

20251012—不以物喜，不以己悲
——年内第二次关税疑云下的中国权益市场

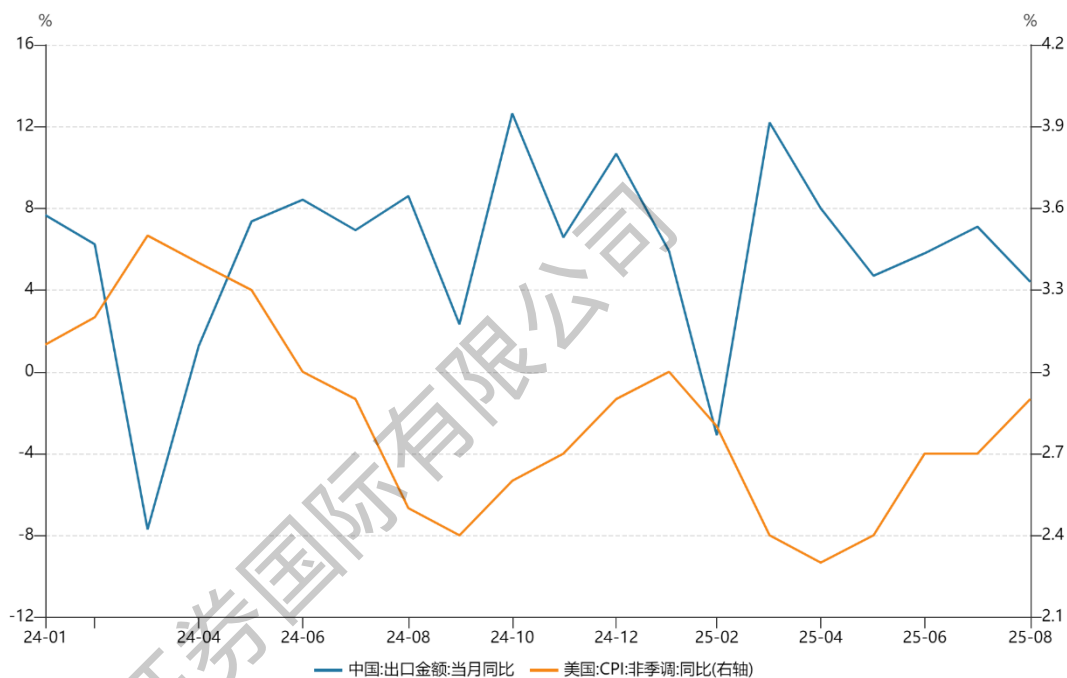
风险更小，机会也更小。本次复现黄金坑概率小，但外部冲击后的风格切换可能出现。

图1是有自媒体抄袭坦总内容整理的表格，已经很清晰所以我不再班门弄斧。综合周末情绪来看，几乎没有任何恐慌盘存在，所以指望黄金坑再现的概率很低了。不恐慌是因为大家都相信TACO，而相信TACO正是因为来自中美经济基本面不变的地方，多于变化的地方。

| 本轮关税冲突与四月有何不同 | |
|---|---|
| 与四月的不同点 | 观点 |
| 1.这次是我方 反客为主，具有较多的谈判筹码 ，且态度强硬。 2.市场 恐慌情绪远不及4月初 。 3.广义 流动性 层面暂时 无忧 。 4.全球市场经历一波涨幅，目前资产点位较4月更高， 整体脆弱性可能更高 。 | 总体上市场目前定价了一个相对温和的中美摩擦升级，本次关税黑天鹅事件是天赐的交易良机，股价波动后大概率修复，看好 稀土、大豆、科技自主可控链 。在当前中美前期谈判已有不少成果且中国本次“反客为主”的背景下，中美最终平息贸易冲突的概率极大。特朗普做这一切的目的可能并不是去进一步破坏中美贸易， 短期是为自己后续谈判增加筹码 ，即特朗普大概率Taco。因此， 我们认为因本轮关税风波带来股票资产错杀最终都将修复，可以逢低买入 。很多投资者担忧本轮股价冲击和修复路径将与4月初不同， 但两轮股市走势的根本逻辑是投资者对突发性事件对资产价格影响错判后的重新定价 ，因此修复路径并不会受当前市场的位置、估值而发生变化。 |
| 后续的事态发展和资产表现的情景演绎 | |
| 关税与谈判情景 | 资产表现预期 |
| 基准情形 短期预计美国可能会将对华对等 关税上调10个百分点 ，或者对精密机械、特定材料、半导体、航空航天等特定产品实施更严格的出口管控。中美可能 推迟APEC峰会 和下一次贸易谈判。 | 若周一开盘前美国已出台具体的 关税政策和贸易限制 ，则预计A股市场整体将呈现V型走势，前期下跌后期修复，但波动和跌幅将不及4月初。行业层面， 稀土、大豆 等板块将维持韧性，待短期恐慌情绪减弱、市场稳定后， 自主可控板块（如光刻机、国产算力）或将率先止跌修复 ，待特朗普TACO后，市场将开启大幅修复，重点可 关注前期跌幅较深的光模块、AI产业链、出口链等 。 |
| 乐观情形 特朗普可能选择 冷处理 ，或者中美贸易谈判高级别官员互通电话，重申贸易谈判原则和领导人共识，则 APEC和贸易谈判将继续 。 | 若周一开盘前无事故发生， 特朗普冷处理 ，周一开盘后市场短期避险，但调整周期缩短， 市场日内下跌后快速修复并继续延续前期节奏演绎 ，注意Q4风格切换方向，可关注前期TMT板块中涨幅较少的行业如机器人等。 |
| 悲观情形 特朗普可能会 直接“撕毁”5月日内瓦协议 ，将对华对等关税重新上调到34%或者更高，制定较长的禁止出口列表，并直接宣布 停止中美贸易谈判 。 | 市场将明显回调， 短期跌幅和波动最大 ，市场恐慌性抛售带来的流动性挤兑将导致各板块全线下跌。后期 国家队将入场托底 ，可关注国家队手上筹码较多的 券商 等板块，资金踩踏结束后，市场将缓慢修复， 稀土、大豆、自主可控板块 或将率先修复。 |

(一) 中国:以我为主,不变应万变

即使在4月150%以上关税的情况下，中国出口也未被实质性影响；目前美国占中国出口比重已低于10%，中国对非洲出口额都有对美国的2/3了。因此这种企业呈现出全球市场竞争力比较优势的底气让CN能够延续新质生产力培育的一致性策略，没有应激式宽货币、宽财政并启动地产夜壶，否则外需g了再调用六个钱包，是在雷上加雷。

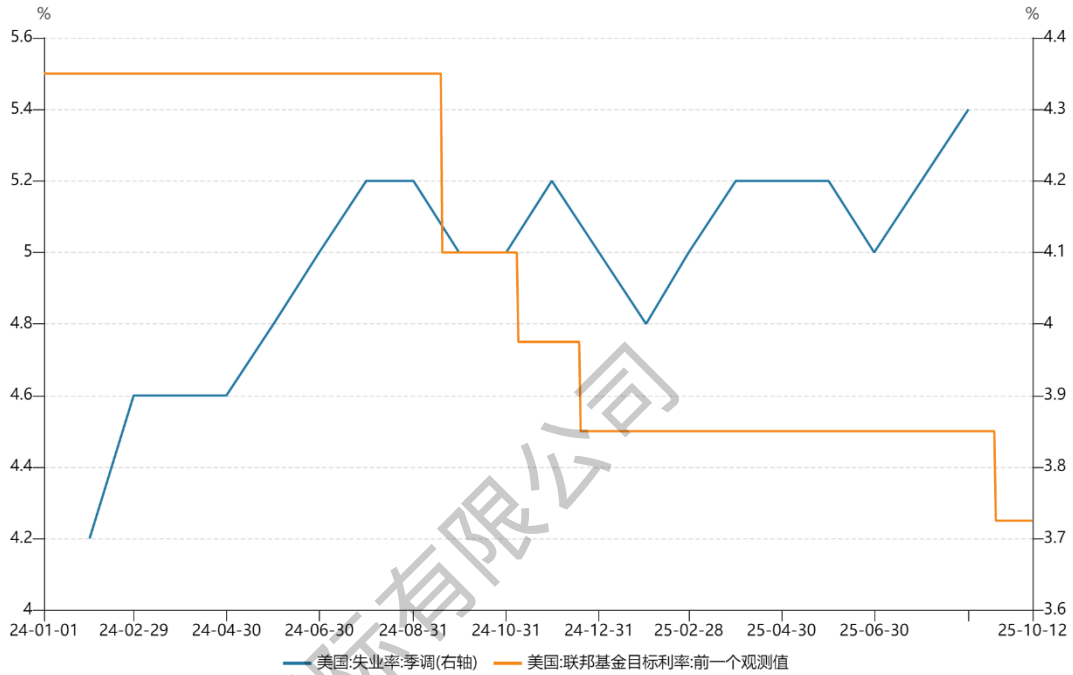


数据来源: Wind

消费地产弱、出口和科技强的格局在4月没有改变，当下改变的概率也不大。

(二) 美国: 必须 TACO

对等关税全面落地后的一个意外 pair 是中国出口没受影响，而美国通胀也没有受超额影响。但就业市场走弱且降息进度滞后于川普预期，这是目前美国总量数据上不支持维持强硬的地方。25年初美国就业市场仍然保持强劲，而在10月美国ZF关门尚未结束后，9-10月就业市场不太可能在降息后立刻好转，政府雇员失业也是失业。



数据来源: Wind

此外9月降息是25BP而非50、叠加联储理事Cook成功留任均维持了FED独立性的体面，让行政指令性忽视通胀大降息化为泡影。在此掣肘下，川普大概率不存在大打特打的可能性，11.01的关税威胁DDL恰好在APEC会议之后，为G2领导见面后的TACO留下充足空间。

(三) 没有黄金坑

因此再跌个黄金坑倒车接人的概率并不大了，如果有那自然可以抄，但应该把“不大跌”作为一个基准假设。即便如此，四季度的权益仓位结构切换也应该是每次波动后必然到来的，即外部事件冲击为内部止盈提供一个借口。

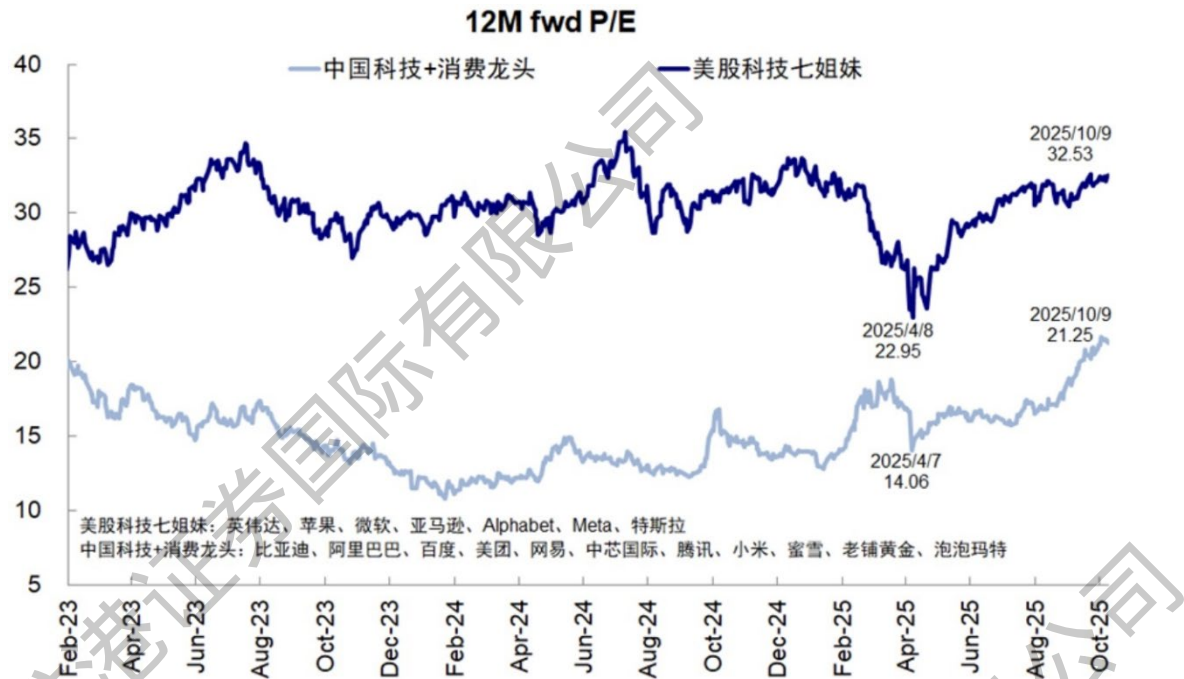
4月前的权益市场氛围是DS主导的东升西落，4月后虽然指数深V涨回去了，但是风格已经发生了微妙的切换。如超配恒科的资金开始逐渐切向银行红利，并构成了二季度信用修复主导的权益市场风格。即风险偏好从激进，转向稳健。



目前也存在一定的相似性。8月后CN权益市场主导的，是风险偏好扩张运动，即不关注基本面。时值四季度，怎么理解图1里的“全球市场脆弱性可能更高”?说人话就是顺畅

上涨阶段结束，震荡市里大家会逐渐考虑把仓位切防御性资产。成长类窄基年内涨幅目前均已达到 40-50%，资管人守住年内胜利果实拿 carry 的需求较强。

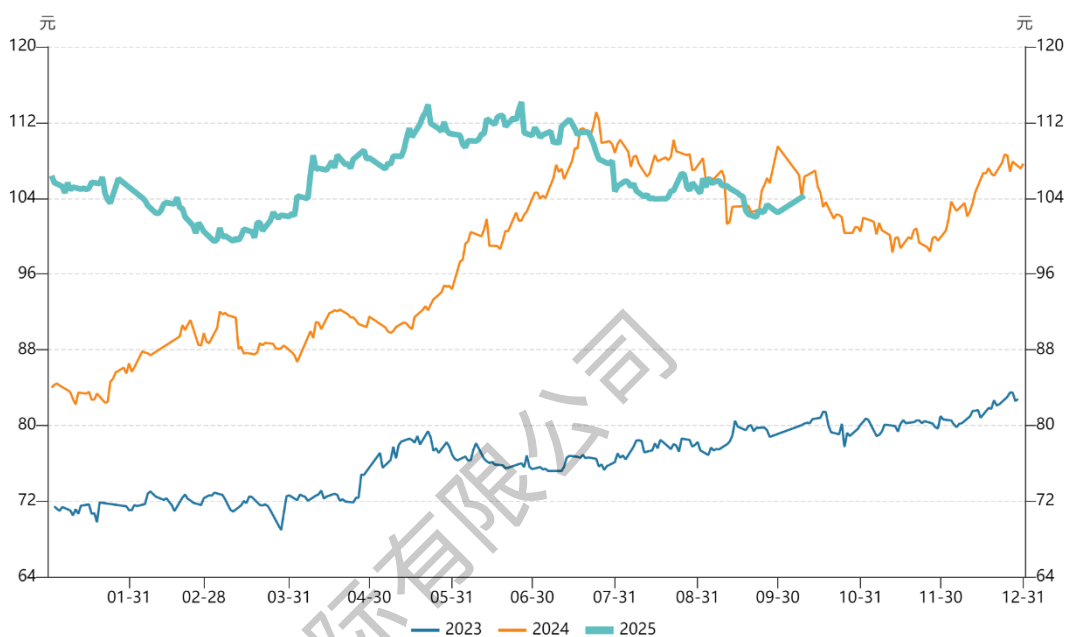
即高估值、高回报、高夏普的三高环境被打破，俗称图被一两根阴线弄坏之后需要震荡。客观现实是中国科技巨头们今年季度的估值扩张远大于美股 M7，如果有剧烈回调让估值下移那么自然没有问题，但如果没的话，目前已经不存在东升西落、更不存在分母降息大水漫灌的前提下，高估值需要更长的时间震荡消化，BABA 发力一切都会好起来的时间已经结束了



权益市场层面：

红利性资产存在一定季节性规律，即一季度、四季度偏强，三季度偏弱。一季度险资开门红，买红利。四季度止盈年内高回报资产、在低波红利里锁定收益目抢跑明年一季度开门红。目前而言，这个场景复现的概率偏大，南下港股科技资金可能北归。明日恒科低开估计不会有人砸，但是反弹可基本确定难以创新高，资金流入转流出。

长江电力(600900):收盘价(后复权)



数据来源: Wind

债券&商品:

由于4-5月的CN市场特点是债不让涨、股不让跌，而商品是唯一被空的输家。目前债市的共识则是难得第二次被川普救命，需要珍惜宝贵的工解套机会，进一步压降久期，寻求更为安全的2-5年债券配置，所以明天A股低开多少，高走多少可能说不清楚，但在刻舟效应下，预计TL高开低走成为定局。

商品层面预计受冲击有限，本次口头关税难以造成供应链实质性影响。在金铜比约束下，预计伦铜1W支撑有效。黑色系方面，预计铁矿强、钢材和焦煤偏弱格局延续。