

第9期经济观察

20250509 卢克文



生哥付费圈

时政/财经/认知/热点

历史1万+付费文立即获取

请加微信: xuetang7799

这次分享的内容是针对于最近加征关税的事情，里边有一些也是我们最近对于加征关税所做的研究，这个事情可能各位朋友应该也比较关心，因为带来的影响确实也比较大。

今天的分享主要是四个部分，首先，第一个部分是加征关税对我们国内经济到底有多大的一个影响？实际上是一个比较偏量化测算的角度。

第二个就是对我们国家的经济有影响之后，国内应该去出台什么样的政策来进行对冲？

第三个，后续中美之间关税的问题究竟会往什么方向去发展？可能还会有哪些冲突的地方？当然，我们仅指经济方面的冲突。

最后一个部分，对资本市场的一个展望，如果有部分朋友去搞投资，可能会对第四个部分比较感兴趣一些，我跟大家分享一些我们对股票、债券，

当然也包括黄金，对于这些资产的一个看法。

接下来就是第一个部分，加征关税对经济的一个影响。在这一部分当中，我先说两个前提，因为加征关税是4月3号开始的，我们是当时4月3号之后很快就做了一个测算，所以说当时我们还基于的是最开始的34%的对等关税去测算的，当然后来把对等关税直接加到145%了，后面我们就没有算了。我们现在假设对等关税仍然是34%，以这个为基础来进行测算。

另外，这个测算过程当中可能会涉及到一些数学的问题，我尽量跟大家讲得简单一些，尽量不跟大家讲非常复杂的测算过程，只跟大家把结论给讲清楚。

好，下面就是第一个部分，第一个部分在我们PPT上面分成了三个小块，第一个小块是关税对经济影响的一个静态测算，什么叫做静态测算？静态测算的意思就是，关税它很显然对于经济的影响是会影响到出口的。

第二个部分是对经济影响的一个动态测算。什么叫做动态？意思就是说加征关税它不仅仅会对出口有影响，它会通过出口影响到经济当中的其他变量。

比如说我们的出口如果下降了之后，很多出口导向型企业，它这个利润可能就不行了，必然会影响到就业，就业它就会影响到消费。

同时，出口它可能还会影响到制造业投资，进而包括对于通胀，包括对于汇率等等各种变量都会产生一个影响的，这个叫做动态测算。

还有第三个小部分是对于美国经济的一个测算，这个我们到时候简单过一下就可以。

所以我们总共是分成这三个小块，首先我们来看第一个小块对经济影响的一个静态测算，静态测算就是只考虑出口，我们不考虑其他的变量，从静态测算的角度，我们可以分成以下这么几步，首先第一步，我们要去算一算加征关税对出口到底有多大的一个影响。

我们可以看一下下面的这个表，下边的这个表是我们总结的2018年的时候中美贸易战，当时也是美国对我们国家加关税，当时总共加了四轮总共五次的一个关税。

1. 1、对经济影响的静态测算 (1/3)

□4月2日，特朗普宣布了关税措施，主要包括：(1)对所有进口商品征收最低10%的基准关税，将于美东时间4月5日生效；(2)对全球主要经济体征收对等关税，将于美东时间4月9日生效。其中对中国的关税是34%,在主要制造业经济体中相对较高。如果叠加上2018年301调查以及今年加征的20%关税，那么整体对中国的关税已经达到了65%-66%左右。除此之外，东南亚国家也相对较高，柬埔寨49%、越南46%、泰国36%、印尼32%、马来西亚24%,但加拿大和墨西哥暂未包括在对等关税清单中；(3)部分行业单独加税。从4月3日起，美国对所有外国制造的汽车8零部件征收25%的关税。另外，前期钢铝的25%关税也已经落地，这两部分25%的关税不受对等关税约束，和对等关税不叠加。(4)结束对小额商品的免税待遇。从5月2日开始，结束对中国大陆、中国香港的小额商品免税待遇，后续小额包裹需要交30%的税。特朗普还称，正在考虑也结束对中国澳门的小额商品免税待遇。

口对我国的影响方面，从静态测算的角度，可以分成：(1)第一步，测算加征关税对出口的影响。按照2018年的经验，美国从我国进口商品的关税弹性约为-1.4,即：美国每提高1%的关税，将导致美国从中国进口商品金额下降1.4%.按此计算，本次加征20%+34%=54%后，中国对美出口将会下降高达75.6%,已经基本快处于贸易脱钩的状态。

我国的关税出口弹性测算										
	List1对应的商品		List2对应的商品		List3对应的商品				List4对应的商品	
	2017/07-2018/06	2018/07-2018/08	2017/09-2018/08	2018/09-2018/08	2017/10-2018/04	2018/10-2019/04	2018/05-2018/12	2019/05-2019/12	2018/09-2018/12	2019/09-2019/12
美国进口增速(%)		4.0		3.6		4.1		30		-26
美国自华进口实际金额(亿美元)	338	247	161	99	1001	944	1326	848	462	334
无关税下，美国自华进口金额(亿美	338	352	161	166	1001	1042	1326	1365	462	450
关税导致出口下降程度(%)		-29.8		-40.4		-9.4		-37.9		-25.8
关税附加税率(%)		25		25		10		25		15
关税出口弹性		-1.2		-1.6		-0.9		-1.5		-1.7

我们去看了一下2018年贸易战的时候，美国对我们国家加关税之后，我们的出口下降了多少？

我们对四轮关税都分别测算了一下它的弹性，弹性的意思就是说美国每提高1%的关税，中国对美国出口会下降百分之多少，这个就叫做弹性。

最后测算下来的结果就是下边这四个标黑的数字，就这五个，因为总共是四轮，总共五次，我们把这五个标黑的数字给它求一个平均值，最后平均值是负的1.4。

所以这个数字就意味着说美国每对我们提高1%的一个关税，将会导致美国从我们国家的一个进口商品会下降1、4%。

上次对等关税是加征了34%，同时在对等关税之前还有20%的芬太尼的一个关税，把两部分给相加之后，最终是等于54%。

所以如果要是按照关税提高54%，然后每提高1%的关税，中国的出口降1.4%，中国对美出口会下降75%，那会下降四分之三。

也就是说即使是在当时4月3号34%的对等关税情况之下，中美都近乎是已经快处于一个贸易脱钩的状态了，更不要说现在对等关税已经45%了，基本上就完全脱钩了。好，这个是第一步。

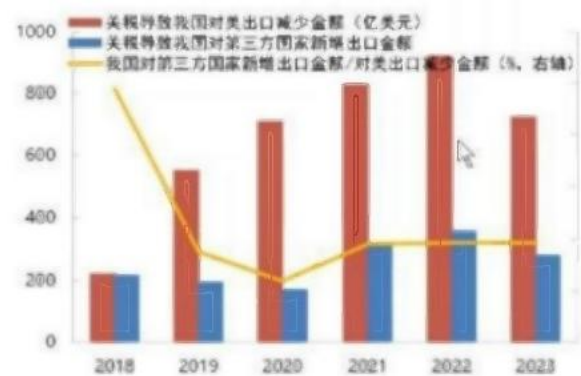
第二步就是测算对于整个出口的一个影响，因为刚才我们算的下降75.6%，这个只是中国对美国的一个出口，还要考虑到对美出口在我们整体出口当中的一个比重，这个比重是14.7%，那么我们给两个乘一下就可以，最后算出来是1%。

第三步我们还要考虑到转口贸易的一个抵消，我们看左下方的这个图，这个图橙色的线是我国对第三方国家新增出口额除以一个对美出口减少金额。

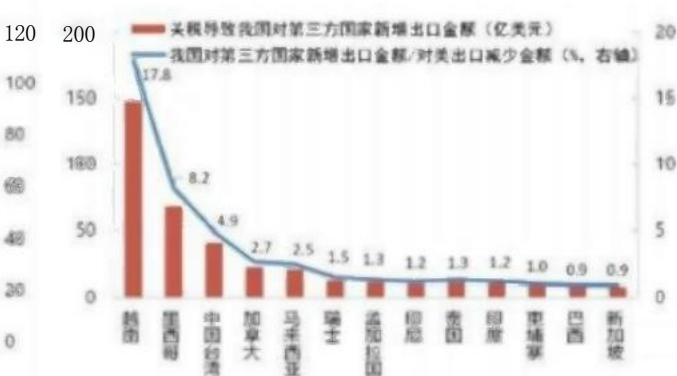
1.1、对经济影响的静态测算(2/3)

- (2) 第二步，测算对出口的影响。2024年我国对美出口在我国整体出口中的占比约为14.7%，按此计算，加征关税后，若不考虑转口贸易，那么将会拖累我国出口75.6%*14.7%(11%)。
- (3) 第三步，考虑转口贸易的抵消。2018年后，我国对其他国家的转口贸易大概能够抵消38.9%的对美出口下降，其中墨西哥、加拿大分别贡献约8.2%、2.7%，剩余的28%基本都是东盟。本次对东盟国家的税率征收的非常高，东盟的转口贸易大概率会基本消失，只剩墨西哥和加拿大(不过墨西哥和加拿大的转口贸易也存在很大的不确定性，墨西哥和加拿大很有可能要对我加征关税)。因此，考虑转口贸易后，将会拖累我国出口11%*(1-8.2%-2.7%)=9.9%。
- (4) 第四步，测算对经济的影响。按照投入产出表测算，出口链条占我国名义GDP的比重大致为15%-20%，照此计算，对我国名义GDP的影响大致为1.5%-2%。当然，还得考虑到本次关税从4月才开始加征，以及前期的抢出口效应，那么对2025年当年我国名义GDP的影响大致为1%-1.5%左右。

转口贸易大概可以抵消38.9%的对美出口下降



东盟是我国最主要的转口贸易地区



啥意思呢?橙色的线基本上就可以近似看为转口贸易对于关税的一个抵消,它会抵消百分之多少。

我们可以看到2018年的时候这个值非常高,几乎相当于100%,也就是说在2018年贸易战刚开始的时时候,虽然特朗普对我们加征了关税,但是加征的这部分关税完全地被转口贸易所抵消掉了。

但是从2018年之后,除了2020年稍微低一点,是因为疫情的一个原因,后边2019年、2021年、2022年、2023年基本上都是一个非常平稳的状态,大概就在40%左右,具体的值我这儿写了38.9%,也就是说转口贸易它能够抵消掉38.9%的一个对美出口下降。

好,我们再看右边这个图,右边这个图是转口贸易给它分国家,我们可以看到比较多的,越南,我们国家的台湾、马来西亚、印尼、泰国基本上大部分都是东盟,除了东盟之外,还有两个国家也比较多,一个是墨西哥,一个是加拿大,在整个38.9%当中,墨西哥是占了8.2%,加拿大是占了2.7%,这两个合计占了9.9%。

现在最新的一个情况,如果按照4月3号的对等关税方案的话,基本上美国对东盟,它也会加征一个非常高额的

对等关税，如果是在这种情况之下，中国从东盟的转口贸易基本上就没了，因为没有任何的性价比了，因为现在美国对东盟的对等关税基本上也在30%以上，这个也很高的，基本上就只剩下墨西哥跟加拿大可以去进行转口了。

但是墨西哥跟加拿大的大的转口，因为墨西哥跟加拿大这次是被美国的对等关税，它是处在美国对等关税的豁免当中的，没有加。

但是有一个问题，对墨西哥跟加拿大的转口贸易，它只是理论上存在，但是实际当中，其实并不一定，存在非常大的一个不确定性，主要的原因是因为墨西哥和加拿大现在正在跟美国谈，有可能对我们国家，他们可能会加征一个关税来换取美国对他的一个关税减免。

所以说这个是不确定的，这个只能后续进一步再看了，所以说我们把转口贸易给考虑到之后，最终对出口的影响9.9%，接近10%。

最后一步就是直接算对经济的一个影响就可以，这个只需要考虑出口在整个经济当中的占比，大概15%~20%。最后测算得到的结论就是这次34%的对等关税征下来之后，对我国民营

GDP 的影响大概1%~1.5%，这个值其实并不小的。

因为我们知道，我们今年两会对于实际GDP的一个目标值是5%，当然我们现在是一个通缩，如果说政策要有一些出台的话，可能把平减指数给弄成零这样子，我们今年的一个民营GDP 大概就是5%左右，关税下来之后，直接从5%降到4%，降到3.5%，这个降幅其实还是挺大的。

所以说对等关税下来之后，对我们整个经济短期内的影响确实是不小。

这一页是我总结了一些市场上的机构，他们对于对等关税下来之后的一个测算结果，我去看了一些外资机构的测算结果，看了一些我们国内内资机构的测算结果，大概情况就是这样。

1.1、对经济影响的静态测算 (3/3)

口从市场上各家机构的预测结果来看，内资机构测算的平均值为：对出口的影响为6.6%,对GDP的影响为1.3%;外资机构测算的平均值为：对出口的影响为10.2%，对GDP的影响为1.7%。

市场上各家机构对关税影响的测算结果									
						arr r l m z, E X R, a 大征新 开 年			
			5 a s			语			
				. 8		a (g a 8 . 4 国 e n a r : 8 8 国 , n n (0 T s . a F m u			
						=Te			
						P 1 9 4 下 : 8 . 6 t . 选 A B , 毕 会 机 , 对 其 他 三 1 8			
			9 设 8 为 5 a						
				54.8	L.5				
			8						
						i a 开 加 a r E a i a * 权 , u 7 4 - 1 9 X 口 天 和 要 就 三 放 天 权 叶 口 下 1 注 用 国 4 三 口 下 L			
						T A L 纤 M R a X r K E			
						E			
			外 资 平 均		C 7				

内资平均

我们可以看到，外资平均对出口的影响，大概是10.2%左右，对GDP 的影响是1.7个点。

内资，平均对于出口的影响是6.6个点，对于**GDP**的影响是1.3个点。

反正总体来看，内资的测算要比外资的测算要稍微更加乐观一些，但是总体上我觉得基本上都是同一个数量级，基本上就是我们刚才所说的1%~1.5%之间的数量级。

这个就是对经济影响的静态测算，这个就是第一个部分。

第二个部分是对经济影响的一个动态测算，什么叫做动态测算？

刚才跟大家解释过了，关税下来之后，你不能只看它对出口的影响有多少，出口它在整个国民经济当中，它是一个最终的需求，它会通过消费，它会通过就业，它会通过制造业传导到经济当中的各种变量的，所以说我们必须得考虑到它的一个动态的影响。

这个动态测算我们是采用了经济学中的一个理论模型，这个叫做GTAP模型，这个模型很复杂，是因为它把各个国家、各个行业、各个变量全都给它联系在一块了，我们只说我们这个模型最后所得到的一个结论是怎样的。

关税下来之后，跟我们模型当中的情景七基本上是非常相似的。

我们看一看情景七我们最后得到了一个什么样的结论，情景七可以看到对GDP的影响是1.43个点，这个其实和我们刚才静态测算所得到的结论很相似，因为我们静态测算得到的结论是对GDP 的影响是1个点到1.5个点，动态测算得到的结果是1.43个点，两个之间可以说还是比较接近的。

1.2、对经济影响的动态测算(4/10)

口在以上八种情景下，模型输出的结果如下表所示。我们对模型中的一些变量做如下解释：(1)除净出口外，表中所有的数值均代表加征关税后的百分比变化；(2)净出口的单位是million;(3)GDP 指的是实际GDP同比；(4)投资指的是固定资产投资。由于加征关税对基建投资和房地产投资的影响相对较小(但也不是完全没有影响，比如会影响到原材料价格、资金利率等)，因此若单独考虑对制造业投资的影响，在此基础上大概乘以2-3即可；(5)通胀指标在模型中是PPRIV指标，全称是：percentage change in the price index for private household expenditure,与 美国的PCE概念比较相似，或者也可以将其近似理解为CPI;(6) 模型中的短期表示仅有劳动力要素可以发生变动，其他生产要素均是固定的，可以理解为1-2年，影响会稍偏大一些。长期表示各类生产要素都可以发生变动，可以理解为3年左右，结果更加稳健，我们去年看到的美国PIIE 等机构的测算结果，基本都是偏长期的结论。

GTAP模型最终的输出结果

情景	情景1		情景2		情景3		情景4		情景5							
期限				长题												长期
GDP	1.15	-0.16	-0.49	-0.11	-132	-0.31	-0.61	-0.23	-1.28	-0.19	020				-0.39	025
投资	4.68	-198	1.00	-0.66	3.72	1.51	0.19	0.10	5.21	-226		0.18				0.78
消费	4.79	-293	-244	223	3.97	-2.46	04	0.12	-5.33	3.30		2.5				133
出口	3.79	1.27	-0.81	-0.59	1.42	-0.20	-340	-207	4.15	143		-1.75	0	A	-7.32	-330
进口	626	449	347	323	6.03		-275	-287	-7.05	5.12	-2.65	-3.59	-5.81	4.72	-0.44	-2.04
净出口	208644	85774	15955	9632	148507	54487	46870	15044	230603	97475	-108997	-28109	85476	30930	-217823	-73153
就业	-205		-083		-2.16		092		-229		0.27		224		-0.46	
通胀	-300	226	1.63	-1.78	2.13	-1.71	1.17	0.59	-133	-254	-1.07	-205	-200	-209	3.68	186

但是对经济当中各个分项的影响是完全不一样的，因为在静态测算中，我们只考虑它对出口的一个影响，而不考虑其他各种变量。

但是在动态测算当中，要考虑到出口对其他各种变量的一个传导效应。

所以我们下面可以看到它对投资的影响是负的2.87,对消费的一个影响负3.96,这个已经快到负4了，但是对出口的影响只有负的0.27%。

可以看到在一个动态的环境之下，加征关税对出口的影响反而是最小的，对消费和投资的影响反而要更大。

它为什么会产生这样子的一个现象呢？我们这里解释了，主要就是因为加征关税之后会产生两个方面的效应，第一个效应就是外需会下降，外需下降之后，我们国内现在本身就是一个产能过剩的状态，现在外需还下降了，这是不是会导致国内更加的产能过剩

7

1.2、对经济影响的动态测算 (5/10)

口观察模型的输出结果可以发现，在多数情景下，加征关税后，对消费、投资的影响反而要大于对出口的影响，这是一个非常反直觉的结论。这主要是由于加征关税后，会产生两方面的效应：第一是外需下降，国内产能过剩、价格下降，产品价格优势更明显；第二是人民币汇率贬值。这又进一步会带来三方面的影响：一是会优化我国的贸易条件，可以一定程度对冲关税对对美国出口的不利影响；二是会产生贸易转移效应，我国对其他国家的出口可能会增加；三是对国内的资源禀赋结构产生影响，国内的劳动力价格、资本价格会下降，有些劳动密集型或资本密集型、且不怎么依赖于美国市场的行业，反而会受益于要素价格的下降，成本优势更加明显。因此，在大多数情景下，加征关税对出口的影响反而不大，而是会导致国内进一步通缩、失业率上升，居民收入和企业利润下降，最终明显影响到消费和投资。

2018-2019年美国对中国关税加征情况						
	商品价值		加征时间	加征税率	到期时间	主要产品
第一批	340亿美元		2018/7/6	25%	仍有效	机械设备、电机及电气设备、精密仪器汽车零部件
			2019/10/15	暂停上调至30%, 维持25%		
第二批	160亿美元		2018/B/23	25%	仍有效	电机及电气设备、机械设备和塑料制品
			2019/10/15	暂停上调至30%, 维持25%		
第三批	2000亿美元		2018/9/24	10%	仍有	机械设备、电机及电气设备、家具、钢铁制品、塑料制品、皮革
			2019/5/10	25%		
			2019/10/	5暂停上调至30%, 维持25%		
第四批	3000亿美元	清单A: 1200亿美元	2019/9/1	15%	仍有效	手机、计算机、玩具、服装等消费品
		清单B: 1800亿美元	2020/2/14	降至7.5%		
				2019/12/15	暂停加征	

国内更加产能过剩之后，供给更加大于需求之后，国内的价格是不是会下降？

国内的价格下降之后，我们的产品出口的价格优势它是不是就会体现出来？这个是第一个方面的效应，叫价格效应。

第二个方面的效应自然就是汇率效应，因为关税加征之后，人民币汇率贬值，

人民币汇率贬值之后，会优化我们国内的一个贸易条件的。

所以说在以上价格效应以及汇率效应，价格下跌以及汇率贬值这两个方面的共同作用之下，它会对出口的下降是会有一个对冲的，它会对冲掉出口的下降。

而由于我们国内有一个非常明显的价格的下降，这个时候对我们国内反而是不利的，它反而会影响到我们国内的消费以及国我们国内的投资。

所以说这个就是为什么在动态的情形之下，对出口的影响反而是最小的，对消费和投资的影响反而是最大的，这个就是最主要的原因。

从这个表上我们其实还能够得到一个比较有意思的结论，我们看这个情景六跟情景八，情景六对GDP 的影响是负的0. 2, 情景八对GDP 的影响是负的0. 39, 这两个很明显都是比情景七的负1. 43要低了。

GTAP 模型最终的输出结果

项目	情景1		情景2		情景3		情景4		情景5		情景6		情景7		情景8	
	短期	长期	短期	长期	短期	长期	短期	长期	短期	长期	短期	长期	短期	长期	短期	长期
GDP	-1. 15	-0. 16	0				-0. 61	-023	-1. 28	-0. 19	0. 20	-0. 11	43	-0. 40	-0. 39	-0. 29
投资	68	-198	-1. 00	0. 66			0. 19	-0. 10	5. 21	226	1. 13	-0. 18	287	-1. 34	3. 03	0. 78
消费	4. 79	-293	244	-223		-246	041	0. 12	-5. 33	-3. 30	-146	-253	-3. 96	-3. 01	336	133
出	3. 79	1. 27	-0B1	-0. 59	142	-0. 20	-340	-207	4. 15	143	411	-1. 75	-0. 27	-0. 70	-732	-3. 30
进口	626	449	347	323	603	4. 52	-275	-287	-7. 05	5. 12	265	-3. 59	5. 81	472	-044	-204
净出口	208644	85774	15955	9632	148507	54487	46870	-15044	230603	97475	-108997	-28109	85476	30930	-217823	73153
就业	-205		0. 83		-2. 16		0. 92		229		-0. 27		-224		-0. 46	
通胀	-3. 00	-226	-1. 63	-1. 78	-2. 13	-1. 71	1. 17	059	-3. 33	-254	-1. 07	-205	-200	-209	3. 68	1. 86

情景六跟情景八分别都是啥?情景六，对中国征60%，对其他国家征20%，完了

之后没了，所有国家都不反击，所有国家全都妥协，这个就是情景六。

情景八是对中国加60%，其他国家加20%，中国对美反击60%，其他国家对美反击20%。情景八就是所有国家都反击。

这个就是情景六跟情景八，我们可以看到这个结论其实也挺有意思的，在所有国家都妥协或者所有国家都反击的情形之下，经济损失相对而言是比较小的。

怕就怕现在这种情况，只有我们一个国家反击，其他所有国家都妥协，在这种情况下，这就是情景七，这个时候我们的经济影响反而是比较大的。如果非要用经济学理论来解释，这就是非常典型的一个囚徒困境。

我们动态测算的一个结论，大致的意思就是，由于加征关税之后，我们国内的产品价格会下降，人民币汇率会贬值，这两个方面会对冲掉对出口的一个不利影响，所以出口反而影响是最小的，而消费和投资的影响是最大的。

我们把以上的静态测算以及动态测算这两个方面给它综合一下，我们最后可以得到这么一个图。

1.2、对经济影响的动态测算(6/10)

□在具体的变动节奏上，结合模型的输出结论、2018年贸易战时期的抢出口经验、以及中央经济工作会议对刺激消费政策的定调，倾向于认为消费和出口将按照如下的路径变动。

□（注：只是趋势示意图，不代表具体数字，也不考虑其他各种因素的影响）



我们可以看一下这个图，这个图的上半部分是消费，就是加征关税之后消费会怎么走。

当然，投资也是一样的，消费和投资两个之间的走势差不太多。

下边的这个线是出口，就是关税加征下来之后出口它到底会怎么走。

我们可以先看这里，黄色的这个线就是开始加关税，这个线就是4月3号。

首先，在4月3号加关税之前，它一定会产生抢出口的一个效应。

我们看下面这个图，红色的线是出口交货值，蓝色的线是工业增加值。

出口交货值同比大于工业增加值名义同比



红色的线超过蓝色的线的这个点，是在2024年11月，就是特朗普上台的那个月，2024年11月，出口交货值开始明显地高于工业增加值，这就是一个非常典型的抢出口的效应。

当然，这个也可以说明一个结论，去年四季度我们经济是有一个非常明显的回升的。

一方面是因为我们国内出台了一些政策去刺激，另外还有一个很重要的一个方面就是抢出口，因为外需好了，抢出口所导致的我们去年四季度经济有比较明显的回升。

在加征关税之前，它一定是会有一个抢出口的，我们刚才从数据当中也看出来。

从4月3号之后，关税加征了之后，首先，短期之内出口一定会有一个非常明显的下降。

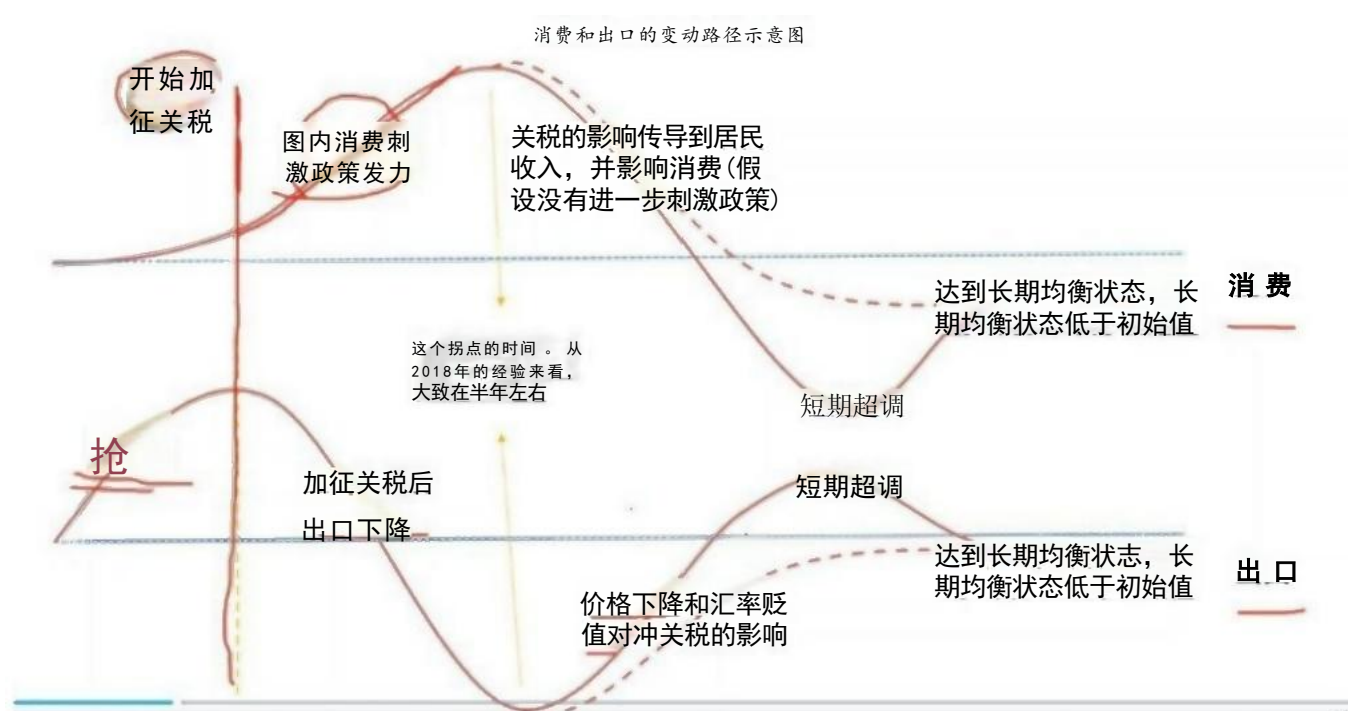
一方面是因为加关税之后，我们的出口成本变高了，另外一个方面是你之前抢出口已经透支了一些，所以说短期之内出口一定是会朝下走的。

这个时候，我们国内它还有一些刺激政策在发力，比如说消费方面，我们现在有以旧换新政策。

比如说投资方面，现在像我们的特别国债今年4月份才刚刚开始发，我们的

地方专项债现在也基本上都还没怎么发，所以说我觉得二季度应该也是国内这些财政去发力的一个时间点。

在国内政策发力的一个情况之下，短期之内国内的消费、国内的投资应该是会有一些上升的。



可以看上图的走势，再往后走，我们就会观察到，由于加征关税，我们会看到国内的一个价格下降，会看到人民币汇率的一个贬值，这两个方面就会对冲掉关税对出口的一个不利的影响。

所以从这个时间点开始，由于价格的一个下降，由于汇率的一个贬值，出口反而会止跌回升，它反而会开始朝上走了。

而与此同时，由于价格的一个下降，我们国内会面临比较严重的一个失业情况，包括我们很多工厂可能都要倒闭了。

这个时候关税对于经济的一个影响，它就会传导到消费，会传导到投资。

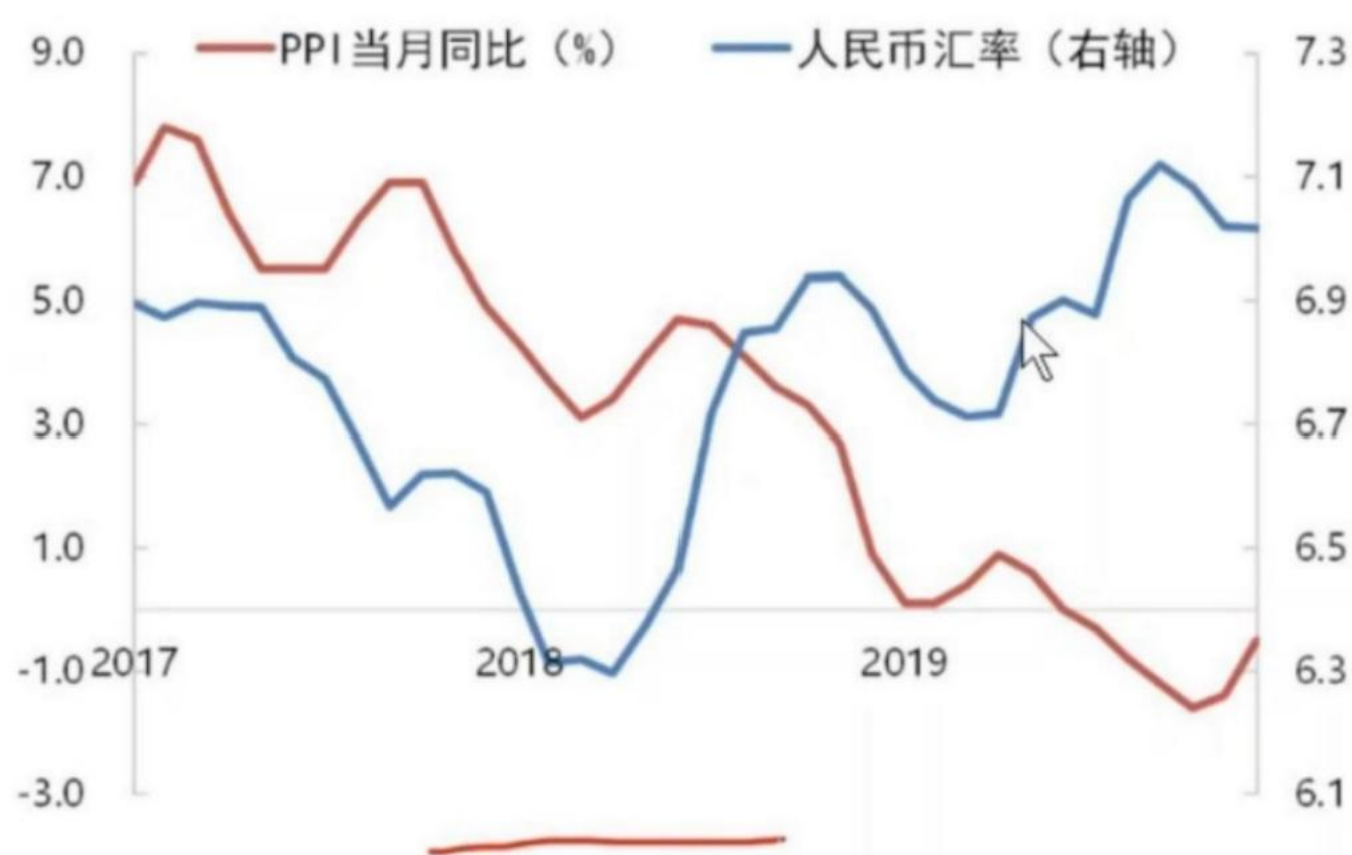
这个时候如果国内不出台进一步的刺激政策，消费跟投资它们就该朝下走了，最后一直达到一个新的长期均衡的状态，而这个时间，可能需要2~3年。这个就是我们对于消费，包括对于投资，以及对于出口和未来它们走势的一个判断。

这个中间还有一个问题，从出口开始下降，或者说从4月3号开始出口开始下降，一直到它开始触底回升，这个中间到底要过多长时间？

从2018年的经验来看，这个中间的时间大概在半年左右。

我们可以看一下下面这个图，右边的这个图红色的线是PPI，其实就是价格。蓝色的线是汇率。

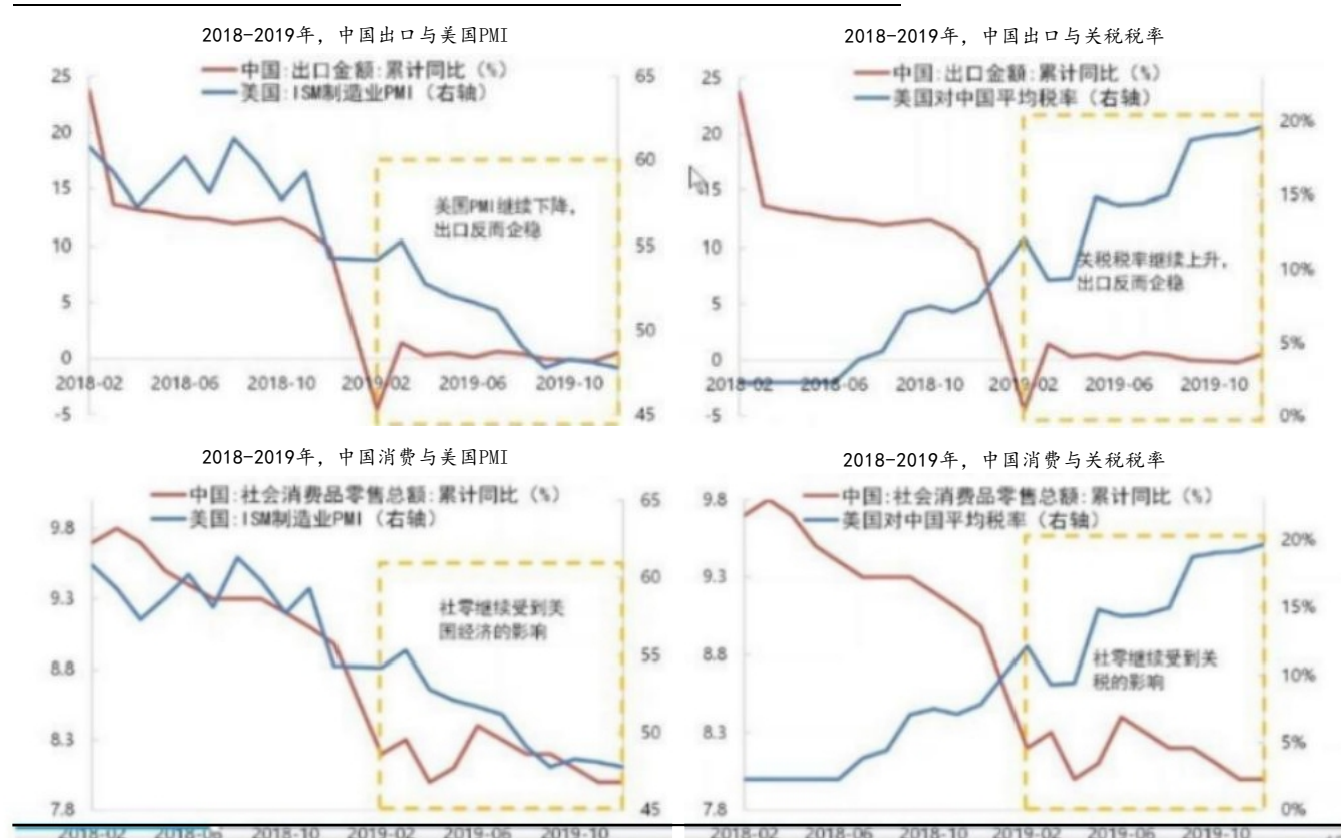
2018年贸易战后，国内汇率贬值、物价下降



当时加关税是从2018年3月份最开始提的，从2018年7月份正式去加的关税，所以我们可以看到加征关税之后，非

常明显的一个汇率的贬值，非常明显的一个价格的下降。

接着我们看这边这四个图。左上角的图，红色的线是我们国家的一个出口金额。蓝色的线是美国的一个制造业PMI。



我们可以看到在加征关税之后，我们的整个出口金额确实是有有一个非常明显下滑的，没有问题。

但是从2019年初开始，我们的出口反而是企稳了。为什么2019年出口会企稳呢？

我们可以看到2019年的时候，这个时候价格已经下跌了挺长一截了，汇率已经贬值挺长一截了。

所以随着价格的一个下跌以及汇率的一个贬值，到2019年之后，出口反而企稳了。

我们具体看一下这个图。蓝色的线还是美国的制造业PMI，红色这个线是我们的一个社零。



可以看到在开始加征关税的这段时间当中，我们的社零基本上也是有一个稍微朝下走，因为当时没有对于消费的一个刺激政策。

而到2019年出口已经企稳了，可以看到社零红色的线反而在继续地降。

这个时候是因为出口对于经济的一个不利影响传导到了企业的经营上，进而传导到了居民的就业上，进而传导到了消费上。

所以从2019年开始出口已经企稳了，但是消费却在继续地降。

综合以上，我们就可以大概得到一个结论，贸易战这一轮对于我们经济的一个影响，它究竟是怎样的？

基本上短期之内的影响可以说非常确定，就是出口会下降，这个应该说是—个非常确定性的结论。

出口现在是在大概3%左右，4月份的数据还没出，但是据我所了解，4月份有一些数据还行，这个可能是因为之前有一些囤货的。

再往后，出口会有一个非常明显的下降的，我估计直接在负5%以下了。

与此同时，我们现在消费端有以旧换新的一个政策，我们现在的投资端有特别国债，还有专项债，所以说二季度的消费跟投资应该还可以。

但是从4月3号开始往后推半年，在这半年当中，我们会看到我们国内价格的一个下降以及人民币汇率的一个贬值。

往后推半年之后，我们会看到出口的一个企稳回升，同时如果国内没有进一步的刺激政策的话，这个时候，消费跟投资就会开始转而下降，这个时候国内经济的主要压力就会转移到消费和投资上。

当然前提是如果国内不出增量政策的话，半年之后，我们就会看到国内消费跟投资的一个明显下降了。

半年之后，基本上就是今年四季度到明年一季度左右，我们基本上就可以看到了。

这个是我们对于经济影响的一个动态测算，接下来，我们模型它还可以输出对于各个行业的一个影响，这个跟大家简单说一下结论就可以了。

行业方面，首先排第一的是上游的农产品，这部分农产品基本上是不会受到加关税的一个影响的。

相反，它还是说我们国家反制美国的一个非常重要的工具，最典型的比如说肉类，牛肉、羊毛、植物纤维之类的。

这个是第一类，大于第三类当中的制造业，主要就是一些饮料、烟草、气体制造，还有其他矿产品。

再往下是第三类当中的服务业，比如金融服务、保险、房地产。

最后受影响最大的，大多集中在制造业，制造业其中又包括两类，第一部分就是高技术制造业，比如说计算机、电子、电气设备。

第二部分就是消费制造业，比如说纺织品、服饰、皮革、橡塑，这个都叫做消费制造业。

所以说从行业的角度来看，受影响最小的应该是上游的农产品，受影响最大的是制造业，尤其是高技术制造业以及消费制造业，这两个影响是最大的。

如果有一些炒股的朋友的话，应该从市场表现当中也能看出来，加关税的那几天，农业其实表现的是非常地坚

挺的，像什么电子、计算机，这几个当时跌的都非常地猛。

这个就是我们的第二个部分。

第三个部分是对美国经济的一个影响，我看了一些数，假如说当时的一个对等关税全部落地的话，将会导致美国进口关税的一个平均税率大概上升17个点。

美国家庭每年要多增加2600~3900美金的一个成本，我是去总结了一下海外的一些机构他们测算的对美国经济的一个影响，这个是下面的表，我们大概看一下就可以。

不同机构测算的关税对美国经济的影响

机构	对美国的影响			机构	对美国的影响		
	PCE	GDP	失业率		PCE	GDP	失业率
耶鲁	1.31%	-0.54%		Tax Foundation		-0.80%	
UBS	1.80%	-2.10%	0.60%	The Conversation		-0.49%	
摩根大通	1-1.5%			Morningstar	0.90%	-0.60%	
Nationwide		-1.00%		安永	1.00%		
野村	1.00%	-0.90%		世界大型企业联合会	1.00%	-1.20%	
ING	2.50%			高盛	1.30%	1.30%	
穆迪		-2.00%	3.40%	彭博	1.20%	-2.00%	
平均值	1.33%	-0.94%	2.00%				

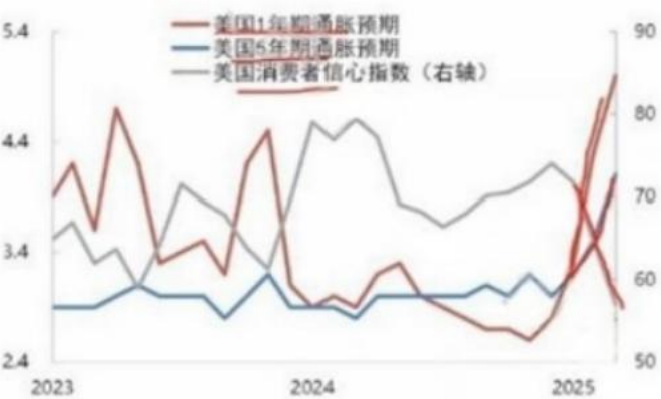
最后我们来看一下平均值，对于PCE 的影响是1.33, PCE可以看作是CPI, 反正差不太多。

对于GDP 的影响是负的0.94, 对于失业率的影响是正的2%, 所以这就是一个非常典型的滞胀，是因为你的PCE 是在上，但是GDP 是在朝下走的。

然后我们来看这一页左边的这个图，红色的线是美国的一年期通胀预期，蓝色的线是美国的五年期通胀预期，可以看到这两个上得非常地快，也就

是说美国现在的通胀预期是有一个非常明显的抬升的，白色的线是美国的消费者信心指数，我们可以看到它又下得非常地快。

美国经济面临着滞胀风险



对美联储降息的预期

CME FEDWATCH TOOL - CONDITIONAL MEETING PROBABILITIES											
MEETING DATE	175-200	200-225	225-250	250-275	275-300	300-325	325-350	350-375	375-400	400-425	425-450
2025/5/7						0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	33.3%	66.7%
2025/6/18	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	30.6%	63.9%	5.8%
2025/7/30	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	28.4%	61.6%	9.0%	0.4%
2025/9/17	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	26.7%	52.6%	23.7%	2.9%	0.1%
2025/10/29	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	10.2%	36.4%	38.4%	13.5%	1.5%	0.1%
2025/12/10	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	5.8%	25.1%	37.5%	24.2%	6.7%	0.7%	0.0%
2026/1/28	0.0%	0.0%	0.0%	1.8%	11.8%	38.9%	33.4%	18.8%	4.8%	0.6%	0.0%
2026/3/18	0.0%	0.0%	0.0%	5.3%	17.8%	36.5%	28.2%	13.8%	3.3%	0.3%	0.0%
2026/4/29	0.0%	0.1%	1.6%	7.9%	20.5%	30.0%	25.2%	11.7%	2.7%	0.3%	0.0%
2026/6/17	0.0%	0.4%	2.8%	10.4%	22.3%	29.1%	22.9%	9.9%	2.2%	0.2%	0.0%
2026/7/29	0.1%	0.6%	3.3%	11.1%	22.8%	28.7%	21.8%	9.4%	2.1%	0.2%	0.0%
2026/9/16	0.1%	0.7%	3.5%	11.5%	22.9%	28.5%	21.4%	9.2%	2.0%	0.2%	0.0%
2026/10/28	0.1%	0.6%	3.2%	10.8%	21.9%	28.0%	22.0%	10.3%	2.7%	0.3%	0.0%
2026/12/9	0.5%	3.0%	9.8%	20.5%	27.2%	22.8%	11.8%	3.6%	0.6%	0.1%	0.0%

所以说从这个图上其实也可以看出来，现在美国他们的一个预期就是非常典型的滞胀的预期。

在这样子的一个情况之下，其实对于美联储它是否会降息？

当然我们也知道特朗普他是一直希望美联储去降息的，但是美联储的表态一直是比较强硬。

现在市场对于美联储它的一个降息的预期，我觉得是处于一个非常混乱的状态中。

右边这个图是联邦基金利率期货它对美联储降息的预期，它预期的是从6月份开始降25个BP，随后7月、9月、12月再分别各降25BP，全年一共降息4次。

这个是期货市场它交易所得到的一个结果，但是就我看的一些外资的报告来看，现在外资机构对这个事预期非常地混乱。

有些人会觉得在经济滞胀这样子的一个情况之下，美联储应该更关心经济的一个滞，这个时候这部分投资者就会觉得美联储应该降息。

甚至有些觉得美联储可能今年要降息6到7次，这个是我看到的最乐观的一个看法。

当然与此同时，也有其他的一些机构认为在经济滞胀的一个情况之下，美联储应该优先考虑胀。

这个时候，有的机构觉得美联储今年一次降息都不会有，甚至还有觉得说美联储今年要加息的，所以我觉得现在的预期可以说是非常地混乱。

这个时候我们可以对它做一个情景分析，我们可以假设它，假设美联储真的能够在二季度末三季度初有一个快速降息。

同时这个时候美国今年年终还有一个减税法案，这个时候我觉得美国经济在二季度会有一个比较明显的下行，但是三季度应该能够上来。

因为一方面是减税了，另外一方面是美联储降息了，应该还行。当然与此相对应的那就是通胀，那会进一步朝上走。

假如美联储受制于通胀的一个压力，今年一次降息都没有，美国经济就要从滞胀进入衰退了。

因为如果美联储不降息，美国经济只能朝下走。美国经济朝下走之后，它会通过需求端的一个下降来把通胀给压下去，这个就是非常典型的从滞胀就会进入到衰退了。

这个就是对于美国经济的一个情况。

以上就是我们的第一个部分，第一个部分主要跟大家分享的就是现在的一个关税对整个经济的一个影响。

其实可以看到不论是对中国还是对美国，影响都非常大。

接下来就是第二个部分，说一说国内应该去出台什么样的政策来去对冲掉这1%到1.5%的这样一个经济损失。

首先，我们需要去看一下我们国内现有的这些政策都有哪些，我们大概去总结了一下。

首先第一个，消费方面，消费方面现在最主要的政策就是以旧换新，去年的以旧换新规模是1500亿，今年的以旧换新是翻了个倍，3000亿。

同时以旧换新的相关的一些品类也是扩大到了像数码产品，像家装，像电动自行车之类的。

根据我们的一个测算，这个能够拉动社零大概0.6%左右。

同时我们今年初还出了一个叫做《提振消费专项行动方案》，因为在这个《行动方案》当中，它除了说以旧换新之外，还有其他的一些政策。

比如说提高最低工资标准，提高社保，发放生育补贴，我们把这些乱七八糟的所有东西都给它算进去。

都给它算进去之后，整个对社零的拉动大概在1.2%~1.6%左右。

最后换算成民营GDP的话，那就是0.45%~0.55%，大概0.5%左右。

第二个是基建。

今年政策对于基建一共有三项，第一个是中央预算内投资。中央预算内投资今年是7350个亿，去年是7000亿，就只多了350亿，说实话，这个多的并不多。

第二个是发放特别国债。今年的一个特别国债是1.3万亿，去年是1万亿，多了3000亿。

但是今年的这1.3万亿当中，有3000亿是用于消费品换新的，有2000亿是用于制造业的一个设备更新的，得把这两个给减掉，减一下之后，用于两重项目建设的资金量就只有8000亿了。

去年是7000亿，也就是说只比去年多了1000亿，这个说实话，多的也不多。第三个就是地方的一个专项债。今年的地方专项债是4.4万亿，这个比去年是多了5000亿，去年是3.9万亿。

但是今年的这4.4万亿当中，有很大的一部分要用于土地的收储，要用于收购存量商品房，要用于危旧房和城中村的改造。

所以说如果把这几个东西给它扣除掉，实际上相较去年那个3.9万亿，增加的其实也不是很多。

所以说从基建的角度看，其实两会所公布出来的这些基建政策，我觉得是有一点不及预期的。

刚刚大家也能看出来，相较去年其实提高的并不是特别多。所以我觉得在基建这一块，现在现有的政策的支持力度是完全不够的。

当然，单就今年二季度来看，二季度还行。为什么说二季度还行？

因为今年一季度的时候，基建相关的债券基本上没怎么发。像特别国债，这个是从4月底才开始发的，像地方专项债，一季度发的基本上都是用于化债的地方专项债，用于建设的地方专项债，这个也是从二季度才开始发的。

我估计着二季度应该是特别国债和地方专项债的一个发行高峰，所以说我估计二季度基建还行，但是往后的话，基建估计就不行了。

这个必须得出台增量政策才能够把基建给托起来了，否则到下半年基建就得往下掉了，这个会面临很大的一个压力的。

第三个方面是地产。现在地产确实是看到了一些比较偏积极的迹象，这个也得承认。

比如说一线城市的，今年年初以来，一线城市的二手房成交非常好。

我看现在又有一些房企开始拿地了，甚至土地溢价率还有回升，这个确实都是一些比较偏积极向好的迹象。

但是现在房地产市场的复苏，我觉得仍然是一个非常不稳固的情况，我大概总结了几个点。

首先第一个是现在整个房地产市场的库存仍然很多。我们之前去问了一个国家信息中心的专家，就因为对于具体的新房库存到底有多少，统计局的那个数是完全不准的，这个需要去调研。

他们之前国家信息中心有一个调研，他们所调研出来得到的数据是这样子的：截止到去年底，我们还有70亿平

的商品房库存，以及30亿平的已供应土地。

要是把这两个给加起来，也就是说至少还有100亿平的新房库存。比如说现在新房库存，其实我觉得还是挺高的。第二个就是区域分化很严重。比如说像一线城市，确实二手房成交很好，确实土地溢价率改善，也确实改善得比较好。

但是像一些二线，像一些甚至往下的三四线城市，今年以来应该基本上还是一个量价齐跌的状态，基本上没有一个非常明显的复苏效应。

第三个就是房企头部效应非常明显，我们说今年以来房企开始拿地了，确实是一个好事情，但是它头部效应非常明显。

头部的那些房企，它基本上就占了今年所有的土地出让的将近70%以上，剩下那些小房企基本上现在仍然处于一个非常艰难的状态。

最后一个，就是关于我们房地产的政策，今年的房地产政策其实主要来说就是两个。

第一个就是危旧房与城中村改造，第二个就是收储。

这两个现在中央是有明确的文件，是

要说今年要去做，现在已经4月底了，中央只说这两个东西要去做。但是现在没有看到一个非常明确的细则出台，反正今年已经4个月过去了，后续会怎么弄，这个也不是很清楚。

因为这个中间它是有很多细则需要去做的，你比如说收储，收储的钱从哪来？

我们现在讲专项债可以用于收储，但是你的钱不能所有都让专项债出，专项债也出不了这么多，你肯定得配套一点钱，剩下的这些钱从哪来？

收储之后，把这些房子收上来之后，你用于干嘛？是什么都不做，就放在那里空着？还是说把它用于出租？

再比如说我把这个房子收上来之后，我给它出租出去，它出租出去的收益率能否覆盖掉我的成本？它具体的执行过程当中会存在很大的一个问题的，都需要国家层面出台细则去进行规定。但现在不论是城中村改造还是收储，现在国家层面没有一个比较明确的细则出台，当然我也不知道它什么时候会出。

所以说，综合以上几个点，我觉得虽然说现在地产市场确实是有一些比较偏积极的信号在，但是现在整个地产市场仍然是处于一个非常不稳固的状

态，房地产投资很难有一个非常明显的回升的。

基本上能稳住，我觉得这个就很不错了，这个就是房地产。

最后第四个就是制造业，制造业这个上面我写了三个点，首先第一个就是今年3月31号，发改委表示2000亿元的超长期特别国债支持设备更新。

去年的一个设备更新是1500亿，今年只有2000亿，反正只多了500个亿，说实话多的也不多。

第二个就是现在制造业有比较严重的一个产能过剩，两会是部署了一个叫综合整治内卷式竞争。

整治内卷式竞争这个词儿，这个是从去年7月份的政治局会议开始讲的，到现在已经快一年了，我觉得基本上也差不多快要落地了。

整治内卷式竞争其实说白了，就是说你有一些落后产能，这个是要出清掉的。

有一些落后产能出清掉之后，自然会对制造业投资是有一个向下的压力的。第三个就是出口的一个下降，你加征关税之后出口下降，这非常明显地会影响到一些出口导向型的制造业的投资。

所以说综合以上三点来看，其实今年制造业这一块也是面临着一个比较大的下行压力在的。

所以说我们综合以上，我们国内现有的这些不论是消费还是投资的政策，其实刚才跟大家分析完了之后，大家应该也能看出来，除了说消费政策可能还行，能够拉动民营GDP0.5 个点，像其他的什么基建、地产、制造业现在可以说基本上都不怎么行。

所以说综合以上来看，如果说我们仅仅靠现有的两会所公布出来的这些政策来看，可以确定几乎不可能对冲掉关税对我们的不利影响。

这个结论非常确定，基本上就完全不可能对冲掉的，所以说它必须要出台新的增量政策才可以，如果不出台新的增量政策，估计今年的经济数据应该不会很好看。

我们要是按照关税拖累民营GDPI%~1.5%来算，至少还需要1.5~2万亿左右的刺激政策才可以出。

至少还需要1.5~2万亿左右的刺激政策去出，才能够把关税的影响给它对冲掉。

接下来总结一下，我们对于未来政策的几个结论，首先第一个就是关于政策出台的时间。

关于政策出台的时间，这个中间它有一个，因为货币政策和财政政策出台的时间是不一样的。

货币政策，这个是可以很快的，如果央行想降息，它很快就可以降，中间没有任何的阻碍。

但是在当前的一个环境之下，大家肯定都知道，货币政策的降息不是关键，关键的问题肯定是财政，财政一定要发力才可以。

而财政发力的一个时间点和货币可不一样，财政是很慢的。

我们国家的一个增量的财政政策想要出台，必须要经过全国人大常委会，而全国人大常委会是每两个月召开一次，召开时间是在双数月份的一个下旬。

当然现在4月底，所以说4月底的时候其实就有一次全国人大常委会，但是这次全国人大常委会不可能有新的刺激政策会出台。

主要的理由就是第一，我们刚才说现有的很多政策其实都还没有用。

像特别国债4月份才刚刚开始发，专项债，这个也是二季度的时候才刚开始发，很多政策都还没有开始用，所以说不太可能会有一个增量的政策去出。另外，按照我这么多年看下来的经验

来看，我们国内的政策可以说很少去打提前量。

反正我看了这么多年了，基本上都是这样子。

国内的政策想要出台，一般情况下都是说先等经济数据，等经济数据出来之后，先看一看这个数据好不好。

数据好的话就不说了，如果数据不好再出，反正这么多年了都是这样子。

所以说4月份这次全国人大常委会，这个是没有一个新的刺激政策去出台的。再接着往后推，那就是6月底跟8月底了，就6月二十几号跟8月二十几号，这两个时间点可能会出台相关的增量的财政刺激政策。

对于这两个时间点，我个人是觉得8月底出台的可能性会稍微更高一些。

因为如果是6月底出台的话，当时的经济数据就只有4月跟5月，而4月现在从高频数据看，其实一些高频数据还行，关税的影响没有完全体现出来，这样子就得等到5月份了，所以相关的数据还是比较的少。

而如果8月底出，那就会有4、5、6、7四个月的数据，这个时候数据相对来说就会比较多一些。

另外，7月底还要再开一次政治局会议，所以说我估计在当时的政治局会议，应该也会对这个事情进行一些定调。

还有一个非常重要的事，就是在7月初的时候，美国的90天关税豁免会正式结束，在90天关税豁免期，美国跟其他国家的谈判情况怎么样，我估计也得看一看这个情况。

所以说我现在个人觉得8月底去出台增量政策的时间点，可能性会比较高一些。

关于政策的第二个，现在政策的一个出台力度是怎样子。

我们的一个基本结论就是政策一定会出，但是不会出台一个非常大的或者说一个超级的刺激计划，不会出台一个类比于2008年4万亿那样子的刺激计划，我觉得可能性很低的。

为什么呢？因为强刺激一定要有一个抓手，但是我们现在强刺激的抓手在哪呢？

之前2008年我们强刺激的抓手是地产跟基建，但是现在很显然不会再走地产和基建这样子的老路了。

最近4月底的政治局会议开会的时候是讲了一句话，叫做设立新型政策性金融工具去支持科技创新。

很明显现在政策的一个发力方向，其中之一还是在科技创新这一块，但是很显然的就是科技创新的体量和地产基建是没有办法去比的，它的体量相对而言还是太小。

另外，政策是否会出台一个非常大的力度去刺激消费。我觉得因为你如果要大力度的去刺激消费的话，最重要的肯定是要去增加居民收入。

而增加居民收入最合理的决策，就是去给全体居民发补贴，但是很显然这个方案是已经被否掉了，这个方案基本上也不太可能会出台。

所以说不论是从现在科技创新还是去刺激消费的角度，我觉得都不会有一个非常强的刺激计划，政策更多的还是一个托底的性质。

具体可能会有哪些政策？我们今年两会提到的以旧换新、两重建设、城中村改造这些我觉得都会有，比如说我们可以给这些政策去扩大一些规模，我觉得都会有。

除了这个之外，我觉得可能会有两个比较偏定向的措施会出。

首先第一个，定向给出口企业补贴。它给全民补贴我觉得不太可能，但是定向给出口企业补贴可能性还是很高的，实际上就跟2020年疫情期间，我

们国家做的事基本是一样的，因为当时疫情期间也是去有一个定向的补贴。第二个，我觉得是可能会去定向去发生育补贴，或者说定向的去刺激生育。现在应该有一些地方是已经出台刺激生育的方案了，但是现在全国层面是没有相关的政策去出台。

我个人是觉得出台全国层面的生育刺激方案，可能性不是很高，因为毕竟各个城市的情况是不一样的，因为比如说同样的每个月给1000块钱的生育补贴，很明显一二线城市生育的意愿要比三四线城市的生育意愿是要低很多的。

所以说我觉得应该大概率是定向去向一些三四线，或者说向一些生育率特别低的，或者说人口流出的城市，去做一些生育补贴，这两个是可能会出台的一些比较偏新的政策。

一个是定向去给出口企业补贴，第二个是去定向给一些城市去做生育补贴。但是不管怎样，整个政策出台的力度，我觉得还是更偏向于是托底性质，就是说把这个底给托住就可以了。

第三个，是外交政策的可能方向。啥意思呢？主要是现在特朗普加关税，而且全球处于逆全球化这样子的一个阶段，全球相关的像包括国防，像包

括基建，像包括能源这些相关工业领域的需求，它一定是会增长的，我觉得没有任何问题。

因为现在基本上各个国家都在强调国家的安全，都会要有自己安全的产业链，要有自己自主可控的供应链，只是每个国家会有一些差别而已。

我觉得这个可能是我们去对冲关税，对我们出口影响还算比较合理的一个外交政策。

我们可能需要去加强，比如说像东南亚，比如说像欧洲这些地方的一些联系，而我们向他们出口的商品跟向美国出口的商品是不一样的。

我们向美国出口的商品主要是消费品，但是我们现在向欧洲，向东南亚出口的商品应该主要是中间品跟资本品，比如说最典型的就是工程机械，主要因为这些国家他们也要搞产业链跟供应链的安全，他们也要搞自己国家的工业，所以说我们可以去向他们去出口相关的中间的生产设备，或者说我们可以向这些非美国家，有一些技术合作之类的。

在中间的过程当中，我们的外交，比如说对于欧洲、东南亚，我们的外交可能会有一定的让步和妥协，我们不

太可能再像之前有一个比较明显的那么强的立场了。

因为现在比如说我们国内本身的一个生产成本比欧洲要便宜很多，最典型的的就是电价，因为我们国内的电价是受国家在管控着的，我们国内的工业用电要比欧洲便宜70%。

在这样子的情况之下，我们本身生产商品的成本就低，之前我们直接把所有的商品都给出口到欧洲，这样子我们的所有商品都在欧洲，欧洲相关的本地企业就起不来了。

但是现在我们如果和欧洲中间有相关的资本品，有相关比如说像工程机械之类的合作的话，我觉得我们在贸易这一块是会有一定的妥协的。

最近我看新闻有一个事情，中欧达成了一个协议，给中国汽车在欧洲定一个最低的出售价格，说白了就是说不让你中国汽车在欧洲卖得太便宜，这样子可能给人家欧洲本地的汽车工业造成非常大的打击。

所以说，这个可能是我们未来外交政策可以去发力的一些点，当然也是我们未来出口结构可以去转向的一个方向。

现在我们的出口结构还是以向美国出口消费品为主，未来我们可以转向以

非美地区去出口这些中间品和资本品为主。

这些是关于国内的政策对冲的情况。

第三个部分是中美后续可能还会有哪些冲突点？

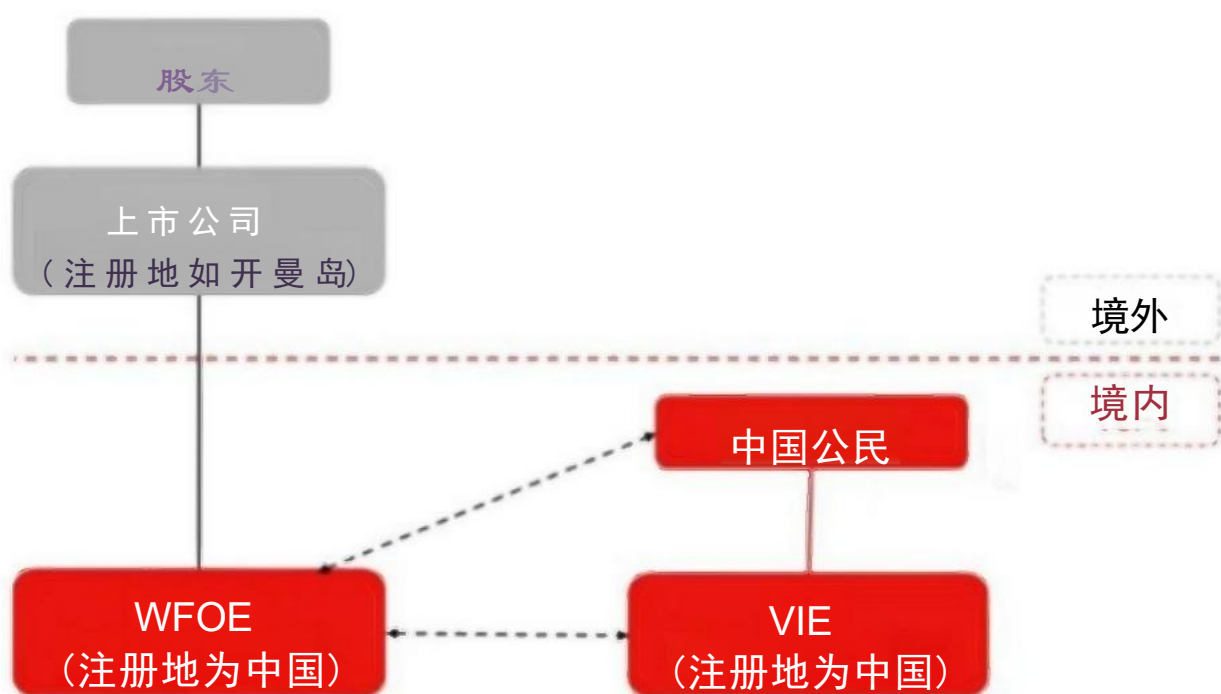
第一个是中概股退市。不知道大家有没有关心过这个事，4月9号，还有4月10号的时候，美国这边都说了，说不排除要求中概股在美国退市。

对于这个事我们最近跟港交所那边是有一个交流，跟大家简单说一下我们交流的结果。

关于中概股退市的这个事，这个是特朗普一直想推的一个事情，他在2018年、2019年的时候就搞过，但是2018年、2019年当时搞的是因为中概股的审计底稿，当时滴滴审计底稿的事儿，但是这次不一样。

这次特朗普想的是只要它是一个VIE架构，这个时候特朗普就想让你这家公司在美国退市，什么叫做VIE架构？

VIE架构简图



我大概简单地画了一个图，大家可以看一下，简单理解，比如说一家公司它是在中国内地的，这家公司它在离岸市场上设置了一个壳公司，比如说在开曼群岛，它是一个离岸的，它设置了一个壳公司，把这个壳公司在美国去进行上市，这个就叫做VIE架构。现在在美国上市的中概股总共是有393家，在这393家当中，以VIE架构上市的公司总共有160家。

当然，从数量占比的角度来看其实并不算很高，但是从市值占比的角度来看非常高。

以VIE架构上市的这些中概股，在整个美国上市的中概股当中的市值占比占到了87%，已经接近90%了，非常地高。这样子，如果说未来特朗普要针对你VIE架构的相关企业，这个影响其实还是挺大的。

其中影响最大的两家公司，我们跟别人聊是两个。一个是拼多多，这个大家应该很熟。还有第二个叫满帮，这个大家可能不是很熟，这个是一个去做数字货运平台的。

为什么说这两家公司受到的影响最大呢？主要的原因就是因为这两家公司现在没有在香港上市，除了这两家之外，其他大部分公司都已经在香港上市了，它们是香港跟美国两地上市，但是现在这两家公司是只在美国上市，不在香港上市的。

为什么说这两家公司它没有在香港上市呢？主要的原因是因为这两家公司它们不太满足香港上市的条件。

我们以拼多多为例，拼多多跟2018、2019年的那轮滴滴其实很像。

当时滴滴也是想要在港交所去进行上市的，但是因为按照香港法律的规定，当时滴滴的顺风车业务是不被香港的法律所认可的，所以当时滴滴如果想要在香港进行上市，必须把它的顺风车业务给剥离掉才可以。

但是当时滴滴并不想剥离这个，所以说当时滴滴就没有在港交所上市，最后去美国进行上市了。

拼多多跟滴滴的情况其实是比较类似的，是因为拼多多现在它的一个电商

当中有一块业务香港的法律不认可，所以说它没有办法在香港去进行上市。这样子，如果说特朗普确实对VIE架构要求它去进行退市，它股价受到的冲击可能就会比较大。

我们跟港交所进行交流，如果说美国真的让中概股去进行退市，它现有的这样子一些投资者他们应该怎么办？现有的这样子一些投资者他们可以分成三类，首先第一类是对冲基金，对于对冲基金而言，他们只需要将持有的美股给转换成港股就可以了，对他而言没有任何的影响。

第二个是散户，散户是不能转的，所以说一旦特朗普要求中概股在美国退市，这些持有中概股的散户是一定要抛售的，因为他没有办法直接转成港股。

还有第三个就是美国的共同基金，美国的共同基金要分成两块，首先第一块是新兴市场基金，没有任何的影响，还有第二块是发达市场资金，对于这部分基金，它在基金章程里面就直接写了，只能买在美国上市的标的，这样子到时候如果真要退市，这部分基金也得抛售。

因为现在确实没有比较明确的消息出来，但是我觉得这个事情如果一旦再

继续发酵，特朗普真的要let中概股退市，整个中概股我估计短期之内会跌一波了，而且跌幅我觉得不会小。

像刚才我们提到的持有中概股的散户，持有中概股的有部分的共同基金它们都是要抛售的。

但是这波抛售潮结束之后，这些中概股它完全回到香港之后，我觉得从长期而言对中概股是一个好事。

为什么是好事？是因为现在的中概股是既在美国上市，又在香港上市。在两地上市的情况之下，它很多是不能被纳入港股通的。

但是如果说它现在只在香港上市之后，它是可以被纳入港股通了。

从中长期角度而言，对于国内的这些南向投资者而言，我觉得反而是一个好事情。

然后，是对于关税的一个谈判。

对于关税的谈判，现在美国的意思是说，如果其他国家跟美国去谈判，其他国家可能会对中国加关税来换取对美国的一个关税豁免，这个是美国他们那边谈判的一个条件。

反正现在据我了解，像墨西哥，加拿大，可能会用这个条件。但是其他的，像日本，东盟，应该不太可能会用这个条件跟美国去谈。

当然，至于中美之间的谈判，我也去咨询了一些专家。现在普遍的一个看法都是，中国这边如果说要去跟美国去谈判，中国这边这次的态度是比较强硬的。中国这边这次的反制措施要比2018年的时候是要更加激进的。

我看到最近有消息说，可能美国想把关税给降到60%。因为现在是145%，想把关税给降到60%，以这个起点和中国去谈。

当然，包括我去咨询了一些专家，包括我自己个人的看法，我觉得这个可能性都很低。

我们国内不太可能会接受说，你之前就是60%，后来给我提高到145%，现在又降到60%，然后用60%来跟我谈。我觉得国内不太可能会接受。

我觉得中国要和美国去谈，应该是让美国退让到4月份之前。比如说加征对等关税之前的位置，双方再谈。

之前也有人说，为什么中国这次的态度如此强硬？我也想了一下，我自己个人的看法是，我觉得主要的原因还是因为美国撑不了太久。

因为美国它这么加关税，对它自己的影响也很大，它美国自己也撑不了太久。

我大概列了四个点。第一个，美国经济的滞涨。美国它要这么搞，美国经济一定是会滞涨的。

第二个，就是美债的一个到期。不知道大家之前有没有看过一个图？那个图上面写的是今年5~6月份的时候是美债到期的高峰期。

当然，我可以跟大家讲，那个图是错的。

那个图为啥是错的？因为今年5~6月确实是美债到期的高峰期，没有问题，但是它到期的很多高峰期是属于那种短债，不是那种中长债。

短债是啥意思呢？比如说我3月份发一个债，4月份就到期了，只有一个月。它很多到期的是这种短债，短债到期其实它问题就不是很大。比如说我3月份以4%的融资利率，发了一个债，4月份到期了，我4月份继续4%再融资不就得了，这个没什么特别大的问题。它主要的是偿债，偿债问题大，为啥偿债问题大？主要就是因为之前偿债的时候融资利率低，比如说我2020年的时候，我发长债融一个资。

当时2020年的利率是百分之零点几，现在5年过去了，我现在债务到期了，我要进行置换，现在我得置换个百分之四点几的债。

这个问题就大了，所以说网上之前传的图其实是不对的。

虽然说五六月份确实是美债到期的高峰期，但是很多都是短债，短债到期其实不要紧，重要的是中长债。

而五六月份美国到期的中长债其实还好，不算很多，所以说美国的国债我觉得问题不是很大，但美国的企业债务问题很大。

为什么说美国的企业债务问题很大？因为在之前低利率的时候，美国发了很多的企业债，这个中间有两波。

首先第一波就是2020年二季度很多发了五年债，因为2020年二季度的时候，当时利率只有百分之零点几。

当时，美国企业发了很多的五年期债，会在2025年二季度到期。

另外还有一些债是2015年二季度发的十年债，当时2015年美国的利率也很低，而当时2015年市场的一致预期就是2015年12月美联储要加息了。

在美联储要加息之前，我作为一个企业，我的最优决策一定是发大量的长久期债券，我先锁定我的非常低的融资成本。

所以当时在2015年二季度的时候，也发了很多长久期的利率非常低的债，当时的利率也是百分之零点几，当时

发的主要都是十年期债，对应到现在也是2025年二季度。

所以说在2025年二季度，美国的企业债有很多2020年发的五年债，跟2015年发的十年债到期。这个确实压力还是蛮大的，所以说我觉得这个是美债的问题，也是刚才我们为什么说美国这轮也撑不了太久。

第三个就是它的一个减税计划的一个推出，因为特朗普应该会在今年中大概七八月份去推他的减税计划，在这之前还有一个债务上限法案要通过。如果说他不推减税计划，他上一届任期的减税就要到期了。

所以如果说，你的关税还是现在这样子，你还想推减税计划，而且减税计划规模不小，减税计划5万多亿，基本上是不太可能的一个事。

第四个就是关于中期选举，因为从历史上来看，中期选举前一年的11月份开始，基本上民调就会对中期选举结果产生影响了。

因为中期选举是明年的10月份，基本上就是今年11月、12月，今年四季度左右开始。

所以基本上就只剩下二季度，还有三季度可以去折腾。三季度之后基本上不太可能放任经济有一个比较明显的

恶化，要不然明年中期选举就要出问题。

所以说，基于以上这几个理由，我觉得其实美国这把他也很难受，他也撑不了太久，所以说为什么说我们这次对于关税谈判如此强硬，我觉得这个是主要的一个原因，我们判断美国也撑不了太久。

这个是关于关税的一个谈判。接下来这几个点我们简单说一下，首先第一个，各国的反制措施。

- 2、关税的谈判。美国已经明确表示，如果贸易伙伴国采取重大措施补救措施，可以降低关税。若其他国家与美国谈判，则可以以对中国加征关税来换取美国的关税豁免，此前墨西哥已经提议效仿美国对中国加征关税，以避免特朗普对墨西哥加征的25%关税。因此，也不能排除其他国家对中国加征关税的可能性。
- 3、各国的反制措施。美国已经明确表示，如果贸易伙伴国报复，可以继续提高关税。目前国内已经实行了反制措施，后续要关注美国是否会进一步提高关税，根据花旗的预计，对中国加征的关税最高可达70%。其他国家方面，日本、东南亚普遍表示了妥协的态度，欧洲前几天反应较为激烈，但最近的态度也倾向于妥协，准备提出以零换零的关税方案。
- 4、第一阶段经贸协议的审查。特朗普上台之初曾要求美国贸易代表办公室、商务部等对中美第一阶段贸易协议完成情况进行审查，并要求在4月1日前提交审查结果，但目前没有任何明确的消息。中美第一阶段经贸协议总体完成度为58%，其中农产品完成度83%，制成品完成度59%，能源完成度仅37%。
- 5、取消最惠国待遇。2024年9月、11月，美国参议院和众议院议员分别提出法案，主张取消中国的永久正常贸易关系地位。2025年1月，特朗普签署《美国优先贸易政策备忘录》，指示贸易代表办公室评估上述法案并提出建议，审查结果预计于4月1日提交，但目前也尚未有明确的消息。理论上而言，本次对等关税援引的是国际紧急经济权利法案，而取消最惠国待遇由国会决定，二者并不冲突，理论上可以叠加。若取消最惠国待遇，那么战略品的关税是100%，非战略品的关税是47%，加权下来的平均税率大致在48.1%左右。
- 6、委内瑞拉的石油关税。3月24日，特朗普宣布自4月2日起，美国将可能对从任何直接或间接进口委内瑞拉石油的国家进口的所有商品征收25%的关税。2024年，委内瑞拉最大的石油出口国是中国，占比超过40%，那么如果中国继续从委内瑞拉进口石油，那么美国将会对中国加征25%的关税。但这一项目目前也没有任何消息。
- 7、部分商品和行业进一步的脱钩措施。(1)本次对等关税中，有一些商品是获得豁免的，比如铜、药品、半导体、木材、美国无法获得的特定矿产和能源等，但这其中许多商品已经在开展232调查了，这些商品后续还是有加关税的可能；(2)农产品方面，此前3月4日特朗普表示将于4月2日起对农产品征收关税，这个目前也没有最新消息，也不清楚是否已经包含在了对等关税之内；(3)2月21日《美国优先投资政策备忘录》中表示将限制美国资本对中国生物技术、航空航天、先进制造等8个领域的投资，这一项4月-6月可能会出初步规则。目前主要的分歧点在于到底管增量资金还是存量资金，理论上存量资金管理较为困难，只管增量资金的可能性要更大些；(4)1月13日，美国发布了针对AI芯片的出口管制措施，中国无法通过任何渠道进口英伟达的芯片，此前特朗普要求商务部4月1号提交评估报告，但目前也没有最新消息；(5)去年12月，拜登曾发起301调查，审查中国半导体产业对美国的影响，今年3月11日国会召开听证会，计划进一步限制对中国成熟制程芯片的进口，且不仅仅考虑芯片本身(因为芯片本身中国对美出口一年只有26亿美元)，还要包括使用芯片的各种终端设备。这一项可能在今年6月出调查报告，后续也面临加税可能；(6)其他产品加无人机、路由器等也一直在调查，路由器的调态会更快一些，无人机则慢一些，大概率需要等到今年年底。

现在除了我们国家有反制之外，欧洲对美国汽车加征了25%的关税，但是后来推迟了，现在其他国家基本上也没有什么反制措施了。

第四个，《第一阶段经贸协议》的审查。《第一阶段经贸协议》是2019年签，是当时要求对协议的执行情况进行审核，并且要求4月1号之前提交审核结果，但是现在没有任何的消息，也不知道审查到底完成了没有。

现在《中美第一阶段经贸协议》总体完成度是58%，农产品是83%，制成品59%，能源只有37%，反正《第一阶段经贸协议》完成得并不是非常好。

当然中间也有理由，比如说可以是因为疫情，也可以是因为其他的一些原因所导致的。反正现在没有更进一步的消息，这可能是后续特朗普还会再继续说的点。

接下来一个，是取消最惠国待遇。取消最惠国待遇是2025年1月份的时候，特朗普签了一个叫《美国优先贸易政策》备忘录，这个备忘录里边要求美国贸易代表办公室对于取消中国最惠国待遇去提交一个审查结果，也就是要求4月1号提交。

但现在4月底了，也没什么最新的消息。从理论上而言，它这次加征的对等关税，援引的是《国际经济紧急权力法》，而取消最惠国待遇是由美国的国会去决定的，两者之间不冲突，理论上是可以相互叠加的。

但是至于最后他到底要不要搞，我们也不知道。

假如我取消最惠国待遇的话，那么战略品的关税是100%，非战略品关税是47%，加权下来大概税率是48%左右。

第六个是委内瑞拉的石油关税，之前特朗普说从4月2号开始，如果有任何国家进口委内瑞拉石油，那么我就对国家加征25%的关税。

现在我们中国是委内瑞拉最大的一个石油进口国，占比超过40%。至于这一点后续到底会怎么说，特朗普现在也没什么最新的消息。

第七个就是部分商品和行业，它可能会有一些进一步的脱钩的措施。我简单写了几个，比如说这次对等关税当中，有一些商品是获得豁免的，比如说铜、药品、半导体之类的。

这些商品并不是说不加征关税了，后边还要加的，是因为这些商品现在正在进行232调查，所以说它这次对等关税没加，后续232调查结果出来之后，可能还是得加。

232调查一般是在半年左右，是今年初开始调查的，基本上今年六七月份，我估计着这些商品可能也会有一些加征关税的措施会出来。

第二个就是农产品，这个是之前特朗普表示说，4月2号起对农产品去进行征收关税，当然也没有最新的一个消息。

第三个，《美国优先投资政策》备忘录，今年1月份特朗普签署的，里边当

中表示要限制美国资本对于中国生物技术、航空航天先进制造等八个领域的投资。

其实说白了就是不让美国的资金去投资中国的这几个领域，现在也没有具体的细则会出来。

我问了一些专家，普遍是觉得说4月到6月可能会出一些具体的细则，现在4月已经过去了也没出，可能就是5月跟6月去出了。

现在主要的一个分歧点在于，你不让美国资金去投资中国，到底它管的是增量资金，还是管的存量资金，现在普遍的一个看法都是管的增量资金，因为存量资金管理起来难度比较大。

接下来是美国之间的AI芯片的出口管制措施，让中国没有办法去进口英伟达的芯片，这个也是要求4月1号去提交评估报告，但是现在也没有最新的消息。

我看最近英伟达黄仁勋还来北京了，似乎第四条没有一个比较大的执行。第五个，是审查中国半导体产业对美国经济的影响。这个是去年12月，拜登在的时候就搞的一个事儿，说是要去限制中国的成熟芯片对美国的出口，但是中国对美国芯片的出口，本身一

年就只有26个亿，很小，影响其实不大。

但问题是在于今年3月11号的时候，美国国会开了一个听证会。原本是只审查中国对美国成熟芯片的出口，在听证会上把这个给改了，给改成了不仅要限制成熟芯片的一个出口，还要限制所有使用到成熟芯片的商品的出口。

如果把使用到芯片的商品给考虑在内的话，这个范围可就大得多了。这项应该也是在六七月份左右会出调查报告，到时候可以继续再关注一下。

后边其他像这什么无人机、路由器什么的，反正现在也都是在调查当中，现在也没有具体的调查结果。

总之，后边美国对我们国家，我觉得可能还有一些关税得加，就看双方的一个谈判了。

这个就是第三个部分，中美后续可能会冲突的点。

最后第四个部分是关于资本市场的展望。

资本市场这一块主要三个部分，股票、债券，还有黄金。

股票这一块我们的看法是，现在股票应该大概率还是偏震荡的行情，没有

必要去做一个大规模的减仓，也没有必要去做一个大规模的加仓，就是说它不会涨很多，主要的原因还是因为短期之内关税对经济的影响确实很大。我们刚才说1%~1.5%的一个影响，这个影响确实很大。

但是为什么说没有必要去进行减仓我觉得主要还是跟现在国家队的托底有关系。

大家如果关心的话，应该能知道这轮国家队托底的决心非常地强，不仅仅是当天4月3号关税出来之后直接就开始托底了，另外央行还给了一个再贷款工具，央行可以提供无限的流动性支持，去支持国家队去进行托底，我觉得力度还是非常大的。

而且最近各个基金的年报也已经出来了，我看汇金持有的ETF基本上没有比较明显的减持，比如说汇金增持了ETF之后，最近是一点点都没卖。

有些人可能觉得说汇金会不会给拉上去，然后可以割把韭菜之类的，至少从现在的数据上来看，没有这一点。所以现在在国家队这么支持的情况下，我觉得市场的下行应该也是一个有底的状态，不至于有一个非常明显的下跌，所以说也没有必要去做一个特别大规模的减仓。

其实对整个股票而言，我觉得主要的还是要去做一些行业或者风格上的一个配置。在这样子的情况之下，我觉得市场的风格大致会分成这么几步，首先第一步还是科技股，为什么这么讲？

因为科技股的行情一般在基本面比较偏稳定，同时在科技股有一些相关的产业逻辑的时候，而这个时候科技股一般会表现得比较好。

它有一个必要条件就是基本面比较稳定，基本面没有什么亮点，当然基本面也不差，反正不上也不下，比较偏稳定的一个状态，这个时候一般科技成长会表现得比较好一些。

这个就是所谓的周期搭台，成长唱戏。现在，至少暂时到现在为止，关税对我们国内经济的影响，基本面还没有验证，同时还有国家队去进行托底，所以我觉得短期之内科技成长应该还是一个市场的主线。

再往后第二步，这个就得看数据的一个验证了。数据验证了之后，我们国内经济真正在朝下走之后，这个时候市场风格它就会变。

市场风格会向两个方向去切换，第一个方向，可能部分资金会去红利，这个是去避险的，还有另外一部分资金

可能会去向消费，可能会去向“一带一路”，这个是去博弈政策的一个出台的，我觉得市场的风格会向这两个方向去转。

第三步就是等国内的刺激政策出台，国内的刺激政策出台了之后，经济出现一些企稳趋势，或者说中美双方的关系开始缓和了，中美双方开始谈了，这个时候整个市场的主线又会再次切换到科技成长上来。

所以说我觉得整个市场风格上，应该是大概呈现出这样子轮动的一个特征。当然至于是否有必要去做一个大的风格轮动，其实我个人不是很建议去做大的一个风格轮动，比如说我现在就超配科技，过一段时间我就超配消费，再过一段时间我再超配科技。

反正我个人不是很建议，为什么呢？主要是因为我觉得现在风险确实有点大，中间太多不确定性的事儿了，比如说政策出台的时间点，中美关系的变化，尤其是特朗普，基本上是没有办法去进行预测的，根本不知道他们哪天又突然说我们可能就开始谈了，这个根本没有办法去进行预测。

所以说我个人是觉得没有必要去做一个特别大的风格之间的轮动，基本上各种风格大概平着配就可以。

所以在这样子的一个判断之下，反正我给大家的建议是，如果说你想要去进行择时，你可以在一个区间之内去进行择时，比如说如果市场阶段性回到了3400、3500，可以稍微减一点。市场跌到了3100、3000，可以稍微加一点，这个就是在这样子一个区间之内去做一个小幅的择时，这个我觉得也可以。

如果不想做择时，这个时候我是比较建议在配置上，还是采取一个比较偏杠铃的策略。

杠铃的一头是红利，杠铃的另外一头就是这种比较偏成长性质的一些东西了。

但是跟去年不是很一样，因为去年应该也是一个杠铃策略，但是去年的杠铃的一头红利主要是金融红利，还有能源红利。

今年我觉得金融红利可以拿，金融红利说白了就是银行，但是能源红利就不要拿了，关税情况之下，这些能源都都已经下跌很多了，但是可以拿一些消费红利，其实就是博弈政策的一个出台的，主要就是一些传统的消费龙头。

杠铃的另外一头，我就说主要是科技成长，具体来说，比如说这个港股互

联网，AI应用，服务消费， 一带一路，尤其是工程机械，现在我们工程机械的出口确实非常好，这几个我觉得都可以把它看作是杠铃的另外一头。另外，除了以上说的这几个之外，我个人还建议大家是可以拿一些小仓位，当然不要太多，可以拿一些小仓位去博弈一下新能源跟医药。

新能源跟医药现在是一个非常典型的供给出清，是因为我们现在政策讲防止内卷式竞争。

而新能源跟医药这是非常典型的内卷式竞争的行业，现在政策既然讲了要防止内卷式竞争，所以说这两个行业是可能会有供给出清的逻辑在的，当然只是可能会有，不一定有，所以说可以小仓位去博弈一下。

因为一旦有的话，这两个行业的弹性还是蛮大的，但是不确定性确实比较高，所以说只需要去小仓位去博弈就可以了。

第二个就是关于债券，关于债券其实刚才的主要逻辑已经跟大家讲过了，债券的主要逻辑其实就是在今年经济跟政策两个之间的时间差上，因为关税对经济的影响，这个是很快就可以看出来的。

4月看不到，5月份也能看到了，但是政策的出台它不会出台的这么快，尤其是财政政策，货币政策可以出台的很快，它很快就可以降准降息，但是财政政策我们刚才讲了，我自己估计要等到8月份才出，这个中间它会就有这么几个月的一个时间差出来，对应到债券的收益率上，那就是收益率先下后上，对应到债券价格上，就是债券价格先涨后跌。

最后一个对于黄金的看法，反正我是一直以来都是非常看好黄金的，从去年不知道大家有没有朋友听过，反正我从去年就已经在看好黄金了。

现在我就是从长期角度而言，我依然很看好黄金，最主要的逻辑就还是在于美元信用的一个下降，就不知道大家前两天有没有观察到这样一个现象，美国市场上面出现了非常罕见的“股债汇三杀”的这样一个情况。

我们想，一般情况下“股债汇三杀”这个应该是出现在新兴市场上，像我们国内经常听说“股债汇三杀”，我们之前什么时候听到过美国会出现“股债汇三杀”？

就是因为之前的时候大家对美国对于美元其实是很信任的，这个时候就算

你美股跌，美债也跌，处于一个流动性很紧张这样子一个状态，但大家这个时候仍然愿意持有美元，美元反而是涨的。

所以说一般情况下，市场要么就是美股、美债这两个在跌，美元在涨，或者要么就是美股在涨，美元跟美债在跌，反正总之有一个是涨的，很少会出现这种“股债会三杀”的这样子的一个情况。

但是从4月份开始到现在，美国有很多天都出现了这样子的一个情况，这个背后其实体现的大家对于美元的一个不信任，大家会觉得你现在特朗普这么搞，我为啥还要持有美元，所以说大家都把美元资产都在往外抛。

大家对美股不信任，美股在跌，对美债不信任，美债在跌，甚至对美元现金都不信任，所以美元也在跌。

从历史上来看，之前美国曾经加过一次关税，是在二战的时候，我前几天看了一个数，在当时加征关税的情况之下，美元在全球外汇储备当中的占比是从60%到70%直接下降到了30%到40%，直接砍一半了。

在现在美国也加征关税的情况之下，大家肯定美元储备的占比，是会下降的。

那这样子，不用美元做储备了，肯定只能用黄金做储备了。

从一个中长期的角度而言，我个人还是看好黄金的一个表现的。当然，从短期来看，黄金现在确实是之前涨太猛了，我身边有些人都在加杠杆炒黄金，我觉得短期内从交易层面来讲，确实交易得有些偏过了，回调一下也属正常。

另外，最近俄乌局势有一些缓和，可能对于黄金也会有一些压制在，反正这个是短期的一个情况，短期之内确实是有可能的，但是从中长期我还是比较看好黄金的一个表现。

包括我们最近跟紫金矿业他们在聊，他们也是非常看好黄金的一个表现。这个就是第四个部分，对资产这块的一个展望。

最后，跟大家总结一下咱们今天跟大家分享的所有内容。

从短期之内来看，关税，我觉得对经济的影响是很大的，我们刚才说1%到1.5%经济的一个影响，这个影响确实很大，也必须倒逼着国内去出台一些相关的政策去进行对冲，才能够把这个坑给填上。

当然，国内不太可能会有一个非常大的刺激政策，比如说直接把经济增速

拉到6%，基本上把这1%到1.5%的坑给填得差不多，比如说经济到个4.7%、4.8%，我觉得差不多就可以了，这个是从短期的角度而言。

但是刚才跟大家所分析的为什么我们这次这么强硬，从长期的角度而言，我对于中美这次的关税，我不持一个非常悲观的态度。

主要的理由刚才也跟大家稍微分享了一些了，稍微总结一下。第一个，这次关税下来对美国的影响也很大，美国他也撑不了太久。

第二个，主要是因为中国的这一轮科技，包括我们最近聊了一些海外投资者，他们现在对中国科技是有一个非常明显的改观。

之前可能会觉得美国的科技在全球一枝独秀，现在这些海外投资者都开始觉得，中国的自主科技能力是不亚于美国的。

尤其是今年，很多海外投资者，我们有一些外国客户，他们都增加了对我们中国的一个调研，而且调研之后对中国的科技进步都是一个持比较偏乐观的态度。

第三个，刚才跟大家分享的，关税下来之后，中国在整个地缘上，尤其是对于像欧洲，对于像东南亚相关的中

间品和资本品的出口商，反而是有优势的，这个是能够非常大的对冲掉关税相关的一个不利影响。

当然，这肯定是需要时间的，不太可能一时半会就能够对冲掉。

综合以上这几个点，虽然说关税短期内影响确实很大，但是从中长期角度而言，比如到明年，都没有那么的悲观。

(ps: 以下内容是嘉宾问答部分)

Q1: 关于统计问题，可以具体解释一下，2018年和今年我国对美出口占整个出口的比例方面的差别吗？

A1: 如果说我们直观地从数据上考虑，现在我们国家对美国出口占整个出口的比例肯定比2018年要偏低的。但是如果我们考虑到转口贸易，这个其实没有低很多。

2018年贸易战下来之后，我们之前做过一个研究，虽然看上去中国对美国的出口是下降的，但是很多都是通过借道的东南亚，或者加拿大跟墨西哥转口，最后它的一个商品的最终目的地仍然是美国。所以说如果考虑到转口贸易的话，这个其实并没降。

Q2: 目前一线城市的房地产情况如何？地产市场什么时候能转好？

A2: 去年，其实我们出台了很多房地产相关的刺激政策，它对整个地产市场的影响都是一个脉冲性质的。啥意思呢？就是政策出台了之后，地产就稳个大概一两个月，紧接着地产就开始继续再下了，这个是去年的一个情况。今年它呈现一个什么情况呢？今年的一个政策其实是去年9月底出的，去年9月底出政策之后，10月、11月确实表现得很好，所以当时有很多的声音是觉得今年的地产市场没有小阳春了。当时确实是有这个预期在的，因为大家觉得政策效应已经过去了，但是从最终实际的表现来看，一线城市的小阳春可以说是非常地火热。

我觉得这其实也说明了一个情况，可以讲一线城市的房价已经基本上快要触底了，我觉得基本上可以下这么一个结论了。

当然，也不能讲是一个完全的底部，但是我觉得已经基本上快要触底了。当然这只是一线城市，像一些三四线城市，我估计还早。

我们之前研究过全球大概有几十个房地产市场泡沫破灭的经验。最后得到的结论有这么几个点。

第一个点，在泡沫破灭的3~4年之后，基本上地产的成交量差不多可以企稳。

如果要是从2021年开始算，现在基本上也大概3~4年过去了。所以今年上半年的一线城市房地产的成交热度非常的高，其实也是符合其他国家的一个规律的。

地产成交量企稳之后价格怎么走？从整体的一个价格趋势上看，在成交量企稳之后，价格它下跌的一个斜率有非常明显的放缓。当然，并不是说它就不下跌了。只是下跌的斜率相较之前有一个非常明显的放缓，同时，不同能级城市之间的差距会有一个非常明显的拉大。

一线城市，或者说一些强二线城市会表现的比较好。但是像一些比较偏低线的城市，这个就会稍微差一些。

其实日本的经验其实也是这样子，比如我们去看日本东京的一个房价，日本东京现在基本上肯定是已经超过之前1990年的高点了。

但是日本很多的乡下，它的房价依然是处于一个非常偏低的位置上，这个背后最主要的逻辑就是因为总体人口的一个下降。

所以您提到房地产市场什么时候什么时候转好，如果指的是成交量的一个转好，基本上现在就能看到了。但如

果指的是价格的一个转好，得分城市看。

Q3:美股会不会企稳?

A3:美股的企稳，其实我觉得它主要是看这些因素。第一个，需要去看美国这波关税下来之后，它的一个经济数据是怎样子的，尤其是需要关心它的通胀。

第二个，要看美联储是否会降息。第三个，要看特朗普的减税法案究竟会不会通过。而这几个问题最后给它综合到一块儿，它其实都取决于一个事儿，就是都取决于中美之间的关税谈判。

如果中美之间关税没有一个比较明显的好的谈判，这个时候美国的通胀就会上，美联储就不会降息。

特朗普因为关税的这个事情没有搞好，他想要推5万亿的一个减税刺激计划，我估计国会应该有很多人反对他的，也不是那么容易去通过的。

但是如果说中美之间谈得还行，这个时候不论美联储降息，或者说特朗普的减税，基本上应该都能过，这个时候美股肯定是能企稳住的。

在没有看到中美之间有一个非常明显的谈判信号之前，反正我个人是不建议大幅去加仓美股的。

Q4:中概股回港股，对于港股会有什么影响？

A4:如果是从流动性的角度去讲，没有很大的影响。中概股回港，香港它有一个特殊的上市的方法叫做介绍上市。介绍上市的意思就是说，可以把已经发行的股票从美国直接挪到香港上面去，而不需要在香港市场上面重新IPO去重新募资，这样子的情况下对香港的一级市场基本上就没有一个特别强的流动性的冲击。

在二级市场上，像一些对冲基金，共同基金，尤其是共同基金当中的新兴市场基金，它们是可以直接把美股给转换成港股的，所以说这部分对于二级市场上面的流动性冲击，我觉得其实也不是很大。

总体来看，如果要是从流动性的角度去讲，我觉得对港股没有什么特别大的一个影响。

从上市公司质量的角度而言，我觉得反而对港股上市公司它的质量是有一个比较明显的提高的。

另外就是刚才提到的它很多中概股回归港股之后，这些股票是可以被纳入港股通的。

纳入港股通之后，这就意味着说很多的内地资金可以去买了，内地资金去

买了之后，不论是对于我们的南向资金，还是对于港股市场上面的一个投资者结构之类的，其实我觉得都是一个比较偏利好的。

所以总体上中概股回归港股，我觉得对这些中概股而言，反正就是一个先利空，完了之后再利多。

Q5: 工程机械和新能源受关税的影响有多大?

A5: 这两个受美国关税的影响都不大。因为在我们国家出口美国的商品结构当中，工程机械跟新能源的占比都不高。

我们国家现在出口工程机械最主要的目的地是东南亚和非洲，对美国的占比是很低的。新能源也是一样的，比如说新能源汽车，现在主要的出口目的地是欧洲。

受关税影响最大的还是我们刚才提到的，一方面是计算机、电子，另外一方面就是一些消费制造，比如说纺织、服装、鞋、包之类的，都是跟这些日常消费相关的。

Q6: 投资黄金，买金条还是其他，各有什么优缺点?

A6: 买金条或者买黄金ETF 是各有好处，买黄金金条主要就是一个实物，它不好的地方就是你到时候想变现的时候

不是很好变现，而且变现的时候是有成本的，比如说得交点什么手续费啥的。

另外，买金条之后，它的存储也有成本，除了买金条之外，还可以买黄金ETF, ETF 它又分成两类，一类是黄金实物ETF，一类是黄金股ETF。

反正我更推荐买黄金实物ETF, 就不要买黄金股ETF, 那黄金股ETF 它有的时候跟黄金走势不一样的，黄金实物ETF的好处就是在于它的流动性比较强，随时想买就可以买，然后随时想卖就可以卖。

它的一个坏处就是说，万一真有特别大的事发生的话，它只是一个ETF, 它肯定不如黄金实物在手好，这就是它不好的地方。