

2025 年 04 月 05 日

证券研究报告|策略研究|策略点评

关税“风浪”起？清风拂山岗

报告摘要

核心观点：

- ◆ 当地时间 4 月 2 日，美国总统特朗普在白宫签署两项关于所谓“对等关税”的行政令。其中，美国对中国征收的“对等关税”税率为 34%，叠加今年以来，美国已对中国商品普遍征收的 20% 关税，今年美国对华关税税率合计或将达到 54%。预计本次公布的关税数字或为一次“极限施压”，在 4 月 9 日之前或仍有缓和的空间，亦或推迟。
- ◆ 本次美国推出的所谓“对等关税”超出市场预期，资本市场总体反映类似衰退交易。近期各国或将集中出台反制措施。4 月 4 日，经国务院批准，中国对美国所有进口商品加征 34% 关税。
- ◆ 后续美国经济或将二次通胀，增速或进一步放缓，美联储或将面临是否降息的两难困境，美国经济走向“滞胀”或“衰退”的概率提升。我们认为本次美国超预期的关税政策落地并非是此前不确定性的利空出尽，而是或将引发全球秩序不确定性提升的开始，因此短期黄金或因部分资金兑现而回调，但中期维度看多黄金类资产。
- ◆ 对于中国来说，鉴于本次外部不确定性超预期，国内政策有望加速推出，提振消费、稳住楼市股市和适度宽松流动性等方面的政策均值得期待。政策落地时间需跟踪后续中美贸易谈判成果，以及对出口部门实际影响，4 月政治局会议或将成为市场集中博弈的重要时点。
- ◆ 中期看，本轮上涨的核心驱动没有变，一是中国证明了在本轮人工智能科技革命中处于领先水平；二是提振消费、化债、地产托底等稳增长政策多管齐下，中国经济跳出转型阵痛期已经越来越清晰，

作者

董忠云 分析师

SAC 执业证书：S0640515120001

联系电话：010-59562478

邮箱：dongzy@avicsec.com

符畅 分析师

SAC 执业证书：S0640514070001

联系电话：010-59562469

邮箱：fuyyjs@avicsec.com

庞晨 研究助理

SAC 执业证书：S0640124040009

联系电话：

邮箱：pangc@avicsec.com

王警仪 研究助理

SAC 执业证书：S0640123090015

联系电话：

邮箱：wangjybj@avicsec.com

杨子萌 研究助理

SAC 执业证书：S0640124060008

联系电话：

邮箱：yangzm@avicsec.com

相关研究报告

中航策略周报：《四月决断》

中航策略周报：《外部震荡、内部改善，A 股、港股独立行情有望延续》

中航策略周报：《国内消费政策有望助推“东升西落”，外资或将加速流入 A 股》

中航策略周报：《中国两会遇上“美国衰退”叙事，新一轮“东升西落”交易预期正在酝酿中》

中航策略周报：《两会政策预期升温，聚焦扩内需与科技》

中航策略周报：《阿里 Capex 重回扩张期确认产业趋势，科技股或将进入拥挤度“失效期”——科特估系列专题（四）》

股市有风险 入市需谨慎

中航证券研究所发布 证券研究报告

请务必阅读正文之后的免责声明部分

联系地址：北京市朝阳区望京街道望京东园四区2号楼中航产融大厦

中航证券有限公司

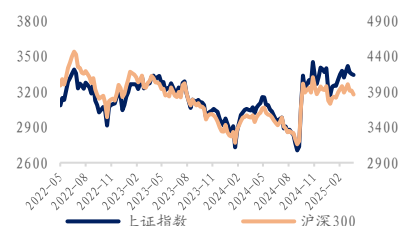
公司网址：www.avicsec.com

联系电话：010-59219558 传真：010-59562637

科技和消费或将成为新的经济动能，未来中国经济持续改善确定性大。

- ◆ 复盘历史平均表现，A 股整体 4 月表现为震荡，大盘价值风格领涨。其中 4 月上旬表现强势，呈现普涨态势。或出于财报季尾声的不确定性和五一小长假前的资金避险，中下旬表现为调整，大盘价值和中信消费风格表现较好。
- ◆ 进入四月决断的窗口期，近期不同资金呈现转势。股票型 ETF 累计净申赎显示此前回落趋势已结束，逐渐转变为买入趋势，而累计融资净买入有所回落，二者仍然呈现较为明确的背离走势。拥挤度和估值相对水平显示近期市场风格正在从成长切换至稳定风格和消费风格。

市场走势：



投资建议：

- ◆ 美国“对等关税”超出市场预期，国内稳增长政策有望加速推出，同时参考 4 月日历效应，建议关注大盘价值风格。本次年报恰逢新“国九条”发布一周年的时间窗口，上市公司分红率有望提升，关注红利板块投资机会。中期看，本轮人工智能产业革命下的中国科技股估值重塑方兴未艾。提振消费、扩大内需和科技创新引领新质生产力发展被列为 2025 年前两大工作任务，内需板块和自主可控有望成为市场中期主线。此外，全球不确定性提升，黄金短期回调后，关注黄金类资产中期投资机会。

本周市场回顾:

根据同花顺数据, 本周市场整体下跌, 上证指数 (-0.28%)、深证成指 (-2.28%)、沪深 300 (-1.37%)、科创 50 (-1.11%)、创业板指 (-2.95%)、中证 500 (-1.19%)、中证 1000 (-1.04%) 均表现较弱。行业风格上, 稳定风格表现较强, 上涨 1.92%; 成长风格表现较弱, 下跌 2.10%。分行业来看, 申万一级行业中公用事业、农林牧渔、医药生物表现较强, 分别上涨 2.55%、1.51%、1.20%; 汽车、电力设备、家用电器表现较弱, 分别下跌 3.54%、3.51%、3.46%。市场情绪方面, 本周市场活跃度有所下降, 日均成交金额为 11367.50 亿元, 较上周减少 1240.27 亿元。估值方面, 截至 4 月 4 日, A 股整体市盈率为 18.50 倍, 较上周下降 0.07%。

正文:

当地时间 4 月 2 日, 美国总统特朗普在白宫签署两项关于所谓“对等关税”的行政令, 宣布对所有贸易伙伴设立 10% 的“最低基准关税”, 同时对包括中国在内的数十个其他国家和地区在 10% 基础上加征更高关税。白宫高级官员表示, 基准关税税率将于 4 月 5 日凌晨 12:01 生效, 对等关税将于 4 月 9 日凌晨 12:01 生效。其中, 美国对中国征收的“对等关税”税率为 34%。今年以来, 美国已对中国商品普遍征收 20% 的关税。若 4 月 9 日起税率再叠加 34% 的“对等关税”, 美国对华关税税率合计将达到 54%。

声明称特朗普拥有“修改权限”, 可以视情况提高或者降低关税。参考此前加拿大和墨西哥已和美国进行了贸易谈判后, 本次行政令中对于符合《美墨加贸易协定》的商品将继续获得豁免。因此预计本次公布的关税数字或为一次“极限施压”, 在 4 月 9 日之前或仍有缓和的空间, 亦或推迟。

本次美国推出的所谓“对等关税”超出市场预期, 资本市场总体反映类似衰退交易, 但黄金或由于此前涨幅过快、部分资金选择兑现, 价格短暂创新高后有所回落。“对等关税”信息发布后美股期货全线跳水, 大宗商品波动加剧, 黄金价格突破 3150 美元/盎司创历史新高, 原油价格下跌超 2 美元。美东时间 4 月 4 日大类资产表现来看, 全球主要股票市场指数全线大跌; 油价大跌, 反应投资者对全球经济陷入衰退的担忧加剧; 黄金自最高点一度下跌超 100 美元, 或为前期避险资金短期兑现。

近期各国或将集中出台反制措施。4 月 4 日, 经国务院批准对原产于美国的所有进口商品, 中国在现行适用关税税率基础上加征 34% 关税。后续美国经济或将二次通胀, 增速或进一步放缓, 美联储或将面临是否降息的两难困境, 美国经济走向“滞涨”或“衰退”的概率提升。我们认为本次美国超预期的关税政策落地并非此前不确定性的利空出尽, 而是或将引发全球秩序不确定性提升的开始, 因此短期或因部分资金兑现而波动, 但中期维度看多黄金类资产。

对于中国来说，我们年度策略曾指出二季度是内外部政策角力关键期，外部方面，特朗普政府对华实际政策将逐渐清晰；内部方面，政策层已经提前储备国内对冲政策工具，或将根据二季度出口部门的实际表现择机推出。鉴于本次外部不确定性超预期，内部政策有望加速推出，提振消费、稳住楼市股市和适度宽松流动性等方面的政策均值得期待。政策落地时间需跟踪后续中美贸易谈判成果，以及对出口部门实际影响，4月政治局会议或将成为市场集中博弈的重要时点。

中期看，本轮上涨的核心驱动没有变，一是中国证明了在本轮人工智能科技革命中处于领先水平；二是提振消费、化债、地产托底等稳增长政策多管齐下，中国经济跳出转型阵痛期已经越来越清晰，科技和消费或将成为新的经济动能，未来中国经济持续改善确定性大。

近期稳增长政策仍在持续推出。4月2日，中办、国办发布的《关于完善价格治理机制的意见》（以下简称《意见》）中指出要进一步深化价格改革，完善价格治理机制。结合2025年政府工作报告将居民消费价格涨幅预期目标调整至更有实际引导意义的“2%左右”，本次《意见》发布后，后续相关政策有望陆续推出，有助于推动价格水平温和回升，改善企业利润，有助于推动A股盈利底的形成。

复盘历史平均表现，A股整体4月表现为震荡，大盘价值风格领涨。其中4月上旬表现强势，呈现普涨态势。或出于财报季尾声的不确定性和五一小长假前的资金避险，中下旬表现为调整，大盘价值和中信消费风格表现突出。2016年至2024年平均表现显示，万得全A4月全月平均表现为震荡，大盘价值涨幅最好，达0.71%；小盘成长和中信成长风格表现较弱，跌幅达2.34%和2.67%。4月上中下三句中，万得全A于上月表现强势，全部风格均上涨。其中，小盘价值和中信周期风格表现突出，历年平均涨幅为1.81%和1.86%，仅中信金融和中信成长风格跑输万得全A。4月中旬和下旬市场出现调整。4月中旬，大盘价值风格平均上涨0.23%，唯一平均表现为正的风格，而小盘成长和中信成长风格的表现较弱，分别下跌1.48%和1.26%。4月下旬，或出于财报季尾声的不确定性和五一小长假前的资金避险，万得全A延续调整，获得较多超额收益的是大盘成长和消费风格，分别为0.97%和1.17%。

表1: 历年平均涨跌幅显示4月上旬表现较好，中下旬震荡

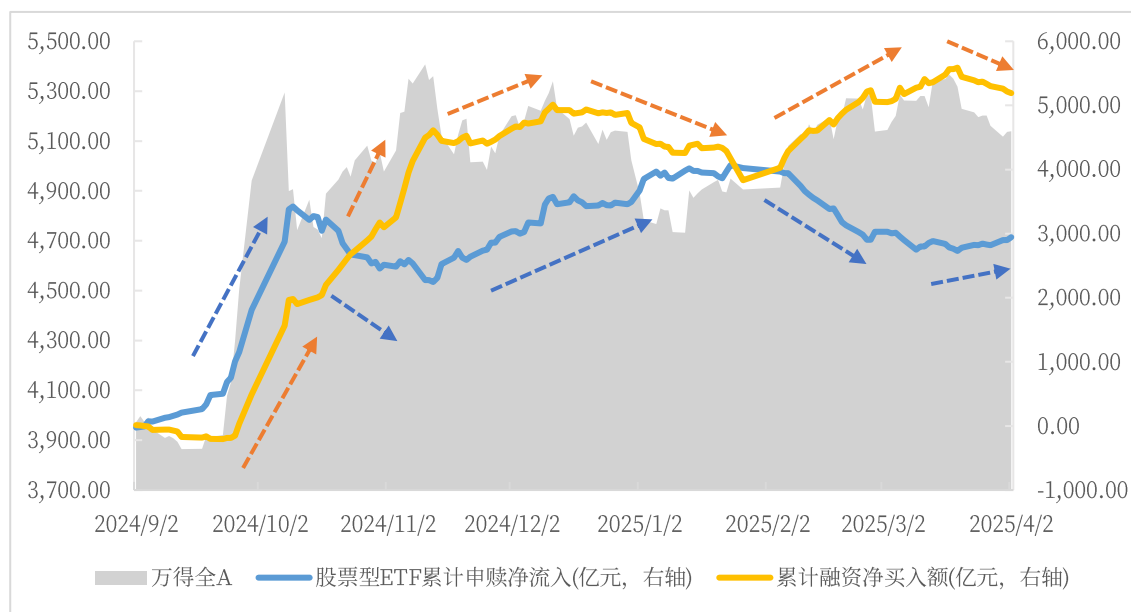
指数	涨跌幅				超额收益			
	4月1日至	4月11日至	4月21日至	4月1日至	4月1日至	4月11日至	4月21日至	4月1日至
	4月10日	4月20日	4月30日	4月30日	4月10日	4月20日	4月30日	4月30日
万得全A	0.99%	-1.00%	-1.35%	-1.38%	-	-	-	-
大盘价值(国证)	1.21%	0.23%	-0.70%	0.71%	0.22%	1.23%	0.66%	2.09%
大盘成长(国证)	1.01%	-0.83%	-0.39%	-0.21%	0.02%	0.17%	0.97%	1.18%
小盘价值(国证)	1.81%	-0.88%	-1.98%	-1.10%	0.82%	0.12%	-0.63%	0.28%
小盘成长(国证)	1.28%	-1.48%	-2.17%	-2.34%	0.30%	-0.48%	-0.82%	-0.96%
金融(风格,中信)	0.86%	-0.68%	-0.55%	-0.40%	-0.13%	0.33%	0.80%	0.98%
周期(风格,中信)	1.86%	-1.14%	-2.55%	-1.89%	0.88%	-0.14%	-1.20%	-0.51%

消费(风格,中信)	1.02%	-0.72%	-0.19%	0.09%	0.04%	0.29%	1.17%	1.48%
成长(风格,中信)	0.30%	-1.26%	-1.74%	-2.67%	-0.68%	-0.26%	-0.39%	-1.29%
稳定(风格,中信)	1.48%	-0.80%	-1.55%	-0.91%	0.49%	0.21%	-0.20%	0.48%

数据来源: Wind, 中航证券研究所整理 (注: 统计为 2016 至 2024 年平均表现)

进入四月决断的窗口期, 近期不同资金呈现转势。股票型 ETF 累计净申赎显示此前回落趋势已结束, 逐渐转变为买入趋势, 而累计融资净买入有所回落, 二者仍然呈现较为明确的背离走势。累计融资净买入与市场走势相近, 震荡期下滑显示市场风险偏好下降, 而此前 3 月获利回吐的申赎净流入在市场底部小幅加仓。

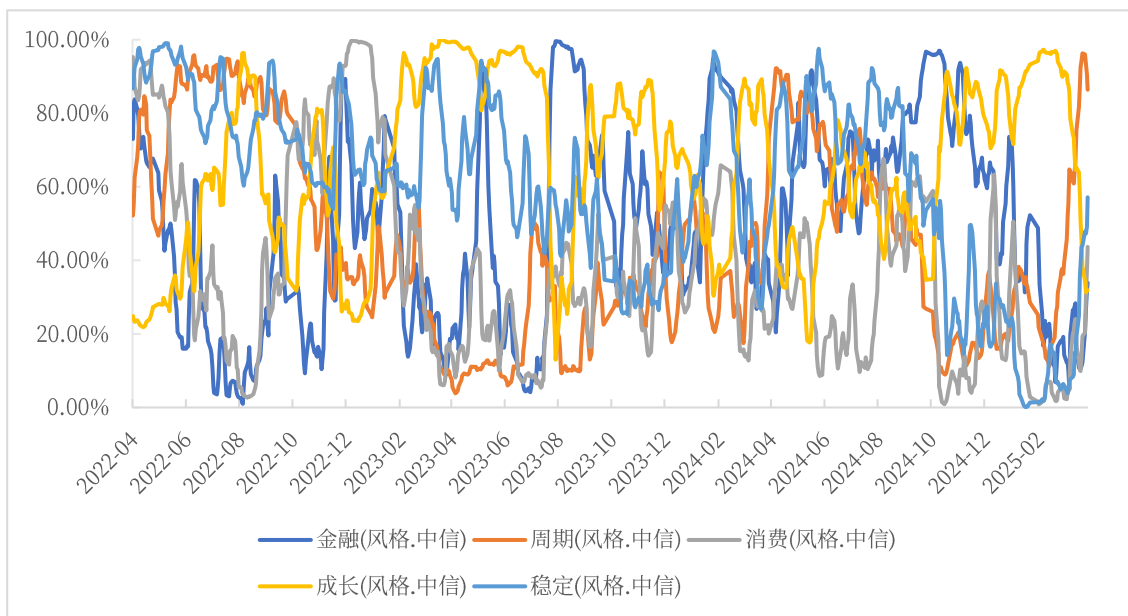
图1 股票型 ETF 申赎净流入回升, 融资净买入下降 (单位: 点, 亿元)



资料来源: Wind, 中航证券研究所整理 (注: 累计区间为 2024 年 9 月 2 日至 2025 年 4 月 2 日)

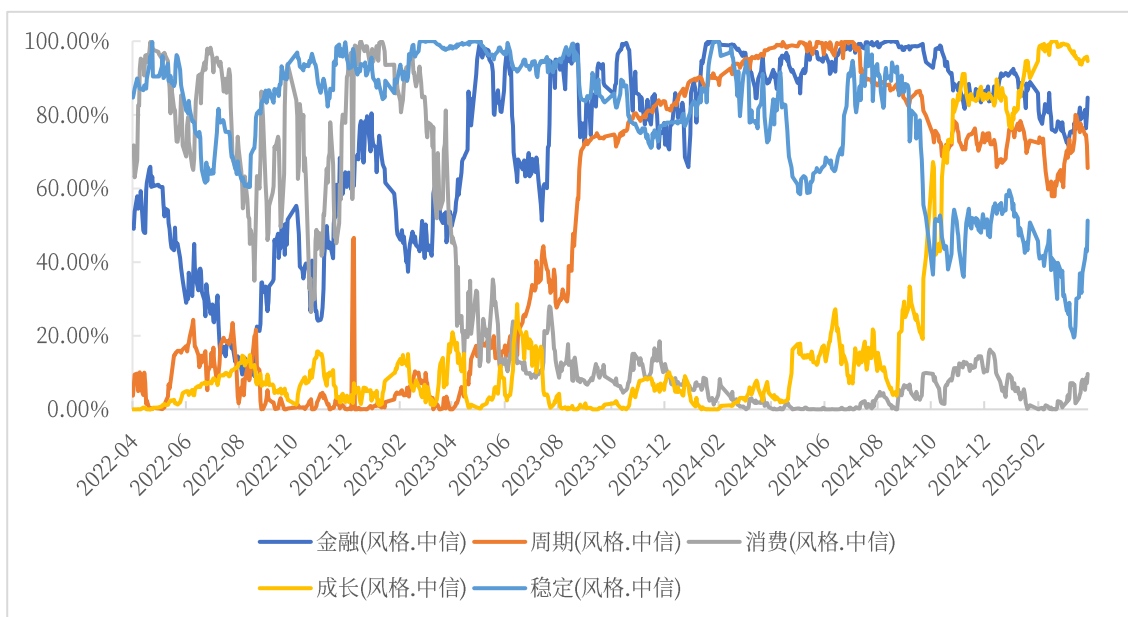
拥挤度和估值相对水平显示市场风格正在从成长切换至稳定风格和消费风格。成长风格估值溢价率位于近 3 年高位, 随着拥挤度回落而逐步回落。稳定风格此前在本轮科技股带动的这轮行情中拥挤度持续回落, 估值溢价率迅速下降且幅度相较金融和周期风格更大。但近期资金流向稳定风格, 估值溢价率已经出现回升趋势, 截至 4 月 3 日回升至约 51.30%。消费风格的估值虽已有抬头趋势, 但持续处于相对较低水平, 其能否持续估值回升或需要一季度业绩及经济数据确认。

图2 拥挤度显示市场风格正在过渡切换期（单位：%）



资料来源：Wind，中航证券研究所整理（注：拥挤度采用中信 5 风格日成交额占万得全 A 成交额滚动 3 年历史分位数，为平滑波动取 5 日移动平均）

图3 估值相对水平显示市场风格正在过渡切换期（单位：%）



资料来源：Wind，中航证券研究所整理（注：估值相对水平：计算中信 5 风格估值相较万得全 A 估值的溢价率，然后统计当前溢价率的滚动 3 年历史分位数，其中估值为 PETTM 剔除负值）

投资建议：

美国“对等关税”超出市场预期，国内稳增长政策有望加速推出，同时参考 4 月日历效应，建议关注大盘价值风格。本次年报恰逢新“国九条”发布一周年的时间窗口，上市公司分红率有望提升，关注红利板块投资机会。中期看，本轮人工智能产业革命下的中国科技股估值重塑方兴未艾。提振消费、扩大内需和科技创新引领新质生产力发展被列为 2025 年前两大工作任务，内需板块和自主可控有望成为市场中期主线。此外，全球不确定性提升，黄金短期回调后，关注黄金类资产中期投资机会。

风险提示：

- 1.国内政策推行不及预期；
- 2.地缘政治事件超预期；
- 3.海外流动性宽松不及预期；

公司的投资评级如下：

买入：未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅 10%以上。
增持：未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅 5%~10%之间。
持有：未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅-10%~+5%之间。
卖出：未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

行业的投资评级如下：

增持：未来六个月行业增长水平高于同期沪深 300 指数。
中性：未来六个月行业增长水平与同期沪深 300 指数相若。
减持：未来六个月行业增长水平低于同期沪深 300 指数。

研究团队介绍汇总：

中航证券策略团队：站在总量研究的高度，以大类资产配置作为基础进行 A 股策略研究。研究方向涉及量化、固收、商品、外汇等。输出观点立足买方思维，对实际投资更具指导意义。

销售团队：

陈艺丹, 18611188969, chenyd@avicsec.com, S0640125020003
李裕淇, 18674857775, liyuqi@avicsec.com, S0640119010012
李友琳, 18665808487, liyoul@avicsec.com, S0640521050001

分析师承诺：

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，再次申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。
风险提示：投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

免责声明：

本报告由中航证券有限公司（已具备中国证券监督管理委员会批准的证券投资咨询业务资格）制作。本报告并非针对意图送发或为任何就送发、发布、可得到或使用本报告而使中航证券有限公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使中航证券受制于法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示，否则此报告中的材料的版权属于中航证券。未经中航证券事先书面授权，不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复印本给予任何其他人。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用，并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其他金融票据的邀请或向他人作出邀请。中航证券未有采取行动以确保于本报告中所指的证券适合个别的投资者。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议，而中航证券不会因接受本报告而视他们为客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被中航证券认为可靠，但中航证券并不能担保其准确性或完整性。中航证券不对因使用本报告的材料而引致的损失负任何责任，除非该等损失因明确的法律或法规而引致。投资者不能仅依靠本报告以取代行使独立判断。在不同时期，中航证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告仅反映报告撰写日分析师个人的不同设想、见解及分析方法。为免生疑，本报告所载的观点并不代表中航证券及关联公司的立场。

中航证券在法律许可的情况下可参与或投资本报告所提及的发行人的金融交易，向该等发行人提供服务或向他们要求给予生意，及或持有其证券或进行证券交易。中航证券于法律容许下可于发送材料前使用此报告中所载资料或意见或他们所依据的研究或分析。

联系地址：北京市朝阳区望京街道望京东园四区 2 号楼中航产融大厦中航证券有限公司
公司网址：www.avicsec.com
联系电话：010-59219558
传 真：010-59562637