

在关税混沌中前行

投资咨询业务资格：
证监许可【2012】669号

报告要点

伴随特朗普对大多数国家对等关税实施 90 天暂停，预计二季度我国将出现第二波“抢出口”，国内稳增长有望加大发力，关注其他非美国国家近期动向。

摘要：

4 月 9 日，特朗普宣布对大多数国家对等关税实施 90 天暂停、而将对中国进口税率提升至 125%；4 月 11 日，特朗普宣布对我国税率加征幅度加码至 145%，作为反制、我国对美国进口商品税率随之升级至 125%，短期两国市场对双方商品接受可能性将快速回落。

伴随美国对大多数经济体对等关税加征暂停，我国转口贸易“抢出口”意愿或加强，关注美国与东南亚等经济体谈判进展及可能对我国转口贸易的影响。目前美国对超过 75 个国家给予 90 天对等关税暂停，预计或出现被暂停加征关税的国家向美国加快出口，预计集装箱航运市场整体近强远弱；与之同时，亦对我国转口贸易提供一定缓冲期、推动转口“抢出口”。2018 年中美贸易摩擦以来我国通过东南亚等转口较多，以越南和印尼为例，越南进口额中从我国进口所占比重从 2018 年的 27.5% 上升至 2023 年的 34.0%，印尼进口额中从我国进口所占比重从 2018 年的 24.1% 上升至 2024 年的 31.1%。

特朗普对等关税威胁下，海外国家反应分化。特朗普 4 月 2 日关税宣布后，中国、欧盟、巴西、加拿大等表现较强硬，均提出进行关税反制；在特朗普宣布暂停对等关税后，欧盟亦决定暂停其首轮针对美关税反制、进行谈判，巴西亦寻求与美谈判、并尝试扩大贸易协定网络。而日本、韩国、印度以及东南亚等多数经济体整体态度一直偏让步，通过降低对美税率、承诺购买更多美国商品等方式积极与美国谈判。警惕后续东南亚为向美国表态而对我国加征关税、进而对我国直接出口和转口等可能带来的不利影响。

预计二季度下半程我国出口以及出口相关制造业承将逐渐显现，我国稳增长将发力提振，关注四月政治局会议。其一，4 月 10 日我国指出将帮助出口遇阻的外贸企业开拓国内市场、国内消费刺激政策将加码。其二，我国可能通过进一步扩张财政政策来对冲外需下滑影响，包括增加财政赤字、专项债、特别国债等，规模可能在 1 万亿左右，资金投向包括“以超常规力度提振国内消费”。其三，可能将加大对基建、地产支持力度。

展望大类资产：权益板块，股指以我为主，等待博弈对冲政策。债券板块，短期内在足够有力的稳增长政策出台前、可能继续反应关税对基本面不利影响。汇率方面，短期人民币贬值压力有限，央行继续维持稳汇率取向。商品板块，支撑黄金中长期中枢上行的逻辑不变；有色板块多数品种仍存供给扰动，中长供需偏紧预期将限制价格跌幅，但需求担忧抑制上方空间；黑色板块关注内需回升延续性及国内政策对冲情况；能化板块原油和化工品终端需求均以偏空思路对待；而农业板块价格延续分化。

风险因素：国内政策不及预期、地缘政治“黑天鹅”、海外需求超预期下滑

重要提示：本报告非期货交易咨询业务项下服务，其中的观点和信息仅作参考之用，不构成对任何人的投资建议。中信期货不会因为关注、收到或阅读本报告内容而视相关人员为客户；市场有风险，投资需谨慎。如本报告涉及行业分析或上市公司相关内容，旨在对期货市场及其相关性进行比较论证，列举解释期货品种相关特性及潜在风险，不涉及对其行业或上市公司的相关推荐，不构成对任何主体进行或不进行某项行为的建议或意见，不得将本报告的任何内容据以作为中信期货所作的承诺或声明。在任何情况下，任何主体依据本报告所进行的任何作为或不作为，中信期货不承担任何责任。

宏观研究组

姜 婧
从业资格号：F3018552
投资咨询号：Z0013315

权益及期权策略组

黄舒瑶
从业资格号：F03108055
投资咨询号：Z0021478

固定收益组

程小庆
从业资格号：F3083989
投资咨询号：Z0018635

商品策略组

何 研
从业资格号：F03128282
投资咨询号：Z0020224

工业与周期组

武嘉璐
从业资格号：F03100682
投资咨询号：Z0021085



目 录

摘要： 1

一、 特朗普暂停多数对等关税，而将对华税率升至 145%..... 4

二、 预计国内出口压力将显现，关注国内稳增长发力 5

三、 面对特朗普关税加征威胁，海外经济体应对分化 7

四、 未来大类资产展望 9

免责声明 11



图表目录

图表 1: 特朗普将 2025 年上任以来对中国征收税率从 54%、上调至 104%，进一步上调至 145%	5
图表 2: 美国进口欧盟、中国、墨西哥、加拿大份额 (7MMA)	6
图表 3: 中国 2024 年 VS 2023 年主要进口来源地分布	6
图表 4: 2018 年前后美国对主要贸易伙伴国贸易逆差变化	6
图表 5: 面对特朗普关税加征威胁，海外经济体应对分化	7
图表 6: 2025 年 4 月 2 日以来加拿大、巴西、欧盟等对特朗普对等关税加征的反应	8
图表 7: 2025 年 4 月 2 日以来东亚、南亚、东南亚等对特朗普对等关税加征的反应	9



4月2日特朗普宣布一系列对等关税，引发市场剧烈波动，海外经济体采取不同的应对措施；4月9日特朗普关税政策逆转、将对大多数国家的对等关税实施90天的暂停，而将对我国税率提升至125%、后于11日进一步升级至145%，我国对原产于美国的进口商品税率亦随之升级至125%。本文系统梳理特朗普关税政策边际变化，分析对中国短期出口和政策发力等影响，跟踪海外关于特朗普对等关税的应对措施以及对大类资产未来走势做出展望。

一、特朗普暂停多数对等关税，而将对华税率升至145%

特朗普2025年上任以来，对中国新征收税率逐步升级、新加征幅度已上升至145%，而对大多数国家的对等关税实施90天的暂停（在此期间对等关税下调至10%）、即刻执行。美东时间4月2日，特朗普宣布对中国新征34%的对等关税、并终止对来自中国大陆和中国香港的受管制商品的免税最低限度待遇。4月4日，我国发起贸易反制、宣布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。4月8日，特朗普再度上调对华关税、将对中国对等税率征收从34%上调至84%（2025年上任以来对华新征税率达到104%）；并提高对中国大陆及中国香港800美元以下小件包裹的征税，相关商品需缴纳税率、单件关税等均提升至4月2日宣布的3倍。4月8日当天，中国发起关税反制，宣布自2025年4月10日12时01分起，对原产于美国的进口商品加征关税税率由34%提高至84%。美东时间4月9日下午1点，特朗普对超过75个国家实施为期90天的对等关税暂停措施，指出对于已经生效的对等关税，特朗普宣布称已授权对不采取报复行动的国家实施90天的关税暂停、在此期间对等关税下调至10%，暂停措施立即生效，但对中国的关税提高至125%；4月11日，美国进一步宣布将对我国税率加征幅度提升至145%。

面临美国对华不合理关税加征，我国调整对原产于美国的进口商品加征关税措施，由34%提高至84%、进一步提升至125%，并公布将12家美国实体列入出口管制管控名单。我国进口中、美国占比稳定在6%-7%，2024年我国大陆进口额中从美国进口所占比重为6.4%，前四个主要进口来源地为东盟、欧盟、中国台湾、韩国。

此外，当地时间4月9日，特朗普并未暂停对汽车进口征收的25%关税以及即将对汽车零部件征收的关税，并宣称美国将对药品征收关税。



图表1：特朗普将 2025 年上任以来对中国征收税率从 54%、上调至 104%，进一步上调至 145%

当地时间	4月2日以来美国对华关税加征	4月2日以来中国对美关税反制
4月2日	美东时间4月2日,下午4时,特朗普签署行政命令: 1) 宣布对中国新征34%的对等关税,于4月9日生效; 2) 以合成阿片类药物非法流入美国为借口,从美国东部时间 2025 年 5 月 2 日凌晨 12:01 开始,将终止对来自中国大陆和中国香港的受管制商品的免税最低限度待遇。对于包含通过国际邮政网络寄送的货物且价值等于或低于 800 美元且符合最低限度豁免条件的所有相关邮件,均需缴纳其价值 30% 或每件 25 美元的关税(2025 年 6 月 1 日之后,每件增加至 50 美元)。	
4月4日		北京时间4月4日,我国宣布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。
4月6日	1) 特朗普再度上调关税,将对中国对等税率征收从34%上调至84% (2025年上任以来对华新征税率达到104%) ; 2) 并提高对中国大陆及中国香港800美元以下小件包裹的征税,相关商品需缴纳税率从30%提高到90%,或在5月2日至6月1日之间缴纳关税从25美元提高至75美元,在6月1日以后关税从50美元提升至150美元。	4月6日当天,中国宣布经国务院批准,自2025年4月10日12时01分起,调整对原产于美国的进口商品加征关税措施,由34%提高至84%。
4月9日	1) 美东时间4月9日,对于已经生效的对等关税,特朗普宣布称已授权对不采取报复行动的国家实施90天的关税暂停。在此期间对等关税下调至10%,暂停措施立即生效,但对中国的关税提高至125%; 2) 特朗普表示,并未暂停对汽车进口征收的25%关税以及即将对汽车零部件征收的关税,并宣称美国将对药品征收关税。	
4月11日	宣布将对中国征收税率幅度从125%上调至145%	调整对原产于美国的进口商品加征关税税率,由84%提高至125%。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。

资料来源：WhiteHouse、商务部、中信期货研究所

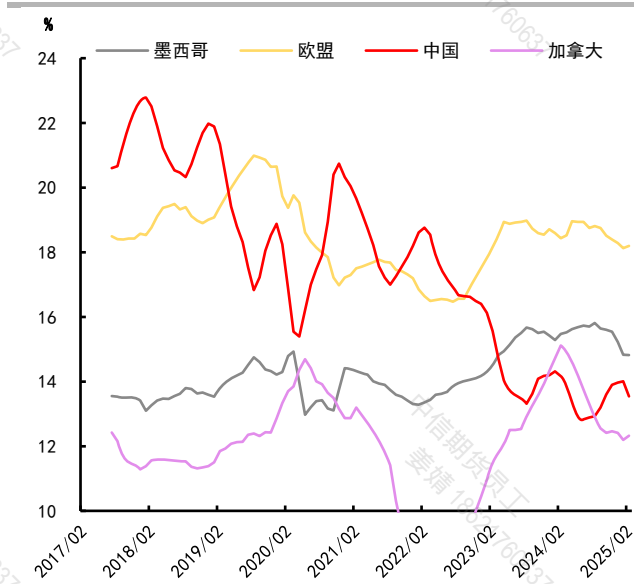
二、预计国内出口压力将显现，关注国内稳增长发力

伴随美国对大多数经济体暂缓对等关税 90 天，或促使这些国家加快向美国出口，预计我国转口贸易“抢出口”意愿亦将加强，关注美国与东南亚等经济体谈判进展、及可能对我国转口贸易的影响。目前美国对超过 75 个国家给予 90 天对等关税暂停，预计或出现被暂停关税加征的国家向美国加快出口，预计集装箱航运市场整体近强远弱；与此同时，亦对我国转口贸易提供一定缓冲期、推动转口“抢出口”。2018 年以来我国通过东南亚、墨西哥等转口较多；以越南和印尼为例，越南进口额中从我国进口所占比重从 2018 年的 27.5%上升至 2023 年的 34.0%，印尼进口额中从我国进口所占比重从 2018 年的 24.1%上升至 2024 年的 31.1%，伴随美国对东南亚地区对等关税加征暂停、预计我国转口贸易“抢出口”意愿亦将加强。

集运视角下，目前地中海航运、德翔海运已经开始减少美国航线运力，美国进口相关的订舱量近期已开始出现明显下滑，美线船舶转移至其他航线概率较大，对欧线或将带来一定压力。预计集装箱航运公司或将通过推迟船舶交付，增加停航，加大拆船等方式进行供需调节，集装箱航运市场整体近强远弱。同时美国的政策不确定性依然较大，航运市场也仍面临较强不确定性。

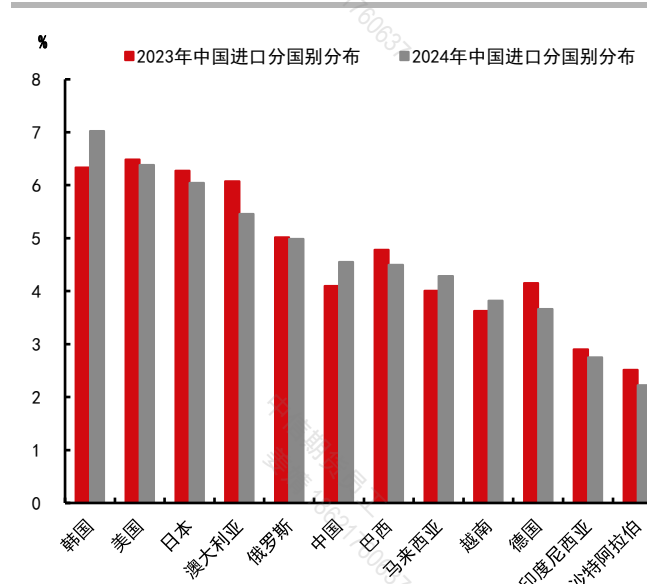


图表2：美国进口欧盟、中国、墨西哥、加拿大份额(7MMA)



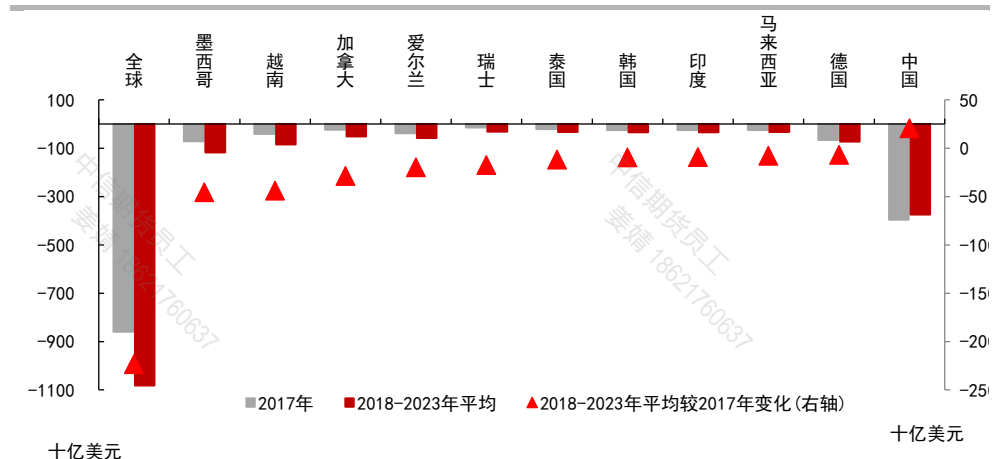
资料来源：TradeMap、中信期货研究所

图表3：中国 2024 年 VS 2023 年主要进口来源地分布



资料来源：TradeMap、中信期货研究所

图表4：2018 年前后美国对主要贸易伙伴贸易逆差变化



资料来源：TradeMap、中信期货研究所

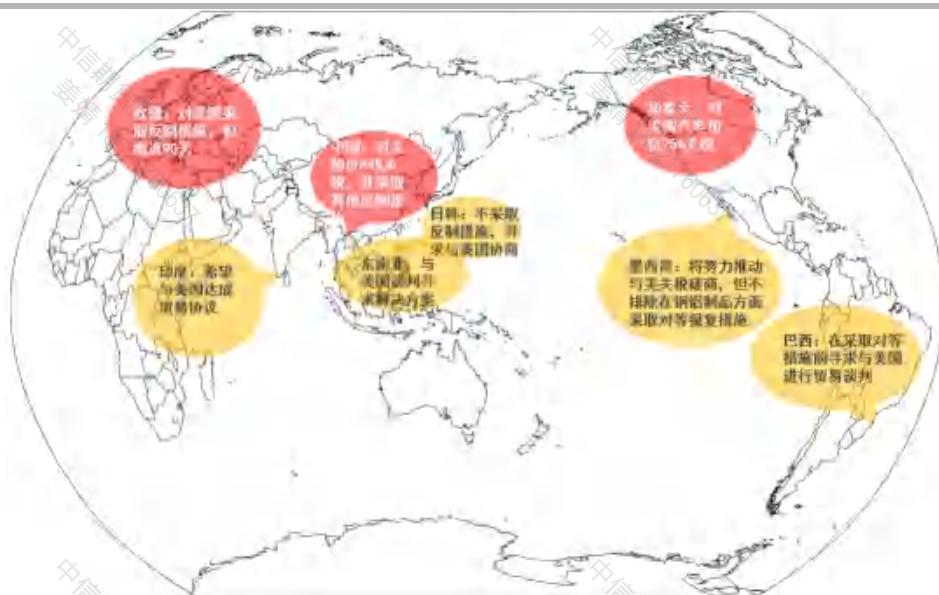
伴随二季度下半程我国出口以及出口相关制造业承压将逐渐显现，预计我国稳增长将发力提振，两新政策或加大发力。2024 年，中国对美国出口为 3.7 万亿人民币，占中国总出口的 14.7%，占 GDP 比重为 2.8%。4 月 10 日，商务部召开例行新闻发布会，指出将帮助出口遇阻的外贸企业开拓国内市场，用好消费品以旧换新政策，办好外贸优品中华行等系列活动，深入开展内外贸一体化工作等。未来我国可能通过进一步扩张财政政策来对冲外需下滑影响，包括增加财政赤字、专项债、特别国债等，规模可能在 1 万亿左右，资金投向包括“以超常规力度提振国内消费”，加大对基建投资、房地产的支持力度等。

三、面对特朗普关税加征威胁，海外经济体应对分化

面临特朗普对等关税威胁，中国、欧盟、巴西、加拿大等国家表现较强硬，均进行相关关税反制。面对特朗普关税加征，我国调整对原产于美国的进口商品加征关税措施、由 34%提高至 84%；加拿大从 4 月 9 日起对部分来自美国的汽车征收 25%关税，以报复美国总统特朗普对加拿大汽车及零部件征收关税；欧盟 27 个成员国中的 26 个投票通过对美国商品征收 10%至 25%的报复性关税，首批关税将于 4 月 15 日生效，但由于美国将大多数经济体对等关税暂停 90 天、欧盟决定将暂停其首轮针对美国关税的反制措施、亦推迟 90 天进行谈判；巴西 4 月 9 日宣布将对美国宣布的关税采取对等措，由于美国对等关税的推迟、10 日巴西表示将寻求与美国进行贸易谈判，并寻求扩大其贸易协定网络；早在 2025 年 3 月底，巴西总统卢拉访问日本和越南，为巴西牛肉等产品争取消口市场，降低对美国市场的依赖，以应对美国关税加征带来的不利影响。

而日本、韩国、印度以及东南亚国家等多数经济体整体态度偏让步，通过降低对美税率、承诺购买更多美国商品等方式积极与美国谈判。关注美国和东南亚谈判进展，警惕后续东南亚为向美国表态而对我国加征关税、对我国直接出口和转口贸易等可能造成的不利影响。

图表5：面对特朗普关税加征威胁，海外经济体应对分化



资料来源：中信期货研究所根据新闻整理



图表6：2025 年 4 月 2 日以来加拿大、巴西、欧盟等对特朗普对等关税加征的反应

加拿大	4月8日	加拿大财政部8日宣布，对美国汽车和对等征收25%关税措施将于美国东部时间9日零时1分生效。加拿大总理特纳表示，加拿大将继续对美国向加方征收的所有不合理关税作出有力回应。加拿大政府坚定致力于尽快取消这些美国关税，以保护加拿大的工人、企业、经济和企业。
	4月9日	加拿大从4月9日起对部分来自美国的汽车征收25%关税，以报复美国总统特朗普对加拿大汽车及零部件征收关税。
巴西	4月8日	巴西财政部长费尔南多·阿达德周二表示，现在不是拉丁美洲各大经济体宣布任何措施以应对美国征收的贸易关税的时候。
	4月9日	巴西总统卢拉表示，巴西将对美国宣布的关税采取对等措施，但他指出，这个拉丁美洲国家将首先“使用字典中的每一个词进行谈判”。
	4月10日	巴西外贸大臣塔蒂安娜·普拉泽雷斯（Tatiana Prazeres）周四表示，巴西将寻求与美国进行贸易谈判，同时重申其对多边主义的承诺，并寻求扩大其贸易协定网络。
欧盟集体	4月7日	当地时间7日，欧盟成员国贸易部长在卢森堡召开会议，讨论美国加征关税的影响，并就应对措施交换意见。据欧盟官员称，此次会议意在对外传达一条信息：欧盟希望与美国就加征关税政策进行谈判，一旦谈判破裂，欧盟将采取反制措施。
	4月8日	欧盟委员会提议对一系列美国商品征收25%的报复性关税，以回应特朗普总统对钢铁和铝产品征收的关税。文件指出，这些商品中的部分关税将于5月16日生效，其余的则在12月1日生效。该清单包括，葡萄酒和乳制品已从欧盟委员会3月拟定的初始清单中移除。
	4月9日	欧盟贸易专员马罗斯·谢夫乔维奇表示，这些反制关税的影响将低于此前宣布的260亿欧元计划。除了这些报复性关税外，欧盟委员会还在研究对铝产品设定进口配额。
	4月9日	欧盟27个成员国中的26个投票通过对美国商品征收10%至25%的报复性关税。首批关税将于4月15日生效，大部分关税将于5月16日起生效。包括大豆和坚果在内的其他一些商品的进口关税将于12月1日生效。欧盟委员会还说，将继续与华盛顿寻求谈判解决方案，如果美国同意达成公平的谈判结果，欧盟可随时暂停反制措施。
	4月9日	欧盟发言人对记者表示，尽管特朗普政府拒绝了欧盟提出的对所有工业产品“零税率”的关税提议，但欧盟仍希望避免与美国打贸易战。
欧盟	4月10日	欧盟委员会主席冯德莱恩表示，鉴于美国总统唐纳德·特朗普在对数十个国家加征关税不到一天后就暂时降低了部分关税，欧盟将暂停其新一轮针对美国关税的反制措施。冯德莱恩在X（前推特）上表示：“我们希望给谈判一个机会，尽管我们已基本完成并准备好启动反制措施的最终程序，但我们仍将继续执行，为期90天。”
	4月4日	总统马克龙表示已经决定“相应且毫不拖延”，并建议欧盟企业集体表达抗议与暂停法国企业暂停在美投资计划。同时法国正试图加强欧盟委员会在“每个行业”输出国家的立场。
法国	4月7日	法国贸易部长马丁表示欧洲的原点“可能使其激进”但也强调强调欧盟在应对美国关税问题上保持团结的重要性。他补充说法国倾向于谈判而不是对抗，主张欧盟应把条件放在谈判桌上，作为准备采取包括对美国服务业和科技公司的强有力反制措施以便在谈判中获得优势。
	4月3日	德国总理朔尔茨表示，德国将展示其关税将损害美国出口，因为“供应链弹性复杂，零部件需要美国运送到海外”，并避免关税决定“完全错误”，并呼吁进行更多谈判。
德国	4月7日	德国政府发言人表示正在密切关注美国政策的全面关税制度对国际金融市场的影响。新任总理朔尔茨，朔尔茨积极与欧洲领导人和国内企业进行磋商，以评估关税的影响并制定应对策略。
	4月8日	芬兰外交部长佩特里·马特宁周二表示，芬兰与美国之间应实现零关税，欧洲在与美方的持续谈判中应以此为目标，这与欧盟委员会的提议一致。
芬兰	4月7日	荷兰贸易部长霍夫特·范莱斯特（Rènéette Klijver）周一表示，欧盟在应对美国贸易关税问题时需要保持冷静与克制，并以谈判为目标。

资料来源：路透社、央视中文国际、中信期货研究所



图表7：2025 年 4 月 2 日以来东亚、南亚、东南亚等对特朗普对等关税加征的反应

日本	4月7日	日本首相石破茂周一表示，政府将考虑对美贸易政策进行微调，但拒绝承认，称“不会立即采取行动”。他在国会上指出，为缓解美国关税带来的经济冲击，日本政府必须采取一切可行手段，包括与美企业协商以寻求降低关税。
	4月8日	日本政府首席发言人林芳正周二在新闻发布会上表示，日本经济大臣亦将亲自赴美与美方代表商谈。美国贸易代表莱特希泽表示，一旦美方与日本首相石破茂沟通，石破茂表示，他已告知特朗普政府其进行谈判的意愿，并强调日本经济再生担当大臣岸田文雄正在与美方进行密切沟通。
	4月9日	日本首相石破茂周二表示，政府将考虑对美贸易政策进行微调，但拒绝承认，称“不会立即采取行动”。他在国会上指出，为缓解美国关税带来的经济冲击，日本政府必须采取一切可行手段，包括与美企业协商以寻求降低关税。
	4月10日	日本首相石破茂周二表示，政府将考虑对美贸易政策进行微调，但拒绝承认，称“不会立即采取行动”。他在国会上指出，为缓解美国关税带来的经济冲击，日本政府必须采取一切可行手段，包括与美企业协商以寻求降低关税。
	4月10日	日本首相石破茂周二表示，政府将考虑对美贸易政策进行微调，但拒绝承认，称“不会立即采取行动”。他在国会上指出，为缓解美国关税带来的经济冲击，日本政府必须采取一切可行手段，包括与美企业协商以寻求降低关税。
韩国 (25%)	4月3日	韩国代理总统尹锡悦表示，韩国将考虑对美贸易政策进行微调，但拒绝承认，称“不会立即采取行动”。他在国会上指出，为缓解美国关税带来的经济冲击，韩国政府必须采取一切可行手段，包括与美企业协商以寻求降低关税。
	4月8日	韩国代理总统尹锡悦表示，韩国将考虑对美贸易政策进行微调，但拒绝承认，称“不会立即采取行动”。他在国会上指出，为缓解美国关税带来的经济冲击，韩国政府必须采取一切可行手段，包括与美企业协商以寻求降低关税。
	4月10日	韩国代理总统尹锡悦表示，韩国将考虑对美贸易政策进行微调，但拒绝承认，称“不会立即采取行动”。他在国会上指出，为缓解美国关税带来的经济冲击，韩国政府必须采取一切可行手段，包括与美企业协商以寻求降低关税。
	4月10日	韩国代理总统尹锡悦表示，韩国将考虑对美贸易政策进行微调，但拒绝承认，称“不会立即采取行动”。他在国会上指出，为缓解美国关税带来的经济冲击，韩国政府必须采取一切可行手段，包括与美企业协商以寻求降低关税。
	4月10日	韩国代理总统尹锡悦表示，韩国将考虑对美贸易政策进行微调，但拒绝承认，称“不会立即采取行动”。他在国会上指出，为缓解美国关税带来的经济冲击，韩国政府必须采取一切可行手段，包括与美企业协商以寻求降低关税。
印度 (26%)	4月7日	印度总理莫迪周二表示，印度将考虑对美贸易政策进行微调，但拒绝承认，称“不会立即采取行动”。他在国会上指出，为缓解美国关税带来的经济冲击，印度政府必须采取一切可行手段，包括与美企业协商以寻求降低关税。
	4月8日	印度总理莫迪周二表示，印度将考虑对美贸易政策进行微调，但拒绝承认，称“不会立即采取行动”。他在国会上指出，为缓解美国关税带来的经济冲击，印度政府必须采取一切可行手段，包括与美企业协商以寻求降低关税。
	4月10日	印度总理莫迪周二表示，印度将考虑对美贸易政策进行微调，但拒绝承认，称“不会立即采取行动”。他在国会上指出，为缓解美国关税带来的经济冲击，印度政府必须采取一切可行手段，包括与美企业协商以寻求降低关税。
	4月10日	印度总理莫迪周二表示，印度将考虑对美贸易政策进行微调，但拒绝承认，称“不会立即采取行动”。他在国会上指出，为缓解美国关税带来的经济冲击，印度政府必须采取一切可行手段，包括与美企业协商以寻求降低关税。
	4月10日	印度总理莫迪周二表示，印度将考虑对美贸易政策进行微调，但拒绝承认，称“不会立即采取行动”。他在国会上指出，为缓解美国关税带来的经济冲击，印度政府必须采取一切可行手段，包括与美企业协商以寻求降低关税。
泰国 (40%)	4月7日	泰国总理佩通旺周二表示，泰国将考虑对美贸易政策进行微调，但拒绝承认，称“不会立即采取行动”。他在国会上指出，为缓解美国关税带来的经济冲击，泰国政府必须采取一切可行手段，包括与美企业协商以寻求降低关税。
	4月8日	泰国总理佩通旺周二表示，泰国将考虑对美贸易政策进行微调，但拒绝承认，称“不会立即采取行动”。他在国会上指出，为缓解美国关税带来的经济冲击，泰国政府必须采取一切可行手段，包括与美企业协商以寻求降低关税。
	4月10日	泰国总理佩通旺周二表示，泰国将考虑对美贸易政策进行微调，但拒绝承认，称“不会立即采取行动”。他在国会上指出，为缓解美国关税带来的经济冲击，泰国政府必须采取一切可行手段，包括与美企业协商以寻求降低关税。
	4月10日	泰国总理佩通旺周二表示，泰国将考虑对美贸易政策进行微调，但拒绝承认，称“不会立即采取行动”。他在国会上指出，为缓解美国关税带来的经济冲击，泰国政府必须采取一切可行手段，包括与美企业协商以寻求降低关税。
	4月10日	泰国总理佩通旺周二表示，泰国将考虑对美贸易政策进行微调，但拒绝承认，称“不会立即采取行动”。他在国会上指出，为缓解美国关税带来的经济冲击，泰国政府必须采取一切可行手段，包括与美企业协商以寻求降低关税。
越南 (36%)	4月7日	越南总理范明彪周二表示，越南将考虑对美贸易政策进行微调，但拒绝承认，称“不会立即采取行动”。他在国会上指出，为缓解美国关税带来的经济冲击，越南政府必须采取一切可行手段，包括与美企业协商以寻求降低关税。
	4月8日	越南总理范明彪周二表示，越南将考虑对美贸易政策进行微调，但拒绝承认，称“不会立即采取行动”。他在国会上指出，为缓解美国关税带来的经济冲击，越南政府必须采取一切可行手段，包括与美企业协商以寻求降低关税。
	4月10日	越南总理范明彪周二表示，越南将考虑对美贸易政策进行微调，但拒绝承认，称“不会立即采取行动”。他在国会上指出，为缓解美国关税带来的经济冲击，越南政府必须采取一切可行手段，包括与美企业协商以寻求降低关税。
	4月10日	越南总理范明彪周二表示，越南将考虑对美贸易政策进行微调，但拒绝承认，称“不会立即采取行动”。他在国会上指出，为缓解美国关税带来的经济冲击，越南政府必须采取一切可行手段，包括与美企业协商以寻求降低关税。
	4月10日	越南总理范明彪周二表示，越南将考虑对美贸易政策进行微调，但拒绝承认，称“不会立即采取行动”。他在国会上指出，为缓解美国关税带来的经济冲击，越南政府必须采取一切可行手段，包括与美企业协商以寻求降低关税。
印尼 (32%)	4月7日	印尼总理普拉博沃周二表示，印尼将考虑对美贸易政策进行微调，但拒绝承认，称“不会立即采取行动”。他在国会上指出，为缓解美国关税带来的经济冲击，印尼政府必须采取一切可行手段，包括与美企业协商以寻求降低关税。
	4月8日	印尼总理普拉博沃周二表示，印尼将考虑对美贸易政策进行微调，但拒绝承认，称“不会立即采取行动”。他在国会上指出，为缓解美国关税带来的经济冲击，印尼政府必须采取一切可行手段，包括与美企业协商以寻求降低关税。
	4月10日	印尼总理普拉博沃周二表示，印尼将考虑对美贸易政策进行微调，但拒绝承认，称“不会立即采取行动”。他在国会上指出，为缓解美国关税带来的经济冲击，印尼政府必须采取一切可行手段，包括与美企业协商以寻求降低关税。
	4月10日	印尼总理普拉博沃周二表示，印尼将考虑对美贸易政策进行微调，但拒绝承认，称“不会立即采取行动”。他在国会上指出，为缓解美国关税带来的经济冲击，印尼政府必须采取一切可行手段，包括与美企业协商以寻求降低关税。
	4月10日	印尼总理普拉博沃周二表示，印尼将考虑对美贸易政策进行微调，但拒绝承认，称“不会立即采取行动”。他在国会上指出，为缓解美国关税带来的经济冲击，印尼政府必须采取一切可行手段，包括与美企业协商以寻求降低关税。
马来西亚 (24%)	4月7日	马来西亚总理安瓦尔周二表示，马来西亚将考虑对美贸易政策进行微调，但拒绝承认，称“不会立即采取行动”。他在国会上指出，为缓解美国关税带来的经济冲击，马来西亚政府必须采取一切可行手段，包括与美企业协商以寻求降低关税。
	4月8日	马来西亚总理安瓦尔周二表示，马来西亚将考虑对美贸易政策进行微调，但拒绝承认，称“不会立即采取行动”。他在国会上指出，为缓解美国关税带来的经济冲击，马来西亚政府必须采取一切可行手段，包括与美企业协商以寻求降低关税。
	4月10日	马来西亚总理安瓦尔周二表示，马来西亚将考虑对美贸易政策进行微调，但拒绝承认，称“不会立即采取行动”。他在国会上指出，为缓解美国关税带来的经济冲击，马来西亚政府必须采取一切可行手段，包括与美企业协商以寻求降低关税。
	4月10日	马来西亚总理安瓦尔周二表示，马来西亚将考虑对美贸易政策进行微调，但拒绝承认，称“不会立即采取行动”。他在国会上指出，为缓解美国关税带来的经济冲击，马来西亚政府必须采取一切可行手段，包括与美企业协商以寻求降低关税。
	4月10日	马来西亚总理安瓦尔周二表示，马来西亚将考虑对美贸易政策进行微调，但拒绝承认，称“不会立即采取行动”。他在国会上指出，为缓解美国关税带来的经济冲击，马来西亚政府必须采取一切可行手段，包括与美企业协商以寻求降低关税。

资料来源：路透社、央视中文国际、中信期货研究所

四、未来大类资产展望

权益方面：股指以我为主，等待博弈对冲政策：特朗普暂缓未反制国家的关税，但提升对华关税税率至 125%。由于关税税率已超 100%，继续加征的负面冲击边际减小，股市第一波情绪冲击已计价，本周资本市场政策“看涨期权”密集出台，稳定股市流动性，缓解小微盘流动性踩踏。第二阶段，市场或转向关注经济数据和行业高频数据，评估关税压力下，经济实际受损情况。若数据恶化，或催化“稳增长”发力，有望博弈政策对冲预期，在重要会议时点前适宜适当持有 IH 仓位。

债券方面：后续来看，短期内，在足够有力的稳增长政策出台前，中国国



内市场可能继续反应关税对基本面的不利影响，宽货币预期升温，另外 4 月供给压力有限，资金面仍可能延续宽松，多头情绪可能继续回暖，债市利率下行，10Y 国债收益率有向前低冲击的可能，但是有效突破的可能性或不大。中期内，债市波动仍可能较大，关税进展存在不确定性、稳增长政策可能加快出台、政府债供给压力在 5-6 月提升，预计债市可能呈现震荡走势。

汇率方面：短期来看，人民币贬值压力有限，央行继续维持稳汇率取向。

伴随 4 月 2 号超预期对等关税的落地，人民币汇率端承压，但央行中间价依然保持相对克制，或在部分释放贬值情绪。我们认为中间价突破 7.2 这一关键点位并非简单代表贬值通道的开启，其背后更多是央行主动扩大汇率弹性为中美贸易博弈预留空间，且 4 月 2 号以来中间价的调贬幅度已呈明显下降趋势，分别为 96、91、58、28，进一步表明央行对中间价设定依然保持相对克制。同时从逆周期因子的调节幅度上看，近期依然处于 1300 点的高位，短期人民币快速贬值的阻力进一步上升。此外从离岸人民币短端掉期点抬升与在岸与离岸人民币掉期点差走扩两方面信号来看，央行或采取收紧离岸流动性等方式继续采取稳汇率的取向。中期至二季度来看，人民币运行区间或在 7.1-7.4，美元压力减弱与央行稳汇率取向向下贬值空间或有限，关注人民币升值机会，一是中美贸易谈判阶段性空间，二是财政留有余力的发力措施。

商品方面：贵金属板块，流动性冲击消化后，支撑黄金中长期中枢上行的逻辑不变。**有色板块**，多数品种仍存供给扰动，中长供需偏紧预期将限制价格跌幅，但需求担忧同样抑制上方空间。**黑色板块**，关注内需回升延续性及国内政策对冲情况。**能化板块**，原油受需求利空冲击较大，且 opec+意外增产带来额外供给压力，化工品的终端产业需求面临较大冲击，以偏空思路对待。**农业板块**，需求偏稳定，供给上部分品种受到国内反制支撑，价格延续分化。

风险提示

- 1) 国内政策不及预期；
- 2) 地缘政治“黑天鹅”；
- 3) 海外需求超预期下滑。



免责声明

除非另有说明，中信期货有限公司（以下简称“中信期货”）拥有本报告的版权和/或其他相关知识产权。未经中信期货有限公司事先书面许可，任何单位或个人不得以任何方式复制、转载、引用、刊登、发表、发行、修改、翻译此报告的全部或部分材料、内容。除非另有说明，本报告中使用的所有商标、服务标记及标记均为中信期货所有或经合法授权被许可使用的商标、服务标记及标记。未经中信期货或商标所有权人的书面许可，任何单位或个人不得使用该商标、服务标记及标记。

如果在任何国家或地区管辖范围内，本报告内容或其适用与任何政府机构、监管机构、自律组织或者清算机构的法律、规则或规定内容相抵触，或者中信期货未被授权在当地提供这种信息或服务，那么本报告的内容并不意图提供给这些地区的个人或组织，任何个人或组织也不得在当地查看或使用本报告。本报告所载的内容并非适用于所有国家或地区或者适用于所有人。

此报告所载的全部内容仅作参考之用。此报告的内容不构成对任何人的投资建议，且中信期货不会因接收人收到此报告而视其为客户。

尽管本报告中所包含的信息是我们于发布之时从我们认为可靠的渠道获得，但中信期货对于本报告所载的信息、观点以及数据的准确性、可靠性、时效性以及完整性不作任何明确或隐含的保证。因此任何人不得对本报告所载的信息、观点以及数据的准确性、可靠性、时效性及完整性产生任何依赖，且中信期货不对因使用此报告及所载材料而造成的损失承担任何责任。本报告不应取代个人的独立判断。本报告仅反映编写人的不同设想、见解及分析方法。本报告所载的观点并不代表中信期货或任何其附属或联营公司的立场。

此报告中所指的投资及服务可能不适合阁下。我们建议阁下如有任何疑问应咨询独立投资顾问。此报告不构成任何投资、法律、会计或税务建议，且不承担任何投资及策略适合阁下。此报告并不构成中信期货给予阁下的任何私人咨询建议。

深圳总部

地址：深圳市福田区中心三路 8 号卓越时代广场（二期）北座 13 层 1301-1305、14 层

邮编：518048

电话：400-990-8826

传真：(0755) 83241191

网址：<http://www.citicsf.com>