



宏观研究

【粤开宏观】贸易摩擦如何影响资本市场？——“特朗普 1.0 时期”的 A 股走势复盘及启示

2025 年 02 月 23 日

分析师：罗志恒

执业编号：S0300520110001
电话：010-83755580
邮箱：luozhiheng@y kzq.com

分析师：原野

执业编号：S0300523070001
电话：15810120201
邮箱：yuanye_zb@y kzq.com

分析师：孟之绪

执业编号：S0300524080001
电话：
邮箱：mengzhixu@y kzq.com

近期报告

《【粤开宏观】2024 年中国区域经济版图：西部领跑、东部遇阻》2025-02-16

《【粤开宏观】1949-2024 年中国各省份财政收入排名变迁》2025-02-11

《【粤开宏观】美国制造业回流：效果和展望》2025-02-09

《【粤开宏观】2025 年地方政府怎么干？目标与抓手》2025-02-04

《【粤开宏观】特朗普打响“加征关税 2.0”第一枪：原因、影响、推演及应对》2025-02-02

摘要：

2025 年 1 月 20 日特朗普再度出任美国总统。当地时间 2 月 1 日，特朗普签署行政令，基于《国际紧急经济权力法》对中国输美产品加征 10% 的关税，新一轮中美贸易摩擦乃至全球贸易摩擦风雨欲来。历史不会简单重复，但总押着相似的韵脚。我们前期研究了“特朗普 2.0 时代”对出口和经济的影响（详见《“特朗普 2.0”对华加征关税：可能情景与影响测算》《如何看待特朗普宣布对华加征 10% 关税？上一轮关税复盘及未来路径推演》），本文主要回顾 2018-2019 年间中美贸易摩擦对资本市场的影响，比较本轮贸易摩擦与上轮对资本市场的不同影响，提出行业配置建议。

一、“特朗普 1.0 时期”的中美贸易摩擦给 A 股带来三波显著冲击

特朗普在其第一个总统任期内，共对华加征四轮关税，对我国资本市场运行产生了明显冲击；由于第一、二批加征关税涉及的商品清单在公布时间上有所交织，所以实际冲击大致可分为三波。第一波冲击为 2018 年 3 月 23 日-2018 年 6 月 15 日，以特朗普签署总统备忘录拟对中国商品大规模征收关税为起点，直至美国宣布对 500 亿美元的中国商品加征 25% 关税（涉及清单 1、清单 2）；上证指数从约 3200 点跌至 3000 点左右，累计下跌 7.4%。

第二波冲击为 2018 年 6 月 19 日-2018 年 9 月 25 日，以特朗普通过白宫声明宣称对 2000 亿美元（清单 3）中国商品加征 10% 关税为起点，到清单 3 正式执行为止。6 月 19 日上证指数重挫 3.8%，收跌至 2900 区间，市场剧烈震荡引发股权质押危机，导致市场螺旋式下跌，至 9 月 25 日上证指数累计下跌 8.0%。

第三波冲击为 2019 年 5 月 6 日-2019 年 9 月 2 日，以 2019 年 5 月中美贸易谈判出现波折、特朗普推特宣布上调清单 3 的税率为起点，到 2019 年 9 月清单 4 执行为止。期间上证指数累计下跌 5.0%。

二、三波冲击的表现特征

1、中美贸易摩擦期间，每一次加征关税、冲突升级的消息发布，都会对 A 股造成扰动，但扰动时间较短。也就是说贸易摩擦对 A 股的影响是多个负面消息的叠加，而非单个负面消息的持续作用。

一是贸易摩擦确实对 A 股产生了扰动。我们统计了中美贸易摩擦期间 20 个与关税加码、冲突升级相关的负面消息，20 个负面消息公布日上证指数平均涨跌幅为-0.98%，而其前五个交易日平均涨跌幅仅为-0.29%，说明加征关税对市场造成明显的负向冲击。

二是每一次负面消息的扰动时间偏短。20 个负面消息公布的交易日中，有 14



个交易日上证指数出现明显下跌，平均涨跌幅为-1.93%；其中有 10 次在下一个交易日转为上涨，占比 71.4%，绝大多数负面消息当日就被市场消化。

2、贸易摩擦对资本市场的冲击是逐渐减弱的。

一是关税加码的消息初次释放时的冲击最强，后续清单确认和执行时的影响逐步减弱。我们将释放消息和公布拟定清单的关键时间节点称为“消息日”，正式公布清单和上调税率的日期称为“确认日”，执行加征关税、税率上调的日期称为“执行日”。中美贸易摩擦期间，上证指数于消息日的平均跌幅为 2.36%，下跌幅度明显大于确认日 0.70% 的跌幅；而执行日时，利空出尽，上证指数不跌反涨，平均涨幅为 0.94%。

二是贸易摩擦产生的三波冲击整体上也在逐步减弱。三波冲击分别包含 3、8 和 9 个负面消息，负面消息公布日上证指数涨跌幅的均值分别为-2.03%、-0.84%和-0.76%，对市场的平均影响程度逐步减弱。

这背后既有预期不断修正、情绪持续释放、投资者逐渐脱敏的原因；也受经贸纷争边打边谈，中美谈判持续推进的影响；更与国内政策开始发力、对冲了部分外部冲击密切相关。

3、中美贸易摩擦初期，市场缺乏对贸易摩擦的思想准备，悲观情绪蔓延带动各个行业估值下行，出现全行业普跌的情况，对美出口依赖度较小的食品、饮料等行业表现出较强抗跌属性；贸易摩擦后期，前期超跌的行业出现明显反弹，并演绎出新的投资逻辑。

一是中美贸易摩擦初期（即前两波冲击期间），各行业估值下行、价格下跌。2018 年 3 月 23 日至 2018 年 9 月 25 日，上证指数累计下跌 14.8%，其中估值拖累显著，累计下滑 19.8%。中基协基金估值行业分类指数中（简称“AMAC 行业指数”，直接对应于国民经济行业分类），27 个制造业行业悉数下跌，平均跌幅达 20.5%；除电气设备以外，其余 26 个行业的下跌均由估值主导，70%以上的跌幅是 PE 拖累所致。

二是饮料、食品制造业等以内需为主导的行业，受关税冲击较小，贸易摩擦初期表现出较强的抗跌属性，而在贸易摩擦后期转为上涨。中美贸易摩擦初期，AMAC 饮料、食品制造业指数分别下跌 3.2%和 6.1%，跌幅明显小于上证指数同期 14.8%的水平。至 2019 年，贸易摩擦的影响减弱，A 股开启消费升级驱动的白马股抱团行情，消费龙头股受到市场追捧，带动食品、饮料等行业上涨。第三波冲击期间，食品、饮料行业累计涨幅为 2.5%和 18.9%。

三是贸易摩擦后期，由于中美开启贸易谈判，市场风险偏好提升，汽车制造、运输设备、电气机械、电子设备等前期受贸易摩擦影响较大、跌幅较深的行业出现不同程度反弹，且演绎出“国产替代”等新的投资逻辑。贸易摩擦初期，通用设备、汽车、电气、电子行业跌幅分别为 27.2%、21.3%、25.3%、24.4%，跌幅大于上证指数同期水平。而到第三波冲击期间，市场风险偏好回升，在“国产替代”“转口贸易”等新投资逻辑驱动下，相关行业出现不同程度的超跌反弹。如 2019 年 5 月 5 日至 2019 年 9 月 2 日，电气机械、电子设备行业区间涨跌幅为-3.8%和 6.8%，表现明显强于同期上证指数（跌幅为 5.0%）。

三、“特朗普 2.0 时期”贸易摩擦对资本市场的可能影响



（一）“特朗普 2.0 时期”贸易摩擦对我国资本市场的影响预计弱于“特朗普 1.0 时期”

我国应对贸易摩擦的经验更加丰富，同时出口结构更加多元，产业链完备性和供应链韧性也更强，应对外部冲击更从容。

一是去年 926 中央政治局会议以来我国宏观政策的逻辑发生改变，我国宏观政策持续用力、更加给力，有助于经济基本面延续回升向好的态势。近期以 Deepseek 为代表的科技突破和以《哪吒 2》为代表的文化突围极大地提高了各方风险偏好，前期悲观的叙事逻辑和社会预期被扭转。

二是我国通过创设稳市货币政策工具、推动中长期资金入市等，增强资本市场内在稳定性，使资本市场抵御外部冲击的能力更强。

三是全球供应链再平衡过程中，我国出口结构持续优化。2017-2024 年，中国对美国出口占中国出口比重从 19.0%回落至 14.7%，美国已降至中国第三大贸易伙伴。东盟占中国出口份额明显提升，由 2017 年的 12.3%提高至 2024 年的 16.4%。墨西哥占中国出口份额由 2017 年的 1.6%提高至 2024 年的 2.5%。出口市场多元化增强了抗风险能力。

四是我国在 WTO 起诉美国的同时，加速推进 CPTPP、DEPA 等新的多边国际贸易框架，加速构建弱化美国影响的贸易规则体系。

五是美国面对“抗通胀”与“稳增长”的两难抉择，美国也要顾及自身加征高关税对经济和美股的冲击，从而选择更温和加征关税。

（二）充分吸纳上一轮中美贸易摩擦期间的经验，积极应对

一是充分估计贸易摩擦对资本市场产生的可能负面影响。关税 2.0 的力度和针对性可能加强。预计本轮美国可能对华合计加征 20%-30%的关税，将对华平均关税税率提高至 40%-50%。同时，美国针对中国商品贸易可能实施增量措施，包括对进口商品溯源以打击转口贸易、针对中国外迁至第三方国家和地区的产业进行贸易打击、拦截低货值的跨境电商包裹等。二是保持经济增长和社会稳定是应对外部冲击的关键。只有保持经济的稳定增长，才能增强投资者信心，稳定市场预期。三是要做好预期引导工作。2018 年中美贸易摩擦期间，特朗普的推文产生了巨大的影响力；面对新一轮贸易摩擦，我国需要吸取经验，做好舆论战的准备，积极引导预期。

（三）行业配置方面，我们建议关注以下三类行业

一是半导体相关的电子设备，通信、计算机和传媒等 TMT 行业。2025 年，深度求索 Deepseek 的出现打破了美国在人工智能领域的垄断地位，颠覆了美国芯片出口限制制约我国人工智能发展的悲观叙事，同时工程师红利将进一步推动“AI+”在应用层面的创新与发展，并引发对中国科技行业的价值重估，半导体、互联网等行业有望对冲加征关税的影响，走出科技创新的独立行情。类似于上一轮中美贸易摩擦中后期，半导体等行业在国产替代逻辑支撑下消解了加征关税对估值的冲击。

二是食品饮料等泛消费行业可能有较好表现。2024 年以来，消费品以旧换新政策带动相关消费持续回暖，中央经济工作会议提出“大力提振消费，提高投资效益，全方位扩大国内需求”，随着促消费、稳增长政策逐步落地，居民消费能力和意愿有望进一步增强，泛消费行业将明显受益。同时，结合上一轮贸易摩擦期间的经验，食品饮料等行业受盈利韧性与估值回升的双重驱



动，即使面对关税冲击其价格表现依旧坚挺。

三是适度配置银行、公用事业等红利高息行业。新一轮关税力度和国内增量政策等方面尚存在诸多不确定性，银行、公用事业等低估值、高分红的行业具有较强的防御属性，可以减少投资波动。且当前 10 年期国债收益率已跌至 1.6% 左右，以银行为代表的红利类指数股息率普遍在 6% 以上，银行、公用事业行业的股票性价比较高。建议采用“科创/消费+红利”哑铃策略，适度配置银行、公用事业等行业作为“压舱石”。

风险提示：海外关税政策超预期、国内稳增长政策不及预期



目 录

一、“特朗普 1.0 时期”的中美贸易摩擦给 A 股带来三波冲击.....	6
二、三波冲击的表现特征.....	7
三、“特朗普 2.0 时期”贸易摩擦对资本市场的可能影响	12

图表目录

图表 1: 2018-2019 年美国对华加征关税消息及相关交易日	6
图表 2: 关税 1.0 给 A 股带来三波冲击	7
图表 3: 关税消息对上证指数造成扰动, 但单个消息的持续性不强	8
图表 4: 随着中美贸易摩擦不断升级, 纳斯达克指数和万得中概股 100 指数的运行趋势从基本一致转向明显分化.....	8
图表 5: 关税消息相关交易日上证指数受到明显冲击, 次日有明显反弹	9
图表 6: 消息释放阶段对市场的扰动明显强于清单正式公布和执行	10
图表 7: 三波冲击对市场的平均影响程度逐渐减弱.....	10
图表 8: 前期受贸易摩擦影响较大、跌幅较深的行业出现不同程度反弹	11
图表 9: 电子、信息、科技、商务等行业受益于国产替代投资主线, 第三波冲击期间表现优于上证指数	12
图表 10: 2024 年底我国经济指标呈现回稳向好态势	13
图表 11: 中国对东盟、墨西哥等出口份额提高, 占全球出口份额提升	14



一、“特朗普 1.0 时期”的中美贸易摩擦给 A 股带来三波冲击

2018 年，特朗普在其第一个总统任期内，挑起贸易争端，至 2019 年共对华加征四轮关税，对我国资本市场运行产生了明显冲击；由于第一、二批加征关税涉及的商品清单在公布时间上有所交织，所以实际冲击大致可分为三波。美东时间 2018 年 3 月 22 日，美国贸易代表办公室（简称 USTR）发布“301 调查报告”，认定中国存在“不公平贸易行为”，同日特朗普签署总统备忘录，将对中国商品大规模征收关税，自此拉开中美贸易摩擦的序幕。此后的 2018-2019 年间，美国共对华加征四轮关税（详见《“特朗普 2.0”对华加征关税：可能情景与影响测算》），涉及价值约 3700 亿美元商品，占 2018 年美国自中国进口金额的 68.7%。每一轮加征关税的过程，大致包含特朗普公布消息、USTR 公布拟定清单、接受 30-60 天的公众评议、公布正式清单和执行等环节。具体看：

第一波冲击为 2018 年 3 月 23 日至 2018 年 6 月 15 日，以特朗普签署总统备忘录对中国商品大规模征收关税为起点，直至美国宣布对 500 亿美元的中国商品加征 25% 关税（其中清单 1 涉及 340 亿美元商品，7 月 6 日开始执行，清单 2 涉及的 160 亿商品彼时尚未公布执行时间）。3 月 23 日上证指数跳空低开，单日跌幅为 3.4%，至 6 月 15 日累计下跌 7.4%，从约 3200 点跌至 3000 点左右。

第二波冲击为 2018 年 6 月 19 日至 2018 年 9 月 25 日，以特朗普通过白宫声明宣称对 2000 亿美元（清单 3）中国商品加征 10% 关税为起点，到清单 3 正式执行为止。6 月 19 日上证指数重挫 3.8%，收跌至 2900 区间，市场剧烈震荡引发股权质押危机，大量质押股票存在被平仓风险，资金踩踏式抛售进一步加剧市场恐慌，导致市场螺旋式下跌。至 9 月 25 日上证指数累计下跌 8.0%。

第三波冲击为 2019 年 5 月 6 日至 2019 年 9 月 2 日，以 2019 年 5 月中美贸易谈判出现波折、特朗普推特宣布上调清单 3 的税率为起点，到 2019 年 9 月清单 4 执行为止。期间上证指数累计下跌 5.0%。

图表1：2018-2019 年美国对华加征关税消息及相关交易日

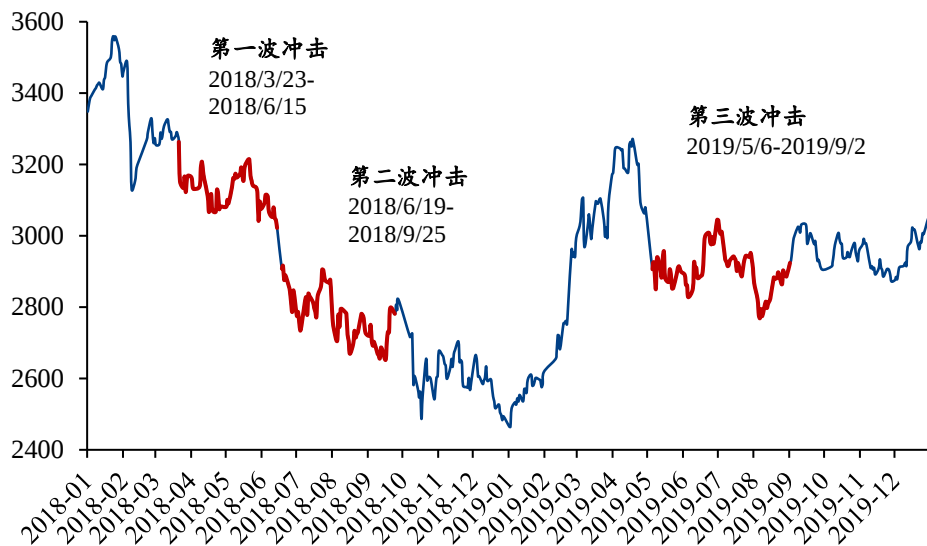
	美东时间	事件	对应 A 股交易日	沪指当日涨跌幅
第一波冲击	2018/3/22	美总统签署备忘录将对中国商品大规模征收关税	2018/3/23	-3.39%
	2018/4/3	美国 USTR 公布对华 301 调查征税产品建议清单	2018/4/4	-0.18%
	2018/5/29	美宣布将对 500 亿美元的中国商品加征 25% 关税	2018/5/30	-2.53%
	2018/6/15	美国公布对 340 亿美元加征 25% 关税于 7 月 6 日起实施	2018/6/19	-3.78%
第二波冲击	2018/6/18	特朗普白宫声明称将对 2000 亿美元中国商品加征 10% 关税	2018/7/6	0.49%
	2018/7/6	执行对 340 亿美元中国商品加征 25% 关税的措施	2018/7/11	-1.76%
	2018/7/10	美国 USTR 公布拟加征 10% 关税的 2000 亿美元清单	2018/8/2	-2.00%
	2018/8/1	美贸易代表称拟提高 2000 亿美元商品关税：10%→25%	2018/8/8	-1.27%
	2018/8/7	美国 USTR 公布 160 亿美元清单	2018/8/23	0.37%
	2018/8/23	执行对约 160 亿美元的中国商品加征 25% 关税的措施	2018/9/18	1.82%
	2018/9/17	美国 USTR 公布加征 10% 关税的 2000 亿美元商品清单	2018/9/25	-0.58%
第三波冲击	2018/9/24	执行对 2000 亿美元中国商品加征 10% 关税的措施	2019/5/6	-5.58%
	2019/5/5	特朗普发推称 5 月 10 日上调 2000 亿美元商品关税税率	2019/5/9	-1.48%
	2019/5/8	美 USTR 宣布 5 月 10 日上调 2000 亿美元商品关税税率%	2019/5/10	3.10%
	2019/5/10	执行上调 2000 亿美元中国商品的关税税率至为 25%	2019/5/13	-1.21%
	2019/5/10	美贸易代表称特朗普将对 3000 亿美元剩余商品征关税	2019/5/14	-0.69%
	2019/5/13	美国 USTR 公告就 3000 亿美元商品加征关税征求意见		



	美东时间	事件	对应 A 股 交易日	沪指当日 涨跌幅
	2019/5/30	美国 USTR 宣布推迟上调 2000 亿美元商品税率至 6/15	2019/5/31	-0.24%
	2019/8/1	特朗普发推称拟对 3000 亿美元中国商品加征 10% 关税	2019/8/2	-1.41%
	2019/8/15	美国 USTR 宣布对 3000 亿美元中国商品加征 10% 关税	2019/8/16	0.29%
	2019/8/24	特朗普推特称对已加征 25% 关税的 2500 亿美元清单上调税率至 30%；3000 亿美元清单上调至 15%	2019/8/26	-1.17%
	2019/8/30	美 USTR 宣布 9 月 1 日起对第一批 1250 亿美元商品加征关税，税率由 10% 提高至 15%	2019/9/2	1.31%
	2019/9/1	执行对 1250 亿美元中国商品加征 15% 关税的措施		

资料来源：USTR、粤开证券研究院整理。

图表2：关税 1.0 给 A 股带来三波冲击



资料来源：Wind、粤开证券研究院

二、三波冲击的表现特征

1、中美贸易摩擦期间，每一次加征关税、冲突升级的消息发布，都会对 A 股造成扰动，但扰动时间较短。也就是说贸易摩擦对 A 股的影响是多个负面消息的叠加，而非单个负面消息的持续作用。

其一，贸易摩擦确实对 A 股产生了扰动。我们统计了中美贸易摩擦期间 20 个与关税加码、冲突升级相关的负面消息，20 个负面消息公布日上证指数平均涨跌幅为-0.98%，而其前五个交易日平均涨跌幅仅为-0.29%，说明加征关税对市场造成明显的负向冲击。

市场的运行趋势往往受多重因素影响，特别是 2018 年，A 股的深度回调除了受贸易摩擦的影响，也受到国内金融去杠杆、资金面偏紧、供给侧改革抬升中游制造业成本等因素影响。为了进一步观察贸易摩擦是否是影响市场的主导因素，我们对比了纳斯达克指数和万得中概股 100 指数 2017 年至 2019 年的运行趋势，由于中概股的投资者主要为境外投资者，可以认为在一定程度上隔离了境内金融去杠杆等政策的影响。两个指数的走势显示，随着中美贸易摩擦不断升级，纳斯达克指数和万得中概股 100 指数从基本一



致转向明显分化，说明海外投资者认为贸易摩擦可能会影响中国企业的盈利情况，进而影响中国企业股票价格表现。而在此期间，上证指数与万得中概股 100 指数的下跌节奏基本一致，因此基本可以认为贸易摩擦是这段时间扰动 A 股的主要因素。

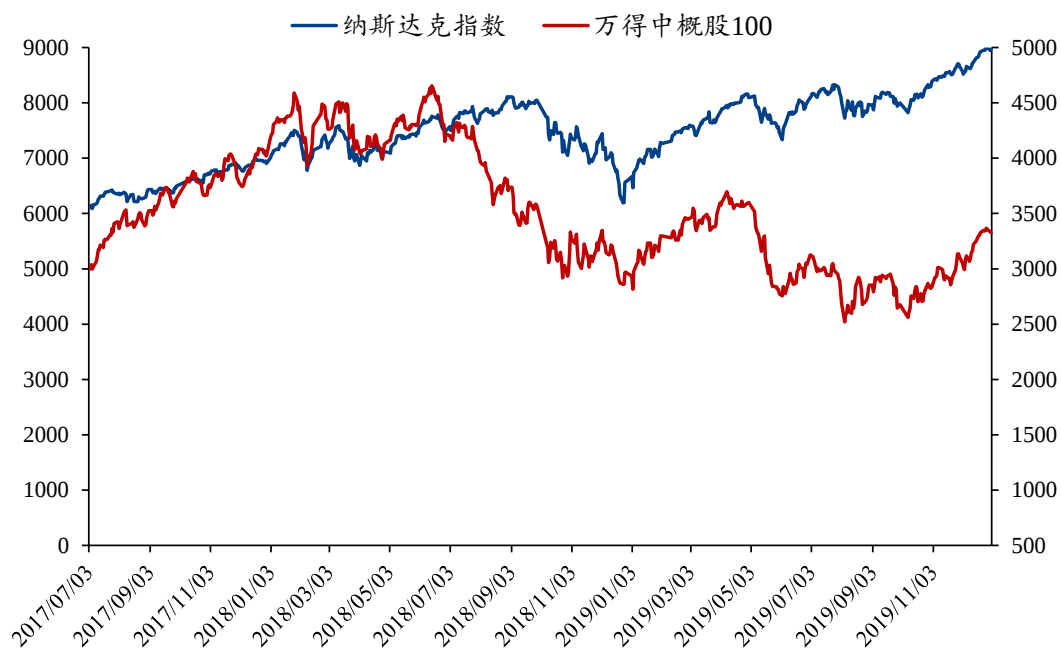
其二，每一次负面消息的扰动时间偏短。20 个负面消息公布的交易日中，有 14 个交易日上证指数出现明显下跌，平均涨跌幅为-1.93%；其中有 10 次在下一个交易日转为上涨，占比 71.4%，绝大多数负面消息当日就被市场消化。

图表3：关税消息对上证指数造成扰动，但单个消息的持续性不强

负面消息个数	其中，相关交易日 T 日涨跌	相关交易日 T 涨跌幅	前五个交易日 日均涨跌幅	次日 T+1 日 涨跌
20	下跌：14	-1.93%	-0.28%	转涨：10
	上涨：6	1.23%	-0.31%	继续上涨：5
整体	-	-0.98%	-0.29%	-

资料来源：粤开证券研究院

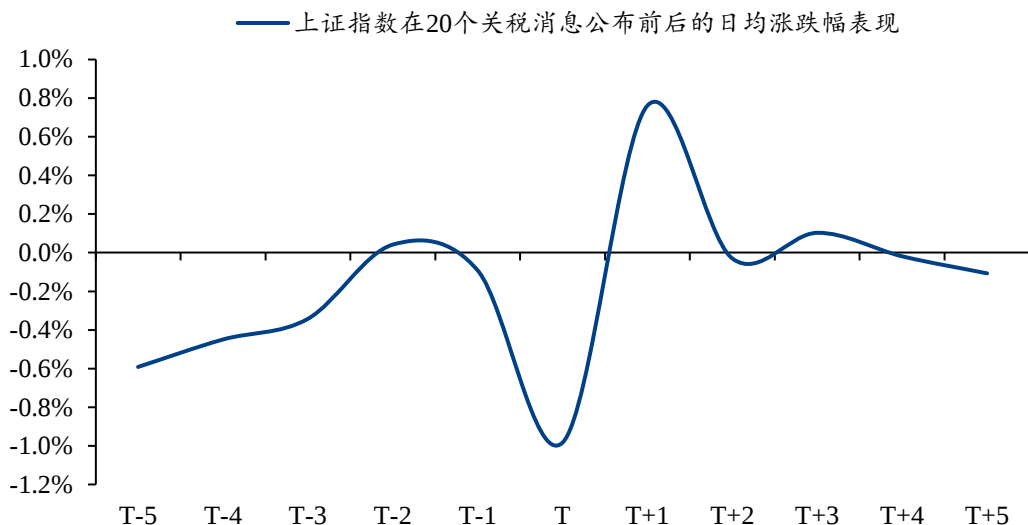
图表4：随着中美贸易摩擦不断升级，纳斯达克指数和万得中概股 100 指数的运行趋势从基本一致转向明显分化



资料来源：Wind、粤开证券研究院



图表5：关税消息相关交易日上证指数受到明显冲击，次日有明显反弹



资料来源：Wind、粤开证券研究院

2、贸易摩擦对资本市场的冲击是逐渐减弱的，这背后既有预期不断修正、情绪持续释放、投资者逐渐脱敏的原因；也受经贸纷争边打边谈，中美谈判持续推进的影响；更与国内政策开始发力、对冲了部分外部冲击密切相关。

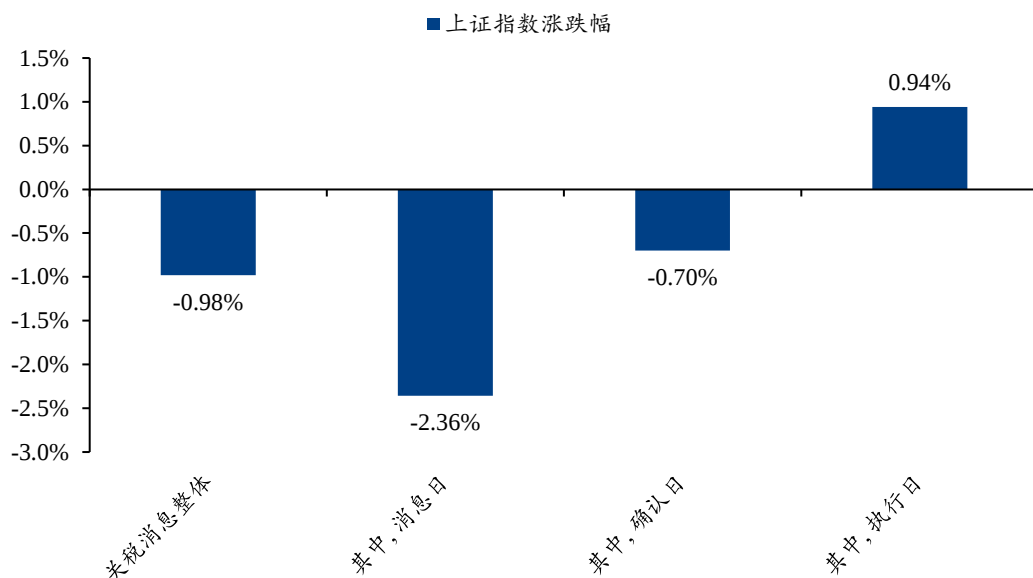
其一，关税加码的消息初次释放时的冲击最强，后续清单确认和执行时的影响逐步减弱。我们将释放消息和公布拟定清单的关键时间节点称为“消息日”，正式公布清单和上调税率的日期称为“确认日”，执行加征关税、税率上调的日期称为“执行日”。中美贸易摩擦期间，上证指数于消息日的平均跌幅为 2.36%，下跌幅度明显大于确认日 0.70%的跌幅；而执行日时，利空出尽，上证指数不跌反涨，平均涨幅为 0.94%。

其二，贸易摩擦产生的三波冲击整体上也在逐步减弱。虽然第二波冲击期间，中美贸易摩擦呈持续升级态势，涉及关税的负面消息数量更多，上证指数累计跌幅更大；但从单个负面消息对市场的影响看，第二波冲击期间的市场单日平均跌幅其实要小于第一波冲击。三波冲击分别包含 3、8 和 9 个负面消息，负面消息公布日上证指数涨跌幅的均值分别为-2.03%、-0.84%和-0.76%，对市场的平均影响程度逐步减弱。

主要由于：1) 悲观情绪不断消化，市场对贸易摩擦的反应逐渐脱敏。2) 2018 年 12 月，中美两国元首在 G20 领导人峰会会晤并定下了经贸磋商的总基调，其后贸易摩擦不断升级的态势有所趋缓，对 A 股的负面冲击明显减轻。3) 2018 年底国内政策开始加大力度，央行持续降准，去杠杆和资管新规暂缓，11 月最高层更是召开民营企业座谈会，强力稳定了市场信心。



图表6：消息释放阶段对市场的扰动明显强于清单正式公布和执行



资料来源：Wind、粤开证券研究院。

图表7：三波冲击对市场的平均影响程度逐渐减弱

影响轮次	沪指在相关交易日的日均涨跌幅
第一波	-2.03%
第二波	-0.84%
第三波	-0.76%

资料来源：粤开证券研究院。

3、中美贸易摩擦初期，市场缺乏对贸易摩擦的思想准备，悲观情绪蔓延带动各个行业估值下行，出现全行业普跌的情况，对美出口依赖度较小的食品、饮料等行业表现出较强抗跌属性；贸易摩擦后期，前期超跌的行业出现明显反弹，并演绎出新的估值逻辑。

其一，中美贸易摩擦初期（即前两波冲击期间），各个行业估值下行、价格下跌。2018年3月23日至2018年9月25日，上证指数累计下跌14.8%，其中估值拖累显著，累计下滑19.8%。中基协基金估值行业分类指数中（简称“AMAC行业指数”，直接对应于国民经济行业分类），27个制造业行业悉数下跌，平均跌幅达20.5%；除电气设备以外，其余26个行业的下跌均由估值主导，70%以上的跌幅是PE拖累所致。此外，制造业以外的16个门类行业均不同程度下跌，平均跌幅为18.4%，且多为估值驱动。

其二，饮料、食品制造业等以内需为主导的行业，受关税冲击较小，贸易摩擦初期表现出较强的抗跌属性，而在贸易摩擦后期转为上涨。饮料、食品制造业主要是以内需为主导，且对美出口占行业出口总额的比重相对较低，2017年分别为2.8%和13.0%，在AMAC制造业行业中排倒数第2和第8位，美国对华加征关税对其行业发展影响有限。因此贸易摩擦初期相关行业较为抗跌，2018年3月23日至2018年9月25日，AMAC饮料、食品制造业指数分别下跌3.2%和6.1%，跌幅明显小于上证指数同期14.8%的水平。至2019年，贸易摩擦的影响减弱，A股开启消费升级驱动的白马股抱团行情，消费龙头股受到市场追捧，带动食品、饮料等行业上涨。第三波冲击期间，食品、饮料行业累计涨幅为2.5%、18.9%。

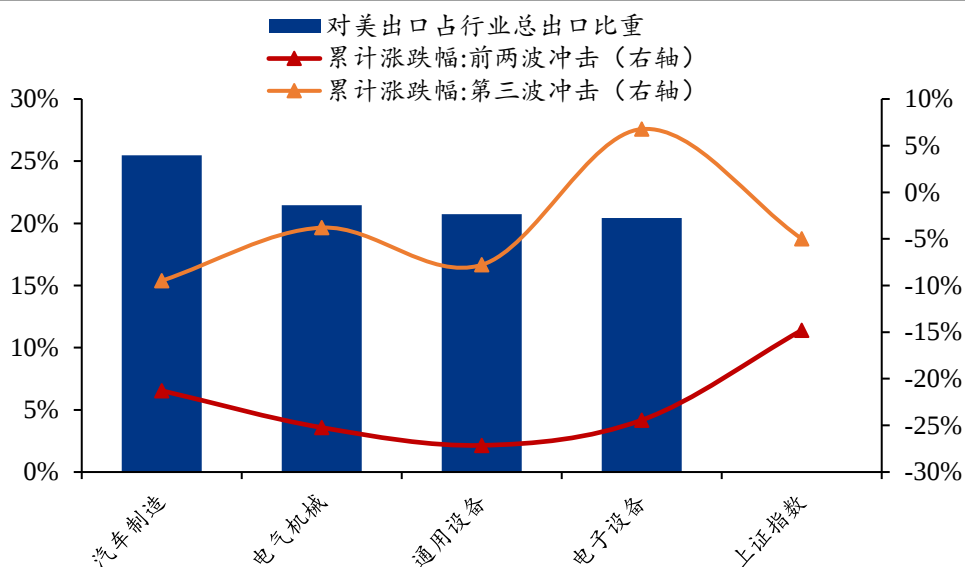


其三，贸易摩擦后期，由于中美开启贸易谈判，市场风险偏好提升，汽车制造、运输设备、电气机械、电子设备等前期受贸易摩擦影响较大、跌幅较深的行业出现不同程度反弹，且演绎出“国产替代”等新的投资逻辑。前几轮关税清单主要针对通用设备、汽车制造、电气机械、电子设备等中游装备及资本品行业，相关行业出口依赖度本身比较高，且对美出口占比较大，如2017年汽车制造业对美出口占其出口总额的比重达25.5%。因此贸易摩擦对相关行业冲击较大，其股票价格下跌幅度也较大，2018年3月23日至2018年9月25日，通用设备、汽车、电气、电子行业跌幅分别为27.2%、21.3%、25.3%、24.4%，跌幅大于上证指数同期14.8%的水平。而到第三波冲击期间，市场风险偏好回升，在“国产替代”“转口贸易”等新投资逻辑驱动下，相关行业出现不同程度的超跌反弹。如2019年5月6日至2019年9月2日，电气机械、电子设备行业区间涨跌幅为-3.8%和6.8%，表现明显强于同期上证指数（跌幅为5.0%）。

例如，2018年11月，美国发布了针对关键技术和相关产品的出口管制框架，其中列出了初步拟定的14类“新兴技术”，尤其针对中国高科技产业的发展。为应对美国技术封锁，我国推动集成电路等领域的“自主可控、国产替代”，国产替代成为当时资本市场的投资主线之一，集成电路制造相关的电子设备行业估值水平持续修复，且未明显受到加征关税对市场的第三波冲击。相应地，电子设备行业自加征关税以来的累计跌幅明显收窄，2018年3月23日至2019年9月2日，电子设备行业累计下跌7.6%，较2018年9月前两波冲击结束时收窄16.8个百分点，累计跌幅小于同期上证指数10.4%的水平。此外，信息、科技、商务等TMT相关的国民经济门类行业也受益于国产替代投资主线，其估值受第三波冲击的影响较小。

再如，运输设备、汽车制造业可通过墨西哥等地转口销往美国，转口贸易模式使得市场对行业基本面的预期转好。在墨西哥进行转口贸易和加工的商品主要为汽车、航空器、船舶和钢材等资本品和中间品。墨西哥的汽车、电子制造业的产业链配套相对成熟，可在当地进行组装或简单加工后再转口到美国。2017-2023年，墨西哥自中国进口的轨道电车、车辆及其零件、船舶和钢铁分别增长445%、254%、158%、269%，美国从墨西哥进口的以上商品同步增长，分别增长171%、55%、104%、108%，均高于整体进口增速。

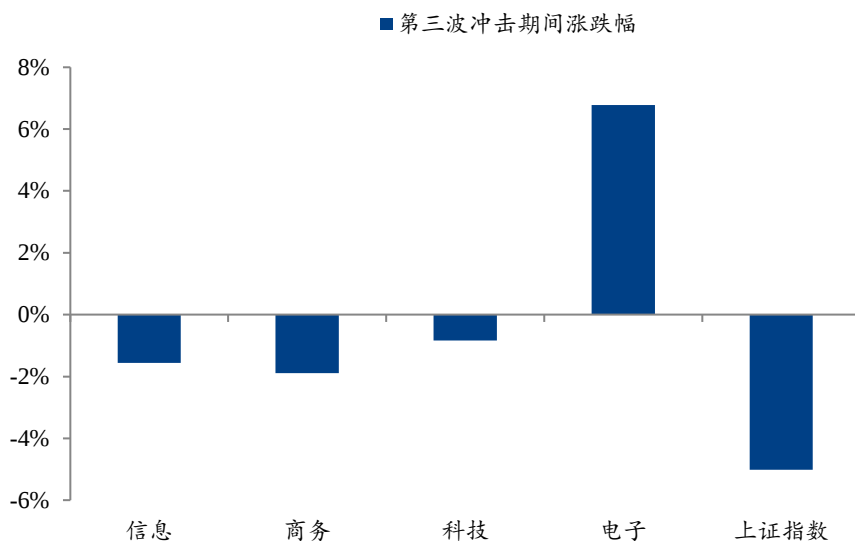
图表8：前期受贸易摩擦影响较大、跌幅较深的行业出现不同程度反弹



资料来源：Wind、粤开证券研究院。



图表9：电子、信息、科技、商务等行业受益于国产替代投资主线，第三波冲击期间表现优于上证指数



资料来源：Wind、粤开证券研究院。

三、“特朗普 2.0 时期”贸易摩擦对资本市场的可能影响

基于对上一轮中美贸易摩擦期间资本市场表现的复盘，以及当前形势的变化，我们认为“特朗普 2.0 时期”贸易摩擦对我国资本市场的影响会弱于“特朗普 1.0 时期”。我国应对贸易摩擦的经验更加丰富，同时出口结构更加多元，产业链完备性和供应链韧性也更强，应对外部冲击更从容。

一是去年 926 中央政治局会议以来我国宏观政策的逻辑发生改变。一方面，我国宏观政策持续用力、更加给力，有助于经济基本面延续回升向好的态势。特别是财政政策，将提高财政赤字率，加大支出强度、加快支出进度；安排更大规模政府债券，为稳增长、调结构提供更多支撑；大力优化支出结构、强化精准投放，更加注重惠民生、促消费、增后劲等等。另一方面，近期以 Deepseek 为代表的科技突破和以《哪吒 2》为代表的文化突围极大地提高了各方风险偏好，前期悲观的叙事逻辑和社会预期被扭转。

二是我国通过创设稳市货币政策工具、推动中长期资金入市等，增强资本市场内在稳定性，使资本市场抵御外部冲击的能力更强。2024 年 10 月，中国人民银行创设结构性货币政策工具证券、基金、保险公司互换便利，提高股票类资产流动性的同时为权益市场提供增量资金，截至 2024 年末，证券、基金、保险公司互换便利累计操作超过 1000 亿元。2024 年 12 月，中央经济工作会议提出“稳住楼市股市”“深化资本市场投融资综合改革，打通中长期资金入市卡点堵点”。2025 年 1 月 22 日，六部门联合印发的《关于推动中长期资金入市工作的实施方案》提出一系列的更加具体的举措，切实推动长期资金的实际投资比例逐步靠近投资上限，增强长期资金投资意愿。如大型国有保险公司从 2025 年起每年新增保费的 30% 用于投资 A 股、对国有保险公司经营绩效全面实行三年以上的长周期考核，等等。

三是全球供应链再平衡过程中，我国出口结构持续优化；上一轮美国对华加征关税以来，中国对美直接出口回落，对墨西哥、东盟出口份额增加，中国占全球出口份额不降反升。2017-2024 年，中国对美国出口占中国出口比重从 19.0% 回落至 14.7%；美国自

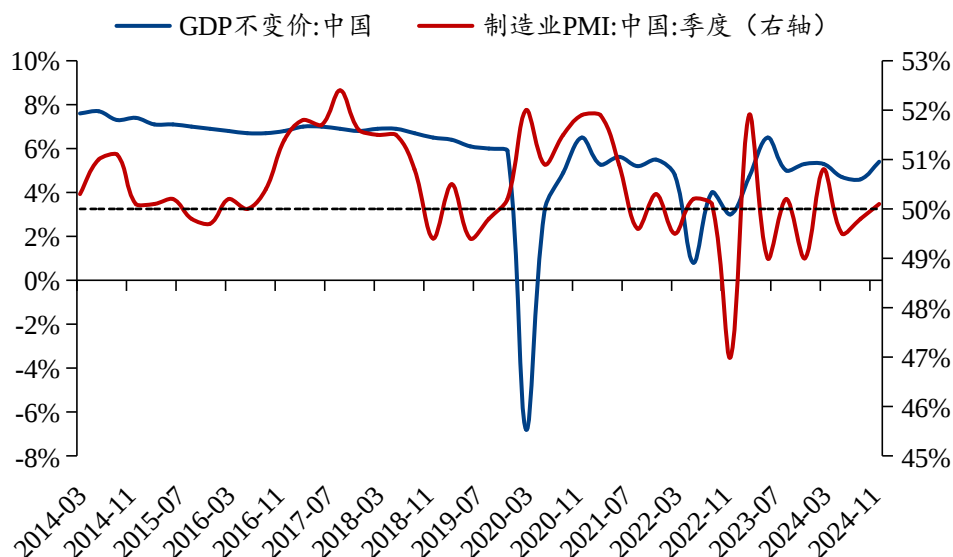


中国进口占美国进口比重从 17.4% 回落至 10.7%，美国已降至中国第三大贸易伙伴。东盟占中国出口份额明显提升，由 2017 年的 12.3% 提高至 2024 年的 16.4%。墨西哥占中国出口份额由 2017 年的 1.6% 提高至 2024 年的 2.5%。一方面，中美贸易摩擦后，墨西哥和东盟成为中美贸易的主要转口地区；另一方面，中国企业为减轻关税冲击，增加对第三方国家和地区的产业布局，第三方国家和地区对中国的中间品和资本品的进口需求增加。因此，上一轮中美贸易摩擦以来，中国出口占全球出口份额不降反升。2024 年前三季度，中国出口占全球出口份额为 14.5%，高于中美贸易摩擦之前 2017 年的 12.8%，也高于此前高点 2015 年的 13.7%。

四是我国积极参与国际经贸规则制定，加速构建新的多边国际贸易框架的同时推进人民币国际化。一方面，中国在 WTO 起诉美国的同时，加速推进 CPTPP、DEPA 等多边框架，构建弱化美国影响的贸易规则体系，鉴于美方主动破坏多边规则和国际贸易秩序，这是非常有必要的。另一方面，人民币国际化进程不断推进，人民币跨境支付系统（CIPS）已覆盖 180 国，数字人民币试点（跨境结算占比升至 6%）也在一定程度上削弱美元结算霸权。

五是美国面对“抗通胀”与“稳增长”的两难抉择，政策空间较 2018 年更为逼仄，面对加征关税可能对经济带来的“反噬”，美国能够对冲的政策手段有限。2018 年末，中美贸易摩擦同样也对美国经济和资本市场产生影响，标普 500 指数 2018 年四季度暴跌 14%，2019 年美联储紧急降息 75 个基点后美国市场逐步企稳。反观当下，2024 年美国核心通胀同比增速为 3.4%，高于 2019 年 2.2% 的水平，特朗普加征关税可能进一步推高美国通胀水平，美国也要顾及自身加征高关税对经济和美股的冲击，从而选择更温和加征关税。

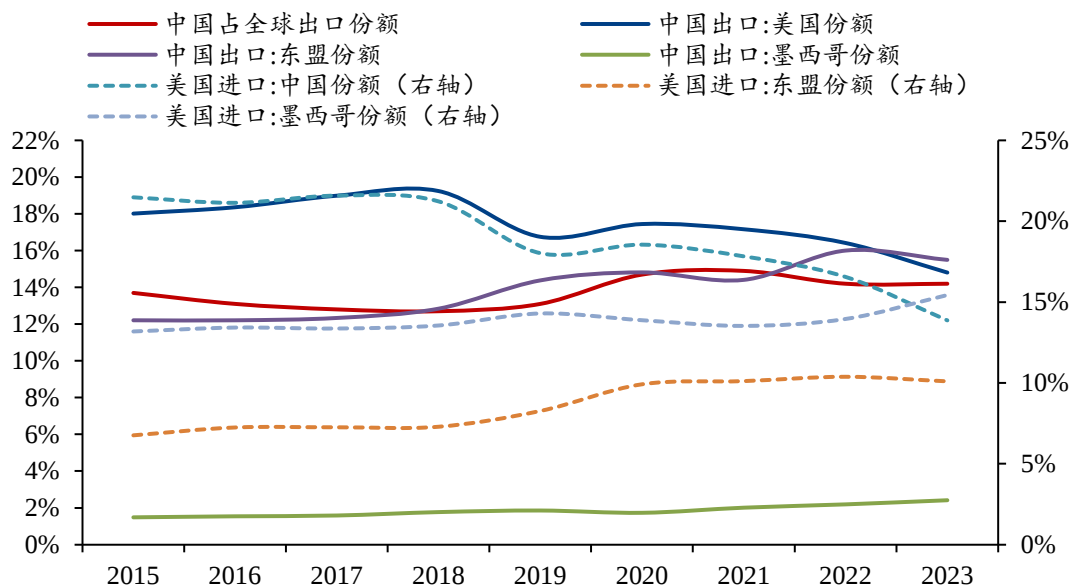
图表10：2024 年底我国经济指标呈现回稳向好态势



资料来源：Wind、粤开证券研究院



图表11：中国对东盟、墨西哥等出口份额提高，占全球出口份额提升



资料来源：Wind、粤开证券研究院

但同时我们也要充分吸纳上一轮中美贸易摩擦期间的经验，积极应对。一是要充分预估贸易摩擦对资本市场产生的可能负面影响。特朗普 2.0 时期关税的力度和针对性可能加强。我们预计本轮美国可能对华合计加征 20%-30% 的关税，将对华平均关税税率提高至 40%-50%。同时，美国针对中国商品贸易可能实施增量措施，包括对进口商品溯源以打击转口贸易、针对中国外迁至第三方国家和地区的产业进行贸易打击、拦截低货值的跨境电商包裹等。二是保持经济增长和社会稳定是应对外部冲击的关键。只有保持经济的稳定增长，才能增强投资者信心，稳定市场预期。三是要做好预期引导工作。2018 年中美贸易摩擦期间，特朗普的推文产生了巨大的影响力；面对新一轮贸易摩擦，我国需要吸取经验，做好舆论战的准备，积极引导预期。

行业配置方面，我们建议关注以下三类行业：

一是关注半导体相关的电子设备，通信、计算机和传媒等 TMT 行业。2025 年，深度求索 Deepseek 的出现打破了美国在人工智能领域的垄断地位，颠覆了美国芯片出口限制制约我国人工智能发展的悲观叙事，同时工程师红利将进一步推动“AI+”在应用层面的创新与发展，并引发对中国科技行业的价值重估，半导体、互联网等行业有望对冲加征关税的影响，走出科技创新的独立行情。类似于关税 1.0 中后期，半导体等行业在国产替代逻辑支撑下消解了加征关税对估值的冲击。

二是食品饮料等泛消费行业可能有较好表现。2024 年以来，消费品以旧换新政策带动相关消费持续回暖，中央经济工作会议提出“大力提振消费，提高投资效益，全方位扩大国内需求”，随着促消费、稳增长政策逐步落地，居民消费能力和意愿有望进一步增强，泛消费行业将明显受益。同时，结合关税 1.0 的经验，食品饮料、农副产品等行业受盈利韧性与估值回升的双重驱动，即使面对关税冲击其价格表现依旧坚挺。因此面对 2025 年新一轮加征关税，可以关注食品饮料等消费行业。

三是适度配置银行、公用事业等红利高息行业。尽管我们认为“特朗普 2.0”时期贸易摩擦对资本市场的影响弱于“特朗普 1.0”时期，但新一轮关税力度和国内增量政策等方面尚存在诸多不确定性，银行、公用事业等行业仍具配置价值，可以减少投资收益的



波动。一方面，银行、公用事业等行业具有低估值、高分红特点，具有较强的防御属性，2018 年市场大幅调整时期这些行业表现出较强的抗跌属性，即使 2019 年贸易摩擦影响减弱，市场有所反弹，相关行业仍能跑出绝对收益。另一方面，当前 10 年期国债收益率已跌至 1.6% 左右，以银行为代表的红利类指数股息率普遍在 6% 以上，银行、公用事业行业的股票性价比较高。此外，长期资金入市节奏加快，以险资为代表的绝对收益类投资者对银行等红利高息行业的股票有着持续的配置需求。因此建议采用“科创/消费+红利”哑铃策略，适度配置银行、公用事业等行业作为“压舱石”，对冲关税政策反复和超预期的可能冲击。



分析师简介

罗志恒，2020 年 11 月加入粤开证券，现任总裁助理，兼首席经济学家、研究院院长，证书编号：S0300520110001。

原野，对外经济贸易大学学士、硕士，北京大学博士，2021 年 7 月加入粤开证券，现任资深宏观分析师，证书编号：S0300523070001。

孟之绪，华北电力大学学士、硕士，2022 年 8 月加入粤开证券，现任宏观分析师，证书编号：S0300524080001。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观地出具本报告，结论不受任何第三方的授意或影响。本报告反映了本人的研究观点，不曾因，不因，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到任何形式的报酬。

与公司有关的信息披露

粤开证券具备证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：10485001。

本公司在知晓范围内履行披露义务。

股票投资评级说明

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。

股票投资评级标准

报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

买入：相对大盘涨幅大于 10%；

增持：相对大盘涨幅在 5%~10%之间；

持有：相对大盘涨幅在-5%~5%之间；

减持：相对大盘涨幅小于-5%。

行业投资评级标准

报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

增持：我们预计未来报告期内，行业整体回报高于基准指数 5%以上；

中性：我们预计未来报告期内，行业整体回报介于基准指数-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来报告期内，行业整体回报低于基准指数 5%以下。



免责声明

本报告由粤开证券股份有限公司（以下简称“本公司”）向专业投资者客户及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者客户（以下统称客户）提供。若您并非上述类型的投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研究报告中的任何信息。公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的公开信息和资料，但本公司不保证信息的准确性和完整性，亦不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。本公司力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或询价，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。在任何情况下，本公司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。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在允许的范围内使用，并注明出处为“粤开证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖意愿的引用、删节和修改。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。本公司并不对其他网站和各类媒体转载、摘编的本公司报告负责。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，本公司不承担任何法律责任。

联系我们

广州市黄埔区科学大道 60 号开发区控股中心 19、22、23 层

北京市西城区广安门外大街 377 号

网址：www.ykzq.com