

信义山证汇通天下

证券研究报告

策略

特朗普对等关税对我国经济 and 行业的影响及应对

2025 年 4 月 6 日

事件点评

相关报告:

分析师:

郭瑞

执业登记编码: S0760514050002

电话: 0351-8686977

邮箱: guorui@sxzq.com

陈振志

执业登记编码: S0760522030004

邮箱: chenchenzhi@sxzq.com

王冯

执业登记编码: S0760522030003

邮箱: wangfeng@sxzq.com

邓周宇

执业登记编码: S0760524040002

邮箱: dengzhouyu@sxzq.com

魏赞

执业登记编码: S0760522030005

邮箱: weiyun@sxzq.com

李旋坤

执业登记编码: S0760523110004

邮箱: lixuankun@sxzq.com

冀泳洁

执业登记编码: S0760523120002

电话: 0351-8686985

邮箱: jiyongjie@sxzq.com

高宇洋

执业登记编码: S0760523050002

邮箱: gaoyuyang@sxzq.com

投资要点:

➤ **特朗普对等关税落地。**美国东部时间 4 月 2 日, 美方发布行政令, 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加征更高关税, 其中对中国加征 34% 关税。

➤ **本轮加征关税的幅度高且具有新特征, 对我国出口及经济的影响不容忽视。**我国将进一步坚定发展信心, 着力扩大国内需求, 推动经济实现良性循环。一是大力提振消费, 以消费提振畅通经济循环。二是, 政策积极、有效、留有余力。三是新一轮供给侧结构性改革或开启, 为价格提供修复动力。四是, 坚持创新引领发展, 推动科技向更前沿、更基础方向布局, 对科技创新的支持更加务实。

对等关税对我国主要行业的影响:

➤ **农业:** 关税提升进口价格, 关注需求转向。

➤ **医药:** 中美关税政策对医药行业机大于危, 创新药械国产替代有望加速。

➤ **纺织服装:** 消费市场弱复苏, 关注高景气度体育板块及黄金珠宝消费需求好转。

➤ **化工:** 反制措施推动采购转向及国内油气发展/关注添加剂、吡啶等细分市场。

➤ **新材料:** 中美关税政策危中有机, 国产替代+自主可控重要性凸显。

➤ **计算机:** 关注 IT 架构国产化进程提速。

➤ **通信&电子:** AI 芯片国产化有望提速, 光学产业链率先受益, 先进封装有望迎来加速发展。

➤ **军工:** 全球地缘政治动荡加剧, 军贸需求巨大。

➤ **风险提示:** 特朗普对等关税政策对我国经济冲击超预期; 经济内生动能恢复较慢; 宏观政策工具和力度不及预期。



请务必阅读最后股票评级说明和免责声明

1

方闻千

执业登记编码：S0760524050001

邮箱：fangwenqian@sxzq.com

骆志伟

执业登记编码：S0760522050002

邮箱：luozhiwei@sxzq.com

本轮加征关税的幅度高且具有新特征，对我国出口及经济的影响不容忽视。一是，今年2月以来，美国对我国关税加征幅度已累计达到54%，大幅超出市场预期，对我国出口和经济形成直接冲击。二是，美国在本轮对等关税中，对和我国贸易关系紧密的部分东南亚国家征收了更高的关税，如越南(46%)、柬埔寨(49%)、泰国(36%)、印尼(32%)、缅甸(44%)、老挝(48%)，意图打击我国转口贸易。三是，美国对等关税覆盖全球60多个经济体，目前已受到欧盟、加拿大等多个国家的反制。我国亦将于4月10日对原产于美国的所有进口商品加征34%关税。美国对等关税举措将冲击全球经贸秩序和产业链稳定性，拖累全球经济增长。这将进一步加剧我国外需的不确定性。

我国进一步坚定发展信心，着力扩大国内需求，推动经济实现良性循环。一是大力提振消费，以消费提振畅通经济循环。2025年，稳消费、稳民生被写入今年经济社会发展总体要求中，并把“全方位扩大国内需求”作为今年十个方面工作任务中的第一条。《提振消费专项行动方案》旨在解决制约消费的突出矛盾。二是，政策积极、有效、留有余力。强调“根据形势变化动态调整政策”“提升宏观政策的前瞻性、针对性、有效性”。蓝部长强调财政政策需相机抉择、因势而动；央行也指出根据国内外经济金融形势和金融市场运行情况，择机降准降息。三是新一轮供给侧结构性改革或开启，为价格提供修复动力。今年政府工作报告提出“加强产业统筹布局和产能监测预警，促进产业有序发展和良性竞争”、“综合整治‘内卷式’竞争”。四是，坚持创新引领发展，推动科技向更前沿、更基础方向布局，对科技创新的支持更加务实。

风险提示：特朗普对等关税政策对我国经济冲击超预期；经济内生动能恢复较慢；宏观政策工具和力度不及预期。

农业：关税提升进口价格，关注需求转向

根据中国饲料杂志社统计，我国从美国进口的猪肉、鸡肉、牛肉数量约分别占国内消费量的0.5%-1%、0.7%-1.3%、1%-2%。近期的关税政策将增加上述从美国进口肉类的成本价格，

或驱动部分进口需求转向国内产品和巴西、阿根廷等进口替代国,对国内畜禽养殖影响偏正面。

在宠物食品行业,最近的关税政策主要影响国内市场的美产主粮品牌,产品价位集中在高端及超高端。美产进口品牌面临两个选择:提价或收缩。提价将继续提升整个宠物食品价格天花板,减轻国产品牌高端化的价格压力;而收缩或为国产品牌让出高端及超高端价格带市场空间,高端宠物食品国产替代有望进一步加速。

我国大豆进口量约占国内消费量的 80%-90%,国内大豆消费对外依存度较高。根据中国饲料杂志社和中华粮网统计,2024 年我国大豆前两大进口来源国依次是巴西和美国,分别占总进口量的 71%和 21%。近期的关税政策将增加美国大豆的进口成本,但由于当前全球大豆处于供给宽松的格局,且有巴西大豆的替代来源,总体影响可控。

风险提示:畜禽养殖疫病风险、恶劣天气导致农作物减产风险、食品安全风险、汇率波动风险。

纺织服装:消费市场弱复苏,关注高景气度体育板块及黄金珠宝消费需求好转

1、品牌服饰板块:国内消费市场整体呈现弱复苏态势,1月消费者信心指数为 87.5,环比延续提升。从可选消费品类 1-2 月社零增速来看,体育娱乐品类景气延续。1-2 月限上纺织服装同比增长 3.3%,由负转正;限上体育/娱乐用品同比增长 25.0%,增速环比提升 8.3pct。我们建议关注两条投资主线:(1)高景气运动户外服饰,推荐户外品牌布局完善且经营持续向好的头部运动品牌,以及零售流水领先、品牌影响力提升的运动品牌;(2)政府补贴品类,家纺及童装需求有望持续受益。建议关注家纺板块、童装龙头公司。

2、黄金珠宝板块:2025 年 1-2 月,金银珠宝社零同比增长 5.4%,增速由负转正;其中上金所 AU9999 收盘价均价为 657.11 元/克,同比涨幅为 37.0%;终端呈现弱复苏态势。金价高位背景下,叠加婚庆需求复苏,我们预计今年黄金珠宝需求释放确定性强,伴随 2 季度黄金珠宝终端消费进入低基数,建议积极关注终端动销表现优异的黄金珠宝公司。

风险提示:国内终端消费表现不及预期;行业竞争加剧;原材料价格大幅波动;金价大幅波动。

医药:中美关税政策对医药行业机大于危,创新药械国产替代有望加速

1、关税将削弱进口创新药的盈利与销售推广能力,国产肿瘤、罕见病和内分泌代谢新药有望受益。据 Insight 数据,2024 年(截止 12 月 24 日)NMPA 共批准 87 款小分子、抗体类等

类型新药，国产有 36 款，进口有 51 款。创新药医保内定价为医保局目录谈判定价，加关税后将削弱进口创新药的盈利水平及渠道推广动力，使得同靶点、同疾病、药效接近的国产创新药处于优势地位。按适应症看，2024 年中国肿瘤、罕见病、内分泌代谢领域的新药分别获批 29 款、12 款、12 款，进口加税将加强国产新药密集布局的这几大领域的竞争力。

2、进口血液制品加税，利好白蛋白、重组凝血因子类产品国产替代，白蛋白价格有望企稳回升。根据中检院及各检验所数据，2023 年进口人血白蛋白批签发量占比 65.2%，白蛋白有较大的进口替代空间。注射用重组人凝血因子 VIIa、注射用重组人凝血因子 IX 均为进口厂商率先上市，重组人凝血因子 VIII 进口与国产厂商均有上市。美国是全球最大的血浆产地及血液制品出口国之一，对美国进口的血液制品加税 34% 将加速国产白蛋白及重组凝血因子类产品的放量，同时有望促进白蛋白价格提升。

3、医疗设备、高值耗材出口影响可控，同时利好中国市场替代美企份额。对于大部分医疗设备和高值耗材企业来说，其出口美国的收入占比较低或尚未进入美国市场，关税政策对其出口影响可控；中国的关税反制政策尤其利好中国市场中美企份额高的子行业，如心脏电生理（替代雅培份额）和影像设备（替代 GE 份额），有望加速国产企业替代进程。此外，部分中国医疗设备企业已经针对关税政策提前进行了准备，如在墨西哥、美国等地建立工厂，减弱关税影响。

风险提示：关税政策变动的风险；企业产品价格变动影响财务指标的风险；企业产品价格变动影响市场份额的风险等。

化工：反制措施推动采购转向及国内油气发展/关注添加剂、吡啶等细分市场

中国自美进口石化类产品进口居前。2024 年中国从美国进口的化工相关产品合计约 2558 亿元，占整个美国进口额的 21.98%，其中排名前十的为液化丙烷（795 亿）、原油（428 亿）、饱和无环烃（185 亿）、液化天然气（172 亿）、聚乙烯（171 亿）、未列名化学品（58 亿）、未煅烧石油焦（54 亿）、聚酯（36 亿）、正丁烷（32 亿）、乙二醇（31 亿）。

反制措施推动采购转向及国内油气发展。主要系美国具备丰富的页岩油气相关产物，为中国的大炼化及烯烃产业链提供了丰富的原料。此次中国的反制措施实施后，一方面会推动中国的丙烷、乙烷、原油、液化气等产品的采购转向中东、南美等区域，另外也会推动国内天然气、原油、煤层气、煤制气、煤制油行业的发展。

细分领域中关注添加剂、吡啶等细分市场。在 10 亿以上的自美国进口商品中，可关注壁

垒较高的细分领域，如催化剂（47 亿）、醋酸纤维素（15 亿）、润滑油添加剂（14 亿）、吡啶化合物（13 亿）、聚甲醛（10 亿）。

润滑油添加剂千亿市场，国产替代趋势明显。该市场被路博润、润英联、雪佛龙奥伦耐及雅富顿垄断 80%以上的市场份额，因其从研发、生产、认证等均有极高壁垒，建议关注中国润滑油添加剂行业。

吡啶化合物为农药重要原料，一证一品推动行业景气修复。吡啶作为农药生产的一类重要原料，对进口产品关税的增加将进一步恢复国内农药产品的供需平衡，另外伴随国内一证一品推动供给侧改革，制剂底部修复可期，建议关注国内吡啶及农药生产行业。

风险提示：贸易政策波动，经济修复不及预期，产品价格下滑风险

新材料：中美关税政策危中有机，国产替代+自主可控重要性凸显

1、国产替代：关税政策有望倒逼国内高性能树脂和纤维材料进口替代加速。国内从美国进口的新材料主要集中在技术含量高、国内产业链尚待突破的领域，包括 PA66、碳纤维、芳纶、PEEK 树脂、LCP 材料、贵金属催化剂等高性能材料。关税政策有望倒逼国内相关企业加大研发提升产品质量，推动下游供应链国产替代进程加速，突破国外的技术封锁和贸易壁垒。

2、自主可控：在自主可控领域方面，建议关注半导体材料。24 年来全球半导体行业景气持续回升，而在海外加大对华半导体产业限制的预期下，国内半导体领域自主可控重要性再度凸显，半导体相关材料、设备、工艺等领域的国产化进程或将进一步加快，进而推动半导体领域相关龙头企业投资价值的提升。建议关注光刻胶、电子特气、电镀液、湿电子化学品等细分领域半导体材料企业产品的研发、导入进度及相关新增产能的落地进展。

3、产业升级：国内油气资源对外依赖度高，重视生物制造产业机会。我国煤炭资源比较丰富，在油气资源方面进口依赖度高，中美关税政策会直接抬升化工新材料产品的原材料价格，另外在全球贸易政策不确定性增强的背景下，非关税壁垒比如环保主义等也会增加国内石油基化工新材料的出口成本。生物制造有望打破原料/产品进口以来保障供应链安全，通过生物法打破传统路线对石油基原料的依赖，建议关注原料端生物基材料对油气资源的替代，技术路线端关注合成生物技术在各个行业的加速渗透。

风险提示：政策不确定性的风险，竞争格局加剧的风险，原料价格波动的风险

通信&电子：AI 芯片国产化有望提速，光学产业链率先受益，先进封装有望迎来加速发

展

1、AI 芯片国产化有望提速。全球 AI 芯片主要被美企英伟达、AMD、Intel 等企业垄断。Trendforce 预计，2024 年英伟达、AMD（含 Xilinx）、Intel（含 Altela）在 AI 服务器 AI 芯片中的市占率分别为 63.6%，8.1%和 2.9%；单看 AI 服务器搭载 GPU，英伟达市占率逼近 9 成，AMD 约 8%。AI 芯片已超越 5G 芯片成为美国政府卡中国脖子的新武器。2021-2023 年在被列入实体清单企业名单中，AI 相关企业数量均超过通信和通用半导体公司。国产 AI 芯片有望在政策支持和算力市场的需求推动下加速国产替代。

2、光刻机国产化势在必行，光学产业链率先受益。全球光刻机市场规模超 300 亿美金。SEMI 数据显示，全球半导体设备市场规模有望从 2022 年的 1074 亿美元增长到 2025 年的 1275 亿美元。根据中商产业研究院估计，光刻机占半导体设备比例约 24%上下，由此预估 2025 年全球光刻机市场规模约为 306 亿美元。光刻机市场呈现寡头垄断格局，前三供应商（荷兰阿斯麦、日本佳能、日本尼康）占据绝大多数市场份额。中商产业研究院数据显示，2022 年，ASML、Canon、Nikon 在光刻机市场份额分别为 82.1%、10.2%和 7.7%。国内晶圆制造产业加速扩张，光刻机需求持续增长。根据全球半导体观察统计，预计未来四年中国大陆将新增 24 座 12 英寸晶圆厂，规划月产能 222.3 万片，2026 年底，大陆 12 英寸晶圆厂的总月产能有望超过 414 万片。芯片生产产线建设中，光刻机购置成本最高，达到设备总投资的 21%-23%，国内晶圆厂建设潮和 AI 快速发展带动国产光刻机需求持续攀升。光刻机长期依赖进口，进口替代空间大。以 ASML 为例，其对中国大陆市场销售持续提升，2024 年达到了 90 亿欧元，占其收入比重 41%。光刻机国产化势在必行，光学产业链有望受益。

3、先进封装国内厂商布局多年。算力时代，先进封装有望迎来加速发展。先进封装可以突破带宽瓶颈，提升芯片性能。英伟达从 2020 年开始采用台积电 CoWoS 技术封装其 A100 GPU 系列产品。随着 AI 及 HPC 等高算力芯片对先进封装技术的需求日益提升，先进封装行业有望迎来加速发展。Top 10 厂商先进封装份额 89%，内资 OSAT 厂商积极布局先进封装。Yole 数据显示，2022 年日月光、安靠和台积电分别以 25.0%、12.4%、12.3%份额位居先进封装市场前三；Top 5 厂商市占率 67.9%，Top 10 厂商份额达到 89%，行业高度集中。建议关注国内先进封装布局较深的公司。

风险提示：AI 发展不及预期风险，外部制裁升级风险，新技术发展不及预期风险，宏观经济增长乏力风险。

计算机：关注 IT 架构国产化进程提速

关税政策将加速推动各行业底层 IT 架构国产化进程，信创产业目前由党政向全行业覆盖发展，在替换系统上开始由外围系统向核心系统深化。

主要受益方向：芯片、操作系统、数据库、ERP、办公软件、工业软件。

风险提示：自主可控政策推进不及预期；关税政策变化的风险；国产软硬件核心技术发展不及预期。

军工：全球地缘政治动荡加剧，军贸需求巨大

全球地缘政治动荡加剧，军贸需求巨大。随着世界各个地区的矛盾愈发尖锐，武装冲突风险大幅增加，在加沙和俄乌战争、东亚紧张局势加剧、叙利亚反对派推翻阿萨德政权等广泛的地缘政治紧张局势驱动下，全球军费开支将持续增长。

中国军工经过几十年的积淀与投入，中国的武器装备在技术上取得了很明显的进步，已经达到世界一流水平，并且可以为客户提供体系化的成建制的全套产品。面对全球军贸市场的上行周期，中国的国防军工行业在巨大的国内需求之外，又可以向规模庞大的国际军贸市场开拓新的成长空间。军贸市场的打开有利于分摊国内研发成本，同国外装备的同台竞技也有利于提升国内技术迭代升级速度，最终实现军贸反哺于内需。

风险提示：国内军事装备列装不及预期；军贸需求不及预期。

分析师承诺：

本人已在中国证券业协会登记为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人对证券研究报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规，研究方法专业审慎，分析结论具有合理依据。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位或执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于公司认为可靠的已公开信息，但公司不保证该等信息的准确性和完整性。入市有风险，投资需谨慎。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，公司不对任何人因使用本报告中的任何内容引致的损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映发布当日的判断。在不同时期，公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。公司在知晓范围内履行披露义务。本报告版权归公司所有。公司对本报告保留一切权利。未经公司事先书面授权，本报告的任一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，或以任何侵犯公司版权的其他方式使用。否则，公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明，禁止公司员工将公司证券研究报告私自提供给未经公司授权的任何媒体或机构；禁止任何媒体或机构未经授权私自刊载或转发公司证券研究报告。刊载或转发公司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定，且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示公司证券研究业务客户不得将公司证券研究报告转发给他人，提示公司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知公司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

山西证券研究所：

上海

上海市浦东新区滨江大道 5159 号陆家嘴滨江中心 N5 座 3 楼

太原

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层

电话：0351-8686981

<http://www.i618.com.cn>

深圳

广东省深圳市福田区金田路 3086 号大百汇广场 43 层

北京

北京市丰台区金泽西路 2 号院 1 号楼丽

泽平安金融中心 A 座 25 层

