

关税进入拉锯阶段，关注政策后手应对



——2025年4月资产配置报告

HWABAO SECURITIES

／ 2025年4月3日

分析师： 郝一凡（执业证书编号：S0890524080002）

分析师： 刘 芳（执业证书编号：S0890524100002）

▶ 请仔细阅读报告结尾处风险提示及免责声明

宏观主线梳理

海外宏观

关税政策不确定性未来仍将高企

➤ 未来关税政策不确定性仍将高企

- ◆ 4月2日美国公布的对华关税政策超出市场预期，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，市场风险偏好仍受到压制。
- ◆ 4月2日关税政策仅是阶段性工具，新一轮关税的不确定性仍然高企，后续仍存税率反复变化以及上修和实施范围扩大的风险。
- ◆ 美国关税政策中长期仍面临两大风险：1、特朗普政府可能高估了关税威胁作为施压工具的有效性，加剧国际经贸体系的对立。2、未来不排除出现“加征-豁免-再调整”的政策震荡。这种高频度的关税政策调整可能使部分国家及行业面临持续性经营决策困扰。

国内宏观

经济开门红，后续外部关税扰动上升，关注政策对冲强度

➤ 一季度经济开门红，二季度修复或有所放缓

- ◆ 一季度政策前置发力，经济总量增长或强于全年5%的目标，但从结构上来看政策刺激主导以及供强需弱的问题仍存，3月制造业及服务业PMI回升但仍然弱于季节性，地产修复脉冲边际弱化，内生修复动能仍然不强，二季度经济修复速度存在放缓可能。
 - ◆ 4月海外关税的进一步升级或不利于全球经济增长预期，对出口带来的压力上升。
- ##### ➤ 关注后续政策发力强度
- ◆ 当前内需偏弱的问题仍有待政策持续向需求端倾斜，在居民就业、收入、民生保障等领域加大政策力度，以改善供强需弱的局面。
 - ◆ 随着外部关税扰动上升，全球经济预期或转弱，外需压力增加，预计国内政策将积极“后手应对”，有望通过进一步提振国内消费需求，对冲外部压力，支撑经济稳步修复。

资产类别	核心逻辑观点	配置建议
A股大盘	<p>➤ 关税扰动压制全球风险偏好，A股“重估”后进入休整阶段：</p> <ul style="list-style-type: none"> ◆ 国内经济基本面：政策发力经济开门红，但供强需弱延续，内生动能仍然面临下行压力； ◆ 资金面：A股成交额回落，市场对科技方向的情绪降温； ◆ 政策面：政策博弈阶段已过，进入政策落地及效果验证阶段，重点观察基本面修复情况； ◆ 外部环境：特朗普加征关税扰动进一步加大，压制全球风险偏好，市场波动加剧。 <p>➤ 关税压制风险偏好，财报季重视业绩主线：海外关税升级或压制全球风险偏好，A股重估后进入休整阶段，叠加财报季来临，市场或从提估值转向关注业绩基本面。短期来看，科技情绪有所降温，在出现新的重磅催化前，市场或阶段性转向绩优、高股息等方向。待海外扰动消退后，科技、小盘等高弹性风格有望随市场偏好回升而重新占优。</p>	中性
行业/风格	<p>➤ 风险偏好阶段性回落，适度偏防守：</p> <ul style="list-style-type: none"> ◆ 适度降低风险偏好，关注大盘价值/红利：外部关税扰动压制全球风险偏好，市场波动上升，不确定性增加，建议适度降低风险偏好，关注波动相对更小的大盘价值/红利方向，关注大盘宽基、偏价值型基金、红利低波策略、银行、公用事业等板块。 ◆ 防守以待反击：耐心等待海外不确定性扰动结束，或国内政策“后手应对”提振市场信心，待风险偏好、成交活跃度回升后，可积极布局科技成长、小盘、恒生科技等高弹性方向（AI、TMT、机器人、芯片、中证2000、恒生科技等）。 	阶段性偏防守 波动加大
配置策略	<ul style="list-style-type: none"> ◆ 中期看科技仍是年度主线，暂遇阶段性休整：总体来看，全球风险偏好降低以及国内科技叙事阶段性降温，导致市场成交回落，科技板块调整。年度视角看，经济仍处温和修复阶段，后续政策发力有望强化对科技领域的支持以及重新提振市场风险偏好，对科技板块不宜过度悲观。 ◆ 持续关注全球化、多资产机会：重点关注海外债券（美债、亚洲高收益债等）、黄金等资产的机会。 	耐心等待 多资产配置

大类资产配置观点		
资产类别	本期	上期
A股	中性	相对乐观
港股	中性	相对乐观
利率债	相对乐观	相对乐观
信用债	相对乐观	中性
可转债	中性	相对乐观
美股	中性	中性
美债	中性	相对谨慎
美元	相对谨慎	中性
黄金	相对乐观	中性
原油	相对谨慎	相对谨慎
货币/存款	中性	相对谨慎

注：市场观点反映对本期资产价格的趋势预判，本期相比于上期的变化对应仓位调整建议：观点上调对应建议加仓操作；观点下调对应建议减仓操作；观点维持不变则建议保持当前仓位配置。

内容目录

- 01 市场回顾
- 02 海外经济环境及政策影响
- 03 国内经济环境及政策影响
- 04 股债策略与市场结构特征
- 05 资产配置观点展望



大类资产表现回顾：风险资产表现不佳

2025年3月大类资产表现特征回顾：

- 3月份，中国资产涨跌不一；海外市场普跌；债市先调整后企稳；黄金价格大幅上涨，美元指数回落。A股小幅回落。
- A股小幅回落。**3月，两会后市场进入政策空窗期，短期政策加码预期趋弱，叠加市场对特朗普关税的担忧加剧，市场活跃度逐渐回落，A股转向休整。
- 港股科技冲高回落。**港股科技冲高回落。市场情绪转冷下恒生科技冲高回落，恒生指数和恒生国企指数则凭借金融地产的防御属性，在资金避险需求下走强。
- 海外市场普跌。**3月美国密歇根消费者信心创逾两年新低，2月核心PCE物价指数同比增长创2024年12月以来新高。利空引发滞胀预期急剧升温，叠加特朗普政策激进且不可预测，海外市场普跌。
- 黄金大幅上涨。**特朗普政策不可预测引发了市场对国际贸易、经济前景甚至全球货币秩序的担忧，黄金作为避险资产大幅上涨。
- 石油价格上升。**OPEC+7大成员国发布新的减产计划，加之美国对伊朗和委内瑞拉石油制裁加严，油价有所上升。
- 债市维持震荡。**中国央行3月对资金面的调控整体维持紧平衡，后续调控力度边际改善，3月25日开展自2024年7月以来的首次净投放，缓解了利率进一步上限压力，债市调整之后转向企稳回暖。
- 美元指数回落。**德国通过财政支出方案，很大程度上解除对国防开支的债务限制，欧洲经济前景好转同时美国滞胀预期升温，美元显著贬值。

资产类别		区间涨跌幅		
		2025年3月	2025年2月	2025年以来
A股	Wind全A	-0.40	4.74	1.90
	上证指数	0.45	2.16	-0.48
	沪深300	-0.07	1.91	-1.21
	中证500	-0.04	4.84	2.31
	中证1000	-0.70	7.26	4.51
	创业板指	-3.07	5.16	-1.77
港股	恒生指数	0.78	13.43	15.25
	恒生中国企业指数	1.18	14.02	16.83
	恒生科技指数	-3.11	17.88	20.74
海外股市	标普500	-5.75	-1.42	-4.59
	纳斯达克指数	-8.21	-3.97	-10.42
	德国DAX	-1.72	3.77	11.32
	日经225	-4.14	-6.11	-10.72
	英国富时100	-2.58	1.57	5.01
	法国CAC40	-3.96	2.03	5.55
债券	中债总财富指数	-0.22	-0.76	-0.61
	中债信用债指数	0.30	-0.21	0.20
	中证转债指数	-0.55	2.33	3.13
商品	南华商品指数	-0.73	-0.28	1.52
	ICE布油	2.13	-4.69	0.13
	COMEX黄金	10.37	1.26	19.08
汇率	美元指数	-3.14	-0.88	-3.95
	美元兑人民币	-0.44	0.26	-0.65

资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

注：数据截至2025年3月31日，单位：%

A股行业风格回顾：3月成长下跌，价值上涨

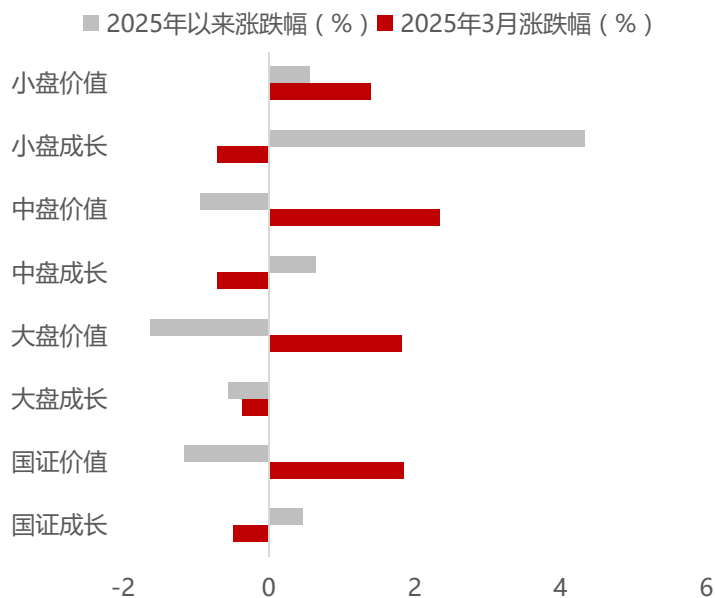
- 2025年3月市场整体回落。

3月，受到政策空窗期市场情绪转冷的影响，成长股普跌。价值股普涨。从风格上来看，消费和周期风格领涨。

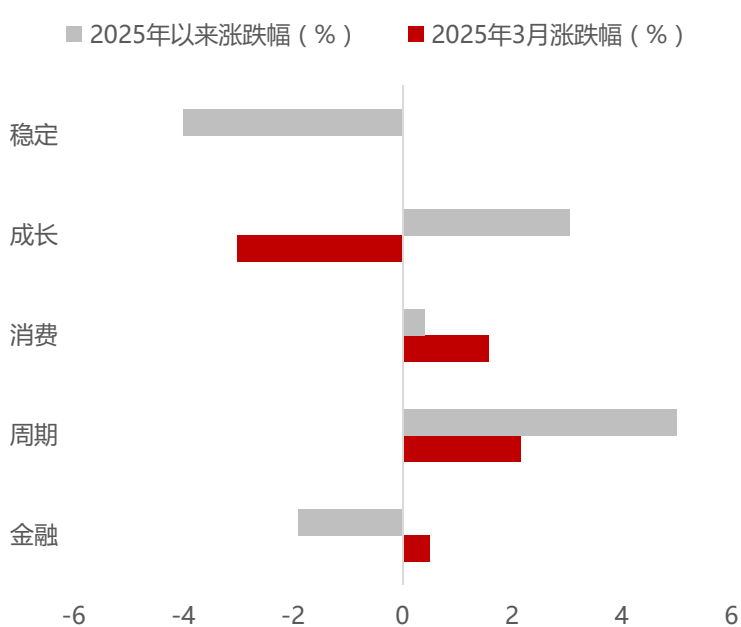
- 行业方面，2025年3月涨跌分化，有色金属、家电、煤炭、银行领涨。

从具体行业来看，3月行业涨跌分化。市场情绪降温下前期涨幅较高的计算机、电子、通信、商贸零售跌幅较高。偏向防守的高股息板块如煤炭、有色金属、家电、银行上涨。

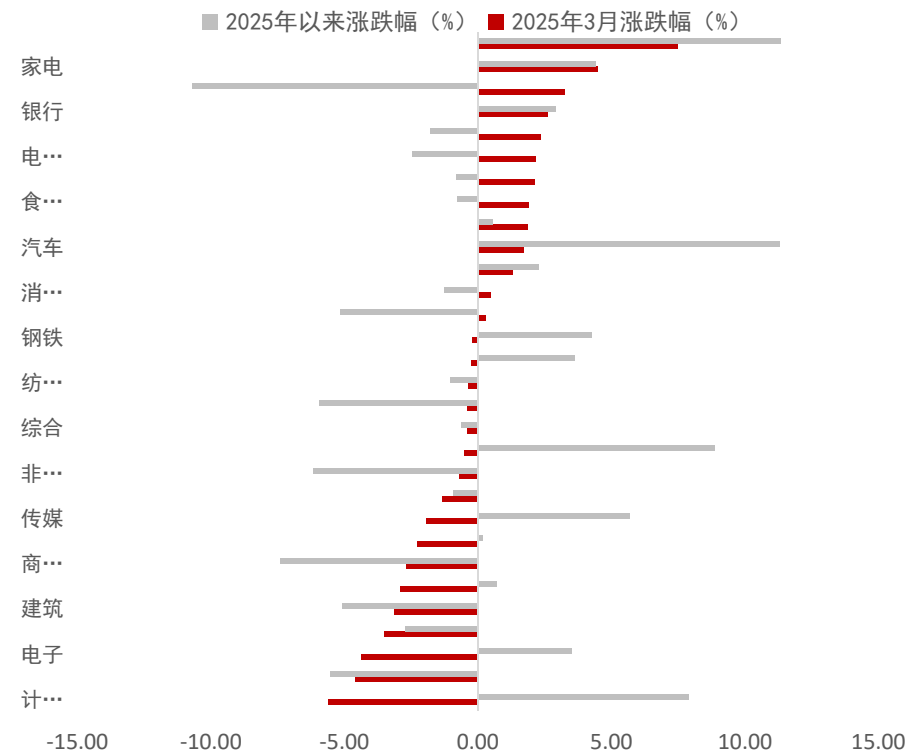
3月小盘成长领跌 (%)



3月消费和周期上涨 (%)



3月有色金属、家电、煤炭、银行领涨 (%)



内容目录

- 01 市场回顾
- 02 海外经济环境及政策影响
- 03 国内经济环境及政策影响
- 04 股债策略与市场结构特征
- 05 资产配置观点展望



未来关税政策不确定性仍将高企

- 特朗普于4月2日宣布了180多个国家和地区将面临的美国“互惠关税”清单，包括中国在内的多个国际及地区加征关税幅度超出市场预期。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%。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，市场风险偏好仍受到压制。

表：3月以来美国关税政策仍然较为密集且反复

日期	国家/地区	描述
2025/3/1	美国考虑对木材征税	白宫发布行政命令，要求商务部调查进口木材和木材是否对美国国家安全构成威胁。
2025/3/4	美国对加拿大加征关税	白宫发布情况说明书，对加拿大的石油和能源产品征收10%的关税，其余产品征收25%的关税。
2025/3/4	美国对墨西哥加征关税	白宫发布情况说明书，对墨西哥进口的商品征收25%的关税。
2025/3/4	美国对中国加征关税	发布行政命令，将所有从中国进口的新关税从10%提高到20%。
2025/3/4	中国实施反制关税	中国宣布3月10日对美国农产品出口征收新的关税以及对美国光纤产品进行反倾销调查。
2025/3/4	加拿大实施反制关税	加拿大对从美国进口的价值1550亿加元的商品征收25%的关税对价值300亿加元的商品征收的关税立即生效。
2025/3/6	美国豁免对加拿大关税	白宫发布情况说明书和行政命令，豁免从加拿大进口的产品，并将钾肥关税降至10%。
2025/3/6	美国豁免对墨西哥关税	白宫发布情况说明书和行政命令，豁免从墨西哥进口的产品，并将钾肥关税降至10%。
2025/3/12	美国对全球钢铝关税生效	美国于2月10日宣布对进口钢铁、铝及衍生产品征收25%关税的决定正式生效。
2025/3/12	欧盟对钢铝关税的反制措施	欧盟委员会在新闻稿和情况说明书宣布反制措施：1) “再平衡”关税一揽子计划；2) 对价值约180亿欧元的美国出口商品实施额外的反制措施。
2025/3/12	加拿大对钢铝关税的反制	加拿大对价值298亿加元的美国商品征收25%的关税，其中包括价值126亿加元的钢铁产品，价值30亿加元的铝产品。
2025/3/25	对进口委内瑞拉石油的第三国征收二级关税	白宫发布行政命令，从2025年4月2日起，任何从委内瑞拉进口石油的第三国对美国的出口将被征收25%的美国进口关税。
2025/3/26	美国对全球汽车和零部件征税	白宫发布公告和情况说明书，于2025年4月3日对汽车和某些汽车零部件征收25%的关税。

表：4月2日美国对部分国家和地区公布的关税政策一览

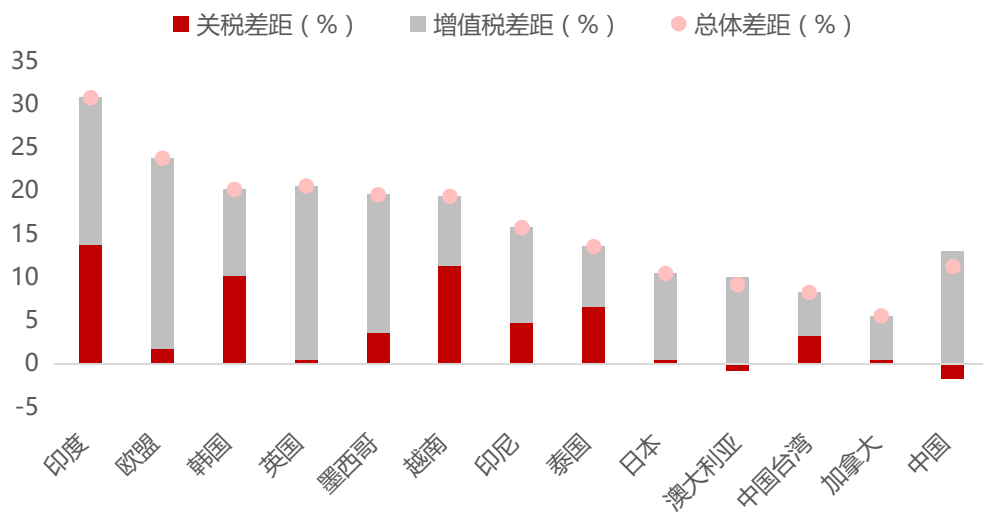
国家	美国白宫计算出各国对美国征收的关税（包括所谓的汇率因素和贸易壁垒）	美国优惠互惠关税
莱索托	99%	50%
柬埔寨	97%	49%
老挝	95%	48%
马达加斯加	93%	47%
越南	90%	46%
斯里兰卡	88%	44%
缅甸	88%	44%
福克兰群岛	82%	41%
叙利亚	81%	41%
毛里求斯	80%	40%
伊拉克	78%	39%
圭亚那	76%	38%
孟加拉国	74%	37%
塞尔维亚	74%	37%
博茨瓦纳	74%	37%
列支敦士登	73%	37%
赫德岛和麦克唐纳群岛	73%	37%
泰国	72%	36%
波斯尼亚和黑塞哥维那	70%	35%
中国	67%	34%
北马其顿	65%	33%
中国台湾	64%	32%
印度尼西亚	64%	32%

未来关税政策不确定性仍将高企

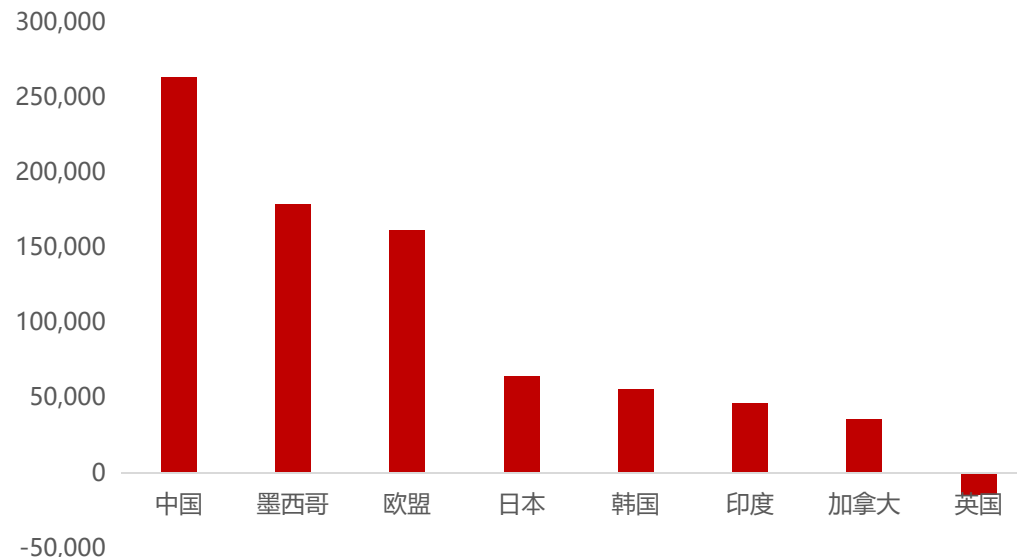
4月2日美国关税政策的具体方案公布后，短期内政策不确定性将得到阶段性释放，但中长期仍面临两大核心风险：

- **谈判策略失效风险：**特朗普政府可能高估了关税威胁作为施压工具的有效性。若贸易伙伴国拒绝就关键领域的市场准入、产业补贴等核心议题作出让步，美国单边设置的“讨价还价式”关税不仅难以实现预期谈判目标，反而可能导致政策效力透支，加剧国际经贸体系的对立。
- **政策反复波动风险：**基于美国大选政治周期与产业利益集团的博弈特征，不排除出现“加征-豁免-再调整”的政策震荡。这种高频度的关税政策调整可能使市场陷入“预期紊乱-应激反应-重新定价”的循环，特别是汽车、半导体等产业链较长的行业将面临持续性经营决策困扰。

图：美国与其主要贸易伙伴关税、增值税差距



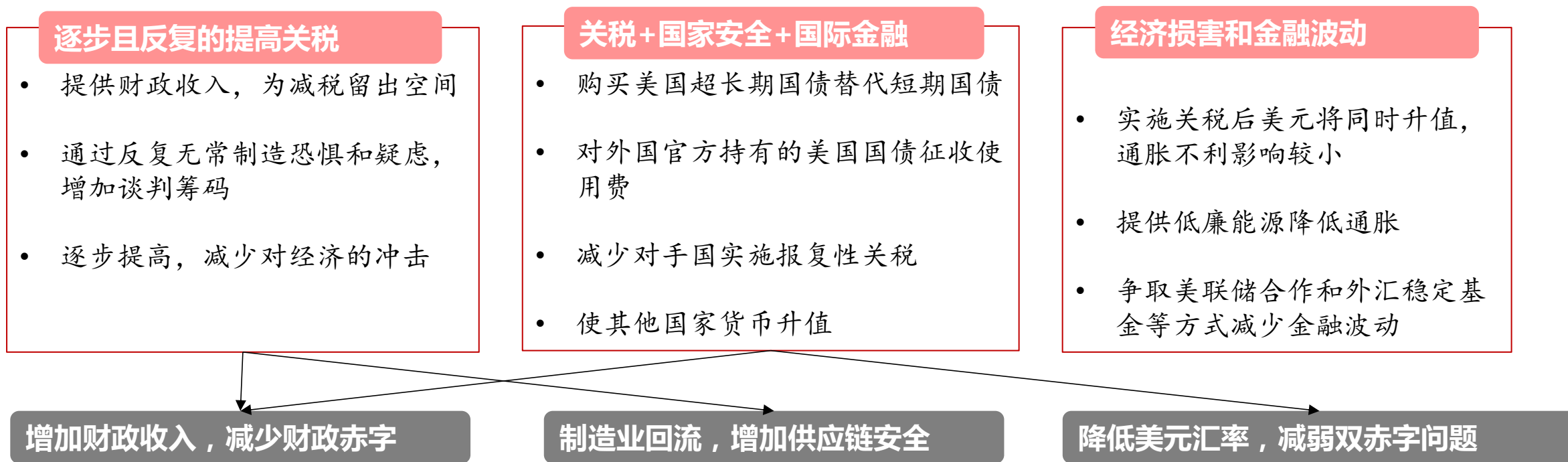
图：2024年美国对主要经济体贸易逆差（百万美元）



特朗普的“海湖庄园协议”意味着什么？

- 特朗普关税政策多变，使得市场对于其战略意图猜测纷纷，“海湖庄园协议”（由美国总统特朗普的经济团队成员斯蒂芬·米兰提出）逐步引起关注。从2024年11月米兰发布的一篇报告中可以看出，米兰认为美国经济失衡源于美元长期高估，主张分阶段施策：初期实施关税措施，随后运用安全及金融威慑手段引导美元贬值，以修正结构性双赤字（贸易与财政赤字）。
- 其提议的关税策略具有以下特征：1、政策应维持反复的态度，从而制造焦虑以强化政治谈判筹码；2、逐步提高关税税率从而减少对经济的伤害，并提出对中国的关税税率最高可超过60%。3、美国整体有效关税在提高至20%之前，对经济整体影响偏向正面。
- 4月2日关税政策可能仅是阶段性工具，新一轮关税的不确定性仍然高企，后续仍存税率反复变化以及上修和实施范围扩大的风险。

图：“海湖庄园协议”计划的框架



内容目录

- 01 市场回顾
- 02 海外经济环境及政策影响
- 03 国内经济环境及政策影响**
- 04 股债策略与市场结构特征
- 05 资产配置观点展望



国内经济：生产、投资偏强带动经济开门红

- 1-2月经济在政策前置发力影响下，生产、制造业及基建投资偏强运行，总量有望实现开门红。工业增加值维持较高增速，制造业投资及广义基建投资继续高增长，一季度GDP增速有望超过5%。但另一方面，服务业生产指数较去年末回落较多，在消费品以旧换新支撑下，消费增速仍然低于经济总量增长，出口增速也有明显回落，需求不足的问题仍待解决。
- 需求：**1-2月消费增速回升至4%（前值3.7%）。国补扩容后，家电家具增速回落，通信设备等增速回升，总体看仍然以外生刺激带动为主，内生需求仍待提振。
- 投资：**1-2月固定投资增速回升。地产投资延续弱势，但制造业投资、广义基建投资延续高增长。
- 生产：**1-2月工业增加值较前值小幅回落，但总体仍然高于去年全年水平，生产端表现强于需求端。

国内经济供需表现

	生产		投资			消费	外需
	工业增加值	服务业生产指数	房地产投资	制造业投资	基建投资(含电力)	社零	出口(人民币)
2025年1-2月	5.9	5.6	-9.80	9.00	10.0	4.00	3.40
2024年12月	6.2	6.5	-10.60	9.20	9.2	3.70	10.90
2024年11月	5.4	6.1	-10.40	9.30	9.39	3.00	5.80
2024年10月	5.3	6.3	-10.30	9.30	9.35	4.80	11.20
2024年9月	5.4	5.1	-10.10	9.20	9.26	3.20	1.60
2024年8月	4.50	4.6	-10.20	9.10	7.87	2.10	8.40
2024年7月	5.10	4.8	-10.20	9.30	8.14	2.70	6.50
2024年6月	5.30	4.70	-10.10	9.50	7.70	2.00	10.70
2024年5月	5.60	4.80	-10.10	9.60	6.68	3.70	11.20
2024年4月	6.7	3.5	-9.80	9.70	7.78	2.30	5.10
2024年3月	4.5	5	-9.50	9.90	8.75	3.1	-3.80
2024年1-2月	7	5.8	-9.0	9.4	9.0	5.5	10.3

需求端：政策刺激支撑消费修复，外需增速有所放缓

- 国补扩容推动可选消费分化，外生刺激带动作用明显。**1-2月消费增速回升至4%（前值3.7%），不及预期（4.5%）。1-2月消费分项来看，受国补扩容影响，家电家具增速有所回落，通讯器材、文化办公等消费增速明显回升，政策刺激带动效果明显，但整体消费增速仍然低于经济增长，内生动能有待进一步修复。
- 1-2月出口增速放缓，关税影响未来出口预期。**1-2月出口（人民币计价）同比增速3.4%，较去年整体出口增速回落，且总体呈量升价跌态势，仍有“抢出口”带来的影响。考虑到海外加征关税的逐步落地，以及外部不确定性带来的经济下行压力，后续外需压力将有所上升。

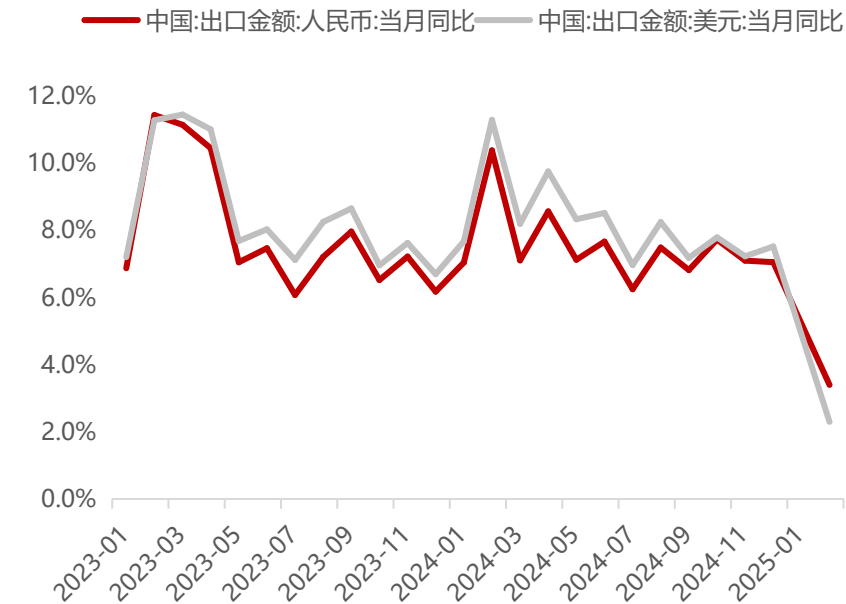
社零增速回升 (%)



1-2月国补扩容推动可选消费偏强 (%)

	2025年1-2月份同比	2024年12月份同比
必选消费		
粮油、食品类	11.50	9.90
饮料类	-2.60	-8.50
烟酒类	5.50	10.40
服装鞋帽针纺织品类	3.30	-0.30
日用品类	5.70	6.30
中西医药品类	2.50	-0.90
可选消费 (地产相关)		
家用电器和音像器材类	10.90	39.30
家具类	11.70	8.80
建筑及装潢材料类	0.10	0.80
可选消费 (非地产相关)		
化妆品类	4.40	0.80
金银珠宝类	5.40	-1.00
文化办公用品类	21.80	9.10
通讯器材类	26.20	14.00
石油及制品类	0.90	-2.80
汽车类	-4.40	0.50

1-2月出口回落 (%)



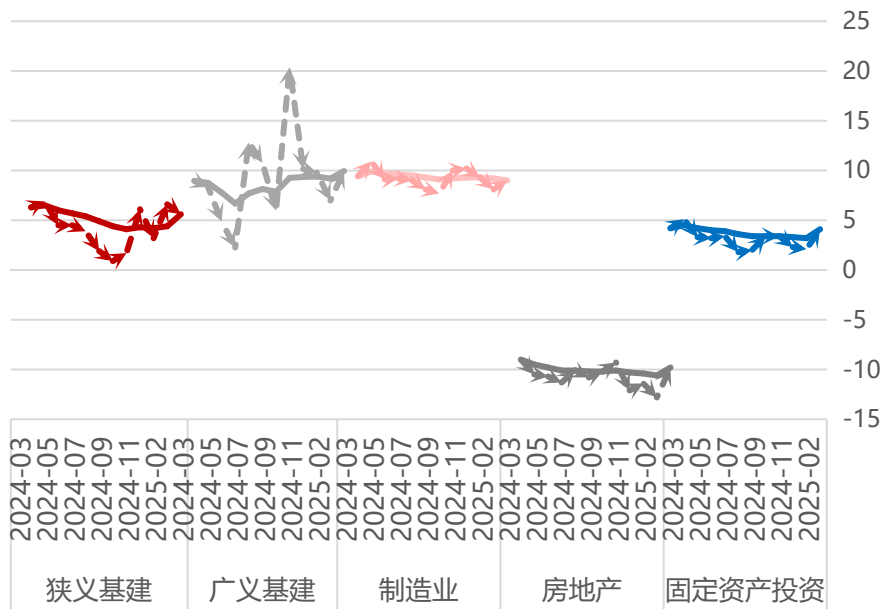
注：2023-2024年为相比2019年年化同比增速

投资&生产端：固定资产投资回升，工增偏强运行

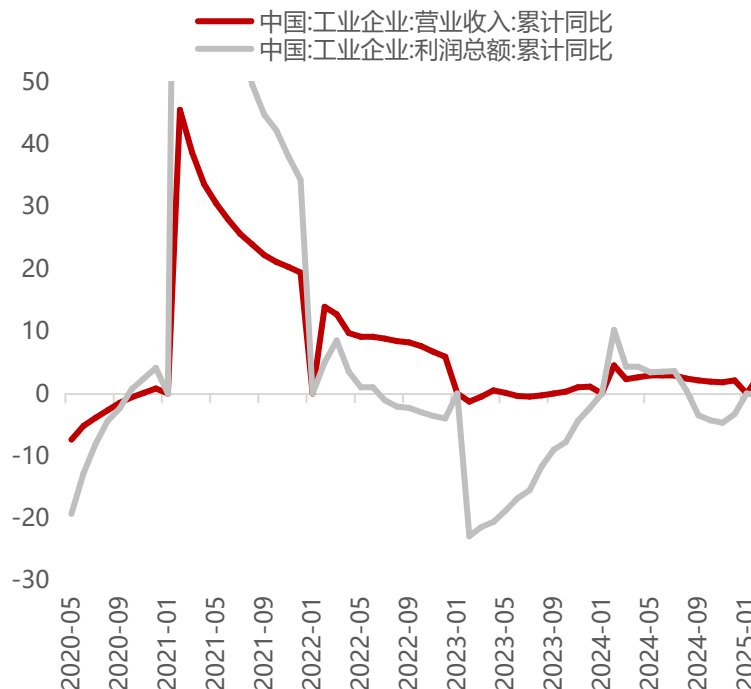
- 1-2月固定投资增速回升，制造业及广义基建高增。狭义基建增速回落，广义基建增速回升，显示地方主导的传统基建强度有所回落，主要为中央发力推动的电力等投资为主要拉动项，制造业投资维持高增速，房地产投资依然低迷。
- 1-2月工业增加值回落但仍然偏强运行。工增同比增5.9%（前值6.2%），在内外需总体不高的情况下，工增仍然偏强运行，或主因政策发力主导，推动生产偏强的格局延续。另外，应收账款平均回收期创历史新高，产成品存货周转天数创2021年以来新高，企业经营压力仍然偏大，但政策进一步加码，有望改善企业经营回款与存货周转压力。

1-2月固定资产投资回升 (%)

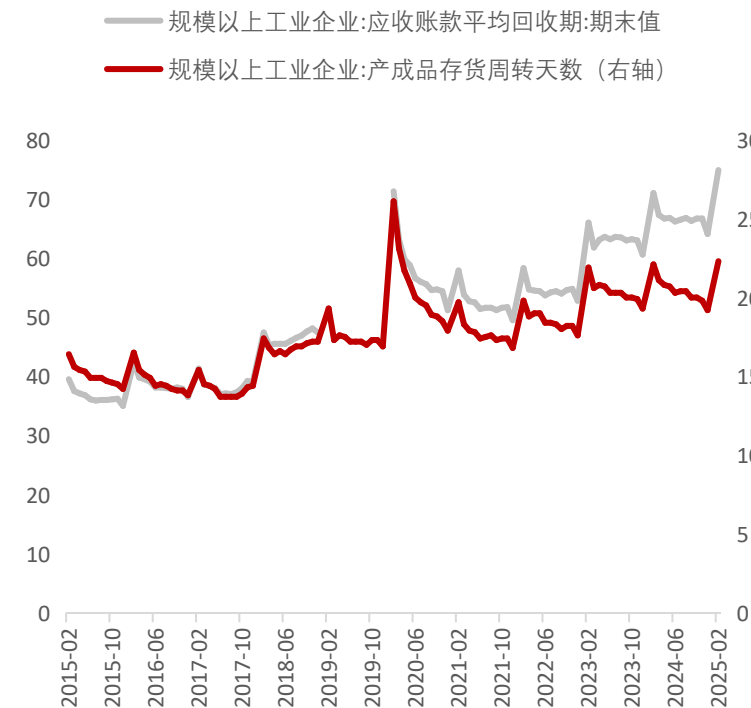
固定资产投资及分项累计同比（实线）、当月同比（虚线）



1-2月企业盈利有所回落 (%)



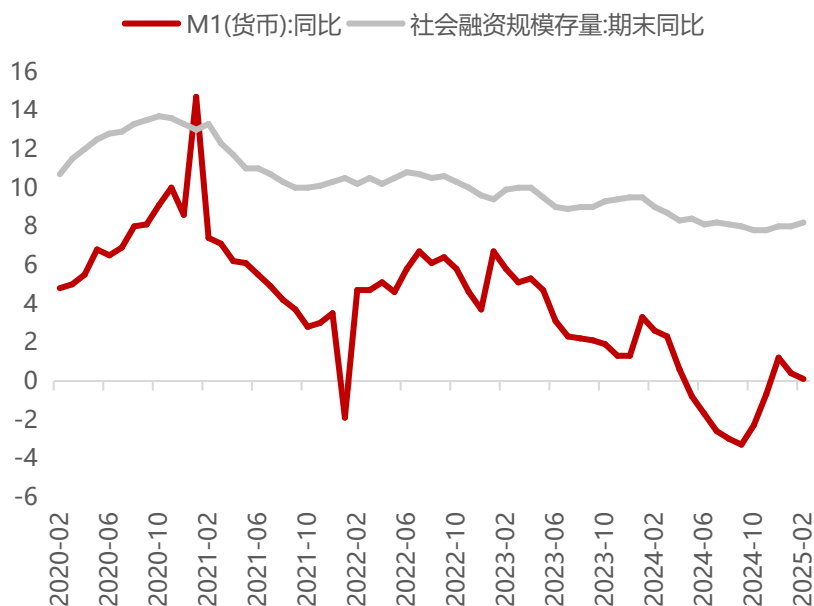
工业企业经营压力偏大 (天)



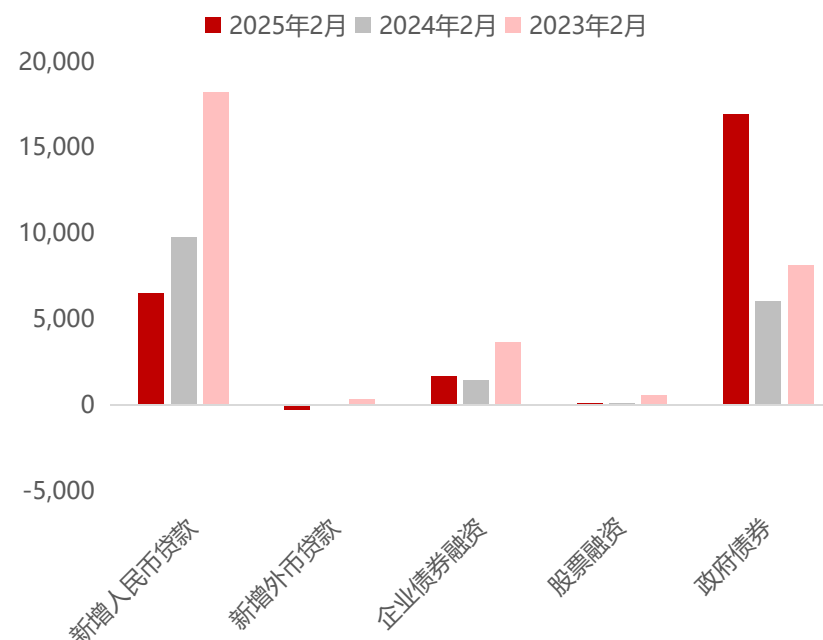
金融数据：企业融资改善，但信贷持续性仍待观察

- 2月政府发债支撑社融增长，贷款需求回落。2月社融同比8.2%，较前值提升0.2%，人民币贷款走弱，但政府债发行保持多增。M1较前值回落，M2-M1剪刀差再度走阔，当前居民、非金融企业存款定期化程度上升，推动统计口径修改后的M1走低，居民、企业现金流活化状况仍待改善。
- 2月居民信贷再度走弱。新增人民币贷款分项中，企业贷款回落，而居民信贷延续低迷，从居民贷款过去12个月移动平均来看，已降至2013年以来最低水平。总体来看，当前居民仍处于去杠杆阶段，企业稳杠杆，政府持续加杠杆形成对经济增长的重要支撑。

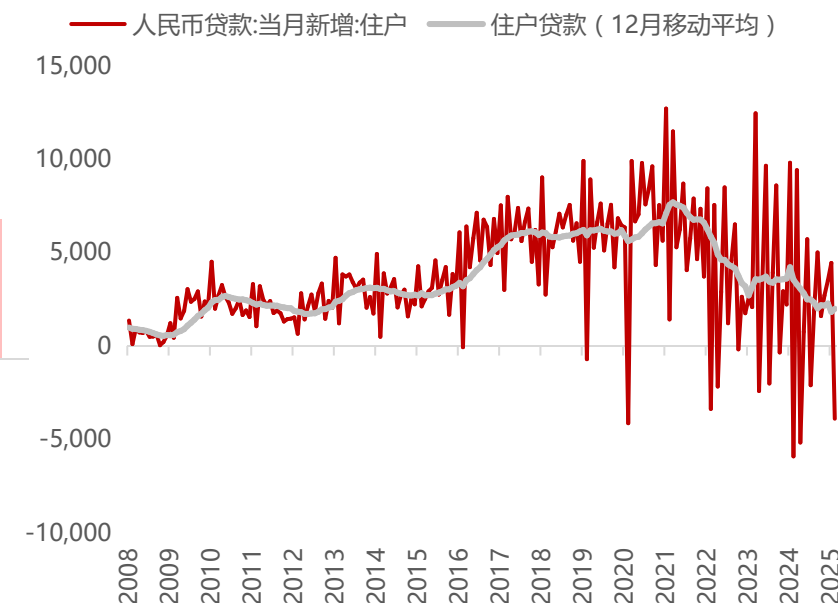
社融增量高于往年同期（亿元）



社融分项：政府债发行量明显提升（亿元）



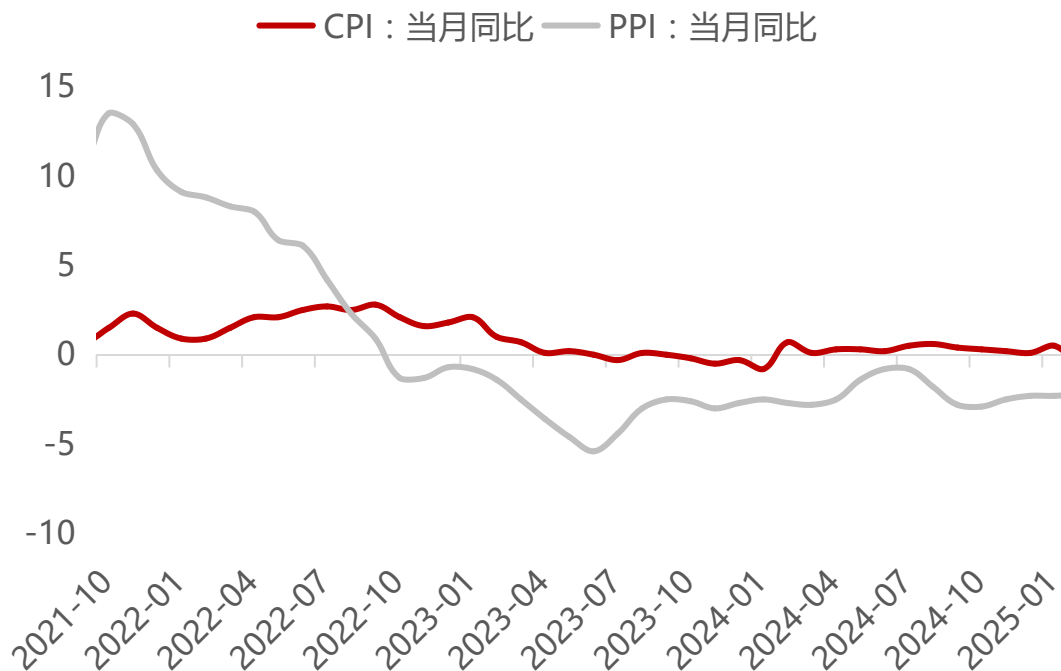
居民新增贷款持续走低（亿元）



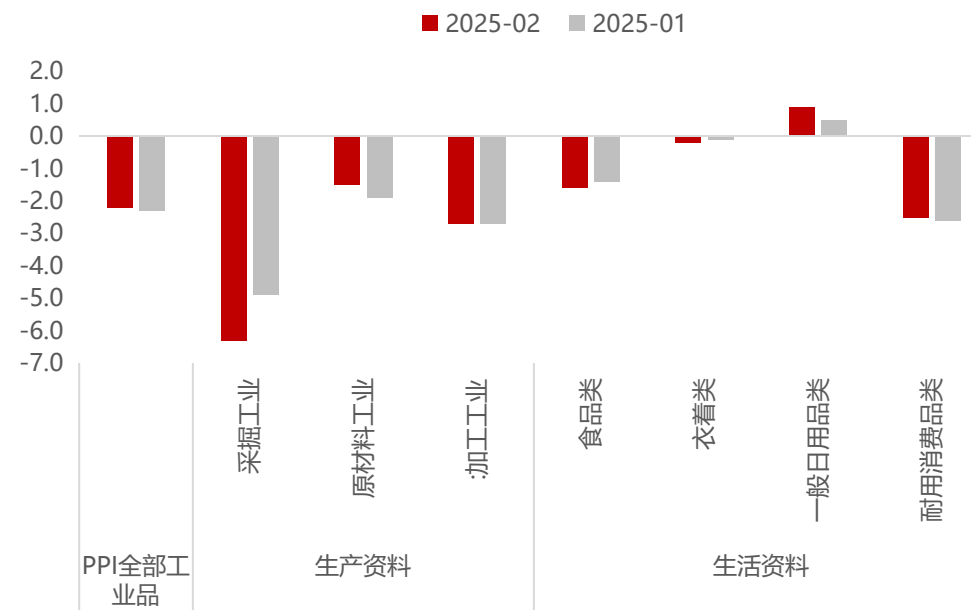
通胀前景：CPI弱于季节性，PPI低位小幅回升

- 1-2月CPI、PPI总体偏弱，价格指标弱于季节性运行。春节因素导致CPI波动加大，但1-2月总体来看CPI表现弱于季节性，PPI方面，同比、环比仍然偏弱运行，且由于翘尾因素，上半年CPI及PPI整体或仍处于低位运行状态。
- 翘尾因素偏弱，2月PPI分项中生产资料仍弱于生活资料。从分项看，整体PPI偏弱运行，一般日用品类为正增长，采掘业价格受压制相对明显，价格指标短期内或仍将偏弱运行。

CPI回落，PPI低位小幅回升 (%)



PPI分项中生产资料仍弱于生活资料 (%)

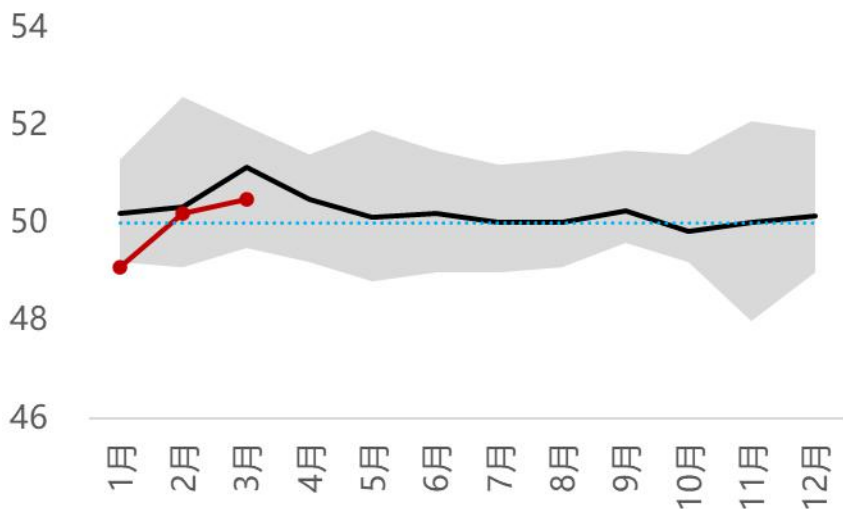


PMI：制造业、非制造业景气度回升

- 3月制造业、非制造业景气度回升，略弱于季节性。3月制造业PMI回升至50.5（前值50.2，预期51.7），从季节性来看，一季度制造业及服务PMI均弱于季节性。服务业相对更弱，或主因居民消费仍受收入预期制约，服务业预期修复偏慢。
- 生产、新订单、新出口订单回升，但进口、价格、就业、预期回落。3月制造业PMI分项中，生产、新订单、新出口订单回升，但进口、价格、就业及预期指标均有明显回落，显示出当前内需不足的问题仍然突出，需政策的发力见效以推动内需修复。

制造业PMI回升

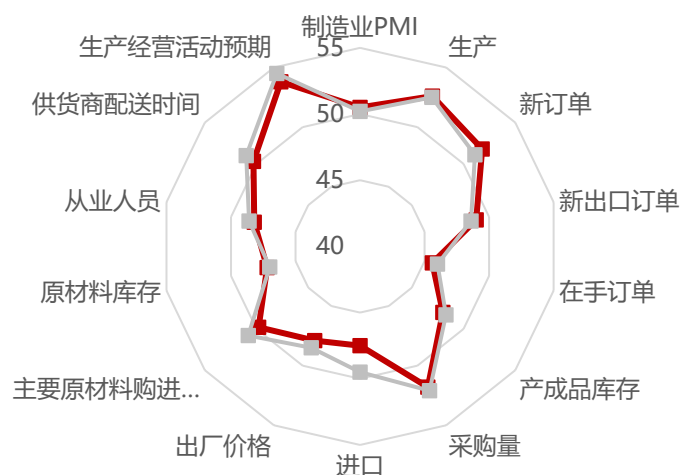
— 2018-2024年均值 —●— 2025 荣枯线



注：剔除2020年2月，2022年4月，2022年12月特殊时期显著异常值

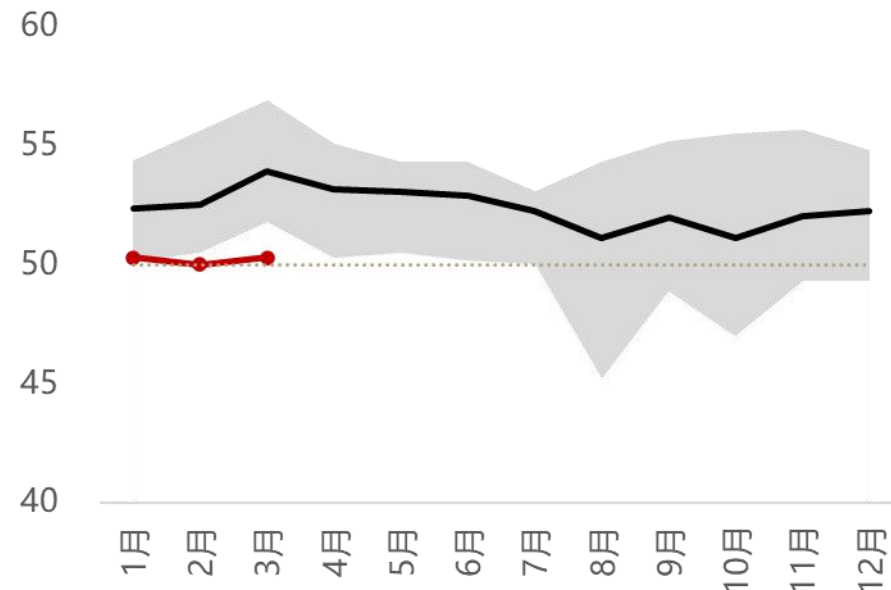
生产、订单、采购量普遍回升

■ 2025-03 ■ 2025-02



服务业PMI明显弱于季节性

— 2018-2024年均值 —●— 2025 荣枯线



注：剔除2020年2月，2022年4月，2022年12月特殊时期显著异常值

内容目录

- 01 市场回顾
- 02 海外经济环境及政策影响
- 03 国内经济环境及政策影响
- 04 股债策略与市场结构特征**
- 05 资产配置观点展望



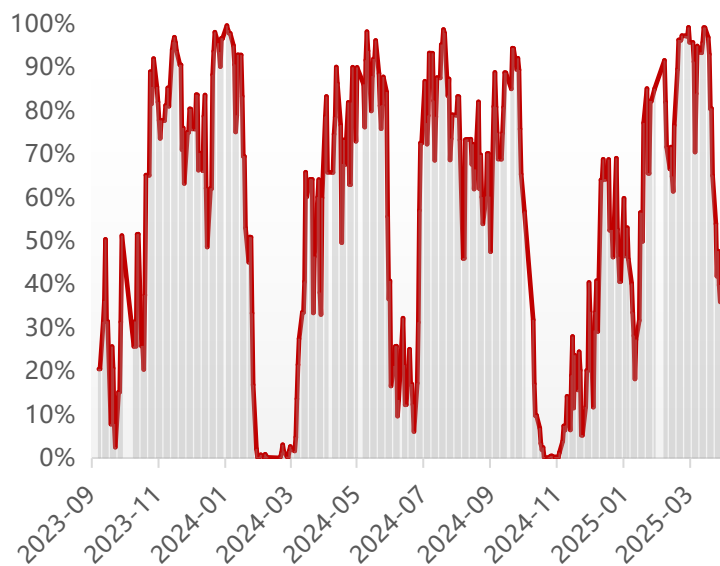
A股交易结构：轮动速度回落，行业间收益差收窄

2025年3月，A股走势与行业轮动速度回落，行业间收益差收窄。

- ✓ 行业轮动：行业轮动速度快速下降，题材缩圈现象明显，资金转向防御板块。
- ✓ 行业收益分布差：3月A股整体回落，前期涨幅较高的成长股领跌，价值股上涨，行业间收益差异大幅收窄。
- ✓ 行业拥挤度：3月交易拥挤度明显提升的方向主要集中在：国防军工、环保、有色金属、纺织服装、电力设备等方向。

行业轮动速度快速回落

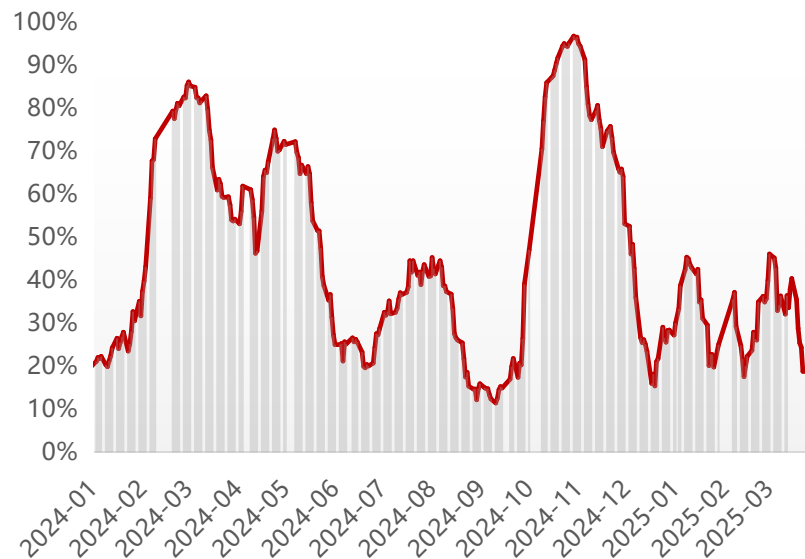
行业轮动指数



注：数值越高代表行业轮动速度越快

行业间收益差异提升

行业间收益差异



注：数值越高代表不同行业收益率分化越大，10个交易日移动平均

行业拥挤度变化

	行业拥挤度（近三年）	月度分位数变化
传媒	0.41	-34.4%
电子	0.78	-15.0%
通信	0.83	-14.0%
商贸零售	0.59	-12.2%
计算机	0.89	-10.2%
非银金融	0.22	-9.5%
家用电器	0.91	-5.9%
房地产	0.00	0.0%
机械设备	1.00	0.4%
交通运输	0.02	2.1%
建筑材料	0.03	2.3%
农林牧渔	0.03	3.1%
建筑装饰	0.21	3.2%
轻工制造	0.17	3.5%
食品饮料	0.05	4.9%
综合	0.31	5.3%
医药生物	0.07	5.5%
煤炭	0.15	8.4%
石油石化	0.11	10.5%
银行	0.20	10.5%
汽车	0.86	12.2%
公用事业	0.19	19.3%
钢铁	0.66	22.7%
社会服务	0.59	24.4%
美容护理	0.25	24.4%
基础化工	0.37	24.5%
电力设备	0.66	31.9%
纺织服装	0.55	38.3%
有色金属	0.49	47.6%
环保	0.74	65.5%
国防军工	0.76	67.6%

市场风险偏好：维持不变

- **上证红利股债性价比小幅回落：**3月国债收益率整体震荡上升，上证红利股息率 - 十年期国债收益率维持有所回落，为4.80（前值5.01），超过3年滚动均值加一倍标准差水平（4.44），上证红利的股债性价比小幅回落。
- **A股风险溢价率先降后升，市场风险偏维持不变：**截至3月31日，万得全A风险溢价率为3.57（前值3.56），目前回落至5年滚动正一倍标准差以下的水平（3.65），市场整体风险偏好维持不变。

上证红利股债性价比小幅回落

股债性价比 (%)



风险溢价率先降后升

A股风险溢价率



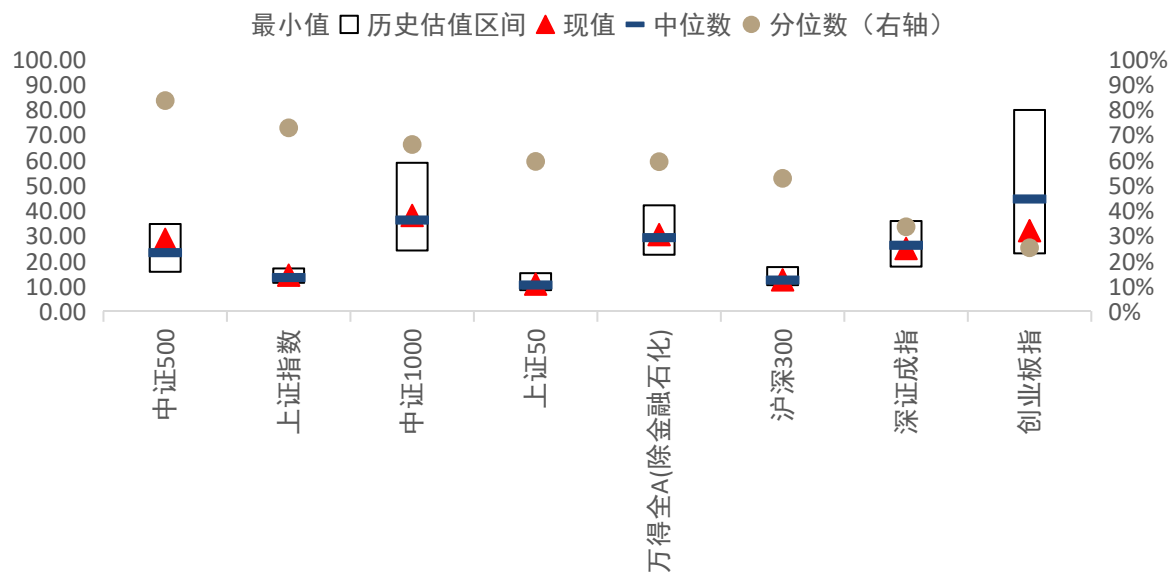
注：A股风险溢价=全部A股PE倒数 - 十年期国债收益率

股指估值水平：

- 2025年3月，跟踪的8个股指中，估值大部分下降，其中，创业板指、深证成指处于中位数以下区间，沪深300、万得全A（除金融、石油石化）、上证50、中证1000、上证指数处于中位数区间以上，中证500、处于至3/4以上区间。
- 跟踪PE的8个股指中，6个位于中位数以上区间，2个位于中位数以下区间。

注：股指标注绿色代表估值向下变化；股指标注红色代表估值向上变化；股指标注蓝色代表估值无明显变化。

股指PE(最近5年)



	上月涨跌幅 (%)	2025年涨跌幅 (%)	PE	百分位
创业板指	-3.07	-1.77	31.86	25.14
深证成指	-1.01	0.86	24.80	33.44
万得全A(除金融、石油石化)	-0.63	2.52	30.30	59.37
沪深300	-0.07	-1.21	12.38	52.77
中证500	-0.04	2.31	28.43	83.65
中证1000	-0.70	4.51	37.89	66.14
上证指数	0.45	-0.48	14.23	72.83
上证50	1.01	-0.71	10.69	59.45

注：自2021年起，各行业最近5年历史估值宽度趋于稳定，因此历史估值数据统计时间为过去5年，按最大值归一化处理。

资料来源：Wind，华宝证券研究创新部 注：数据截至2025/3/31

港股：AH股溢价率低位震荡，估值小幅抬升

- 3月AH股溢价率低位震荡：
- 3月，AH溢价先降后升，整体低位震荡，相比于前值133.62而小幅上升至133.78。
- 港股估值抬升，处于均值水平附近：
- 3月恒生指数仍录得小幅上涨，估值小幅抬升，整体位于历史均值附近的位置，估值仍在合理区间。

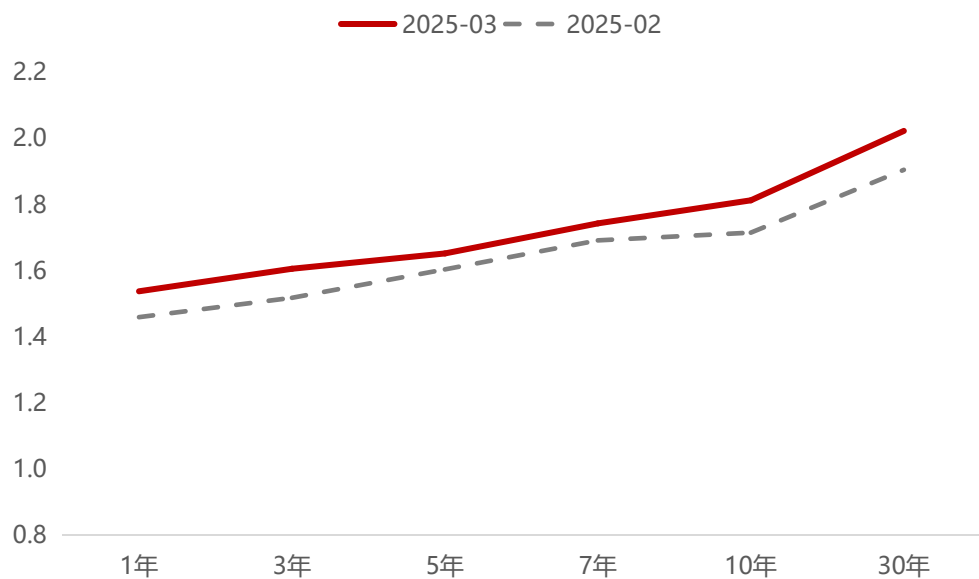
AH股溢价率低位震荡



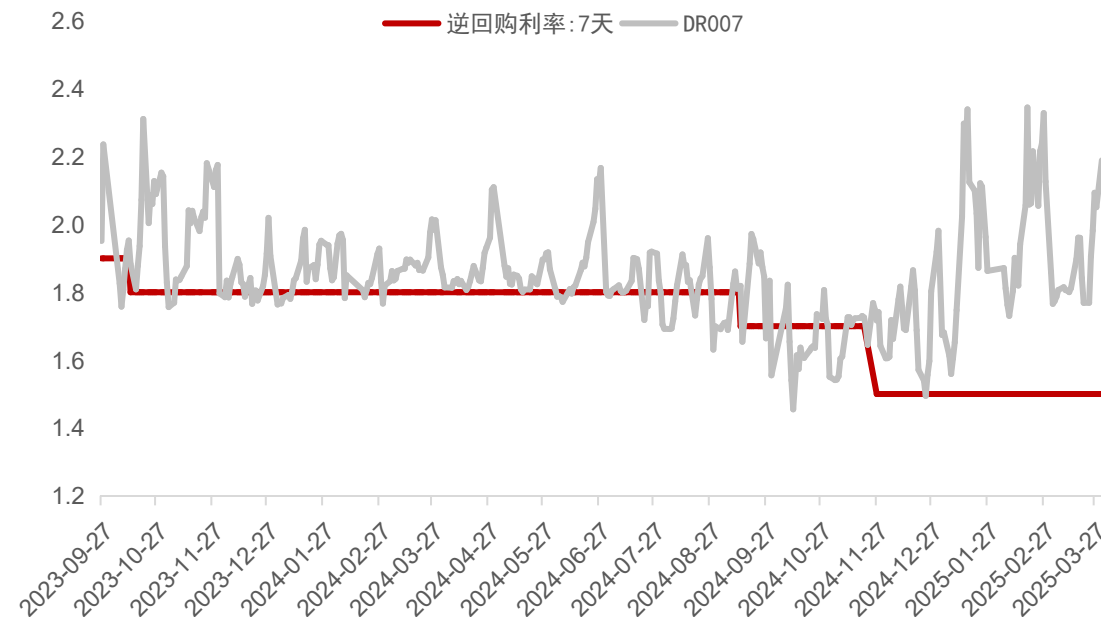
债市回顾：央行保持流动性紧平衡，债市调整

- **央行保持流动性紧平衡，资金价格仍然偏高：**春节后央行暂停国债购买、回收流动性，保持资金价格偏高，3月债市收益率小幅向上平移，但中旬以来央行对资金面出现边际变化，未进一步收紧，逐渐投放流动性对冲市场需求。
- **压力较大的阶段或已过去，短期利率或窄幅震荡：**资金价格偏高对债市带来的压力出现边际改善，但短期央行调控力度也难发生大幅转向，10年期国债收益率突破1.8%持续性向下的难度仍然较大，利率窄幅震荡为主。
- **风雨之后，彩虹已不远，耐心等待未来利率下行契机：**由于资金利率偏高，银行负债压力较大，政府发债成本也有所上升，对经济修复形成一定制约，这一资金偏贵导致的现象或难以长期维持，叠加后续政府发债提速、4月关税等扰动上升等影响，越往后越需要货币政策偏宽松支持，因而在债市经历风雨之后，配置性价比已较高，彩虹或已不远，考虑到短期央行调控仍有一定不确定性，需要耐心等待触发利率下行契机。

国债收益率曲线3月小幅上移 (%)



资金利率仍然相对偏高 (%)



内容目录

- 01 政治局会议解读
- 02 海外经济环境及政策影响
- 03 国内经济环境及政策影响
- 04 股债策略与市场结构特征
- 05 资产配置观点展望



资产类别	核心逻辑观点	月度观点
<p>港股</p>	<p>阶段性休整,</p> <ul style="list-style-type: none"> ➢ 4月美国关税力度、博弈的持续时间不确定性较高，或加剧市场波动，短期适度降低风险偏好。 ➢ 近期南下资金仍踊跃增持港股，对港股仍形成支撑，且部分港股龙头企业盈利逐渐改善，短期不确定性扰动降低后，仍有配置价值。 ➢ 短期全球不确定性较高，但后续仍有配置价值，观点中性。 	<p>中性</p>
<p>美股</p>	<p>美股或维持震荡</p> <ul style="list-style-type: none"> ➢ 4月2日美国公布的对华关税政策超出市场预期，考虑到后续行业性关税可能持续加码，政策不确定性持续攀升。美股权重企业因海外业务占比较高，盈利预期或进一步承压。 ➢ 关税政策加剧二次通胀风险，加之其政策框架的高度不确定性可能加剧市场波动。 ➢ 我们维持对美股市场整体中性展望的判断。 	<p>中性</p>
<p>美债</p>	<ul style="list-style-type: none"> ➢ 当前市场传言“海湖庄园协议”中提议，为减少美国偿债压力，将各国持有的现有付息债务转换为零息债券。若特朗普政府有意实施此项计划，美债将出现大幅抛售。同时美国通胀居高不下，限制了美联储的降息空间。 ➢ 特朗普政策反复以及其本身对于降低美债偿债压力的诉求使得美债长端利率受到压制。 ➢ 美债收益率可能维持震荡。 	<p>中性</p>
<p>美元</p>	<ul style="list-style-type: none"> ➢ 随着欧洲央行降息周期临近收束，其货币政策框架与美联储的取向分歧逐步收敛，基于利差因素的美元汇率支撑逻辑面临弱化。美国孤立主义政策叠加财政紧缩，或抑制外资流入并拖累经济增长；而欧洲国防与基建支出扩大，有望提振经济、缩小对美差距。 ➢ 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。 ➢ 美元后续或延续弱势震荡。 	<p>相对谨慎</p>

资产类别		核心逻辑观点	月度观点
债券	利率债	<p>风雨之后，彩虹已不远</p> <ul style="list-style-type: none"> 央行维持资金价格偏高，但短期内对资金面调控边际改善，债券收益率进一步上限风险明显缓解，并已逐渐转向横盘震荡。 银行负债压力较大，政府发债成本也有所上升，对经济修复形成一定制约，这一资金偏贵导致的现象或难以长期维持，叠加后续政府发债提速、4月关税等扰动上升等影响，越往后越需要货币政策偏宽松支持，因而在债市经历风雨之后，配置性价比已较高。 4月债市偏震荡，中期仍有走牛机会，长端仍可坚定持有，观点相对乐观。 	相对乐观
	信用债	<ul style="list-style-type: none"> 债市下行压力缓和后，信用债票息吸引力增强，中长期配置的性价比提升。 4月利率或震荡为主，但随着全球不确定性上升，后续利率仍有下行空间，可耐心配置。 4月偏震荡，可耐心配置，中期仍有走牛机会，总体观点相对乐观。 	相对乐观
	可转债	<ul style="list-style-type: none"> 由于权益市场短期或偏震荡调整，可转债或阶段性转向震荡。 可转债或阶段性震荡，观点中性。 	中性
商品	黄金	<ul style="list-style-type: none"> 4月2日特朗普政府推出的加征关税政策力度超出市场预期，同时后续政策延续的不确定性，另外“海湖庄园协议”相关传闻若兑现可能动摇美元全球储备货币根基，黄金慢牛趋势尚未改变。 黄金3月短期快速拉涨后，短期内进一步上行动能或将放缓。 黄金处于慢牛市中，短期偏震荡，中长期配置价值较高。 	相对乐观
	原油	<ul style="list-style-type: none"> 美国关税政策（如4月2日后可能上调部分关税）及贸易摩擦，可能拖累全球经济复苏，抑制原油消费信心，导致需求增速低于预期。 欧佩克+将从4月份开始提高石油产量、美国页岩油边际增量使得油价中长期仍将延续下行趋势，不过关税政策变化以及中东局势升级下的避险情绪升温也会为油价带来上行的扰动。 原油价格或将延续弱势。 	相对谨慎

资产类别	核心逻辑观点	配置建议
A股大盘	<p>➤ 关税扰动压制全球风险偏好，A股“重估”后进入休整阶段：</p> <ul style="list-style-type: none"> ◆ 国内经济基本面：政策发力经济开门红，但供强需弱延续，内生动能仍然面临下行压力； ◆ 资金面：A股成交额回落，市场对科技方向的情绪降温； ◆ 政策面：政策博弈阶段已过，进入政策落地及效果验证阶段，重点观察基本面修复情况； ◆ 外部环境：特朗普加征关税扰动进一步加大，压制全球风险偏好，市场波动加剧。 <p>➤ 关税压制风险偏好，财报季重视业绩主线：海外关税升级或压制全球风险偏好，A股重估后进入休整阶段，叠加财报季来临，市场或从提估值转向关注业绩基本面。短期来看，科技情绪有所降温，在出现新的重磅催化前，市场或阶段性转向绩优、高股息等方向。待海外扰动消退后，科技、小盘等高弹性风格有望随市场偏好回升而重新占优。</p>	中性
行业/风格	<p>➤ 风险偏好阶段性回落，适度偏防守：</p> <ul style="list-style-type: none"> ◆ 适度降低风险偏好，关注大盘价值/红利：外部关税扰动压制全球风险偏好，市场波动上升，不确定性增加，建议适度降低风险偏好，关注波动相对更小的大盘价值/红利方向，关注大盘宽基、偏价值型基金、红利低波策略、银行、公用事业等板块。 ◆ 防守以待反击：耐心等待海外不确定性扰动结束，或国内政策“后手应对”提振市场信心，待风险偏好、成交活跃度回升后，可积极布局科技成长、小盘、恒生科技等高弹性方向（AI、TMT、机器人、芯片、中证2000、恒生科技等）。 	<p>阶段性偏防守 波动加大</p>
配置策略	<ul style="list-style-type: none"> ◆ 中期看科技仍是年度主线，暂遇阶段性休整：总体来看，全球风险偏好降低以及国内科技叙事阶段性降温，导致市场成交回落，科技板块调整。年度视角看，经济仍处温和修复阶段，后续政策发力有望强化对科技领域的支持以及重新提振市场风险偏好，对科技板块不宜过度悲观。 ◆ 持续关注全球化、多资产机会：重点关注海外债券（美债、亚洲高收益债等）、黄金等资产的机会。 	<p>耐心等待 多资产配置</p>

- 国际形势超预期演变、地缘风险事件；
- 美国经济、通胀数据反弹风险；
- 欧洲经济衰退风险；
- 美国政策不确定性风险；
- 扩内需政策落地不及预期；
- 国内经济复苏不及预期。

风险提示及免责声明



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，本报告清晰准确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：

- ★ 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。



谢谢！

敬请扫描二维码

关注微信公众号「华宝财富魔方」



华宝证券
HWABAO SECURITIES