

关税加征能否改变市场结构？

报告日期：2025-04-06

主要观点

分析师：郑小霞

执业证书号：S0010520080007

电话：13391921291

邮箱：zhengxx@hazq.com

分析师：刘超

执业证书号：S0010520090001

电话：13269985073

邮箱：liuchao@hazq.com

分析师：张运智

执业证书号：S0010523070001

电话：13699270398

邮箱：zhangyz@hazq.com

分析师：任思雨

执业证书号：S0010523070003

电话：18501373409

邮箱：rensy@hazq.com

● 海外关税风险持续扰动，静待国内政策对冲，叠加外围市场持续大跌风险偏好抑制、国内经济基本面边际走弱等综合影响，市场预计将维持剧烈波动态势。配置上延续轮动，稳健类资产和滞涨低估有催化方向配置价值提升，可关注稳健类的银行、保险，政策有望催化的医药、汽车、家电、出行链以及中长期涨价趋势未变的贵金属。

● 市场观点：外部关税风险扰动，静待国内政策对冲

外部关税风险扰动，静待国内政策对冲。本次对等关税后，美对中加权税率已超 60%，或推动国内储备政策加速落地。下一阶段政策发力领域可能包括出口企业扶持、促进出口商品转内销、进一步提高消费财政资金支持力度、加速重大项目建设、选择合适的时机降准等。短期市场仍然面临外部风险扰动、外围市场大幅下跌的风险偏好抑制、国内政策出台等待期以及国内经济基本面边际走弱的环境下，波动剧烈之势预计将继续维持。

市场热点 1：如何看待美国对等关税？对等关税加剧全球经贸摩擦，税率呈现亚洲>欧盟>北美的特点，并且越南等国加征关税后税率高于中国，吸引更多制造业向北美区域特别是美国回流。考虑到此前特朗普在竞选总统过程中表示，考虑将对中国出口商品关税税率加至 60%，而本次加征后加权税率已超过 60%，或推动国内相关储备政策加速出台落地。下一阶段政策发力领域可能包括出口企业扶持、促出口转内销、进一步提高消费财政资金支持力度、加速重大项目建设、选择合适的时机降准等。

市场热点 2：如何看待后续宏观政策，特别是财政与货币政策发力对冲海外风险？外部压力下，国内宏观政策有望发力对冲，其中财政政策更值得关注、有望靠前发力。一方面，今年政府工作报告明确增量资金 2.9 万亿，可供使用财政资金充足。另一方面，债券发行提速，一季度地方政府新增专项债已发行 9602 亿，进度约 22% 高于去年同期的 16%。同时 4 月将续发 30 年期超长期一般国债、首次发行 2025 年中央金融机构注资特别国债，或表明财政政策发力有望在 4 月提速。相比之下，面临汇率压力下，短期内全面降息概率不大，降准可期。

● 行业配置：稳健类资产和滞涨低估有催化的资产配置价值提升

我们在 4 月月报中判断市场整体将波动加剧，尤其是上半月面临较大压力，而第 1 周市场表现正在印证我们这一判断。行业表现上，受美国对等关税事件冲击，和外需出口相关的方向领跌如汽车、家电、电力设备、机械等，而内需中和出口相关小的方向领涨如公用事业、农牧、银行等。后市配置思路上，行业整体轮动大格局仍然不变，继续沿着“前期滞涨、低估值叠加大有潜在催化剂的方向”寻找布局机会，继续规避成长科技方向。建议关注三条主线：1) 震荡市中具备稳定性性价比及中长期有战略性配置价值的银行、保险。2) 政策支持催化的部分消费领域，重点关注医药、汽车、家电、出行链条。3) 继续看好中长期贵金属价格和股价表现。

配置热点 1：前两次 10% 关税加征后，市场结构是否出现明显变化？今年此前美国两次宣布对我国加征 10% 关税后的市场结构表现，2 月 1 日宣布第一次加征关税后未改成长占优行情；2 月 27 日宣布第二次加征关税后市场历时一天调整后继续上涨，而成长上行动能减弱，但主要是由于前期成长科

相关报告

1. 策略月报《风起浪动—2025 年 4 月 A 股市场研判及配置机会》2025-03-30
2. 策略周报《历年二季度哪些板块容易出现行情？—20250323 第 12 周》
3. 策略周报《消费主线是否迎来机会？—20250316 第 11 周》
4. 策略周报《Manus 能否为科技股行情空中加油？—20250309 第 10 周》

技主题阶段性机会涨幅到位，关税加征并非是直接或重要因素。因此总体来看，此前两次关税加征并没有改变市场的结构，考虑到 3 月以来行情整体呈轮动之势明显，预计后续仍将继续表现为轮动态势，且较多呈现为消费板块内部的轮动。

配置热点 2：有色大跌后怎么看？年初以来铜价走高，一是供给端收缩扰动，二是铜关税威胁下美国抢进口增加，三是年初后美元指数走弱。而 3 月末以来铜价快速下跌，原因在于一是铜关税加征时间大幅提前、抢进口窗口期被显著压缩，二是美国对等关税加征范围和幅度远超预期、全球未来经济衰退担忧升温所致需求预期走弱。这是导致本周有色金属行业尤其是工业金属跌幅较多的直接原因。后市展望上，铜等工业金属需求及需求预期边际走弱背景下配置价值下降，但贵金属仍然具备长期配置价值。

● 风险提示

后续国内政策落地节奏和力度不及预期；市场对国内经济基本面预期持续恶化；美股演绎持续性调整；美国对华政策超预期严厉等。

正文目录

1 市场观点：外部关税风险扰动，静待国内政策对冲.....	4
1.1 市场热点 1：如何看待美国对等关税？	4
1.2 市场热点 2：如何看待后续宏观政策，特别是财政与货币政策发力对冲海外风险？	5
2 行业配置：稳健类资产和滞涨低估有催化的资产配置价值提升.....	6
2.1 配置热点 1：前两次 10%关税加征后，市场结构是否出现明显变化？	6
2.2 配置热点 2：有色大跌后怎么看？	7
2.3 稳健类资产和滞涨低估有催化的资产配置价值提升	8
风险提示：	9

图表目录

图表 1 财政部已公布 2025 年中央金融机构注资特别国债发行安排	5
图表 2 中美利差“倒挂”压力下，人民币汇率继续承压	5
图表 3 今年以来美国对我国加征关税不会成为引起市场结构变化的主导因素	7

1 市场观点：外部关税风险扰动，静待国内政策对冲

1.1 市场热点 1：如何看待美国对等关税？

我们的观点：对等关税加剧全球经贸摩擦，税率呈现亚洲>欧盟>北美的特点，并且越南等国加征关税后税率高于中国，吸引更多制造业向北美区域特别是美国回流。考虑到此前特朗普在竞选总统过程中表示，考虑将对中国出口商品关税税率加至 60%，而本次加征后加权税率已超过 60%，或推动国内相关储备政策加速出台落地。下一阶段政策发力领域可能包括出口企业扶持、促出口转内销、进一步提高消费财政资金支持力度、加速重大项目建设、选择合适时机降准等。

“对等”关税加剧全球经贸摩擦，推动制造业回流美国以及围堵中国意图较为明显，静待国内政策有望加码发力对冲。北京时间 4 月 3 日凌晨，特朗普公布对等关税措施。主要包括两个方面：一是对全球征收 10% 的基准关税，将于 4 月 5 日生效；二是对美国贸易逆差最高的 60 个国家征收额外关税（其中对中国加征关税税率为 34%），将于 4 月 9 日生效。相较于 1 月-3 月美国对特定国家、特定产品征收关税，本次美国公布的对等关税包含了 10% 的全球基准关税以及 60 个国家征收额外关税，范围大幅度扩大。同时，额外关税税率整体偏高，高于外资机构此前预测 15% 左右。

“对等”关税宣布后，包括中国在内的多个国家宣布反制，表明短期内全球经贸摩擦加剧。推动制造业回流美国以及围堵中国意图较为明显。①一方面，对华加征关税税率高达 34%，考虑到此前美国 2 月、3 月两次加征 10% 的关税，特朗普正式就职以来已对中国出口商品加征 54% 的关税。加上特朗普上一任期结束时，美国对华加权关税税率升至 12%，本次加征关税后，美国对中国出口商品的加权关税税率将提升至 66% 左右，远高于中国对美国出口商品加权关税税率 17% 左右。②另一方面，在对中国加征较高幅度关税的同时，美国对其他亚洲国家普遍加征了较高幅度的关税，关税税率呈现亚洲>欧盟>北美的特点，并且越南等国加征关税后税率高于中国，可能对当下中国向东盟国家出口关键原料和中间品再加工、组装后出口美国的贸易模式形成冲击，吸引更多制造业向北美区域特别是美国回流。关注 4 月下旬中央政治局会议定调。考虑到此前特朗普在竞选总统过程中曾表示，考虑将对中国出口商品关税税率加至 60%，而本次加征后加权税率已经超过 60%，或推动国内相关储备政策加速出台落地。参照 2018 年中美经贸摩擦以及 2020 年疫情扰动等出口下行压力较大的时点，结合近期国内经济高频数据，我们认为，下一阶段政策发力领域可能包括出口企业扶持、促进出口商品转内销、进一步提高消费财政资金支持力度、结合化债对地方政府提供资金支持加速重大项目建设、选择合适的时机降准等。时点上看，4 月末

的中央政治局会议有望成为进一步明确政策方向与线索的关键窗口期。

1.2 市场热点 2：如何看待后续宏观政策，特别是财政与货币政策发力对冲海外风险？

我们的观点：外部压力下，国内宏观政策有望发力对冲，其中财政政策更值得关注、有望靠前发力。一方面，今年政府工作报告明确增量资金 2.9 万亿，可供使用财政资金充足。另一方面，债券发行提速，一季度地方政府新增专项债已发行 9602 亿，进度约 22% 高于去年同期的 16%。同时 4 月将续发 30 年期超长期一般国债、首次发行 2025 年中央金融机构注资特别国债，或表明财政政策发力有望在 4 月提速。相比之下，面临汇率压力下，短期内全面降息概率不大，降准可期。

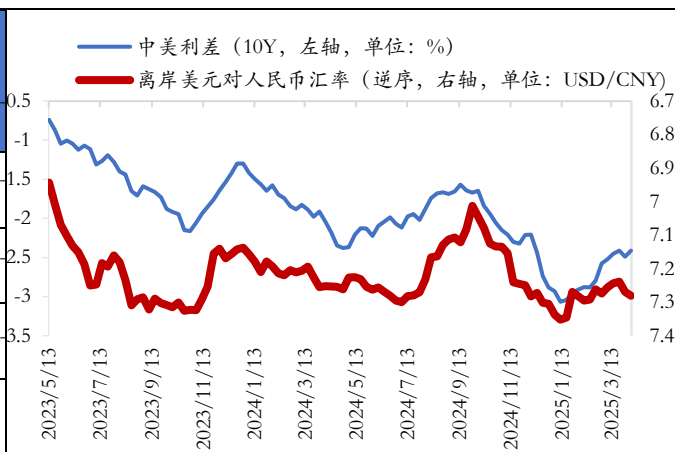
外部压力下，财政政策有望靠前发力。一方面，今年政府工作报告明确增量资金 2.9 万亿，可供使用的财政资金较为充足。另一方面，债券发行呈现一定提速迹象。一季度地方政府新增专项债已发行 9602.41 亿元（进度约 21.82%），高于 2024Q1 的 6341.24 亿元（进度约 16.26%）。同时，根据财政部发布 2025 年第二季度国债发行有关安排，其中 4 月 11 日将续发 30 年期超长期一般国债，4 月 24 日将首次发行 2025 年中央金融机构注资特别国债，或表明财政政策发力有望在 4 月提速。

图表 1 财政部已公布 2025 年中央金融机构注资特别国债发行安排

月份	期限（年）	招标日期	首发/续发	付息方式
4 月	5	4 月 24 日	首发	按年付息
5 月	5	5 月 14 日	续发	按年付息
	7	5 月 14 日	首发	按年付息
6 月	7	6 月 4 日	续发	按年付息

资料来源：财政部，华安证券研究所。

图表 2 中美利差“倒挂”压力下，人民币汇率继续承压



资料来源：Wind，华安证券研究所。注：上图每周均值。

短期内全面降息概率不大，降准可期。①全面降息概率不大。特别是近期离岸美元兑人民币汇率贬值至 7.3 重要关口，对全面降息形成较大掣肘。预计央行实施结构性降息推动宽信用，如央行 2024Q4 货币政策执行报告专栏 4 “再贷款的机理、演进和发展”指出“对于财政资金未能完全顾及、社会资金进入意愿不足而又亟需加

强资金支持的领域，结构性再贷款可以发挥引导作用适度补位”。②降准概率较大。3月以来央行表态根据国内外经济金融形势和金融市场运行情况适时降准降息，在海外关税风险明显加剧的情况下，近期降准概率明显提升。

2 行业配置：稳健类资产和滞涨低估有催化的资产配置价值提升

2.1 配置热点 1：前两次 10%关税加征后，市场结构是否出现明显变化？

我们的观点：今年此前美国两次宣布对我国加征 10%关税后的市场结构表现，2月1日宣布第一次加征关税后未改成长占优行情；2月27日宣布第二次加征关税后市场历时一天调整后继续上涨，而成长上行动能减弱，但主要是由于前期成长科技主题阶段性机会涨幅到位，关税加征并非是直接或重要因素。因此总体来看，此前两次关税加征并没有改变市场的结构，考虑到3月以来行情整体呈轮动之势明显，预计后续仍将继续表现为轮动态势，且较多呈现为消费板块内部的轮动。

第一次加征 10%关税未改变成长的占优行情。2025年2月1日，特朗普以芬太尼为由，首次调用国际经济权利法案（IEEPA），签署行政令宣布将于2月4日对中国进口商品加征10%的关税。但从市场来看，节前占优的成长并未明显受到明显影响，节后第一个交易日仍单日上涨1.5%，而其余风格反而下跌。

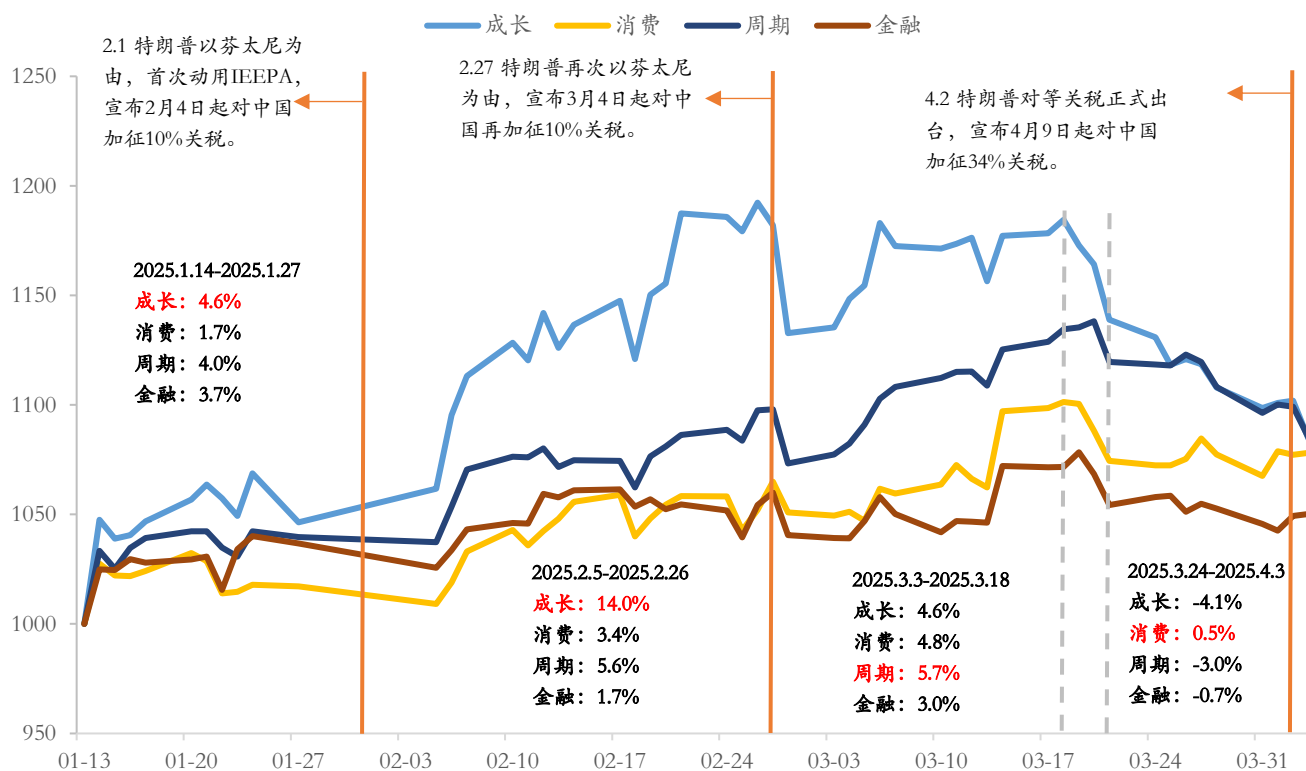
第二次加征 10%关税后成长上行动能减弱，但主要是由于前期成长科技主题性行情已累计较高涨幅。2025年2月27日，特朗普再次宣布将于3月4日对中国再加征10%关税，累计已加征20%。宣布次日（2月28日）大盘普跌，从风格来看，前期占优的成长跌幅最大，单日下跌4.2%，而消费、周期、金融分别下跌1.3%、2.3%、1.8%。随后市场逐步反弹，3月3日至3月18日期间，成长、消费、周期、金融分别上涨4.6%、4.8%、5.7%、3.0%，成长上行动能减弱，周期相对强势。

但风格结构上的转变并不是由加征关税主导，我们在3月月报《静水流深》（2月23日发布）中已经率先提示到，其中成长科技板块阶段性主题行情预计已近尾声。是由于当时：一是泛TMT板块的涨幅以及估值百分位已经处于过去历史可比情况下的区间上限；二是成长科技板块的高位股已经出现了至少2次跳水，此前类似主题行情下通常也出现了2-3次高位跳水，随着跳水次数增加意味着市场分歧逐渐增大；三是成长科技板块的机会出现扩散，即从计算机、传媒扩散至通信、电子，这与过去几次主题性行情尾声时扩散规律基本一致；四是出现了板块龙头补涨，也是行情尾

声的一种现象。

由于近期国内宏观经济数据弱改善，且成长仍在调整过程中，自3月下旬起市场逐步向前期滞涨、低估且有政策支持的方向轮动。复盘今年以来两次加征10%关税后的市场表现，美国加征关税后并不会对A股市场结构产生决定性影响，预计后续仍将延续消费轮动行情。

图表3 今年以来美国对我国加征关税不会成为引起市场结构变化的主导因素



资料来源：Wind，华安证券研究所。注：均标准化处理，以2025年1月13日为1000点

2.2 配置热点2：有色大跌后怎么看？

我们的观点：年初以来铜价走高，一是供给端收缩扰动，二是铜关税威胁下美国抢进口增加，三是年初后美元指数走弱。而3月末以来铜价快速下跌，原因在于一是铜关税加征时间大幅提前、抢进口窗口期被显著压缩，二是美国对等关税加征范围和幅度远超预期、全球未来经济衰退担忧升温所致需求预期走弱。这是导致本周有色金属行业尤其是工业金属跌幅较多的直接原因。后市展望上，铜等工业金属需求及需求预期边际走弱背景下配置价值下降，但贵金属仍然具备长期配置价值。

本周（3月31日-4月3日）有色金属表现不佳，下跌2.9%，涨跌幅居于申万行业倒数第4位。细分子行业中，除金属新材料略有上涨外其余均下跌，小金属、贵金属、能源金属、工业金属分别下跌1.1%、1.2%、1.8%、4.4%。

有色金属价格明显下调，尤其是铜等工业金属在美国关税以及经济衰退担忧扰动下出现 Risk off。年初至3月中旬铜价走高主要有三个主要逻辑，一是供给端收缩，国际铜矿供给出现多次关停等扰动事件，供需矛盾有所凸显。二是近两年美元指数和铜价呈现较为明显的负相关关系，LME 铜现货价格于2025年1月2日阶段性见底，美元指数则于2025年1月10日阶段性见顶，基本呈同步趋势。三是2月25日美国总统特朗普签署行政令指示商务部长对铜启动232调查，以重建美国铜产业链，3月13日美国商务部长表示计划对铜征收高额关税，当时多家外资机构预测将在2025年底对所有进口铜征收25%的关税，在铜关税担忧下，美国开始对铜“抢进口”，全球精炼铜缺口快速扩大，供需错位进一步推高了铜价。

但3月末以来铜价快速下跌，主要原因有二：一是前期推动铜价上涨的三个因素中其中一个出现了超预期变化，即美国对铜加征关税的速度，3月26日，据第一财经报道，美国可能在几周内对铜征收关税，比市场的预期大幅提前，若如期快速落地，抢进口的窗口期将被显著压缩，铜中期内的供需错位带来的价格上涨逻辑被破坏。另外一个是全球经济下滑风险上升，铜价看空情绪升温。4月2日美国公布的对等关税加征的幅度和范围大超市场预期，对贸易逆差较大的国家平均大幅加征了30%-40%的关税，市场对全球经济衰退的担忧加剧，同时本周公布的美国3月ISM-PMI、ISM 非制造业 PMI、初请失业金人数等美国关键的宏观经济数据均不及预期也显示美国衰退风险上行，经济衰退风险快速上行从而导致工业金属需求预期走弱，LME 铜现货结算价从4月2日的9646美元/吨下降至了4月4日的8831美元/吨，两个交易日内大幅下滑了8.5%。

对等关税可能导致全球对美元的需求进一步走弱，贵金属尤其是黄金的安全性上升，中长期配置价值继续凸显。大规模、大幅度的对他国征收对等关税将显著的削弱美国进口乃至全球商品需求，从而导致美元需求走弱；同时关税冲突导致的商品进口成本的上升、转移至美国本土生产导致的成本上升等因素将继续推升美国的通胀压力以及美国的衰退概率。避险买盘、美元走弱支撑下，贵金属如黄金的配置价值仍然确定性高。

2.3 稳健类资产和滞涨低估有催化的资产配置价值提升

我们在4月月报中判断市场整体将波动加剧，尤其是上半月面临较大压力，而第1周市场表现正在印证我们这一判断。行业表现上，受美国对等关税事件冲击，和外需出口相关的方向领跌如汽车、家电、电力设备、机械等，而内需中和出口相关小的方向领涨如公用事业、农牧、银行等。**后市配置思路，行业整体轮动大格局仍然不变，继续沿着“前期滞涨、低估值叠加有潜在催化剂的方向”寻找布局机会，继续规避成长科技方向。建议关注三条主线。**

第一条主线是震荡市中具备稳定性价比及中长期有战略性配置价值的银行、保险。一方面，4月市场整体维持震荡、尤其是前半个月预计将面临较大风险扰动，因此银行保险等权重股兼具高股息特性，有较为稳定的性价比。二方面《关于推动中长期资金入市工作的实施方案》中诸多举措都有力提升银行保险的中长期投资价值。

第二条主线是政策支持催化的部分消费领域，重点关注医药、汽车、家电、出行链条。其中医药有望出现阶段性估值修复。汽车、家电源于以旧换新政策进一步明确及优异效果，后续政策有望继续加力。出行链条在于临近五一假期，此外各地方针对出行旅游的补贴或扶持政策开始逐步发力。该条主线在前期整体滞涨且低估背景下，有政策催化时，有望迎来一波阶段性机会。

第三条主线是继续看好中长期贵金属价格和股价表现。一方面，严重程度超预期的对等关税将会对全球贸易和经济形成冲击，此举也会加剧未来全球局势的不确定性，黄金作为风险资产的储备价值增加。二方面，美国经济已经进入下行周期，叠加严厉贸易政策甚至演绎衰退风险，美元指数走弱，利于金价。

风险提示：

后续国内政策落地节奏和力度不及预期；市场对国内经济基本面预期持续恶化；美股演绎持续性调整；美国对华政策超预期严厉等。

重要声明

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安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。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安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。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究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。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，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。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%以上；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差/5%至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%以上；

公司评级体系

- 买入—未来 6/12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
- 增持—未来 6/12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
- 中性—未来 6/12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差/5%至 5%；
- 减持—未来 6/12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
- 卖出—未来 6/12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。市场基准指数为沪深 300 指数。