

宏观点评 20250406

外部环境动荡下资本市场韧性凸显

2025 年 04 月 06 日

■ 外部环境动荡下资本市场韧性凸显

- ▶ 北京时间 4 月 3 日凌晨，美国总统特朗普宣布“史上最激进关税方案”，对贸易伙伴设立 10% 的“最低基准关税”，并对某些贸易伙伴征收更高关税，如对欧盟的关税为 20%，对越南、柬埔寨超过 40%，对中国达 54% 之高。美国此次实施的“对等关税”政策以“公平贸易”为名，实质是单边保护主义行为。USTR 声称通过科学方法估算了各国对美国商品的关税和非关税壁垒以此确定对等税率，但就其结果来看与美国与各国的贸易逆差除以该国对美出口额得出的粗糙估算几乎一致，这种将贸易逆差比例直接等同于“关税税率”的做法，显然无法真实反映各国间的贸易壁垒，此种计算方式存在显著问题，不仅缺乏经济理论支撑，更可能为全球贸易体系埋下更大的不确定性与冲突隐患。
- ▶ 对等关税公布后，国际反对声音强烈，法国、英国、意大利、澳大利亚、新加坡、南非和玻利维亚等国均表示，美国此举破坏全球贸易体系，并采取相应措施应对。美国商会会长克拉克更是在声明中直言不讳：“(美国)政府正在用关税大棒砸自己的脚。” IMF 报告称，若贸易战持续一年，全球 GDP 损失将达 7%，相当于法国和德国经济总和。
- ▶ 从美国自身角度分析，在目前债务压力巨大的情况下，加征大额关税对财政收入的提振可能不敌对产业衰退的损失。美国加征关税导致全球供应链成本上升 40%，供应链重构压力剧增，对美国经济衰退的预期持续升温。中方反制措施公布后，全球股市在周四的下跌后再次迎来新一轮暴跌，周四、周五两个交易日，标普 500 指数两日累计下跌超过 10%，创下自 2020 年 3 月疫情初期以来最大两日跌幅，道指和纳指也分别下跌 9.3% 和 11.4%，欧洲主要指数下跌均值在 7%-8%，VIX 指数创四年新高，原油、铜、农产品大幅下跌，黄金在迎来历史高点后也开始快速下跌。美国国内企业也深受关税政策困扰，4 月 3 日，美国佛罗里达州文具品牌 Simplified 创始人 Emily Ley 向联邦法院提起诉讼，指控前总统特朗普政府援引《国际紧急经济权力法》(IEEPA)，绕过国会程序对中国所有商品加征关税，损害美国中小企业利益。
- ▶ 从资产价格走势来看，尽管今年以来的外部变化超出市场预期，但资本市场整体表现较外盘走出了“以我为主”的趋势：今年以来，A 股资本市场的韧性凸显，1 月中旬开始，港股开始逐渐修复；2 月春节之后，中国内地资产也开始在国际资本市场上迎来快速的回暖，科技股领涨；离岸人民币汇率企稳，陆港通、QFII 和港股的外资交易成交活跃。对等关税对中国的税率明显超出市场预期，但上周四对等关税公布后，A 股、港股、中概股的下行幅度明显小于其他地区，周五外盘交易的情况来看，A50 指数期货跌幅也远小于美股主要指数。即使本次由海外关税政策引发的风险资产流动性全面收紧的趋势初现，但与之前流动性危机不同的是，在对等关税税率“极度悲观”的预期兑现、关税在 4 月 9 日正式落地可能存在部分豁免之前，一方面，当前市场认为关税条件进一步恶化的空间偏小；另一方面，当前市场已有 2018 年做参考，悲观预期释放得相对充分，从市场交易视角来看，内盘市场情绪仍然相对较强。因此，全球市场在短期负面情绪释放后，仍将回归基本面验证的阶段，市场仍有足够的应对空间。
- ▶ 今年以来中国资本市场的韧性主要由中国科技公司引领，科技板块的估值持续修复。尽管市场的上行趋势呈现科技板块引领的结构化行情，但由 DeepSeek 引发的估值重塑并非单纯的技术事件，而是中国创新体系从“单点突破”向“系统进化”转型的缩影，有力地支撑了 A 股市场的信心，带来了市场资金流动性的提升。与 2024 年初相比，无论是从科技板块上市公司数量、上市公司市值还是各行业估值整体水平都实现了明显提升，尤其是“硬科技”板块的提升更加明显，科技板块对于 A 股估值水平的提升有着重要作用。但横向对比来看，国内的 top 科技公司与海外的市值和估值水平仍有差距，也还有小部分科技行业暂时还未实

证券分析师 芦哲

执业证书：S0600524110003

luzhe@dwzq.com.cn

证券分析师 潘京

执业证书：S0600524120011

panj@dwzq.com.cn

相关研究

《对等关税对全球贸易和中国经济的冲击有多大？》

2025-04-03

《经济修复的三个特点——3 月 PMI 数据点评》

2025-03-31

现估值跃迁。在海外环境进一步恶化的同时，要弥合与海外科技板块的差距、实现所有板块全面性的估值提升，仍然需要国内基本面和流动性共同配合，资本市场也将继续发挥为科技企业服务的作用，为推动创新驱动型经济体发展贡献力量。下一步，资本市场将继续秉承中央经济工作会议和全国两会提出的“稳住楼市股市”的理念，持续用好存量政策、适时推出增量政策，在海外动荡的环境下，稳定资本市场环境，为中国科技的技术突破和中国智能制造的配合提供血液和土壤，推动中国经济“新旧动能转换”加速完成。

- 风险提示: 内需提振不及预期; 美国对关税反制进行新一轮报复性反制; 4月出口受关税影响大幅度下行。

免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

在法律许可的情况下，东吴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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5%以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准-5%与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5%以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>