



Research and
Development Center

关税对指数可能是一次性冲击

——策略周观点

2025 年 4 月 6 日

证券研究报告

策略研究

策略周报

樊继拓 策略首席分析师
执业编号: S1500521060001
邮箱: fanjituo@cindasc.com

李畅 策略分析师
执业编号: S1500523070001
邮箱: lichang@cindasc.com

信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO., LTD
北京市西城区宣武门西大街甲 127 号金隅大厦 B 座
邮编: 100031

关税对指数可能是一次性冲击

2025 年 4 月 6 日

核心结论: 美国的对等关税政策, 对全球经济政治格局影响较大, 但对 A 股指数可能会是一次性冲击。A 股牛市是股市政策和估值周期、房地产去杠杆周期、各行业去产能周期的共同作用的结果。出口的影响或没有想象得那么大。关税冲击会拉长始于去年 10 月以来震荡的时间, 大概率不会直接终结牛市。比如 2013 年钱荒和 2020 年初的新冠疫情, 虽然冲击大, 但由于股市政策和估值周期已经反转, 所以股市并没有跌回熊市, 只是调整到了震荡区间下沿后, 继续上行。主要证据: (1) 2020 年初新冠疫情冲击期间, 大部分行业都处在产能格局较好的位置, 虽然对居民生活和全球政治经济格局影响较大, 但从上市公司整体盈利和 A 股指数的角度, 时间比较短暂。(2) 2018-2019 年, 中美贸易冲突期间, 熊市出现在 2018 年, 2019 年出口数据真正下滑的时候, 对股市已经影响很小了。因为 2018 年国内去杠杆, 社融明显大幅下降, 2019 年去杠杆结束, 社融企稳回升, 股市走牛。这说明国内经济周期的力量比出口更重要。

- (1) 短期: 关税对全球经济政治格局影响较大, 但对 A 股指数可能会是一次性冲击。上一次影响全球的宏观事件是新冠疫情, 对全球所有国家和行业都产生了较大的冲击, 但期间美股的跌幅远大于 A 股。从股市层面来看, 我们认为主要原因是, 2015-2018 年, 移动互联网泡沫破灭、金融去杠杆等事件, 让国内股市几乎大部分行业都经历过了去泡沫、去产能和去杠杆的周期, 股市整体估值较低。2020 年初新冠疫情冲击期间, 大部分行业都处在产能格局较好的位置, 虽然对居民生活和全球政治经济格局影响较大, 但从上市公司整体盈利和 A 股指数的角度, 时间比较短暂。
- (2) 1-2 年的影响: 出口影响小于国内经济周期的力量。2018-2019 年, 股市调整较大主要出现在 2018 年 (贸易摩擦的前期), 2018 年底-2019 年出口数据真正下滑的时候, 对股市已经影响很小了。而与此同时, 我们观察国内去杠杆的过程, 2018 年社融明显大幅下降, 股市熊市, 2019 年社融企稳回升, 股市走牛。这说明国内经济周期的力量比出口更重要。我们认为, 鉴于之前三年地产下降周期逐步进入尾声, 2025 年国内稳增长持续发力, 国内经济力量逐渐增强, 这对牛熊市的影响比出口更重要。
- (3) 长期影响: 我们认为技术、劳动力和资本的最优组合才是经济增长的核心, 自由贸易或贸易保护只是实现最优组合的一种方式, 稳增长或刺激消费也只是实现手段。鉴于中国经济制造业的优势明显, 我们已经度过了要完全依赖出口启动经济的阶段, 在当下的环境下, 大概率可以做到进退有度。
- 风险因素: 房地产超预期下行, 美股剧烈波动, 历史规律可能会失效。



目录

一、策略观点：关税对指数可能是一次性冲击.....	4
二、本周市场变化.....	8
风险因素.....	11

表目录

表 1：配置建议表.....	7
----------------	---

图目录

图 1：牛市初期的黑天鹅冲击，股市韧性会很强（单位：点数）.....	4
图 2：2020 年初的新冠疫情冲击，对指数影响很短暂（单位：例）.....	4
图 3：2019 年出口数据弱，但股市反而强（单位：点数，%）.....	5
图 4：因为 2019 年国内去杠杆结束（单位：亿，%）.....	5
图 5：关税冲击会拉长震荡时间，大概率不改变牛市趋势（单位：点数）.....	6
图 6：A 股主要指数周涨跌幅（单位：%）.....	8
图 7：申万一级行业周涨跌幅（单位：%）.....	8
图 8：申万风格指数周/月涨跌幅（单位：%）.....	8
图 9：概念类指数周涨跌幅（单位：%）.....	8
图 10：全球市场重要指数周涨跌幅（单位：%）.....	9
图 11：重要商品指数周涨跌幅（单位：%）.....	9
图 12：2025 年至今全球大类资产收益率（单位：%）.....	9
图 13：港股通累计净买入（单位：亿元）.....	9
图 14：融资余额（单位：亿元）.....	9
图 15：新发行基金份额（单位：亿份）.....	10
图 16：基金仓位估算（单位：%）.....	10
图 17：银行间拆借利率和公开市场操作（单位：%）.....	10
图 18：央行公开市场和国库定存净投放（单位：亿元）.....	10
图 19：长期国债利率走势（单位：%）.....	10
图 20：各类债券与同期限债券利差（单位：%）.....	10

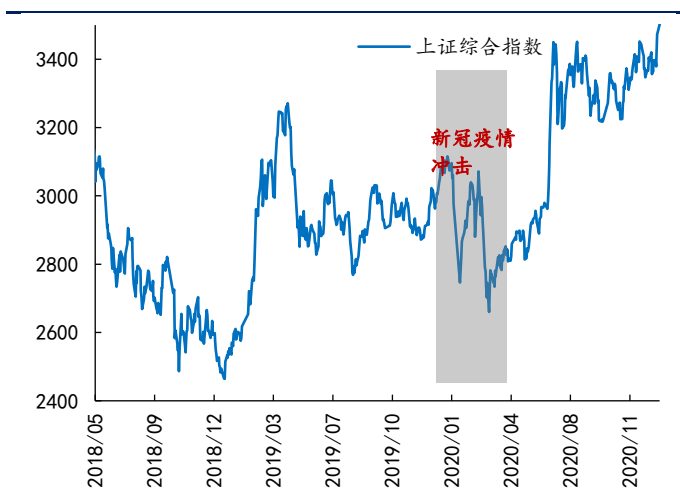


一、策略观点：关税对指数可能是一次性冲击

美国的对等关税政策，对全球经济政治格局影响较大，但对 A 股指数可能会是一次性冲击。A 股牛市是股市政策和估值周期、房地产去杠杆周期、各行业去产能周期的共同作用的结果。出口的影响或没有想象得那么大。关税冲击会拉长始于去年 10 月以来震荡的时间，大概率不会直接终结牛市。比如 2013 年钱荒和 2020 年初的新冠疫情，虽然冲击大，但由于股市政策和估值周期已经反转，所以股市并没有跌回熊市，只是调整到了震荡区间下沿后，继续上行。主要证据：（1）2020 年初新冠疫情冲击期间，大部分行业都处在产能格局较好的位置，虽然对居民生活和全球政治经济格局影响较大，但从上市公司整体盈利和 A 股指数的角度，时间比较短暂。（2）2018-2019 年，中美贸易冲突期间，熊市出现在 2018 年，2019 年出口数据真正下滑的时候，对股市已经影响很小了。因为 2018 年国内去杠杆，社融明显大幅下降，2019 年去杠杆结束，社融企稳回升，股市走牛。这说明国内经济周期的力量比出口更重要。

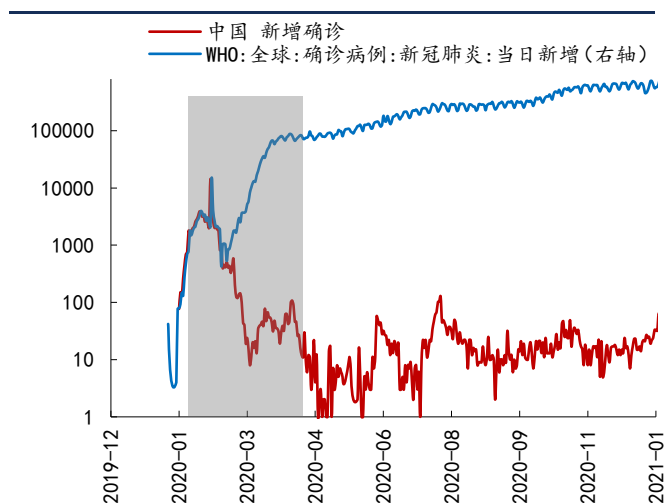
（1）短期：关税对全球经济政治格局影响较大，但对 A 股指数可能会是一次性冲击。美国的对等关税政策，大概率会对全球经济产生较大的冲击，但是对 A 股的影响可能没有想象得那么大。上一次影响全球的宏观事件是新冠疫情，对全球所有国家和行业都产生了较大的冲击，但期间美股的跌幅远大于 A 股。从股市层面来看，我们认为主要原因是，2015-2018 年，移动互联网泡沫破灭、金融去杠杆等事件，让国内股市几乎大部分行业都经历过了去泡沫、去产能和去杠杆的周期，股市整体估值较低。2020 年初新冠疫情冲击期间，大部分行业都处在产能格局较好的位置，虽然对居民生活和全球政治经济格局影响较大，但从上市公司整体盈利和 A 股指数的角度，时间比较短暂。这充分说明，国内各行业本身产能周期、A 股本身牛熊周期如果处在较好的位置，黑天鹅式利空冲击往往会比较短暂。

图 1：牛市初期的黑天鹅冲击，股市韧性会很强（单位：点数）



资料来源：万得，信达证券研发中心

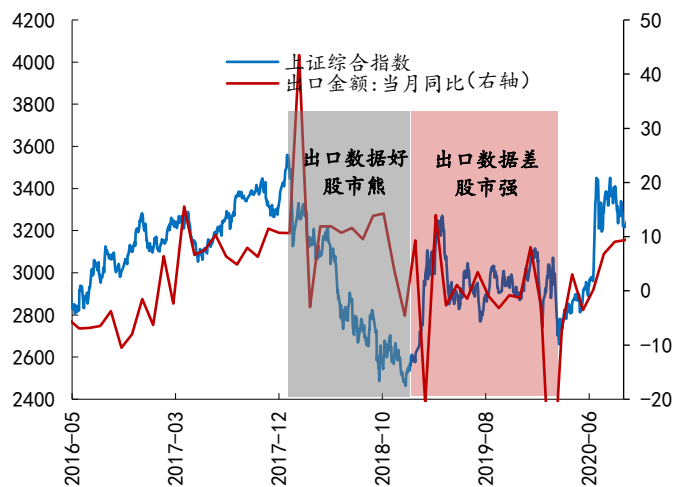
图 2：2020 年初的新冠疫情冲击，对指数影响很短暂（单位：例）



资料来源：万得，信达证券研发中心

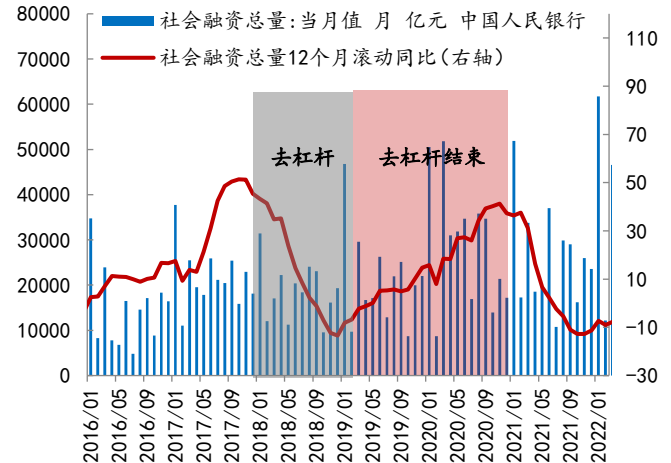
（2）1-2 年的影响：出口影响小于国内经济周期的力量。2018-2019 年，股市调整较大主要出现在 2018 年（贸易摩擦的前期），2018 年底-2019 年出口数据真正下滑的时候，对股市已经影响很小了。而与此同时，我们观察国内去杠杆的过程，2018 年社融明显大幅下降，股市熊市，2019 年社融企稳回升，股市走牛。这说明国内经济周期的力量比出口更重要。我们认为，鉴于之前三年地产下降周期逐步进入尾声，2025 年国内稳增长持续发力，国内经济力量逐渐增强，这对牛熊市的影响比出口更重要。

图 3：2019 年出口数据弱，但股市反而强（单位：点数，%）



资料来源：万得，信达证券研发中心

图 4：因为 2019 年国内去杠杆结束（单位：亿，%）

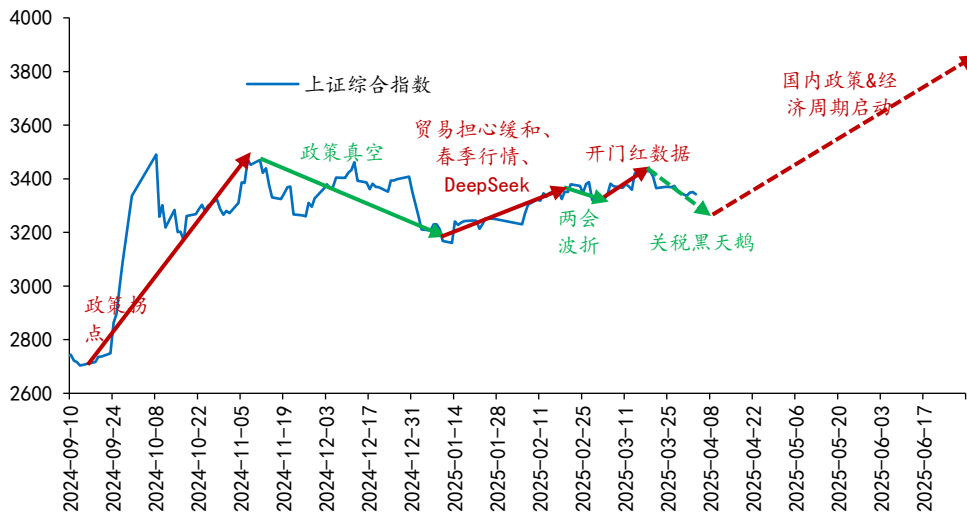


资料来源：万得，信达证券研发中心

(3) 长期影响：我们认为技术、劳动力和资本的最优组合才是经济增长的核心，自由贸易或贸易保护只是实现最优组合的一种方式，稳增长或刺激消费也只是实现手段。1978 年改革开放以来，中国经济通过融入全球化，成功进入经济发展的快车道，这也是二战之后大部分后起国家实现经济增长的基本政策。但如果回顾工业革命以来，欧美各国的经济发展，能够看到，有些国家并不是通过传统的自由贸易崛起的，而是通过移民、海外殖民地扩张等方式发展起来的，美国政策的变化，也是这一历史背景的映射。通过各种方式，最终如果能够完成技术、劳动力和资本的更好组合，都可能促成经济发展。鉴于中国经济制造业的优势明显，我们已经度过了要完全依赖出口启动经济的阶段，在当下的环境下，大概率可以做到进退有度。

(4) 短期 A 股策略观点：关税冲击会拉长震荡时间，大概率不能改变牛市趋势。A 股牛市是股市政策和估值周期、房地产去杠杆周期、各行业去产能周期的共同作用的结果。出口的影响或没有想象得那么大。关税冲击会拉长始于去年 10 月以来震荡的时间，大概率不会直接终结牛市。比如 2013 年钱荒和 2020 年初的新冠疫情，虽然冲击大，但由于股市政策和估值周期已经反转，所以股市并没有跌回熊市，只是调整到了震荡区间下沿后，继续上行。

图 5：关税冲击会拉长震荡时间，大概率不改变牛市趋势（单位：点数）



资料来源：万得，信达证券研发中心

注：虚线仅代表相关假设条件下指数可能的趋势，不代表预测指数点位。

未来 1 个月配置建议：银行钢铁建筑(海外经济敏感性低、国内政策敏感高和低 PB 修复) > 地产消费(国内稳增长力量估计还会继续发力) > 港股互联网(海外波动加大，中国资产配置意愿上升)。2024 年 10 月以来的震荡期，市场风格偏向小盘低价策略，这种现象的一种解释是，流动性充裕但盈利较弱，所以投资者偏向博弈性风格。其实如果观察历次牛市（2005-2007、2014-2015、2019-2021），不管是否是盈利驱动的牛市，低价策略都容易在指数大幅上涨的后期至震荡初期有较强的超额收益。而一旦市场进入震荡期后期，低价策略大多会失效，指数新一轮中枢回升，大多不是由低价策略带动的。对于大小盘风格来看，牛市期间的每一次震荡，大概率是大小盘风格转变的拐点，震荡结束后，新的上涨波段大概率大小盘风格和之前不同。比如 2020 年 7-9 月震荡期之前的 4-7 月，市场风格偏小盘，但 2020 年 8 月-2021 年初，风格转向大盘。2014 年-2015 年 1 月震荡期间的 2014 年 9-12 月，市场风格偏大盘，之后的 2015 年 1-6 月，风格转向小盘。站在当下来看，我们认为市场震荡末期，在新一轮上涨之前，大概率会提前观察到风格转向大盘。建议成长内部转配港股互联网，价值内部关注指数权重（银行）、破净类价值股（钢铁）。

表 1：配置建议表

	配置类型	配置建议
周度配置建议	行业组合	银行、农林牧渔、钢铁、港股互联网
行业配置观点	周期	从价格波动规律和产能格局来看，商品价格依然受到产能周期正面的支撑，过去 1-2 年的价格走弱主要是库存周期下降和国内地产下降的影响。25 年需求负面影响还在，但力度可能会减弱。黄金涨是商品长期牛市还在的重要证据。
	消费	目前消费板块的估值大多处于 2010 年以来中等偏下的水平，但由于长期逻辑（消费升级）较难进一步验证，估值抬升空间不大。消费的投资机会可能会主要局限在三个方向：（1）新的消费模式；（2）部分行业可能会有较强的高分红属性；（3）出海。
	成长	长期来看，AI 和机器人的产业趋势很强，鉴于技术进步的过程还在，相关资本开支带来的机会还有较多。短期来看，未来一个季度，AI 和机器人会面临两个扰动：（1）A 股历史上，几乎不依赖业绩的成长股牛市阶段有 2014-15、2019 年，这两个阶段成长股有 2 个季度超额收益后，往往会有季度相对收益的回撤。（2）4 月是每年 A 股主题降温的阶段，往往会更关注业绩。
	金融地产	金融的估值依然很有性价比，内在上涨逻辑主要是两点：（1）房地产下滑虽然没有结束，但越来越确定对金融体系冲击已经结束，由此导致银行等行业的估值持续低估已经不合理。（2）监管机构鼓励 ETF 发展、鼓励上市公司市值管理、鼓励长期资金入市，这天然有利于银行等板块。可能会是这一轮牛市很重要的暗线。

资料来源：信达证券研发中心

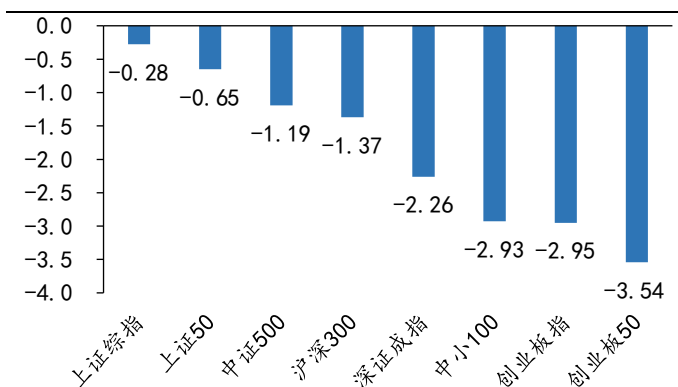
二、本周市场变化

本周 A 股主要指数均下跌，其中上证综指（-0.28%）、上证 50（-0.65%）、中证 500（-1.19%）跌幅较小，创业板 50（-3.54%）、创业板指（-2.95%）、中小 100（-2.93%）跌幅较大。申万一级行业大部分下跌，其中公用事业（2.55%）、农林牧渔（1.51%）、医药生物（1.20%）领涨，汽车（-3.54%）、电气设备（-3.51%）、家用电器（-3.46%）领跌。概念股中，中韩自贸区（6.59%）、动物疫苗（4.85%）、青蒿素（3.84%）领涨，基因编辑（-20.72%）、OLED（-15.88%）、邮轮（-15.75%）领跌。

本周全球股市重要指数均下跌，其中上证综指（-0.28%）、恒生指数（-2.46%）、印度 SENSEX30（-2.65%）跌幅较小，德国 DAX（-8.10%）、日经 225（-9.00%）、标普 500（-9.08%）跌幅较大。本周商品市场重要指数均下跌，其中铁矿石（-0.37%）、螺纹钢（-0.53%）、PVC（-0.85%）跌幅较小，LME 铜（-10.36%）、NYMEX 原油（-10.15%）、LME 锌（-7.00%）领跌。另外在 2025 年全球大类资产年收益率指标中，黄金（15.72%）、LME 铜（1.11%）、富时新兴市场指数（0.30%）排名较高，而日经 225（-15.33%）、标普 500（-13.73%）、布伦特原油（-11.50%）排名靠后。

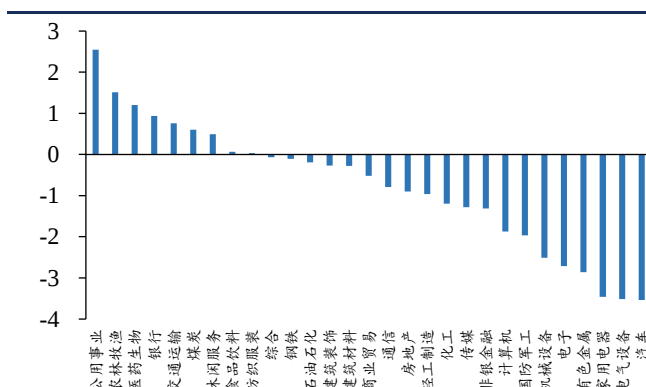
A 股市场资金方面，本周南下资金净流入（港股通）共计 593.79 亿元（前值净流入 347.77 亿元）。本周央行公开市场操作逆回购发行 6849 亿元，累计净回笼 5019 亿元。截至 2025 年 4 月 3 日，银行间拆借利率本周均值相比前期下降，十年期国债收益率本周均值相比前期有所下降。普通股票型基金本周仓位均值相比前期下降，偏股混合型基金本周仓位均值相比前期下降。

图 6：A 股主要指数周涨跌幅（单位：%）



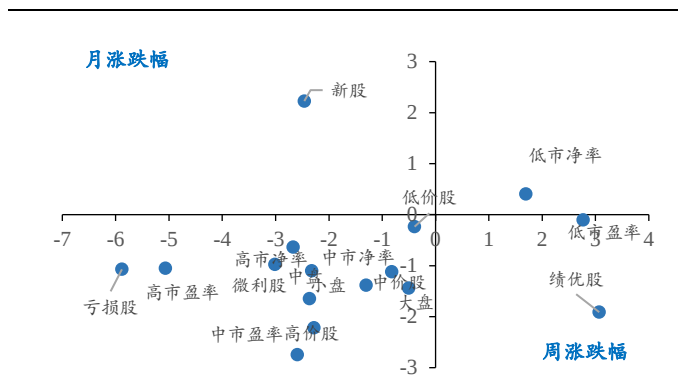
资料来源：iFinD，信达证券研发中心

图 7：申万一级行业周涨跌幅（单位：%）



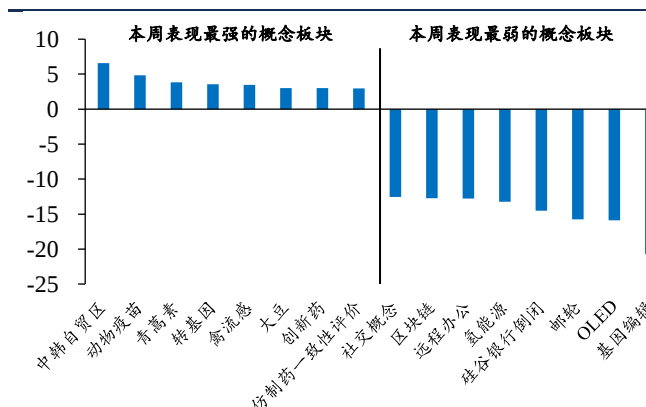
资料来源：iFinD，信达证券研发中心

图 8：申万风格指数周/月涨跌幅（单位：%）



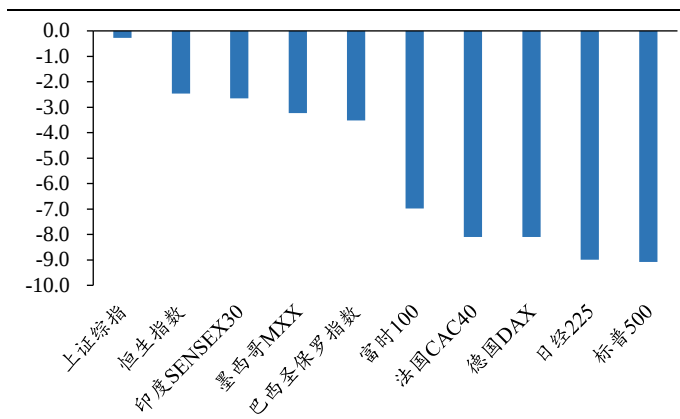
资料来源：iFinD，信达证券研发中心

图 9：概念类指数周涨跌幅（单位：%）



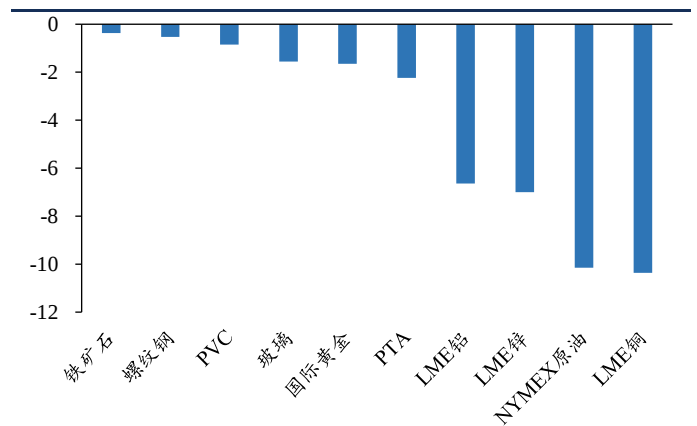
资料来源：iFinD，信达证券研发中心

图 10：全球市场重要指数周涨跌幅（单位：%）



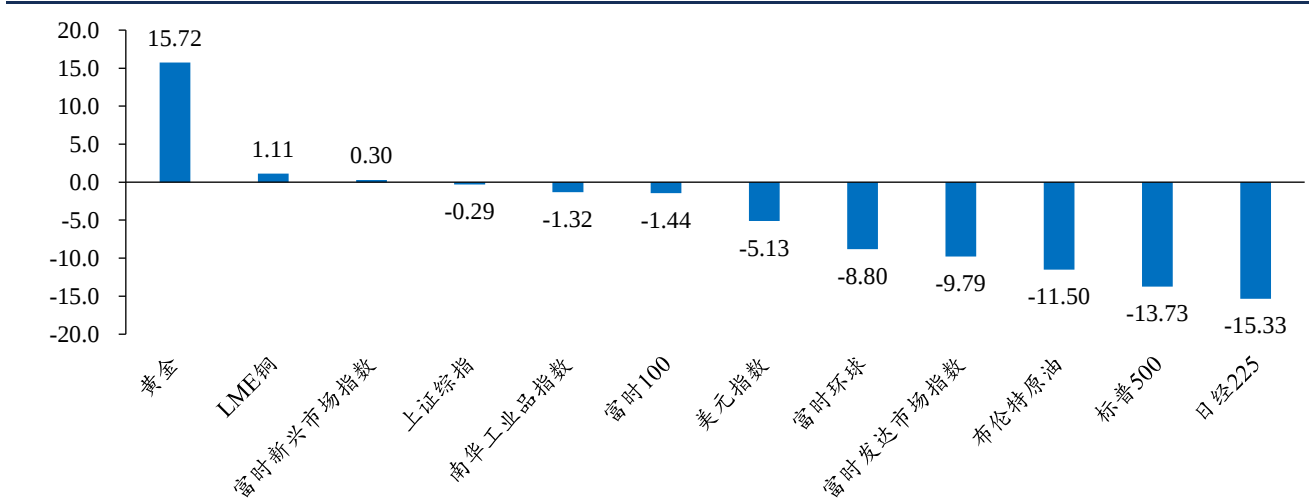
资料来源：iFinD, 信达证券研发中心

图 11：重要商品指数周涨跌幅（单位：%）



资料来源：iFinD, 信达证券研发中心

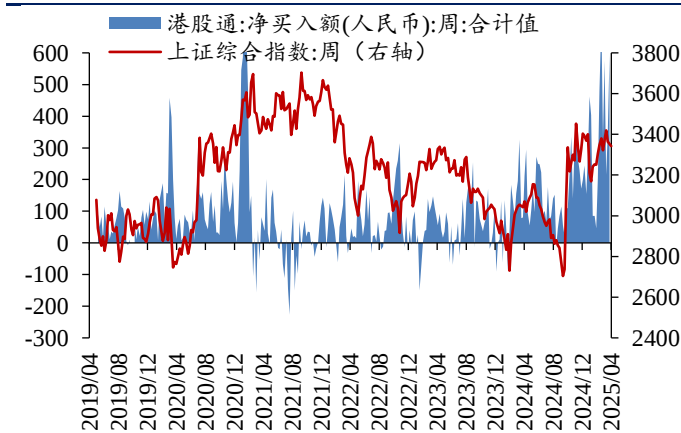
图 12：2025 年至今全球大类资产收益率（单位：%）



资料来源：万得，iFinD, 信达证券研发中心

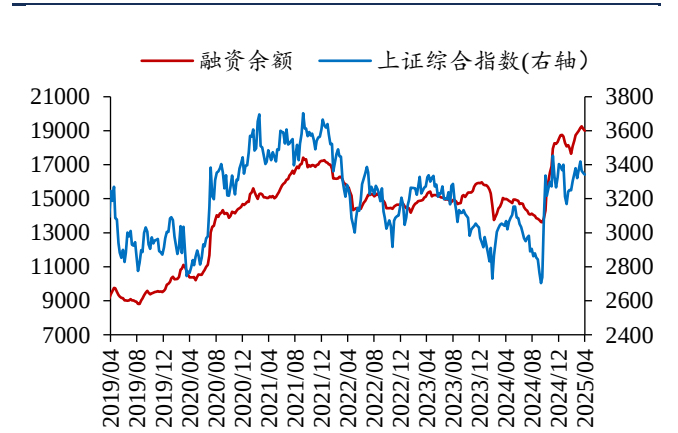
注：统计日期截至 2025 年 4 月 4 日

图 13：港股通累计净买入（单位：亿元）



资料来源：iFinD, 信达证券研发中心

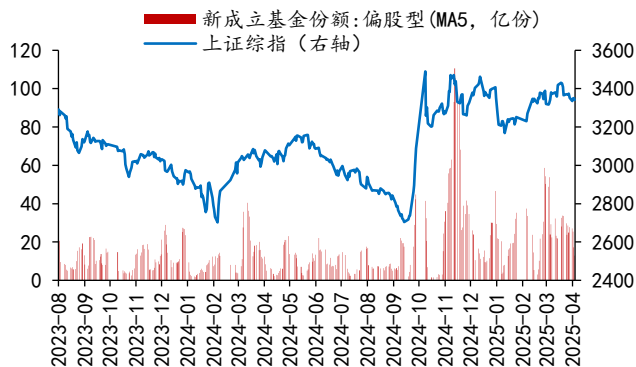
图 14：融资余额（单位：亿元）



资料来源：iFinD, 信达证券研发中心

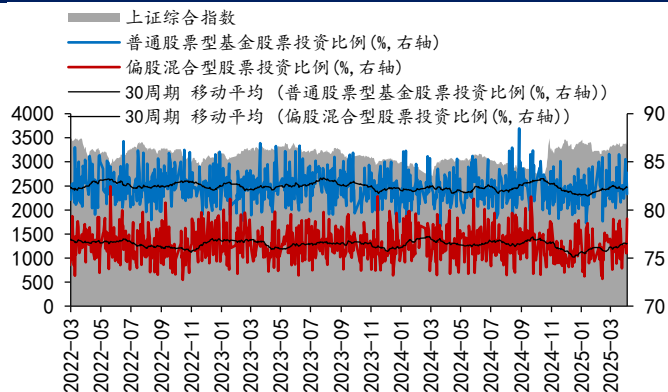


图 15：新发行基金份额（单位：亿份）



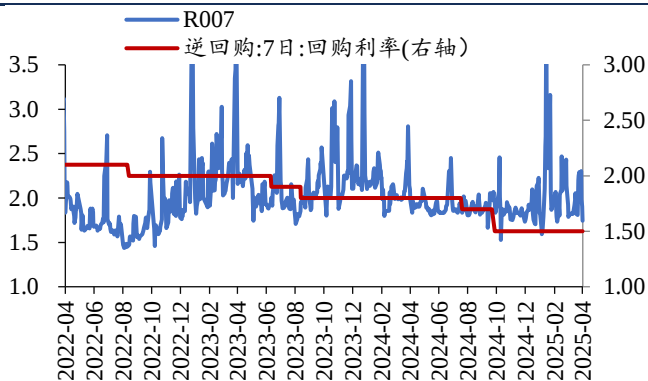
资料来源：iFinD，信达证券研发中心

图 16：基金仓位估算（单位：%）



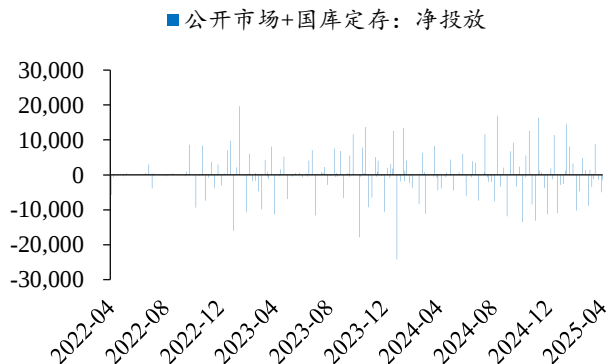
资料来源：iFinD，信达证券研发中心

图 17：银行间拆借利率和公开市场操作（单位：%）



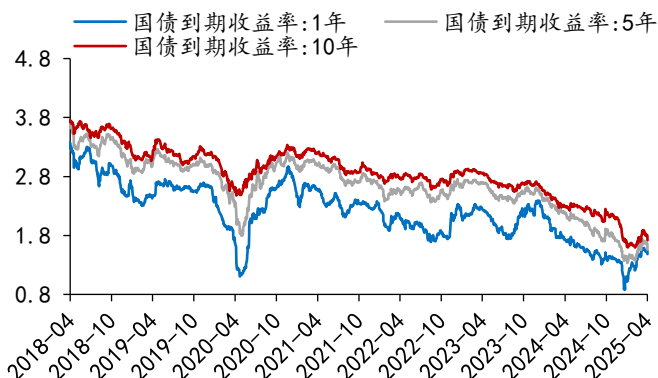
资料来源：iFinD，信达证券研发中心

图 18：央行公开市场和国库定存净投放（单位：亿元）



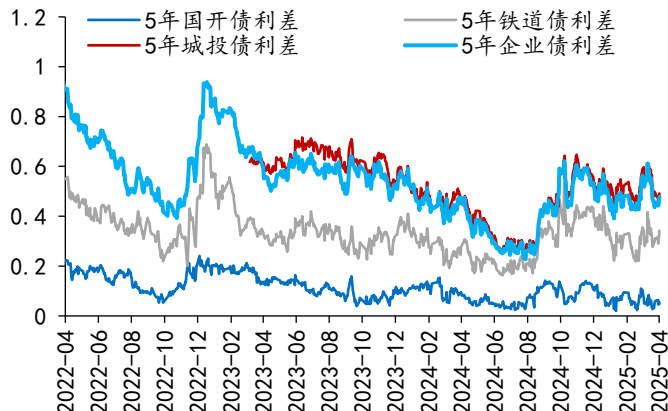
资料来源：iFinD，信达证券研发中心

图 19：长期国债利率走势（单位：%）



资料来源：iFinD，信达证券研发中心

图 20：各类债券与同期限债券利差（单位：%）



资料来源：iFinD，信达证券研发中心



风险因素

房地产市场超预期下行，美股剧烈波动，历史规律可能会失效。

研究团队简介

樊继拓，信达证券策略首席分析师，10 年宏观策略研究经验，先后就职于期货公司和券商研究所，2017 年水晶球策略团队公募组第一核心成员，2018 第一财经年度最佳新人奖。

李畅，华东师范大学世界经济硕士，4 年宏观策略研究经验，2021 年 6 月加入信达证券研发中心，从事策略研究工作。

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，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出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，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。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深300指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起6个月内。	买入 ：股价相对强于基准15%以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准5%~15%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5%之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准5%以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。