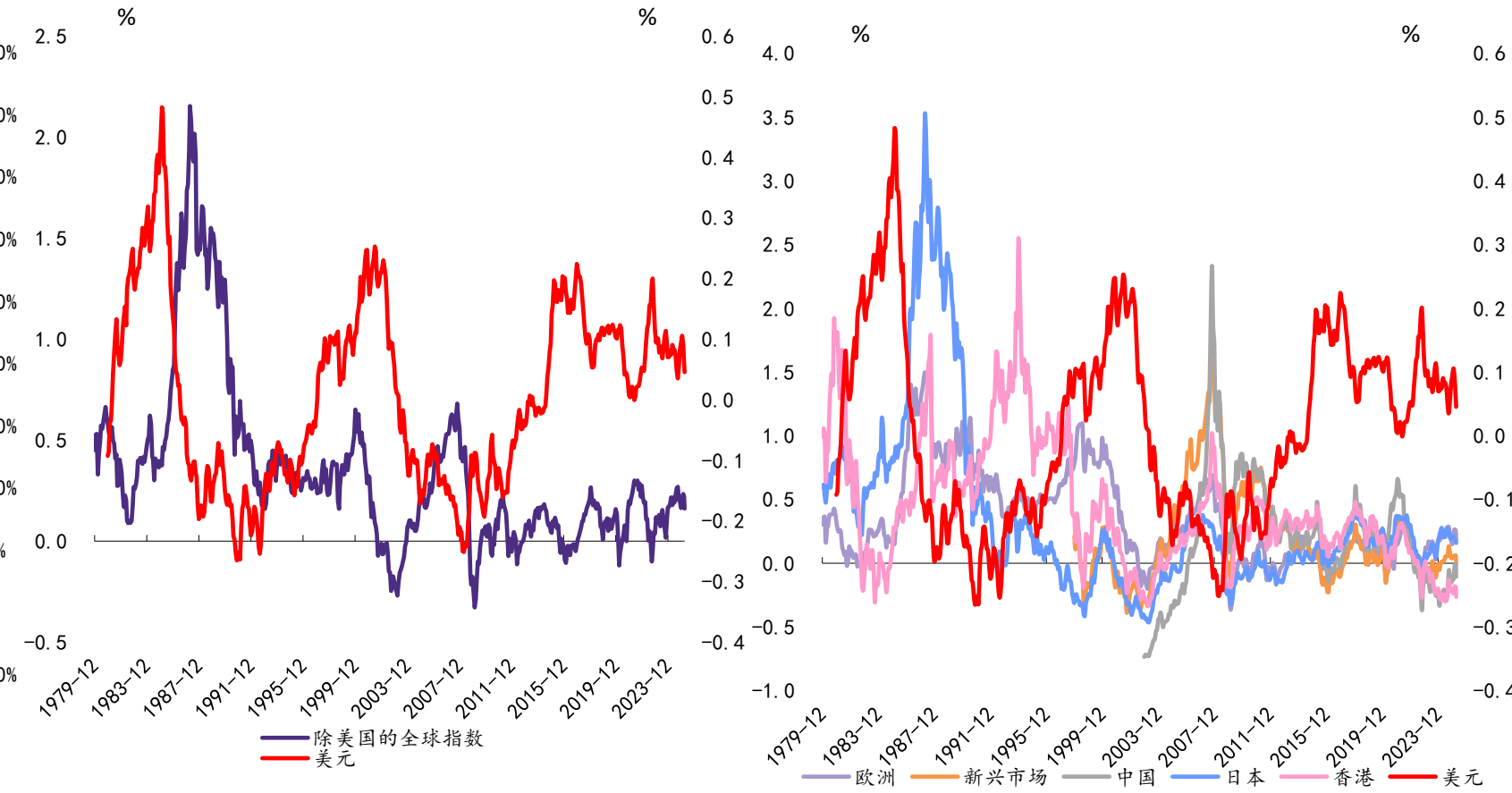


资料来源: Wind资讯, 华鑫证券研究所

当前可能处在大美元周期的起点

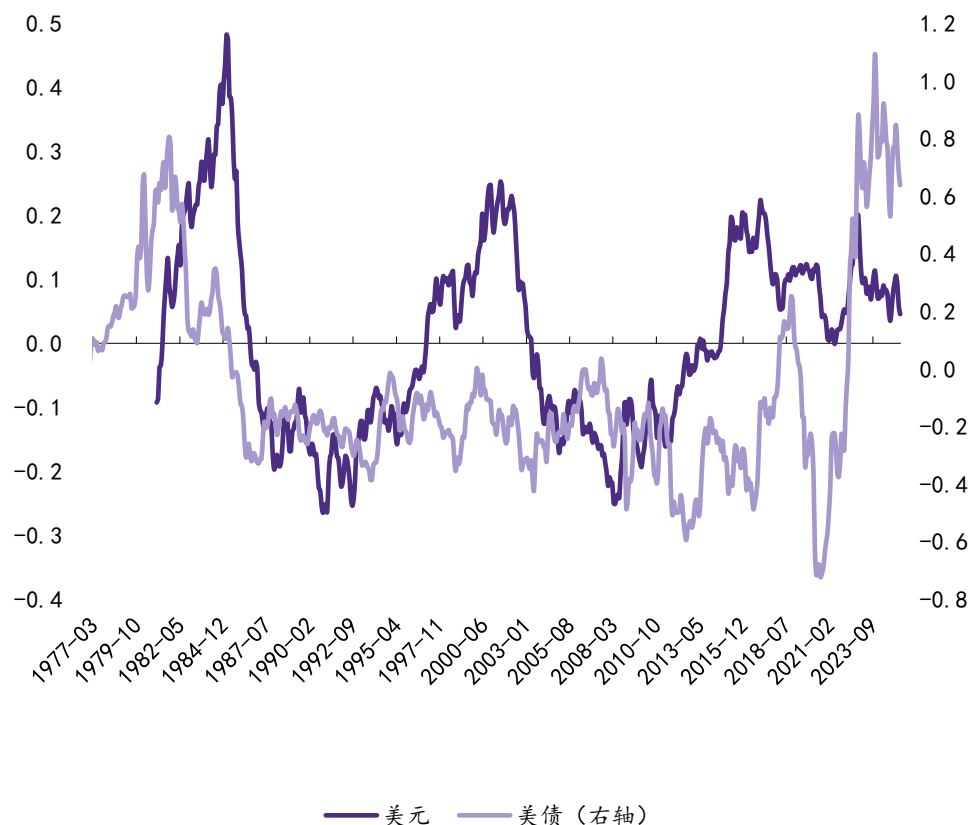


过去美元和美债往往发生在衰退前期



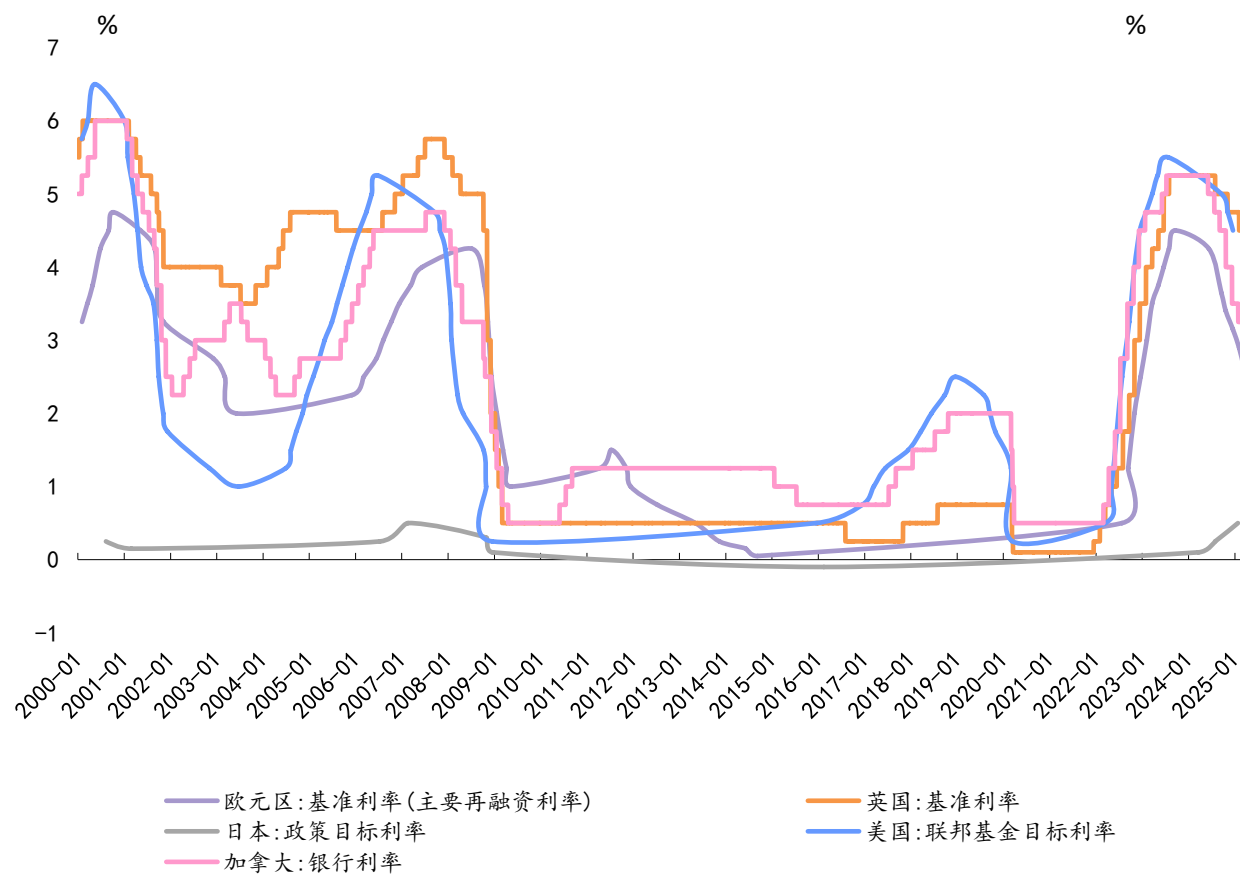
资料来源: Wind资讯, 华鑫证券研究所

美元走弱的本质是经济下行带来的利率下行

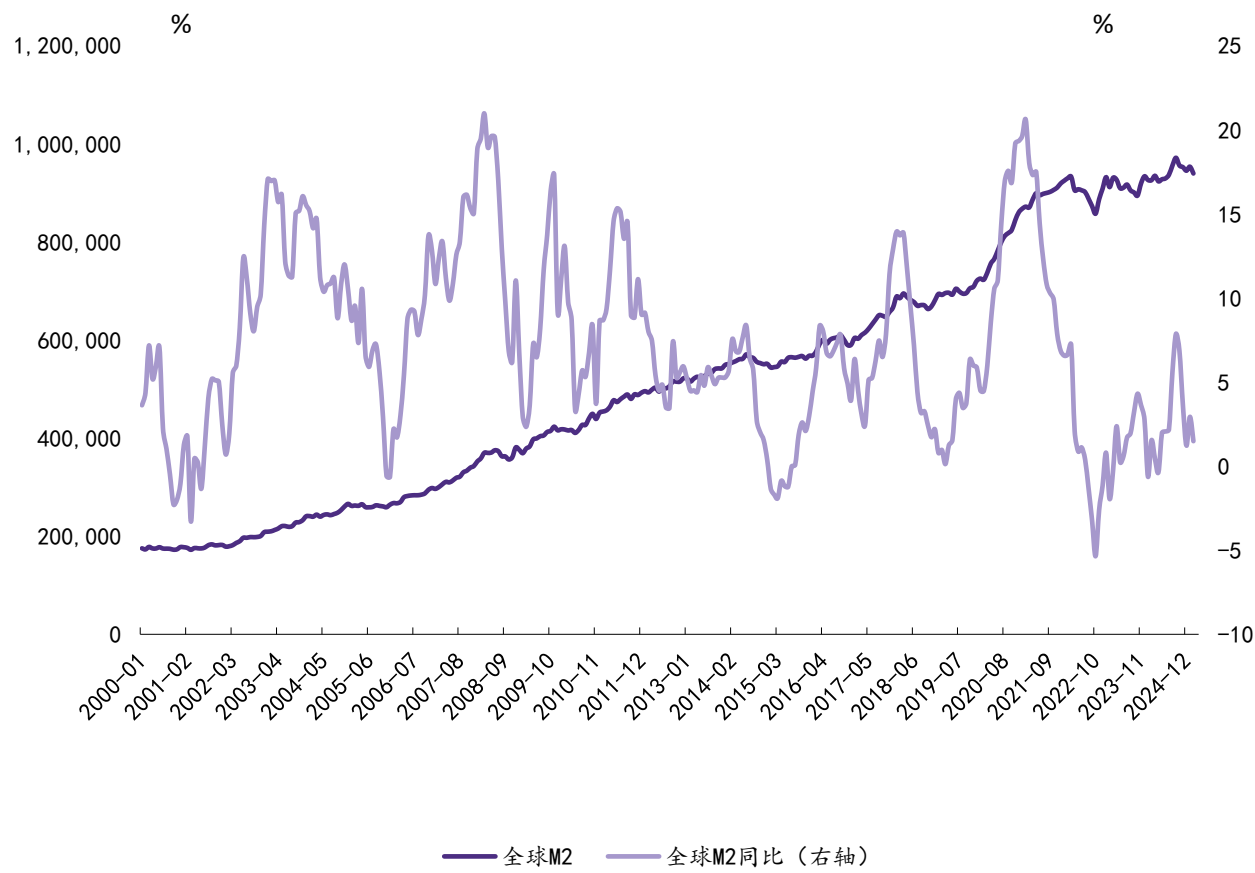
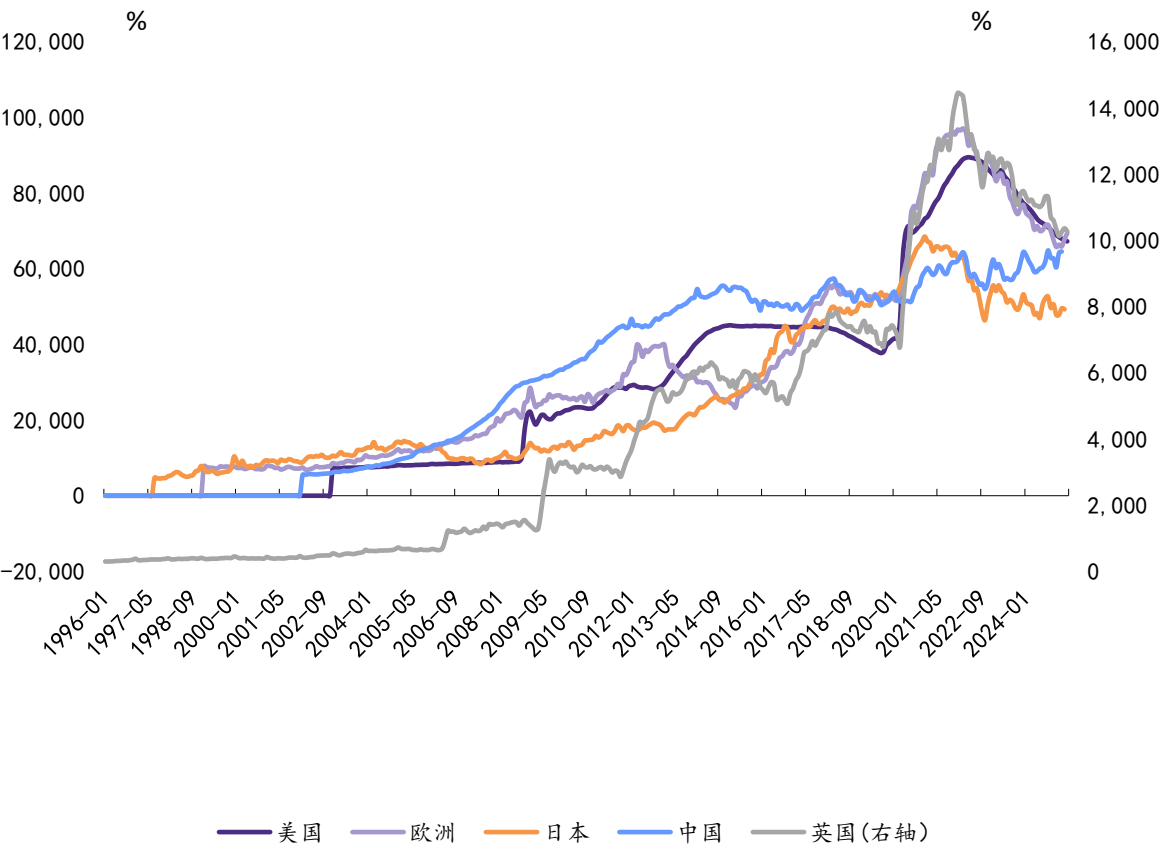


资料来源: Wind资讯, 华鑫证券研究所

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）



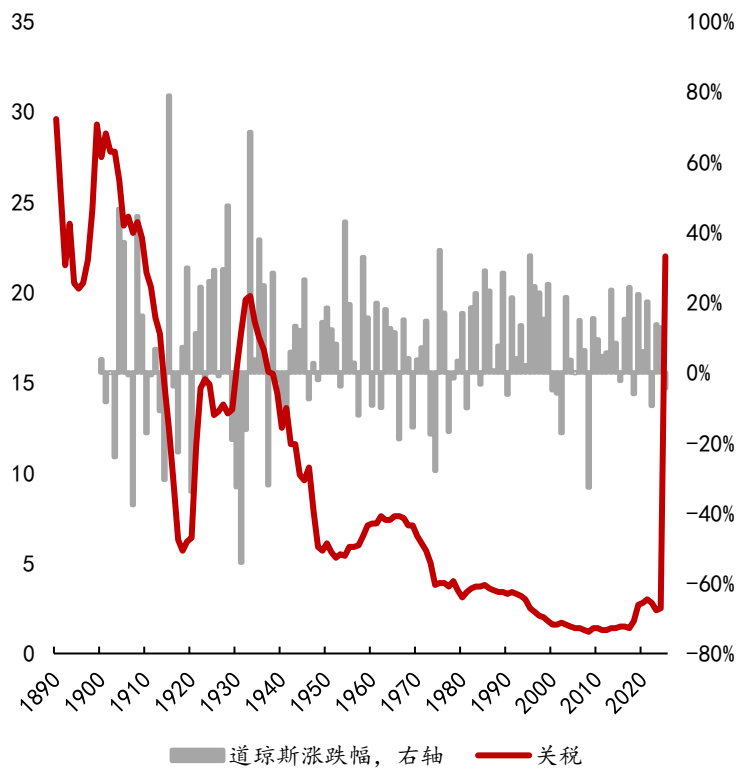
资料来源：Wind资讯，华鑫证券研究所

美股：

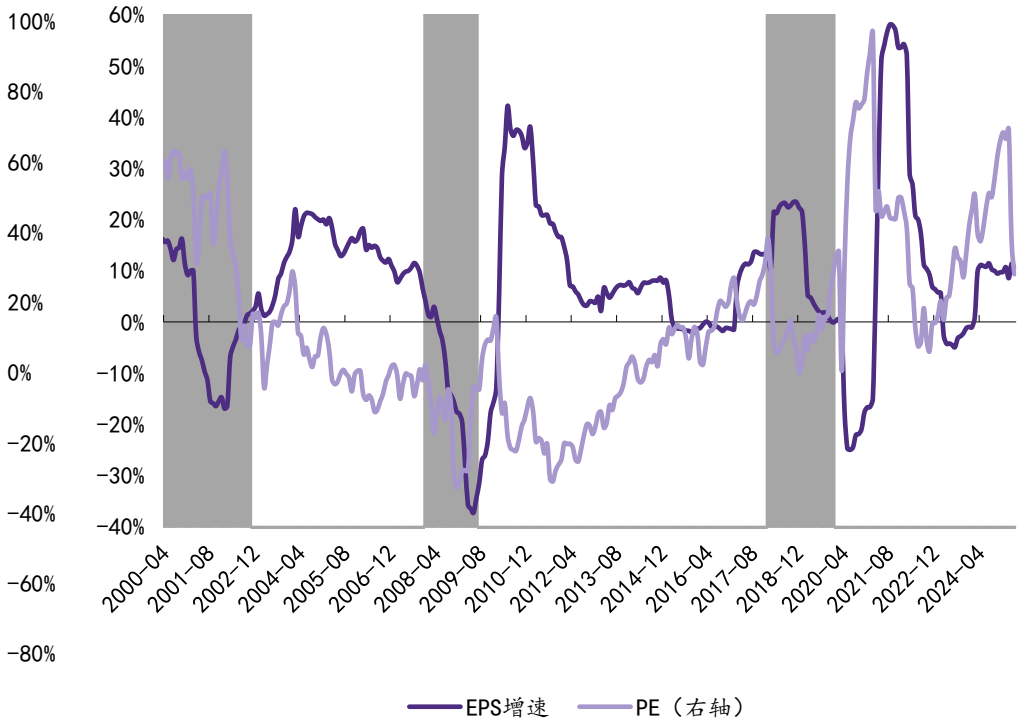
尚未见底，等VIX回归，关注降息交易

研究创造价值

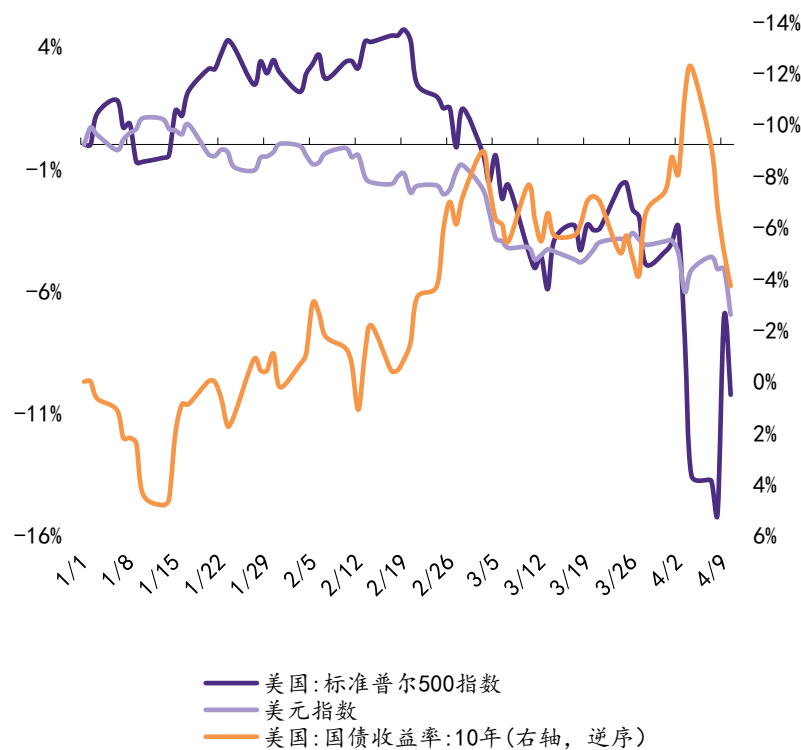
美股1930年情形再现



参考00年, 08年和18年, 美股EPS仍未开始调整



近期美国资产的股债汇三杀



资料来源: Wind资讯, 华鑫证券研究所

本轮美股已经从调整进入到熊市

			下跌日期(天)	标普500	道琼斯	纳斯达克	日经225指数	恒生指数	上证指数	美元指数	10年美债	黄金	LME3个月铜	WTI原油	VIX
1929年大萧条	1929年9月16日	1932年7月8日	1,026	-86.20%	-88.93%										
1937-1938年熊市	1937年3月10日	1938年4月8日	394	-54.50%	-43.64%										
1946-1947年战后调整	1946年5月29日	1947年6月13日	380	-28.40%	-17.42%										
1953年战后调整	1953年1月5日	1953年9月14日	252	-14.80%	-13.04%		18.50%								
1956-1957年艾森豪威尔熊市	1956年8月2日	1957年10月22日	446	-20.70%	-19.42%		1.29%				19.22%				
1960年经济熊市	1960年1月5日	1960年10月25日	294	-17.40%	-17.42%		42.12%				-17.58%				
1961-1962年肯尼迪滑坡	1961年12月12日	1962年6月26日	196	-28.00%	-27.01%		11.25%				-2.22%				
1966年通胀担忧	1966年2月9日	1966年10月7日	240	-22.20%	-25.21%		-4.04%	-7.82%			5.91%				
1968-1970年越战与经济放缓	1968年11月29日	1970年5月26日	543	-36.10%	-35.93%		13.39%	51.22%			42.21%	-10.10%			
1973-1974年石油危机与滞胀	1973年1月11日	1974年10月3日	630	-48.20%	-44.13%	-59.90%	-28.40%	-77.90%		-7.15%	25.04%	139.37%			
1976-1978年能源危机	1976年9月21日	1978年3月6日	531	-19.40%	-26.81%	10.08%	9.69%	0.81%		-10.10%	7.19%	53.79%			
1980-1982年高通胀与熊市	1980年11月28日	1982年8月12日	622	-27.10%	-21.79%	-23.21%	-3.42%	-33.15%		34.79%	6.53%	-45.99%			
1987年黑色星期一	1987年8月25日	1987年12月4日	101	-33.50%	-35.10%	-35.64%	-11.86%	-42.15%		-7.58%	2.41%	6.17%	29.59%	0.54%	
1990年海湾战争与熊市	1990年7月16日	1990年10月11日	87	-19.90%	-21.16%	-30.66%	-31.60%	-17.32%		-8.31%	5.69%	6.81%	0.13%	116.50%	102.87%
1998年金融危机	1998年7月17日	1998年10月8日	83	-19.30%	-17.20%	-29.35%	-21.39%	-7.99%	-6.54%	-7.41%	-17.24%	2.20%	-5.06%	3.15%	181.82%
2000-2002年互联网泡沫破裂	2000年3月24日	2002年10月9日	929	-49.10%	-34.43%	-77.55%	-57.21%	-49.52%	-11.28%	2.28%	-41.77%	12.11%	-17.87%	4.75%	80.74%
2007-2009年全球金融危机	2007年10月9日	2009年3月9日	517	-56.80%	-53.78%	-54.75%	-58.71%	-59.81%	-62.93%	13.62%	-38.12%	25.51%	-54.52%	-41.35%	208.19%
2010年欧洲债务危机	2010年4月23日	2010年7月2日	70	-16.00%	-13.55%	-17.33%	-15.67%	-6.30%	-20.13%	3.70%	-21.88%	5.44%	-16.89%	-15.25%	81.23%
2011年债务上限危机	2011年5月2日	2011年10月3日	154	-19.40%	-16.80%	-18.44%	-14.58%	-28.82%	-20.03%	8.98%	-45.62%	7.48%	-26.40%	-31.63%	184.24%
2015-2016年中国经济放缓	2015年5月21日	2016年2月11日	266	-14.20%	-14.36%	-16.19%	-25.99%	-32.62%	-39.37%	0.19%	-25.57%	2.99%	-29.08%	-56.83%	132.37%
2018年贸易紧张局势	2018年9月20日	2018年12月24日	95	-19.80%	-18.25%	-22.86%	-19.09%	-6.65%	-7.41%	2.85%	-10.75%	4.38%	-2.55%	-39.52%	205.68%
2020年新冠疫情	2020年2月19日	2020年3月23日	33	-33.90%	-36.65%	-30.12%	-27.83%	-21.55%	-10.59%	2.84%	-51.28%	-4.91%	-20.45%	-56.16%	328.30%
2022年通胀与加息	2022年1月3日	2022年10月12日	282	-25.40%	-20.16%	-34.21%	-9.91%	-28.24%	-16.71%	17.72%	139.88%	-7.77%	-23.08%	14.71%	102.23%
		平均	355	-30.88%	-28.79%	-31.44%	-11.67%	-22.99%	-21.67%	3.32%	-0.95%	13.17%	-15.11%	-9.19%	160.77%
		中位数	282	-25.40%	-21.79%	-29.73%	-13.22%	-24.90%	-16.71%	2.56%	-2.22%	5.44%	-17.87%	-15.25%	157.10%
		70年后平均	314	-28.71%	-26.73%	-31.44%	-22.57%	-29.37%	-21.67%	3.32%	-4.68%	14.83%	-15.11%	-9.19%	160.77%
		70年后中位数	210	-22.65%	-21.47%	-29.73%	-20.24%	-28.53%	-16.71%	2.56%	-14.00%	5.80%	-17.87%	-15.25%	157.10%
本轮特朗普改选调整	2024年12月16日	2025年4月10日	115	-13.85%	-9.43%	-18.77%	-12.29%	4.48%	-4.80%	-5.54%	0.23%	18.42%	-0.85%	-15.05%	177.20%
熊 市			453	-39.29%	-35.97%	-45.05%	-15.95%	-29.88%	-25.38%	8.07%	9.80%	14.30%	-17.27%	-15.51%	179.86%
调 整			204	-17.80%	-17.62%	-17.82%	-6.45%	-14.13%	-18.70%	-1.44%	-15.72%	11.87%	-13.31%	-3.93%	148.03%

资料来源：Wind资讯，华鑫证券研究所

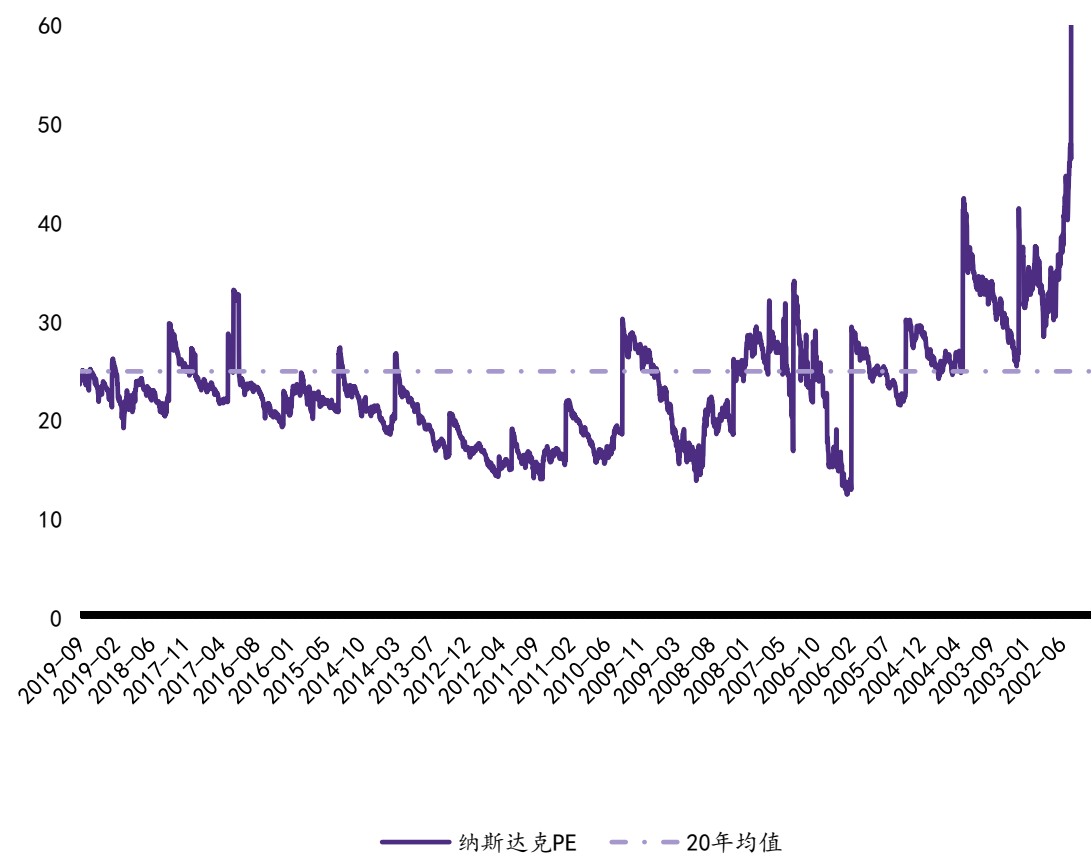
	下跌日期 (天)	标普500	道琼斯	纳斯达克	日经225指 数	恒生指数	上证	美元指数	10年美债	黄金	LME3个月 铜	WTI原油	VIX
熊市	453	-39.29%	-35.97%	-45.05%	-15.80%	-28.09%	-25.38%	8.07%	10.69%	14.24%	-17.20%	-15.51%	179.86%
调整	204	-17.80%	-17.62%	-17.82%	-5.55%	-14.16%	-18.70%	-1.44%	-15.89%	11.92%	-13.35%	-3.93%	148.03%
目前	115	-13.85%	-9.43%	-18.77%	-12.29%	4.48%	-4.80%	-5.54%	0.23%	18.42%	-0.85%	-15.05%	177.20%

资料来源：Wind资讯，华鑫证券研究所

标普指标均在20年均值之上



但纳指已经跌穿



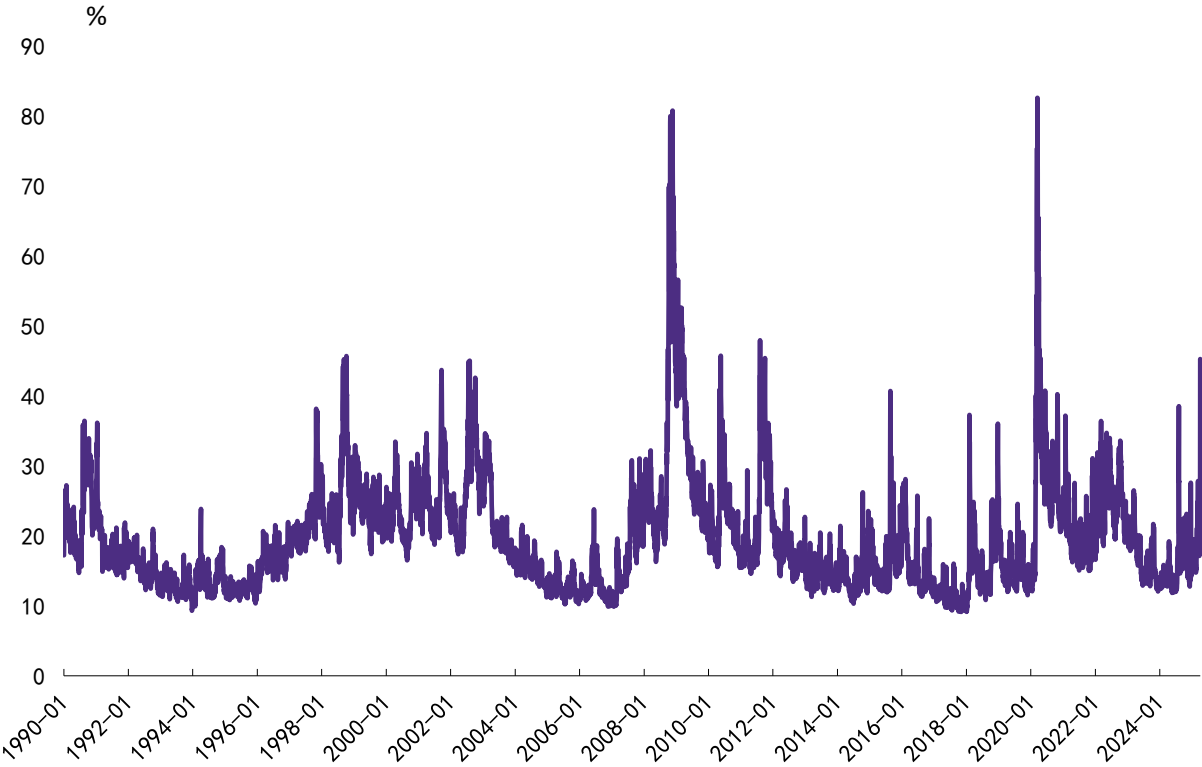
资料来源：Wind资讯，华鑫证券研究所

行业估值风险快速释放

		当前Forward PE	5年百分位	10年百分 位	20年百分位		当前 Forward PE	5年百分位	10年百分 位	20年百分 位
指数	标普	20	32	63	82	软件与服务指数	28	23	59	80
	纳斯达克	25	2	39	62	半导体及其设备指数	22	47	74	79
	道琼斯	20	55	73	86	科技、硬件与设备指数	26	64	82	91
	信息技术指数	29	58	79	90	多元化金融指数	20	71	85	88
	金融指数	16	72	84	86	媒体行业指数	19	15	35	57
一级行业	保健指数	17	25	45	57	医药、生物技术与生命科学指数	15	42	45	49
	非核心消费品指数	25	4	51	75	零售行业指数	26	1	5	51
	电信服务指数	18	23	50	71	资本财货指数	22	50	75	88
	工业指数	22	44	72	86	保健设备与服务指数	19	25	52	70
	核心消费品指数	22	80	90	95	能源指数	14	62	28	54
	能源指数	14	62	28	54	银行业指数	11	40	32	25
	公用事业指数	17	21	33	65	食品饮料及烟草行业指数	18	31	24	53
	地产	19	29	22	22	公用事业指数	17	21	33	65
	原材料指数	20	57	70	81	保险行业指数	15	77	85	92
						房地产行业指数	18	27	16	28
						原材料指数	20	57	70	81
						食品与必需消费品零售指数	31	95	98	99
						消费者服务指数	22	8	30	64
						汽车及配件行业指数	32	62	82	85
						交通运输指数	16	32	62	47
二级行业						家庭与个人用品指数	23	5	36	68
						商业与专业服务指数	30	65	83	92
						电信服务指数	13	96	73	43
						耐用消费品与服装指数	15	28	15	18
						Real Estate Management & Development (Industry Group)	31	8	8	8

资料来源：Wind资讯，华鑫证券研究所

VIX指数快速上行



主要是成长板块快速回调，其中巨头调整更甚

指数	涨跌幅
可选消费	-25.69%
信息技术	-25.06%
通讯服务	-18.07%
工业	-13.87%
材料	-11.24%
金融	-10.41%
能源	-8.09%
房地产	-8.01%
日常消费	-2.94%
医疗保健	-2.52%
公用事业	-2.48%

资料来源：Wind资讯，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+) IEF(7-10)	
		空	TMV(三倍20+美债)		
	黄金	多	GDXU(三倍金矿) SHNY(三倍黄金)	GLD(黄金) GDX(金矿)	金矿:NEW,GOLD
		空	GDXD(三倍金矿) DULL(三倍黄金)		
	保健	多	CURE(三倍标普医疗保健) PILL(三倍制药) LABU(三倍纳斯达克生物技术)	XLV(标普保健)	保健:JNJ,UNH 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) NAIL(三倍建筑商和材料)	IYR(地产)	地产:DHI,LEN 建材:HD REITS:EQIX
		空	DRV(三倍房地产)		
	金融	多	DPST(三倍区域银行) FAS(三倍金融)	KRE(区域银行) XLF(金融)	银行:WAL,BCA,JPM 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

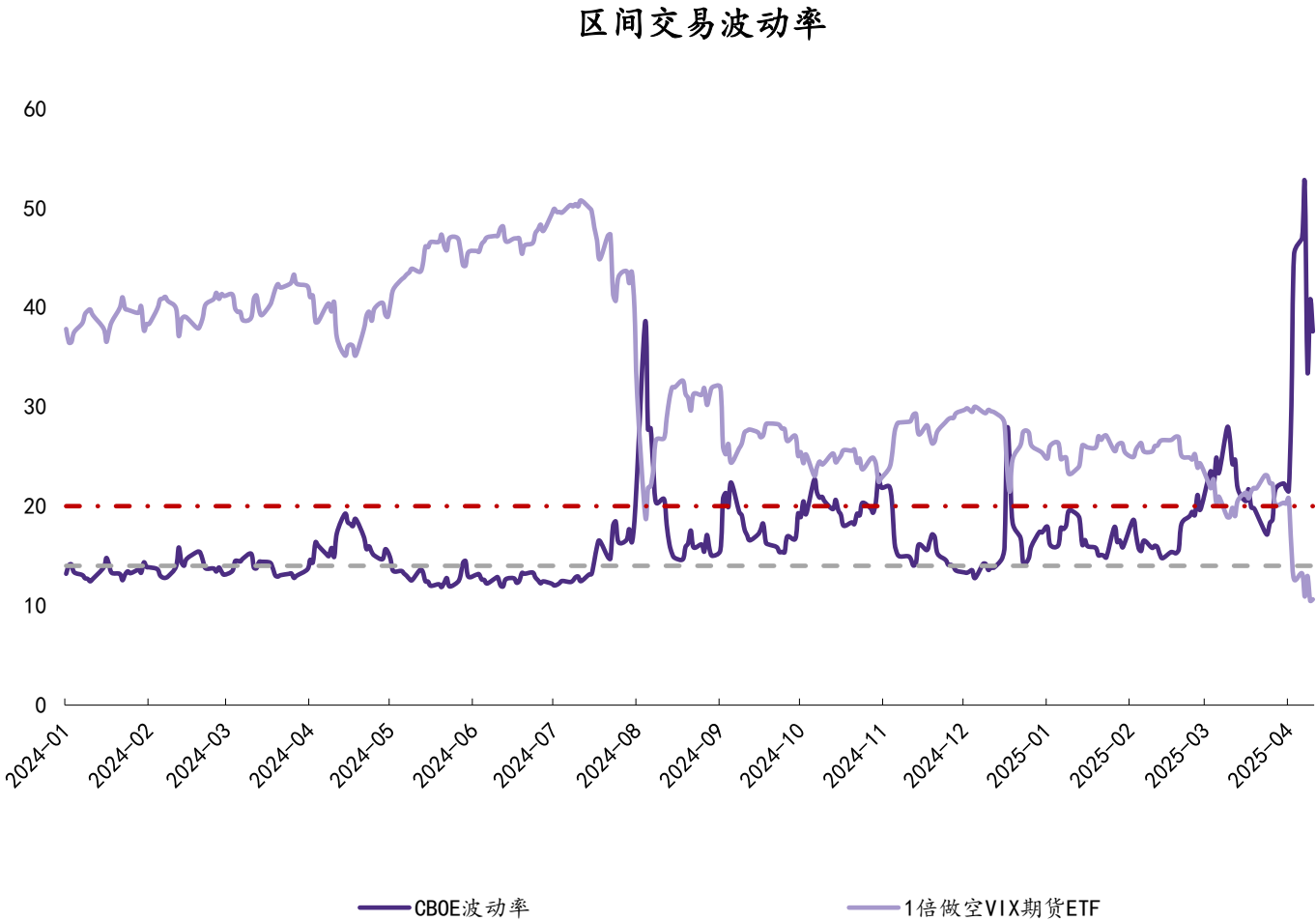
近期海内外交易逻辑的轮动

		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

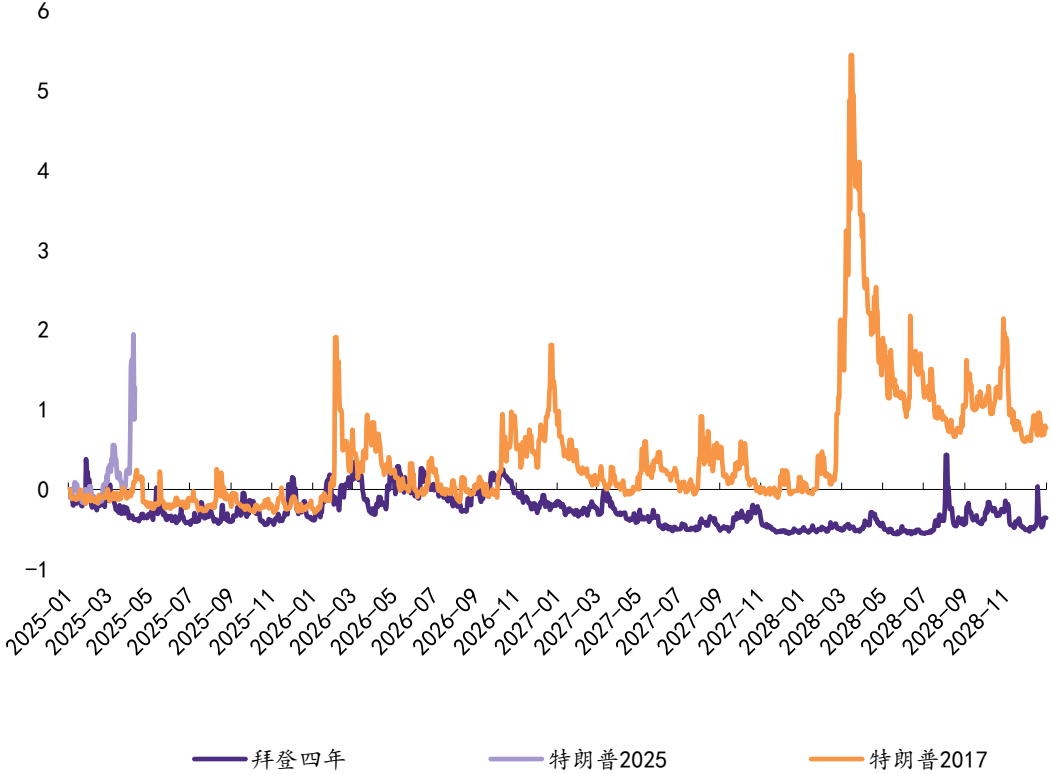
		杠杆产品	ETF
VIX指数	做多	UVIX	UVXY
	做空	SVIX	SVXY



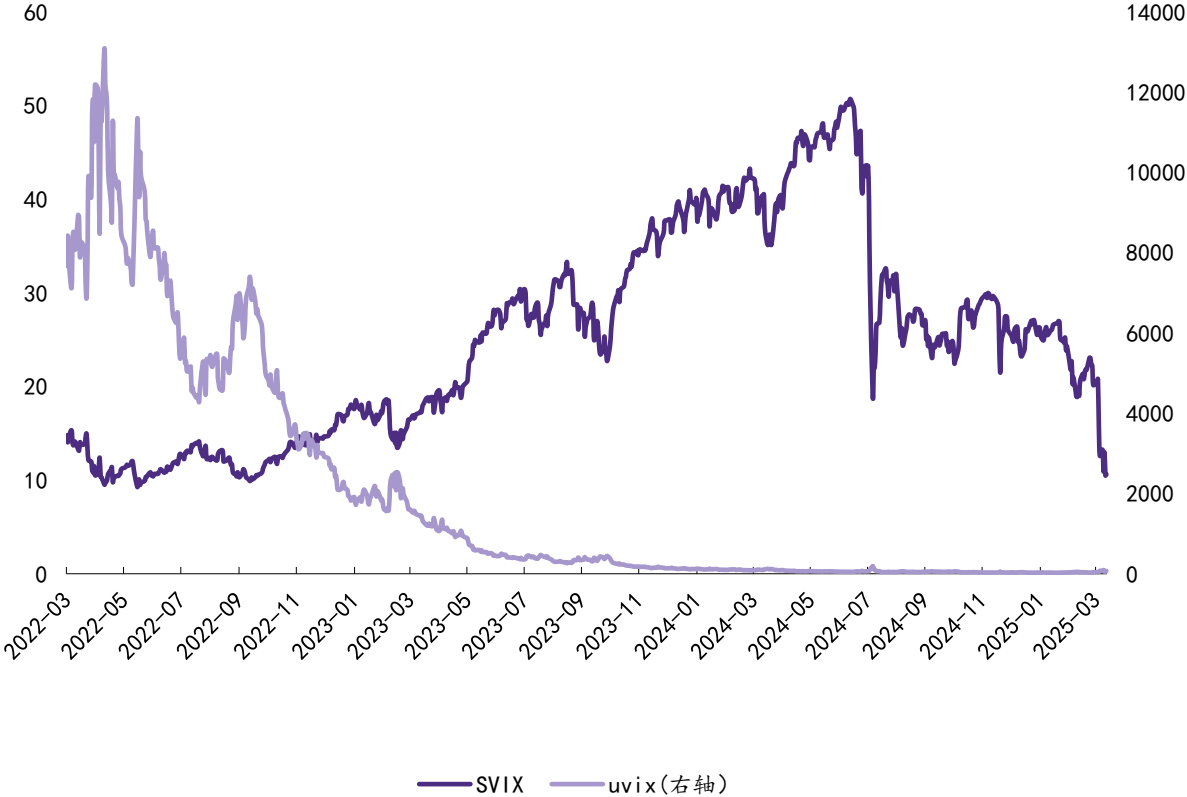
资料来源：Wind资讯，华鑫证券研究



可以预期特朗普波澜壮阔的四年



长期的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%					
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		100.0%	75.0%	75.0%	75.0%	87.5%	100.0%	100.0%

指数的回弹往往要等到一个月之后

	T+1	T+5	T+10	T+15	T+30	T+60	T+90
标普	4.12%	2.63%	2.77%	5.06%	4.79%	10.48%	19.62%
道琼斯	2.95%	1.39%	0.14%	2.25%	2.22%	6.39%	8.64%
纳指	3.42%	2.16%	1.08%	3.39%	2.67%	7.70%	10.79%
罗素	3.73%	1.31%	0.78%	3.57%	1.69%	5.62%	9.75%

	T+1	T+5	T+10	T+15	T+30	T+60	T+90
保健	2.414%	1.917%	0.726%	3.527%	3.899%	7.783%	9.777%
金融	6.206%	5.363%	1.392%	4.852%	2.603%	5.976%	7.777%
信息技术	4.344%	2.792%	3.234%	6.203%	4.695%	11.624%	21.895%
电信服务	1.458%	0.379%	0.965%	2.809%	3.354%	11.664%	17.080%
核心消费	0.746%	0.275%	-0.314%	0.518%	1.762%	3.325%	3.169%
工业	3.356%	1.958%	0.339%	2.149%	2.110%	5.333%	8.352%
公用事业	1.027%	-0.272%	-1.416%	1.347%	-0.280%	0.504%	0.429%
非核心消费	3.497%	1.886%	2.029%	2.811%	4.466%	8.650%	14.983%
原材料	1.838%	1.054%	-0.023%	2.232%	1.169%	2.124%	5.867%
房地产	4.814%	0.388%	-1.943%	0.796%	-1.444%	-0.293%	-0.092%

资料来源：Wind资讯，华鑫证券研究

美债：
等待滞胀-衰退-降息的切换

研究创造价值

长期通胀预期降温但美债利率上行

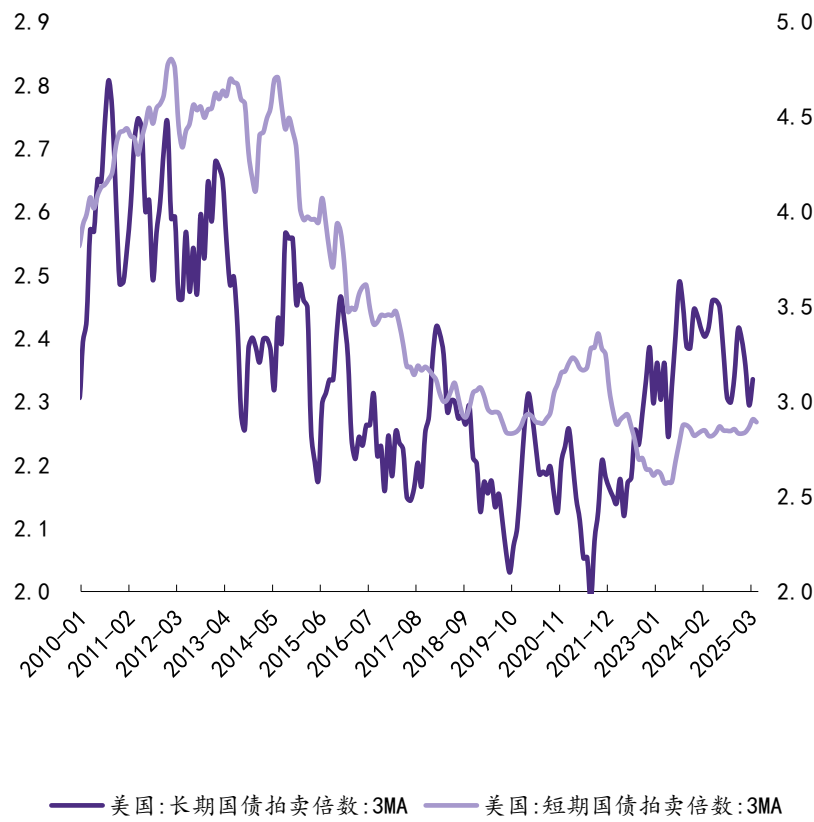


资料来源：Wind资讯，华鑫证券研究所

经济预期同样下行

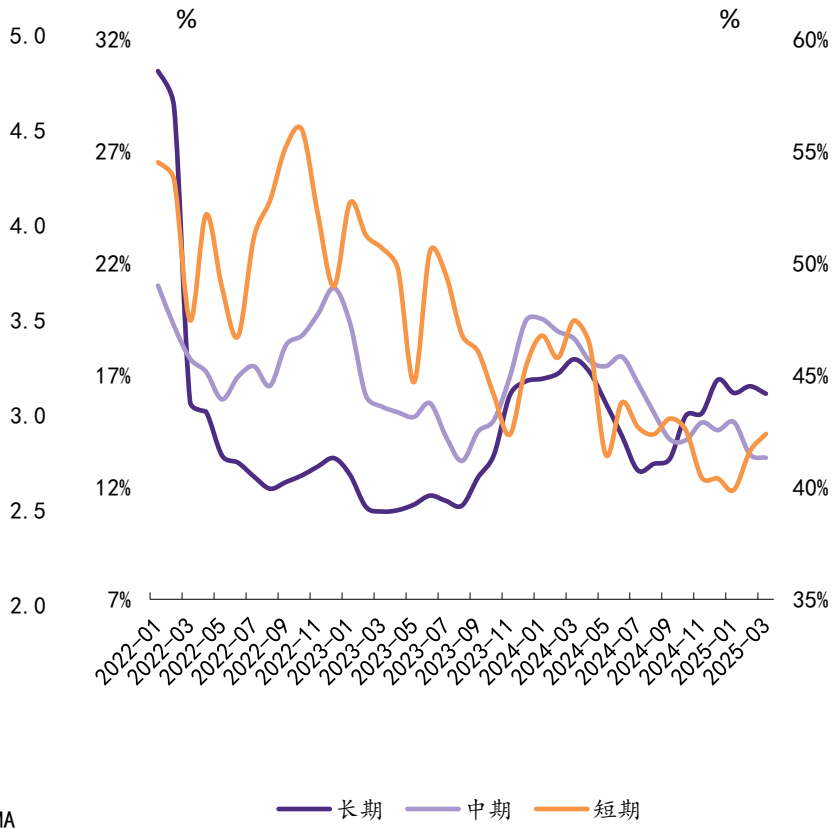


长期拍卖倍数维持稳定



资料来源：Wind资讯，华鑫证券研究所

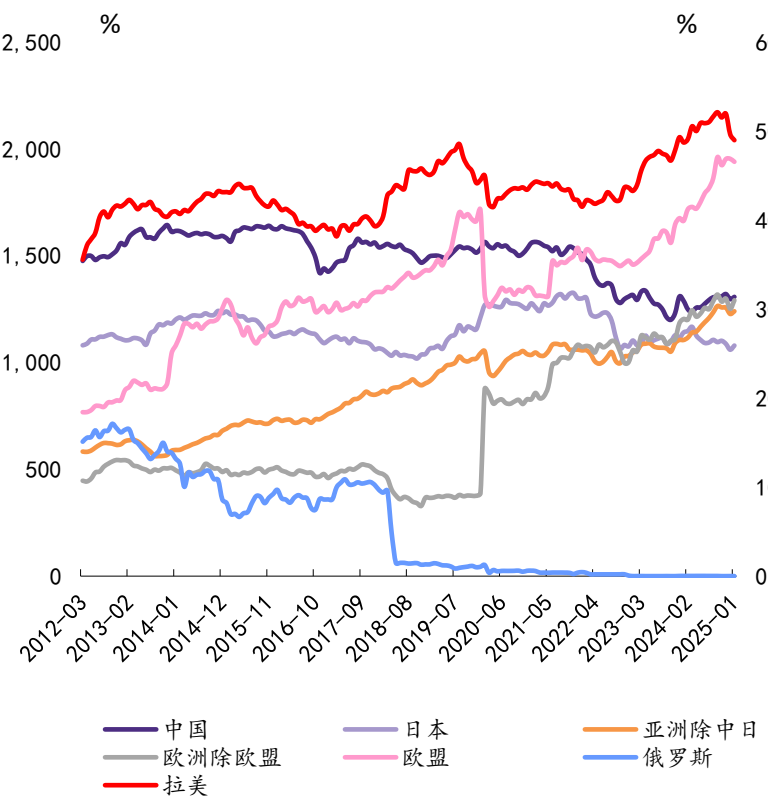
交易商承接开始上行



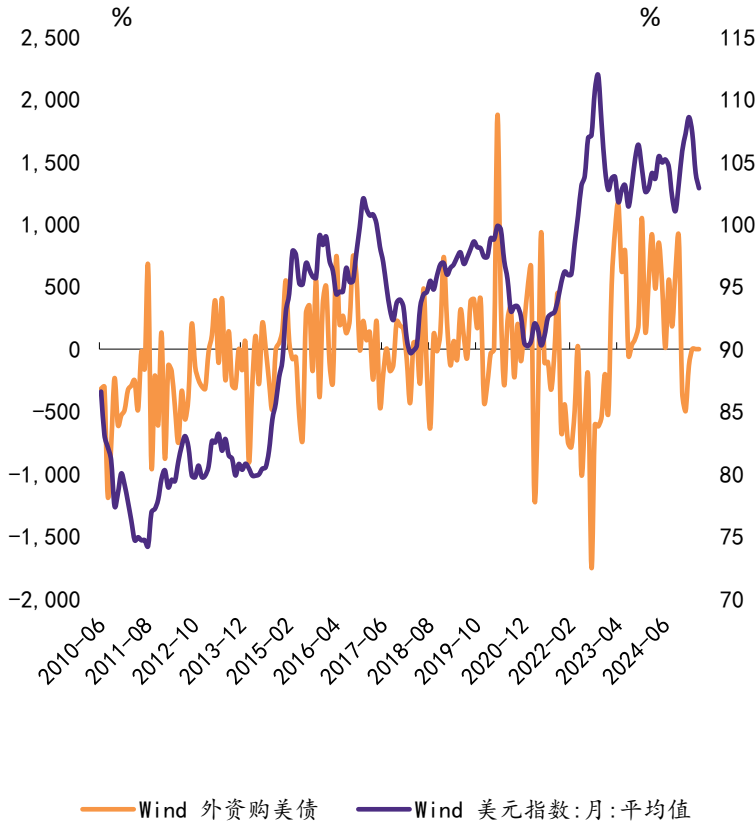
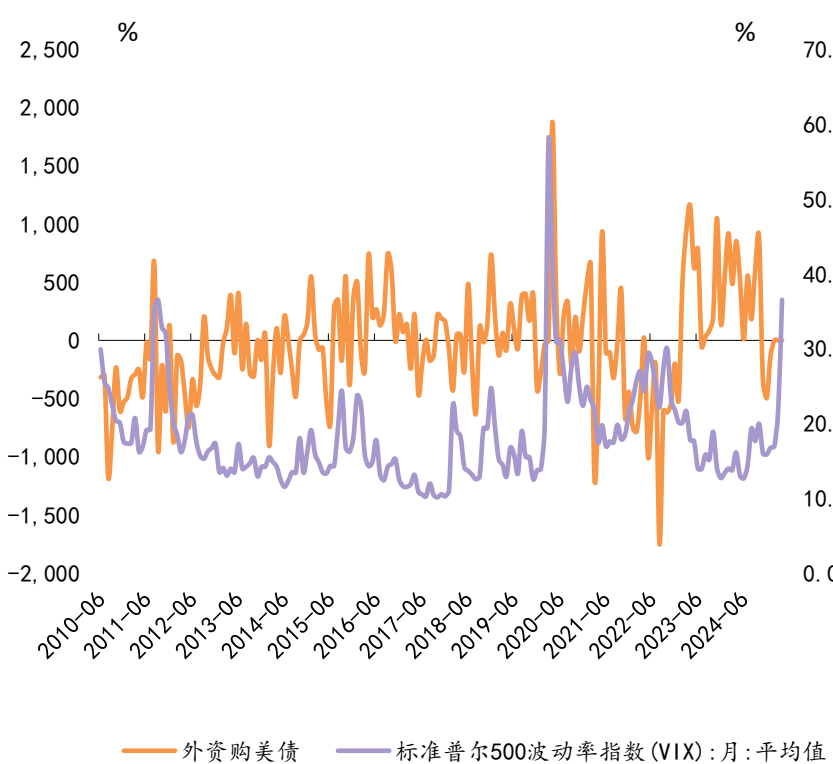
交易商承接开始上行



外资购债边际减少

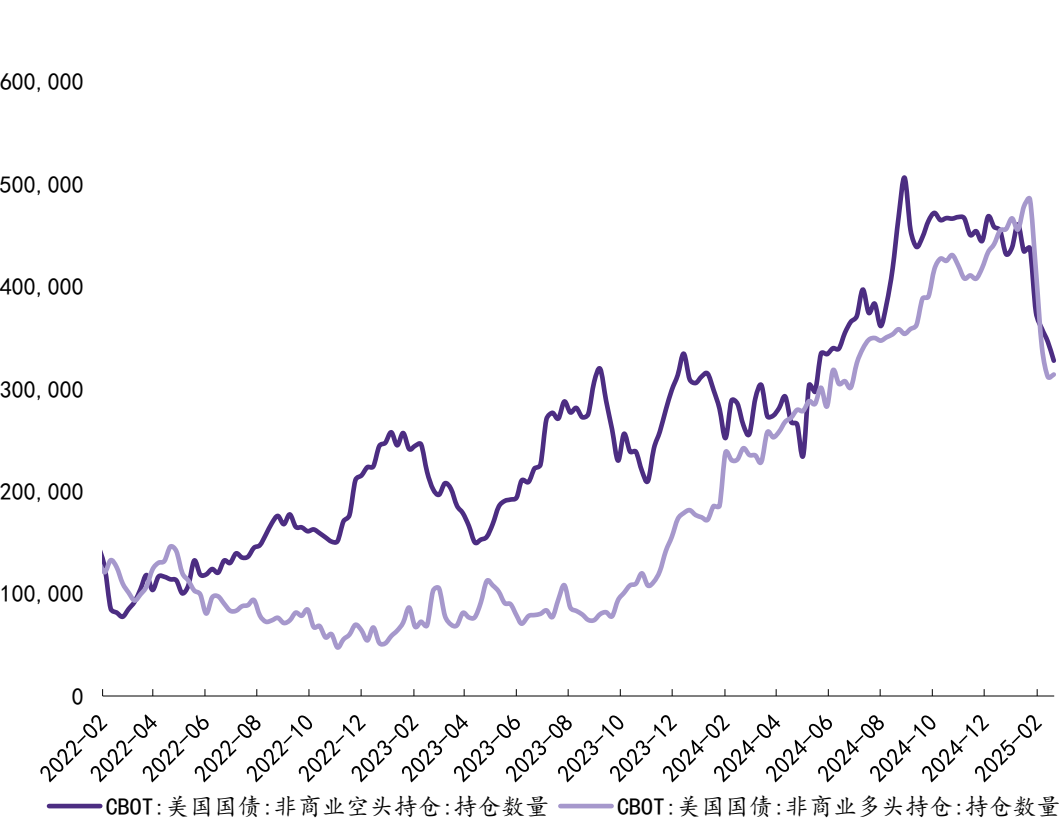


可能出现VIX指数上行外资也不购买美债的情况



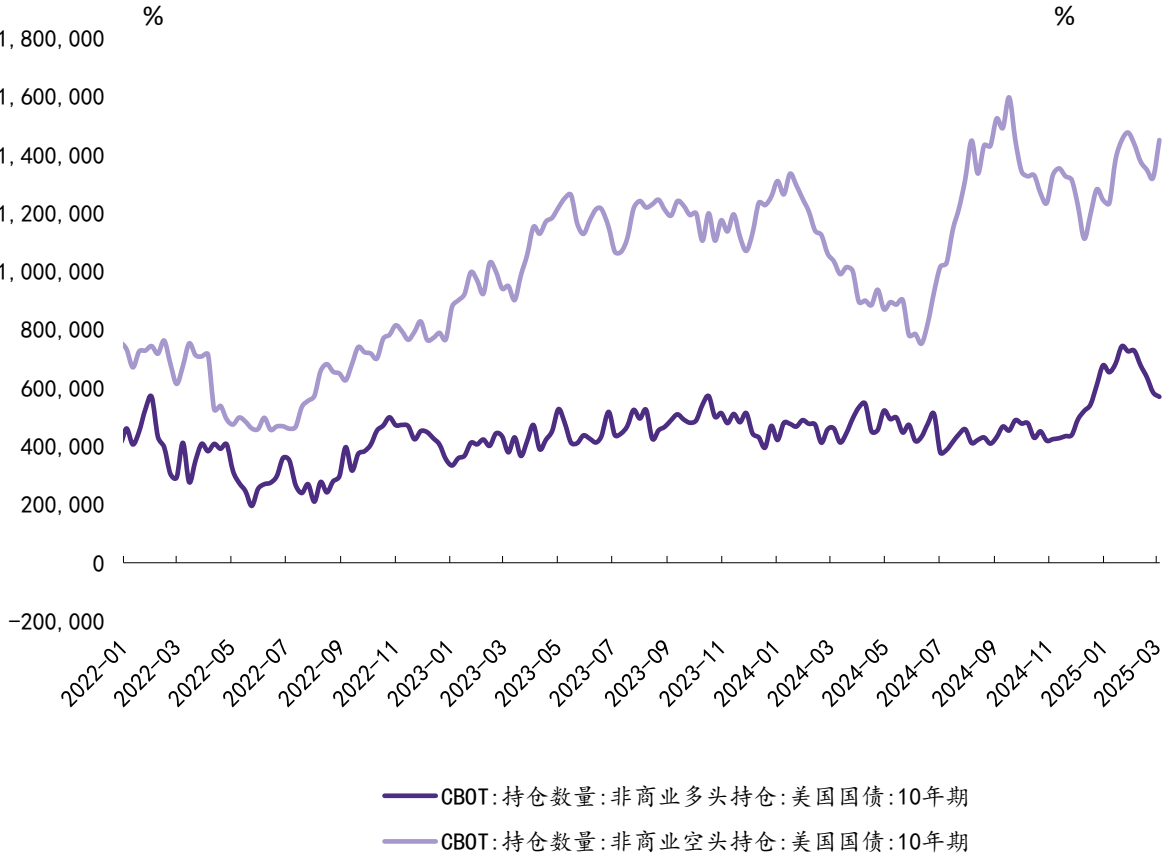
资料来源：Wind资讯，华鑫证券研究所

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

10年美债出现多头兑现、空头回补



03 国内策略： 危中育新机，看反制后对冲

2018-2019年中美贸易摩擦1.0复盘：三轮关税，三轮反击，三轮谈判



华鑫证券
CHINA FORTUNE SECURITIES

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

第二轮谈判

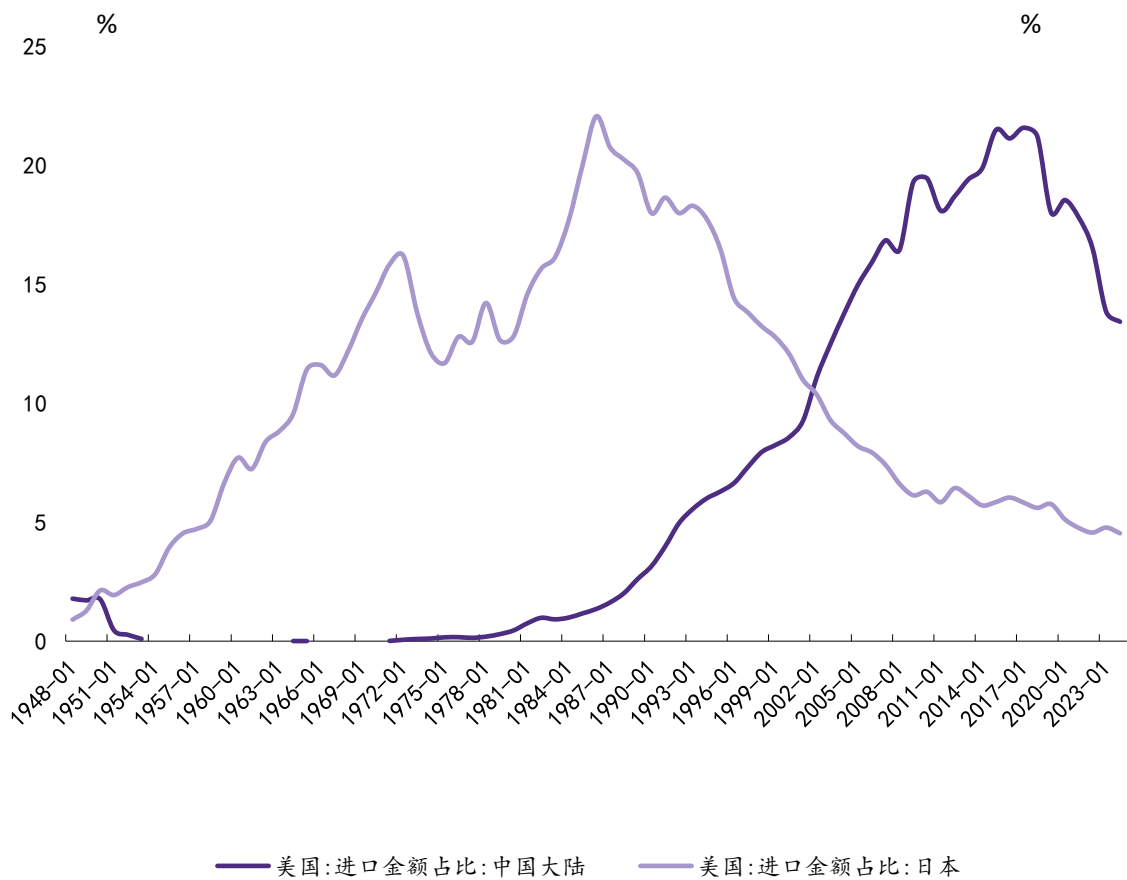
2018/11/1: 中美领导人通电话，提议两国元首会晤
2018/12/1: G20中美元首就经贸达成共识，90天停火磋商

第三轮谈判

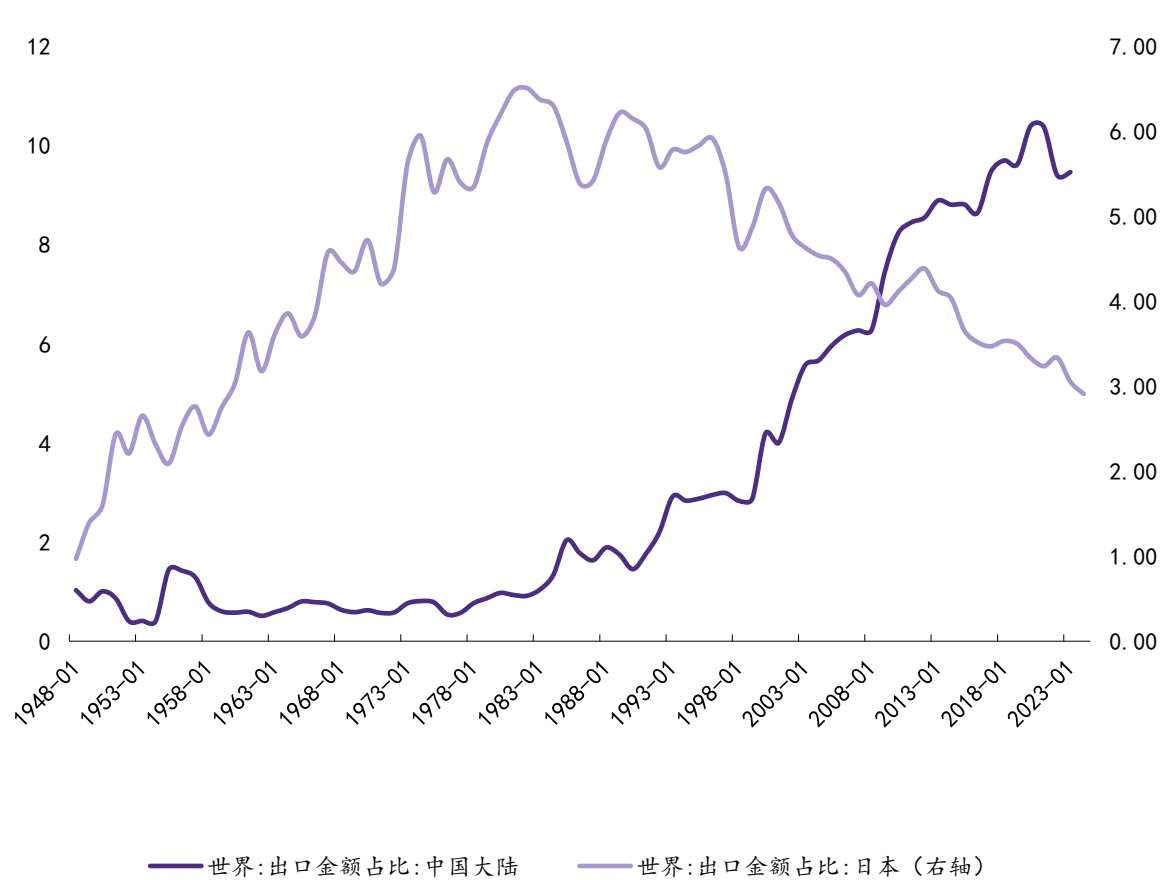
2019/6/29: 中美元首会晤，重启经贸磋商，美方表示不加征新关税
2019/10/11: 第十三轮中美经贸高层磋商结束，特朗普会见刘鹤
2019/12/13: 中美第一阶段经贸协议文本达成一致，美国取消了原定于2019/12/15加征的1800亿美元产品关税
2020/1/15: 中美签署《中美第一阶段经贸协议》

- 1985年日本广场协议导致日本对美和世界的出口占比均有快速下行，拖累美国经济；
- 而2018-2019年中美贸易战背景下，中国对美出口虽有回落，但对世界贸易比重则是受到疫情期间的“世界工厂”提振，不降反升；之后就在“新三样”助力下高位运行。

1985年日本广场协议 VS 2018-2019年中美贸易战，对美出口回落



2018-2019年中美贸易战后，中国贸易占比出现疫后脉冲

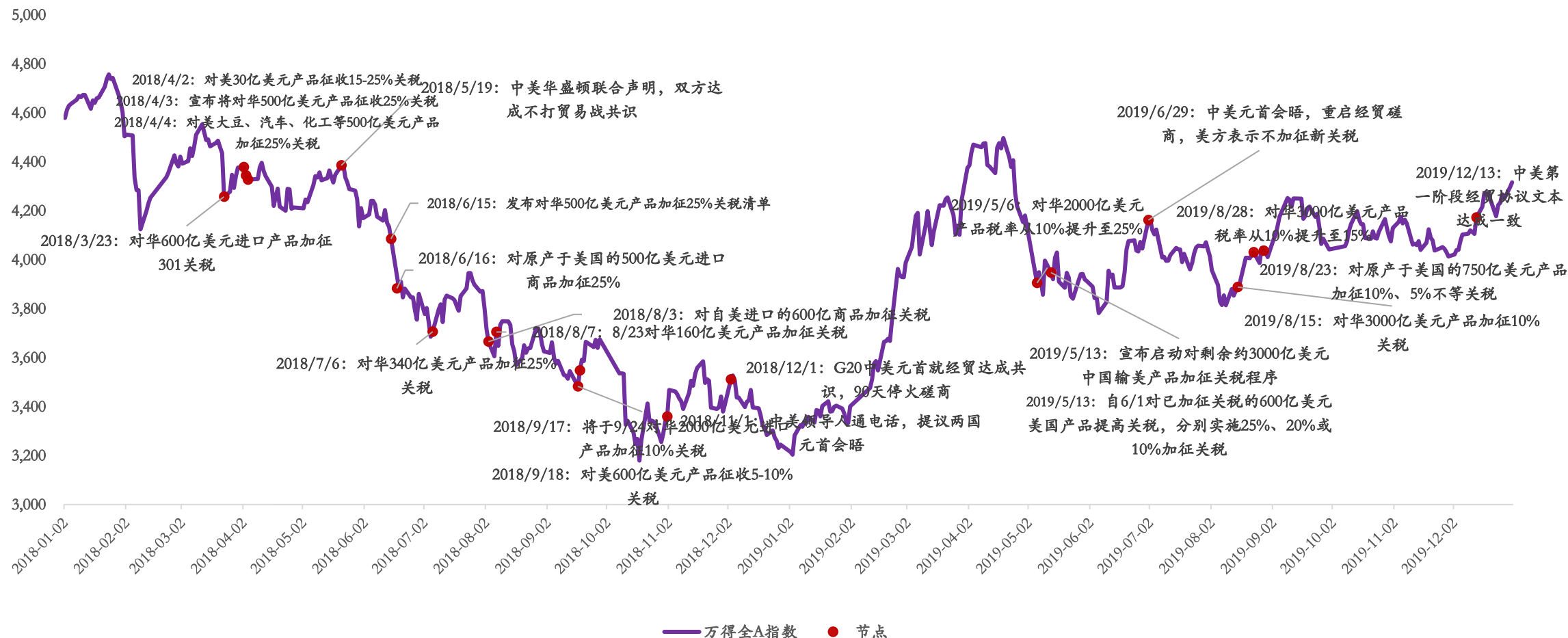


资料来源：Wind资讯，华鑫证券研究

对A股大势影响：2018年全面承压，2019年边际缓和

- 2018-2019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

对A股行业影响：从泥沙俱下，到内需驱动和自主可控

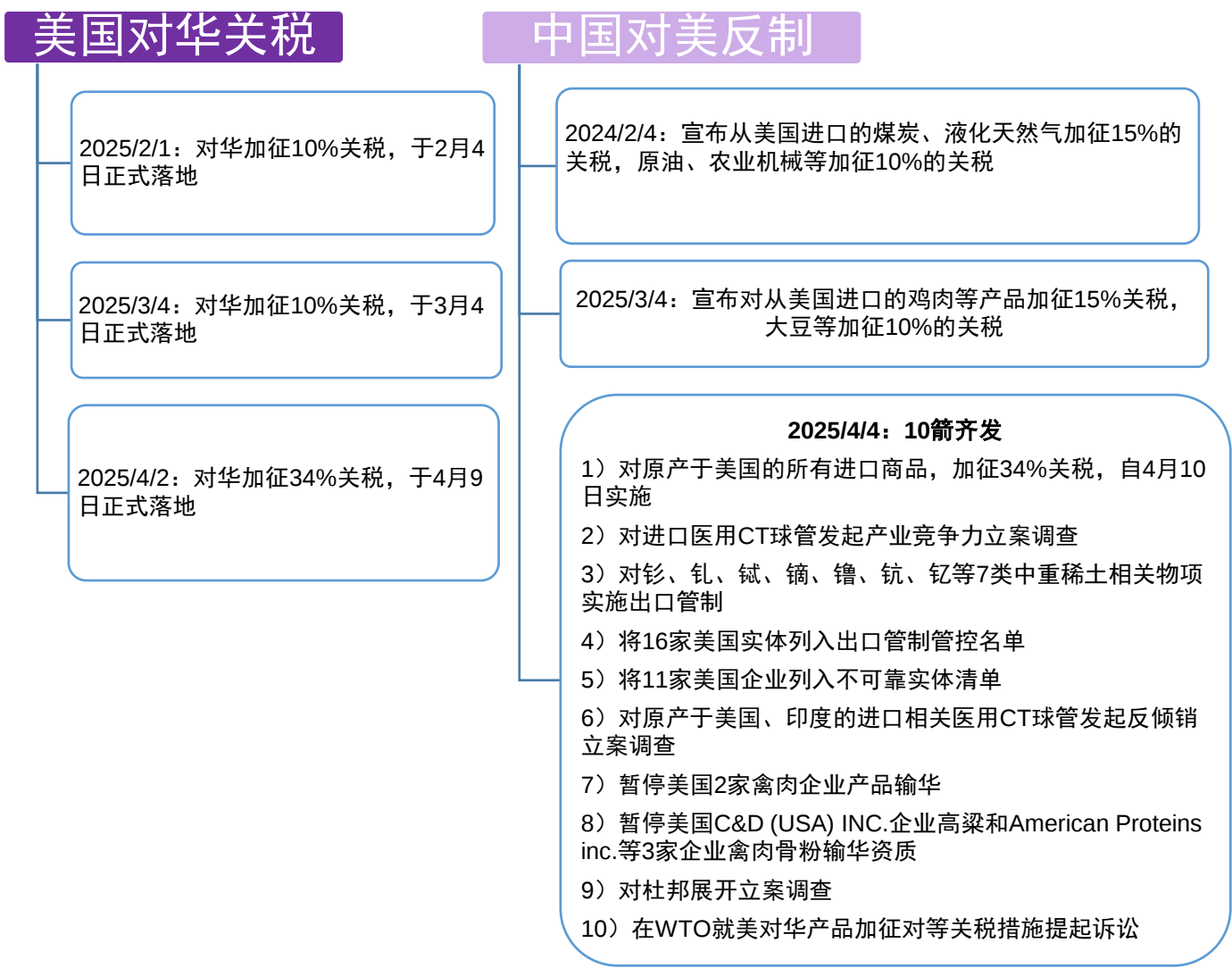
- 第一轮关税（2018/3-2018/8）：行业普跌，成长首当其冲，餐饮、社服、美护和医药等内需方向相对抗跌；
- 第二轮关税（2018/9-2019/5）：行业分化，农林牧渔（猪瘟）、餐饮领涨，金融齐涨，通信、电力设备等成长也有不错的表现；
- 第三轮关税（2019/5-2019/12）：行业分化，电子、计算机等自主可控方向领涨，餐饮、家电、医药、美护、社服等内需方向涨幅均超过5%。

行业		代码	第一轮关税 2018/3/23 2018/8/7	第二轮关税 2018/9/17 2019/5/6	第三轮关税 2019/5/13 2019/12/12	18-19年关税起始 2018/3/23 2019/12/12	2018年 2018/1/1 2018/12/31	2019年 2019/1/1 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
	环保	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

2025年中美贸易摩擦2.0再起：力度大超预期，中方率先强硬反制

➤ **中国强硬反击：**以战止战思路，关税加征34%+稀土等矿产出口管制+美企实体清单+农业等贸易调查组合拳。



资料来源：Wind资讯，华鑫证券研究所

经济影响估算：对等关税对中国GDP增速拖累在1.2-2.8个百分点

- 乐观情形：芬太尼谈判成功，减免今年2-3月加征的20%，对等关税对经济拖累为1.2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：谈判未果，特朗普继续顶格加征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		乐观	中性	悲观	极端
出口价格弹性	a		-1.40		
2024年美对中美关税税率（%）	b		12.30		
新增关税税率（%）	c	34.00	54.00	67.00	/
情形说明	/	芬太尼谈判减免20%	维持当前水平	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）	30.28	48.09	59.66	/
关税对美出口增速影响（%）	e=a*d	-42.39	-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	-6.21	-9.87	-12.24	-14.66
出口占GDP比重（%）	h		18.87		
关税对GDP影响（%）	i=g*h	-1.17	-1.86	-2.31	-2.77

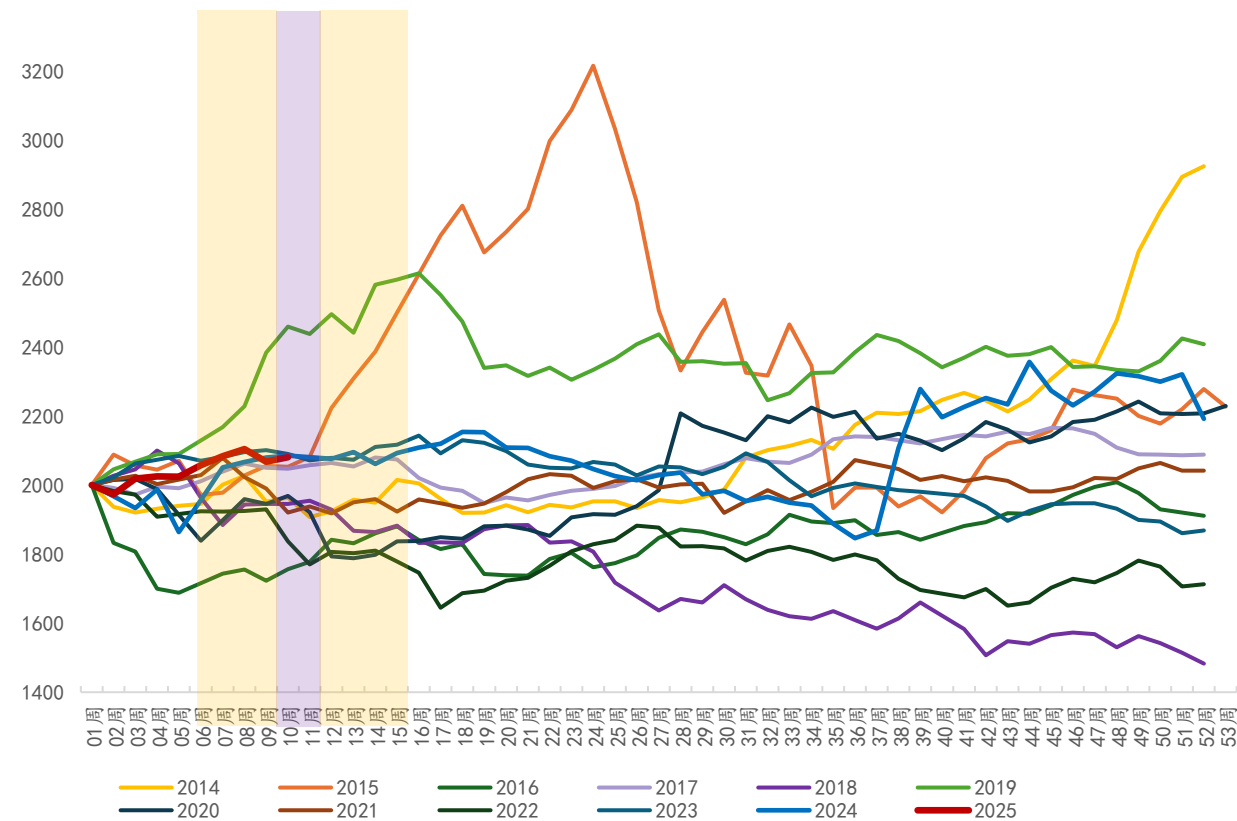
资料来源：Wind资讯，华鑫证券研究所

A股大势展望：关税余震犹存，A股反抽后震荡，等待VIX回落和内需对冲

华鑫证券
CHINA FORTUNE SECURITIES

- 4月决断遇上关税冲击，流动性冲击重挫A/H，且港股甚于A股，风险加速释放。在类平准救市和政策预期的催化下，A/H反抽后震荡，等待中下旬政策催化。
- 当前基本面和2019年更为类似，2018年的A股单边下行难以再现。

4月决断遇上关税冲击



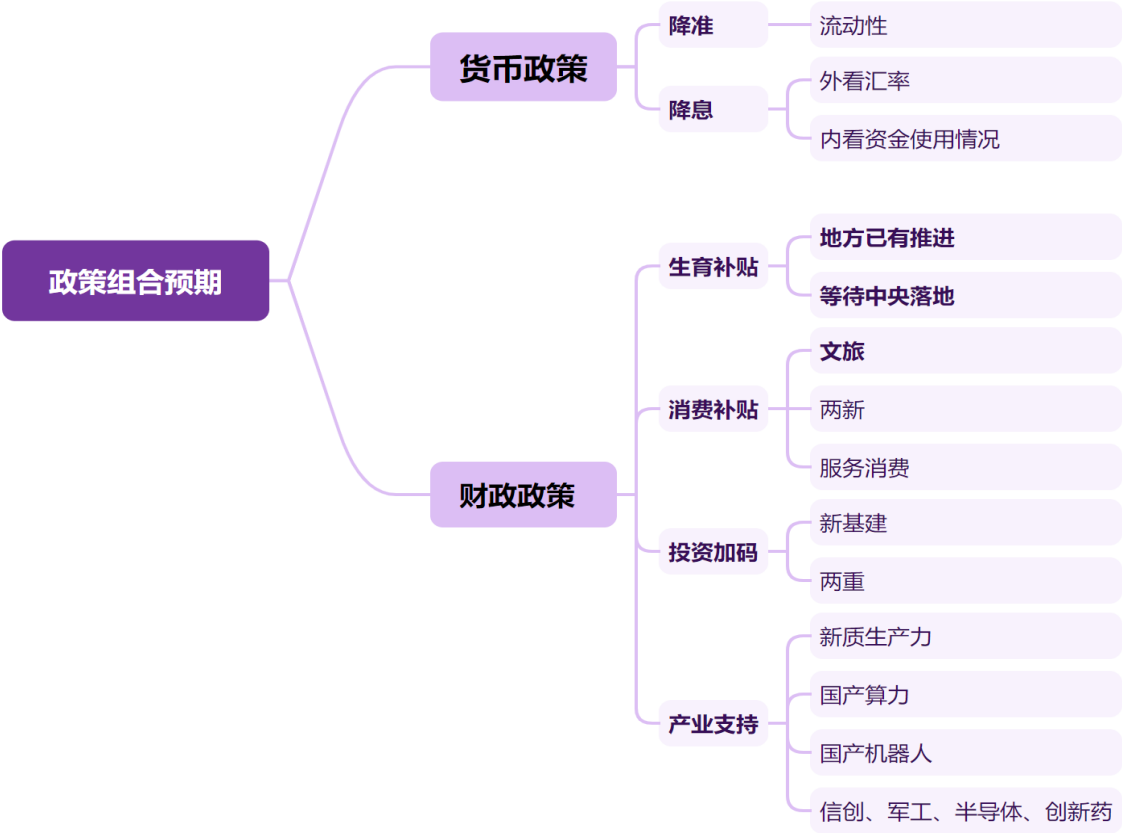
资料来源：Wind资讯，华鑫证券研究所

上证单日暴跌的后续走势

	上证涨跌幅 T+0	大跌原因	T+1	T+2	T+5	T+20	T+60	T+120	T+240
2007-02-27	-8.84	全球股市下跌影响	3.94	0.92	2.47	13.24	56.39	78.77	63.33
2015-08-24	-8.49	人民币贬值引发资本外流担忧	-7.63	-8.80	-0.12	-2.93	13.65	-14.60	-3.13
2015-07-27	-8.48	股灾泡沫破裂后的连锁反应	-1.68	1.71	-2.76	-13.84	-9.40	-22.68	-18.73
2007-06-04	-8.26	政府出台紧缩政策，预期流动性收紧	2.63	2.89	8.86	4.52	40.31	35.10	-8.33
2008-06-10	-7.73	金融危机引发中国经济增长放缓预期	-1.57	-3.74	-9.03	-8.38	-24.98	-36.03	-9.93
2020-02-03	-7.72	新冠疫情爆发，对经济前景悲观	1.34	2.60	5.24	8.17	2.31	17.53	31.85
2015-01-19	-7.70	规范两融业务，引发杠杆资金平仓潮	1.82	6.65	8.56	3.40	37.78	22.68	-3.00
2015-08-25	-7.63	人民币贬值引发资本外流担忧	-1.27	4.00	6.80	5.99	22.62	-6.67	4.69
2015-06-26	-7.40	快速上涨后的获利回吐	-3.34	2.01	-12.07	-2.91	-24.02	-12.91	-31.35
2025-04-07	-7.34								
2008-01-22	-7.22	跟随外国大跌	3.14	3.46	-2.23	-7.05	-28.10	-37.25	-57.89
2008-01-28	-7.19	跟随外国大跌	0.87	-0.03	5.72	0.43	-20.27	-35.17	-55.08
2016-01-07	-7.04	熔断机制造成的流动性恐慌	1.97	-3.47	-3.76	-11.01	-4.48	-3.45	-0.68

- 内需对冲预期：等待货币和财政配合，4月底政治局会议是重要节点。
- 关注：1) 降准降息，4月中旬能否落地；2) 生育补贴；3) 两重两新加力扩容，文旅、服务消费等补贴落地；4) 投资加码，加大新基建投入；5) 出口转内销补贴、新质生产力投入加码。

宏观对冲政策组合拳预期

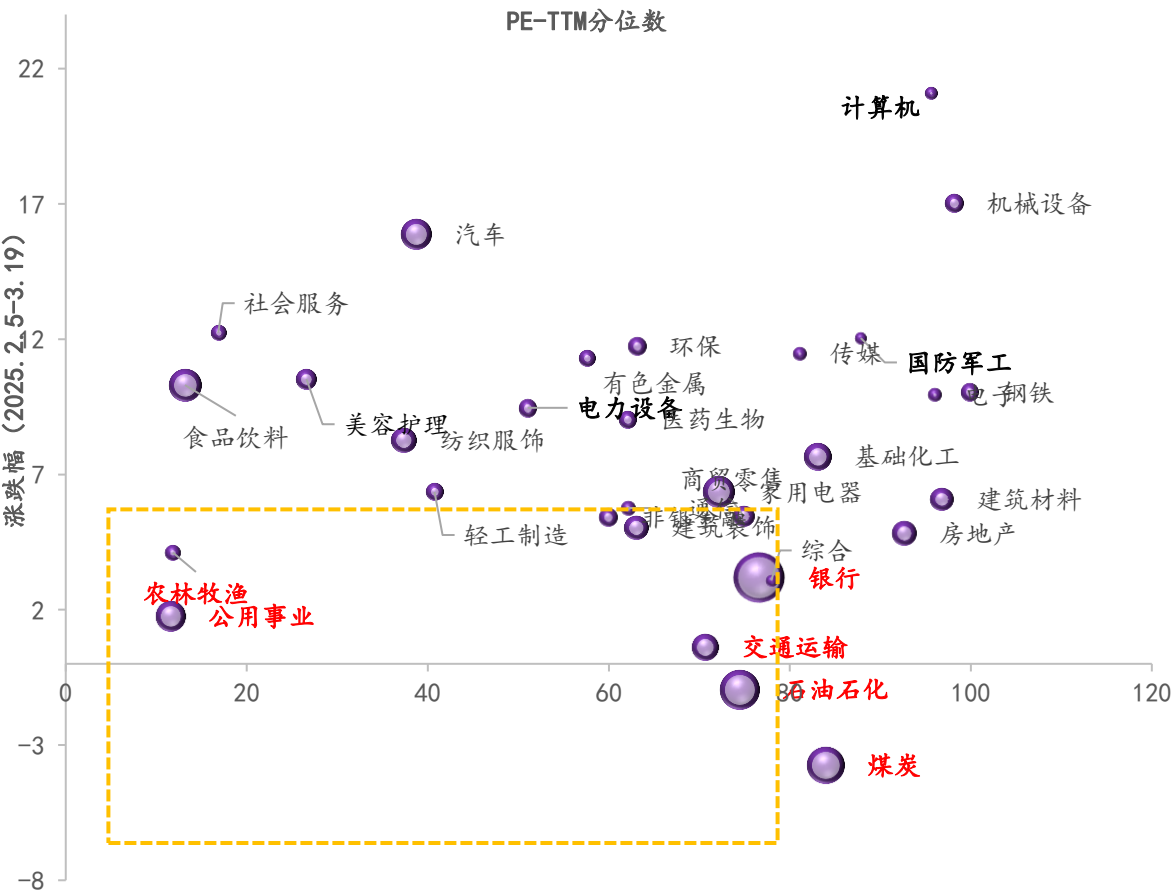


资料来源：Wind资讯，华鑫证券研究所

行业选择：红利防御、反制受益、内需提振、科技自主

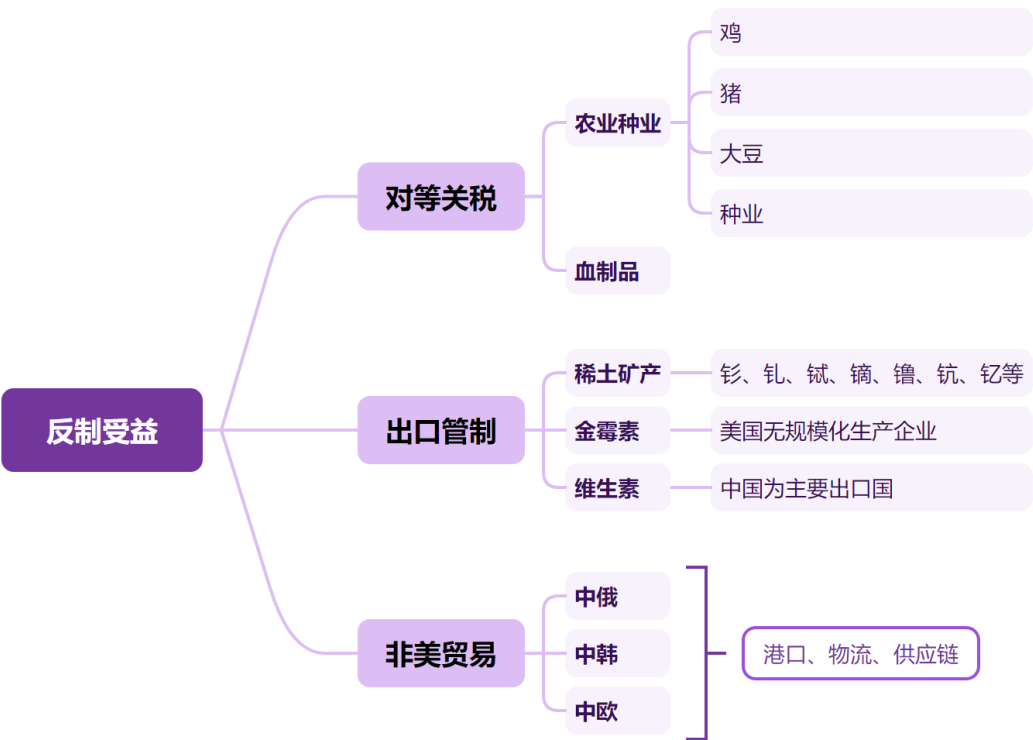
- 关注四大方向：
- 红利防御（公用事业、银行、交运等）；反制受益（对等关税——农业种业、血制品；出口管制——稀土矿产、金霉素、维生素等；非美贸易——中俄、中韩、中欧等）；
- 内需提振（地产、消费、医药等）；科技自主（国产算力、机器人、创新药、军工、半导体等）。

红利防御：农林牧渔、公用事业、交运、银行



资料来源：Wind资讯，华鑫证券研究所

对等关税反制受益的三大方向



(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：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

研创造价值