

中国强化稀土出口管制，特朗普威胁对华加征关税

——鑫元周观点（2025. 10. 09-2025. 10. 10）

一、核心观点

宏观方面，10月9日，我国商务部宣布对境外出口的稀土及稀土相关技术实施出口管制，涉及军事用途的出口原则上不予许可，其他用途需获得许可。美国总统特朗普回应称“似乎没有理由”在月底于韩国与中方进行首脑会晤，并威胁自11月1日起对华额外加征100%关税，同时对美国企业生产的全部关键软件对华出口实施出口管制。短期中美经贸不确定性提升，金融市场或现震荡；但美国经济受诸多因素困扰，在中美双方各自“出牌”之后仍有可能达成长期协议。

权益市场方面，中美关税冲突再起：1）特朗普 TACO 的概率接近 100%。2）相比于四月，关税冲突的严重程度、征收范围和解决预期都要更好些；不太有利的是 A 股当前所处的位置相对较高，浮盈较多，调整在所难免。3）宏观政策因素只是一个打破市场平衡的导火索，市场在此前上涨累积的浮盈需要释放，由此带来的波动率风险是需要规避的。4）本轮调整幅度弱于 4 月关税的调整幅度（万得全 A 在 4 月最大回撤 12.32%），但调整时间上会更长（当时认为 4 月 7 日 A 股短期主跌段已完成了大部分）。本周权益策略建议：1、仓位：调整至中性仓位。关税冲突再起，打破市场短期平衡。相比 4 月关税出台时点，当前 A 股处于相对高位，浮盈累积较多，容易引发市场的向下波动。但本次关税冲突无论在严重程度、征收范围和解决预期都要好于 4 月。因此，判断本轮调整幅度弱于 4 月关税的调整幅度（万得全 A 在 4 月最大回撤 12.32%），但调整时间会更长（当时认为 4 月 7 日 A 股短期主跌段已完成了大部分）。下周如有反弹的机会，可考虑减仓。2、配置策略：哑铃策略。3、行业选择：1）短期金融等超大市值品种占优，具备一定的相对收益。2）结构性分子景气稀缺的算力存储、储能、机器人、游戏、风电以及港股科技等行业出现调整之后，可重点回补其中的景气龙头。3）有色金属行业每次调整都是买入的机会，包括黄金白银，铜铝锡锌等大宗工业金属，以及钴锂等为主的能源金属，都是值得配置的方向。可以考虑做黄金与其他金属的配对交易。

固收市场方面，节后市场再迎黑天鹅事件，关税博弈升级下，债市迎来短暂交易窗口，现券收益率一举突破近期震荡区间，直线下行抹平近几月调整幅度。10 月开门红后，股债双

双迎来调整，债市一度徘徊不下，国债买卖重启再落空，基金费率新规压制市场情绪；此次关税冲击后，股债短期波动或难避免，避险交易成为主题，市场预计债市或重现 4 月份走势，但下行幅度大概率弱于前期，后续走势则仍需观察中美双方的进一步谈判结果。全周来看，30y、10y、1y 国债收益率分别变化-2bp、-4bp、0bp 收于 2.23%、1.82%、1.37%。期限利差方面，30y-10y、10y-1y 期限利差分别变化 2bp、-4bp 收于 41bp、45bp。周五特朗普的关税言论再度将市场重新拉回关税博弈中，后续中美谈判节奏将对全球经济增长以及国内政策路径产生重要影响，若后续谈判不及预期，在弱现实的压力下国内宽松空间会逐步打开。下周一般债市场预计将波动加大，一方面债市在周六预计将一次性定价关税言论，后续收益率是否继续下行取决于谈判进展，另一方面市场预计这是特朗普在谈判前的极限施压，双方大概率还是边打边谈的节奏，但短期风险资产带来的调整压力整体利好债市。

二、宏观动态

（一）国内宏观

今年国庆中秋“双节”叠加，8 天假期为消费市场注入强劲活力。假日消费呈现“多点开花”的态势，彰显了国内消费市场的韧性。交通运输部数据显示，10 月 1 日至 8 日，全社会跨区域人员流动量累计预计将超 24.32 亿人次，创历史新高，日均 3.04 亿人次，同比增长 6.2%。

我国域外管辖迈出坚实一步。商务部发布公告，宣布对境外相关稀土物项和稀土相关技术实施出口管制，并将反无人机技术公司等 14 家外国实体列入不可靠实体清单。商务部还会同海关总署连发 4 则公告，宣布对超硬材料、部分稀土设备和原辅料、部分中重稀土、锂电池和人造石墨负极材料等相关物项实施出口管制。

中方宣布针对美对华造船等行业 301 调查限制措施实施反制，决定将于 10 月 14 日起对涉美船舶收取船舶特别港务费。中方强调，相关反制措施旨在维护国际航运和造船市场的公平竞争环境，是“正当防卫”行为。敦促美方立即纠正错误做法，停止对中国海运业的无理打压。

国家外汇管理局公布，中国 9 月末外汇储备 33386.58 亿美元，较 8 月末上升 165 亿美元；9 月末黄金储备为 7406 万盎司，环比增加 4 万盎司，连续第 11 个月增持黄金。国家外汇管理局表示，9 月，受主要经济体宏观经济数据、货币政策及预期等因素影响，美元指数小幅震荡，全球金融资产价格总体上涨。汇率折算和资产价格变化等因素综合作用，当月外汇储

备规模上升。我国经济保持总体平稳、稳中有进，高质量发展取得新成效，有利于外汇储备规模保持基本稳定。

工信部等三部门调整 2026-2027 年新能源车购置税减免技术要求，其中插混、增程式乘用车纯电续航里程由此前的 43 公里调整至不低于 100 公里。2025 年 12 月 31 日前已列入减免目录且符合最新要求的车型自动转入 2026 年第 1 期目录，不符合的将被撤销。

香港特区政府 6 日正式启动“内地企业出海专班”，标志香港在支持内地企业“走出去”、拓展国际市场方面迈出新一步。香港财政司司长陈茂波表示，内地企业出海发展是大势所趋，特区政府将推出不同的政策措施，协助内地企业拓展海外市场。

（二）海外宏观

美国财政部长贝森特将美联储主席的候选人名单从 11 人缩减至 5 人，包括美联储理事鲍曼和沃勒，美国国家经济委员会主任凯文·哈塞特、前美联储理事凯文·沃什以及贝莱德首席投资官里克·里德，并计划在向美国总统特朗普提交这份名单之前进一步缩小候选范围。

美联储“三把手”、纽约联储主席威廉姆斯明确表态，支持在今年内进一步下调利率，以应对劳动力市场可能出现的急剧放缓风险。他认为美国经济未陷衰退，通胀风险缓解但仍需警惕，并强调货币政策仍属“适度紧缩”。美联储理事巴尔表示，通胀和就业情况的不确定性表明，对进一步降息应采取谨慎态度。

美联储理事沃勒警告，美国就业增长可能在过去几个月已转为负值，劳动力市场疲软已成为其制定政策时的最大关切。他对未来几次会议降息 25 个基点持开放态度。旧金山联储主席戴利表示，劳动力市场疲软和通胀放缓是上个月做出降息决定的原因，也促使美联储发出了未来可能进一步降息的信号。

美国共和党提出的结束美国政府停摆的法案未能在参议院获得足够票数，法案未获通过。美国总统特朗普表示，鉴于美国国会在重启政府问题上似乎仍陷于僵局，他计划削减一些受民主党欢迎的联邦项目。特朗普称，他们“将进行永久性的削减，而且只会削减民主党的项目”。高盛预计，虽然关门可能持续几周，但不太可能延续到 10 月 15 日的军队发薪日之后，因为如果届时关门仍在继续，现役军人将错过整个薪水。当前两党争论的一大焦点在于将于 11 月 1 日到期的医疗补贴法案，高盛认为，一旦特朗普做出愿意讨论健康议题的相关表态，民主党很可能会接受并同意至少短期重新开放政府。

美联储公布 9 月会议纪要显示，美联储官员在上个月的政策会议上表现出今年进一步降息的意愿，不过多位官员因通胀担忧而持谨慎态度。多数与会者认为，在今年余下时间进一

步放宽政策可能是合适的。不过，会议纪要也显示，大多数官员强调其通胀预期面临上行风险。与会者普遍预计，在适当货币政策下，短期内通胀将保持在较高水平，随后逐步回落至2%。

诺贝尔奖名单相继出炉，瑞典卡罗琳医学院宣布，将2025年诺贝尔生理学或医学奖授予科学家玛丽·E·布伦科（Mary E. Brunkow）、弗雷德·拉姆斯德尔（Fred Ramsdell）和坂口志文（Shimon Sakaguchi）。瑞典皇家科学院决定将2025年诺贝尔物理学奖授予科学家约翰·克拉克、麦克·H·德沃雷特、约翰·M·马蒂尼，以表彰他们“发现电路中的宏观量子力学隧道效应和能量量子化”。将2025年诺贝尔化学奖授予北川进（Susumu Kitagawa）、理查德·罗布森（Richard Robson）以及奥马尔·M·亚吉（Omar M. Yaghi）三位科学家，以表彰其在金属有机骨架开发领域的贡献。瑞典学院将2025年诺贝尔文学奖颁给了匈牙利作家拉斯洛·卡撒兹纳霍凯，以表彰其“在末世恐惧中仍能通过震撼人心且具先知般洞察力的作品，重申艺术力量”的杰出成就。

欧盟委员会发布“应用人工智能”和“科学中的人工智能”两项战略，以加快欧洲工业与科学领域对人工智能的应用。“应用人工智能”战略旨在利用人工智能的变革潜力，覆盖医疗与制药、能源、制造、国防和通信等战略领域，具体举措包括建立人工智能赋能的先进医疗筛查中心，支持开发针对制造业、环境与制药等行业的前沿模型与智能体等。

哈马斯高级官员、首席谈判代表哈利勒·哈亚发表声明宣布达成停火协议。这是各方证实加沙停火第一阶段协议达成以来，哈马斯谈判代表团首次公开发声。哈利勒·哈亚表示，哈马斯已从包括美国在内的调解方那里获得了保证，“加沙战争已经结束”。

美国总统特朗普表示，自2025年11月1日起，所有从其他国家和地区进口至美国的中型和重型卡车将被征收25%的关税。

欧佩克+发布声明称，欧佩克+将在11月进一步增产13.7万桶/日。下次会议将于11月2日举行，讨论12月的产量政策。声明指出，全球经济前景稳定，当前市场基本面健康。

世界贸易组织发布《全球贸易展望与统计》最新报告指出，受人工智能（AI）相关产品需求增长、北美在关税上调前的进口激增及新兴经济体间贸易活跃推动，2025年上半年全球货物贸易超出预期。WTO据此将2025年全球货物贸易增长预测上调至2.4%，高于8月时的0.9%；但2026年预测下调至0.5%。

10月7日纽约期金历史首次站上4000美元/盎司大关，伦敦现货黄金价格也一度涨破3990美元/盎司。美国财政赤字扩大、地缘冲突加剧、央行持续买金，叠加美联储降息预期

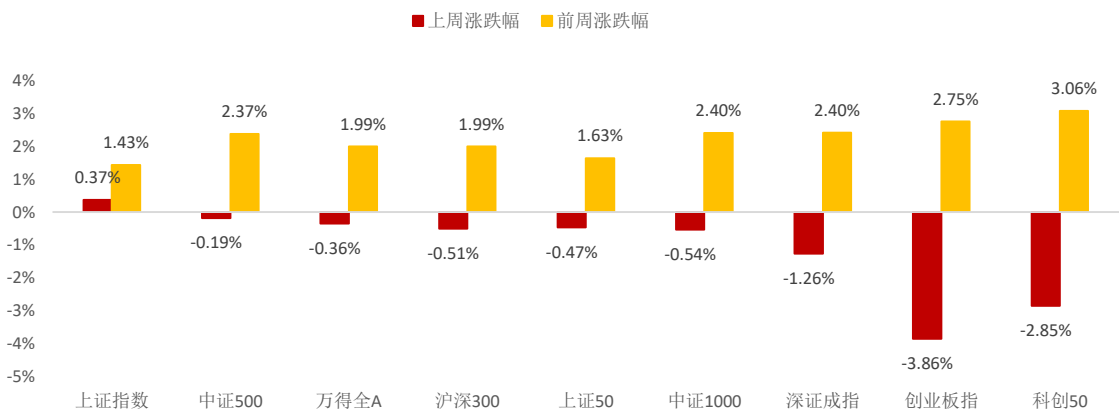
催化，推动了金价这一轮历史级的上涨。黄金牛市“吹号手”高盛持续唱多，将 2026 年 12 月黄金价格预测上调至每盎司 4900 美元（此前预测为 4300 美元）。

三、市场回顾

（一）权益市场

权益市场走势

图：上周 A 股宽基指数涨跌幅



数据来源：Wind、鑫元基金

上周 A 股宽基指数多数下跌。截至 10 月 10 日，仅上证指数上涨 0.37%，而创业板指下跌 3.86%、科创 50 下跌 2.85%，跌幅居前。从行业板块看，上周**有色金属、煤炭、钢铁**领涨，**传媒、电子、电力设备**领跌。

2、权益市场估值

图：上周 A 股市场宽基指数 PE（TTM）

	2025/10/10	同比前周变化	历史以来	同比前周变化	10 年分位数	5 年分位数	3 年分位数		
上证指数	16.7	↑	0.07	56.9	↑	0.63	95.8%	99.5%	99.3%
深证成指	31.5	↓	0.27	76.7	↓	1.11	86.8%	93.1%	90.6%
上证 50	11.8	↑	0.02	59.7	↑	0.17	88.2%	87.7%	83.4%
沪深 300	14.2	↑	0.02	65.9	↑	0.37	86.8%	87.7%	83.5%
中证 500	35.2	↓	0.05	67.2	↓	0.05	80.5%	99.9%	99.9%
中证 1000	47.8	↓	0.20	69.5	↓	0.35	69.5%	90.9%	89.5%
创业板指	43.8	↓	1.61	42.6	↓	2.16	40.8%	50.8%	53.4%
科创 50	185.4	↓	7.28	99.4	↓	0.64	99.4%	99.4%	99.3%

数据来源：Wind、鑫元基金

图：上周 A 股市场申万一级行业 PE（TTM）

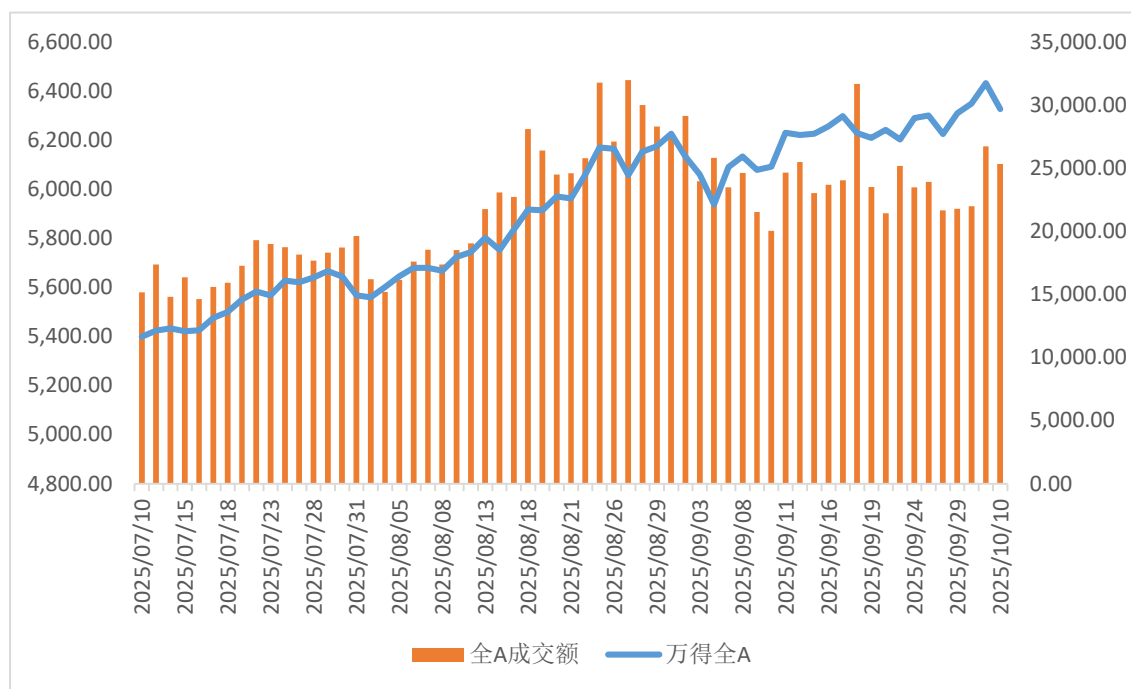
	2025/10/10	同比前周变化	历史以来	同比前周变化	10 年分位数	5 年分位数	3 年分位数
农林牧渔(申万)	18.7	↑ 0.20	9.80%	↑ 0.90	9.8%	16.3%	22.2%
基础化工(申万)	29.9	↑ 0.58	68.76%	↑ 1.82	68.8%	91.2%	88.0%
钢铁(申万)	40.8	↑ 1.65	80.80%	↑ 0.90	80.8%	99.9%	99.9%
有色金属(申万)	27.8	↑ 1.20	33.36%	↑ 1.13	33.4%	55.5%	64.9%
电子(申万)	72.6	↓ 1.98	93.94%	↓ 1.82	93.9%	99.6%	99.5%
家用电器(申万)	14.6	↓ 0.07	38.48%	↓ 1.29	38.5%	43.4%	47.0%
食品饮料(申万)	21.1	↓ 0.03	19.46%	↓ 0.19	19.5%	11.6%	15.8%
纺织服饰(申万)	27.4	↑ 0.44	61.34%	↑ 0.91	61.3%	77.6%	72.3%
轻工制造(申万)	30.9	↑ 0.24	59.62%	↑ 0.85	59.6%	94.0%	91.9%
医药生物(申万)	39.0	↓ 0.49	66.50%	↓ 1.99	66.5%	78.9%	73.5%
公用事业(申万)	19.9	↑ 0.66	42.17%	↑ 5.66	42.2%	47.3%	50.3%
交通运输(申万)	16.8	↑ 0.19	48.92%	↑ 1.84	48.9%	61.9%	71.0%
房地产(申万)	69.5	↓ 0.58	99.93%	↓ 0.07	99.9%	99.9%	99.9%
商贸零售(申万)	40.9	↓ 0.19	86.09%	↓ 0.37	86.1%	98.5%	98.0%
社会服务(申万)	43.9	↓ 0.46	41.25%	↓ 1.13	41.3%	46.0%	26.5%
综合(申万)	54.4	↓ 0.36	70.66%	↓ 0.78	70.7%	82.5%	76.2%
建筑材料(申万)	30.1	↑ 0.79	80.80%	↑ 1.23	80.8%	99.3%	99.0%
建筑装饰(申万)	12.4	↑ 0.34	69.40%	↑ 1.30	69.4%	96.3%	100.0%
电力设备(申万)	41.7	↓ 1.09	61.83%	↓ 5.16	61.8%	78.9%	71.3%
国防军工(申万)	87.4	↑ 0.05	73.75%	↓ 0.02	73.8%	98.7%	98.2%
计算机(申万)	93.6	↓ 1.71	94.69%	↓ 0.46	94.7%	98.9%	98.4%
传媒(申万)	47.6	↓ 1.77	69.51%	↓ 3.64	69.5%	94.1%	92.0%
通信(申万)	46.0	↓ 0.74	73.54%	↓ 2.33	73.5%	94.4%	95.1%
银行(申万)	6.1	↑ 0.02	41.89%	↑ 0.97	41.9%	48.4%	63.9%
非银金融(申万)	14.9	↑ 0.08	31.23%	↑ 1.75	31.2%	39.9%	48.0%
汽车(申万)	31.3	↓ 0.38	88.84%	↓ 1.35	88.8%	82.7%	76.5%
机械设备(申万)	38.2	↓ 0.07	71.04%	↓ 0.10	71.0%	98.0%	99.3%
煤炭(申万)	16.1	↑ 0.68	75.98%	↑ 0.36	76.0%	100.0%	100.0%
石油石化(申万)	18.9	↑ 0.54	58.88%	↑ 3.70	58.9%	86.4%	90.0%
环保(申万)	27.4	↑ 0.42	59.03%	↑ 0.50	59.0%	97.3%	99.9%
美容护理(申万)	41.5	↑ 0.38	60.52%	↑ 0.89	60.5%	58.8%	44.1%

数据来源：Wind、鑫元基金

上周各宽基指数和各行业估值涨跌不一。当前各宽基指数多数估值水平超过 50%。从行业板块看，上周**钢铁、有色、建筑材料**估值上行最多，**电子、传媒、计算机**下行最多。当前**房地产、计算机、电子、汽车、商贸零售**板块估值处于历史较高水平；**农林牧渔、食品饮料、非银金融、有色金属、家用电器**板块估值处于历史较低水平。

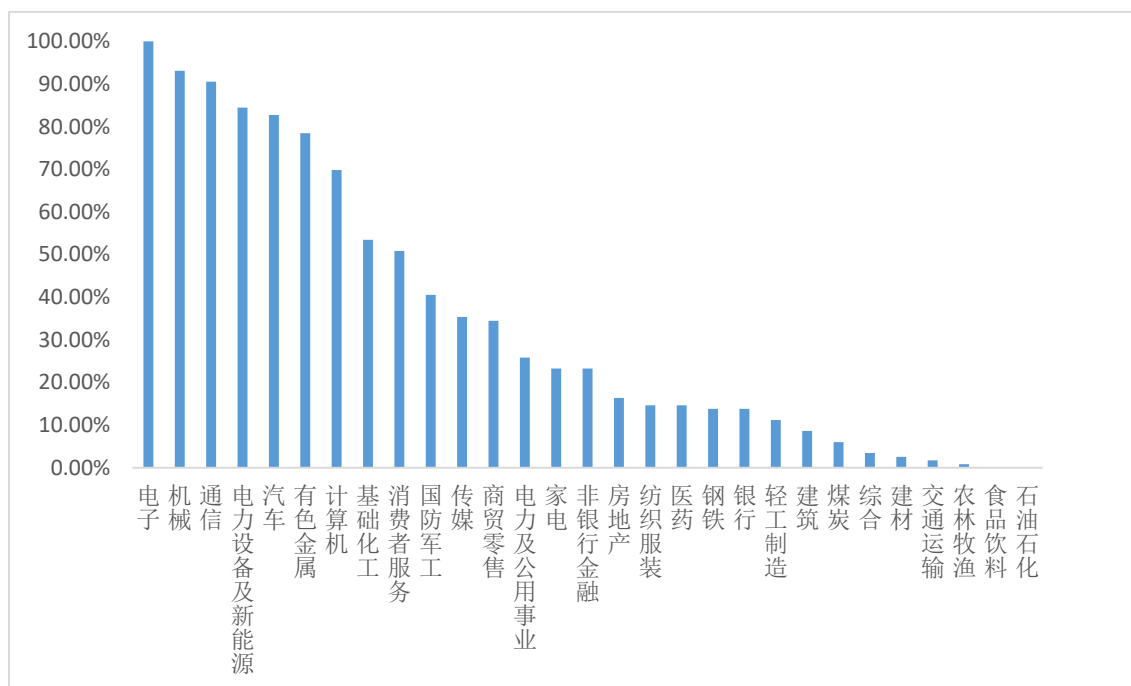
3、权益市场情绪

图：全市场成交金额



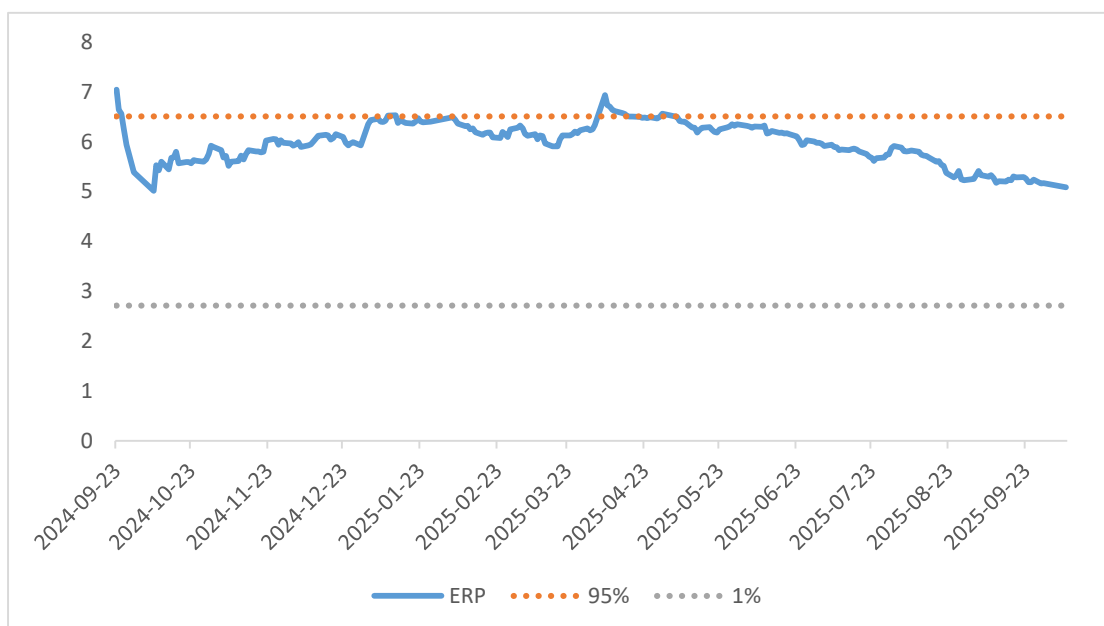
数据来源：Wind

图：行业拥挤度分位数



数据来源：Wind

图：股债性价比：沪深 300 与 10 年期国债



数据来源：Wind

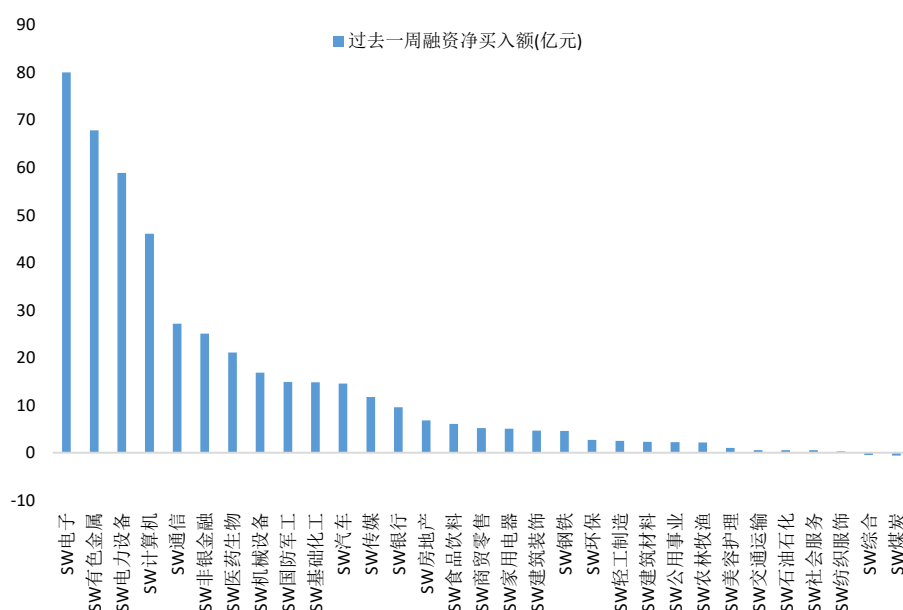
上周量化模型的信号为“中性偏多”。从全 A 换手率的角度看，上周市场震荡上行。从行业拥挤度的角度，电子，机械，通信的拥挤度较高。

从股债性价比大周期的角度，目前权益相对固收的风险溢价为 5.09%，处于历史 44.28% 的分位数，所以从此时点看，长期持有仍是好选择。

4、权益市场资金

10月9日，两融资金占比为12.84%，9月30日为11.83%，反映出杠杆资金加仓意愿上升。截至10月10日，上周融资净买入的前三行业为电子、有色、电力设备。

图：上周两融资金行业流向（亿元）

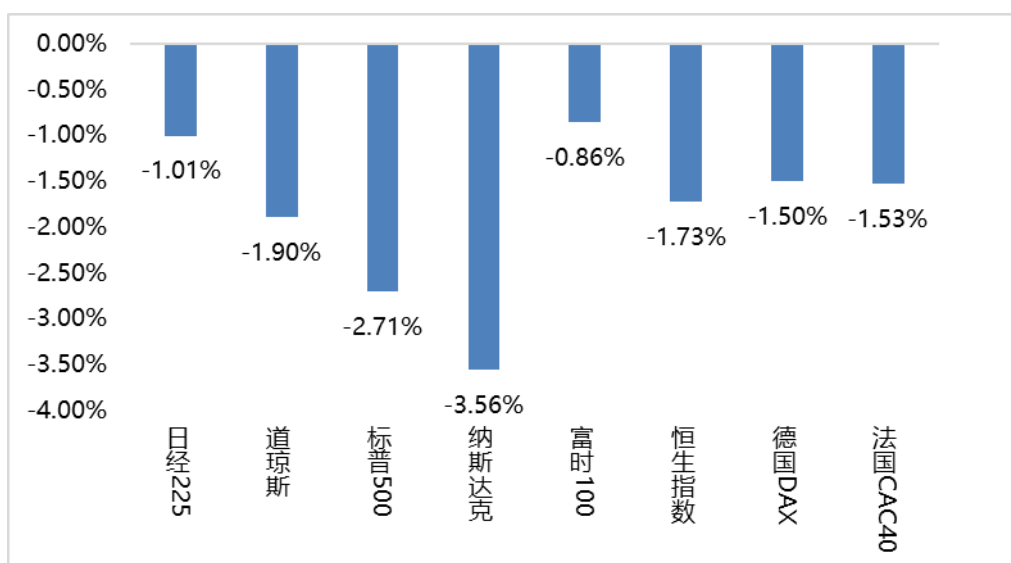


数据来源：Wind、鑫元基金

5、海外权益市场

上周海外股市集体下跌。美国股市方面，道指下跌 1.90%，标普 500 下跌 2.71%，纳指下跌 3.56%；欧洲股市方面，英国富时 100 下跌 0.86%，德国下跌 1.50%，法国下跌 1.53%；亚太股市方面，日经指数下跌 1.01%，恒生指数下跌 1.73%。

图 11：上周海外主要指数涨跌

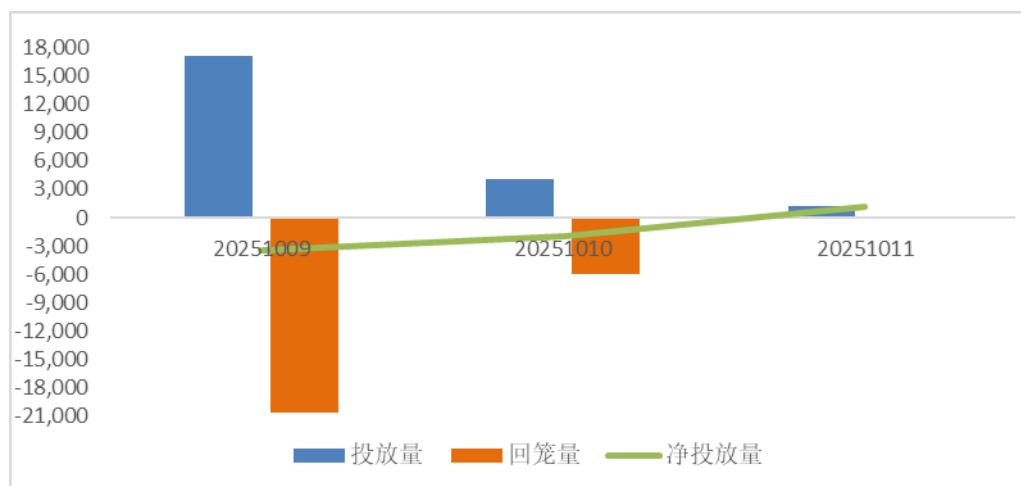


数据来源：Wind、鑫元基金

（二）资金市场

公开市场操作：上周央行进行 11370 亿元逆回购操作和 11000 亿元买断式逆回购操作，因有 26633 亿元逆回购到期，整体上实现净回笼 4263 亿元。

图：上周公开市场操作情况



政府债发行：本周国债计划发行 2210 元，地方政府债计划发行 323 亿元，整体净缴款 852 亿元。

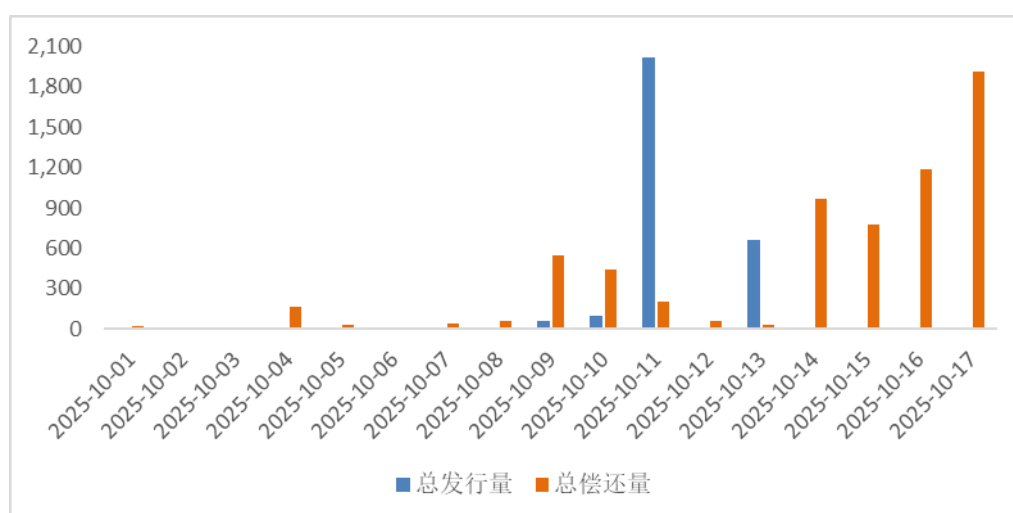
图：10 月 13 日-10 月 17 日政府债发行缴款

单位：亿元

	10 月 13 日		10 月 14 日		10 月 15 日		10 月 16 日		10 月 17 日	
	国债	地方债	国债	地方债	国债	地方债	国债	地方债	国债	地方债
发行	0	0	1660	0	550	39	0	175	0	110
到期	0	249.85	301	80.39	1040	74.41	1252.7	82.7	0	237.54
缴款	1645	103	0	0	1660	0	550	39	0	175
净缴款	1498		-381		546		-747		-63	

同业存单发行：本周（10 月 13-17 日）存单到期 4936 亿元，再往后一周（10 月 20-24 日），存单到期 6167 亿元，不过仍处于历史中性水平。

图：同业存单到期与发行



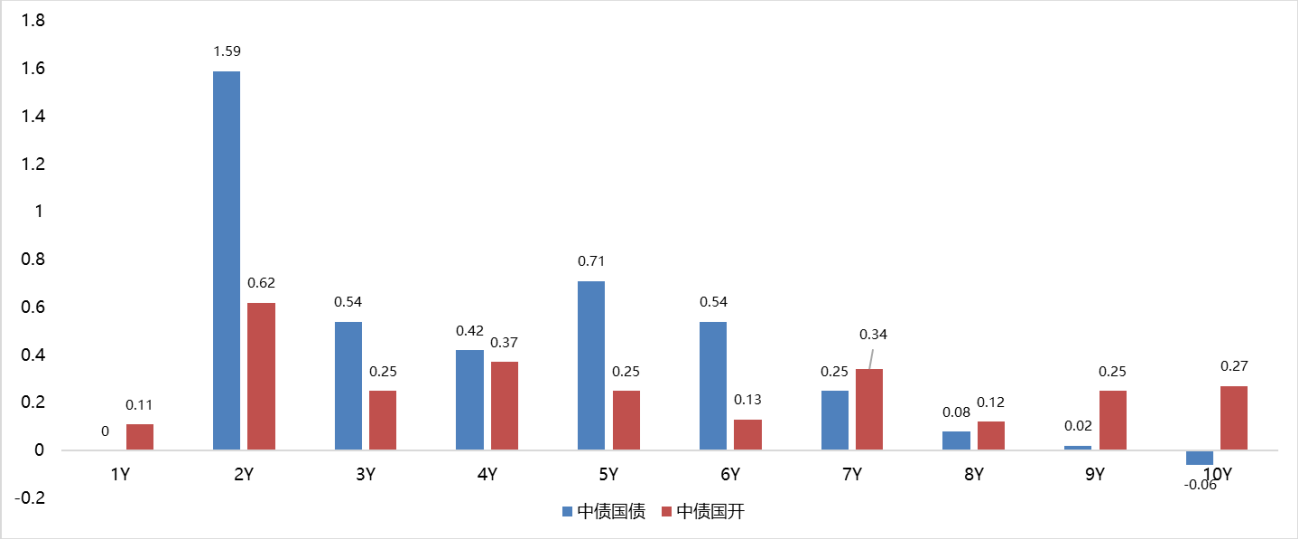
回购市场：上周虽然有 2.66 万亿的逆回购集中到期，但随着央行的呵护，资金价格逐步回归节前水平。10 月 9 日单日有 2.06 万亿逆回购到期，对资金面的扰动较大，但当日央行投放 6120 亿元逆回购和 11000 万亿元买断式逆回购，呵护态度明显，10 日央行继续投放，资金利率逐步下行，11 日调休上班，资金面均衡偏松。全周来看资金价格回落，截至 11 日，R001 收于 1.32%，较节前下行约 22BP，R007 收于 1.41%，较节前下行 20BP。

票据利率：上周为节后第一周，市场在标杆大行的带动下逐渐活跃，票价呈现低开下行的走势。9 日买盘配置需求快速释放，而月初足月票供稀缺，报价相对较少，卖盘票源以库存票补充，出口压价出票，市场一度供不应求，票价整体低开下行；10 日早盘标杆大行不改

前日操作，继续多次降价收票，带动票价大幅下探，午后，买盘收票力度降低，卖盘继续出票，供需情绪略有回升，票价跌势放缓；11 日标杆大行虽继续配置，但降价动力有所减弱，买盘情绪放缓，卖盘继续出票，供需力量整体维持均衡态势，票价区间震荡。

（三）债券市场

图 14：上周利率债各期限收益率涨跌幅（BP）



数据来源：Wind、中债估值、鑫元基金

表 2：中债国债期限利差（2025 年）

中债国债期限利差				
项目	3-1	5-3	10-5	10-R007
期限利差	1.3741	1.5016	1.5198	1.558
环比	0.00	0.02	0.01	0.00
年初以来	-19.6059	-9.5684	-14.0002	-28.842
2016 年以来最大值	57.29	49.88	74.94	145.68
2016 年以来最小值	-8.62	-3.15	-6.03	-305.09
2016 年以来平均值	25.12	15.18	18.26	46.54
2016 年以来分位数	2.05%	2.21%	3.27%	12.48%

数据来源：Wind，最大、最小、平均值区间均为 2016 年至今

表 3：中债中短期票据信用利差（2025 年 10 月 10 日）

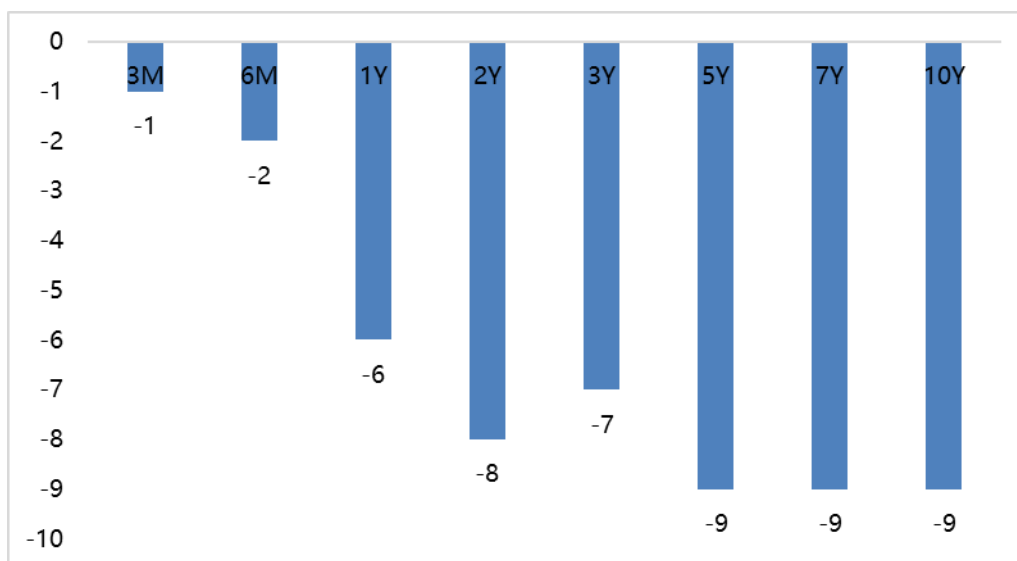
中债中短期票据信用利差					
项目	AAA：1Y	AAA：2Y	AAA：3Y	AAA：4Y	AAA：5Y
信用利差	1.605	1.6813	1.7676	1.8133	1.828
环比	0.01	0.01	0.00	0.00	0.00
年初以来	-30.735	-33.5487	-35.4924	-31.8267	-43.292
2016 年以来最大值	98.01	78.03	77.29	76.64	93.82
2016 年以来最小值	1.5688	1.6387	1.717	1.7657	1.7957
2016 年以来平均值	43.83	35.25	37.65	41.76	43.18
2016 年以来分位数	0.20%	0.25%	0.41%	0.37%	0.20%

数据来源：Wind、鑫元基金，最大、最小、平均值区间均为 2016 年至今

上周利率债各期限收益率小幅上行。其中，中债国债 1 年期收益率不变保持 1.3500，3 年期上行 0.54BP 至 1.5000，5 年期上行 0.71BP 至 1.5700，10 年期下行 0.06BP 至 1.7430。

长期限高等级票据信用利差小幅走阔。中债 1 年期 AA A 级中短期票据信用利差走阔 0.01BP，中债 2 年期 AAA 级中短期票据信用利差走阔 0.01BP；中债 3 年期 AAA 级中短期票据信用利差不变。

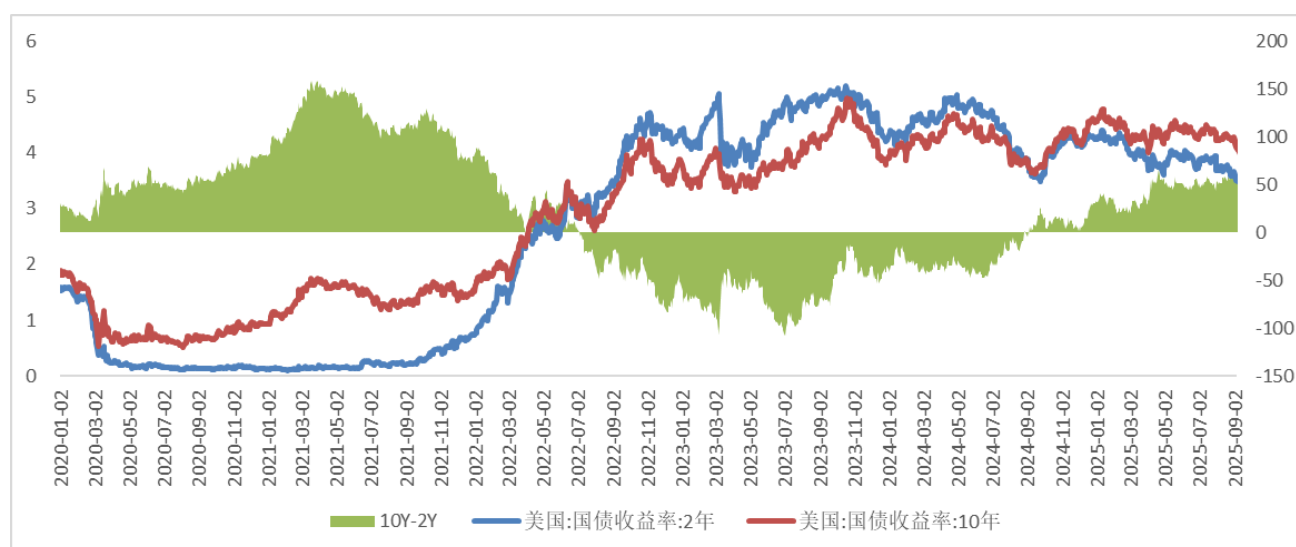
图 15：上周美债各期限收益率涨跌幅（BP）



数据来源：Wind、鑫元基金

上周美债各期限收益率集体下行。1 年期美债收益率下行 6BP，3 年期美债收益率下行 7BP，10 年期美债收益率下行 9BP。

图 16：10 年期和 2 年期美债收益率走势



数据来源：Wind、鑫元基金

（四）外汇市场

上周美元指数下跌，在岸和离岸人民币汇率升贬值不一。上周美元指数下跌 0.59%，在岸和离岸人民币汇率有所升值，中间价升值 0.08%，即期汇率升值 0.02%，离岸人民币汇率贬值 0.14%。

表 4：上周美元及人民币汇率升贬值

美元和人民币汇率				
项目	美元指数	美元兑人民币： 中间价	美元兑人民币： 即期汇率	美元兑人民币： 离岸
选定日期	98.8223	7.1048	7.1232	7.1478
对照日期	99.4044	7.1102	7.1246	7.1380
涨跌	-0.59%	0.08%	0.02%	-0.14%

数据来源：Wind、鑫元基金

注：外汇汇率数据为前周和上周最后一个交易日收盘价，涨跌幅反映当周变动幅度

四、市场展望及投资策略

（一）宏观展望

宏观展望方面，中方此次行动被视为“主动出击”，利用其在全球稀土产业链中的主导地位（中国主导全球稀土开采的 70%和稀土永磁产品的 93%），以争取正当的国际贸易权益。美国经济因加征关税而增长放缓，劳动力市场趋冷，政治割裂加剧，联邦政府面临停摆风险，同时大豆等农产品对华出口受阻。预计中美双方在各自“出牌”后，谈判进程有望加快，仍可能达成长期协议。

（二）权益市场展望和策略

中美关税冲突再起：1）特朗普 TACO 的概率接近 100%。2）相比于四月，关税冲突的严重程度、征收范围和解决预期都要更好些；不太有利的是 A 股当前所处的位置相对较高，浮盈较多，调整在所难免。3）宏观政策因素只是一个打破市场平衡的导火索，市场在此前上涨累积的浮盈需要释放，由此带来的波动率风险是需要规避的。4）本轮调整幅度弱于 4 月关税的调整幅度（万得全 A 在 4 月最大回撤 12.32%），但调整时间上会更长（当时认为 4 月 7 日 A 股短期主跌段已完成了大部分）。本周权益策略建议：1、仓位：调整至中性仓位。关税冲突再起，打破市场短期平衡。相比 4 月关税出台时点，当前 A 股处于相对高位，浮盈累积较多，容易引发市场的向下波动。但本次关税冲突无论在严重程度、征收范围和解决预期都要好于 4 月。因此，判断本轮调整幅度弱于 4 月关税的调整幅度（万得全 A 在 4 月最大回撤 12.32%），但调整时间会更长（当时认为 4 月 7 日 A 股短期主跌段已完成了大部分）。下周

如有反弹的机会，可考虑减仓。2、配置策略：哑铃策略。3、行业选择：1) 短期金融等超大市值品种占优，具备一定的相对收益。2) 结构性分子景气稀缺的算力存储、储能、机器人、游戏、风电以及港股科技等行业出现调整之后，可重点回补其中的景气龙头。3) 有色金属行业每次调整都是买入的机会，包括黄金白银，铜铝锡锌等大宗工业金属，以及钴锂等为主的能源金属，都是值得配置的方向。可以考虑做黄金与其他金属的配对交易。

(三) 债券市场展望和策略

看股做债是当前国内债市的主线，背后反映的是居民资产配置再平衡的过程，只要股市不言顶，就会不断驱动居民财富从债市流向股市，那么债市整体还是承压。但周五特朗普关税言论后，股债定价都开始重回关税博弈，短期债在流动性偏宽松的环境中整体偏利多一些。一方面权益市场本身处在降波周期，对弱现实的交易权重在增加，另一方面随着9月底银行浮盈兑现的压力过去，配置盘也开始有动力在当前点位加仓。中期级别观点偏震荡，特朗普带来的变数使得中美在达成最终的贸易谈判协议前，风险偏好的压制是持续存在的。

展望来看，特朗普面对明年中期选举压力是确定性的，这就意味着中美之间硬脱钩并不现实，本次关税威胁更多的是会谈前的极限施压。但无论如何市场会对此定价，避险情绪驱动下债市有短暂的交易窗口。后续债市是否有趋势性行情，大概率取决于后续双方在谈判前是否有进一步的升级措施。若谈判不及预期且双方关系持续紧张，国内货币政策宽松的后手安排将为收益率下行打开空间，若双方维持现状互有妥协，市场则延续宽松交易的主线，即美联储降息叠加大美丽法案驱动远端需求向上，居民财富配置再平衡的过程中导致债市承压。

策略方面，短期市场主线回归关税博弈，债市在情绪主导下定价利多，下行空间预计弱于4月份的事件冲击，但后续节奏层面难以把握，在避险情绪和弱现实的驱动下，预计收益率视双方升级情况震荡向下。

风险提示：本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就报告中的任何投资做出任何形式的担保。本报告内容和意见不构成投资建议，仅供参考，使用前务请核实，风险自负。本报告版权归鑫元基金管理有限公司所有，未获得鑫元基金管理有限公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。