

策略周报

risk-off, 短期仍是避险模式

“对等关税”将金融市场带向经验的荒原，短期仍是避险模式。

- **短期市场仍处于 risk-off 阶段，A 股企稳拐点需密切关注国内政策应对。**
本周全球市场在特朗普“对等关税”的影响下出现大幅波动。本次关税幅度较大、范围较广，或将推升美国经济短期“滞胀”的风险及中长期的不确定性。考虑后续中国和其他国家的反制以及美国后续可能的升级措施，短期市场仍处于 risk-off 阶段，黄金的避险配置需求仍将延续。对于国内来讲，内需对冲政策的必要性和可能性进一步提升。财政发力有望提速，货币宽松可能性也有一定提升。大类资产方面，风险资产短期面临调整压力，A 股企稳需关注政策节点。黄金的避险配置需求仍将延续。美元走势对于大宗商品价格同跌，短期来源于危机或风险事件带来的流动性冲击，长期来看，这对应着全球经济增速下行+美国经济实力相较全球经济明显走弱。结合 IMF 对于全球经济的最新预测，未来 5 年，全球或将进入低速增长阶段，美元的相对优势也将迎来明显减弱，长期视角下，美元强势面临瓦解。对于 A 股，内外因素共同作用下短期面临调整，企稳拐点需密切关注国内政策应对。对比 2018 年特朗普第一任期内关税加征对 A 股的冲击。短期来看，内需消费品或有望成为 A 股避险方向。中期来看，后续内需对冲政策的及时出台及基本面数据的企稳或有望为市场信心带来提振。
- **关注内需及红利板块中业绩改善方向。**四种口径下，三市总计 4430 家公司 2024 年财报情况已相对清晰，占据三市全部上市公司数量 5378 家的 82.4%。从结果来看，2024 年全 A 样本整体业绩增速为 -0.2%，全 A 非金融样本业绩增速为 -7.4%。与全 A 及全 A 非金融 2024Q3 累计业绩增速 -0.5%/-7.2% 相比基本持平，显示盈利修复过程仍较为坎坷。当前阶段，考虑贸易摩擦存在的风险，建议结构上关注内需及红利板块中业绩边际改善方向，如前期受益于消费支持政策的商贸零售、景气延续的工程机械方向、有色中的贵金属，农林牧渔，边际减亏的建筑、建材及医药。
- **2025 年清明节客运人次有所增长，但机酒量增价跌的趋势仍在延续，清明档首日票房也处于近年来低位，线下消费有一定回暖，但幅度仍然较为平缓。而困境反转+AI 催化产业趋势+资金面改善，医药板块正在迎来“破晓时刻”。**关税博弈压力之下，A 股市场短期或将承压，但出口弱势预期之下，内需政策发力可期，配置方向短期内可转向仍具备较高性价比的红利板块与有政策预期或景气催化的消费板块，如水电、新兴消费、医药、猪周期等。而从长期视角来看，泛科技板块特别是 AI 产业链和机器人仍然是年度级别的主线，后续风险偏好回暖、板块回调充分、新一轮催化落地之下，行情预计仍将演绎，短期可逢低加仓。
- **“对等关税”行业影响难以估量，随着“特朗普 2.0”周期加征关税政策或将落地，中国制造出口链或受到明显冲击，出口占比大的行业如机械、新能源汽车、光伏、化工、电子信息等或首当其冲。**由于此次加税力度极大，参考前期遭受反倾销调查行业出口额，在施加了反倾销税后，出口额环比下降幅度平均接近 50%，多的行业如弹簧床垫、铸铁管单年份环比下降超 80%。由于本轮是广谱性“对等关税”，第三国关税回避生产策略有效性大幅下降，目前仅有产能出海至美国策略可豁免冲击，我们在年度策略中已梳理相关公司。“对等关税”或加剧全球贸易不确定性，短期内市场避险情绪升温，中长期科技自主可控的重要性将进一步凸显。
- **风险提示：**“对等关税”实质性落地；内需对冲政策不及预期；宏观经济波动超预期；市场波动风险；海外经济超预期衰退、流动性风险。

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

策略研究

证券分析师：王君

(8610)66229061

jun.wang@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300519060003

证券分析师：徐沛东

(8621)20328702

peidong.xu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300518020001

证券分析师：郭晓希

(8610)66229019

xiaoxi.guo@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300521110001

证券分析师：徐亚

(8621) 20328506

ya.xu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300521070003

证券分析师：高天然

tianran.gao@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300522100001

目录

观点回顾	4
大势与风格	5
中观行业与景气	8
一周市场总览、组合表现及热点追踪	13
风险提示	17

图表目录

图表 1. 近期全球大类资产表现.....	6
图表 2. 本周国内外重点经济数据更新.....	6
图表 3. 本周大盘价值风格相对抗跌.....	7
图表 4. 当前市场风格因子表现.....	7
图表 5. 美元与商品价格走势.....	7
图表 6. 全球 GDP 增速及美国 GDP 占比	7
图表 7. IMF 预测全球及美国 GDP 增速.....	7
图表 8. 本周一级行业表现.....	8
图表 9. 本周二级行业表现（前后 15）	8
图表 10. 一级行业（样本）2024 年年报业绩累计增速概览.....	9
图表 11. 2025 年清明节首日全社会跨区域人员流动较 2024 年同期有明显增长	10
图表 12. 2025 年清明档票房首日仅为 1.59 亿元，为近年来低位	10
图表 13. 医药指数市场表现与美债收益率有高度的负相关关系	11
图表 14. 中观行业比较表格	12
图表 15. 主力资金行业流向情况（单位：亿元）	13
图表 16. 本周 ETF 净申赎情况（单位：亿元）	13
图表 17. 美国“对等关税”全球加税情况.....	14
图表 18. 不同行业品类在美关税新政后的潜在变化.....	15
图表 19. 前期被征双反税品种出口额变化情况.....	15
图表 20. 在美国有产能布局的 A 股上市公司名单	16

观点回顾

——20240204 《等待资金面问题缓解》：被动卖出和购买意愿寡淡是当前资金面主要矛盾，经济数据修复将成为市场底部反转关键。

——20240407 《财报季关注盈利因子配置方向》：强势非农数据或推后美联储降息时点，4月市场进入业绩窗口期及政策落地期，对盈利端的预期将有望迎来市场重新计价。

——20240804 《海外降息有望释放A股压力》：海外衰退宽松交易渐起，政治局会议表述更为积极，权益市场短期或将迎来“东升西降”。

——20241215 《重回跨年配置行情主线》：重要会议定调下，新兴消费与“AI+应用”作为跨年主线的线索明确。

——20241216 《重回科技主导产业——2025年度策略报告》：盈利弱复苏，估值强支撑，科技和高端制造业有望成为市场主导。

——20250209 《指数与情绪共振：AI Infra 向上重估》：A股性价比优势凸显，DeepSeek 产业驱动下，AI Infra 有望率先反应。

——20250216 《DeepSeek 行情的二阶段：聚焦云计算和 AI 应用》：DeepSeek 高性价比凸显之下，云计算正在成为大模型时代的“卖水人”。应用端重点关注医疗、企服、教育、办公、金融、营销等垂直领域。

大势与风格

关税冲击全球风险资产，短期市场仍处于 risk-off 阶段。本周全球市场在特朗普“对等关税”的影响下出现大幅波动。美欧股市带领下风险资产大跌，大类资产仅美债、中债及黄金表现相对占优。本次“对等关税”幅度和范围均超出此前市场预期。对基本面的影响上，**本次关税或将推升美国经济短期“滞胀”的风险及中长期的不确定性**。一季度以来的“滞胀”担忧存在升温的可能性，短期联储宽松阻力或进一步增加。而后续各国的反制措施和后续谈判进程，以及美国基本面数据转弱后政策应对都将进一步增加基本面的不确定性。**对于国内来讲，内需对冲政策的必要性和可能性进一步提升**。财政发力有望提速，货币宽松可能性也有一定提升。

对于大类资产及 A 股的影响上，风险资产短期面临调整压力，A 股企稳需关注政策节点。一方面，广谱关税增加全球贸易风险，市场避险情绪短期或加速升温，风险资产普遍面临调整压力。而美股作为全球风险资产的风向标，“滞胀”担忧升温将会使得美股短期调整压力进一步增加。短期来看，考虑后续中国和其他国家的反制以及美国后续可能的升级措施，短期市场仍处于 risk-off 阶段，黄金的避险配置需求仍将延续。

强美元的短期冲击及长期瓦解。本周市场出现了商品与美元齐跌的情形，周五金价盘中一度走低，大范围贸易摩擦酿成经济衰退的担忧加剧，金融市场一度出现流动性冲击。一般来讲，大宗商品价格与美元多数呈现显著的负相关，因此美元走势对于大宗商品价格的长期走势起到了十分重要的指引作用。少数情况下，二者也会出现同跌的局面，**短期的相关性背离来源于危机或风险事件带来的流动性冲击，长期来看，这对应着全球经济增速下行+美国经济实力相较全球经济明显走弱**。1985 年 3 月-1986 年 8 月及 1989 年 6 月-1992 年 8 月，这两个时期均出现了持续性的美元与商品同跌的情形。布雷顿森林体系瓦解后，美元指数的强弱更多来源于美国经济的相对强势，因此，长期来看，美元指数与美国 GDP 占全球的比重高度相关。而商品价格的走势与全球经济增速高度相关。因此，二者同时走弱的情形，意味着全球需求的走弱以及美国经济的相对优势不再。结合 IMF 对于全球经济的最新预测，未来 5 年，全球或将进入低速增长阶段，美元的相对优势也将迎来明显减弱，长期视角下，美元强势面临瓦解。

对于 A 股，内外因素共同作用下短期面临调整，企稳拐点需密切关注国内政策应对。对比 2018 年 4 次加征关税后大类资产及 A 股的表现，从大类资产的角度，可以看到：1) 关税政策出台（或威胁加征）当日，A 股及人民币汇率均出现较大跌幅，负面冲击的消化大约需要 1-2 周的时间，期间避险资产表现明显更优，2018 年中美贸易摩擦期间，美股冲击程度弱于 A 股；2) A 股内部，负面冲击当日，红利资产最为抗跌，此后，内需对冲及自主可控板块先后成为市场占优方向，而 2018 年 6-8 月，中美脱钩预期长期化，市场风险偏好深度走弱，红利资产成为唯一方向。本轮关税冲击不同于 2018 年的点在于：1) 本轮美国关税加征范围更广，而美国当前基本面环境面临“滞胀”担忧，大范围的关税增加了去通胀难度及基本面衰退风险，因此本轮对于美国自身的影响和冲击更大。2) 虽然本轮对华加征关税幅度较大，但当前国内政策预留空间更为充分，且 2018 年以来中国对美出口依赖性不断降低，中美贸易逆差已有明显收窄。短期来看，内需消费品或有望成为 A 股避险方向。中期来看，后续内需对冲政策的及时出台及基本面数据的企稳或有望为市场信心带来提振。

图表 1. 近期全球大类资产表现

大类资产		本周涨跌幅(%)	4月涨跌幅(%)	年初以来涨跌幅(%)
股	MSCI发达市场	(8.49)	(8.33)	(10.29)
	MSCI新兴市场	(2.96)	(1.25)	1.13
	标普500	(9.08)	(9.58)	(13.73)
	日经指数	(9.00)	(5.16)	(15.33)
	万得全A	(1.17)	(0.33)	1.56
	恒生指数	(2.46)	(1.17)	13.91
汇	美元指数	(1.07)	(1.22)	(5.13)
	美元兑人民币	0.19	0.15	0.01
	美元兑日元	(1.90)	(1.99)	(6.49)
	欧元兑美元	1.27	1.39	5.92
商	CRB商品	(6.00)	(6.74)	(2.78)
	LME铜	(10.36)	(9.58)	0.14
	WTI原油	(10.15)	(12.81)	(13.11)
	伦敦金现	(0.56)	(1.95)	16.99
债	10Y美债收益率(Bps)	(26.00)	(22.00)	(57.00)
	10Y国债收益率(Bps)	(9.46)	(9.49)	4.28

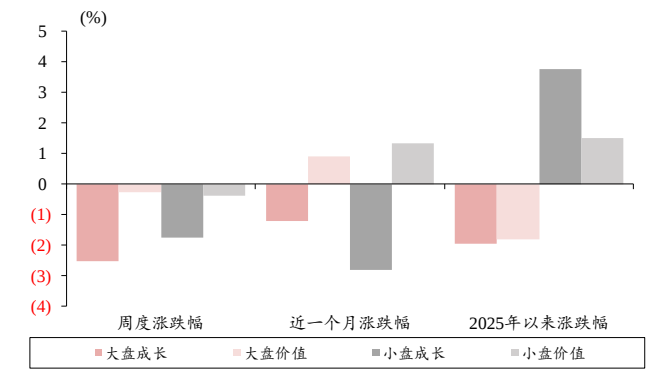
资料来源：万得，中银证券

图表 2. 本周国内外重点经济数据更新

国家/地区	指标名称	前值	预测值	今值	环比变化
中国	3月官方制造业PMI(%)	50.2	51.7	50.5	0.3
	3月ISM制造业PMI(%)	50.3	50.3	49	-1.3
	3月ISM非制造业PMI(%)	53.5	53	50.8	-2.7
	3月新增ADP就业人数:季调(人)	84000		155000	71000
	2月耐用品新增订单:季调:环比(%)	3.36		0.97	-2.39
	3月29日初请失业金人数:季调((人)	225000		219000	-6000
	3月非农就业人口变动:季调(千人)	117	128	228	111
	3月私营企业非农就业人数变动:季调(千人)	116	110	209	93
	3月平均时薪:季调(美元)	35.91	0.3	36	0.09
美国	3月失业率:季调(%)	4.1	4.2	4.2	0.1
	2月欧盟:失业率:季调(%)	5.8		5.7	-0.1
	2月欧元区:失业率:季调(%)	6.2		6.1	-0.1
	3月欧元区:CPI:同比(%(初值)	2.3		2.2	-0.1
	3月欧元区:核心CPI:同比(%(初值)	2.6		2.4	-0.2
	2月欧盟:PPI:同比(%)	1.8		3.1	1.3

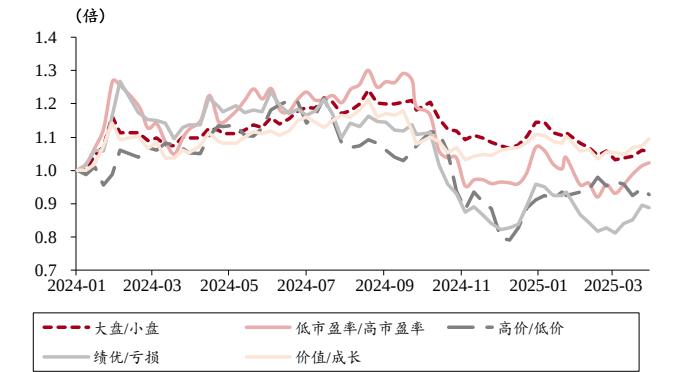
资料来源：万得，中银证券

图表 3. 本周大盘价值风格相对抗跌



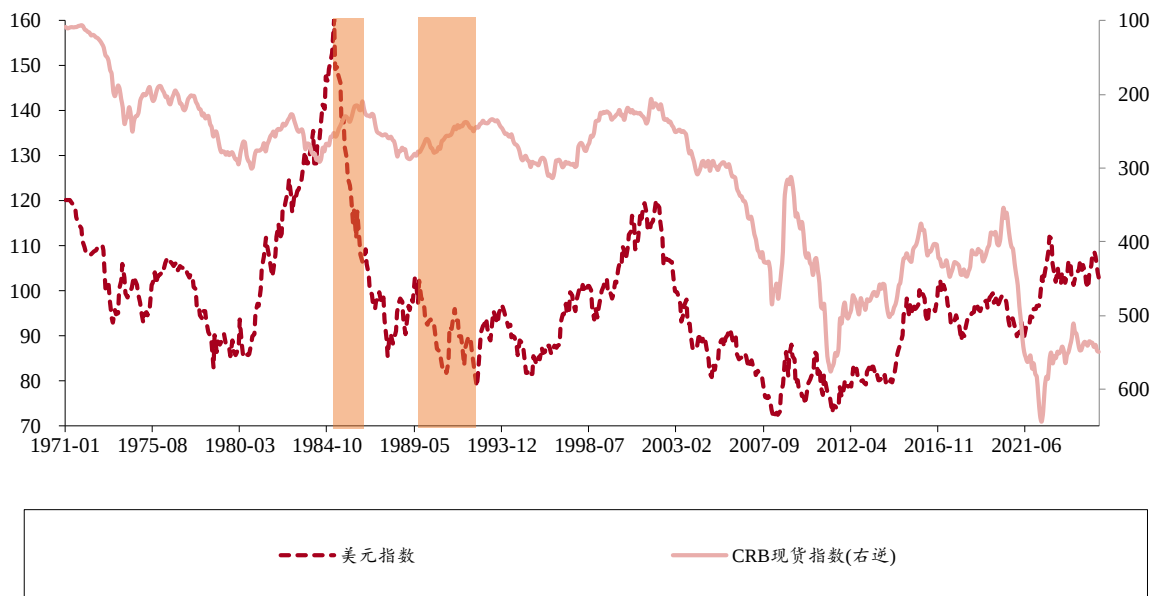
资料来源：万得，中银证券

图表 4. 当前市场风格因子表现



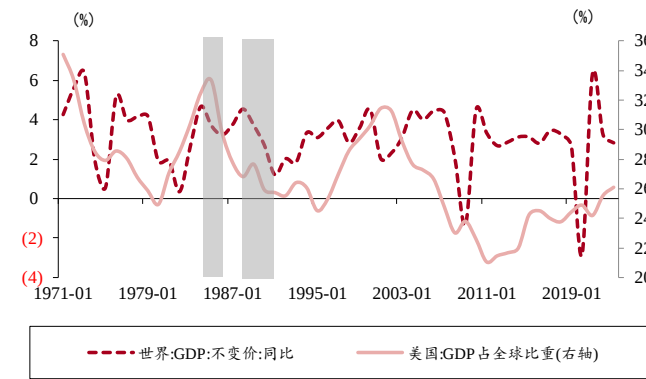
资料来源：万得，中银证券

图表 5. 美元与商品价格走势



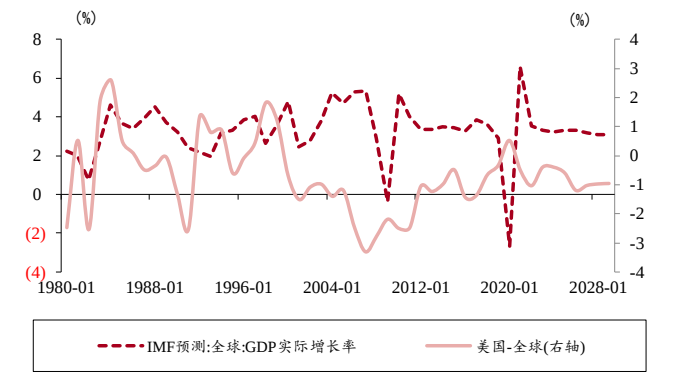
资料来源：万得，中银证券（阴影部分为美元与商品同时走弱阶段）

图表 6. 全球 GDP 增速及美国 GDP 占比



资料来源：万得，中银证券

图表 7. IMF 预测全球及美国 GDP 增速



资料来源：万得，中银证券

外需及科技成长行业明显承压。本周市场风险偏好下行明显，防御属性行业如电力公用、银行、煤炭等行业表现居前，贸易摩擦相关收益行业如农林牧渔涨幅位居第二，出口及科技成长行业本周承压明显，汽车、家电、电新、电子等表现居后。

Industry	Percentage (%)
公用	2.5
农业	1.5
医药	1.2
银行	0.8
交通	0.6
煤炭	0.4
商业	0.3
建筑	0.2
食品饮料	0.1
钢铁	0.0
建材	-0.1
有色金属	-0.2
石油	-0.3
纺织	-0.4
综合	-0.5
通信	-0.6
轻工	-0.7
房地产	-0.8
综合	-0.9
金融	-1.0
黄金	-1.1
非金属	-1.2
基础	-1.3
传媒	-1.4
计算机	-1.5
国防	-1.6
电子	-2.8
电机	-2.9
有色	-3.0
家电	-3.1
汽车	-3.5

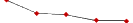
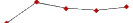
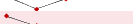
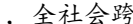
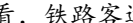
行业	资产占比 (%)
林业	4.2
发电	3.5
电信	3.2
化学	3.0
种植	2.8
一般	2.5
零售	2.2
物流	2.1
区域	2.1
国有	2.1
生物	2.0
医药	1.8
建筑	1.7
农产品	1.6
消费品	1.5
药品	1.4
航空	1.3
航天	1.2
石化	1.1
化纤	1.0
橡胶	0.9
塑料	0.8
汽车	0.7
摩托车	0.6
电器	0.5
工业	0.4
通信	0.3
能源	0.2
金属	0.1
非金属	0.0
橡胶	0.0
塑料制品	0.0
橡胶	0.0
塑料制品	0.0
橡胶	0.0
塑料制品	0.0
橡胶	0.0
塑料制品	0.0

资料来源：万得，中银证券

截至 2025 年 4 月 3 日，三市（以 2024 年年底前上市的公司作为统计口径，下同）共计 1163 家公司披露 2024 年正式年度报告，841 家公司披露业绩快报，1897 家公司披露业绩预告，剩余分析师覆盖家数大于 3 家的上市公司数量共计 529 家。四种口径下，三市总计 4430 家公司（简称样本，下同）2024 年财报情况已相对清晰，占据三市全部上市公司数量 5378 家的 82.4%。从结果来看，**2024 年全 A 样本整体业绩增速为-0.2%，全 A 非金融样本业绩增速为-7.4%，与全 A 及全 A 非金融 2024Q3 累计业绩增速-0.5%/-7.2%相比基本持平，显示盈利修复过程仍较为坎坷。**

当前阶段，考虑贸易摩擦存在的风险，建议结构上关注内需及红利板块中业绩边际改善方向，如前期受益于消费支持政策的商贸零售、景气延续的工程机械方向、有色中的贵金属，农林牧渔，边际减亏的建筑、建材及医药。

图表 10. 一级行业（样本）2024 年年报业绩累计增速概览

	披露率	累计业绩增速折线	2023Q 4	2024Q 1	2024Q 2	2024Q 3	2024Q 4 (样本)	2024Q 4 (样本) - 2024Q 3
全部A股	82.4%		-0.5%	-4.7%	-3.1%	-0.5%	-0.2%	0.3%
全部A股非金融	82.2%		-1.8%	-5.3%	-5.7%	-7.2%	-7.4%	-0.1%
商贸零售	81.0%		347.8%	-34.3%	-18.2%	4.2%	61.6%	57.4%
基础化工	81.2%		-47.9%	-11.4%	-5.4%	-9.0%	7.3%	16.3%
综合	64.0%		-110.7%	374.7%	-15.8%	10.5%	25.0%	14.4%
机械	77.7%		8.5%	8.5%	-1.6%	-5.4%	7.3%	12.6%
电力设备及新能源	83.1%		-8.0%	-51.2%	-50.4%	-47.4%	-35.0%	12.4%
交通运输	81.5%		80.3%	28.4%	12.0%	7.7%	13.9%	6.2%
非银行金融	88.7%		-2.0%	-17.6%	-1.0%	42.0%	48.2%	6.2%
汽车	72.5%		44.6%	9.7%	17.3%	5.1%	11.1%	6.0%
有色金属	84.9%		-28.0%	-29.9%	-3.9%	0.4%	5.9%	5.5%
建筑	84.7%		6.3%	-3.1%	-11.3%	-12.4%	-8.4%	4.0%
建材	86.2%		-25.7%	-88.7%	-59.0%	-52.2%	-48.4%	3.8%
医药	84.3%		-18.3%	6.4%	-1.4%	-3.4%	0.2%	3.7%
电子	85.8%		-27.9%	38.2%	23.3%	16.5%	19.9%	3.3%
煤炭	97.2%		-26.3%	-37.1%	-28.1%	-22.8%	-19.8%	3.1%
家电	77.4%		15.3%	11.0%	9.4%	6.4%	8.4%	2.0%
石油石化	84.6%		-2.2%	10.4%	11.0%	1.3%	1.1%	-0.2%
消费者服务	89.3%		722.9%	7.4%	-4.4%	-11.2%	-11.5%	-0.3%
银行	90.5%		1.5%	-0.6%	0.4%	1.4%	1.0%	-0.4%
食品饮料	87.8%		17.7%	16.0%	14.1%	10.3%	9.4%	-0.9%
通信	83.9%		4.9%	8.1%	7.2%	8.2%	3.6%	-4.6%
计算机	90.2%		3.6%	-51.7%	-24.3%	-15.2%	-20.4%	-5.2%
电力及公用事业	71.3%		64.7%	29.5%	18.0%	10.8%	4.0%	-6.8%
国防军工	94.3%		-8.1%	-20.6%	-25.7%	-29.1%	-39.7%	-10.6%
综合金融	81.8%		518.2%	9.5%	-10.8%	-6.6%	-25.0%	-18.5%
纺织服装	73.7%		36.5%	3.8%	-2.7%	-14.5%	-37.8%	-23.2%
传媒	76.1%		488.7%	-31.7%	-33.3%	-33.1%	-57.6%	-24.5%
钢铁	84.9%		-13.4%	-82.0%	-48.0%	-101.5%	-128.4%	-26.9%
轻工制造	81.0%		-0.1%	34.4%	9.8%	-7.5%	-34.9%	-27.4%
农林牧渔	86.0%		-119.3%	39.7%	184.8%	477.2%	124.4%	-352.9%
房地产	87.7%		-13.1%	-140.5%	-130.6%	-151.1%	-1291.7%	-1140.6%

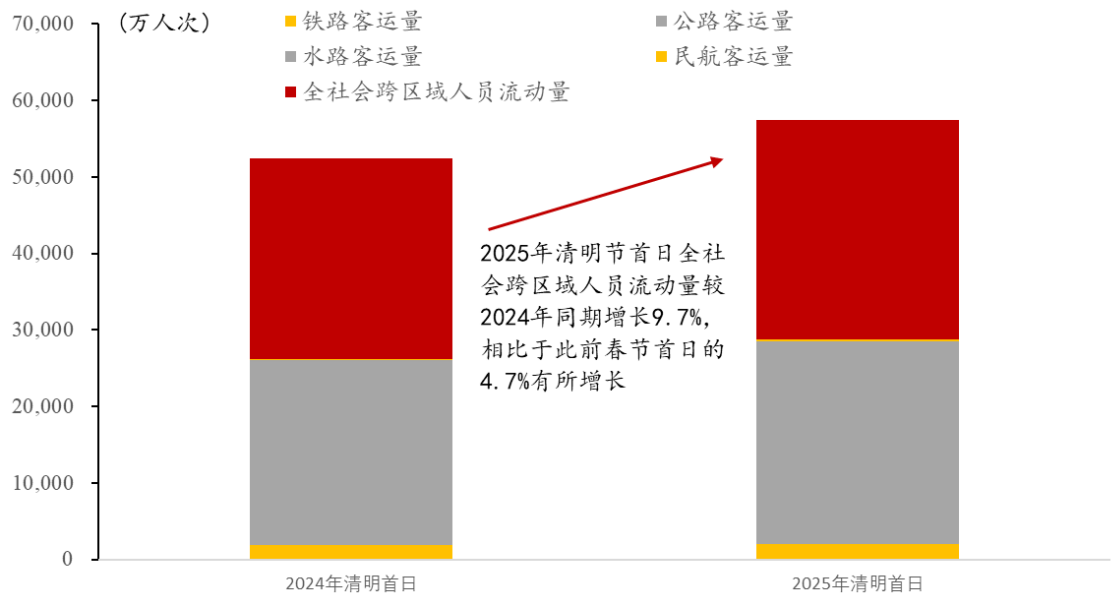
资料来源：万得，中银证券

清明节客运人次同比增长较春节有所提升，机酒价格延续量增价跌态势。据交通运输部数据，清明假期首日（4月4日），全社会跨区域人员流动量 28748.2 万人次，环比增长 34.3%，比 2024 年同期增长 9.7%。分项来看，铁路客运量 2009.3 万人次，环比增长 24.3%，比 2024 年同期增长 8.4%。公路人员流动量 26472 万人次，环比增长 35.7%，比 2024 年同期增长 9.7%。水路客运量 88.0 万人次，环比增长 17.6%，比 2024 年同期增长 24.4%。民航客运量 178.9 万人次，环比下降 14.5%，比 2024 年同期增长 8.6%。

此前的春节假期中，春节首日全社会跨区域人员流动量为 20438.9 万人次，春节首日全社会跨区域人员流动量同比增长为 4.7%，从客运总量和同比来看，清明节客运人次较春节有所提升。中国旅游研究院的数据显示，这个清明节假期，居民出游意愿达到 74%，预计每一天的出游人数都会超过 4000 万人次。

而从机票酒店价格来看，据携程等多个平台数据，清明假期的平均机票和酒店价格相比去年同期有所下调。携程数据显示，乌鲁木齐、张家港等地酒店均价较去年同期降幅超三成，荔波、象山、九寨沟等地酒店价格也有 10% 以上的下降。根据航班管家的统计，截至 2025 年 3 月 26 日，预估民航国内清明假期机票（经济舱）均价约 672.9 元。对比历年相同预订期，今年清明假期经济舱的平均票价同比 2019 年下降 2.7%，同比 2024 年下降 7.0%。

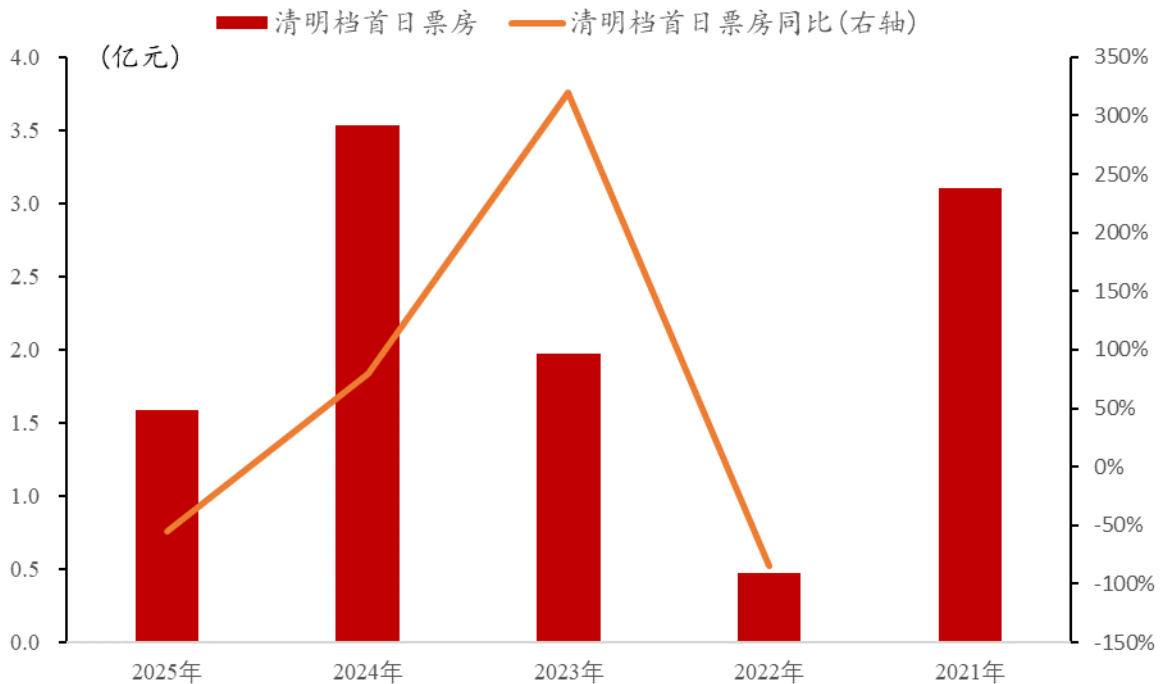
图表 11.2025 年清明节首日全社会跨区域人员流动较 2024 年同期有明显增长



资料来源：交通运输部，中国青年报，中银证券

2025 年清明档首日票房处于近年来低位。据猫眼数据，2025 年清明档首日票房仅为 1.59 亿元，仅高于受疫情冲击的 2022 年，处近年来的较低位置，同比较 2024 年下降 55.0%。首日票房排名来看，《我的世界大电影》、《向阳·花》、《哪吒之魔童闹海》分别居于前三位。总体来看，2025 年清明节客运人次有所增长，但机酒量增价跌的趋势仍在延续，清明档首日票房也处于近年来低位，线下消费有一定回暖，但幅度仍然较为平缓。

图表 12.2025 年清明档票房首日仅为 1.59 亿元，为近年来低位



资料来源：猫眼专业版，中银证券

困境反转+AI 催化产业趋势+ 资金面改善，医药板块正在迎来“破晓时刻”。近两年来，医药集采政策不断进行优化，2024 年年报及一季报显示，医药板块业绩已出现一定回暖迹象，同时随着 AI 技术的快速进步，AI 正在大大提升药物开发效率、增强医学辅助诊断能力、应用于健康咨询场景完善普惠医疗体系，对于医药板块诸多细分赛道均有助力。如腾讯觅影的 AI 系统对肺炎 CT 的识别准确率超 96%，大幅缩短诊断时间。药物研发领域，AI 技术有望通过高效的数据分析和精准的模型预测，使药物前期研发时间减半。健康咨询场景中，智能问诊平台如平安好医生，日均处理超百万次咨询，通过症状分析提供分级诊疗建议，缓解基层医疗资源压力。此外，特朗普就任以来关税政策推进激进，美国经济衰退、降息预期不断强化，或催化美债利率下行，医药市场表现与美债收益率有高度的负相关关系，美债利率下行之下或催化全球配置资金回流新兴市场特别是中国市场，而核心资产有望充分受益于海外资金回流。综合来看，困境反转+AI 催化产业趋势+ 资金面改善之下，医药板块正在迎来“破晓时刻”。

图表 13.医药指数市场表现与美债收益率有高度的负相关关系



资料来源：万得，中银证券

关税博弈压力之下，A 股市场短期或将承压，但出口弱势预期之下，内需政策发力可期，配置方向短期内可转向仍具备较高性价比的红利板块与有政策预期或景气催化的消费板块，如水电、新兴消费、医药、猪周期等。而从长期视角来看，泛科技板块特别是 AI 产业链和机器人仍然是年度级别的主线，后续风险偏好回暖、板块回调充分、新一轮催化落地之下，行情预计仍将演绎，短期可逢低加仓。

图表 14.中观行业比较表格

	大类行业风格赋分	中观景气指标及景气预期赋分	盈利预期赋分	估值及交易拥挤度水平赋分	行业综合评分	行业配置推荐
新兴消费	3	4	4	4	37	高配
猪产业	3	3	3	4	33	高配
医药	4	4	2	2	32	高配
家用电器	3	4	3	2	32	高配
银行	3	2	5	3	31	高配
煤炭	2	3	4	4	30	高配
电子	3	3	4	2	30	高配
传媒	3	3	5	1	30	高配
公用事业	2	2	5	4	30	高配
石油石化	2	2	5	4	29	标配
汽车	3	2	4	3	29	标配
白酒	2	3	2	5	29	标配
能源金属	3	3	3	2	28	标配
计算机	4	3	1	2	27	标配
航运港口	4	3	0	3	27	标配
工业金属	2	2	4	3	27	标配
建材	2	2	5	2	26	标配
自动化设备	3	4	1	2	26	标配
国防军工	3	2	4	2	26	标配
食品	2	2	3	4	26	标配
社会服务	2	2	3	4	26	标配
通信	3	3	3	1	26	标配
房地产	2	1	3	5	25	低配
电力设备	2	2	4	2	25	低配
证券	4	2	1	2	25	低配
贵金属	2	3	3	2	24	低配
建筑	2	2	2	3	23	低配
钢铁	2	3	2	1	22	低配
商贸零售	1	1	3	4	21	低配
工程机械	2	2	1	3	19	低配
家具家居	2	1	1	3	18	低配
纺织服装	1	1	2	3	15	低配

资料来源：万得，中银证券
注释：行业综合评分=3*大类行业风格赋分+3*中观景气指标及景气预期赋分+2*盈利预期赋分+2*估值及交易拥挤度水平赋分，数据统计截至 2025 年 4 月 3 日

一周市场总览、组合表现及热点追踪

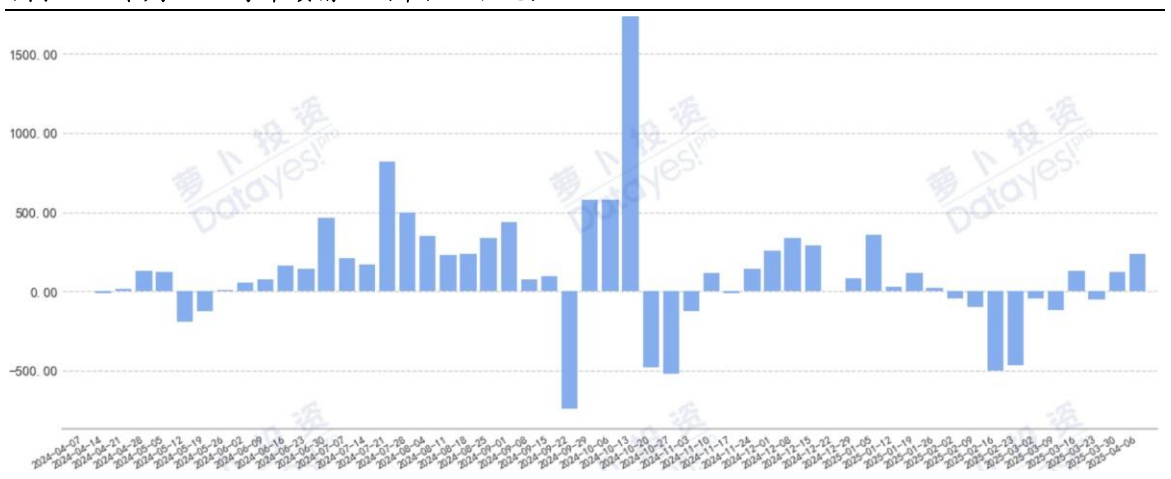
本周 A 股市场主力资金净卖出 699.97 亿元，为连续第 3 周净卖出，环比减少 454.52 亿元。行业视角，本周最受市场资金追捧的行业是公用事业，资金净流入规模达 59.67 亿元；医药生物、银行分列二、三，资金净流入规模分别是 58.85 亿元和 49.39 亿元，体现出资金的避险偏好。资金净流出规模最大的三个行业是电子、机械设备和电力设备，恰是对美出口额最高的三个行业。本周股票型 ETF 场内净申购金额 234.12 亿元，为连续第 2 周净申购，环比增加 110.76 亿元，单周净申购规模创 3 个月以来最大。其中，份额增加最多的五只 ETF 分别是富国中证港股通互联网 ETF、华泰柏瑞沪深 300ETF、工银瑞信国证港股通科技 ETF、华夏上证科创板 50 成份 ETF、嘉实中证 A500ETF；减少最多的五只 ETF 分别是嘉实中证 500ETF、博时恒生医疗保健 ETF(QDII)、广发创业板 ETF、华夏中证 A500ETF、易方达沪深 300ETF。

图表 15.主力资金行业流向情况（单位：亿元）

	近一周	近一月	近三月	近半年		近一周	近一月	近三月	近半年
公用事业	59.67	67.73	(137.80)	(458.05)	建筑装饰	(7.79)	(66.75)	(53.96)	(125.24)
医药生物	58.85	37.12	(242.64)	(1102.12)	石油石化	(9.35)	11.75	(129.65)	(247.17)
银行	49.39	79.30	69.31	32.00	房地产	(10.08)	(49.64)	(91.56)	(235.98)
交通运输	23.49	1.25	(139.96)	(334.36)	传媒	(28.80)	(221.50)	(259.14)	(45.51)
农林牧渔	17.45	22.84	(79.85)	(249.38)	家用电器	(28.81)	(36.62)	(11.65)	31.60
商贸零售	6.62	(78.78)	(178.05)	126.60	通信	(30.40)	(313.57)	(116.97)	87.04
美容护理	5.84	3.37	(5.01)	(34.00)	国防军工	(44.95)	(142.30)	(164.97)	(395.99)
社会服务	4.73	(9.44)	(30.28)	(77.97)	基础化工	(56.90)	(83.94)	(102.67)	(527.09)
纺织服饰	4.09	(10.55)	(5.60)	34.30	非银金融	(64.73)	(188.88)	(261.04)	(803.25)
钢铁	3.56	(20.12)	29.87	(4.24)	有色金属	(66.57)	(89.85)	(6.01)	(552.25)
综合	2.15	(2.35)	(15.30)	5.60	计算机	(75.31)	(828.17)	158.41	(94.79)
轻工制造	0.44	(21.81)	(42.36)	16.05	汽车	(82.43)	(143.93)	398.10	472.21
建筑材料	(0.01)	(13.19)	(12.14)	(50.50)	电力设备	(117.33)	(262.88)	(69.89)	(186.29)
食品饮料	(3.53)	43.66	2.10	(40.37)	机械设备	(121.04)	(311.42)	302.50	441.51
煤炭	(3.70)	11.13	(107.05)	(187.86)	电子	(179.42)	(499.64)	(499.64)	(84.88)
环保	(5.09)	(1.32)	(11.70)	(75.62)					

资料来源：万得，中银证券；数据截至 2025/4/3

图表 16. 本周 ETF 净申赎情况（单位：亿元）



资料来源：通联数据，中银证券

进入 2025 年后，美对外关税政策进一步升级。当地时间 2 月 10 日，美国宣布对所有进口钢铁和铝产品统一征收 25% 关税。紧接着，特朗普政府于当地时间 2 月 1 日和 2 月 27 日先后宣布两轮对华加征 10% 关税的计划，并分别于当地时间 2 月 4 日和 3 月 4 日正式生效。当地时间 3 月 24 日，特朗普签署行政命令，宣布自 4 月 2 日起，美国将对来自任何直接或间接进口委内瑞拉石油的国家的商品征收 25% 的报复性关税。当地时间 3 月 26 日，特朗普再签署公告，自 3 月 26 日起对进口汽车及零部件加征 25% 关税，最迟于 5 月 3 日全面生效，仅美国本土生产的汽车可获豁免。在 2025 年 4 月之前，美国对华平均关税虽已接近 20%，但主要源于 2018 年“301 条款”及其后续追加措施。而在当地时间 4 月 2 日，特朗普政府以中国对美存在所谓“贸易壁垒”为由，宣布对华加征 34% 的“对等关税”。叠加此前两轮 10% 的加征措施后，美国对华商品整体关税水平骤升至 54%，创历史新高。此次“对等关税”采取“贸易逆差/该国对美出口额”的比例逻辑，将其等同为“等效关税”，并以此反推中国对美的“综合壁垒”，但该算法缺乏依据，带有明显政治操作色彩。值得注意的是，部分商品如钢铁、铝、汽车、金条、铜、药品、半导体和木材制品被排除在“对等关税”之外——其中钢铝产品已于当地时间 2 月 10 日加征 25% 关税，25% 的汽车关税于 4 月 3 日生效，汽车零部件加征 25% 关税将最迟将于 5 月 3 日启动。

图表 17.美国“对等关税”全球加税情况

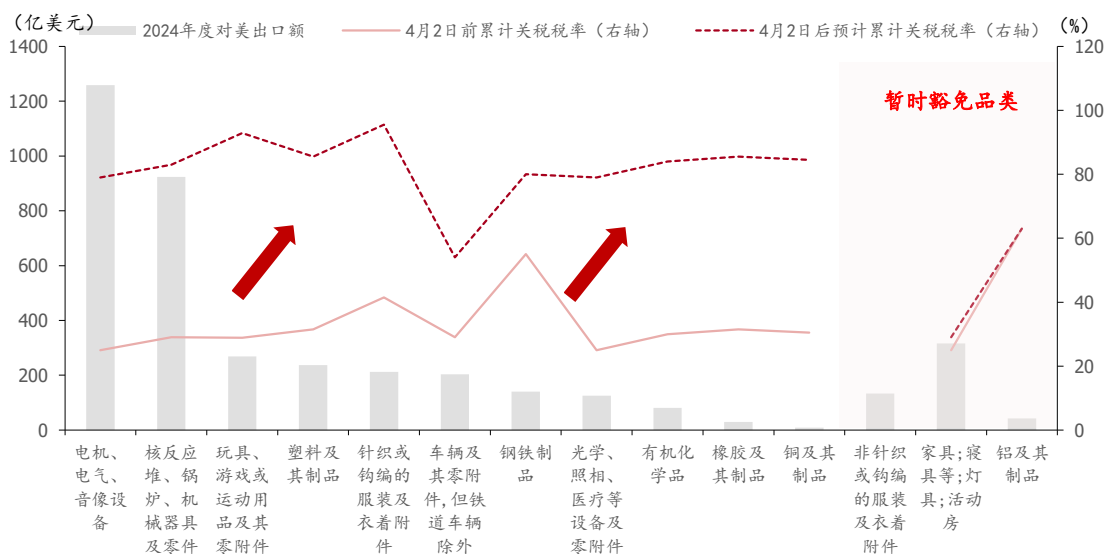
国家/地区	“对等关税”	互惠关税	国家/地区	“对等关税”	互惠关税	国家/地区	“对等关税”	互惠关税
中国国内（不含港澳台地区）	67%	34%	澳大利亚	10%	10%	哈萨克斯坦	54%	27%
欧盟	39%	20%	巴基斯坦	58%	29%	塞尔维亚	74%	37%
越南	90%	46%	土耳其	10%	10%	埃及	10%	10%
中国台湾地区	64%	32%	斯里兰卡	88%	44%	沙特阿拉伯	10%	10%
日本	46%	24%	哥伦比亚	10%	10%	萨尔瓦多	10%	10%
印度	52%	26%	秘鲁	10%	10%	科特迪瓦	41%	21%
韩国	50%	25%	尼加拉瓜	36%	18%	老挝	95%	48%
泰国	72%	36%	挪威	30%	15%	博茨瓦纳	74%	37%
瑞士	61%	31%	哥斯达黎加	17%	10%	特立尼达和多巴哥	12%	10%
印度尼西亚	64%	32%	约旦	40%	20%	摩洛哥	10%	10%
马来西亚	47%	24%	多米尼加共和国	10%	10%	阿尔及利亚	59%	30%
柬埔寨	97%	49%	阿联酋	10%	10%	阿曼	10%	10%
英国	10%	10%	新西兰	20%	10%	乌拉圭	10%	10%
南非	60%	30%	阿根廷	10%	10%	巴哈马	10%	10%
巴西	10%	10%	厄瓜多尔	12%	10%	莱索托	99%	50%
孟加拉国	74%	37%	危地马拉	10%	10%	哈萨克斯坦	54%	27%
新加坡	10%	10%	洪都拉斯	10%	10%	塞尔维亚	74%	37%
以色列	33%	17%	马达加斯加	93%	47%	埃及	10%	10%
菲律宾	34%	17%	缅甸	88%	44%	沙特阿拉伯	10%	10%
智利	10%	10%	突尼斯	55%	28%	萨尔瓦多	10%	10%

注：互惠关税为白宫公布的美国折扣后互惠关税；“对等关税”为白宫公布的各个国家对美征收关税（包括汇率操纵与贸易壁垒）

资料来源：US Gov 网站，中银证券

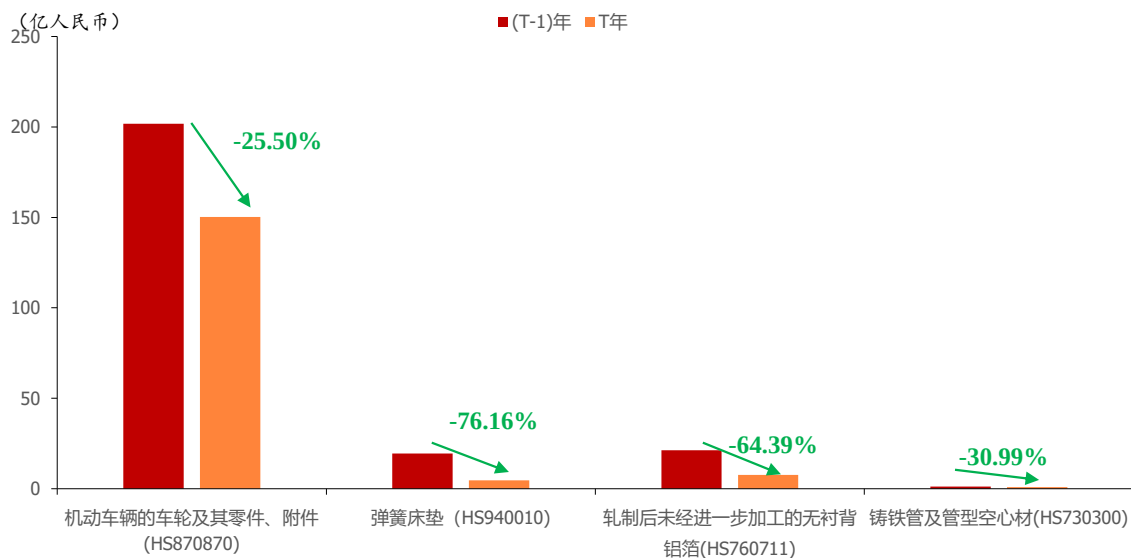
随着“特朗普 2.0”周期加征关税政策的陆续落地，中国出口链条或受到明显冲击，尤其是机械、新能源汽车、光伏、化工、电子信息等出口导向型行业或首当其冲。短期来看，关税增加带来订单减少、利润压缩与市场预期走弱等阵痛；中期则倒逼企业加快“产能出海”、拓展多元市场与全球化布局。光伏、电动车等龙头企业或通过海外设厂来维持北美市场份额，电子信息行业也正从“中国制造”向“本土+海外双布局”加速转型，化工与金属行业则可能通过优化出口结构、深耕新兴市场与内需市场寻求突破。半导体与医疗领域由于技术和政策壁垒较高，或将成为未来加征关税的重点领域，也将推动中国在技术自主创新和产业链多元化方面加快布局。

图表 18. 不同行业品类在关关税新政后的潜在变化



资料来源：同花顺 iFind，中银证券；4月2日为美国当地时间

图表 19. 前期被征双反税品种出口额变化情况



资料来源：同花顺 iFind，中银证券；T年为美对华该品类征收反补贴税或反倾销税年份

图表 20. 在美国有产能布局的 A 股上市公司名单

代码	简称	美国代表性子公司
000009.SZ	中国宝安	环球资源产业有限公司
000045.SZ	深纺织 A	恒顺（塞班）实业有限公司
000553.SZ	安道麦 A	管理解决方案公司
000700.SZ	模塑科技	MINGHUA USA INC.
000816.SZ	智慧农业	江淮动力美国有限公司
000837.SZ	秦川机床	联合美国工业公司
000887.SZ	中鼎股份	中鼎密封件(美国)有限公司
002073.SZ	软控股份	富凯轮胎科技有限公司
002079.SZ	苏州固锝	Miradia Inc.
002496.SZ	辉丰股份	Huifeng International USA INC
002522.SZ	浙江众成	众成包装(美国)公司
002611.SZ	东方精工	Fosber Container Machinery LTD.
300206.SZ	理邦仪器	理邦医疗诊断技术有限公司
300252.SZ	金信诺	PC Specialties-China,LLC
600143.SH	金发科技	Kingfa Science&Technology(USA),INC.
600535.SH	天士力	Tasly AmericaPharmaceuticals,Inc
600718.SH	东软集团	东软医疗(美国)有限公司
600851.SH	海欣股份	HG RESOURCES.INC
601808.SH	中海油服	COSL America Inc.
603596.SH	伯特利	WBTL USA INC.

资料来源：FDI Markets，中银证券

美国此轮广谱“对等关税”或加剧全球贸易不确定性，短期内市场避险情绪升温，中长期科技自主可控的重要性将进一步凸显。面对外部冲击，中国经济一方面承压于出口下滑，另一方面也被倒逼加快培育内生动力与推动高质量发展。预计政府将在“扩大内需”方向持续发力，出台鼓励消费、加快重大项目投资、提高出口退税率、强化金融支持等一系列稳内需、稳外贸政策，《提振消费专项行动方案》落地，货币政策亦可能迎来“降息降准”的窗口期。在此背景下，中国出口导向型企业加速“产能出海”与“国产替代”进程，通过海外设厂和全球化布局维稳海外市场，同时加快医疗设备、光学仪器、工业软件等关键领域的内需激活和自主创新。由于本轮是广谱性“对等关税”，第三国关税回避生产策略有效性大幅下降，目前仅有产能出海至美国策略可豁免冲击，我们在年度策略中已梳理相关公司。尽管外部扰动加剧，短期阵痛难以回避，但中长期在“内需托底、技术自立”双轮驱动下，中国高端制造产业仍具较强韧性和结构性回升潜力，有望在全球重构中实现更具主动性的战略突破。从板块来看，出口导向型行业如新能源汽车、光伏、电子信息、化工和金属等，面临较大压力，短期承压明显。而具备内需支撑、技术自主可控或全球化布局能力的板块则有望脱颖而出。半导体设备、工业软件、医药等国产替代方向若受到政策大力支持，相关企业则会受市场关注。随着内需对冲政策逐步落地，科技自主可控的重要性将进一步凸显，科技成长板块有望加速国产替代，建议重点关注半导体、工业软件、人工智能等具备自主可控属性的细分领域。

风险提示

1) 政策落地不及预期，宏观经济波动超预期。2) 市场波动风险。3) 海外经济超预期衰退、流动性风险；4) “对等关税”实质性落地。

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

买 入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20%以上；

增 持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；

中 性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；

减 持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10%以上；

未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；

中 性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；

弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数；

未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不得以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告期内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371