

策略周报

重视关税博弈下的自主可控行情

关税不确定性依旧，A 股有望展现相对优势；关税博弈之下，行业轮动速度及复杂性或有短期提升，防御属性与自主可控是两大行情演绎主线。

- **关税不确定性冲击全球资产，A 股有望展现相对优势。**本周市场在关税政策的影响下出现大幅震荡。当前来看，美“逆全球化”趋势短期难以逆转，且特朗普政策的不确定性也会持续影响企业投资及居民消费支出的预期。短期来看，这种不确定性对金融资产价格及商业活动的负面冲击尚未完全被消化，风险资产价格存在修复动能但空间及持续性或受到基本面预期走弱制约，与此同时，弱美元走势仍将持续。对于 A 股，当前国内需求复苏仍有待增强。下周即将迎来一季度经济数据的披露，4 月政治局会议也即将召开，市场对于稳增长政策发力的预期再度升温。我们认为，关税政策波动下，A 股短期有望走出独立行情：一方面，中美经济周期定位差异下，本轮美国滞胀→衰退风险增加，而国内政策空间更足，给予基本面的支撑更强；另一方面，当前中国资产本身具备估值优势，弱美元有利于中国资产的估值重塑过程。
- **行业轮动速度及复杂性或有短期提升。**本周行业轮动速度明显加快，且收益结构有所恶化，直接原因为贸易摩擦带来的全球资本市场大幅震动，细究而言，当前市场共识的行业结构方向较贸易摩擦前发生明显改变，过去三年行业配置方面的“杠铃策略”开始出现变化。红利与出海方向作为“铃片左侧”资产的逻辑已经出现分化，出海逻辑受到明显削弱，作为“铃片右侧”资产的科技成长方向同样出现内部分化，一方面整体受到风险偏好压制，另一方面内部出海占比较高的电新、消费电子等方向逻辑承压，而受益于自主可控的半导体、军工等方向则开始获得市场更多关注，而此前承压的“杠”资产，受益于内需逆周期政策预期，其走弱趋势已有明显改善。整体而言，内需及科技自主可控的主逻辑已逐步开始获得市场认可，旧有“杠铃策略”的趋势配置逻辑，其内部已出现明显裂痕及分化。但从扰动因素角度来看，内需政策的发布及效果呈现存在节奏上的不确定性，外部贸易摩擦同样存在节奏上的放缓与加剧。我们认为，在内需及科技自主可控新一致预期的形成和强化过程中，其复杂性或有明显提升，这也将进一步导致行业轮动速度的提升。关税博弈之下，防御属性与自主可控是两大行情演绎主线，但情绪兑现之后，赛道仍需优选长期基本面向好，如创新药、中药、免税、育种等，国产替代正在从“可选项”升级为“必选项”，投资价值凸显，聚焦信创、半导体产业链中技术壁垒高、政策支持明确的环节。
- **全球各国对美国“对等关税”政策的反应呈现明显的分化。**欧盟和法国采取了相对强硬的反制措施，而日澳等经济体则保持观望态度，倾向于通过多边途径解决争端；发展中国家经济体如巴西和印度虽进行了反制，但其加税幅度较小或范围有限，依然希望维持与美国的经济合作。
- **风险提示：**政策落地不及预期，宏观经济波动超预期；市场波动风险；海外经济超预期衰退、流动性风险。

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格
策略研究

证券分析师：王君
(8610)66229061
jun.wang@bocichina.com
证券投资咨询业务证书编号：S1300519060003

证券分析师：徐沛东
(8621)20328702
peidong.xu@bocichina.com
证券投资咨询业务证书编号：S1300518020001

证券分析师：郭晓希
(8610)66229019
xiaoxi.guo@bocichina.com
证券投资咨询业务证书编号：S1300521110001

证券分析师：徐亚
(8621)20328506
ya.xu@bocichina.com
证券投资咨询业务证书编号：S1300521070003

证券分析师：高天然
tianran.gao@bocichina.com
证券投资咨询业务证书编号：S1300522100001

目录

观点回顾.....	4
大势与风格.....	5
中观行业与景气.....	8
一周市场总览、组合表现及热点追踪.....	14
风险提示.....	17

图表目录

图表 1. 近期全球大类资产表现.....	5
图表 2. 本周国内外重点经济数据更新	6
图表 3. 本周大盘价值风格相对抗跌.....	6
图表 4. 当前市场风格因子表现.....	6
图表 5. 3 月国内通胀走势	6
图表 6. 4 月 2 日以来海外大类资产两阶段走势.....	7
图表 7. 本周一级行业表现	8
图表 8. 本周二级行业表现（前后 15）	8
图表 9. 关注行业轮动速度提升的趋势	9
图表 10. 中国半导体 Alpha 进入加速阶段.....	9
图表 11. 近期大消费板块催化政策频出	10
图表 12. 近期猪价仍处在磨底阶段.....	10
图表 13. 港口货物吞吐量情况.....	10
图表 14. 集装箱及干散货运价指数.....	10
图表 15. 20240924-20241112，信创和半导体产业链走出一轮行情	11
图表 16. 20240924-20241112，信创和半导体产业链细分赛道及个股表现	12
图表 17. 中观行业比较表格	13
图表 18. 主力资金行业流向情况（单位：亿元）	14
图表 19. 本周股票型 ETF 单周净申购规模创 13 个月以来最大（单位：亿元） ..	14
图表 20. 主要国家和组织对美国“对等关税”政策的反应	15
续 图表 20. 主要国家和组织对美国“对等关税”政策的反应	16

观点回顾

——20240204 《等待资金面问题缓解》：被动卖出和购买意愿寡淡是当前资金面主要矛盾，经济数据修复将成为市场底部反转关键。

——20240407 《财报季关注盈利因子配置方向》：强势非农数据或推后美联储降息时点，4 月市场进入业绩窗口期及政策落地期，对盈利端的预期将有望迎来市场重新计价。

——20240804 《海外降息有望释放 A 股压力》：海外衰退宽松交易渐起，政治局会议表述更为积极，权益市场短期或将迎来“东升西降”。

——20241215 《重回跨年配置行情主线》：重要会议定调下，新兴消费与“AI+应用”作为跨年主线的线索明确。

——20241216 《重回科技主导产业——2025 年度策略报告》：盈利弱复苏，估值强支撑，科技和高端制造业有望成为市场主导。

——20250209 《指数与情绪共振：AI Infra 向上重估》：A 股性价比优势凸显，DeepSeek 产业驱动下，AI Infra 有望率先反应。

——20250216 《DeepSeek 行情的二阶段：聚焦云计算和 AI 应用》：DeepSeek 高性价比凸显之下，云计算正在成为大模型时代的“卖水人”。应用端重点关注医疗、企服、教育、办公、金融、营销等垂直领域。

大势与风格

关税不确定性冲击全球金融资产。本周市场在关税政策的影响下出现大幅震荡。前半周特朗普关税对市场的冲击持续演绎，中国及欧盟强力反制，美方对华关税持续加码，全球市场衰退预期持续发酵，股债汇齐跌，避险资产黄金价格也出现了一定程度的走弱。4月9日，特朗普宣布对未反制国家暂缓征收“对等关税”90天，市场避险情绪出现修复，风险资产普遍大幅反弹。不过，4月9日关税暂缓以来，市场对于美国衰退的预期并未完全得到消解，美债收益率上行的同时美元持续走弱，显示美元资产的避险低位正在弱化，黄金、日债等成为当下全球投资者新的避险资产。当前来看，虽然部分国家关税得到暂缓，使得金融市场短期流动性风险得到缓和，但美“逆全球化”趋势短期难以逆转，且特朗普政策的不确定性也会持续影响企业投资及居民消费支出的预期。短期来看，这种不确定性对金融资产价格及商业活动的负面冲击尚未完全被消化，短期风险资产价格存在修复动能但空间及持续性或受到基本面预期走弱制约，与此同时，弱美元走势或仍将持续。

政策预期升温，A股有望展现相对优势。对于A股，当前国内需求复苏仍有待增强，3月通胀数据显示虽然“以旧换新”政策带动下，核心商品价格环比有所上行，但国际油价下行使得3月国内PPI同比并未延续改善趋势。下周即将迎来一季度经济数据的披露，4月政治局会议也即将召开，市场对于稳增长政策发力的预期再度升温。我们认为，关税政策波动下，A股短期有望走出独立行情：一方面，中美经济周期定位差异下，本轮美国滞胀->衰退风险增加，而国内政策空间更足，给予基本面的支撑更强；另一方面，当前中国资产本身具备估值优势，弱美元有利于中国资产的估值重塑过程。

图表 1. 近期全球大类资产表现

大类资产		本周涨跌幅(%)	4月涨跌幅(%)	年初以来涨跌幅(%)
股	MSCI发达市场	4.36	(6.34)	(6.38)
	MSCI新兴市场	(3.90)	(6.10)	(2.82)
	标普500	5.70	(6.43)	(8.81)
	日经指数	(0.58)	(6.70)	(15.81)
	万得全A	(4.31)	(6.62)	(2.81)
	恒生指数	(8.47)	(6.54)	4.26
汇	美元指数	(3.06)	(6.25)	(8.03)
	美元兑人民币	0.28	0.42	0.28
	美元兑日元	(2.37)	(6.31)	(8.70)
	欧元兑美元	3.58	5.02	9.72
商	CRB商品	0.68	(6.10)	(2.12)
	LME铜	4.60	(6.42)	4.74
	WTI原油	(0.82)	(6.99)	(14.28)
	伦敦金现	5.76	3.70	23.73
债	10Y美债收益率(Bps)	47.00	25.00	(10.00)
	10Y国债收益率(Bps)	(6.12)	(15.61)	(1.84)

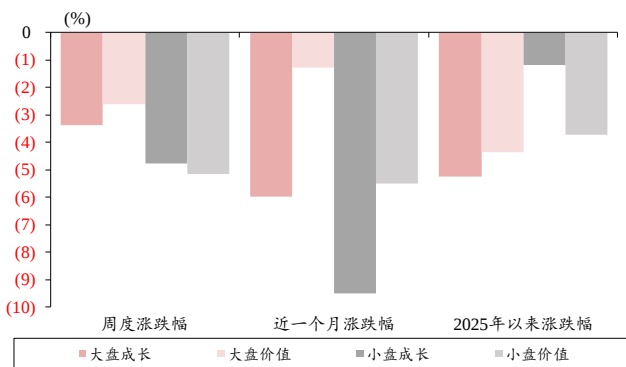
资料来源：万得，中银证券

图表 2. 本周国内外重点经济数据更新

	指标名称	前值	预测值	今值	环比变化
中国	3月外汇储备(亿美元)	32272.2		32406.7	134.4
	3月官方储备资产:特别提款权(亿美元)	530.8		538.8	8.1
	3月PPI:同比(%)	(2.2)	(2.2)	(2.5)	(0.3)
	3月CPI:同比(%)	(0.7)	(0.1)	(0.1)	0.6
美国	3月CPI:季调:同比(%)	2.8		2.4	(0.4)
	3月核心CPI:季调:同比(%)	3.1		2.8	(0.3)
	3月CPI:季调:环比(%)	0.2	0.2	(0.1)	(0.3)
	3月核心CPI:季调:环比(%)	0.2	0.3	0.1	(0.1)
	3月核心PPI最终需求:季调:同比(%)	3.5		3.3	(0.2)
	3月核心PPI最终需求:季调:环比(%)	0.1	0.3	(0.1)	(0.2)
	3月PPI最终需求:季调:同比(%)	3.2		2.8	(0.4)
	3月PPI最终需求:季调:环比(%)	0.1	0.1	(0.4)	(0.5)
	3月核心PPI:季调:环比(%)	0.3		0.3	0.0
	3月核心PPI:季调:同比(%)	2.1		2.4	0.3
欧盟	4月密歇根消费者情绪指数(初值)	57.0		50.8	(6.2)
	第四季度欧盟:房价指数:同比(%)	3.9		4.9	1.0
	第四季度欧元区:房价指数:同比(%)	2.7		4.2	1.5

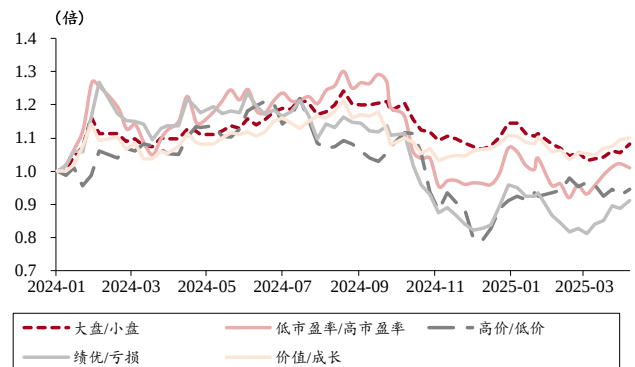
资料来源: 万得, 中银证券

图表 3. 本周大盘价值风格相对抗跌



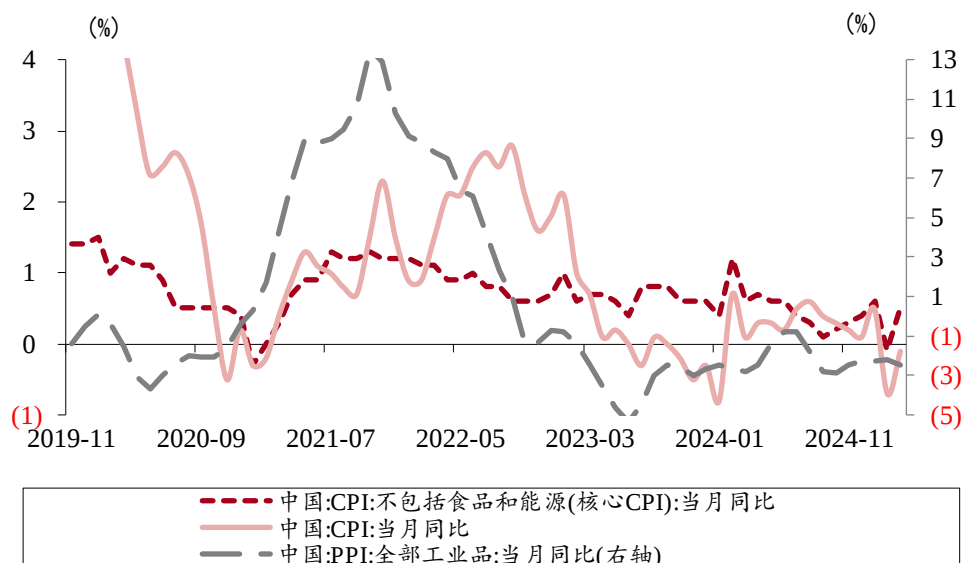
资料来源: 万得, 中银证券

图表 4. 当前市场风格因子表现



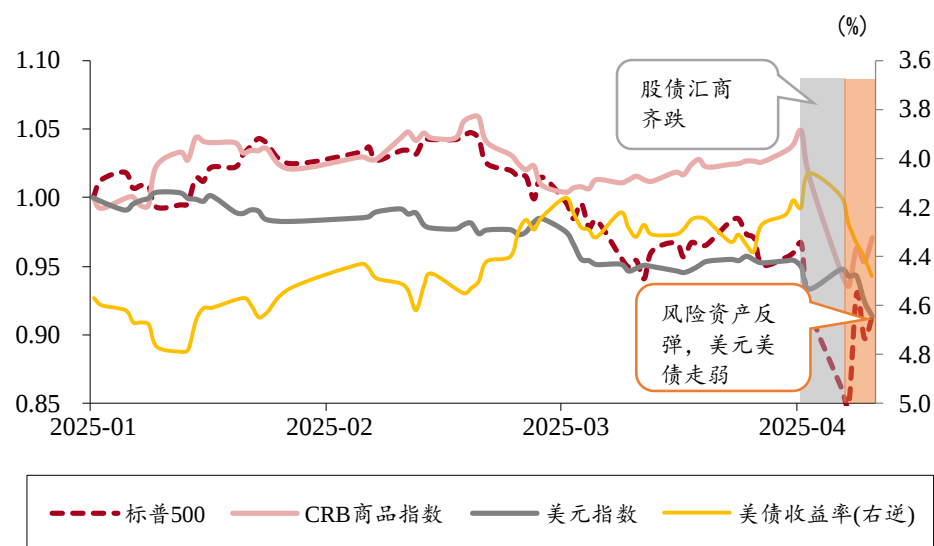
资料来源: 万得, 中银证券

图表 5. 3月国内通胀走势



资料来源: 万得, 中银证券

图表 6.4 月 2 日以来海外大类资产两阶段走势



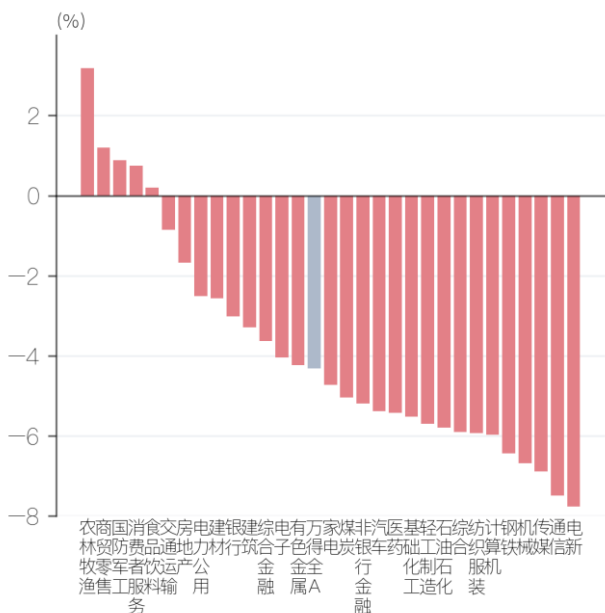
涨跌幅(%)		2025.1.1-4.2	2025.4.2-4.8	2025.4.8-4.13
股	标普 500	(3.58)	(11.54)	5.95
	万得全 A	2.35	(8.99)	5.45
	日经 225	(10.45)	(7.33)	7.87
	欧元区 STOXX	8.42	(9.57)	3.15
商品	CRB 商品	5.68	(9.97)	2.63
	LME 铜	10.64	(10.70)	5.18
	WTI 原油	(1.38)	(18.22)	1.29
	伦敦金现	18.00	(4.88)	8.57
汇率	美元指数	(4.44)	(1.22)	(3.61)
	美元兑人民币	(0.13)	0.37	0.15
	美元兑日元	(5.01)	(2.23)	(2.91)
	欧元兑美元	4.92	1.54	4.17
债	美债(BPs)	(38.00)	6.00	22.00
	中债(BPs)	11.35	(12.54)	(0.65)
	日债(BPs)	33.90	(18.20)	6.30

资料来源：万得，中银证券

中观行业与景气

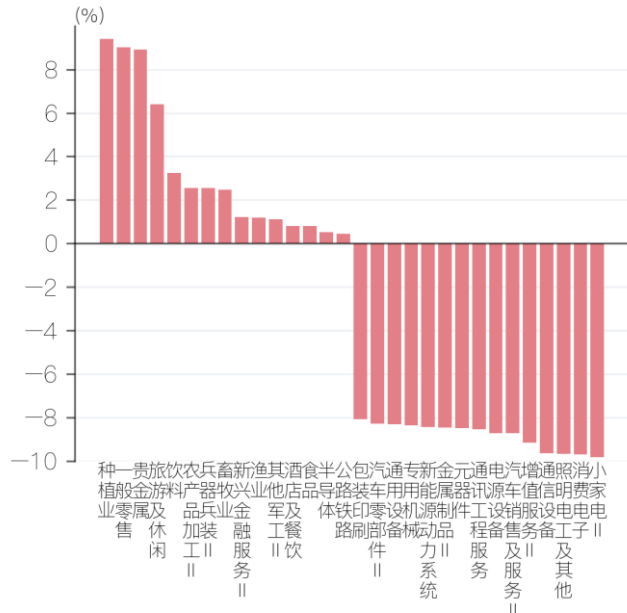
外需及科技成长行业明显承压。本周行业受美国关税政策影响产生较大分化，对美加征“对等关税”影响，种植业和畜牧业逆市上涨，并带动农林牧渔行业本周涨幅第一。内需政策发力预期下，商贸零售、消费者服务、食品饮料涨幅排名分列二、四、五。细分行业中贵金属方向涨幅居前。受风险偏好压制较大的科技行业以及出口敞口较大的相关行业如电新、纺服、轻工等本周跌幅居前，细分方向中受益于自主可控的军工、半导体等方向先抑后扬，全周录得正收益。

图表 7. 本周一级行业表现



资料来源：万得，中银证券

图表 8. 本周二级行业表现（前后 15）



资料来源：万得，中银证券

关注行业轮动的速度及复杂性或有短期提升。本周行业轮动速度明显加快，且收益结构有所恶化，直接原因为贸易摩擦带来的全球资本市场大幅震动，细究而言，当前市场共识的行业结构方向较贸易摩擦前发生明显改变，过去三年行业配置方面的“杠铃策略”开始出现变化。红利与出海方向作为“杠铃左侧”资产的逻辑已经出现分化，出海逻辑受到明显削弱，作为“杠铃右侧”资产的科技成长方向同样出现内部分化，一方面整体受到风险偏好压制，另一方面内部出海占比较高的电新、消费电子等方向逻辑承压，而受益于自主可控的半导体、军工等方向则开始获得市场更多关注，而此前承压的“杠”资产，受益于内需逆周期政策预期，其走弱趋势已有明显改善。

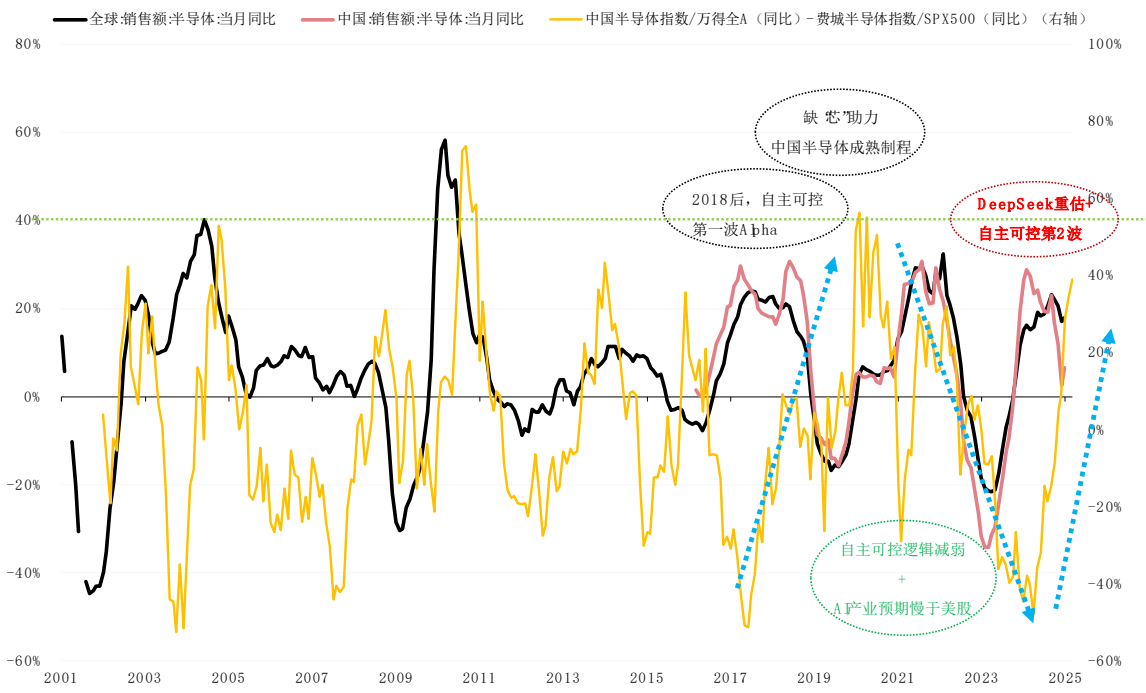
整体而言，内需及科技自主可控的主逻辑已逐步开始获得市场认可，旧有“杠铃策略”的趋势配置逻辑，其内部已出现明显裂痕及分化。但从扰动因素角度来看，内需政策的发布及效果呈现存在节奏上的不确定性，外部贸易摩擦同样存在节奏上的放缓与加剧。我们认为，在内需及科技自主可控新一致预期的形成和强化过程中，其复杂性或有明显提升，这也将进一步导致行业轮动速度的提升。

图表 9. 关注行业轮动速度提升的趋势



资料来源：万得，中银证券

图表 10. 中国半导体 Alpha 进入加速阶段



资料来源：万得，中银证券

关税博弈之下，内需防御与自主可控是两大行情演绎主线，但情绪兑现之后，赛道仍需优选长期基本面向好。关税博弈冲击之下，A 股市场整体弱势，消费等防御风格表现优异，科技中的自主可控板块也有亮眼表现，细分行业上，医药、食品饮料、免税、育种、猪周期等消费细分赛道涨幅居前，信创、半导体产业链凭借强自主可控属性表现较优。

4 月以来，关税博弈已历经多次交锋，但从当前局势来看，冲突或仍可能会延续一定时间，情绪性交易逐渐兑现之后，赛道行情持续性仍需要基本面支持。

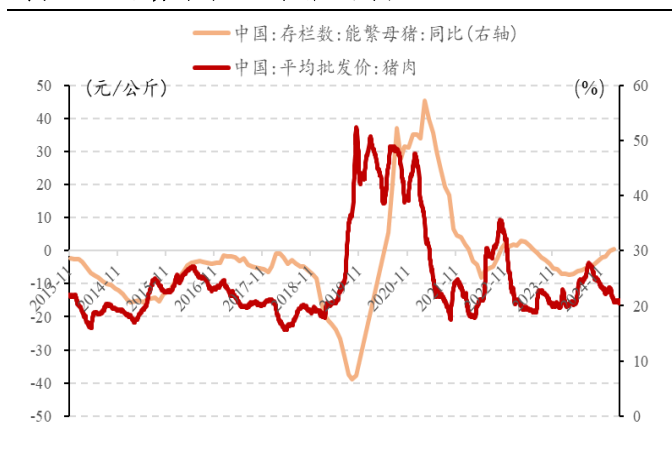
大消费板块之中，放眼具备长期景气趋势与潜在政策催化的方向，如创新药、中药、免税、育种等。消费板块之中，诸多赛道均有较优表现，部分赛道有较强关税带来的情绪催化，如猪周期等，受豆粕等饲料价格上行影响较大，但行业自身供需压力仍存，一旦关税压力暂缓则行业市场预期可能仍存在分歧。但也有部分赛道具备景气与政策预期双共振，如药品暂时不在对华关税的打击范围之内，且由于行业高毛利、知识产权属性强，容易进行成本传导，行业当前受到困境反转+AI 催化产业趋势+ 资金面改善的多重催化；中药板块具备较为稳定的现金流支撑，且近期受益于《促进消费健康专项行动方案》等支撑；免税板块受到强力政策催化，国家税务总局发布《关于推广境外旅客购物离境退税“即买即退”服务措施的公告》，明确将离境退税“即买即退”服务措施从多地试点推广至全国。试点期间，相关政策已对免税店收入及利润有明显贡献点，如今年 1-3 月，成都百盛购物中心消费金额同比增长 435%，退税笔数同比增长 670.59%，退税金额同比增长 428.78%。离境退税“即买即退”服务向全国推广有望带来免税行业价值的重估；当前我国在部分农产品方面仍有一定对外依赖特别是对美依赖问题，尤其是在种子方面存在一定“卡脖子”问题，种业安全是关乎民生的重要领域，自主可控的重要性极高，特别是在当前中美关税博弈不断持续的情况之下，种业安全有望受到持续政策关注。

图表 11. 近期大消费板块催化政策频出

时间	政策名称	具体内容
4月8日	《关于推广境外旅客购物离境退税“即买即退”服务措施的公告》	离境退税“即买即退”服务措施在全国推广。境外旅客在“即买即退”商店购买退税物品，办理信用卡预授权后，即可在现场领取等额退税款；旅客离境时，海关核验旅客身份和退税物品；退税代理机构审核购物退税信息无误后，当即解除信用卡预授权担保，并办结离境退税事项。
4月9日	《促进健康消费专项行动方案》	深化特殊食品注册备案制度改革，完善保健食品事前审评和事后评价机制，畅通保健食品新功能及产品审评注册。鼓励企业加强工艺研发、产品创新、品质管控，着力发展特殊医学用途配方食品。
4月7日	《北京市支持创新医药高质量发展若干措施（2025年）》	将临床试验项目启动整体用时压缩至20周以内，多中心试验项目伦理审查通过率提高至90%以上。深化创新药临床试验审评审批试点，将审批时限由60个工作日压缩至30个，创新药试点品种持续扩大，试点范围扩大到医疗器械。深化药品补充申请审评审批试点，将审评时限由200个工作日压缩至60个，争取将试点范围扩大至仿制药申请。
4月7日	《深圳市全链条支持医药和医疗器械发展若干措施》	聚焦核酸药物、蛋白和多肽药物、细胞药物、微生物药物、小分子创新药物等方向，引进或培育一批创新药成果；对完成临床试验并实现上市的一类创新药，面向其I期、II期、III期临床试验研发环节，分别给予最高1000万元、2000万元、3000万元资金奖励。

资料来源：澎湃新闻，光明网，商务部，北京医疗保障局，央广网，证券时报，中银证券

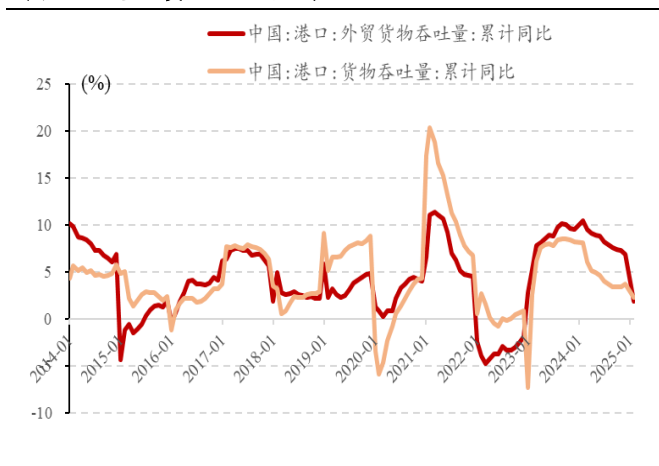
图表 12. 近期猪价仍处在磨底阶段



资料来源：万得，中银证券

航运港口等板块受到部分公司回购计划与近期业绩数据催化虽有一定表现，但从港口吞吐量数据及航运运价指数来看，行业基本面景气度仍处于一定承压状态，港口货物吞吐量同比与运价指数近期均有一定程度回落，且后续随关税博弈的持续，承压可能延续，对待相关行业行情仍需持相对谨慎态度。

图表 13. 港口货物吞吐量情况



资料来源：万得，中银证券

图表 14. 集装箱及干散货运价指数



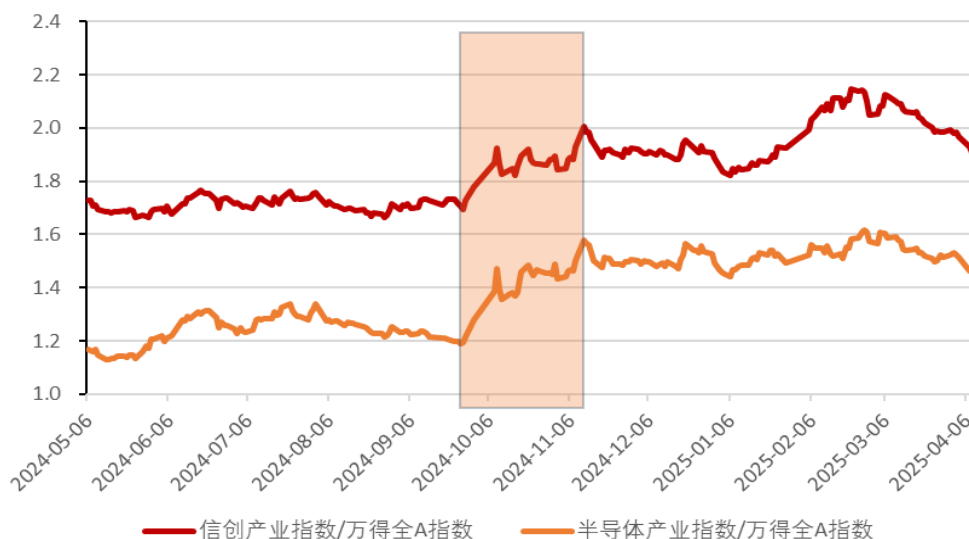
资料来源：万得，中银证券

关税阴霾之下，国产替代正在从“可选项”升级为“必选项”，投资价值凸显，聚焦技术壁垒高、政策支持明确的环节。近期特朗普关税政策不断升级演化，关税与科技脱钩威胁之下，科技板块供应链安全风险加剧，产业自主可控紧迫性强化。一方面，若关税政策落地，半导体设备、高端芯片、基础软件等环节将面临成本上升与断供风险，倒逼国产替代提速。且美国可能扩大对华技术限制（如高性能计算芯片、先进制程设备），国产算力（CPU/GPU）与半导体制造设备（光刻机、刻蚀机）自主化需求迫切。而另一方面，国内国产替代进程正在加速，政策倾斜力度较大，且国内厂商在诸多产业链重点环节已有技术突破。

对 2024 年 9 月 24 日-2024 年 11 月 12 日行情进行复盘，“特朗普交易”预期之下，A 股也演绎了一轮国产替代行情。区间内，信创指数、半导体指数分别上涨 51.8%、71.1%。信创概念中，技术壁垒较高、国产替代需求较为迫切的赛道表现较为优异，筛选 20240924-20241112 涨跌幅>60%的信创个股，主要集中在 CPU/GPU、服务器、基础软件、系统集成与解决方案等。半导体产业链中，重点“卡脖子”领域、政策倾斜方向表现亮眼，筛选 20240924-20241112 涨跌幅>80%的半导体产业链个股，主要集中在半导体设备、半导体设计、半导体制造、逻辑芯片等。

国产替代逻辑下建议聚焦技术壁垒高、政策支持明确的环节，主要包括信创产业链中的 CPU/GPU、服务器、基础软件、系统集成与解决方案等，以及半导体产业链中的半导体设备、半导体设计、半导体制造、逻辑芯片等。

图表 15. 20240924-20241112，信创和半导体产业链走出一轮行情



资料来源：万得，中银证券

图表 16. 20240924-20241112, 信创和半导体产业链细分赛道及个股表现

	证券代码	证券简称	20240924-20241112 涨跌幅 (%)	总市值 (亿元)	20250412收盘价	20250205-0412 最高价	自最高点回 调幅度	120日均线 价格	是否跌破 120日均线
CPU/GPU	688047.SH	龙芯中科	63.29	575.07	143.41	146.83	-2.3%	137.11	0
	688041.SH	海光信息	65.66	3,414.92	146.92	171.90	-14.5%	138.00	0
	300474.SZ	景嘉微	74.35	394.26	75.44	101.00	-25.3%	89.85	1
服务器	000977.SZ	浪潮信息	66.81	703.39	47.78	69.60	-31.4%	52.12	1
	603019.SH	中科曙光	119.46	957.81	65.46	79.01	-17.1%	70.21	1
	000938.SZ	紫光股份	47.90	734.75	25.69	34.35	-25.2%	26.96	1
基础软件	600536.SH	中国软件	99.80	416.48	49.00	54.20	-9.6%	49.10	1
	301236.SZ	软通动力	80.86	515.06	54.05	80.50	-32.9%	62.27	1
	300598.SZ	诚迈科技	88.70	96.99	44.70	57.13	-21.8%	52.75	1
应用软件	002368.SZ	太极股份	90.66	154.62	24.81	33.24	-25.4%	25.79	1
	603138.SH	海量数据	45.40	40.00	13.59	19.17	-29.1%	15.54	1
	300379.SZ	东方通	95.99	82.46	14.78	21.45	-31.1%	16.79	1
网络安全	688118.SH	普元信息	90.41	21.12	23.00	29.68	-22.5%	23.31	1
	688058.SH	宝兰德	125.45	21.38	27.50	41.84	-34.3%	31.64	1
	688111.SH	金山办公	48.06	1,425.04	308.00	408.68	-24.6%	308.37	1
系统集成与解决方案	600588.SH	用友网络	50.17	471.20	13.79	20.00	-31.1%	13.37	0
	600570.SH	恒生电子	95.61	488.64	25.83	37.18	-30.5%	29.24	1
	000948.SZ	南天信息	26.00	73.09	18.57	22.12	-16.0%	18.60	1
半导体设备	603383.SH	顶点软件	52.61	79.53	38.72	46.00	-15.8%	39.01	1
	603039.SH	泛微网络	53.53	159.23	61.10	85.18	-28.3%	55.32	0
	688369.SH	致远互联	80.02	32.17	27.92	42.84	-34.8%	25.66	0
网络安	688083.SH	中望软件	51.10	113.27	93.38	99.99	-6.6%	92.42	0
	002410.SZ	广联达	47.56	241.18	14.60	15.53	-6.0%	13.30	0
	000158.SZ	常山北明	184.97	325.00	20.33	29.83	-31.8%	24.55	1
系统集成与解决方案	301378.SZ	通达海	50.10	24.02	24.87	38.50	-35.4%	31.15	1
	688561.SH	奇安信	50.00	211.10	30.81	47.77	-35.5%	32.26	1
	002439.SZ	启明星辰	42.47	187.02	15.35	20.00	-23.3%	16.98	1
半导体材料	300454.SZ	深信服	57.48	375.26	88.95	142.00	-37.4%	77.86	0
	688023.SH	安恒科技	73.94	48.44	47.36	80.64	-41.3%	52.98	1
	000066.SZ	中国长城	149.25	529.03	16.40	18.37	-10.7%	15.58	0
半导体设计	300271.SZ	华宇软件	76.20	54.80	6.75	11.00	-38.6%	7.96	1
	002065.SZ	东华软件	78.17	302.28	9.43	15.08	-37.5%	8.74	0
	002371.SZ	北方华创	58.53	2,442.60	457.50	475.62	-3.8%	415.24	0
半导体设备	688012.SH	中微公司	103.22	1,175.52	188.88	220.99	-14.5%	197.34	1
	688082.SH	盛美上海	44.90	449.46	101.85	114.29	-10.9%	105.86	1
	688120.SH	华海清科	74.09	406.03	171.52	184.25	-6.9%	173.11	1
半导体材料	688037.SH	芯源微	76.48	200.94	99.90	105.00	-4.9%	90.82	0
	688072.SH	拓荆科技	86.05	460.18	164.51	206.00	-20.1%	168.83	1
	300567.SZ	精测电子	68.26	181.16	64.76	74.17	-12.7%	65.82	1
半导体材料	688126.SH	沪硅产业	71.03	518.12	18.86	21.15	-10.8%	20.23	1
	605358.SH	立昂微	50.77	148.24	22.08	27.54	-19.8%	25.21	1
	300346.SZ	南大光电	64.27	224.05	38.90	41.00	-5.1%	39.20	1
半导体材料	300655.SZ	晶瑞电材	78.68	84.02	7.93	9.47	-16.3%	9.53	1
	603306.SH	华懋科技	77.38	102.44	31.13	40.76	-23.6%	33.11	1
	688268.SH	华特气体	40.46	65.21	54.17	55.50	-2.4%	49.77	0
半导体材料	300666.SZ	江丰电子	78.84	192.48	72.54	80.21	-9.6%	71.74	0
	688396.SH	华润微	56.83	619.96	46.70	51.20	-8.8%	48.34	1
半导体设计	688019.SH	安集科技	53.94	222.57	172.25	175.80	-2.0%	151.49	0
	301269.SZ	华大九天	98.15	710.98	130.95	138.99	-5.8%	113.89	0
	688206.SH	概伦电子	96.95	103.06	23.75	25.50	-6.9%	20.50	0
半导体制造	688107.SH	安路科技	72.76	121.78	30.38	41.28	-26.4%	29.55	0
	688981.SH	中芯国际	125.84	7,418.67	92.90	106.86	-13.1%	93.59	1
	688347.SH	华虹公司	88.91	903.03	52.33	61.94	-15.5%	48.25	0
半导体制造	600460.SH	士兰微	80.49	398.88	23.97	27.65	-13.3%	26.76	1
	600745.SH	闻泰科技	89.11	390.42	31.37	37.98	-17.4%	36.39	1
半导体封测	300373.SZ	扬杰科技	45.05	254.29	46.80	50.98	-8.2%	45.43	0
	600584.SH	长电科技	58.97	596.77	33.35	42.91	-22.3%	38.87	1
	002156.SZ	通富微电	92.13	398.52	26.26	32.50	-19.2%	28.71	1
半导体封测	002185.SZ	华天科技	78.54	321.73	10.04	11.96	-16.1%	11.51	1
	600667.SH	太极实业	62.59	134.59	6.39	7.97	-19.8%	7.28	1
	603005.SH	晶方科技	88.14	180.78	27.72	38.20	-27.4%	29.45	1
存储芯片	603986.SH	兆易创新	41.61	745.87	112.32	147.56	-23.9%	110.38	0
	300223.SZ	北京君正	75.42	329.68	68.46	95.67	-28.4%	72.93	1
	301308.SZ	江波龙	43.85	331.29	79.64	113.94	-30.1%	90.77	1
存储芯片	688110.SH	东芯股份	71.67	126.00	28.49	34.18	-16.6%	26.23	0
	688766.SH	普冉股份	55.79	105.76	100.14	133.00	-24.7%	102.41	1
	688041.SH	海光信息	65.66	3,414.92	146.92	171.90	-14.5%	138.00	0
逻辑芯片	688256.SH	寒武纪	90.71	2,567.28	614.98	818.87	-24.9%	599.08	0
	002049.SZ	紫光国微	57.18	609.18	71.70	73.18	-2.0%	66.00	0
	688262.SH	国芯科技	113.62	92.70	27.59	35.56	-22.4%	28.53	1
逻辑芯片	688008.SH	澜起科技	48.71	859.28	75.06	85.97	-12.7%	71.21	0
	688385.SH	复旦微电	81.53	430.10	52.36	54.15	-3.3%	42.65	0
	603893.SH	瑞芯微	77.86	623.75	148.90	199.90	-25.5%	126.38	0
模拟芯片	300661.SZ	圣邦股份	40.30	542.34	114.49	114.49	0.0%	90.20	0
	688508.SH	芯朋微	58.96	64.72	49.29	60.32	-18.3%	47.00	0
	300782.SZ	卓胜微	64.81	456.61	85.42	99.10	-13.8%	90.22	1
模拟芯片	688153.SH	唯捷创芯	58.58	160.69	37.37	46.73	-20.0%	36.68	0
	688536.SH	思瑞浦	62.53	193.68	146.06	146.06	0.0%	108.51	0
	688052.SH	纳芯微	56.32	267.17	187.45	187.45	0.0%	140.65	0
功率半导体	603290.SH	斯达半导	56.68	204.13	85.24	99.48	-14.3%	93.49	1
	688711.SH	宏微科技	70.50	32.46	15.25	19.28	-20.9%	18.19	1
	688261.SH	斯达半导	78.54	48.12	39.27	48.32	-18.7%	44.84	1
功率半导体	300623.SZ	捷捷微电	134.23	249.54	29.99	38.41	-21.9%	35.62	1

资料来源：万得，中银证券（注：筛选20240924-20241112 涨跌幅>60%的信创个股和20240924-20241112 涨跌幅>80%的半导体产业链个股；价格单位为元）

关税博弈延续之下，内需防御与自主可控预计仍是一段时间内的重点主线，但情绪催化逐渐兑现之后，行情预计走出分化趋势，具备长期景气趋势与潜在政策催化的方向行情有望延续，大消费之中创新药、中药、免税、育种等景气向好，国产替代正在从“可选项”升级为“必选项”，投资价值凸显，聚焦信创、半导体产业链中技术壁垒高、政策支持明确的环节。

图表 17. 中观行业比较表格

	大类行业风格赋分	中观景气指标及景气预期赋分	盈利预期赋分	估值及交易拥挤度水平赋分	行业综合评分	行业配置推荐
新兴消费	3	3	4	4	34	高配
医药	4	4	2	2	33	高配
银行	3	2	5	3	31	高配
商贸零售	3	3	3	3	31	高配
电子	3	3	4	2	31	高配
汽车	3	2	4	4	30	高配
计算机	4	4	1	2	30	高配
传媒	3	3	5	1	30	高配
公用事业	2	2	5	4	30	高配
煤炭	2	3	4	3	29	标配
猪产业	3	2	3	4	29	标配
钢铁	2	3	2	5	28	标配
能源金属	3	3	3	2	28	标配
家用电器	3	2	3	4	28	标配
工业金属	2	2	4	4	28	标配
石油石化	2	2	5	3	28	标配
自动化设备	3	4	1	2	28	标配
证券	4	2	2	2	27	标配
白酒	2	3	2	4	26	标配
建材	2	2	5	2	26	标配
通信	3	3	3	1	26	标配
航运港口	4	3	0	2	26	标配
国防军工	3	2	4	1	26	标配
房地产	2	1	3	5	25	低配
食品	2	2	4	2	25	低配
社会服务	2	2	3	3	23	低配
电力设备	2	2	3	3	23	低配
贵金属	2	3	3	1	23	低配
建筑	2	2	1	4	21	低配
工程机械	2	2	1	3	19	低配
家具家居	2	1	1	3	17	低配
纺织服装	1	1	2	3	16	低配

资料来源：万得，中银证券（注：行业综合评分=3*大类行业风格赋分+3*中观景气指标及景气预期赋分+2*盈利预期赋分+2*估值及交易拥挤度水平赋分，数据统计截至 2025 年 4 月 11 日）

一周市场总览、组合表现及热点追踪

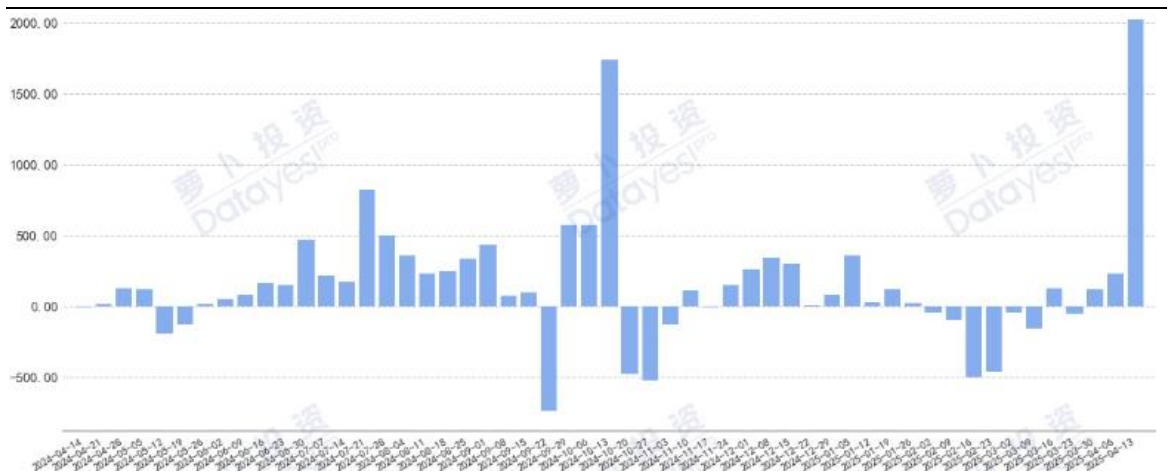
本周 A 股市场主力资金净卖出 1347.19 亿元，为连续第 4 周净卖出，净卖出金额环比增加 647.22 亿元，单周净卖出规模创 3 周以来最大。具体行业上，本周资金净流入最多的是内需行业商贸零售，资金净流入规模达 85.05 亿元；农林牧渔、交通运输分列二、三，均为“对等关税”题材的行业，资金净流入规模分别是 61.53 亿元和 49.05 亿元；资金净流出规模最大的三个行业是电力设备、机械设备和医药生物。本周股票型 ETF 场内净申购金额 2023.49 亿元，为连续第 3 周净申购，净申购金额增加 1793.05 亿元，单周净申购规模创 13 个月以来最大，显示出在周一市场下跌后资金的阶段性抄底意愿。其中，份额增加最多的五只 ETF 分别是华泰柏瑞沪深 300ETF、易方达沪深 300ETF、华夏沪深 300ETF、嘉实沪深 300ETF、南方中证 500ETF，均为核心指数 ETF；减少最多的的五只 ETF 分别是华夏上证科创板 50 成份 ETF、华泰柏瑞中证 A500ETF、华宝中证全指证券公司 ETF、华夏中证 A500ETF、国联安中证全指半导体产品与设备 ETF。

图表 18.主力资金行业流向情况（单位：亿元）

	近一周	近一月	近三月	近半年		近一周	近一月	近三月	近半年
商贸零售	85.05	(28.56)	(21.20)	261.84	石油石化	(41.01)	(40.65)	(156.97)	(252.24)
农林牧渔	61.53	64.01	(2.66)	(145.01)	家用电器	(43.08)	(80.61)	(97.57)	(2.72)
交通运输	49.05	48.03	(82.67)	(173.67)	传媒	(57.43)	(288.98)	(293.88)	52.94
食品饮料	39.66	(68.65)	74.92	36.18	银行	(65.25)	(17.62)	(5.27)	(4.08)
国防军工	19.63	(169.11)	(136.40)	(352.41)	电子	(67.91)	(770.29)	(683.33)	(420.36)
房地产	8.19	(33.35)	(70.69)	(119.39)	基础化工	(71.05)	(144.77)	(157.80)	(463.51)
建筑材料	7.40	(7.15)	(0.83)	(15.08)	通信	(82.67)	(378.99)	(180.90)	35.64
美容护理	1.95	(8.55)	(0.77)	(28.95)	公用事业	(83.50)	(51.90)	(168.45)	(427.78)
综合	(4.17)	(5.57)	(17.60)	8.29	计算机	(96.02)	(797.40)	112.15	(273.69)
社会服务	(6.38)	(40.13)	(23.62)	(30.59)	非银金融	(115.51)	(457.14)	(325.07)	(1229.53)
轻工制造	(13.71)	(39.37)	(52.31)	37.89	有色金属	(126.21)	(308.69)	(165.24)	(512.12)
钢铁	(15.43)	(42.83)	22.25	12.01	汽车	(143.85)	(290.69)	190.96	455.84
纺织服饰	(17.87)	(42.41)	(7.33)	39.11	医药生物	(154.97)	(160.22)	(311.16)	(1069.64)
煤炭	(22.38)	(48.44)	(105.05)	(183.85)	机械设备	(165.95)	(348.27)	43.18	412.08
环保	(25.53)	(31.00)	(23.81)	(77.96)	电力设备	(169.67)	(497.31)	(296.38)	(258.23)
建筑装饰	(30.09)	(99.36)	(69.00)	(170.26)					

资料来源：万得，中银证券；数据截至 2025/4/11

图表 19. 本周股票型 ETF 单周净申购规模创 13 个月以来最大（单位：亿元）



资料来源：通联数据，中银证券

全球各国对美国“对等关税”政策的反应呈现明显的分化。大的经济体如欧盟和法国采取了强硬的反制措施，而日澳等国家则保持观望态度，倾向于通过多边途径解决争端；发展中国家经济体如巴西和印度虽进行了反制，但其加税幅度较小或加税范围有限，依然希望维持与美国的经济合作。具体来看，欧盟本周宣布反制并计划实施 25% 的关税，加税措施涵盖多个产业，旨在对美国的单边行动进行平衡，后续要求通过 WTO 解决贸易争端。欧盟国家中，法国对美国的关税政策表示强烈反对，宣布加税；意大利则选择不反制，更多地希望通过欧盟整体框架进行协调，倾向于通过欧盟集体力量来应对美国的贸易压力，而非单独采取行动。巴西对美国的“对等关税”政策也表示反制，拟加征 10% 的关税。印度的反应较为聚焦，拟对美钢铁、摩托车等加征 25%-50% 的关税，其他行业未采取行动。韩国和日本的态度则稍显谨慎，韩国选择不进行反制，而是通过增强与美国的经济合作来稳定两国经济关系，避免与美国发生过多的贸易冲突；日本虽然有一定程度的反制意图，但依然处于观望阶段，且其反制措施较为温和，未立即推出具体的加税计划。澳大利亚未对美国加税采取任何反制措施，反应较为谨慎，预计将通过多边机制寻求解决方案。

图表 20. 主要国家和组织对美国“对等关税”政策的反应

国家/地区	是否反制	主要反制措施	税率/范围	生效时间	其他措施/立场
中国	是	对所有美国进口商品加征关税；对 7 类中重稀土实施出口管制；暂停 6 家美企输华资质；起诉至 WTO	加征 125% 关税	4 月 12 日	将 16 家美企列入出口管制名单、11 家实体列入不可靠清单；发起进口医用 CT 球管反倾销调查；行业协会集体声援
欧盟	是	分两阶段加征报复性关税；拟对美科技企业征收数字服务税；启动《反胁迫工具法》	260 亿欧元商品（分阶段）	4 月 15 日起将实施第一轮对美反制关税，5 月 15 日起实施第二轮	与日本、加拿大协调立场；呼吁通过谈判解决争端；法国呼吁暂停对美投资
加拿大	是	对未纳入美墨加协定的美国进口汽车加征关税；计划对 298 亿加元美国商品征收报复性关税	25% 汽车关税	4 月 9 日	反制收入用于支持汽车产业；寻求重塑贸易关系；总理称“加美传统关系已结束”
日本	部分反制	成立对策本部分析影响；向 WTO 申诉；减少对美农产品依赖	未明确税率	待定	首相拟与特朗普直接会谈；汽车业面临重大冲击（日产、丰田等暂停在美工厂）
巴西	是	通过《经济对等互惠法》授权反制；考虑向 WTO 申诉	10% 关税基础上加征	4 月 2 日	外交部称美方“互惠”说法不实；拟深化对话争取豁免
墨西哥	是	宣布“综合方案”保护就业；针对美国农产品加税	未公布具体税率	待定	强调维护美墨加协定；总统称“绝不坐视经济利益受损”
越南	是	紧急下调多项美商品进口关税；成立快速反应小组；派代表团赴美谈判	46% 关税（美方税率）	2025 年 4 月 9 日	调整进口税结构；加强与中国、欧盟合作；减免液化天然气、汽车等美国产品关税（5%-32%）
印度	是	对美钢铁、摩托车等加征关税；推进双边贸易协定谈判	25%-50% 部分商品	2025 年 4 月 9 日	在 WTO 起诉美国；削减美宝石、药品等进口关税；电子和汽车产业受冲击显著
澳大利亚	否	明确不报复；提供行业支持基金	—	—	出台 5 项应对措施（包括 10 亿澳元低息贷款）；称关税“无逻辑依据”
韩国	否	派代表团赴美谈判；拟出台汽车行业紧急支援政策	—	—	接受钢铁出口配额换取部分豁免；现代汽车宣布在美追加投资
英国	计划中	启动报复性关税咨询程序；拟与欧盟协同行动	10% 关税基础上	咨询期 1 个月	首相称“贸易战无赢家”；威尔士担忧出口影响
土耳其	是	对美汽车、酒精加税；加强与中欧合作	未公布具体税率	已生效	推动贸易多元化
法国	计划中	法国针对美加征关税措施的应对方法可能不仅限于提高对美关税。目前其正在制定的措施包括对数字服务征税、加强监管措施和有针对性的税收工具等。	—	—	美国 4 月 2 日宣布的关税措施“残酷且毫无根据”，法国总统马克龙呼吁企业暂停对美投资。

资料来源：澎湃新闻等，中银证券；截至 2025/4/12

续 图表 20. 主要国家和组织对美国“对等关税”政策的反应

国家/地区	是否反制	主要反制措施	税率/范围	生效时间	其他措施/立场
意大利	否	意大利经济部长则警告不要对美国征收报复性关税，以回应特朗普宣布对贸易伙伴征收全面关税。	—	—	—
印度尼西亚	否	印尼将通过外交和谈判寻求互惠互利的解决方案。	—	—	—
柬埔寨	否	柬埔寨承诺推动从美国进口商品，同时立即将 19 种商品的进口税率从最高 35%降低至 5%。	—	—	要求与美国政府尽快开启关税谈判，并要求美国政府延迟实施对柬埔寨关税政策。

资料来源：澎湃新闻等，中银证券；截至 2025/4/12

风险提示

1) 政策落地不及预期，宏观经济波动超预期。2) 市场波动风险。3) 海外经济超预期衰退、流动性风险。

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

买 入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20%以上；

增 持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；

中 性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；

减 持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10%以上；

未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；

中 性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；

弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数；

未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不得以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告期内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371