



Research and
Development Center

杀估值后可能没有杀盈利了

——策略周观点

2025 年 4 月 13 日

证券研究报告

策略研究

策略周报

樊继拓 策略首席分析师
执业编号: S1500521060001
邮箱: fanjituo@cindasc.com

李畅 策略分析师
执业编号: S1500523070001
邮箱: lichang@cindasc.com

信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO., LTD
北京市西城区宣武门西大街甲 127 号金隅大厦 B 座
邮编: 100031

杀估值后可能没有杀盈利了

2025 年 4 月 13 日

核心结论: 我们认为, 大多情况下, 较大的利空冲击往往会带来先杀估值再杀盈利, 持续过程较长。但由于这一次关税冲击出现在牛市初期, 市场整体估值位置较低, 这一次对指数的冲击可能是一次性的杀估值。历史上类似的案例有 13 年年中钱荒和 20 年初疫情: (1) 2013 年年中钱荒, 短期利率持续大幅上行, 随后 14 年盈利和经济明显下台阶。但由于出现在牛市初期, 指数一波跌到位, 但对板块的影响持续了 3 个季度。(2) 2020 年初的疫情, 也是出现在牛市初期的黑天鹅, 股市在春节后第一天也有较大的单日调整, 对指数影响时间很短, 但对板块影响很长, 随后 2-3 年的板块表现均受到疫情和疫后复苏节奏的影响。当下的关税冲击, 是较大的黑天鹅, 但由于出现在牛市初期, 市场估值位置较低, 对指数冲击(杀估值)可能已经完成, 后续即使有盈利的冲击, 指数受影响也会较小。不过对行业的影响还会继续, 建议季度内配置偏价值, 寻找价值中可以进攻的方向(价值主题、稳增长政策变化、国产替代)。

- (1) 2013 年年中钱荒: 牛初的黑天鹅、指数一波跌到位、对盈利和行业影响持续了 3 个季度。2013 年中, 为了限制地产过热和防控非标融资风险, 流动性政策持续收紧, 短期利率持续大幅上行, 由于上行速度过快, 大部分投资者没有预料到这一冲击。13 年 6 月市场杀完估值后, 等到 2014 年上半年真正盈利恶化的阶段, 股市反而只是横盘震荡。
- 不过从板块上来看, 钱荒的影响持续了 3 个季度。2013 年 6 月到 2014 年 2 月, 受钱荒影响大的金融周期持续跑输市场, 直到 14 年 Q2, 房地产政策转向积极才企稳。期间表现最强的是成长和消费, 成长有移动互联网产业趋势的驱动, 不依赖债券融资, 消费也会受地产的影响, 但因为是后周期, 直到 2014 年 Q2 以后才开始明显跑输市场。
- (2) 2020 年初疫情: 牛初的黑天鹅、指数一波跌到位、对盈利影响 1 个季度、对行业影响时间很长。2020 年初的疫情冲击, 也是出现在牛市初期的黑天鹅, 股市在春节后第一天也有较大的单日调整, 但随后很快见底反弹。这一次调整杀估值和杀业绩都很短。
- 与 2013 年类似的是, 疫情对板块的影响持续了很长时间。2020 年 Q1 疫情刚出现期间, 表现最强的是科技, 因为线上办公、线上购物、线上娱乐均有利于科技。之后随着国内疫情第一次得到控制, 国内必选消费快速恢复, 2020 年 Q2-Q3 消费最强。2020 年下半年开始, 投资者发现, 海外疫情虽然没有控制住, 但对冲性政策力度较大, 全球各国经济开始逐渐恢复, 出口和制造业也开始领涨市场。
- **风险因素:** 房地产超预期下行, 美股剧烈波动, 历史规律可能会失效。



目录

一、策略观点：杀估值后可能没有杀盈利了.....	4
二、本周市场变化.....	8
风险因素.....	11

表目录

表 1：配置建议表.....	7
----------------	---

图目录

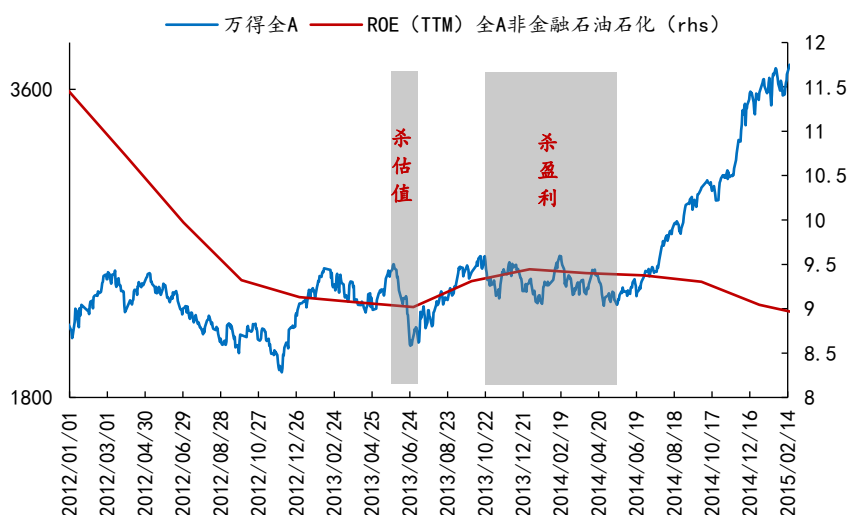
图 1：13 年钱荒冲击杀估值跌幅较大，杀盈利阶段横盘震荡（单位：点数，%）.....	4
图 2：受钱荒影响最大的金融周期持续 3 个季度偏弱（单位：%）.....	5
图 3：20 年疫情冲击，杀估值和杀盈利都很短（单位：点数，%）.....	5
图 4：疫情后，各类板块机会的演绎都受疫情的影响（单位：%）.....	6
图 5：关税冲击可能只会拉长震荡时间，并不能改变牛市趋势（单位：点数）.....	6
图 6：A 股主要指数周涨跌幅（单位：%）.....	8
图 7：申万一级行业周涨跌幅（单位：%）.....	8
图 8：申万风格指数周/月涨跌幅（单位：%）.....	8
图 9：概念类指数周涨跌幅（单位：%）.....	8
图 10：全球市场重要指数周涨跌幅（单位：%）.....	9
图 11：重要商品指数周涨跌幅（单位：%）.....	9
图 12：2025 年至今全球大类资产收益率（单位：%）.....	9
图 13：港股通累计净买入（单位：亿元）.....	9
图 14：融资余额（单位：亿元）.....	9
图 15：新发行基金份额（单位：亿份）.....	10
图 16：基金仓位估算（单位：%）.....	10
图 17：银行间拆借利率和公开市场操作（单位：%）.....	10
图 18：央行公开市场和国库定存净投放（单位：亿元）.....	10
图 19：长期国债利率走势（单位：%）.....	10
图 20：各类债券与同期限债券利差（单位：%）.....	10

一、策略观点：杀估值后可能没有杀盈利了

我们认为，大多情况下，较大的利空冲击往往会带来先杀估值再杀盈利，持续过程较长。但由于这一次关税冲击出现在牛市初期，市场整体估值位置较低，这一次对指数的冲击可能是一次性的杀估值。历史上类似的案例有 13 年年中钱荒和 20 年初疫情：（1）2013 年年中钱荒，短期利率持续大幅上行，随后 14 年盈利和经济明显下台阶。但由于出现在牛市初期，指数一波跌到位，但对板块的影响持续了 3 个季度。（2）2020 年初的疫情，也是出现在牛市初期的黑天鹅，股市在春节后第一天也有较大的单日调整，对指数影响时间很短，但对板块影响很长，随后 2-3 年的板块表现均受到疫情和疫后复苏节奏的影响。当下的关税冲击，是较大的黑天鹅，但由于出现在牛市初期，市场估值位置较低，对指数冲击（杀估值）可能已经完成，后续即使有盈利的冲击，指数受影响也会较小。不过对行业的影响还会继续，建议季度内配置偏价值，寻找价值中可以进攻的方向（价值主题、稳增长政策变化、国产替代）。

（1）2013 年中钱荒：牛初的黑天鹅、指数一波跌到位、对盈利和行业影响持续了 3 个季度。2013 年中，为了限制地产过热和防控非标融资风险，流动性政策持续收紧，短期利率持续大幅上行，由于上行速度过快，大部分投资者没有预料到这一冲击。后续对经济确实产生了负面冲击，2014 年经济和盈利明显下台阶。但是由于这一利空出现在牛市初期，13 年 6 月市场杀完估值后，等到 2014 年上半年真正盈利恶化的阶段，股市反而只是横盘震荡。我们认为，当下的关税冲击，悲观情形下（后续中美关税政策谈判不顺利、对冲政策力度较小），则后续股市可能类似 2013 年 7 月以后的情形。

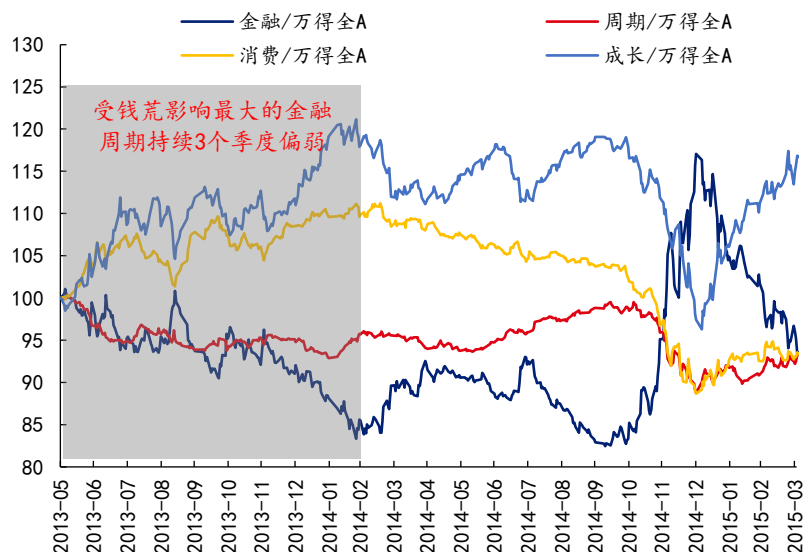
图 1：13 年钱荒冲击杀估值跌幅较大，杀盈利阶段横盘震荡（单位：点数，%）



资料来源：万得，信达证券研发中心

不过从板块上来看，钱荒的影响持续了 3 个季度。2013 年 6 月到 2014 年 2 月，受钱荒影响大的金融周期持续跑输市场，直到 14 年 Q2，房地产政策转向积极才企稳。期间表现最强的是成长和消费，成长有移动互联网产业趋势的驱动，不依赖债券融资，消费也会受地产的影响，但由于是后周期，直到 2014 年 Q2 以后才开始明显跑输市场。

图 2：受钱荒影响最大的金融周期持续 3 个季度偏弱（单位：%）



资料来源：万得，信达证券研发中心

(2) 2020 年初疫情：牛初的黑天鹅、指数一波跌到位、对盈利影响 1 个季度、对行业影响时间很长。2020 年初的疫情冲击，也是出现在牛市初期的黑天鹅，股市在春节后第一天也有较大的单日调整，但随后很快见底反弹。3 月虽然又出现了海外疫情的二次冲击，但指数也只是形成了双底，并没有明显创新低。这一次调整杀估值和杀业绩都很短，因为国内疫情控制得较好、全球各国货币宽松速度快、盈利冲击只有一个季度。我们认为，当下的关税冲击，乐观情形下（关税冲击对盈利影响比投资者预期的小很多、对冲政策力度较大），则后续股市可能类似 2020 年 4 月以后的情形。

图 3：20 年疫情冲击，杀估值和杀盈利都很短（单位：点数，%）

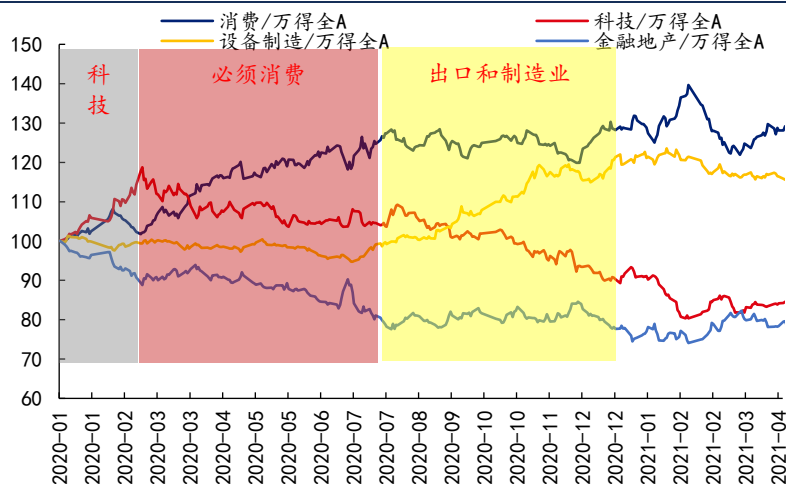


资料来源：万得，信达证券研发中心

与 2013 年类似的是，疫情对板块的影响持续了很长时间。2020 年 Q1 疫情刚出现期间，表现最强的是科技，因为线上办公、线上购物、线上娱乐均有利于科技。之后随着国内疫情第一次得到控制，国内必选消费快速恢

复，2020 年 Q2-Q3 消费最强。2020 年下半年开始，投资者发现，海外疫情虽然没有控制住，但对冲性政策力度较大，全球各国经济开始逐渐恢复，出口和制造业也开始领涨市场。

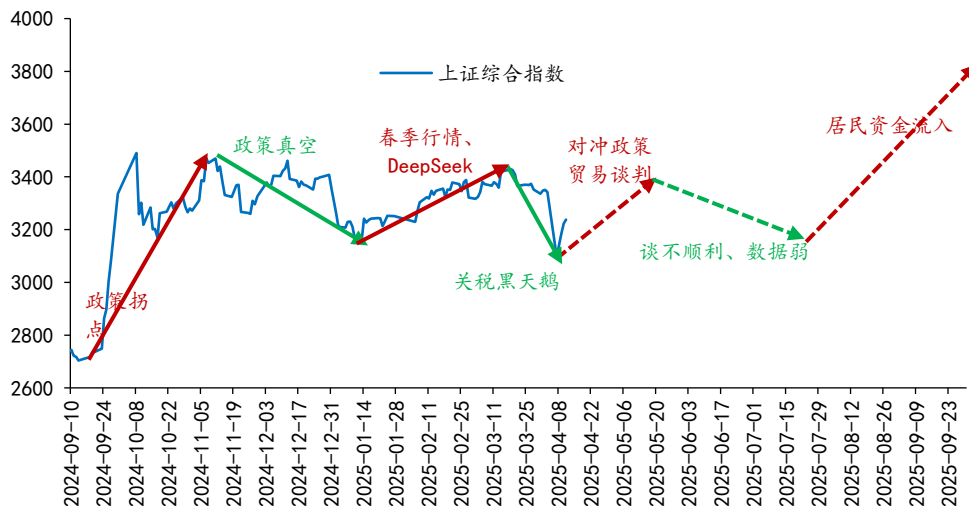
图 4：疫情后，各类板块机会的演绎都受疫情的影响（单位：%）



资料来源：万得，信达证券研发中心

(3) 短期A股大势研判观点：关税冲击可能只会拉长震荡时间，并不能改变牛市趋势。美国的对等关税政策，对全球经济政治格局影响很大，但对A股指数可能会是一次性冲击。A股牛市是股市政策和估值周期、房地产去杠杆周期、各行业去产能周期的共同作用的结果。出口的影响并没有想象得那么大。关税冲击可能只会拉长始于去年10月以来震荡的时间，并不会直接终结牛市。比如2013年钱荒和2020年初的疫情，虽然冲击很大，但由于股市政策和估值周期已经反转，所以股市并没有跌回熊市，只是调整到了震荡区间下沿后，继续上行。

图 5：关税冲击可能只会拉长震荡时间，并不能改变牛市趋势（单位：点数）



资料来源：万得，信达证券研发中心

注：虚线仅代表相关假设条件下指数可能的趋势，不代表预测指数点位。

(4) 近期配置观点：季度内偏价值，寻找价值中可以进攻的方向（价值主题、稳增长政策变化、国产替代）。

近期市场演绎的配置逻辑：关税博弈、扩内需、规避风险。（1）美国对等关税及中国反制博弈进程：截至

4月11日，美国针对中国的总关税税率实际已达145%（叠加早前以打击芬太尼为由向中国加征的20%额外关税）。同时中方对美加征关税税率提高至125%。贸易战升级或导致出口链继续承压，一方面防御性红利板块在市场风险偏好下降时期可避险，另一方面催化国产替代（芯片）、自主可控（军工）行业机会。（2）扩内需政策加码预期提高：离境退税“即买即退”政策推广至全国；政策支持“以旧换新”和跨境电商发展预期提升；清明假期消费数据较好等。利好处于低位的消费板块反弹。（3）逆势配置资金：中央汇金明确表态坚定增持各类风格ETF，4月7-8日沪深300ETF净流入达到960亿元；央行宣布支持汇金增持并在必要时提供再贷款支持；国家金融监管总局发布通知提高保险资金配置权益资产比例；国资运营平台表态大额增持央企和科创类股票；部分上市公司开展股票增持回购。整体利好大盘价值、央企表现。（4）黄金价格持续创新高：地缘风险升温叠加美联储降息预期，避险需求增加，叠加央行购金潮因素，贵金属价格持续上行。（5）国内反制+政策支持：中方强化稀土出口管制，可能重塑供需格局；调整周期长，粮食安全政策支持下，种业、养殖股成资金避风港。

配置风格：季度内偏大盘价值。（1）经济数据、交易性资金都有季节性规律，Q2（尤其是季报验证期）大盘价值胜率较高。（2）一季报披露窗口期，风险偏好下降，投资者更关注季报超预期的板块；（3）稳增长、扩内需政策加码，对冲政策都有利于价值风格表现；（4）成长机会最早可能在二季度后期出现，等新的积极变量出现，重新驱动资金趋势性入场。

配置方向：（1）进可攻退可守（银行、钢铁、建筑）：海外经济敏感性低，国内政策敏感性高；低估值修复空间大；长期破净个股占比多，市值管理受益方向。（2）**价值类主题：国企改革、央企合并预期（也能叠加国央企的定增回购）。**低估值修复空间大；并购重组、股份回购都是加强市值管理的重要工具。（3）**消费（农林牧渔、社会服务）、有色金属（黄金、稀土）：**关税反制影响小或受益；《加快建设农业强国规划（2024—2035年）》等政策支持；服务消费扩容升级；估值位置偏低；机构偏好上升。（4）**房地产：**估值位置偏低；稳增长政策可能还有新增举措。（5）**军工：**独立的需求周期，内外部特殊环境下估值存在上行的空间。

表1：配置建议表

配置类型		配置建议
配置建议	行业组合	建筑、房地产、军工、有色
行业配置观点	周期	从价格波动规律和产能格局来看，商品价格依然受到产能周期正面的支撑，过去1-2年的价格走弱主要是库存周期下降和国内地产下降的影响。25年需求负面影响还在，但力度可能会减弱。黄金涨是商品长期牛市还在的重要证据。
	消费	目前消费板块的估值大多处于2010年以来中等偏下的水平，但由于长期逻辑（消费升级）较难进一步验证，估值抬升空间不大。消费的投资机会可能会主要局限在三个方向：（1）新的消费模式；（2）部分行业可能会有较强的高分红属性；（3）出海。
	成长	长期来看，AI和机器人的产业趋势很强，鉴于技术进步的过程还在，相关资本开支带来的机会还会层出不穷。短期来看，未来一个季度，AI和机器人会面临两个扰动：（1）A股历史上，几乎不依赖业绩的成长股牛市阶段有2014-15、2019年，这两个阶段成长股有2个季度超额收益后，往往会有季度相对收益的回撤。（2）4月是每年A股主题降温的阶段，往往会更关注业绩。
	金融地产	金融的估值依然很有性价比，内在上涨逻辑主要是两点：（1）房地产下滑虽然没有结束，但越来越确定对金融体系冲击已经结束，由此导致银行等行业的估值持续低估已经不合理。（2）监管机构鼓励ETF发展、鼓励上市公司市值管理、鼓励长期资金入市，这天然有利于银行等板块。可能会是这一轮牛市很重要的暗线。

资料来源：信达证券研发中心

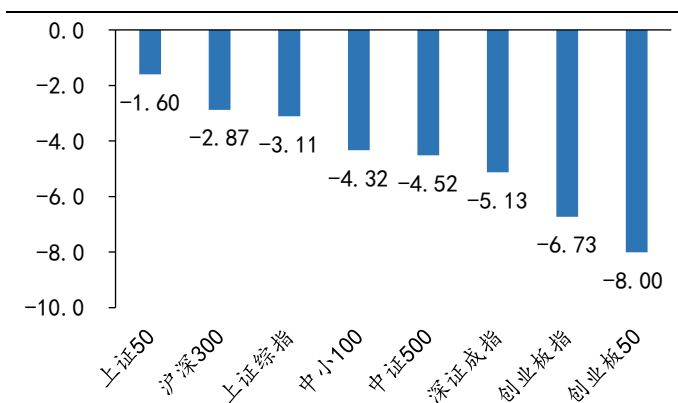
二、本周市场变化

本周 A 股主要指数均下跌，其中上证 50（-1.60%）、沪深 300（-2.87%）跌幅较小，创业板 50（-8.00%）、创业板指（-6.73%）跌幅较大。申万一级行业大部分下跌，其中农林牧渔（3.28%）、商业贸易（2.88%）、国防军工（0.28%）领涨，电气设备（-8.09%）、通信（-7.67%）、机械设备（-6.78%）领跌。概念股中，玉米（16.31%）、网络安全（12.79%）、转基因（12.51%）领涨，注册制次新股（-11.03）、CRO 概念（-10.00%）、新型烟草(电子烟)（-9.98%）领跌。

本周全球股市重要指数涨跌分化，其中标普 500 (5.70%)、巴西圣保罗指数 (0.34%)、墨西哥 MXX (0.09%) 领涨，恒生指数 (-8.47%)、上证综指 (-3.11%)、法国 CAC40 (-2.34%) 跌幅较大。本周商品市场重要指数中，国际黄金 (7.34%)、LME 铜 (4.6%)、LME 铝 (0.76%) 涨幅较大，PTA (-9.47%)、铁矿石 (-5.70%)、玻璃 (-3.61%) 跌幅较大。另外在 2025 年全球大类资产年收益率指标中，黄金 (23.24%)、LME 铜 (1.11%)、富时新兴市场指数 (-2.56%) 排名较高，而日经 225 (-15.81%)、布伦特原油 (-13.46%)、标普 500 (-8.81%) 排名靠后。

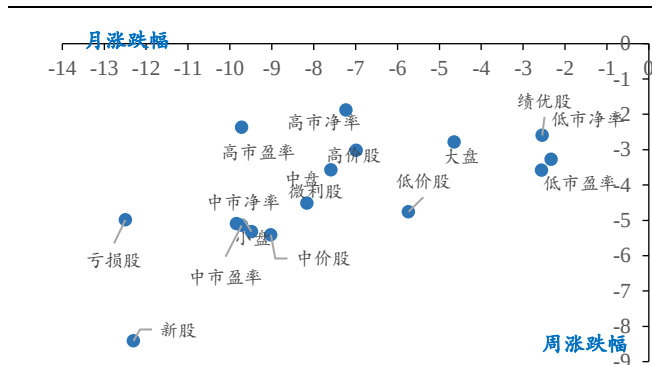
A 股市场资金方面，本周南下资金净流入（港股通）共计 779.73 亿元（前值净流入 593.79 亿元）。本周央行公开市场操作逆回购发行 4742 亿元，累计净回笼 2892 亿元。截至 2025 年 4 月 11 日，银行间拆借利率本周均值相比前期下降，十年期国债收益率本周均值相比前期有所下降。普通股票型基金本周仓位均值相比前期上升，偏股混合型基金本周仓位均值相比前期上升。

图 6: A 股主要指数周涨跌幅 (单位: %)



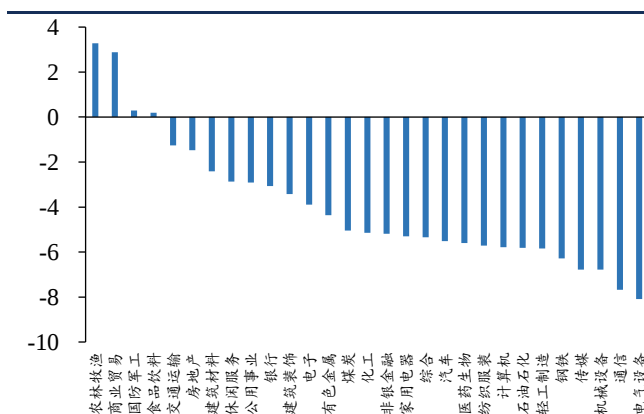
资料来源：iFinD，信达证券研发中心

图 8: 申万风格指数周/月涨跌幅 (单位: %)



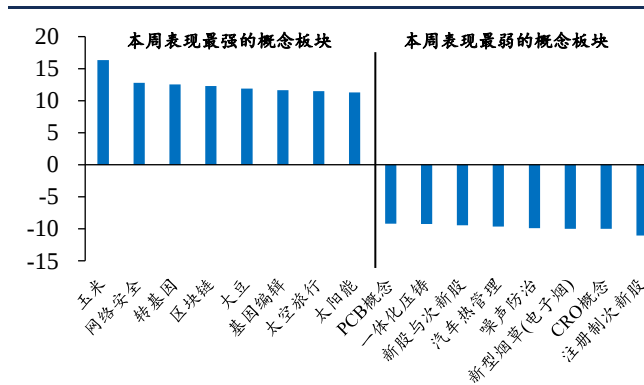
资料来源：iFinD，信达证券研发中心

图 7: 申万一级行业周涨跌幅 (单位: %)



资料来源：iFinD，信达证券研发中心

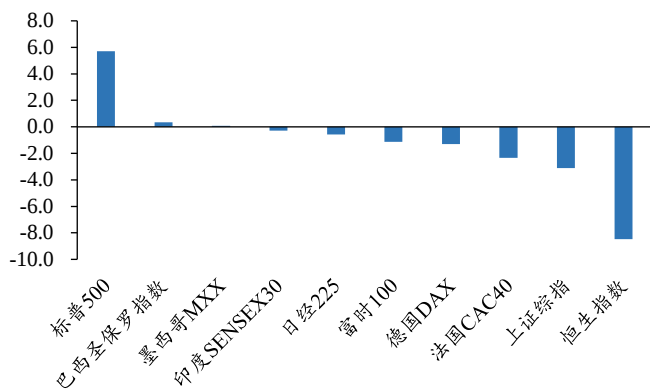
图 9: 概念类指数周涨跌幅 (单位: %)



资料来源：iFinD，信达证券研发中心

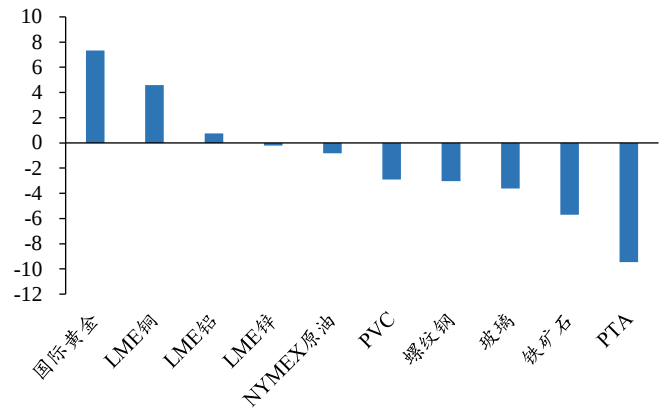


图 10: 全球市场重要指数周涨跌幅 (单位: %)



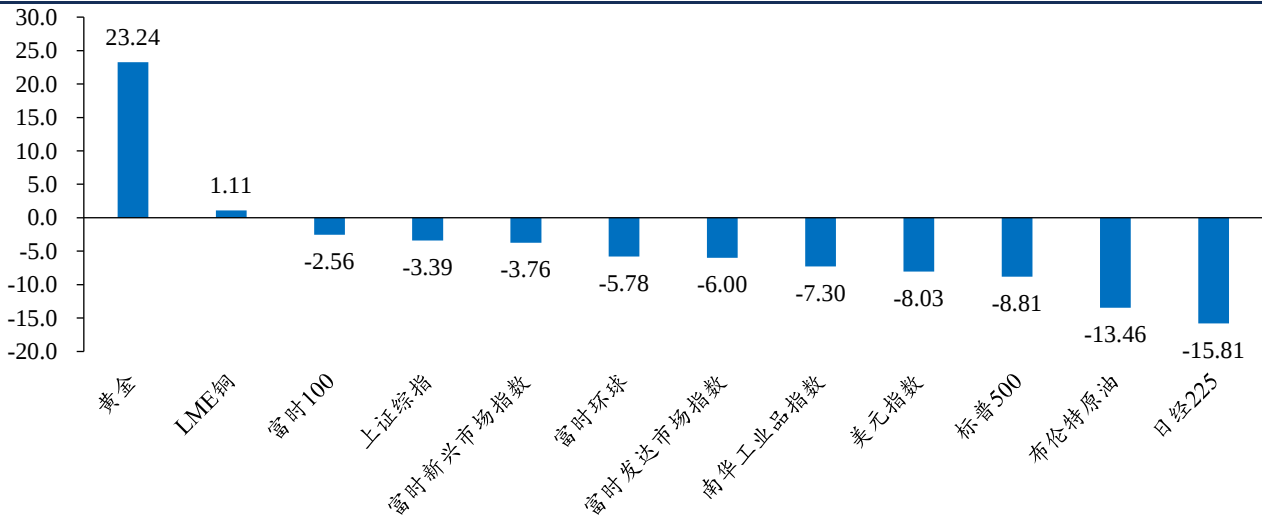
资料来源: iFinD, 信达证券研发中心

图 11: 重要商品指数周涨跌幅 (单位: %)



资料来源: iFinD, 信达证券研发中心

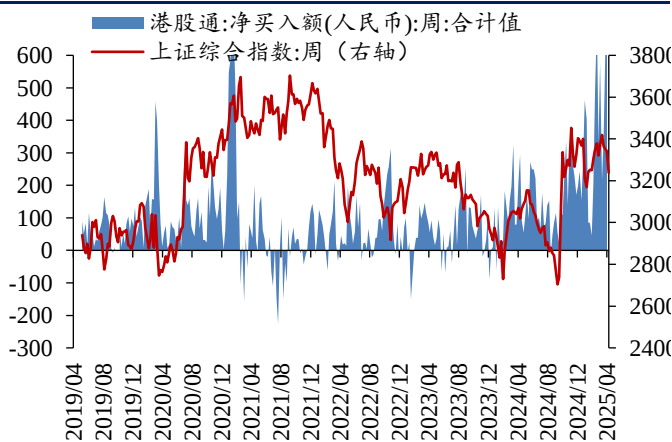
图 12: 2025 年至今全球大类资产收益率 (单位: %)



资料来源: 万得, iFinD, 信达证券研发中心

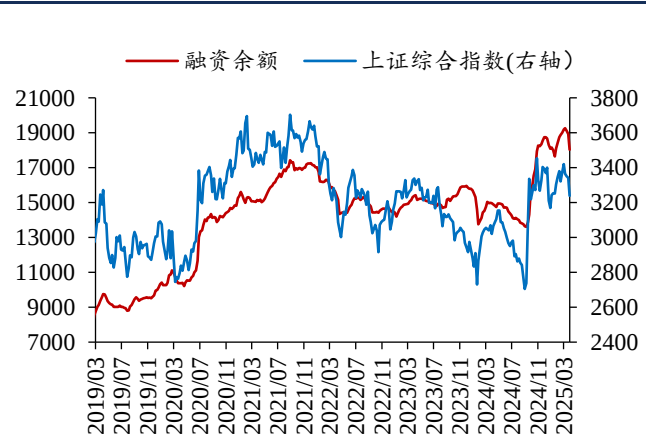
注: 统计日期截至 2025 年 4 月 11 日

图 13: 港股通累计净买入 (单位: 亿元)



资料来源: iFinD, 信达证券研发中心

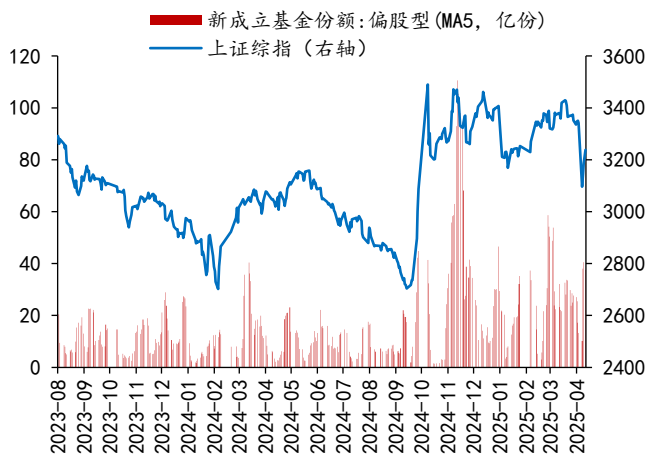
图 14: 融资余额 (单位: 亿元)



资料来源: iFinD, 信达证券研发中心

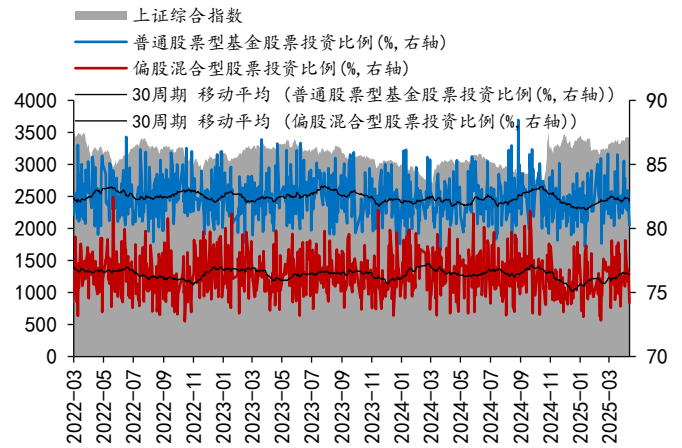


图 15: 新发行基金份额 (单位: 亿份)



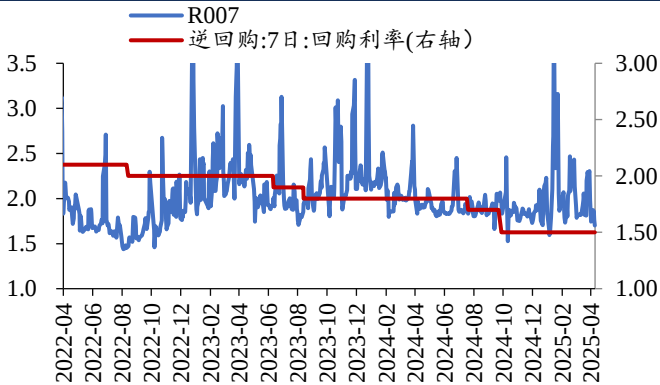
资料来源: iFinD, 信达证券研发中心

图 16: 基金仓位估算 (单位: %)



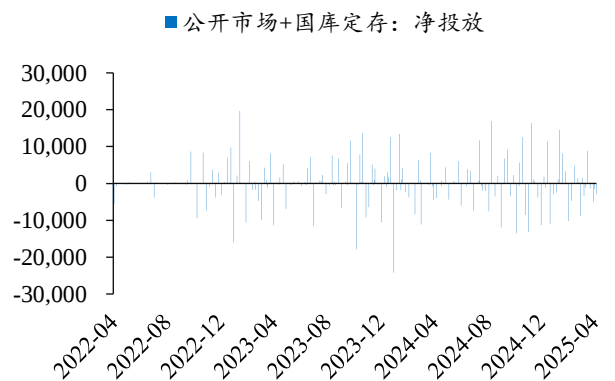
资料来源: iFinD, 信达证券研发中心

图 17: 银行间拆借利率和公开市场操作 (单位: %)



资料来源: iFinD, 信达证券研发中心

图 18: 央行公开市场和国库定存净投放 (单位: 亿元)



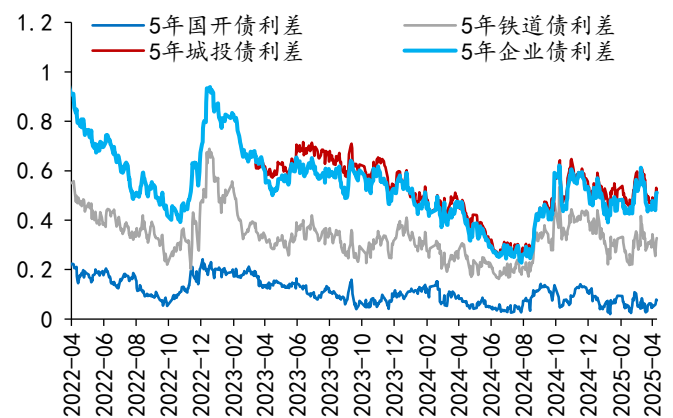
资料来源: iFinD, 信达证券研发中心

图 19: 长期国债利率走势 (单位: %)



资料来源: iFinD, 信达证券研发中心

图 20: 各类债券与同期限债券利差 (单位: %)



资料来源: iFinD, 信达证券研发中心

风险因素

房地产市场超预期下行，美股剧烈波动，历史规律可能会失效。

研究团队简介

樊继拓，信达证券策略首席分析师，10 年宏观策略研究经验，先后就职于期货公司和券商研究所，2017 年水晶球策略团队公募组第一核心成员，2018 第一财经年度最佳新人奖。

李畅，华东师范大学世界经济硕士，4 年宏观策略研究经验，2021 年 6 月加入信达证券研发中心，从事策略研究工作。

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深300指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起6个月内。	买入 ：股价相对强于基准15%以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准5%~15%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5%之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准5%以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。