

2025 年 04 月 13 日

关税影响下的配置思路

策略研究团队

——投资策略专题

韦冀星（分析师）

weijixing@kysec.cn

证书编号：S0790524030002

曹晋（联系人）

caojin1@kysec.cn

证书编号：S0790124080011

● “关税风暴”冲击市场：先红利黄金，后“科技+消费”

在北京时间 4.3 凌晨美国退出超预期的“对等关税”措施后，我们在 4.3《美“对等关税”下策略视角的应对思路》中明确指出：“本次关税政策的冲击比较超预期，这对红利的超额收益是有支撑的。海外波动性放大大黄金也是配置上的重点关注。除了关注红利黄金外，在冲击逐渐缓和、甚至关税谈判变化、或中国政策对冲后，需要关注“科技+消费”的投资机会。”

● 一个视角：关税冲击下，业务更聚焦国内的品种更好；更进一步，出海>出口

本周 A 股市场围绕关税影响展开交易，涨跌的分层效应显著：境外业务占比越高的品种表现越弱。上述现象反映：在极端事件形成系统性冲击时，市场能短期快速研判微观冲击和达成共识的能力有限，第一阶段通常沿着最易形成共识的宏观交易逻辑展开。（1）展望下一阶段的发展：目前中国市场份额由美国企业占据的赛道，在中美当前高关税水平下，中国企业有望通过国产替代实现份额大幅提升。（2）运用开源策略独有的“出海-出口”数据库，将“海外营收占比高/海外资产占比低”的品种划分为“出口”，将“海外营收占比高/海外资产占比高”的品种划分为“出海”。比较两个不同的品种在本周的表现，我们发现出海的股价表现显著优于出口。

● 从动态视角看这轮关税接下来的影响

（1）特朗普对全球增加关税，并非只针对中国，而是对其他国家也增加关税，中国和全球其他国家和地区的贸易关系将有所改善。要关注对欧洲出口的预期差。

（2）长期来看，以“人工智能+”和“具身智能”代表的中国科技创新，将使得中国制造进一步引领全球，大大加强中国制造业全球地位，形成对冲。

（3）这么强势的关税能否持续？我们认为这很有可能不是最后的数字。我们预计谈判或将比较快的到来（但开启谈判的前置条件在于美国的姿态），最后的数字会变化。

（4）底线思维要建立起来，这有助于我们更好地厘清接下来的投资思路。极限假设下我们需要对冲对美出口的损失，可以由三个维度提供：1、对其他国家的出口出海；2、科技创新下的全要素生产力提振；3、国内扩大内需以及财政刺激等政策。

● 展望未来我们推荐：“自主可控”科技和军工 + “内循环”消费+红利黄金

外部不确定性催化黄金和军工行情；国内应对不确定性下应加大自主可控、国产替代和内循环的关注，配置：“自主可控”科技和军工 + “内循环”消费+红利黄金：

“4”个行业方向：（1）科技成长“自主可控+国产替代”：AI+赋能、机器人、军工、半导体、信创、卫星；（2）消费“政策+内生复苏”：服装鞋帽、汽车（包括两轮电动车）、零售、食品、美容护理以及新消费；（3）成本改善驱动：养殖、航空机场、饲料、小金属；（4）出海结构性机会：中欧贸易关系缓和下的预期差（对欧洲出口占比高品种）及小品类出海（如零食等）；

“1”个底仓逻辑：绝对收益思路下的中长期底仓“红利+黄金”，辅以高股息优化思路增强底仓收益：沪深 300 增强、央企红利蓝筹。

● 风险提示：政策超预期变动；全球流动性及地缘政治风险；定价模型失效。

相关研究报告

《美“对等关税”下策略视角的应对思路—投资策略点评》-2025.4.3

《自由现金流指数：更重视质量的红利优化方向—投资策略专题》-2025.3.30

《从景气预期看恒生科技和美股科技巨头—投资策略专题》-2025.3.30

目 录

1、 “关税风暴”冲击市场：先红利黄金，后“科技+消费”	3
2、 一个视角：关税冲击下，业务更聚焦国内的品种表现更好；更进一步的，出海>出口	3
3、 从动态视角看这轮关税接下来的影响	5
4、 展望未来我们推荐：“自主可控”科技和军工 + “内循环”消费+红利黄金.....	7
5、 风险提示	8

图表目录

图 1： 本周境外业务占比越高的品种表现越弱，分层效应显著.....	3
图 2： 境外业务占比超 50%的公司当中，部分消费和科技品种周四周五反弹较强.....	4
图 3： 以“海外资产占比”区分出海/出口，发现本周出海的股价表现显著优于出口	5

1、“关税风暴”冲击市场：先红利黄金，后“科技+消费”

在北京时间 4.3 凌晨美国退出超预期的“对等关税”措施后，我们在 4.3《美“对等关税”下策略视角的应对思路》中明确指出：“本次关税政策的冲击比较超预期，这对红利的超额收益是有支撑的。海外波动性放大下黄金也是配置上的重点关注。除了关注红利黄金外，在冲击逐渐缓和、甚至关税谈判变化、或中国政策对冲后，需要关注“科技+消费”的投资机会。”

本周 A 股市场围绕关税影响展开交易，市场表现呈现显著的“黄金持续强势上涨+内需消费+自主可控科技”占优特征。当前中美互相加征的关税幅度仍在动态变化，且未来关税的影响或将是中长期的，本文中我们将重点探讨：关税影响下，A 股未来的配置思路到底应该如何？

2、一个视角：关税冲击下，业务更聚焦国内的品种表现更好；

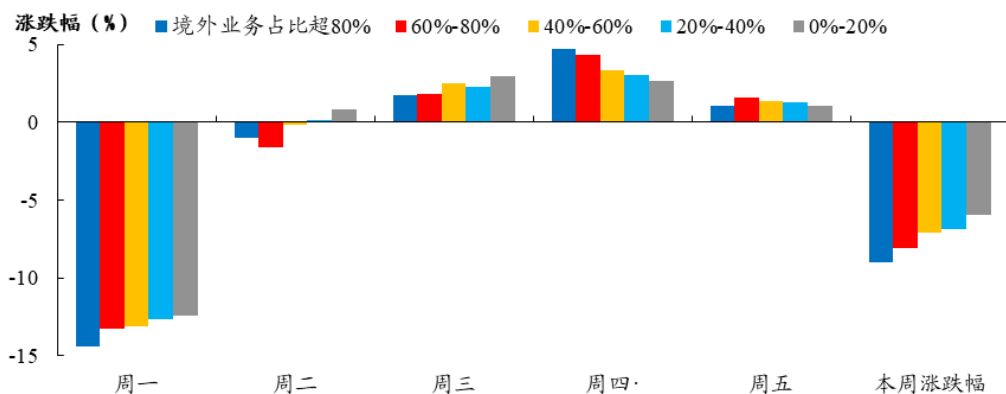
更进一步的，出海>出口

(1) 本周境外业务占比越高的品种表现越弱，分层效应显著

本周 A 股市场围绕关税影响展开交易，从境外业务的营收占比来看，涨跌的分层效应显著。上半周（周一至周三），境外业务占比低的公司，表现相对占优；下半周（周四-周五），在特朗普宣布推迟 90 天执行多数国家关税后，A 股市场情绪也边际修复，带动对错杀和超跌的修复交易，境外业务占比高的公司回升幅度更高，该幅度在周五有所收窄。

我们认为，上述现象反映：在极端事件形成系统性冲击时，市场能短期快速研判微观冲击和达成共识的能力有限，第一阶段通常沿着最易形成共识的宏观交易逻辑展开。展望后续，市场有望自下而上展开分化交易，围绕对美直接贸易、转口贸易和其他出口地与美关税谈判进展、中国与其他国家与地区的贸易关系改善等线索展开。

图1：本周境外业务占比越高的品种表现越弱，分层效应显著

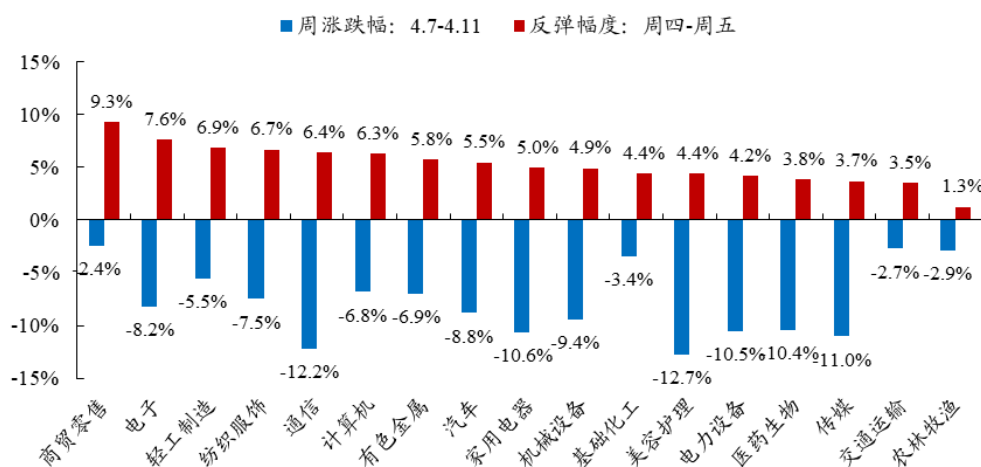


数据来源：Wind、开源证券研究所

结构上来看，我们选取了境外业务收入占比超 50% 的公司，按照一级行业计算平均涨跌幅，剔除公司数低于 5 家的行业后，周四-周五反弹幅度最大的前三行业分别是：商贸零售（9.3%）、电子（7.6%）、轻工制造（6.9%）。

目前中国市场份额由美国企业占据的赛道，在中美当前高关税水平下，中国企业有望通过国产替代实现份额大幅提升。例如电子细分赛道中的模拟芯片，其代表性企业圣邦股份的境外营收占比为 60.2%，虽然境外业务或受关税负面冲击较大，但本国市场内的份额替代给予了更高的业绩预期，股价表现较强，本周最终收涨 24.7%。

图2：境外业务占比超 50% 的公司当中，部分消费和科技品种周四周五反弹较强

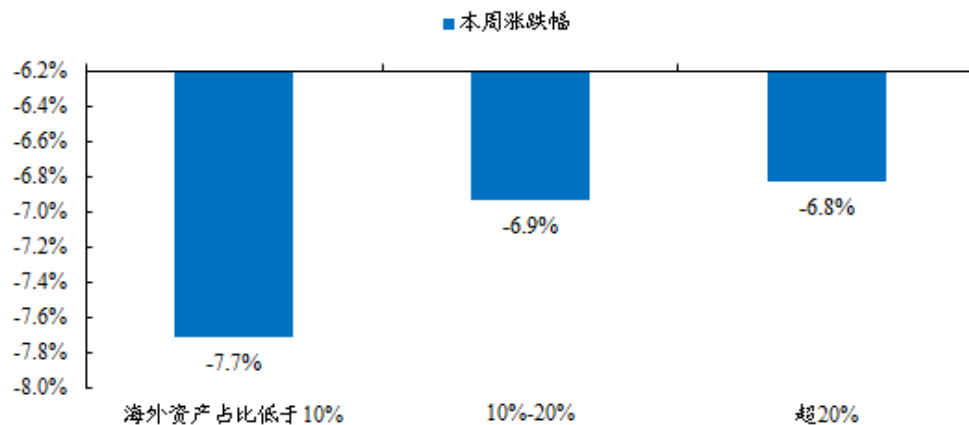


数据来源：Wind、开源证券研究所

（2）更细致的去拆分海外业务占比高的品种表现可以发现：出海显著优于出口

虽然境外业务占比高的品种整体表现更弱，但是我们进一步拆分结构，发现在境外业务占比高的品种当中也呈现了更细致的区别：出海显著优于出口。我们运用开源策略独有的“出海-出口”数据库，将“海外营收占比高/海外资产占比低”的品种划分为“出口”，将“海外营收占比高/海外资产占比高”的品种划分为“出海”。比较出海和出口两个不同的品种在本周的表现，我们发现出海的股价表现显著优于出口。

图3：以“海外资产占比”区分出海/出口，发现本周出海的股价表现显著优于出口



数据来源：Wind、开源证券研究所

3、从动态视角看这轮关税接下来的影响

从策略视角看“对等关税”对 A 股的影响，我们给出四个视角解读：

（1）要关注对欧洲出口的预期差

我们前期持续强调，在特朗普本轮“关税既是手段也是目的”的背景下，即便中美关税政策阶段性落地，围绕关税的预期扰动或仍存在反复。

参考特朗普上一任期对全球进行关税加征的周期，当特朗普当局对全球进行“贸易反制”期间，中国和欧洲的贸易关系往往得到加强和改善。在此背景下中欧贸易关系缓和下的预期差(对欧洲出口占比高品种)是2025年出口链最大的预期差之一。另外，欧洲军费增加的逻辑将进一步加强对欧洲出口条线的增长潜力。

通过海关数据的整理，我们梳理出来 2024 年全年对欧洲出口规模最大的 10 大细分品类如下：

- 1、机电、音像设备及其零件、附件(HS 第 16 类) (2296.9 亿美元)
- 2、核反应堆、锅炉、机械器具及零件(HS84 章) (896.7 亿美元)
- 3、车辆、航空器、船舶及运输设备(HS 第 17 类) (434.4 亿美元)
- 4、纺织原料及纺织制品(HS 第 11 类) (396.8 亿美元)
- 5、车辆及其零附件,但铁道车辆除外(HS87 章) (323.3 亿美元)
- 6、贱金属及其制品(HS 第 15 类) (311.9 亿美元)
- 7、化学工业及其相关工业的产品(HS 第 6 类) (286.1 亿美元)
- 8、家具;寝具等;灯具;活动房(HS94 章) (221.1 亿美元)
- 9、塑料及其制品;橡胶及其制品(HS 第 7 类) (206.8 亿美元)
- 10、有机化学品(HS29 章) (151.2 亿美元)

(2) 从静态测算，对 A 股的影响有多少？按照 A 股对美出口依存度测算，美国每提升 10% 的关税，对 A 股非金融的利润率影响大约 0.1%-0.2% 左右。但是，截止 2025 年 4 月 12 日，中美互相额外增收 125% 的关税，在这样的关税水平下，中美相互的进出口需求将会受到非常大的冲击，因此这一测算几乎没有准确性，单纯静态的测算在当下的意义并不大。

(3) 中国的出口逻辑已经变化，不建议刻舟求剑

由于刚才的测算是静态的，并没有考虑到其他要素的动态变化。有 3 大动态变化需要重视：

第一，特朗普对全球增加关税，并非只针对中国，而是对其他国家也增加关税，中国和全球其他国家和地区的贸易关系将有所改善。我们预计，在 2025 年，中国面临的出口环境是：对美出口和对俄出口或有所下行，但其他国家和中国的贸易环境将有所改善，前期由于俄乌冲突带来的一些海外的针对中国的意识形态问题得到显著缓和。

第二，长期来看，以“人工智能+”和“具身智能”代表的中国科技创新，将使得中国制造进一步引领全球，大大加强中国制造业全球地位。从全要素生产力的提振来看，AI+ 是数字化抓手，机器人是物理化的抓手，2025 年中国的全要素生产力提升或将引领全球，这将进一步对冲美国关税的影响。

第三，这么强势的关税能否持续，未来是否会有所变化？我们认为这很有可能不是最后的数字。相比于其他政客出身的总统，特朗普的政策走势非常难以确认，我们称特朗普的关税政策类似于“随机游走”的贸易政策。突然叠加如此高的关税不仅会强势冲击对美国的外贸需求，同时由于美国的产业链尚未构建完全，美国在中国的进口仍存在诸多刚性需求，这还会使得美国的输入性通胀压力显著增大，而且使得美国的衰退预期进一步加强。从美国视角，这一关税增收幅度并不是一个长期可持续的方案。对于中国视角，125% 的叠加关税也会显著影响对美出口需求，中国也有必要和美国进行谈判。因此我们预计谈判或将比较快的到来（但开启谈判的前置条件在于美国的姿态），未来我们会很快看到新的变化，这很有可能不是最后的数字。

第四，无论是 54% 还是 104% 还是 125%，底线思维都要建立起来，这有助于我们更好地厘清接下来的投资思路。极限假设下（不一定要到达），我们可以有个底线思维：假设对美出口全面归零，对中国影响有多大？海关数据，2024 年全年对美出口金额为 5246 亿美元。对应的，我们需要有类似级别的对冲，这对冲可以由三个维度提供：1、对其他国家的出口和出海；2、科技创新下的全要素生产力提振、3、国内扩大内需以及财政刺激等政策。

(4) 相比于出口，出海韧性更强

2023 年以来，出口链一直是市场关注的重点之一。出口链亦有出口和出海之分：相比于出口，出海逻辑驱动下的出口链行情或更为顺畅。出海不仅是扩大对外需的消化，更有助于化解日益严重关税问题，确保在复杂的国际环境中保持竞争优势。

我们判断，未来特朗普的“对等关税”政策最后依然会有一些国家会获得较低的关税待遇或更多的关税豁免。往后看，随着出口链的“缩圈”与分化，出海的重要性将愈发得到市场重视。

4、展望未来我们推荐：“自主可控”科技和军工 + “内循环”

消费+红利黄金

从历史角度来看，4月的风格效应很强：价值>成长，大盘>小盘，低估值>高估值。无论是我们回看历史的复盘，也就是“刻舟求剑”，还是站在现在我们去今年4月市场所面临的条件，也就是当前的关税带来的海外不确定性提升，以及4月我们正在面临的业绩印证期，我们认为今年4月确实容易呈现出日历效应上的风格，4月确实是红利阶段性占优的时间点，但我们继续强调2025年全年来看红利的超额收益会弱于过去3年，建议在投资红利品种的时候，进行进一步的优化，比如使用开源策略持续使用的“红利+质量+成长”的优化思路。而本次关税政策的冲击比较超预期，这对红利的超额收益是有支撑的。海外波动性放大下，基于避险配置逻辑+央行购金逻辑，黄金也是配置上的重点关注。

除了刻舟求剑找到的红利和黄金品种以外，当前我们也要重视“关税”压力下其他的投资机会。在海外的强波动率之下，股市的应对我们建议除了关注红利外，在冲击逐渐缓和、甚至关税谈判变化、或中国政策对冲后，需要关注“科技+消费”的投资机会。海外的强波动后，国内的政策可能会更加重视扩大内需和全要素生产力的提升，因此我们需要“以我为主”，而关税的外部变化进一步加大消费和科技的投资必要性。全球格局的快速变化、欧洲军费增加等背景下，军工的战略配置价值也在进一步增强。根据我们对“财政扩张周期”与“消费相对GDP的相对弹性”的相关性分析，我们判断消费的投资机会将在二季度中后期就会明显出现，因此除了红利、科技外，我们建议投资者需要关注消费的弹性。

上文提到，对于如果美国出口回落，我们有3个维度的对冲方向，而这三个维度也刚好就对应了接下来可以投资的方向：其一是内需为主的消费品种，其二就是“自主可控”下的科技和军工品种、其三是对欧洲出口占比高的品种。

行业配置建议：“自主可控”科技和军工 + “内循环”消费+红利黄金：

“4”个行业方向：（1）科技成长“自主可控+国产替代”：AI+赋能、机器人、军工、半导体、信创、卫星；（2）消费“政策+内生复苏”：服装鞋帽、汽车（包括两轮电动车）、零售、食品、美容护理以及新消费；（3）成本改善驱动：养殖、航空机场、饲料、小金属；（4）出海结构性机会：中欧贸易关系缓和下的预期差（对欧洲出口占比高品种）及小品类出海（如零食等）；

“1”个底仓逻辑：绝对收益思路下的中长期底仓“红利+黄金”，辅以提高股息优化思路增强底仓收益：沪深300增强、央国企红利蓝筹。

5、风险提示

宏观政策超预期变动放大市场波动。

全球流动性及地缘政治恶化风险。

测算的定价模型基于历史数据，不能代表未来。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、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）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。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取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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波动。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。在任何情况下，本公司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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼3层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn