

策略周评 20250412

中美贸易拉锯下的板块选择

2025 年 04 月 12 日

■ 近期美国对华关税霸凌严重扰乱国际经济秩序

4 月 2 日以来，美国多次对华加征关税，截至 4 月 11 日，美国政府已宣布对中国输美商品征收“对等关税”的税率进一步提高至 125%，我国对美加征关税税率亦提高至 125%，国务院关税税则委员会表示，“即便美方继续加征再高关税，已经没有经济意义，而且还将沦为世界经济史上的笑话。在目前关税水平下，美国输华商品已无市场接受可能性。如果美方继续关税数字游戏，中方将不予理会。”

■ 中美贸易拉锯下，“畅通内循环”、“对非美经济体扩大开放”及“科技自主可控”的中期确定性不断强化

我们曾在年度策略报告《“内循环牛”和“科技成长牛”》中提出：中美博弈背景下，2025 年美对中的贸易政策拉锯和科技封锁加码将成为“特朗普 2.0”时期不可忽视的扰动因素。随外部不确定性放大，“畅通国内大循环”和“打造国内国际双循环”提出新的要求：1) 加力推出一揽子增量政策提振内需；2) 加快推进“内循环”视角下的科技自立自强；3) 进一步扩大对外开放，而我们的投资建议亦围绕上述三条逻辑展开。

1 月中旬以来的“春季躁动”行情中，我们的第二条逻辑初步验证，即 DeepSeek-R1、宇树机器人等科技创新的成功使得中国 AI 能力得到全球科技、投资界乃至决策层的高度认可，“美国 AI 水平遥遥领先”的固有认知被打破，市场主线围绕 AI 模型低成本商业化（推理算力、AI 软硬件应用）和人形机器人展开。而 4 月以来，美国无视客观经济规律对多国加征“对等关税”，不仅打乱全球贸易秩序，亦造成全球资本市场“巨震”，我们年度策略中的第一条和第三条逻辑成为市场关注的重点。

4 月 7 日大幅调整之后，关税对 A 股的情绪面冲击已基本消化。4 月 9 日，特朗普表示对不采取报复行动的国家实施 90 天的关税暂停措施；4 月 11 日，特朗普表示“非常希望与中国达成协议，以结束不断升级的贸易战”，初步释放谈判意愿。但我们认为美国关税不确定性并未真正落地：一方面，特朗普自身对于关税的态度在短时间内反复变化、缺乏一致性，另一方面，不能排除美国在与其他国家的谈判中以对华加征关税作为豁免条件，且关税霸凌动作的出现已经使得美方“失信于人”，从近期美国股、债、汇“三杀”的现象看，市场对美元资产的信心遭受重创，本质是全球对于特朗普政府外贸政策的信任出现危机，这也意味着不论后续美对华关税政策是否真正缓和，“中国制造”均需要去进一步减少对单一市场的依赖，亦即畅通内需、拓宽非美外需市场的逻辑具有中长期确定性。此外，美国通过关税政策扰乱全球贸易秩序，从国家安全、供应链“自主可控”视角，产业链关键环节“自主化”进程有望提速。

► 畅通内循环

相较美国高通胀、高负债环境，我国货币和财政政策空间明显更大，除市场预期的降准降息，和已经预告增发/加速发行使用的特别国债和地方债外，结构性政策工具依然充足。关注：1) 基建链相关环节，如工程机械、民爆等；2) 生育支持环节，如乳品、母婴、辅助生殖等行业；3) 食品饮料、商业超市、免税消费等民生需求直接相关环节；4) 促销费未来可能从“两新”的消费品补贴扩容至服务业，如文旅、餐饮、电影等；5) 资产价格提振方向，如自来水等公用事业顺价；6) 首发经济、谷子经济等新消费环节。

► 对非美地区扩大开放

与 2018 年相比，2024 年我国出口贸易伙伴结构发生显著变化，对发达国家的出口依赖度明显降低。其中我国对美出口占总出口比重从 2018 年的 19.2% 降至 2024 年的 14.7%，降幅达 4.5 个百分点；中日韩自贸区贸易伙伴中，我国对日本出口依赖度亦显著下滑，从 2018 年的 5.9% 降至 2024 年的 4.3%；我国对欧洲主要国家出口占比保持相对稳定，整体维持在

证券分析师 陈刚

执业证书：S0600523040001

cheng@dwzq.com.cn

研究助理 林煜辉

执业证书：S0600124060012

linyh@dwzq.com.cn

研究助理 孔思迈

执业证书：S0600124070019

kongsm@dwzq.com.cn

相关研究

《并购重组跟踪（十四）》

2025-04-08

《关税“大棒”乱挥，全球“跌跌不休”——全球市场观察系列》

2025-04-08

11.5% 左右。东盟及陆上丝绸之路国家正逐步成为重要出口伙伴。2024 年，我国对东盟、陆上丝绸之路国家出口占整体出口比重分别达 16.4%、20.3%，较 2018 年分别提升 3.6pct、4.5 pct，发展中国家已成长为不容忽视的出口力量。

4 月 8-9 日中央周边工作会议举行，强调要“要聚焦构建周边命运共同体，努力开创周边工作新局面”；4 月 11 日外交部发言人宣布，主席将对越南、马来西亚、柬埔寨进行国事访问，决策层已加速推动扩大开放进程。关注一带一路、中欧合作、东亚自贸、海南自贸港等方向，相关环节包括港口、物流、跨境支付、跨境电商、国际工程、铁路轨交、建筑等。

► 产业链自主化

贸易反制将带来部分行业价格上涨，或推动相关环节自主化：截至 4 月 11 日，我国对美加征关税税率提升至 125%，在该税率水平下，此前美国以经济优势输入中国的产品已不再具备性价比，部分对美进口依存较高的细分可能迎来成本推动的价格上涨，同时一些处于技术追赶阶段的行业将加速本土化进程；此外，我国分别于 1 月、4 月对成熟制程芯片、医用 CT 球管开启反倾销调查，有望促进相关环节国产化。关注：模拟芯片及本土晶圆厂、血制品、部分农产品（大豆、高粱、棉花等）、高端科学仪器、成核剂、半导体石英砂、CT 球管等。

外部风险被特朗普政府关税不确定性放大，产业链安全需求凸显“卡脖子”环节战略意义。我们在年度策略中提出，特朗普 2.0 时期，“大国博弈”框架之下外部不确定性不仅包括贸易摩擦，科技封锁亦是潜在威胁。从国家安全角度，“自主可控”环节在真正实现技术突破前将在估值层面享受“生存权溢价”。关注：成熟制程芯片制造产业链（设备、材料、代工）、信创、国产 GPU 设计、高端数控机床、核心种源等。

注：本文所涉及个股或者公司仅代表与产业链或交易热点有关联，本文所引述的资讯、数据、观点均以展示为目的，不构成投资建议，个股层面请参照东吴证券研究所各行业组所推荐标的。

■ **风险提示：**经济增长不及预期；政策推进不及预期；地缘政治风险；海外降息节奏及特朗普政府关税政策不确定性风险等。

表1: 自主可控/国产替代相关标的

	分类	股票代码	股票名称	总市值 (亿元)	所属申万二级行业
产业链自主化	模拟/存储/FPGA	300661.SZ	圣邦股份	542.3	半导体
		688536.SH	思瑞浦	193.7	半导体
		688052.SH	纳芯微	267.2	半导体
		688798.SH	艾为电子	162.8	半导体
		688368.SH	晶丰明源	93.2	半导体
		300223.SZ	北京君正	329.7	半导体
		002049.SZ	紫光国微	609.2	半导体
		688385.SH	复旦微电	430.1	半导体
	国产算力	688041.SH	海光信息	3,414.9	半导体
		688256.SH	寒武纪-U	2,567.3	半导体
		688220.SH	翱捷科技	367.4	半导体
		688521.SH	芯原股份	484.4	半导体
	半导体设备/设备 零部件/材料	002371.SZ	北方华创	2,442.6	半导体
		688012.SH	中微公司	1,175.5	半导体
		688072.SH	拓荆科技	460.2	半导体
		688120.SH	华海清科	406.0	半导体
		688082.SH	盛美上海	449.5	半导体
		688037.SH	芯源微	200.9	半导体
		300260.SZ	新莱应材	158.3	通用设备
		688409.SH	富创精密	161.4	半导体
		688502.SH	茂莱光学	148.6	光学光电子
		002222.SZ	福晶科技	154.5	光学光电子
		603688.SH	石英股份	229.6	非金属材料II
		688361.SH	中科飞测	282.6	半导体
		300567.SZ	精测电子	181.2	通用设备
		300604.SZ	长川科技	262.0	半导体
		688200.SH	华峰测控	216.4	半导体
	晶圆制造	688347.SH	华虹公司	903.0	半导体
		688981.SH	中芯国际	7,418.7	半导体
	CT球管	688271.SH	联影医疗	1,089.5	医疗器械
		688102.SH	斯瑞新材	86.6	金属新材料
		688301.SH	奕瑞科技	193.3	医疗器械
	精密科学仪器	300797.SZ	钢研纳克	60.7	专业服务
		002658.SZ	雪迪龙	42.0	环保设备II
		300203.SZ	聚光科技	107.7	环保设备II
		688337.SH	普源精电	75.5	通用设备
		688056.SH	莱伯泰科	23.8	通用设备
		600161.SH	天坛生物	444.3	生物制品
	血制品	002007.SZ	华兰生物	302.7	生物制品
		000403.SZ	派林生物	180.5	生物制品
		300294.SZ	博雅生物	146.1	生物制品
		600536.SH	中国软件	416.5	IT服务II
	信创	603019.SH	中科曙光	957.8	计算机设备
		000066.SZ	中国长城	529.0	计算机设备
		000063.SZ	中兴通讯	1,534.6	通信设备
		688047.SH	龙芯中科	575.1	半导体
	成核剂	688625.SH	呈和科技	72.9	化学制品
	种植与种业	000713.SZ	丰乐种业	49.6	种植业
		000998.SZ	隆平高科	145.9	种植业
		002385.SZ	大北农	189.2	饲料
		300087.SZ	荃银高科	100.7	种植业

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

注: 表中市值数据截至 2025 年 4 月 11 日收盘; 表中个股仅代表与本文所提及的自主可控及周边命运共同体分支有关联, 仅作为展示, 不代表投资建议, 个股层面请参照东吴证券研究所各行业组所推荐标的。

表2: 周边命运共同体/对非美经济体扩大开放相关标的

	分类	股票代码	股票名称	市值 (亿元)	所属申万二级行业
周边命运共同体/对非美经济体扩大开放	中日韩自贸区	601008.SH	连云港	85.1	航运港口
		601298.SH	青岛港	575.1	航运港口
		600017.SH	日照港	103.3	航运港口
		601880.SH	辽港股份	358.6	航运港口
		601083.SH	锦江航运	138.7	航运港口
		603967.SH	中创物流	44.8	物流
	东盟自贸区	300240.SZ	飞力达	36.5	物流
		000582.SZ	北部湾港	238.7	航运港口
		600368.SH	五洲交通	92.4	铁路公路
		600180.SH	瑞茂通	62.8	物流
		600798.SH	宁波海运	41.0	航运港口
		300873.SZ	海晨股份	47.9	物流
		000520.SZ	凤凰航运	46.4	航运港口
		600751.SH	海航科技	84.7	航运港口
	中欧班列	600278.SH	东方创业	63.6	贸易 II
		002800.SZ	天顺股份	22.5	物流
		600125.SH	铁龙物流	77.3	铁路公路
		002889.SZ	东方嘉盛	53.9	物流
		603128.SH	华贸物流	80.1	物流
	国际工程	603569.SH	长久物流	51.7	物流
		000065.SZ	北方国际	110.6	专业工程
		002051.SZ	中工国际	98.9	专业工程
		600970.SH	中材国际	249.7	专业工程
		000928.SZ	中钢国际	89.8	专业工程
		002307.SZ	北新路桥	50.0	基础设施建设
		601669.SH	中国电建	820.0	基础设施建设
	海外铁路工程	601868.SH	中国能建	950.6	基础设施建设
		601766.SH	中国中车	1,997.4	轨交设备 II
		601390.SH	中国中铁	1,402.9	基础设施建设
	跨境支付 (CIPS)	601186.SH	中国铁建	1,086.4	基础设施建设
		002094.SZ	青岛金王	51.1	化妆品
		301208.SZ	中亦科技	46.9	IT服务 II
		300773.SZ	拉卡拉	140.3	多元金融
		000997.SZ	新大陆	297.5	计算机设备
		300130.SZ	新国都	120.1	计算机设备
		000617.SZ	中油资本	872.3	多元金融
	免税/海南自贸	600415.SH	小商品城	789.1	一般零售
		601888.SH	中国中免	1,405.8	旅游零售 II
		600859.SH	王府井	182.9	一般零售
		600185.SH	格力地产	126.5	房地产开发
		002163.SZ	海南发展	67.9	装修装饰 II
		002320.SZ	海峡股份	144.2	航运港口
		600515.SH	海南机场	431.9	房地产开发

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

注: 表中市值数据截至 2025 年 4 月 11 日收盘; 表中个股仅代表与本文所提及的自主可控及周边命运共同体分支有关联, 仅作为展示, 不代表投资建议, 个股层面请参照东吴证券研究所各行业组所推荐标的。

图1：2024 年相较 2018 年，中国主要贸易伙伴结构发生了较大变化

对外开放方向	包含国家	2018 占中国总出口比重	2024 占中国总出口比重	出口占比变化情况 (pct)
中美贸易		19.24%	14.67%	-4.57
中日韩自贸区	日本	5.91%	4.25%	-1.66
	韩国	4.37%	4.09%	-0.28
中日韩自贸区合计		10.29%	8.34%	-1.95
东盟自贸区	文莱	0.06%	0.02%	-0.04
	柬埔寨	0.24%	0.43%	0.19
	印度尼西亚	1.74%	2.14%	0.41
	老挝	0.06%	0.10%	0.04
	马来西亚	1.82%	2.84%	1.01
	缅甸	0.42%	0.26%	-0.17
	菲律宾	1.41%	1.46%	0.05
	新加坡	1.97%	2.21%	0.24
	泰国	1.72%	2.41%	0.68
东盟总计		12.83%	16.39%	3.57
中欧贸易及英国	德国	3.12%	2.99%	-0.12
	法国	1.23%	1.24%	0.01
	意大利	1.33%	1.29%	-0.04
	西班牙	1.00%	1.14%	0.14
	荷兰	2.93%	2.55%	-0.38
	英国	2.27%	2.20%	-0.07
欧盟主要国家及英国总计		11.89%	11.42%	-0.46
陆上丝绸之路国家	中蒙贸易	0.07%	0.13%	0.06
	西亚 18 国	5.31%	6.96%	1.65
	南亚 8 国	4.74%	4.84%	0.10
	中亚 5 国	0.91%	1.79%	0.89
	独联体 7 国	2.33%	3.68%	1.34
	中东欧 16 国	2.38%	2.88%	0.50
陆上丝绸之路国家总计		15.74%	20.27%	4.53

数据来源：Wind，海关总署，东吴证券研究所

注：西亚 18 国包含伊朗、伊拉克、土耳其、叙利亚、约旦、黎巴嫩、以色列、巴勒斯坦、沙特阿拉伯、也门、阿曼、阿联酋、卡塔尔、科威特、巴林、希腊、塞浦路斯、埃及；

南亚 8 国包含印度、巴基斯坦、孟加拉国、阿富汗、斯里兰卡、马尔代夫、尼泊尔、不丹；

中亚 5 国包含哈萨克斯坦、乌兹别克斯坦、塔吉克斯坦、土库曼斯坦、吉尔吉斯斯坦；

独联体 7 国包含俄罗斯、乌克兰、白俄罗斯、格鲁吉亚、阿塞拜疆、亚美尼亚、摩尔多瓦；

中东欧 16 国包含波兰、立陶宛、爱沙尼亚、拉脱维亚、捷克、斯洛伐克、匈牙利、斯洛文尼亚、克罗地亚、波黑、黑山、塞尔维亚、阿尔巴尼亚、罗马尼亚、保加利亚、北马其顿

图2：我们曾在年度策略报告《“内循环牛”和“科技成长牛”》提出三条行业配置逻辑：
 内需、科技自立自强和扩大对外开放

“内循环牛”和“科技成长牛”——A股2025年投资策略展望



■ 行业配置两大抓手——内循环和科技成长

- 业绩预测：全A/全A两非2025年归母净利润同比增速分别为2.0%/4.7%；盈利能力在供需改善背景下修复
- 大国博弈背景下，美对中的贸易政策拉锯和科技封锁加码将成为“特朗普2.0”时期不可忽视的扰动因
- 随外部不确定性放大，“畅通国内大循环”和“打造国内国际双循环”提出新的要求：1）加力推出一揽子增量政策提振内需；2）加快推进“内循环”视角下的科技自立自强；3）进一步扩大对外开放
- 2025年，我们的行业配置将紧紧围绕上述3条逻辑，具体如下：
 - ◆ 活跃内循环：重视“两重、两新”，“化债”，和消费领域新增长点
 - 从“两重、两新”结构性增量角度，关注消费电子、工业自动化设备、工业软件
 - 从化债角度，关注环保、建筑、机械、信创等To G行业，以及低空、车路云等领域的科技新基建
 - 从消费新增长点/政策潜在增量角度，关注情绪经济、国货潮品、多胎等
 - ◆ 科技自立自强：关注人工智能产业、自主可控、新型能源科技、空天信息技术和数据要素
 - 人工智能角度，关注AI Agent、AI应用（独立软件应用、AI眼镜等智能终端）、人形机器人、自动驾驶等
 - 新能源角度，关注光伏/锂电新技术（BC、HJT、固态电池）、新型电力系统、未来能源（核电/聚变能源）
 - 自主可控角度，关注“卡脖子”环节的技术突破，和国产化渗透方向，前者尤其关注以HBM为核心的芯片制造产业链
 - 空天信息技术方面，关注低空经济、卫星&商业航天
 - 数据要素方向，关注数据要素授权运营平台、数据资源开发商、医保数据要素、数据跨境流通、数据安全
 - ◆ 扩大对外开放：关注跨境电商、数字贸易、免税、入境旅游等

数据来源：Wind，东吴证券研究所

数据来源：东吴证券研究所

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5%以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准-5%与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5%以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>