

策略专题：关税博弈下的资产配置策略

主要观点：

4月2日，美国发布对等关税政策，对全球180多个国家和地区实施全方位征收关税，对中国等国家实施高额关税。

美国总统唐纳德·特朗普看似疯狂的对等关税政策，并非一时的经济民族主义冲动，而是由其核心智囊团打造的深层战略，即斯蒂芬·米兰撰写的《重构全球贸易体系用户指南》（简称“米兰报告”）。

米兰报告以“美国优先”为原则，提出了系统性解决美国问题的“工具箱”——关税、汇率和安全，旨在重塑全球经济与贸易格局。

特朗普笃信“关税优先”政策，试图通过极限施压、分而治之的手段，达成符合美国预期的金融与贸易条件，最终实现减少美国贸易逆差、重振美国制造业的目标，维护美国的经济霸权和金融霸权。

美国的单边主义关税政策绕开了WTO框架，破坏了以规则为基础的自由贸易秩序。这使得全球关税协调机制受到严重冲击，多边贸易体系的权威性和有效性受到质疑。对于弱势国家而言，选择单独博弈被迫胁从媾和，还是彼此合作协同争取正当权益，这是一个因时因势动态选择的问题。

尽管全球诸多国家表达不满，但敢于明确表达并实施关税反制的国家并不多。中国迅速且果断地公布了一系列反制措施，成为世界上第一个反制美国“对等关税”的国家。同时，中国同欧盟、东盟、南非、沙特、巴西等多个贸易伙伴进行沟通磋商，共同应对美国的“对等关税”政策，维护多边贸易体制和国际经贸秩序。

橡树资本联合创始人霍华德·马克斯谈及关税的影响时表示，这有可能演变为我们有生之年最重大的经济变局，未来无人知晓。当前局势中充斥着大量前所未有的未知变量。特朗普政府具有不确定性，“一切皆可瞬息万变”。

对等关税政策给全球经济、贸易带来巨大不确定性，给四月上旬的全球市场带来巨大冲击。在充满复杂性和不确定性的环境下，我们坚持的基本投资策略没有变化，即：坚持红利资产（低估值）和科技创新的配置策略，坚持大类资产配置和动态择时原则。

报告日期：2025-04-22

执业信息

崔威 策略分析师
执业编号：S1750523090001
电话：18603058668
邮件：cuiwei@jypscnet.com

免责声明

报告观点基于逻辑分析、
数据规律推演，并不能预知不同
市场主体在复杂约束下的多样
选择结果。

相关报告

20250323-策略专题：2024年
12月行业景气指数观察

20250227-策略专题：中国
ETF发展概览

20240925-策略专题：国新办
发布会解读——流动性王炸与
政策协同

20240912-策略专题：上证指
数底部区域的极值特征

20240823-策略专题：6月行
业景气指数及2024年中报披
露概况

20240712-策略专题：从量化
角度给黄金定价

通过股债平衡、黄金等进行大类资产配置平滑投资曲线，而以资产重置、政策驱动、技术创新、行业景气、业绩变化等视角进行动态择时，以便给投资带来更好的安全边际和回报弹性。

关税冲击市场后，建议投资者关注以下策略：

第一，低估值水平叠加政策端的强力维稳，权重指数下行空间受限，可以对上证 50、沪深 300、上证指数等权重指数进行网格化交易。

第二，货币政策宽松带来的“流动性充裕”及利率下行预期，有望带动红利资产上行。

第三，在对等关税背景下，保持自由港政策令香港的经济及贸易灵活性优势显现，叠加港股的折价和低估值优势，建议关注恒生 ETF、港股红利 ETF、恒生科技指数。

第四，百年变局环境加之特朗普的弱势美元政策，投资者宜对金价的上限保持开放态度。建议关注黄金 ETF、黄金股 ETF。

风险提示：关税冲击超预期、政策力度不及预期、经济下行超预期。

一、特朗普 2025 年的主要关税政策

美国总统唐纳德·特朗普笃信“关税优先”政策，他在 2024 年美国总统竞选期间，多次表达“字典里最美丽的词汇就是关税”。

2025 年 1 月 20 日，特朗普在总统就职演说时表示：“我将立即开始对我们的贸易体系进行彻底改革，以保护美国工人和家庭。我们不会向我们的公民征税来丰富其他国家，而是向外国征收关税和税收来丰富我们的公民。”“我们正在建立对外税署，以征收所有关税、税款和收入，将会有来自国外的大量资金涌入我们的国库。”

与其竞选言论一致，特朗普上任后陆续发布多项国际贸易及关税的相关政策。根据 Ballotpedia（选票百科）统计，截至 2025 年 4 月 13 日，特朗普在第二个任期内已发出与贸易和关税有关的 18 条行政命令，四个备忘录，三个公告。特别是 4 月以来发布对等关税政策，涉及全球大部分国家，引发全球诸多国家不满。

图表 1 特朗普 2025 年任期以来的主要关税政策

一、对多国实施普遍关税	2025年2月1日：特朗普签署三项行政命令，对加拿大和墨西哥的货物征收25%的关税，并对中国商品的关税增加10%。
	2025年4月2日：特朗普签署行政命令，建立对180多个国家的普遍关税制度，最低关税率为10%，最高为50%。
	2025年4月5日：根据国际紧急经济权力法案（IEEPA），特朗普对所有国家实施10%的关税。
	2025年4月16日，白宫网站宣布特朗普最新关税政策，其称，特朗普总统对所有国家征收10%的关税。
二、对中国实施高额关税	2025年2月1日：2月4日起，对中国商品的关税增加10%。
	2025年3月3日：3月4日起，将之前对中国商品的10%关税提高到20%。
	2025年4月2日：对中国实施34%的“对等关税”。叠加此前的关税后，中国输美商品的综合税率达到了54%。
	2025年4月8日，美国政府宣布将对中国输美商品征收的“对等关税”税率由34%提高至84%，总关税率达到104%。
	2025年4月9日：将中国商品关税提高到125%。
三、对特定产品实施关税	2025年2月11日：对来自某些国家(阿根廷、澳大利亚、加拿大、墨西哥、欧盟国家和英国)的铝征收25%的关税。
	2025年2月13日：对来自某些国家(阿根廷、澳大利亚、巴西、加拿大、欧盟国家、日本、墨西哥、韩国和英国)的钢铁征收25%的关税。
	2025年3月26日：对汽车及汽车零部件分别从4月3日和5月3日起征收25%的关税。
	2025年3月24日：对进口委内瑞拉石油的国家从4月2日起征收25%的关税。
四、调整部分国家关税	2025年3月6日：对加拿大和墨西哥的部分商品豁免25%的关税。
	2025年4月9日：对所有国家实施10%的普遍关税，但对与中国有最大贸易逆差的国家实施更高的关税。
	2025年4月9日，美国“对等关税”政策正式落地生效；同日，特朗普表示，已授权对不采取报复行动的国家实施90天的关税暂停。
	2025年4月11日，美国海关与边境保护局（CBP）悄然发布了更新税则，豁免了包含自动数据处理器、电脑、通信设备、显示器与模组、半导体相关等类别商品的进口税率，不受“对等关税”影响。
	2025年4月13日，美国商务部长卢特尼克在接受美国广播公司（ABC）《本周》（This Week）节目采访时表示，特朗普政府针对手机、电脑等科技产品的关税豁免只是“暂时性的”。

资料来源：Ballotpedia、百度百科、金圆统一证券研究所

从 2025 年已发布政策看，特朗普关税政策体现了以下四个特征：

一是全方位实施，无差别征税。2025 年 4 月 5 日：根据美国的国际紧急经济权力法案（IEEPA），特朗普对超过 180 多个国家和地区实施 10% 的关税。无论对于其传统盟友，还是对于第三世界国家，无论是对于逆差国还是顺差国，均征收最低基准关税。典型案例为作为传统盟友的英国，是美国的贸易逆差国，仍被征收 10% 的关税。

二是对中国实施高额关税，打击最大贸易对手国。在对等关税实施之前，美国已对中国两次提高关税至 20%，4 月 2 日，继续加征 34% 的对等关税，输美中国商品关税达到 54%。随着中国关税进行反制升级，4 月 9 日，美国将关税升至 125%。此外，对中国最大的贸易伙伴东盟国家征收高额关税。在美国 4 月 2 日公布的对等关税中，对柬埔寨、老挝、越南、泰国、印度尼西亚分别征收对等关税 49%、48%、46%、36% 和 32%。

三是对特定商品征税，保护美国本土产业。美国钢铝主产地集中在被称为“铁锈带”的中西部和东北部传统工业区，这些地区是特朗普竞选时的重要票仓。特朗普在竞选期间承诺要振兴美国工业，加征关税旨在保护美国国内钢铁和铝产业，确保在关键领域有稳定的供应能力。2 月 11 日，对来自某些国家（阿根廷、澳大利亚、加拿大、墨西哥、欧盟国家和英国）的铝征收 25% 的关税。2 月 13 日，对来自某些国家（阿根廷、澳大利亚、巴西、加拿大、欧盟国家、日本、墨西哥、韩国和英国）的钢铁征收 25% 的关税。3 月 26 日，美国总统特朗普宣布对所有进口汽车征收 25% 关税，并称“汽车关税将会是永久的”。

四是以关税为博弈工具，动态调整获取最大化利益。4 月 2 日，美国白宫发表声明，对于加拿大和墨西哥，符合《美墨加贸易协定》的商品将继续获得豁免。4 月 9 日，美国“对等关税”政策正式落地生效；同日，特朗普表示，已授权对不采取报复行动的国家实施 90 天的关税暂停。4 月 10 日，白宫国家经济委员会主任凯文·哈塞特表示，美国与部分贸易伙伴的谈判进展顺利，其中一些协议在上周就已接近达成，大约有 15 个国家已经提出了“明确的报价”。4 月 10 日，多家越南媒体报道称，越南官方表示，在美国暂停实施全球对等关税（包括对越南征收 46% 的关税）数小时后，美国和越南同意开始贸易协定谈判。并承诺将为美国投资者的投资提供便利，发誓将加强打击贸易欺诈的力度。4 月 17 日，美国总统特朗普表示，对中美达成协议有信心。美国总统特朗普：“我认为我们会与中国达成协议，我们会和所有人达成协议的。大概在接下来的三到四周内，事情应该能全部搞定。”

特朗普看似疯狂的“对等关税”政策以及不断变化的谈判态度似乎令人难以捉摸，正如橡树资本联合创始人霍华德·马克斯所评论，“特朗普政府的不确定性，一切皆可瞬息万变”，如果他通过施压迫使对手让步后宣布胜利，这并不足为奇……又或者，如果他通过升级对抗来回应其他国家的反击，也在情理之中。

理解特朗普政策的“疯狂”与多变，需要理解特朗普国师斯蒂芬·米兰（StephenMiran）给美国开出的药方——“米兰报告”。斯蒂芬·米兰（StephenMiran），哈佛大学经济学专业博士学位，哈德逊湾资本公司（Hudson Bay Capital）高级策略师和曼哈顿研究所（Manhattan Institute）的经济学家研究员。

他曾在特朗普第一任总统任期内担任美国财政部经济政策高级顾问；2024年12月22日，美国当选总统特朗普宣布，斯蒂芬·米兰将担任他的经济顾问委员会主席，被称为特朗普的“新国师”。

二、特朗普国师的“米兰报告”

2.1 米兰报告的三板斧：关税、汇率、安全

2024年11月，斯蒂芬·米兰撰写了一份《重构全球贸易体系用户指南》（A User's Guide to Restructuring the Global Trading System）（以下简称“米兰报告”）的报告，被视为特朗普2.0时代经济政策的纲领性文件。

我们参阅了清华大学鞠建东教授团队的《特朗普2.0与我们的应对（一）——“重构全球贸易体系用户指南”报告解读》、MBA俱乐部麦叔《特朗普关税大战的背后，怎么可能没有智囊团的支撑？——斯蒂芬·米兰“重构全球贸易体系用户指南”战略逻辑快速解析》、点一咨询 PointOneAnalysis《斯蒂芬·米兰：特朗普背后的经济大脑——关税政策的深层逻辑》等解读报告。

特朗普看似疯狂的对等关税政策，并非一时的经济民族主义冲动，而是由其核心智囊团打造的深层战略。米兰报告以“美国优先”为原则，提出了系统性解决美国问题的“工具箱”，旨在重塑全球经济与贸易格局。

米兰报告的核心观点，可以概括为以下几点：

1、问题诊断：现有的国际贸易和金融体系对美国不利，导致美元被过度高估，进而使得制造业衰落、贸易逆差扩大。

2、政策目标：特朗普政府希望重塑全球贸易和金融体系，使其更有利于美国，具体目标包括：（1）扭转经常账户赤字，减少贸易逆差；（2）重振美国制造业；（3）提高美国企业的国际竞争力；（4）让其他国家分担美元作为安全储备货币的“成本”。

3、政策工具：为了实现这些目标，特朗普政府可以动用多种政策工具，其中最主要的包括三项工具：

（1）关税：这是特朗普政府最熟悉的工具，可以用来增加财政收入、保护国内产业、并作为与其他国家谈判的筹码。

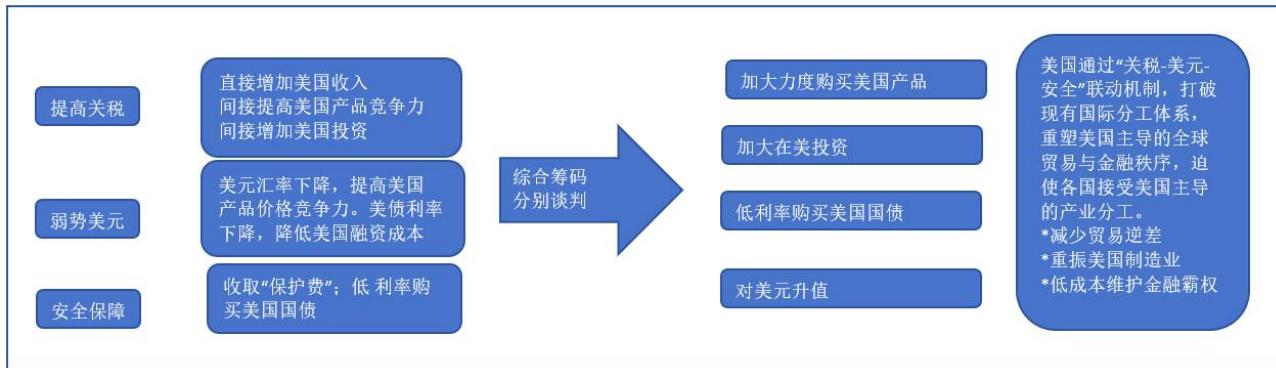
（2）汇率政策：特朗普政府可能会寻求让美元贬值，以提高美国产品的出口竞争力。这可以通过多种方式实现，包括与其他国家达成协议或者单方面采取行动。

（3）安全工具：特朗普政府通过将“安全保障”与贸易、金融挂钩，可能试图迫使其他国家做出让步，确保汇率政策工具的有效实施，重构对美国有利的全球贸易和金融体系。

简言之，美国通过运用关税（提高关税）、汇率（美元贬值）、安全保护等多种政策工具，以此作为对外的谈判筹码，进而达成更加有利于美国的贸易条件和金融条件（如购买长期美国国债，扩大出口减少贸易逆差，增加在美国投资等），增加美国财政收入和保护国内产业，复兴美国制造业，提高美国国际竞

争力，进而维护美国的全球霸权地位。

图表 2 米兰报告的关税、汇率、安全三大政策工具的运用与目标



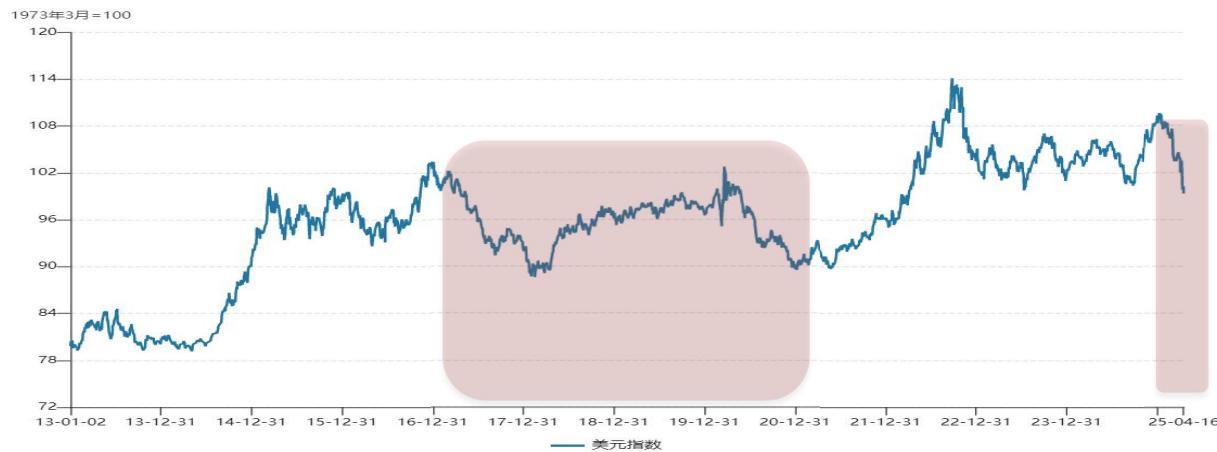
资料来源：百度百科、《特朗普 2.0 与我们的应对（一）——“重构全球贸易体系用户指南”报告解读》等、金圆统一证券研究所

2.2 践行米兰报告

尽管《米兰报告》的目标设定存在内在矛盾，解决方案的可行性面临诸多挑战，在国内外存在诸多反对声音及反制力量，但从特朗普政府的施政措施看，正沿着米兰报告开的药方进行。

其一，提高关税。如前所述，特朗普已经广泛实施对等关税政策，并以关税政策为筹码进行双边贸易谈判。同时，其关税税率也与米兰报告印证。米兰报告引用了一些研究，认为美国的最优关税税率可能在20%左右，目前美国的平均关税低于最优关税税率。4月2日，美国给予欧盟的对等关税即为20%。

图表 3 特朗普执政期内，或倾向于弱势美元政策



资料来源：WIND、金圆统一证券研究所

其二，美元贬值。米兰报告指出，美元的长期高估对美国制造业造成了严重打击。工厂关闭，工人失业，一些地区甚至出现了经济衰退。这不仅是经济问题，还成了社会问题，甚至威胁到国家安全（因为国

防工业也需要强大的制造业基础）。当美元相对于其他货币过于强势时，美国制造的商品在国际市场上就变得更贵，出口竞争力下降。同时，进口商品变得更便宜，进一步挤压了美国本土制造业的生存空间。

在特朗普第一任期内（2017.1.20–2021.1.20），美元指数保持相对弱势盘整状态。在第二任期伊始，美元指数大幅下行，4月16日报收99.27点，较其1月20日就职时已下跌约8%。同时，特朗普上任之初即强烈表达了降息意愿，2月12日在其社交媒体平台“真实社交”上发文表示，“利率（Interest Rates）应该降低，这样才能与即将到来的关税政策相得益彰！让我们摇滚起来（行动起来）！”特朗普长期以来一直抱怨美国对日本等国的贸易逆差，称其故意维持弱势货币让美国企业处于不利地位。

其三，以安全换让步。“安全”工具的核心思想是：将美国“提供安全保障”与“要求贸易伙伴让步”这两件事捆绑在一起。如果其他国家希望继续得到美国的安全保障，就必须在贸易和金融问题上做出让步，其中包括：（1）同意让本国货币升值，以减少对美国的贸易顺差。（2）购买并长期持有美国国债，以支持美元，并帮助美国降低融资成本。（3）在美国进行投资，创造就业机会。

特朗普在第一任期内曾多次批评北约防务开支，要求盟国承担更多防务负担。特朗普在世界经济论坛2025年年会上明确要求北约其他国家承担更多防务义务，称所有北约国家需要将国防开支增加到GDP的5%。

4月17日，特朗普在Truth Social上发帖称，“日本今天要来谈判关税，军事支持成本和贸易公平。”美国财政部长贝森特参加与日本贸易代表团的会议，他表示，日本可能投资美国阿拉斯加的一个价值数十亿美元的天然气项目，这也可能是讨论的议题之一。他此前表示，希望达成涵盖关税、非关税壁垒和汇率的协议。

其四，对内“供给侧改革”，降低通胀压力。米兰报告指出，为了降低通胀压力，特朗普政府可能会优先推行“供给侧改革”，包括：对内放松监管，减少对企业的束缚，激发经济活力；降低能源价格，降低企业生产成本。布伦特原油从1月中旬的阶段性高点80美元/桶附近震荡下滑，至4月份已下降至主要在70美元下方运行。

2.3 美国的博弈棋局：极限施压，分而治之

特朗普在谈判中经常采用极限施压的手段，通过强硬的言辞和行动，向对方施加巨大的压力，试图迫使对方屈服。4月2日，美国宣布对等关税政策后，世界各国舆论哗然。特朗普威胁称，如果其他国家不采取报复行动，美国可能会暂停对它们的“对等关税”90天。他还表示，如果其他国家不与美国谈判，美国将继续提高关税。

特朗普称关税的实施让“每个国家都在打电话给我们”，这体现了关税政策在促使其他国家降低自身贸易壁垒方面的积极作用。他希望通过关税手段，迫使其他国家重新审视并调整其贸易政策，以实现更公平的贸易环境。2025年4月6日，美国白宫国家经济委员会主任凯文·哈塞特表示，他收到的报告显示“已有50多个国家与特朗普取得联系，希望开始谈判”。

2025年4月8日，美国总统特朗普表示，他曾告知台积电（TSMC），如果不在美国建厂，就将面临高达100%的关税。同日，特朗普在全国共和党国会委员会（NRCC）筹款晚宴上发表讲话，坚称主动权在美国，他的关税政策将迫使其他国家向美国提供“一切”，因为“他们不想美国对自己征收关税”。

从博弈角度看，大国面对多个小国时，将其分化进行逐个谈判，能避免小国联合形成利益共同体来抗衡大国，大国可针对每个小国的具体情况制定策略，利用自身优势各个击破，实现自身利益最大化。

另一方面，大国反复摇摆的政策也会令其信誉度下降，有可能形成反噬效应，未必能达成其初始目标。如橡树资本联合创始人霍华德·马克斯所言关税发展如同足球迷所称之为的“乌龙球”——队员不慎将球送入自家球门而造成对方得分的情况。这种情况与英国脱欧非常相似，而我们已经知道其结果如何。英国脱欧让英国人民在GDP、士气和同盟方面付出沉重代价，对政府声誉和稳定性造成了损害。而这一切皆是其自酿的苦果。

三、中国的关税反制

3.1 各国表现克制

特朗普发布所谓的“对等关税”政策后，引发全球诸多国家不满，包括美国盟友在内的多方均对美国表示强烈不满。然而，敢于明确表达并实施关税反制的国家并不多。

欧盟：4月3日，欧盟委员会主席冯德莱恩在电视演说中表示，美国总统特朗普的新关税政策是“对世界经济的重大打击”，如果欧美双方谈判失败，欧盟正在准备进一步的“对抗措施”。在中国发布关税反制措施之后，4月7日，欧盟委员会提议对一系列美国进口商品征收25%关税，该关税计划自5月16日起生效。4月10日，欧盟同意将原定于4月15日针对美国关税的反制措施暂停90天；进一步反制措施的准备工作仍在继续，如果谈判不能令人满意，将采取反制措施。欧盟委员会贸易委员东布罗夫斯基斯表示，我们向美国提议对商品实行零对零关税，若未达成也做好了应对准备。

加拿大：4月3日，加拿大总理卡尼宣布了对美国所谓“对等关税”的一系列反制措施。卡尼表示，美国总统特朗普的关税政策是试图重新构建国际贸易体系。加拿大的所有反制措施都是为了保护本国的产业工人。加拿大已经向世界贸易组织提出申诉，认为美国的关税措施违反国际贸易法。

澳大利亚：4月3日，澳大利亚总理阿尔巴尼斯召开新闻发布会，做出回应。阿尔巴尼斯驳斥美国这一决定“没有逻辑依据”“不是朋友的行为”，他同时表示澳大利亚不会寻求对美国产品征收对等关税。

日本：4月14日，日本首相石破茂在众议院预算委员会上表示，目前没有考虑对美采取报复性关税措施。在4月17日日本与美国政府举行的谈判中，日本不打算将其持有的美国国债作为对抗美国关税的谈判工具。

英国：4月4日，英国首相府发言人表示，当天英国首相斯塔默表示，英国不会急于对特朗普的关税政策采取报复措施。4月5日，他对美国新关税政策带来的经济和安全影响表达了担忧。

墨西哥：4月7日，墨西哥总统辛鲍姆表示，不排除对美国25%的钢铁铝制品关税采取对等报复性关税的可能，但承诺将尽一切外交努力寻求协议以避免推高国内物价。

巴西：4月2日，巴西政府发表声明称，美国对巴西征收所谓“对等关税”是为了互惠的说法“不符合现实”，正在评估一切可能的应对措施，包括向世界贸易组织（WTO）提出申诉，以维护本国的合法利益。声明称，巴西国会当天通过的经济对等法案规定巴西与其他国家的贸易关系应该互惠互利，巴西政府有权据此采取报复措施。声明还表示，巴西政府愿意深化过去几周与美国政府建立起来的对话，以扭转已宣布的措施并抵消其不利影响。

越南：2025年4月3日，越南工贸部部长阮鸿延向美国发出外交照会，要求美国暂停对越南征收关税的决定，以寻求共同解决方案。阮鸿延表示，美国对越南的关税是不公平的，他正在寻求与美国贸易代表通话。

3.2 中国果断实施反制

4月4日，中国迅速且果断地公布了一系列反制措施，成为世界上第一个反制美国“对等关税”的国家。中国主要从关税跟进、出口管制、进口管理、实体清单、诉诸多边机制等方面进行反制。在关税反制方面，中国主要采取跟随对等原则，对美国商品加征关税从4月2日公布的34%提升至4月11日的125%；同时表示，鉴于在目前关税水平下，美国输华商品已无市场接受可能性，如果美方后续对中国输美商品继续加征关税，中方将不予理会。

图表4 针对美国的对等关税，中国发布的一系列反制措施

反制领域	反制措施
世贸组织争端解决机制	就美国宣布对包括中国在内的所有贸易伙伴征收“对等关税”，中国已在世贸组织争端解决机制起诉。中方同时敦促美方立即纠正错误做法，取消单边关税措施。
关税方面	<p>4月4日，国务院关税税则委员会发布公告，自2025年4月10日12时01分起，对原产于美国的所有进口商品，在现行适用关税税率基础上加征34%关税。此举直接有力地回应了美国的关税挑衅。</p> <p>4月9日，面对美国政府错上加错，严重侵犯中国正当权益，严重损害以规则为基础的多边贸易体制的行为，中国坚决反制，对原产于美国的所有进口商品自2025年4月10日12时01分起再加征50%关税。</p> <p>4月11日，国务院关税税则委员会发布公告称，面对美国政府2025年4月10日宣布对中国输美商品征收“对等关税”的税率进一步提高至125%的错误行为，中国对美所有商品加征关税税率，由84%提高至125%。公告同时表示，鉴于在目前关税水平下，美国输华商品已无市场接受可能性，如果美方后续对中国输美商品继续加征关税，中方将不予理会。</p>
出口管理措施	<p>出口管理措施方面，商务部、海关总署宣布4月4日起对钐、钆、铽、镝、镥、钪、钇等7类中重稀土相关物项实施出口管制措施，以维护国家安全和利益，履行防扩散等国际义务。这展现出中国坚定维护世界和平与地区稳定的一贯立场。</p> <p>商务部将16家存在可能危害中国国家安全和利益行为的美国实体列入出口管制管控名单，禁止对其出口两用物项。</p>
进口管理措施	<p>商务部对进口医用CT球管发起产业竞争力调查，并决定自2025年4月4日起对原产于美国、印度的进口相关医用CT球管进行反倾销立案调查。市场监管总局国杜邦中国集团有限公司涉嫌违反《中华人民共和国反垄断法》，依法对其进行立案调查。</p> <p>海关总署因相关进口产品存在不符合我国食品安全、检验检疫要求等问题，暂停1家美国企业高粱输华资质，3家美国企业禽肉骨粉输华资质，并暂停2家美国涉事企业禽肉产品输华。</p>
不可靠实体清单	中方还启用“不可靠实体清单”，将11家涉台军售美国企业列入不可靠实体清单。这些公司严重损害中国国家主权、安全和发展利益。

资料来源：Ballotpedia、百度百科、金圆统一证券研究所

4月9日，国务院新闻办公室发布《关于中美经贸关系若干问题的中方立场》白皮书，澄清中美经贸关系事实，阐明中方对相关问题的政策立场。白皮书指出，美方以关税等为威胁、要挟的限制措施，再次暴露了美方典型的单边主义、霸凌主义本质，既违背市场经济规律，更与多边主义背道而驰，将对中美经贸关系产生严重影响。中方已根据国际法基本原则和法律法规，采取必要反制措施。

3.3 关于对等关税影响的几点认识

1) 对等关税对全球经济及贸易将造成显著的负面冲击

对等关税政策实施，将打破原有的国际分工和各国的比较优势，显而易见的对全球贸易造成负面冲击。世界银行研究表明，若全球平均关税上升10%，国际贸易量可能下降15%—20%。

彼得森国际经济研究所（PIIE）测算，10%的基准关税加上60%的对华关税，将使美国2025年GDP增速下降约0.42%；若美国对中国加征60%关税，且中国实施反制，对中国2025—2027年GDP增速的影响分别是-0.81、-1.16和-1.22个百分点。

2) 对等关税是美国的政策工具

尽管对等关税在其他国家看来属于公然违背WTO准则，但特朗普政府的施政行为和米兰报告显示，对等关税是其实现政策目标的核心工具之一，其他国家要么以购买美国商品、美国债券、在美投资建厂为条件获得较低水平的对等关税；要么被征收较高水平的对等关税，减少对美出口，乃至被美国孤立。

特朗普坚信关税政策对美国有利，并且对负面因素忍受度很高（如美股今年以来跌幅达20%）。美国投资咨询公司Vital Knowledge负责人亚当·克里萨富利表示：“特朗普仍然坚定地坚持关税优先政策，他的疼痛阈值很高，而且周围没有人劝他克制或谨慎。”同时，鉴于特朗普的战术思维特性，必须牢记“一切皆可瞬息万变”。（霍华德·马克斯语）

3) 单独博弈还是合作协同

美国的单边主义关税政策绕开了WTO框架，破坏了以规则为基础的自由贸易秩序。这使得全球关税协调机制受到严重冲击，多边贸易体系的权威性和有效性受到质疑。对于弱势国家而言，选择单独博弈胁从媾和，还是彼此合作协同争取正当权益，这是一个因时因势动态选择的问题。

中国是美国的主要贸易伙伴国和第一大贸易逆差来源国，是美国关税政策的核心实施对象。毛主席说：以斗争求和平则和平存，以妥协求和平则和平亡。正是中国在4月初连续两次对美跟进加征“对等关税”后，美国总统特朗普才于2025年4月9日宣布，对大多数未采取报复行动的国家暂停征收“互惠关税”90天，并将这些国家的关税水平暂时降至10%。

4月11日，国务院关税税则委员会跟进反制美国对等关税政策，发布公告称，中国对美所有商品加征关税税率提高至125%；同时表示，鉴于在目前关税水平下，美国输华商品已无市场接受可能性，如果美方后续对中国输美商品继续加征关税，中方将不予理会。4月17日，特朗普改变口风：“我们认为我们会与中国达成协议，我们会和所有人达成协议的。大概在接下来的三到四周内，事情应该能全部搞定。”

与此同时，中国同欧盟、东盟、南非、沙特、巴西等多个贸易伙伴进行沟通磋商，共同应对美国的

“对等关税”政策。这些磋商不仅涉及双边关系，还强调通过多边平台（如 WTO、金砖国家、二十国集团等）来维护多边贸易体制和国际经贸秩序。

欧盟委员会贸易和经济安全委员谢夫乔维奇表示，美国加征关税严重冲击国际贸易，对欧中及弱势国家造成严重影响。欧方愿与包括中国在内的其他世贸组织成员一道，共同保障全球贸易正常运行。中欧双方同意尽快启动磋商，深入讨论市场准入相关问题，为企业创造更有利的营商环境，并立即开展电动汽车价格承诺谈判，以及讨论中欧汽车产业投资合作问题。双方支持重启中欧贸易救济对话机制，讨论贸易转移问题，妥处贸易摩擦。双方表示，将继续在世贸组织框架下加强沟通，共同推进世贸组织改革，维护以世贸组织为核心的多边贸易体制。

中国持续加强区域合作，商用飞机逐步走向国际市场。国家领导人近日对越南和马来西亚进行国事访问期间，中国与越南和马来西亚分别发布了两份联合声明，其中都提到了“引进和运营中国商用飞机”。欧洲最大的廉价航空公司瑞安航空的 CEO 奥利里近日表示，如果中国制造的 C919 飞机价格能够具有竞争力，他们将毫不犹豫地下单采购。民航上海审定中心主任顾新透露，按照计划，很期待 C919 在 2025 年取得欧盟认证。3 月 30 日，中国商飞公司已经向老挝航空公司交付了首架 C909 飞机，这是中国的喷气式客机首次进入老挝市场。

四、资产配置策略

4.1 总体资产配置原则

当前世界处于百年变局之下，美国公布对等关税政策只是百年变局的一个元素。霍华德·马克斯谈及关税的影响时表示，这有可能演变为我们有生之年最重大的经济变局，未来无人知晓。当前局势中充斥着大量前所未有的未知变量。这里不存在所谓的预知性，唯有复杂性和不确定性，而我们必须接受这一事实。

在充满复杂性和不确定性的环境下，从 2024 年以来，我们坚持的基本投资策略没有变化，即：坚持红利资产（低估值）和科技创新的配置策略，坚持大类资产配置和动态择时原则。

通过股债平衡、黄金等进行大类资产配置平滑投资曲线，而以资产重置、政策驱动、技术创新、行业景气、业绩变化等视角进行动态择时，给投资带来更好的安全边际和回报弹性。

资本市场的三大逻辑将长期并存：一是低利率环境、不确定环境下的低资本回报预期，投资者需要即期的“真回报”——股息分红，对应的是红利资产；二是全球人口下行、老龄化趋势及科技竞争背景下，科技创新是成长的必要条件，投资者需要远期的“真成长”——牺牲即期回报，与具有核心前沿技术的公司共成长；三是百年未有之大变局背景下，各国货币持续超发以及全球政治经济动荡等因素持续变化，投资者需要“真避险”——黄金，这是人类几千年以来至今未变的信仰，它以稳定的价值和相对独立性见证世界的变化。

在上述资产配置策略的原则之下，我们在 2025 年 A 股年度策略报告中确定的战略方向如下：

- 1) 从科技创新角度: ①新质生产力方向, 如新一代信息技术、人工智能、航空航天、新能源、新材料、高端装备、生物医药、量子科技; ②新业态方向, 如低空经济、人形机器人、无人机; ③加强产业链供应链韧性, 如集成电路、工业母机、仪器仪表、基础软件、工业软件、先进材料、关键矿产资源; ④固态电池。
- 2) 从红利资产或潜在边际改善角度: 银行、证券、上证红利指数、深证红利指数、医药生物、黄金股 ETF、维生素。
- 3) 从“两重”和“两新”政策持续发力角度: 对应到申万一级行业, 建议关注通信、电子、计算机、国防军工、汽车、机械制造、电力设备。
- 4) 从大类资产配置角度: 继续建议关注黄金 ETF、恒生 ETF、基准国债 ETF 等大类资产, 增加港股红利 ETF 基金(港股通高股息指数)。

2024 年 9 月以来, 我们建议的资产配置动态择时如下:

- 1) 2024 年 9 月, 建议关注证券、银行、中证 A500。
- 2) 2024 年 12 月, 建议关注银行、证券、中证红利、上证红利、恒生指数、港股红利 ETF、黄金(2025 年年度策略)
- 3) 2025 年 2 月 建议关注电子(半导体)、通信、计算机、传媒、机械设备、人形机器人、恒生科技指数、黄金股 ETF 基金、生物医药和电力设备。
- 4) 2025 年 4 月, 综合考虑 2025 年政府工作报告、市场运行、估值水平以及国际环境, 建议关注红利指数、创新药(创新药 ETF)、中药(中药 ETF)、电力设备、黄金 ETF、黄金股 ETF。同时, 需要审慎评估关税政策的潜在影响和重视财报集中披露期一部分公司的业绩风险。

4.2 关税冲击后的资产评估

4 月美国出台关税政策并不意外, 但对等关税的税率水平及市场冲击力, 超出普遍市场预期。从积极角度看, 关税冲击形成了一次较大的风险释放, 令市场估值水平再次下降, 投资者也从年初的激情洋溢回归至理性状态。

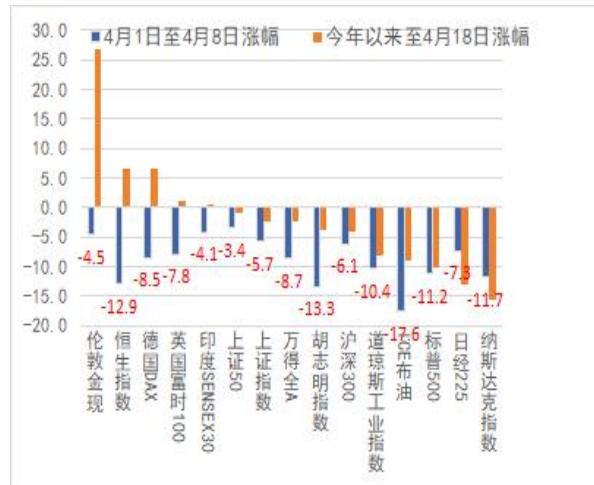
关税冲击之后, 在资产配置上建议关注以下方向: 第一, 低估值水平叠加政策端的强力维稳, 权重指数下行空间受限, 可以对上证 50、沪深 300、上证指数等权重指数进行网格化交易。第二, 货币政策宽松带来的“流动性充裕”, 有望带动红利资产上行。第三, 在对等关税背景下, 保持自由港政策令香港的经济及贸易灵活性优势显现, 叠加港股的折价和低估值优势, 建议关注恒生 ETF、港股红利 ETF、恒生科技指数。第四, 百年变局之下, 加之特朗普的弱势美元政策, 投资者宜对金价的上限保持开放态度。

1) 权重指数网格化交易

美国发布对等关税政策后, 全球市场重挫。4 月 1 日至 4 月 8 日期间, 全球股票市场、原油、黄金市场均下挫, 纳斯达克指数下跌 11.7%, Wind 全 A 下跌 8.7%, ICE 布油下跌 17.6%, 伦敦金现下跌 4.5%。

不过，今年以来A股彰显韧性。年初至4月18日，Wind全A下跌2.4%，上证指数下跌2.2%；同期标普500、日经225、纳斯达克得福均超过10%。

图表5 美国对等关税政策给全球市场带来普遍冲击



数据来源：WIND、金圆统一证券研究所

图表6 A股具有低估值优势（2025年4月18日）

指数	股息率近12月	市净率LB
恒生指数	3.96	0.84
上证50	4.26	1.15
上证指数	3.06	1.26
沪深300	3.51	1.28
日经225	1.98	1.40
中证500	1.89	1.65
中证1000	1.55	1.82
中证2000	1.08	1.84
科创50	0.66	3.28
创业板指	1.47	3.46
标普500	1.41	4.53
纳斯达克指数	0.82	5.62

数据来源：WIND、金圆统一证券研究所

经风险释放后，当前A股下行空间受限。一方面，A股特别是权重指数具有显著的低估值优势。4月18日，上证指数市净率1.26倍，显著低于美股（标普500为4.53倍）；股息率3.06%，显著高于美股（标普500为1.41%）。上证50市净率1.26倍，股息率4.26%；沪深300市净率1.28倍，股息率3.51%。

图表7 美国实施对等关税后，中国“持续稳定股市”措施持续出炉

时间	要点	稳市场主要内容
4月7日	“国家队”入场	中央汇金公司：发布公告称坚定看好中国资本市场发展前景，已再次增持ETF，并表示未来将继续增持。中国诚通、中国国新通过旗下公司增持ETF和央国企股票，招商局集团旗下7家上市公司集体发布公告，计划提速实施股份回购计划。
4月8日	险资助力	2025年4月8日盘前，国家金融监督管理总局发布《关于调整保险资金权益类资产监管比例有关事项的通知》，上调权益资产配置比例上限，将部分档位偿付能力充足率对应的权益类资产比例上调5%。随后，中国人保、中国平安、中国太保、新华保险等多家险企集体发声，称坚定看好中国资本市场，还有险企已出资增持。
4月8日	人民银行提供充足流动性	2025年4月8日，中国人民银行和中央汇金公司重磅发声。央行明确了自己是资本市场的“国家队”，发挥着类“平准基金”作用。央行表示，必要时向中央汇金公司提供充足的再贷款支持。
4月8日	央企增持	多家央企宣布增持：包括中国华能、中国诚通、中国石油集团、中国中煤、中国海油集团、国家电网、邮储银行、中铝集团、国家电力投资集团等，纷纷宣布增持旗下上市公司股票。
4月18日	中央定调	国务院常务会议明确提出“持续稳定股市”，并将股市稳定置于房地产之前。相关举措一旦推出，要直达企业和群众，提高落地效率，确保实施效果。

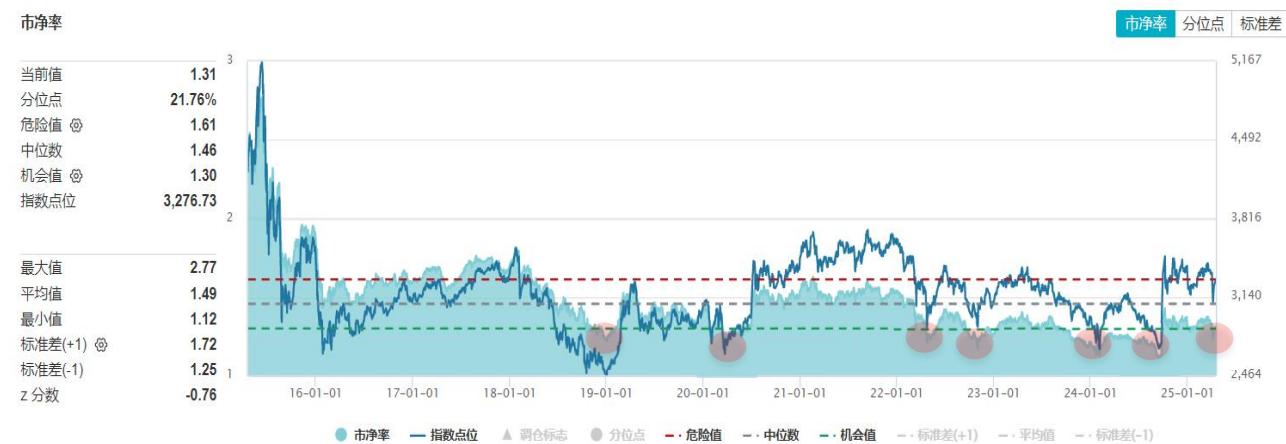
资料来源：百度百科、金圆统一证券研究所

另一方面，政策快速响应、协同衔接，释放强烈的维稳市场信号。4月7日市场大跌当日，中央汇金、中国国新、中国诚通等“国家队”发布公告称已再次增持ETF，并将继续增持。4月8日，中央汇金明确

表示，中央汇金公司一直是维护资本市场稳定的重要战略力量，是资本市场上的“国家队”，发挥着类“平准基金”作用；人民银行表示，必要时向中央汇金提供充足的再贷款支持；同日，保监局将上调保险资金权益类资产配置比例 5%。多家央企、券商、基金宣布回购或增持股份。4月 18 日，国务院常务会议明确提出，“持续稳定股市”，并将股市稳定置于房地产之前。

尽管关税冲击给部分企业盈利前景造成较大不确定性，但在低估优势和政策维稳的双重因素下，A股下行风险可控，预计上证指数市净率在 1.35 倍±10%附近摆动为主。4月 7 日，上证指数报收 3096.58 点，市净率跌至 1.24 倍，是历史上第 7 个时间段跌至该水平附近。4月 18 日，上证指数报收 3276.73 点，市净率 1.31 倍。策略上，建议以网格化交易思路配置上证指数 ETF、上证 50ETF、沪深 300ETF。

图表 8 上证指数市净率处于历史底部区域



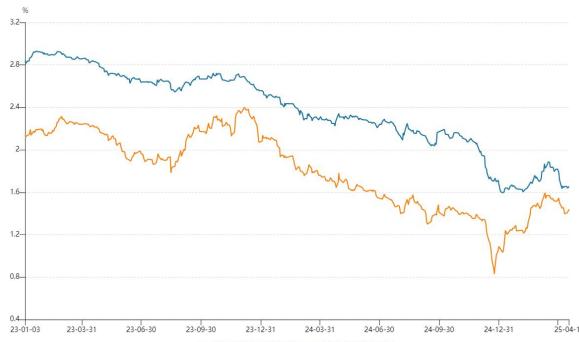
资料来源：WIND、金圆统一证券研究所

2) 红利风格有望表现

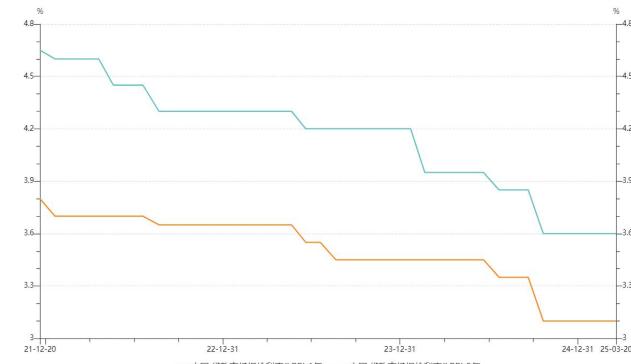
2025 年政府工作报告指出，在货币政策层面，发挥好货币政策总量和结构双重功能，适时降准降息，保持流动性充裕，创新金融工具，维护金融市场稳定。从“流动性合理充裕”到“流动性充裕”，以及明确的降准降息基调，信号传导明确，有利于经济与资本市场稳定发展，也有利于红利风格的市场表现。

2024 年 10 月 21 日，贷款市场报价利率(LPR)：1 年期下调 20 个基点至 3.1%，10 年期下调 25 个基点至 3.6%，至今半年贷款利率保持不变。2024 年末至 2025 年 3 月中旬，10 年期国债收益率、1 年期国债收益率向上反弹修复；但 4 月以来对等关税推出后，国债收益率已明显下行，4 月 18 日，10 年国债收益率、1 年期国债收益率分别下降至 1.65% 和 1.44%。二季度货币政策加力对冲外围影响，“流动性充裕”的货币环境值得期待。4 月 21 日，财政部发布 2 个月期国库现金定存中标利率为 2.05%，上次为 2.15%。

4 月 18 日，红利指数（上证）股息率 6.53%，近 10 年分位值 86.55%；中证红利指数股息率 6.2%，分位值 89.86%；红利低波(H30269.CSI) 股息率 6.18%，分位值 85.81%；上述红利指数的股息率是同期 10 年国债收益率 3.5 倍以上，具有较高性价比。

图表 9 国债收益率 4 月以来呈下行态势

数据来源：WIND、金圆统一证券研究所

图表 10 贷款利率近半年保持不变

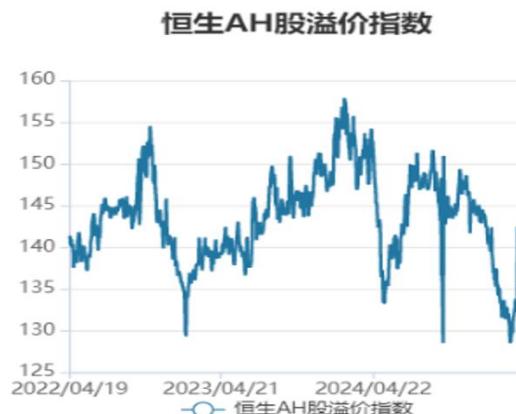
数据来源：WIND、金圆统一证券研究所

3) 港股具有折价优势

4月以来，港股受关税冲击较大，恒生指数4月7日跌幅达13.64%。香港特区政府对美国向香港产品加征所谓对等关税表达强烈不满，特区政府发言人表示，美国的做法霸凌无理，违反世界贸易组织（世贸组织）规则，恣意破坏作为国际贸易基石的多边贸易体制。

不过，香港未对美国加征对等关税。港府表示，香港会继续保持自由港地位，奉行自由贸易政策，吸引世界各地来香港进行贸易和投资。这令香港有更多回旋空间。香港可以利用其零关税优势和国际金融中心地位，继续作为内地与国际市场之间的桥梁，促进贸易和投资的自由流动，使得香港成为国际贸易中的重要中转站。

港股具有估值和折价优势。4月18日，AH溢价指数为141.3，意味着港股相对于A股处于七折状态；港股主板平均市盈率12.34倍，低于A股平均市盈率为15.75倍。此外，南向资金持续流入港股，未来若美国降息，将给港股带来估值提振。建议关注恒生ETF、恒生科技ETF、港股红利ETF。

图表 11 港股具有折价优势

数据来源：WIND、金圆统一证券研究所

图表 12 港股具有估值优势

数据来源：WIND、金圆统一证券研究所

4) 黄金及黄金股 ETF

4月3日至4月8日，关税冲击下伦敦金现快速下挫至3000美元/盎司下方，但随后加速上涨，至4月16日最高升至3357美元/盎司，比2022年9月低点时涨幅已经翻倍。

百年变局之下，各国货币的持续超发，主导国货币信用下降，是支持金价上行的长期逻辑。短期看，关税博弈背景下主导国政府信誉度下降，特朗普的弱势美元政策偏好，给予金价进一步支持。建议对金价上限给予开放态度，关注黄金 ETF 及黄金股 ETF。

需要说明的是，由于金价已偏离中短期均线过远，因此短期随机波动的可能性也将加大。

图表 13 伦敦金与美元指数整体负相关有效



资料来源：WIND、金圆统一证券研究所

风险提示：关税冲击超预期、政策力度不及预期、经济下行超预期。

分析师声明：

负责本报告全部或参与部分内容的分析师在此声明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告基于市场公开的合法合规信息进行撰写，本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

特别声明：

法律许可的情况下，金圆统一证券可能会持有或交易本报告中提及的标的证券，也可能为标的证券提供股债融资、财务顾问、资产证券化和理财投顾服务。因此，投资者应当考虑到金圆统一证券及/或相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为决策的唯一依据。

免责声明：

金圆统一证券有限公司(以下简称“金圆统一证券”或“本公司”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由金圆统一证券制作并发布。本报告仅供本公司及其客户使用。本公司不会因收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告是基于金圆统一证券认为可靠的已公开信息编制，但金圆统一证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，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出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使金圆统一证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此金圆统一证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向他人做出邀请。在法律允许的情况下，金圆统一证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为金圆统一证券所有。未经金圆统一证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若金圆统一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，金圆统一证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成金圆统一证券向发送本报告的机构之客户提供投资建议。如未经金圆统一证券授权，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。金圆统一证券将保留随时追究其法律责任的权利。

投资评级声明：

分类	评级说明		
股票评级	自报告发布之日起6个月内，相对所属板块指数涨幅	买入	股价相对强于基准20%以上；
		增持	股价相对强于基准10%-20%以上；
		持有	股价相对基准波动±10%以内；

		卖出	股价相对弱于基准 10%以上;
行业评级	自报告发布之日起 6 个月内，相对沪深 300 指数涨幅	强于大市	相对强于基准 10%以上;
		中性	相对基准波动±10%以内;
		弱于大市	相对弱于基准 10%以上;

金圆统一证券营业网点

厦门地址：厦门市思明区展鸿路 82 号国际金融中心大厦 10-11 楼

深圳地址：深圳市南山区粤海街道高新区社区科苑南路 3099 号中国储能大厦 4801

上海地址：上海市虹口区东大名路 501 号 45 层 01 单元

北京地址：北京市朝阳区建国门外大街 8 号楼 15 层 1202 单元 15017 室