

2025 年 04 月 06 日

证券研究报告 | 策略周报

特朗普关税升级，是开始还是结束？

策略周报

分析师：郝一凡

分析师登记编码：S0890524080002

电话：021-20321080

邮箱：haoyifan@cnhbstock.com

分析师：刘芳

分析师登记编码：S0890524100002

电话：021-20321091

邮箱：liufang@cnhbstock.com

销售服务电话：

021-20515355

相关研究报告

1、《A 股情绪有所降温，等待新催化——策略周报》2025-03-23

2、《风格切换了？——策略周报》2025-03-16

3、《“两会行情”来临，如何应对？——策略周报》2025-03-02

4、《春季躁动已至，科技领衔——策略周报》2025-02-09

5、《当“春季躁动”遇上特朗普就任——策略周报》2025-01-19

投资要点

④4 月 2 日（美国时间），特朗普宣布了 180 多个国家和地区将面临的美国“互惠关税”清单，包括中国在内的许多国家加征关税幅度超出市场预期。

④4 月 4 日，中方 11 箭齐发，坚决反制美国加征的“对等关税”。包括对原产于美国的所有进口商品加征 34% 关税，对部分中重稀土相关物项实施出口管制，对 16 家美国实体列入出口管制管控，将 11 家美国企业列入不可靠实体清单等。

④从影响上看：1、关税可能只是开端而非“落地兑现”，或进入“拉锯战”阶段，关税谈判的反复甚至升级或将压制市场风险偏好。2、全球经济前景面临调整风险。3、中国对美国出口关税提升，国内二季度出口压力增加。

④从资产配置的方面看，海外资产短期内或也将处于高波动状态，适度增加低波、避险资产，并关注国内政策“后手应对”的发力方向以及力度。A 股行业方面可关注低估值高股息板块、清明假期旅游相关板块，贸易摩擦博弈相关板块以及外需影响较小的板块，建议适度降低仓位，或关注红利资产，以及银行、公用事业、旅游文娱、农林牧渔、稀土等行业。

④**风险提示：**经济修复不及预期的风险，政策效果不及预期的风险，地缘风险，海外经济衰退风险，外部关税政策不确定性风险。

内容目录

1. 重要事件回顾——如何看待特朗普关税影响？	3
2. 周度行情回顾	3
3. 市场展望	4
4. A股债市市场重要指标跟踪监测	5
5. 下周重点关注	6
6. 风险提示	7

图表目录

图 1： 大类资产周度涨跌幅回顾（%）	4
图 2： 大类资产配置观点展望	5
图 3： A股及债市重要指标变化（%）	6

1. 重要事件回顾——如何看待特朗普关税影响？

4月2日（美国时间），特朗普宣布了180多个国家和地区将面临的美国“互惠关税”清单，包括中国在内的许多国家加征关税幅度超出市场预期。

4月4日，中方11箭齐发，坚决反制美国加征的“对等关税”。包括对原产于美国的所有进口商品加征34%关税，对部分中重稀土相关物项实施出口管制，对16家美国实体列入出口管制清单，将11家美国企业列入不可靠实体清单等。

从影响上看：

1、关税可能只是开端而非“落地兑现”，或进入“拉锯战”阶段，关税谈判的反复甚至升级或将压制市场风险偏好：此次关税政策大概率为制造谈判焦虑的政治筹码——若相关国家在关键诉求上作出让步，关税条款存在动态调整空间。因而未来1-2个月内关税谈判博弈或进入拉锯阶段，参考此前加拿大、墨西哥的关税谈判，未来不排除出现“加征-豁免-再调整”的政策震荡，可能使市场陷入“预期紊乱-重新定价”的循环，放大市场波动、压制市场风险偏好。

2、全球经济前景面临调整：考虑到后续行业性关税可能持续加码，以及各国报复性关税政策将陆续推出，关税摩擦可能进一步升级，全球经济前景面临调整。

3、中国对美国出口关税提升，国内二季度出口压力增加：白宫表示，对中国的新互惠税率将被添加到现有的20%的关税中，这意味着特朗普任期内对中国的实际关税税率为54%，2025年之前为19%。且美国对部分由我国出口转口至美国的东南亚国家（柬埔寨、老挝、越南等）税率提升较多，施加关税后可能进一步加大我国二季度出口压力。

从资产配置的对方面看，适度增加低波、避险资产，等待政策“后手应对”：

1) 增加低波资产配置：全球进入关税的“拉锯战”阶段，预期反复或导致全球市场波动偏高。适度增加低波、避险资产配置，如国内外债券、黄金、高股息资产等。

2) 海外资产可能维持震荡：关税加征举措通常助推美元汇率走强，然而本轮美国对多国同步实施的关税措施，其负面效应累积可能直接冲击美国经济前景，加之资本外流压力显现，美元本轮上行动能或受限。对于美股而言，美股指数权重因海外业务占比较高，盈利预期或进一步承压。不过考虑到当前估值已处于合理水平，后续可能维持震荡。

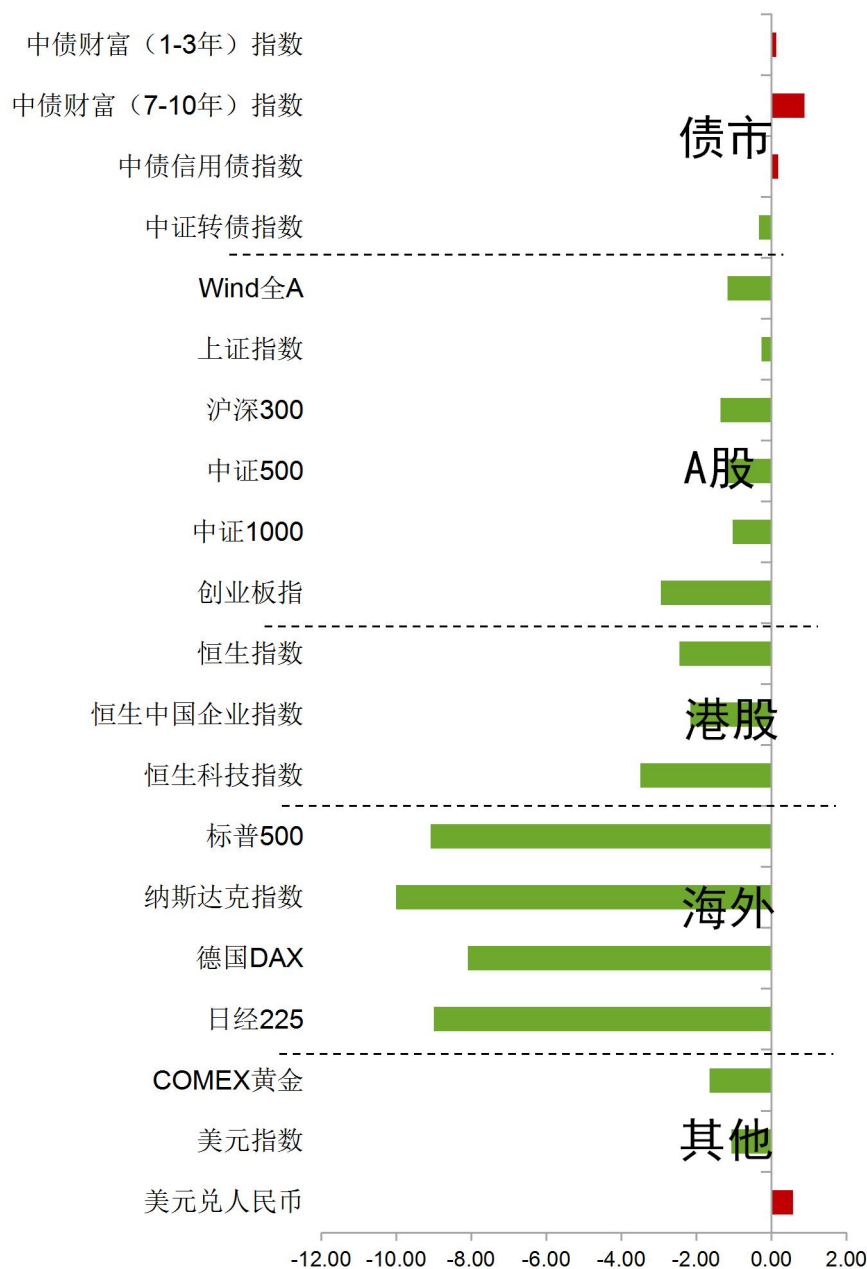
3) A股市场需关注后手应对：考虑到关税压力主要影响需求，国内“政策后手”的重心或将落在居民收入、消费等需求端领域。若后续相关领域出台较为强力的刺激举措，有望推动国内信心快速修复，利好中国资产的进一步修复；若政策刺激仍较大比例指向投资、生产，或需求端政策力度较为温和，则国内权益市场或将维持阶段性震荡格局。

2. 周度行情回顾（3.31-4.5）

【债市止跌修复】央行在公开市场重新开始净投放，资金面压力改善，10年期国债收益率从高点1.9%一度回落至接近1.8%，债市止跌修复，悲观情绪缓和。

【成交降温，股市调整】关税升级引发全球风险偏好降温，权益市场大幅调整，A股分歧加大，市场成交缩量。板块方面，缺乏主线，热点较为散乱且持续性不佳，机器人这一高度抱团方向也出现了松动，偏防守的红利方向表现相对较好。

图 1：大类资产周度涨跌幅回顾（%）



资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

3. 市场展望

【债市方面】超预期关税推动债市大涨。特朗普关税力度强于市场主流预期，市场风险偏好回落，货币政策宽松预期上升，推动10年期国债收益率快速下破1.8%，预计债市已从弱势逐渐回归正常，未来有望震荡缓慢下行。建议主要关注中长久期、信用债配置方向。

【股市方面】短期调整风险加大，阶段性偏防守，关注低估值高股息。预计后续关税博弈将进入“拉锯战”阶段，且存在关税升级风险，市场预期反复波动，短期内不确定性仍然偏强，或压制全球风险偏好。对权益资产短期适度谨慎，整体可偏防守，等待“政策后手”发力提振市场信心后可重新转向进攻。适度降低仓位，或关注低估值高股息、清明假期旅游相关，贸易

摩擦博弈相关以及外需影响较小的方向，如红利资产，以及银行、公用事业、旅游文娱、农林牧渔、稀土等行业。

【海外市场】特朗普关税力度强于市场主流预期，且短期大概率进入关税谈判博弈状态，仍存较大不确定性；此外，强于预期的关税也加剧市场对美国以及全球经济下行的担忧，或压制市场风险偏好。预计短期内全球权益市场波动加大，胜率较低，可适度降低风险偏好，待关税谈判不确定性逐步落地后，再行配置。

图 2：大类资产配置观点展望

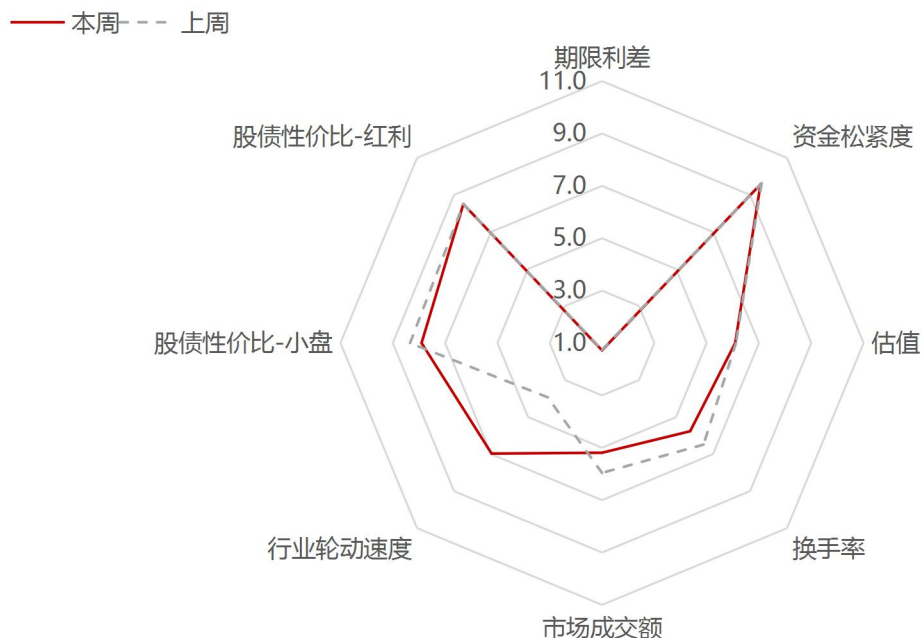
资产	时间维度	市场观点				
		谨慎	相对谨慎	中性	相对乐观	乐观
债市	周度				●	
	月度				●	
A股	周度		●			
	月度		●			
海外	周度		●			
	月度		●			
黄金	周度				●	
	月度				●	

资料来源：华宝证券研究创新部

4. A 股债市市场重要指标跟踪监测

图 3：A 股及债市重要指标变化（%）

A股及债市重要指标监测



资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

备注：

期限利差数值越高代表国债收益率曲线越陡峭，越低代表国债收益率曲线越平坦。

资金松紧度数值越高代表短期市场资金量越紧张，越低代表资金量越充足。

估值数值越高代表 A 股市场估值水平越高。换手率数值越高代表 A 股市场换手率水平越高。

行业轮动速度越高代表市场轮动越快，越低代表市场轮动越慢。

股债性价比（小盘）数值越高代表中小盘股性价比越高。股债性价比（红利）数据越高代表 A 股红利性价比越高。

期限利差：期限利差近期仍处于历史低位水平。

资金松紧度：央行对资金面调控边际改善，资金面有小幅改善，但资金价格整体仍维持在偏高水平。

股债性价比：股债性价比仍处高位，较前一周小幅回落（移动平均存在一定滞后）。

A 股估值：A 股普跌，估值分位数小幅回落。

A 股换手率：A 股换手率较前一周下降。

市场成交额：两市日均成交额回落至 11368 亿元，较上周回落 1240 亿元，市场活跃度进一步下降。

行业轮动速度：行业轮动速度低位明显反弹，市场热点散乱轮动较快。

5. 下周重点关注

4 月 9-13 日（待定），中国金融数据

4 月 10 日，中国 CPI、PPI

4 月 10 日，美国 CPI

6. 风险提示

经济修复不及预期的风险，政策效果不及预期的风险，地缘风险，海外经济衰退风险，外部关税政策不确定性风险。

分析师承诺

本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰地反映本人的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体建议或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

风险提示及免责声明

- ★ 华宝证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格。
- ★ 市场有风险，投资须谨慎。
- ★ 本报告所载的信息均来源于已公开信息，但本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。
- ★ 本报告所载的任何建议、意见及推测仅反映本公司于本报告发布当日的独立判断。本公司不保证本报告所载的信息于本报告发布后不会发生任何更新，也不保证本公司做出的任何建议、意见及推测不会发生变化。
- ★ 在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。投资者应自行决策，自担投资风险。
- ★ 本公司秉承公平原则对待投资者，但不排除本报告被他人非法转载、不当宣传、片面解读的可能，请投资者审慎识别、谨防上当受骗。
- ★ 本报告版权归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何组织或个人不得对本报告进行任何形式的发布、转载、复制。如合法引用、刊发，须注明本公司出处，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。
- ★ 本报告对基金产品的研究分析不应被视为对所述基金产品的评价结果，本报告对所述基金产品的客观数据展示不应被视为对其排名打分的依据。任何个人或机构不得将我方基金产品研究成果作为基金产品评价结果予以公开宣传或不当引用。

适当性申明

- ★ 根据证券投资者适当性管理有关法规，该研究报告仅适合专业机构投资者及与我司签订咨询服务协议的普通投资者，若您为非专业投资者及未与我司签订咨询服务协议的投资者，请勿阅读、转载本报告。