

2025年04月06日
这是一个“黄金坑”！

SDIC

策略定期报告

证券研究报告

林荣雄 分析师

SAC 执业证书编号: S1450520010001

linrx1@essence.com.cn

邹卓青 分析师

SAC 执业证书编号: S1450524060001

zouzq2@essence.com.cn

黄玮宗 联系人

SAC 执业证书编号: S1450123070007

huangwz1@essence.com.cn

相关报告

谁在买顺周期?	2025-03-16
叙事起变化: 东升西降 VS 杠铃新阵地	2025-03-09
稳中求进, 科技当先——	2025-03-06
2025 年政府工作报告简评	
低位的回拉	2025-03-02
准备好! “高切低”	2025-02-23

本周上证指数跌 0.28%，沪深 300 跌 1.37%，创业板指跌 2.95%，恒生指数跌 2.46%；本周全 A 日均交易额 11367 亿，环比上周进一步下降。在上周周报《4 月：要防一把！》中，我们谈到：一方面要审慎评估国内经济在二季度边际走弱的概率，一方面美 4 月 2 日对等关税出台，使得全球资金避险谨慎情绪浓厚。随着本周美对等关税超预期落地，以我国为代表的强硬贸易反制浪潮掀起，我们认为对于大盘指数有望面临“年内黄金坑”，背后的逻辑在于：一个基本原则是反制过程中市场经历阵痛，对冲政策落地则风险偏好回升，要相信中美新一轮政策博弈可以看到国内反制在前，但也要相信对冲在后，类似于国内去年 A 股九月下旬时候，当前全球经济大衰退的情绪存在过度演绎的较大可能，只要不是全球经济大衰退，国内对冲政策对于大盘指数的积极定价就值得期待。

美特朗普现在不负责任的关税举动确实是在“走钢丝”，但对于当前美关税本质我们依然放在筹码谈判，而不是引发全球经济大衰退。1、3 月非农新增就业人数大超预期，当前美国经济还并未明确步入衰退，后续美经济利好政策还包含减税和放松监管，事实上经济大衰退对特朗普政府而言是得不偿失的，或许滞胀是更为客观的刻画；2、目前，我们认可美元弱势状态，但背后全球经济大衰退在近期宏观叙事或者阴谋论的推动下负面情绪定价正在被明显夸大；从资本市场看，全球权益市场普遍承压，美股和大宗商品跌幅居前，标普 500 和纳指在两个交易日内下跌超 10%，布油下跌 11.86%，伦铜跌 9.49%。3、关税仍在大国博弈中，国内国际制衡特朗普的力量依然是强大的。对等关税落地之后，包括中国、欧盟、加拿大在内的经济体反制态度强硬，一些国家在通过政治反制精准打击特朗普选民基础，同时美国国内通胀预期回升，多地抗议浪潮掀起。

基于资产配置的角度，在美对等关税落地后，过去相对占优的资产组合是美股+A 债，现在可能逐步转变为是 A/H 股+美债。基于复盘来看，本轮短期负面冲击较大的资产：美股+大宗+出口导向型股票+新兴市场权益。目前，美元指数从 104 走弱至 101 附近，期间人民币汇率也保持相对稳定明显跑赢全球市场，人民币资产表现相对强劲。当前美元资产向非美资产的回摆过程中，人民币资产相对而言具有比较优势：基于静态的角度观察，美国通胀在相对高位，美国房价在高位，美股在高位；而国内 A/H 股估值在相对低位，国内房价在低位，通胀在低位，本轮对等关税落地后可以看得出美国内部更加慌张，美债避险需求再次体现，而中国市场参与者自 2018 年之后逐渐下调中美避免冲突的预期，对等关税问题也早有讨论并形成一定的心理准备，参考 2018 年中美贸易摩擦的演绎路径，眼下对冲政策中降息降准与扩大内需提振消费政策是必然的，以及后续加大投资也是很有可能的，使得 A/H 股具备较强韧性。

在此，我们再次强调对于大盘指数的判断是：短期定价关税冲击后指数或将形成年内“黄金坑”，眼下就像我们在去年年度策略会上说：2025 年要有战略自信，转折点或在二季度。结构上，我们维持 4 月高切低大概率依然会持续，延续低位景气顺周期相对收益和低位高股息绝对收益。考虑到中美互征高额关税后处于反制阶段，政策支持预期升温的内需消费和地产链，以及防御属性较强的高股息板块可能相对占优。对于科技投资的建议，我们维持耐心等待科技第二波行情，眼下基于内部调仓回归“科技核心舱”，重点把握科技 C 点，将找到和逆势重仓“2023 年光模块”再创辉煌作为最重要的命题。

风险提示：国内政策不及预期、海外货币政策变化超预期。



目 录

1. 近期权益市场重要交易特征梳理.....	4
2. 内部因素：政策发力支撑一季度经济回暖，二季度能否进一步增长修复仍需观察.....	20
3. 外部因素：川普政府对等关税落地，全球资本市场恐慌情绪达至高位.....	23
3.1. 特朗普对等关税靴子落地，欧盟、中国、加拿大态度强硬.....	23
3.2. 美国3月非农新增就业人数大超预期，服务业依旧是主要驱动力.....	24
3.3. 美国3月ISM PMI 下滑，制造业PMI 重回收缩区间.....	27

目 录

图 1. 本周全球股指普跌.....	5
图 2. 本周新股指数占优.....	5
图 3. 本周主要指数涨跌幅一览.....	6
图 4. 本周涨幅居前或跌幅居前的细分板块.....	6
图 5. 本周万得全 A 换手率和成交额回落.....	6
图 6. 3月以来南向资金主要加仓港股互联网和科技股.....	7
图 7. 近期南向资金流入再度加快（亿港元）.....	7
图 8. 南向资金对于港股市场定价权持续提升，当前成交额占比已经接近 60%.....	7
图 9. 3月以来南向资金主要加仓港股互联网和科技股.....	8
图 10. 特朗普计划对全球各国加征高额关税.....	8
图 11. 2018 年中美贸易摩擦期间资本市场表现回顾.....	8
图 12. 关税冲击（4月3日）至今大类资产表现.....	9
图 13. 2018 年中美贸易摩擦期间资本市场表现回顾.....	9
图 14. 美国房价处于高位，中国房价处于低位.....	10
图 15. 美国通胀处于相对高位，中国通胀处于低位.....	10
图 16. 美国股指处于历史高位，中国股指处于偏低水平.....	10
图 17. 美联储历史上加息周期结束后全球迎来金融危机冲击.....	10
图 18. 高切低行情开始以来，高切低跟踪指标从高位逐步回落.....	11
图 19. 今年恒生科技和 A 股科技股形成极致的高度同步.....	11
图 20. 科技板块交易热度较 2 月有所下降，当前交易额占比为 29.3%.....	12
图 21. 科技成长的“N”字型投资框架.....	13
图 22. 2010 年至 2024 年大小盘和价值成长风格相对走势均值（各年初为 1）.....	14
图 23. 2010 年至 2024 年盈利因子和估值因子风格相对走势均值（各年初为 1）.....	14
图 24. 4 月基金重仓股板块跑赢全 A 的概率较高.....	14
图 25. 4 月份基金重仓股跑赢沪深 300 的胜率偏低，在 5-6 月胜率最高.....	15
图 26. 2010 年至今 TMT 板块在 4 月份跑赢沪深 300 的概率只有 14.3%.....	15
图 27. 2010 年至今 TMT 板块在 4 月份跑赢万得全 A 的概率只有 21.4%.....	15
图 28. 社融结构中政府融资的拉动作用仍在增强.....	16
图 29. 1-2 月央地财政支出增速差回落.....	16
图 30. 本周美元指数震荡下行.....	17
图 31. 本周金价走势震荡下行.....	18
图 32. 本周金价走势震荡下行.....	18
图 33. 本周铜价震荡下行.....	19
图 34. 近一周中美利差缩小.....	19
图 35. 10 年期美债收益率震荡下行.....	19
图 36. 3 月制造业 PMI 及各分项情况.....	20



图 37. 3 月不同制造业企业规模 PMI	21
图 38. 3 月非制造业 PMI 保持扩张.....	21
图 39. 高频数据跟踪	22
图 40. 2024 年主要国家与美国贸易数据与实施对等关税税率.....	24
图 41. 美国 3 月非农就业大超预期	25
图 42. 美国 3 月失业率上行	25
图 43. 美国 3 月 ADP 就业数据超预期	25
图 44. 美国 ADP 就业数据与非农就业数据对比	26
图 45. 最新 CME 降息预测 (4 月 5 日更新)	26
图 46. 美国 3 月 PMI 下行	28
图 47. 美国 3 月 PMI 新订单与就业均下行	28

1. 近期权益市场重要交易特征梳理

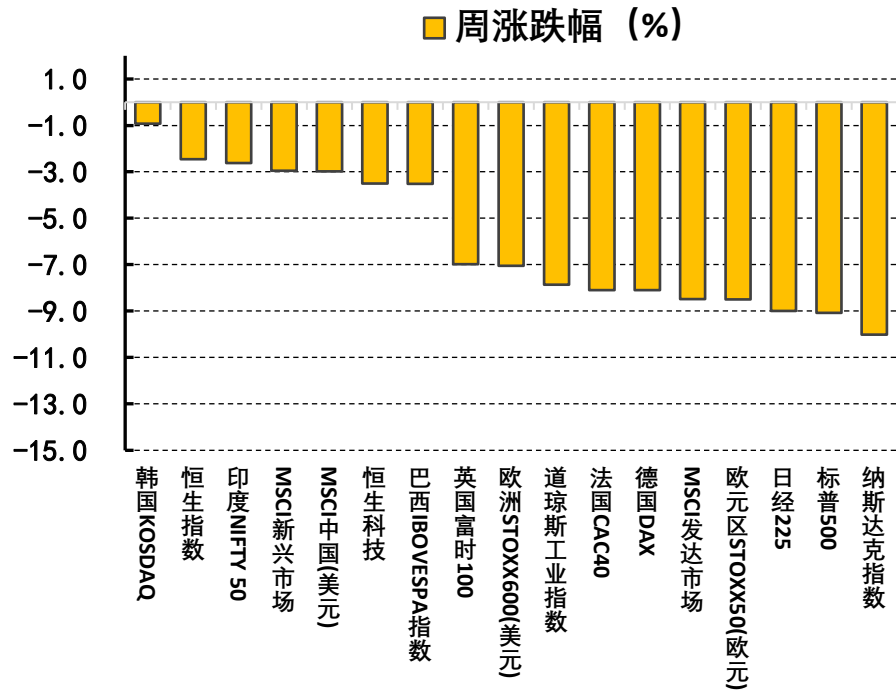
结合近期与市场投资者的交流，复盘本周全球和 A 股的行情与市场环境，有以下几个特征值得关注：

本周主要美股三大指数跌幅巨大。截至 2025 年 4 月 4 日星期五，道指本周累跌 7.86%，标普 500 累跌 9.08%，纳斯达克指数累跌超过 10%。盘面上，标普 500 全盘下跌，日常消费板块跌 2.22%，公用事业板块跌 4.45%，其余板块跌幅均超 5%，其中金融、信息技术、能源板块跌幅最大，本周累跌 10.28%，11.40%，14.10%。特斯拉收跌 10%，领跌七巨头。消息面上，4 月 2 日，特朗普在白宫签署两项关于所谓“对等关税”的行政令，宣布美国对贸易伙伴设立 10% 的“最低基准关税”，并对某些贸易伙伴征收更高关税。根据白宫公布的图表，美国将对进口自英国、澳大利亚、巴西、沙特等国的商品均征收 10% 的关税，对欧盟商品征收 20% 的关税。亚洲国家整体面临的关税更高，整体关税区间处于 26% 至 49%，日本、韩国、印度分别为 24%、25% 和 26%，中国 34%，泰国越南更高，柬埔寨则要面临 49% 的关税。此消息一出，引起全球市场震动，针对特朗普的关税政策，多方做出表态与回应。欧盟委员会主席冯德莱恩则表示，对美国加征进一步关税的决定感到遗憾，全球经济将遭受重创，通胀将因关税而上升。同时准备好对美国的关税作出回应，正在准备进一步的反制措施。如果谈判失败，将采取反制措施。日本方面表示力求豁免，不排除报复的可能，但要谨慎评估。加拿大方面卡尼称，对不符合美墨加贸易协定（USMCA）的美国汽车、以及协定中非加拿大生产的汽车和卡车部分，加方将征收 25% 的关税。法国总统马克龙指出，美国在对欧洲征税的同时享受欧洲企业投资是不合理的，并提出动用欧盟“反胁迫工具”，对美数字服务与金融机制进行反击。法国政府亦考虑扩大反制范围，锁定美国科技企业。4 月 4 日，中国表态，自 2025 年 4 月 10 日起，对原产于美国的所有进口商品加征 34% 关税。针对关税大棒可能带来的国内通胀，美联储主席鲍威尔表示，美联储正在等待更明确的消息，然后再考虑进行调整，目前仍然“不急于降息”，保持此前 2025 年年内降息两次的计划。经济数据方面，4 月 4 日周五，美国劳工统计局公布的数据显示：美国 3 月非农就业增长超过市场预期，随着劳动参与率的上升，失业率略有上升，薪资增长保持稳定，这在一定程度上显示出美国就业市场的韧性。4 月 3 日，挑战者企业（Challenger, Gray & Christmas, Inc）发布裁员报告，今年 3 月美国雇主宣布的总体裁员人数为 275240 人，比去年增加了 205%，这是自 1989 年开始报告裁员计划以来，是疫情以来的最大规模，也是任何 3 月份报告的最高数字。这在很大程度上是由于 DOGE 的行动所致，3 月份联邦政府共计裁员 216215 人，过去两个月 27 个联邦机构裁员约 280253 人。一季度联邦政府宣布的裁员人数与 2024 年同期相比增加了 672%，但是市场对后续就业比较悲观，关税政策也可能导致私营部门更明显的裁员，冲击劳动力市场。美国 3 月 ISM 服务业 PMI 指数 50.8，大幅不及预期，且意外创九个月新低，价格指数仍处高位。市场对美国经济前景担忧加剧，美股收跌。

欧股本周普跌。欧元区 STOXX50（欧元）下跌 8.50%，法国 CAC40 下跌 8.10%，英国富时 100 跌 6.97%，德国 DAX 下跌 8.10%。引起本周欧股齐跌的原因是特朗普关税政策的落地以及欧盟方面表示可能的反制举动加剧了市场的波动。

港股本周齐跌。恒生科技指数跌 3.51%，恒生指数跌 2.46%。盘面上，各板块涨跌不一。电讯业、公用事业、医疗保健业领涨盘面，周涨幅分别为 1.76%、1.68%、1.29%。非必要消费、工业、资讯科技业、原材料业跌幅均超过 4%。引起本周港股齐跌的原因是特朗普关税政策的落地以及中国方面明确表示 34% 的关税反制冲击了权益市场。

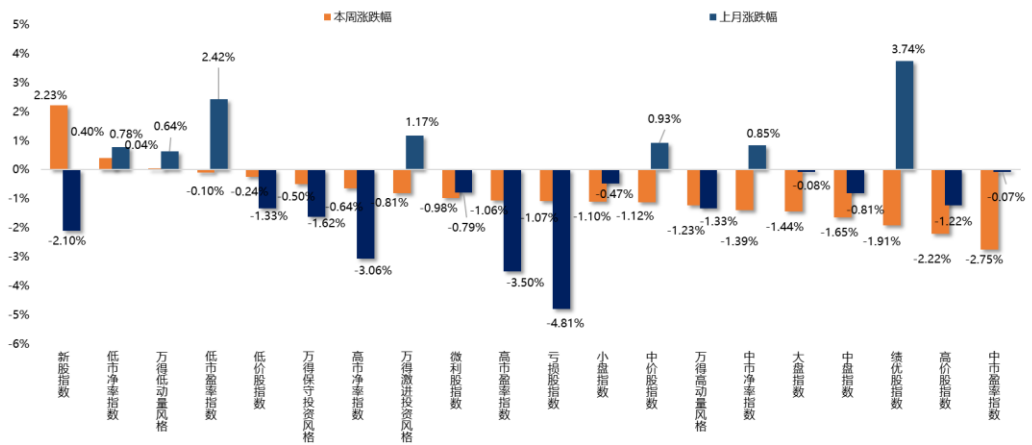
图1. 本周全球股指普跌



资料来源: Wind, 国投证券证券研究所

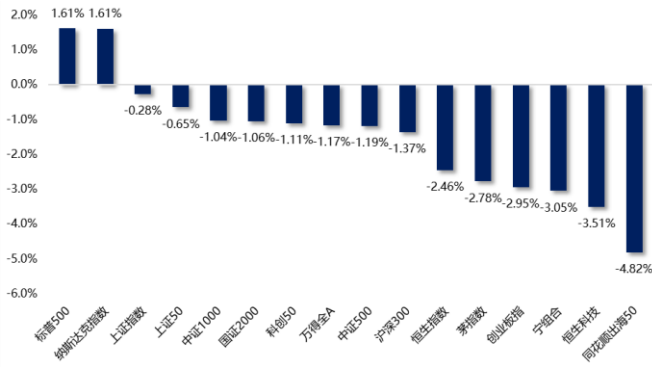
第一, 本周上证指数跌 0.28%, 沪深 300 跌 1.37%, 中证 500 跌 1.19%, 创业板指跌 2.95%, 恒生指数跌 2.46%。价值风格表现强于成长风格, 动物保健、水电涨幅较大。本周全 A 日均交易额 11367 亿, 环比上周有所下降。

图2. 本周新股指数占优



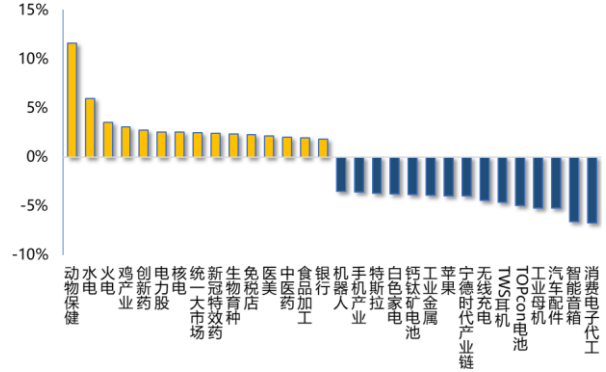
资料来源: Wind, 国投证券证券研究所

图3.本周主要指数涨跌幅一览



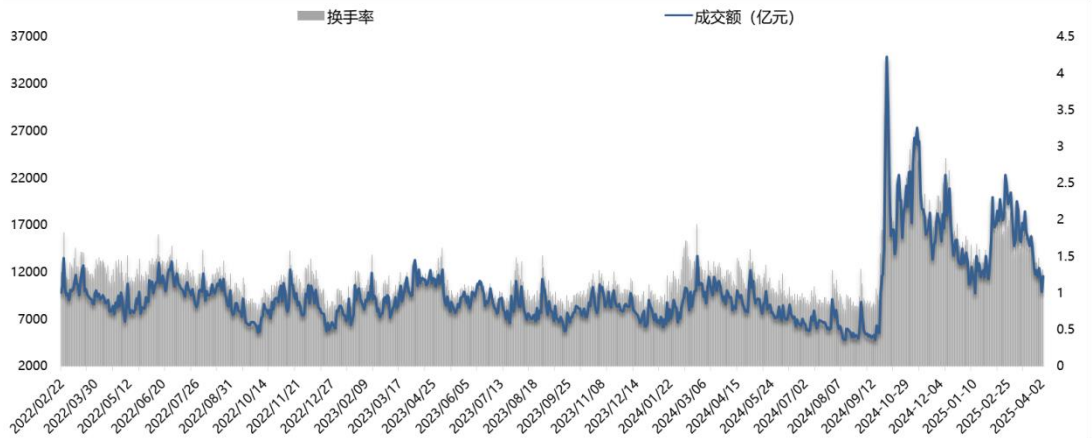
资料来源: Wind、国投证券证券研究所

图4.本周涨幅居前或跌幅居前的细分板块



资料来源: Wind、国投证券证券研究所

图5.本周万得全 A 换手率和成交额回落

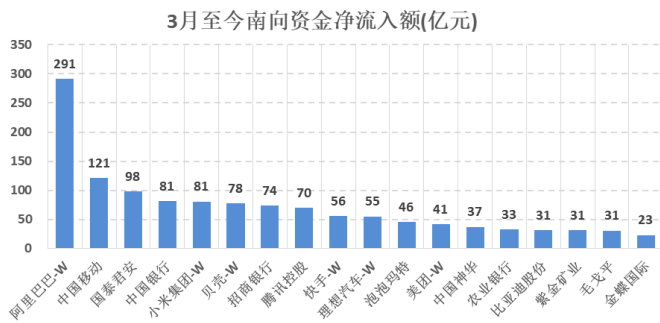


资料来源: Wind、国投证券证券研究所

第二，增量资金层面，近期值得高度关注是面对特朗普政府关税冲击，南向资金在本周逆势加速流入，本周进一步流入 566 亿元，流入速度也较 3 月份再度加快，对等关税计划公布当天（4 月 3 日），南向资金单日净流入 270.98 亿元，与前高 277 亿元十分接近。从结构上看，南向资金的流入分成鲜明的两个方向，一是港股互联网为代表的科技领域，二是港股银行、运营商为代表的港股高股息，3 月以来，这一趋势仍在持续，显然两者都相对 A 股资产具有稀缺性。

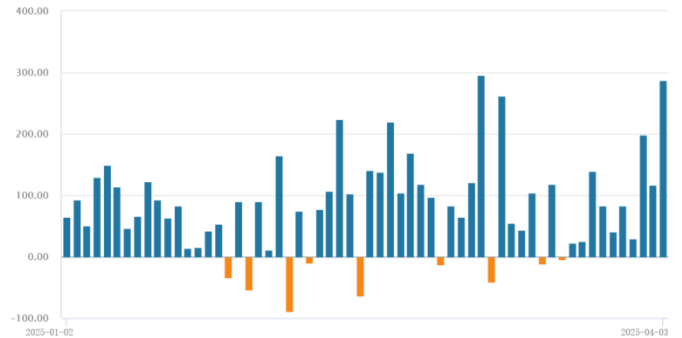
从南向资金交易占比看，可以说南向资金对于港股的定价权在明显提升，以南向资金每日交易总额占港股通指数的比例来测算，2021-2022 年港股持续下跌期间，南向资金交易额占比中枢维持在 30% 附近，2023 年港股企稳反弹后交易额占比中枢上升至 40%-50%，而 2024 年 9 月至今南向资金定价权加速提升，2025 年至今的交易额占比接近 60%。这一定程度上解释了近期港股市场与海外市场波动的逐步脱钩，也解释了港股互联网和港股红利等南向资金重点流入资产的较好的表现。

图6.3月月以来南向资金主要加仓港股互联网和科技股



资料来源: Wind、国投证券证券研究所

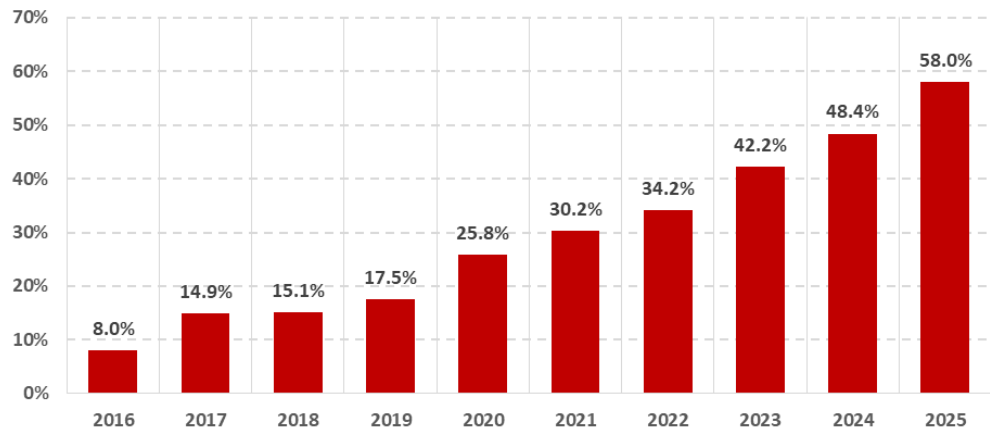
图7.近期南向资金流入再度加快(亿港元)



资料来源: Wind、国投证券证券研究所

图8.南向资金对于港股市场定价权持续提升,当前成交额占比已经接近60%

当年南向资金交易额占港股通指数比例均值



资料来源: Wind、国投证券证券研究所

第三,本周全球最重要的事件是特朗普政府的对等关税计划落地,以及各国对其出台反制措施,具体而言特朗普公布的关税计划主要有以下内容:

- 基准关税:特朗普的政策将对来自所有国家的所有商品征收 10% 的关税,但符合墨西哥、加拿大和美国之间 USMCA 自由贸易协定的商品除外(不符合规定的商品将继续按 25% 的税率征收)。其他国家商品的进口商将于美国东部时间周六凌晨 12:01 开始支付 10% 的基准关税。
- 互惠关税:约 60 个国家将征收相当于美国一半的关税,其中对中国额外加征 34% 的关税,对欧盟额外加征 20%,对越南额外加征 46%。这些互惠关税将于美国东部时间 4 月 9 日凌晨 12:01 生效。
- 行业关税:特朗普表示,美国将从美国东部时间午夜起对所有外国制造的汽车征收 25% 的关税,以解决影响该国“工业基础”并危及国家安全的“严重不平衡”。药品、木材、铜、半导体、贵金属,以及美国国内无法获得的能源和特定矿物将被豁免。
- 特朗普称:特朗普称他的关税声明是美国历史上“最重要的日子之一”,并称这是“经济独立宣言”。总统表示,美国“不能再继续推行单方面经济投降的政策”,并表示他把美国人放在第一位。

作为反击,欧盟、加拿大等国家和地区都在制定报复和反制措施,我们初步汇总了关税计划发布后,各个国家和地区政府的表态以及相关智库、财经媒体的主要观点。另外,我国的反制措施如下:4月4日下午,国务院关税税则委员会发文称,对原产于美国的所有进口商品,在现行适用关税税率基础上加征 34% 关税。此外,商务部、海关总署六箭齐发,包括将 16 家美国实体列入出口管制管控名单、对中重稀土相关物项实施出口管制、暂停 6 家美国企业产

品输华资质、将11家美国企业列入不可靠实体清单、对进口医用CT球管发起产业竞争力调查、在世贸组织起诉美“对等关税”等。

图9.3月以来南向资金主要加仓港股互联网和科技股

图10.特朗普计划对全球各国加征高额关税

国家/地区	政府表态的核心内容
欧盟	准备“强有力的报复计划”，针对美国服务出口进行反制，维护自身利益。
加拿大	计划对美国商品实施反制关税，有多项措施应对。
日本	推动汽车关税豁免，减轻关税对经济和就业的冲击。
英国	不会作出“应激反应”，但“保持所有选项在桌面上”。
澳大利亚	谴责关税有害美国消费者，拒绝报复。
爱尔兰	警告可能导致多达80,000个工作岗位流失，取消22亿欧元生活成本支持计划。
印度	希望通过双边贸易协议解决问题，减少关税壁垒。
挪威	正在评估影响，对欧盟和挪威征收的关税至关重要。
瑞士	将迅速确定下一步行动，尊重国际法和自由贸易。
瑞典	捍卫自由贸易和国际合作，对美国提高关税限制贸易表示遗憾。
波兰	友谊意味着真正互惠关税，需要做出适当决定。
丹麦	不理解美国对欧洲发动贸易战，欧洲将团结一致给出有力回答。

国家	对美国征收的关税 (包括货币操纵和贸易壁垒)	美国给予的互惠 关税
中国	67%	34%
欧盟	39%	20%
越南	90%	46%
台湾	64%	32%
日本	46%	24%
印度	52%	26%
韩国	50%	25%
泰国	72%	36%
瑞士	61%	31%
印度尼西亚	64%	32%
马来西亚	47%	24%
柬埔寨	97%	49%
英国	10%	10%
南非	60%	30%
巴西	10%	10%
孟加拉国	74%	37%
新加坡	10%	10%
以色列	33%	17%
菲律宾	34%	17%
智利	10%	10%
澳大利亚	10%	10%
巴基斯坦	58%	29%
土耳其	10%	10%
斯里兰卡	88%	44%
哥伦比亚	10%	10%

资料来源: Bloomberg、国投证券证券研究所

资料来源: Wind、国投证券证券研究所

图11.2018年中美贸易摩擦期间资本市场表现回顾

来源	标题	核心观点
PIIE (彼得森国际经济研究所)	特朗普关税、贸易战点评	特朗普关税政策将导致美国制造业就业增长有限，增加经济衰退风险，推高通胀。PIE专家批评政策的负面影响，认为关税将降低美国公司在全球汽车销售中的份额，增加企业投资的不确定性。
The Wall Street Journal (华尔街日报)	共和党打响警报：特朗普关税风暴引发党内分歧	特朗普关税政策引发共和党内部分歧，部分议员提出立法动议要求收回关税制定权。共和党内部对关税政策不满，担心通胀和经济衰退，认为关税政策可能加剧美国的通胀压力，增加经济衰退的风险。
The New York Magazine (纽约杂志)	美国或面临“经济末日”危机	特朗普关税政策可能导致美国经济“雪崩效应”，二季度GDP负增长概率超50%。业界对政策不确定性感到担忧，认为政策反常识、反逻辑，将导致大规模的通货膨胀，使企业无法制定长期规划。
The Wall Street Journal (华尔街日报)	美国民众抢购电视、酱油与瑜伽裤	特朗普关税引发美国民众抢购商品，消费者对关税政策感到焦虑和不确定性。民众囤货行为反映了对价格上涨的担忧，担心关税政策将导致商品价格上涨。
The Washington Post (华盛顿邮报)	全球对特朗普关税的十大直白回应	全球对特朗普关税的普遍负面反应，包括谴责、遗憾和反制措施。各国对关税政策的回应多样化，部分国家幸灾乐祸，认为美国的贸易政策将导致全球经济的不稳定。
The Economist (经济学人)	美股暴跌说明了什么？	特朗普关税政策可能终结“美国例外论”，抑制经济增长，削弱美国科技领先地位。美股暴跌反映市场对经济前景的悲观预期，认为关税将长期抑制增长，美国政府的治理不再亲商。
Financial Times (金融时报)	特朗普引发的混乱正在疏远共和党人	特朗普关税政策导致共和党内部凝聚力下降，公众信心指数跌破历史均值。特朗普政策引发经济和社会方向迷失，公众对特朗普的经济政策失去信心。
The New Yorker (纽约客)	特朗普的自反令全球经济陷入动荡	特朗普关税政策导致全球经济动荡，市场和业界低估了其风险。批评特朗普政府的政策缺乏清晰框架，认为特朗普政府的决策机制反逻辑，正在把美国拖入史无前例的经济灾难。
The Atlantic (大西洋月刊)	特朗普的清算时刻	特朗普关税政策引发共和党内部危机，经济衰退风险加剧，政治支持下降。特朗普政府面临多重挑战，包括选举失利和政策反弹，关税政策争议为核心矛盾点。
The Atlantic (大西洋月刊)	终结所有关税的关税？特朗普关税必遭反制	特朗普“对等关税”政策缺乏透明机制，可能引发全球关税螺旋式上升。高关税将推高物价，加剧经济衰退风险，多国均启动反制措施，可能引发全球关税螺旋式上升。
The Economist (经济学人)	特朗普将美国贸易政策倒退至19世纪水平	特朗普关税政策将美国贸易政策倒退至19世纪水平，颠覆自由贸易体系。批评政策否定全球化价值，加速全球经济秩序重构，认为特朗普政策从根本上否定全球化价值。
Financial Times (金融时报)	特朗普关税重创供应链企业	特朗普关税重创供应链企业，科技巨头和零售企业股价下跌。企业尝试供应链多元化但效果有限，政策不确定性威胁经济稳定性，行业团体寻求豁免。
The Wall Street Journal (华尔街日报)	特朗普关税推动全球化时代的落幕	特朗普关税政策终结了全球化时代，企业观望态度加剧经济不确定性。美国本土投资增加有限，政策不确定性成为投资最大敌人，企业支出计划缩减。
Financial Times (金融时报)	特朗普“美丽”的贸易战	特朗普关税政策短期内制造市场混乱，长期将推高物价并削弱经济增长。政策引发选民反弹，加速美国国际孤立，美国的国际信任持续流失。
Financial Times (金融时报)	特朗普关税政策简报：全面征税与精准报复	特朗普关税政策包括全面征税与精准报复，可能持续实施至目标达成。关税政策引发全球经济竞争新纪元，可能持续实施，直到特朗普认为其目标得以实现。

资料来源: Bloomberg、WSJ、FT、国投证券证券研究所

从资本市场的反映来看，全球权益市场普遍承压，美股跌幅居前，标普500和纳指在两个交易日内下跌超过10%，其次是受关税冲击较明显的欧洲和越南股市，德国股指和英国股指分别下跌7.81%和6.43%，越南胡志明指数大跌8.13%，而人民币资产表现相对强劲，明显跑赢全球市场，周四恒生指数下跌1.52%，沪深300仅下跌0.59%，周五仍在交易A50期货也仅下跌1.68%；全球大宗商品同样大幅下跌，尤其是原油、天然气和重要的金属，布油下跌11.86%，COMEX白银下跌14.79%，伦铜跌9.49%，农产品也有一定的跌幅，CBOT大豆下跌5.08%；汇率方面，美元指数在4月3日大幅走弱至101.9点，4月4日反弹回102.8，人民币汇率相对稳定。

整体而言，本轮关税冲击下受损最明显的是经济已现疲态的美国股市，其次是全球衰退影响下的大宗商品和欧洲股市，人民币资产无论是汇率还是股市相对比较坚挺，一方面是因为我们对于关税冲击有充分预期和政策储备，对美依赖度连年下降；另一方面是国内经济基本面在一季度有所修复，市场对于扩内需政策以及中国科技突破的期待较高。但如果参考2018年中美贸易摩擦的演绎路径，后续各方的拉锯和谈判会对资本市场不断形成扰动，尽管本轮冲击下人民币资产是相对跑赢的，但不确定性下市场的风险偏好可能仍然较高。

图12.关税冲击（4月3日）至今大类资产表现

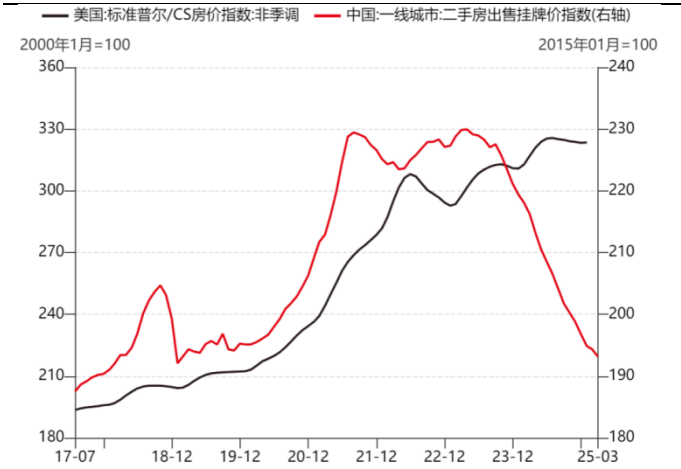
大类资产	资产名称	关税冲击至今涨跌幅(%)	大类资产	资产名称	关税冲击至今涨跌幅(%)
全球权益市场	标普500	-10.53	能源	ICE布油	-11.86
	纳斯达克指数	-11.44		NYMEX天然气	-5.82
	道琼斯工业指数	-9.26	贵金属	COMEX黄金	-3.48
	纳斯达克中国金龙指数	-10.60		COMEX白银	-14.79
	富时中国A50期货	-1.68	工业金属	LME铜	-9.49
	沪深300	-0.59		LME铝	-4.50
	德国DAX	-7.81		LME锡	-6.71
	英国富时100	-6.43	农产品	CBOT玉米	0.60
	日经225	-5.45		ICE可可	-5.21
	恒生指数	-1.52		CBOT大豆	-5.08
	韩国综合指数	-1.61		CBOT小麦	-1.72
	胡志明指数	-8.13	汇率	美元指数	-0.72
	印度SENSEX30	-1.64		欧元兑美元	0.96
	巴西IBOVESPA指数	-3.00		美元兑离岸人民币	0.00
美债和VIX	CBOT10年美债	1.35	美元兑日元	-1.56	
	CBOE波动率	110.65	数字货币	CME比特币期货	-3.32

资料来源：Wind、国投证券证券研究所

图13.2018年中美贸易摩擦期间资本市场表现回顾

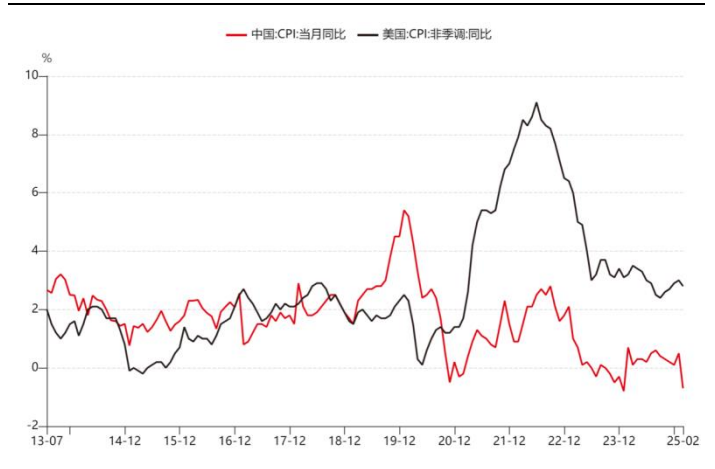

资料来源：Wind、国投证券证券研究所

图14.美国房价处于高位，中国房价处于低位



资料来源: Wind、国投证券证券研究所

图15.美国通胀处于相对高位，中国通胀处于低位



资料来源: Wind、国投证券证券研究所

图16.美国股指处于历史高位，中国股指处于偏低水平



资料来源: Wind、国投证券证券研究所

图17.美联储历史上加息周期结束后全球迎来金融危机冲击

时间范围	美联储操作	利率变化	加息引发的危机	首次加息时间	降息时间	金融危机发生年份	首次加息到危机的间隔时间
1979-1982年	加息	10%-20%	拉美经济危机	1979年10月	1981年6月	1982年	间隔3年
1982-1988年	降息	20%→6.5%					
1988-1989年	加息	6.5%→9.75%	日本泡沫危机	1988年3月	1989年6月	1990年	间隔2年
1989-1994年	降息	9.75%→3%					
1994-1995年	加息	3%→6%	亚洲金融危机	1994年2月	1995年7月	1997年	间隔3年
1995-1999年	降息	6%→4.75%					
1999-2000年	加息	4.75%→6.5%	2000年互联网泡沫	1999年6月	2001年1月	2000年	间隔1年
2000-2004年	降息	6.5%→1%					
2004-2006年	加息	1%→5.25%	2008年次贷危机	2004年6月	2007年9月	2008年	间隔4年
2007-2015年	降息	5.25%→0.25%					
2022-2024年	加息	0.25%→5.5%	???	2022年3月	2024年9月	???	???
2024年-???	降息	???					

资料来源: Wind、国投证券证券研究所

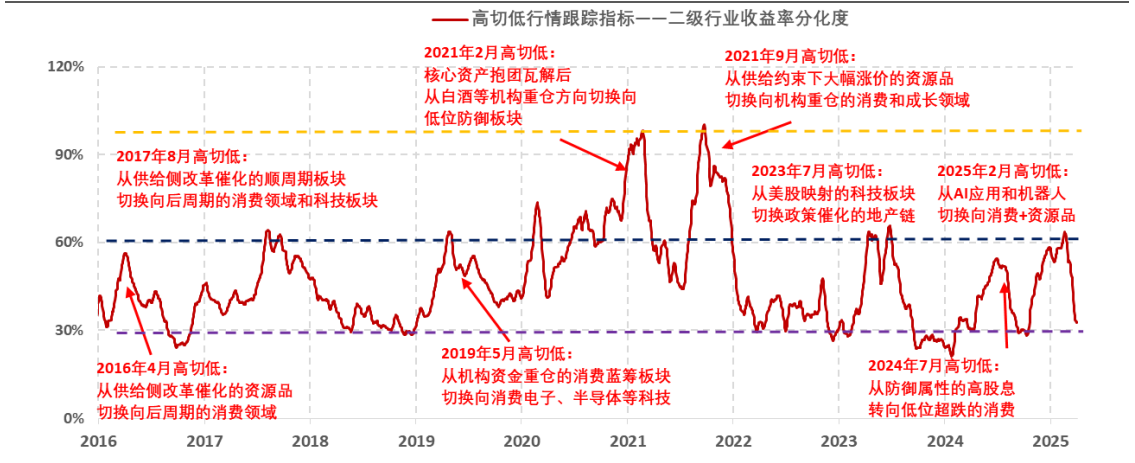
第四，基于我们特色的交易指标：高切低行情跟踪指标来观察，前两周我们明确提示目前高切低跟踪指标已经来到区间高点附近，这意味着部分高位细分行业的收益率已经与低位行业拉开较大差距，存在高切低和补涨的需求。2月底高切低如期发生，截至当前在低位板块补

涨之后，高切低指标正在逐步从高点回落，目前（4月2日）回落至33.02%，距离30%的阈值较为接近。

而在高切低的进程当中，我们也明确发现低位板块从最早的低位科技（军工、半导体等），转向低位顺周期（有色金属、消费等），最终切换至低位高股息（银行、电力等），本周低位高股息的上涨说明高切低进入到最后阶段，即随着量能和情绪回落，美元指数由跌转升压制港股情绪，A股高位板块从滞涨转向下跌，同时赚钱效应从扩散转向缩圈，多数低位板块完成补涨后缺乏进一步冲高的基本面逻辑，叠加长端利率有回落迹象，高股息的配置价值再度出现。

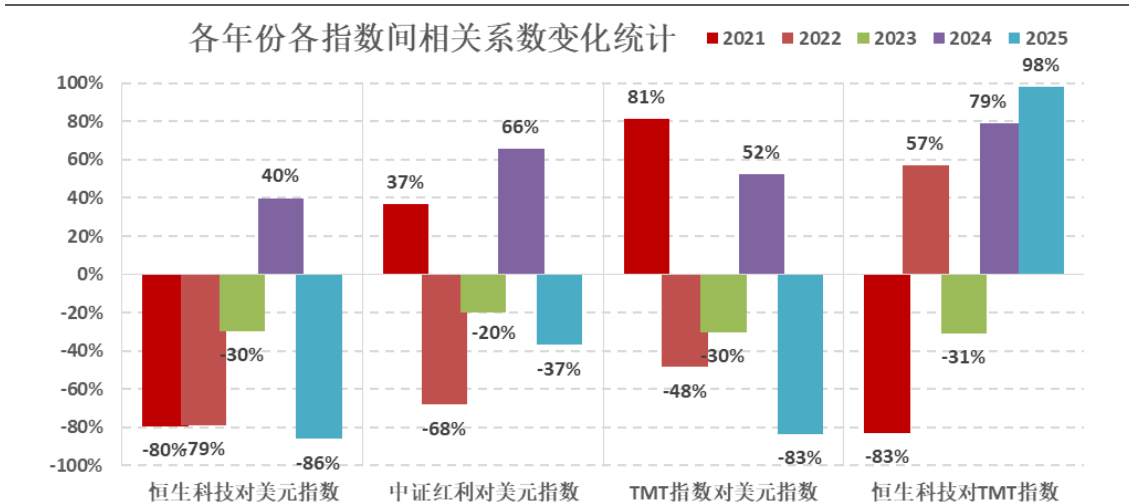
从交易逻辑的角度看，我们依然强调弱美元对于本轮港股和A股科技行情的重要驱动作用，从单纯的相关性统计来看，历史上恒生科技和美元指数的负相关相对稳定，而A股科技股（TMT指数）的表现和美元指数的关系则并不稳定，当然恒生科技和TMT指数的相关关系也不稳定。然而，近期的A股科技股行情则体现出“港股映射”的特征，以港股互联网龙头为代表的一批港股公司引领了本轮中国资产重估，今年以来TMT指数和恒生科技指数的相关系数达到98%。由此对于本轮高切低行情拐点的判断，不能抛开港股以及影响港股的美元指数的走势。如果美元指数由弱转强，那么高位板块回落的持续时间或将延续更久。

图18.高切低行情开始以来，高切低跟踪指标从高位逐步回落



资料来源：Wind，国投证券证券研究所

图19.今年恒生科技和A股科技股形成极致的高度同步



资料来源：Wind，国投证券证券研究所

第五，对于本轮科技股行情，我们此前周报《准备好！高切低》中明确强调，2月底TMT指数以及其相对沪深300和红利的相对收益都已经达到历史高位，距离2015年牛市顶部也十分接近。进一步从本轮科技股行情的交易情绪来看，观察科技板块的交易拥挤度可以发现，由于春节前市场成交量萎缩并且科技主题催化密集，TMT指数成交额占比从2025年初开始持续提升，一度达到48%的高位，距2023年的高点51%极为接近，这提示在2月下旬TMT交易已经进入较为拥挤的阶段，3月以来在科技板块高位震荡下，资金向低位板块扩散，本周成交额占比回落至29.3%（2月底维持在45%以上），拥挤度下降至2月高位的一半左右，回到2024年8月左右水平，可以认为科技板块的交易拥挤度已经较为充分地下降。

图20.科技板块交易热度较2月有所下降，当前交易额占比为29.3%



资料来源: Wind, 国投证券证券研究所

从产业趋势的角度看，当前科技产业投资出现高位震荡，基于科技产业投资的“N”字型走势，站在全年的维度上，当前更多走过的是从A-B的过程，在经历回调之后以AI、智能驾驶为代表的科技产业有可能在今年下半年逐步进入到从1-100的过程，开启C-D的第二波行情。可以明确的是，科技投资最终收益回过头来看，关键点在于C点敢于重仓，担心的是在C-D过程中逐渐高位加仓。总结来说：

- 1、A-B 坚定介入的条件：科技演化满足巨头+爆款+产业链三要素。
 - 2、B-C 逆势敢增配的条件：规模经济下成本下行+范围经济下产品兼容性+商业模式可复制下订单爆发；C才是科技投资最终胜负手。
 - 3、D点：PE 透支业绩增长的极限是5年。
- A—B—C—D 过程按照我们独家四阶段处理：1、爆款出现买巨头—2、巨头开启巨额资本开支买基础设施—3、产业链形成，定价产业链关键环节—4、1-100 的是时候定价供需缺口+应用端。

图21.科技成长的“N”字型投资框架



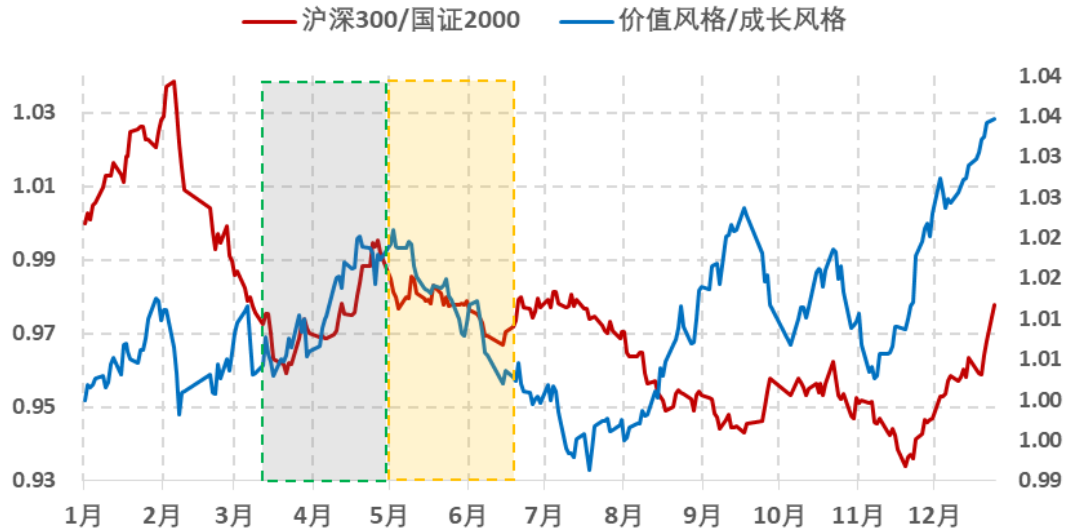
资料来源：Wind、国投证券证券研究所

第六，临近4月财报密集披露阶段，市场普遍关注围绕基本的定价是否会展开。在此，我们统计了从2010年至2024年各风格指数的相对走势来看，春节后的2月份通常展现出成长跑赢价值，小盘跑赢大盘，高估值跑赢低估值的特征，同时由于业绩和经济数据空窗期的存在，市场对于企业盈利并不敏感。而在3月中旬，会出现较为明显的风格反转，即价值、大盘和低估值风格占优，且盈利因子的超额收益开始出现，整个二季度（4月-6月）都会是盈利因子表现比较突出的阶段。而其他风格可能在4月下旬，再次迎来切换，回到成长、小盘和高估值的风格。因此，就当前行情而言，风偏重新提升、切换回小盘科技成长可能需要等到4月下旬，并且在重回科技的时候，选股不能忽视盈利因子。

进一步关注其他重要风格在4月的日历效应：

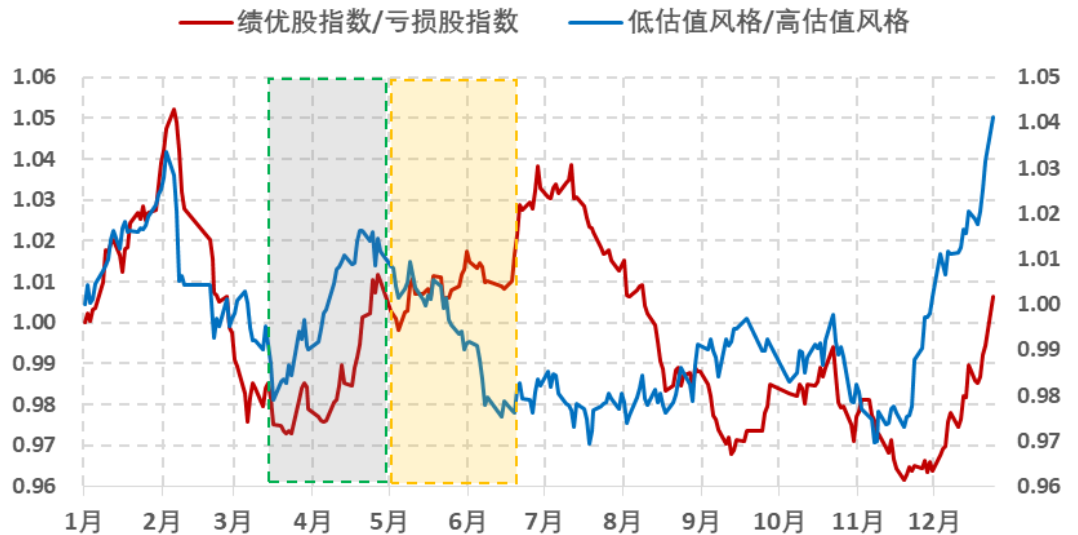
- 从基金重仓股在4月的表现来看，因子属性上看基金重仓股偏绩优股和大盘股，从4月的表现上看，平均表现介于大盘股和小盘股之间：整体来看，4月机构重仓股相对小盘可能跑赢，但对沪深300胜率偏低。历史上基金重仓指数相对万得全A的胜率，在近几年逐步提升，2010年至今胜率是53%，2015年至今和2020年至今分别提升到60%和80%。而相对沪深300的4月胜率则较低，三个区间分别只有20%、20%和40%，机构重仓跑赢沪深300的窗口可能在5-6月。
- 从科技股在4月的表现来看，4月份是科技股表现最差的月份，2010年至今，TMT指数在4月跑赢沪深300指数的只有2年（2013年、2018年），2015年至今TMT指数在4月跑赢沪深300和万得全A的次数都只有一年。从各月份的历史规律来看，4月是TMT指数表现最差的月份，这也和前文所总结的，4月对于基本面因子和大盘价值因子的重视有关。

图22.2010年至2024年大小盘和价值成长风格相对走势均值（各年初为1）



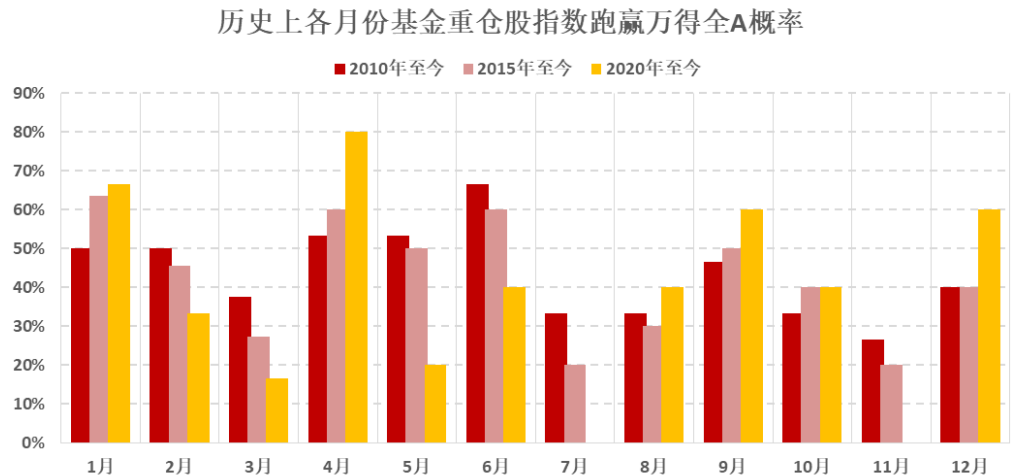
资料来源：Wind、国投证券证券研究所

图23.2010年至2024年盈利因子和估值因子风格相对走势均值（各年初为1）



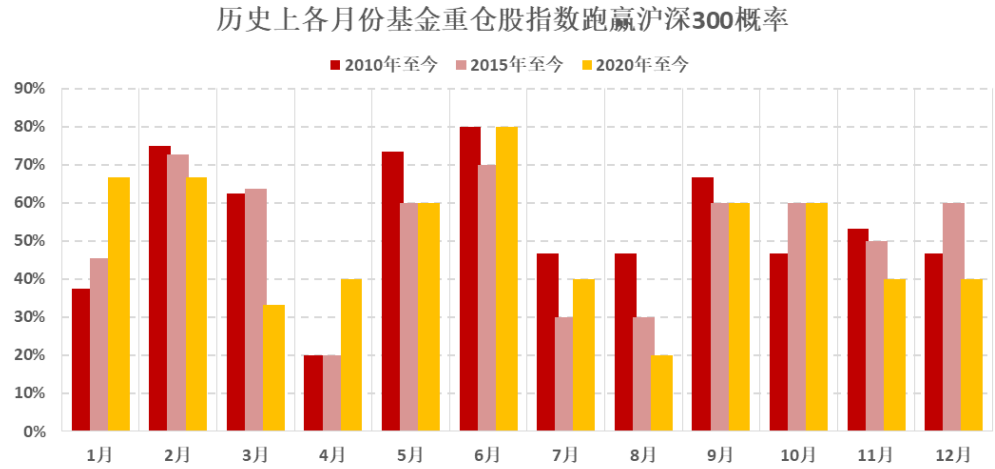
资料来源：Wind、国投证券证券研究所

图24.4月基金重仓股板块跑赢全A的概率较高



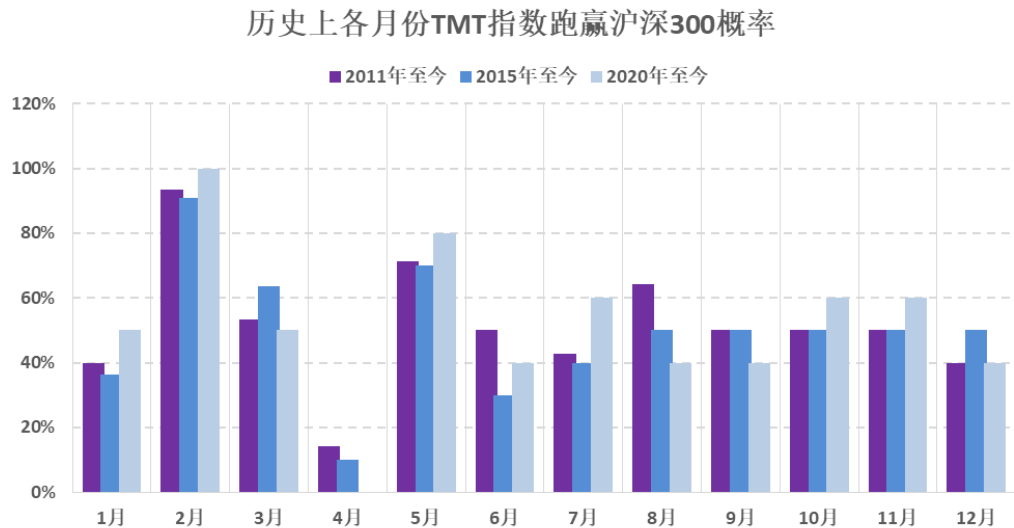
资料来源：Wind、国投证券证券研究所

图25. 4月份基金重仓股跑赢沪深300的胜率偏低，在5-6月胜率最高



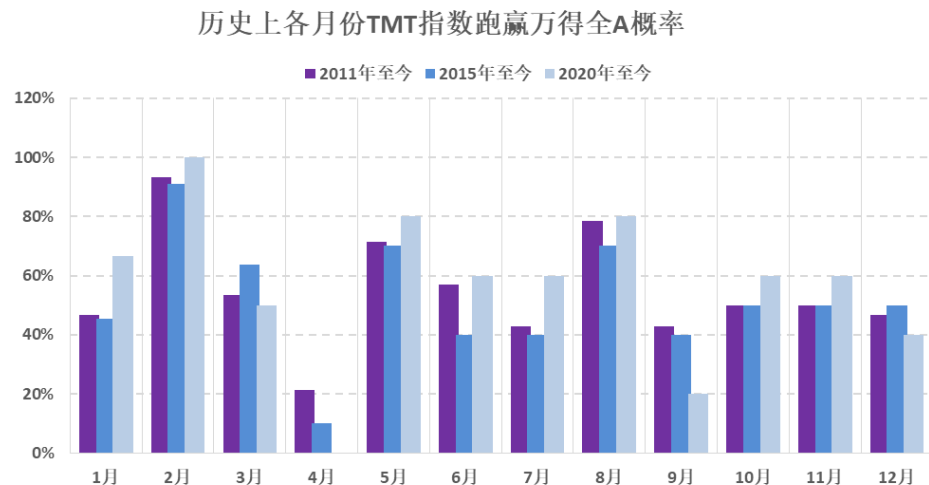
资料来源: Wind、国投证券证券研究所

图26.2010 年至今 TMT 板块在 4 月份跑赢沪深 300 的概率只有 14.3%



资料来源: Wind、国投证券证券研究所

图27. 2010 年至今 TMT 板块在 4 月份跑赢万得全 A 的概率只有 21.4%



资料来源: Wind、国投证券证券研究所

第七，我们此前反复强调财政收支数据在定价层面体现出积极信号，而今年1-2月的财政收支数据则再度转弱，1-2月公共财政收入同比增长-1.6%，其中税收同比-3.9%，非税收入同比11%，而1-2月全国一般公共预算支出增速在收入约束下，仍然达到3.4%（前值3.78%），反映出仍在财政积极发力的特征，而1-2月的社融数据再次确认这一趋势，今年以来政府债券的发行成为社融增量的主要支持项，政府债券在去年不低的基数下，将增速提升到18.1%，而同期社融存量仅小幅上升至8.2%（前值8%），人民币贷款存量增速则下滑至7.1%（前值7.2%）。政府融资成为社融主要拉动项的特征再次印证当前以财政为核心的宏观策略定价体系的重要性。

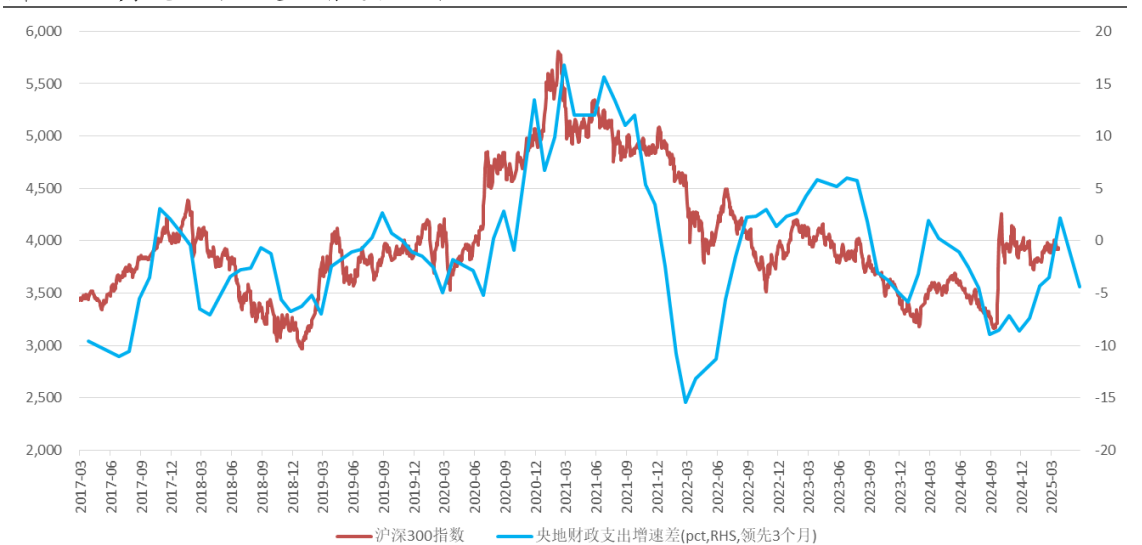
但1-2月的央地财政支出增速的差距开始扩大，中央本级支出增速达到8.6%，而地方一般公共预算支出增速下滑至2.7%（前值11.71%），从趋势上（五期平滑后）我们的大势研判指标——央地财政支出增速差环比回落，领先3个月处理后，指标从3月的2.16pct下滑4月的-4.4pct。

图28.社融结构中政府融资的拉动作用仍在增强



资料来源: Wind, 国投证券证券研究所

图29.1-2月央地财政支出增速差回落

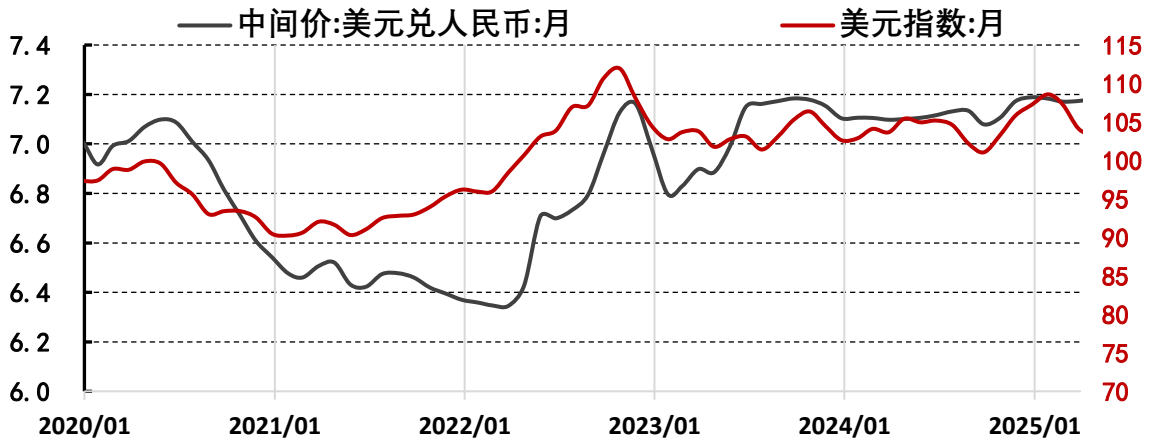


资料来源: Wind, 国投证券证券研究所

本周美元指数震荡下行。截至4月4日本周五，美元指数报收102.9189，上周前值为104.0336，美元指数持续震荡下行。美元兑人民币的即期汇率从7.27上涨到7.30。影响本周美元指数走弱的原因除了我们前面提到的特朗普关税冲击全球市场以及部分美国经济指标走弱加剧市场对美国经济衰退的担忧外，还在一定程度上显示出美元的避险属性正在减弱。在特朗普此前宣布4月2日关税落地的消息后，长期以来被视为避险天堂的美元如今却一反常态，震荡下跌且处于2024年以来的相对历史低位，一方面是由于此前美元指数高位回吐，但另外一方面在一定程度上反应出，由于担心特朗普的政策转变以及美国部分经济指标的走弱陷入美国可能衰退的担忧，市场投资者看空美元，美元价格承压，相反非美元的货币资产（如日元和瑞士法郎），以及美债、黄金等避险资产吸引力大量资金导致美元指数下行。

我们认为，特朗普关税阴霾下，美元指数可能在全球避险资产资金分流的情况下进一步走弱，同时当前美联储的态度与行动也是影响美元指数的重要原因。

图30. 本周美元指数震荡下行

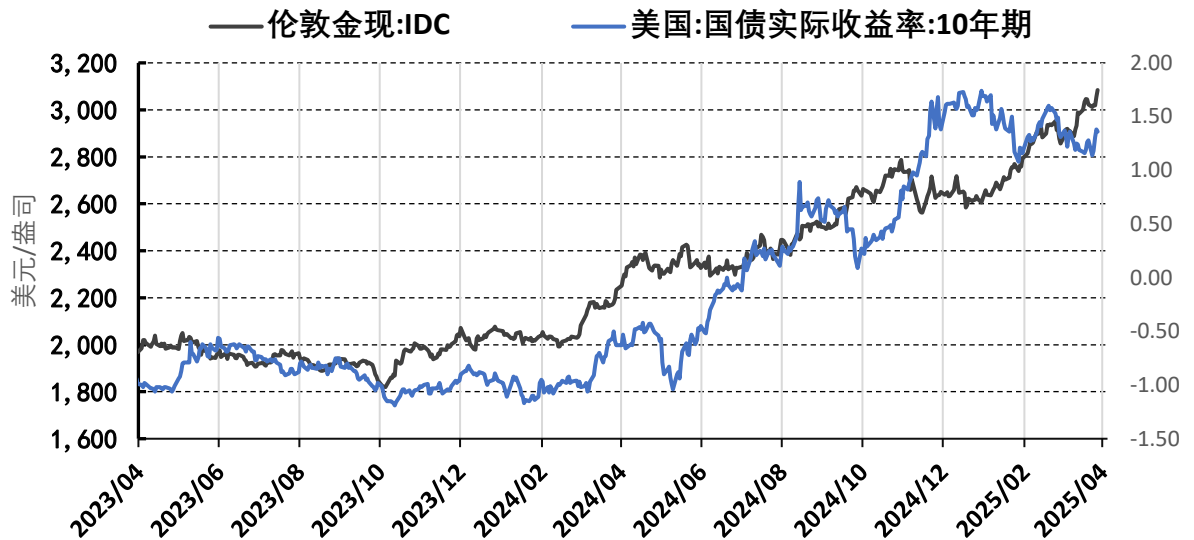


资料来源: Wind, 国投证券证券研究所

COMEX 黄金期货最新价格为 3035.60 美元/盎司，相较于上周前值 3090 美元/盎司持续震荡下行，伦敦金现 IDC 最新价格 3037.31，相较于上周前值 3084.33 震荡上行，本周金价震荡下行但仍处于历史高位。引起本周金价震荡下行的主要原因是，金价在此前的高位回落以及美债、部分非美货币避险属性凸显，分流全球资金。消息面上，特朗普4月2日开始征收广泛的对等关税以及多国宣布关税回应，全球贸易摩擦升级。其次，地缘政治方面，3月30日美国总统特朗普称，“如果伊朗不与美国就其核问题达成协议，美国将对伊朗进行轰炸。”伊朗高层方面近期也做出回应，表示空袭美军驻中东军事基地，这加剧中东地缘动荡。地缘政治动荡加剧，当前俄乌和谈迟迟难以达成、哈以冲突加剧、美伊关系紧张、美国意图侵占格陵兰岛的举动加剧美欧关系紧张等，地缘政治恶化导致短期黄金避险需求增加对金价形成支撑。

我们认为，短期来看特朗普的对等关税政策仍会使金价保持高位震荡；中长期来看，地缘政治也是影响黄金价格走势的重要因素。

图31. 本周金价走势震荡下行

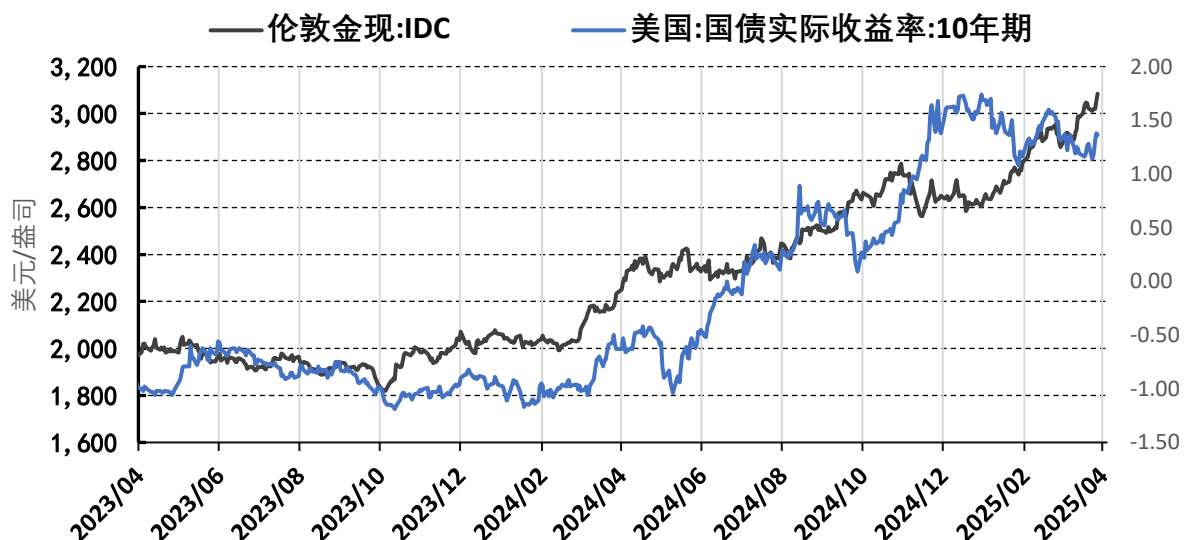


资料来源: Wind, 国投证券证券研究所

COMEX 黄金期货最新价格为 3035.60 美元/盎司, 相较于上周前值 3090 美元/盎司持续震荡下行, 伦敦金现 IDC 最新价格 3037.31, 相较于上周前值 3084.33 震荡上行, 本周金价震荡下行但仍处于历史高位。引起本周金价震荡下行的主要原因是, 金价在此前的高位回落以及美债、部分非美货币避险属性凸显, 分流全球资金。消息面上, 特朗普 4 月 2 日开始征收广泛的对等关税以及多国宣布关税回应, 全球贸易摩擦升级。其次, 地缘政治方面, 3 月 30 日美国总统特朗普称, “如果伊朗不与美国就其核问题达成协议, 美国将对伊朗进行轰炸。” 伊朗高层方面近期也做出回应, 表示空袭美军驻中东军事基地, 这加剧中东地缘动荡。地缘政治动荡加剧, 当前俄乌和谈迟迟难以达成、哈以冲突加剧、美伊关系紧张、美国意图侵占格陵兰岛的举动加剧美欧关系紧张等, 地缘政治恶化导致短期黄金避险需求增加对金价形成支撑。

我们认为, 短期来看特朗普的对等关税政策仍会使金价保持高位震荡; 中长期来看, 地缘政治也是影响黄金价格走势的重要因素。

图32. 本周金价走势震荡下行



资料来源: Wind, 国投证券证券研究所

截止本周五，LME 铜本周报收 8780.0 美元/吨，上周报收 9855.50 美元/吨，本周铜价震荡下行。本周影响铜价下跌可能的原因有：铜价前期的大幅上涨，市场中的投机资金开始获利了结，导致铜价承压；受特朗普关税政策影响，美国及全球消费预期下降，全球经济形势的不确定性增加，特别是贸易摩擦加剧，导致市场对未来经济增长的预期下调。这直接影响了工业金属的需求预期，对铜的影响尤为明显，因为铜是许多工业部门的重要原材料。

我们认为，短期来看随着特朗普关税政策落地，全球经济风险加剧的情况下可能引起铜价震荡。

图33. 本周铜价震荡下行

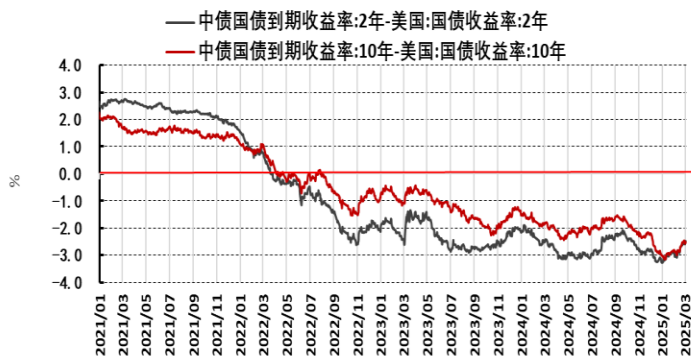


资料来源: Wind, 国投证券证券研究所

美国 3 个月国债收益率报收 4.28%，相较于上周前值 4.33 下降了 5 个 bp；10 年期国债收益率报收 4.01%，上周前值 4.27%，长短端美债下降 26 个 bp。本周长端美债的避险属性大爆发，在特朗普关税冲击全球市场的背景下，美债作为一种安全资产吸引了大量资金入场，对美债需求的增加导致美债价格升高，此为美债收益率走低的最主要原因。同时，根据美国供应管理协会（ISM）公布的 3 月美国制造业 PMI 录得 49，较前值 50.3 下行 1.3，不及预期的 49.5；月服务业采购经理人指数（PMI）为 50.8，大幅不及预期，创九个月新低，服务业 PMI 的疲软引发市场对美国经济疲软的担忧，该数据的公布进一步助推全球资金加速涌入美债避风港。

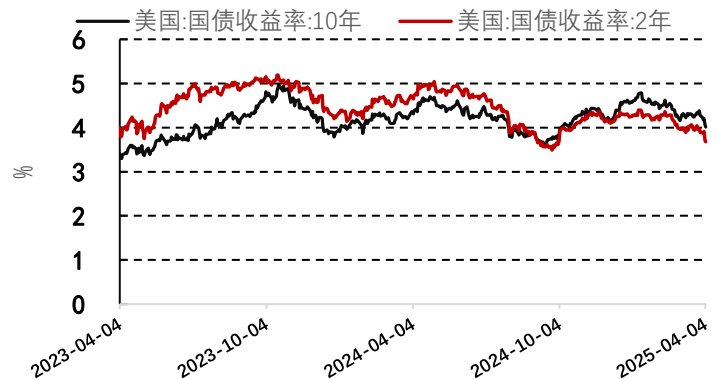
我们认为，短期来看特朗普的关税政策走向是影响美债收益率的最主要因素，如果特朗普的关税政策落地有缓和空间，美债收益率有回升的可能，但同时需要关注投资者的信心对美债需求的影响。

图34.近一周中美利差缩小



资料来源: Wind, 国投证券证券研究所

图35.10年期美债收益率震荡下行



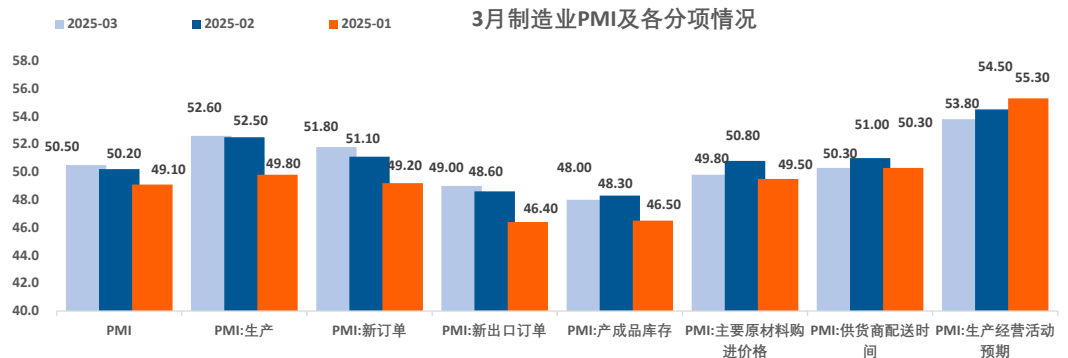
资料来源: Wind, 国投证券证券研究所

2. 内部因素：政策发力支撑一季度经济回暖，二季度能否进一步增长修复仍需观察

近期主要公布了3月份PMI以及房地产等数据。其中随着春季进入开工期，生产经营活动加快，制造业PMI环比上升0.3%至50.5%，持续扩张区间；3月整体楼市呈现回稳态势，30大中城市商品房成交面积同比增长2.5%。整体而言一季度经济基本面有所企稳回暖，但内生动能的修复存在波折，财政对经济的支持有待加强。如何通过财政政策完善居民的社会保障体系，推动居民消费倾向稳步恢复，实现宏观经济转型和国内外双循环，是下一阶段财政政策的主要看点。往后看，特朗普大幅加征关税叠加国内的反制措施可能对经济修复的路径产生明显阻碍，这一部分的扰动需要持续跟踪观察。具体来看：

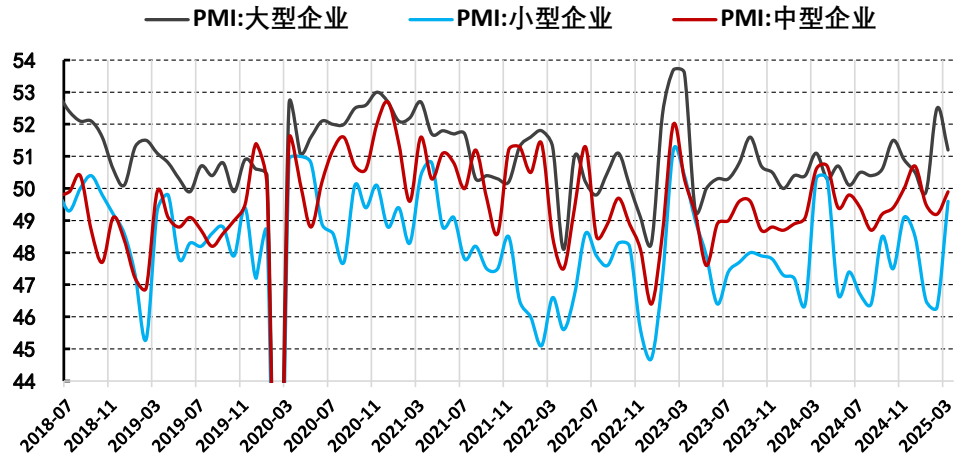
➤ 3月份，中国制造业采购经理指数（PMI）为50.50%，较前月回升0.3%，制造业景气水平不断回升。从分类指数来看，产需指数双双回升，生产指数和新订单指数分别为52.6%和51.8%，比上月上升0.1%和0.7%，处在扩张区间，制造业产需持续改善。在产需恢复的带动下，产成品库存周转效率正在提高，产成品库存指数为48%，比上月下降0.3%；主要原材料购进价格指数为49.8%，比上月回落1%。从企业规模来看，大型企业PMI为51.2%，较上月下降1.3%，主要是春节后大型企业复工复产的扩张过程开始恢复稳定；而中小型企业由于生产经营活动恢复相对滞后，3月景气水平开始回升，3月中型和小型企业PMI分别录得49.9%和49.6%，分别较上月回升0.7%和3.3%，进入扩张区间。非制造业PMI中建筑业、服务业、商务活动指数分别上升0.7%、0.3%、0.4%至53.4%、50.3%、50.8%，景气水平持续回升，继续保持扩张。分行业来看，建筑业主要是受气候转暖，各地建设项目加快推进等因素影响；服务业主要是由于一些行业如水上运输、航空运输、邮政、电信广播电视及卫星传输服务、货币金融服务等，商务活动指数均位于55.0%以上较高景气区间，这些行业的良好表现带动了服务业整体景气水平回升。3月财新综合PMI产出指数为51.8%，比上月上升0.3%，持续位于扩张区间，表明春季我国企业生产经营活动恢复发展加快，经济景气水平总体回升。

图36.3 月制造业 PMI 及各分项情况



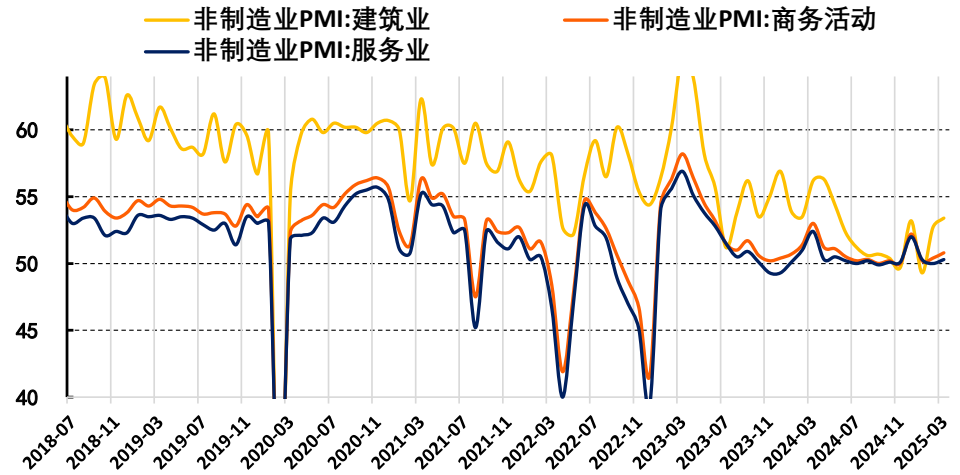
资料来源: wind, 国投证券证券研究所

图37.3 月不同制造业企业规模 PMI



资料来源: wind, 国投证券证券研究所

图38.3 月非制造业 PMI 保持扩张



资料来源: wind, 国投证券证券研究所

图39.高频数据跟踪

高频数据跟踪							
行业	指标名称	最新日期	频率	最新值	单位	当期同比	当期环比
投资	建材综合指数	2025/4/2	日度	117		-4.94%	0.49%
煤炭行业	煤炭库存	2025/4/3	日度	670	万吨	17.54%	-1.76%
石油化工行业	地炼开工率	2025/4/2	周度	54.58	%	-6.54%	-0.44%
	涤纶长丝开工率	2025/3/27	周度	95.50	%	5.48%	0.00%
	焦化企业开工率	2025/3/28	周度	76.92	%	10.11%	0.69%
钢铁行业	高炉开工率(247家)	2025/3/28	周度	82.13	%	6.77%	0.18%
	生铁日均产量	2025/3/31	旬度	187.70	万吨/天	0.58%	-2.59%
	粗钢日均产量	2025/3/31	旬度	196.91	万吨/天	0.15%	-1.89%
	钢材日均产量	2025/3/31	旬度	216.00	万吨/天	2.00%	2.27%
	建筑钢材品种库存	2025/3/28	周度	291.90	万吨	-47.34%	-6.27%
汽车行业	高炉炼铁产能利用率	2025/3/28	周度	88.72	%	7.60%	0.43%
	全钢胎开工率	2025/4/3	周度	66.52	%	0.76%	-2.33%
	半钢胎开工率	2025/4/3	周度	81.75	%	5.00%	-1.49%
房地产	乘用车销量	2025/3/31	周度	91789	辆/日	87.15%	67.98%
	30大城市商品房成交面积	2025/4/3	日度	22.69	万平方米	-9.47%	-0.93%
	一线	2025/4/3	日度	7.45	万平方米	16.58%	1.47%
	二线	2025/4/3	日度	9.44	万平方米	-35.38%	-22.36%
基建	三线	2025/4/3	日度	5.80	万平方米	42.67%	70.50%
	石油沥青开工率	2025/4/2	周度	25.70	%	-12.59%	-3.75%
出口	水泥发运率	2025/3/28	周度	42.70	%	14.88%	11.72%
	中国出口集装箱运价指数	2025/3/28	周度	1111.71		-10.69%	-3.14%
商品价格	波罗的海干散货指数	2025/4/3	日度	1540		-3.39%	-2.72%
	猪肉	2025/4/3	日度	20.91	元/公斤	2.05%	0.82%
	农产品批发价格指数	2025/4/3	日度	120.05		-2.57%	0.65%
	蔬菜	2025/4/3	日度	4.87	元/公斤	-2.79%	1.04%
	布伦特原油	2025/4/3	日度	70.14	美元/桶	-21.50%	-5.25%
	螺纹钢	2025/4/3	日度	3165.00	元/吨	-8.61%	-1.28%
	南华工业品指数	2025/4/3	日度	3727.58		-5.97%	-1.43%
	南华农业品指数	2025/4/3	日度	1085.34		-0.45%	1.00%
玻璃	LME铜	2025/4/3	日度	1216.00	元/吨	-17.45%	-0.98%
	LME铜	2025/4/3	日度	9397.00	美元/吨	1.51%	-3.98%

资料来源: wind, 国投证券证券研究所

3. 外部因素：川普政府对等关税落地，全球资本市场恐慌情绪达至高位

3.1. 特朗普对等关税靴子落地，欧盟、中国、加拿大态度强硬

2025年4月2日，美国总统特朗普在白宫签署了两项行政命令，宣布实施“对等关税”政策。美国政府决定对所有进口商品设立10%的最低基准关税，从4月5日起生效。这一关税标准将适用于大多数国家。对于那些被认为对美国构成较大贸易威胁的国家，美国将征收更高的关税，这一决定将于4月9日起生效。白宫声明表示，已经受第232条关税约束的钢铝制品、汽车和汽车零部件、可能受未来第232条关税约束的商品以及美国没有的能源和其他某些矿物将不受“对等关税”的约束，此外，金条、铜、药品、半导体和木材制品也不受“对等关税”的约束。此外特朗普还宣布自4月3日起对所有进口汽车征收25%的关税，将从4月4日起对所有进口啤酒和空铝罐列入征收铝关税的衍生产品清单征收25%的关税。

美国确定对等关税的方式与此前市场认知存在较大偏差，抹平贸易差额的关税税率变化=美国对各国贸易逆差/美国对各国进口额，对等关税税率取该计算值的一半与10%间的较高值。税率确定逻辑并非此前市场认知的考虑关税、增值税/消费税以及贸易保护等原则的“税率对等”，而是把贸易逆差用关税的形式回收一半的“贸易金额对等”，从而导致了新的对等关税实质上高于他国对美的关税税率。按此方式得到主要国家具体关税税率如下：柬埔寨商品：49%，是最高对等关税税率；越南商品：46%；泰国商品：36%；中国商品：34%；印度商品：26%；日本商品：24%；韩国商品：25%；欧盟商品：20%；英国、澳大利亚、巴西等国的商品：10%，根据美国与加拿大、墨西哥签署的“美国-墨西哥-加拿大协定”（USMCA），两国符合USMCA的商品将不受对等关税政策的影响，现有的芬太尼/移民IEEPA命令不受影响。

特朗普的关税政策公布后引发各国多重反应，**欧盟、中国及加拿大态度强硬，表示将做出反制措施：**

欧盟：欧盟委员会主席冯德莱恩则表示，准备好对美国的关税作出回应，正在准备进一步的反制措施。如果谈判失败，将采取反制措施。

法国：法国政府发言人表示，法国将继续与美方就关税问题进行谈判，可能会在4月中旬做出第一次回应，然后在4月下旬做出另一次回应。法国政府发言人说，“我们已准备好打这场贸易战。”

加拿大：总理卡尼表示计划针对美国关税采取反制措施。总理办公室表示加拿大将对美国汽车征收25%报复性关税，涵盖不符合美墨加协定要求的全套组装车辆以及符合要求的车辆中非加拿大和非墨西哥部分。

中国：国务院关税税则委员会对原产于美国的所有进口商品在现行适用关税税率基础上加征34%，商务部会同海关总署发布关于对钐、钷、铽、镱、铟、铊等7类中重稀土相关物项实施出口管制措施，同时商务部发布公告决定将16家美国实体列入出口管制管控名单，禁止对其出口两用物项，将斯凯迪奥公司等11家美国涉台军售企业列入不可靠实体清单。

英国、日本态度稍软，一方面敦促美国政府取消关税，一方面与美国达成协议：

英国：商业和贸易大臣乔纳森·雷诺兹证实，英国正在考虑对美国实施报复性关税，英国政府4月3日公布一份产品清单，列出可能作为报复性措施被征收关税的美国产品。但英国政府同时表示，报复性关税将是“最后的手段”。

日本：经济产业大臣武藤容治表示美国关税措施“极度令人遗憾”，将继续坚持不懈地与美国就关税进行谈判，敦促美国将日本排除在关税措施之外。

东南亚国家愿意积极与美国协商换取关税税率优惠：

越南：越共中央总书记苏林表示，越南准备将关税降至零，并要求美国也这样做。越共中央总书记苏林与美国总统特朗普达成一致，将讨论并签署双边协议，以落实零关税承诺。

泰国：总理佩通坦表示泰方已准备好应对措施，需要调整与美国的进口税结构，会成立工作组与美方谈判。

柬埔寨:领导人表示“柬埔寨致力于促进美国的产品进口,立即将 19 类产品从我们最高 35% 的关税约束税率降至 5% 的应用关税税率”

图40.2024 年主要国家与美国贸易数据与实施对等关税率

美国进口	进口金额 (百万美元)	出口金额 (百万美元)	贸易逆差 (百万美元)	贸易逆差/ 进口金额	对等关 税税率
柬埔寨	12,661.8	321.6	12,340.2	97%	49%
老挝	803.3	40.4	762.9	95%	48%
越南	136,561.3	13,098.2	123,463.1	90%	45%
缅甸	656.4	77.2	579.2	88%	44%
泰国	63,328.0	17,719.0	45,609.0	72%	36%
中国	438,947.6	143,545.7	295,401.9	67%	34%
印度尼西亚	28,084.6	10,202.0	17,882.6	64%	32%
中国台湾	116,264.1	42,337.0	73,927.1	64%	32%
印度	87,416.6	41,752.8	45,663.8	52%	26%
韩国	131,549.3	65,541.9	66,007.4	50%	25%
日本	148,208.6	79,740.8	68,467.8	46%	24%
马来西亚	52,534.6	27,704.9	24,829.7	47%	24%
欧盟	605,760.4	370,189.1	235,571.3	39%	20%
菲律宾	14,177.6	9,297.1	4,880.5	34%	17%
以色列	22,217.5	14,792.2	7,425.3	33%	17%
巴西	42,316.3	49,667.1	-7,350.8	-17%	10%
新加坡	43,203.7	46,032.7	-2,829.0	-7%	10%
澳大利亚	16,685.7	34,593.3	-17,907.6	-107%	10%
哥伦比亚	17,690.3	19,037.7	-1,347.4	-8%	10%
英国	68,084.5	79,941.2	-11,856.7	-17%	10%

资料来源: Wind, 国投证券证券研究所

3.2. 美国 3 月非农新增就业人数大超预期, 服务业依旧是主要驱动力

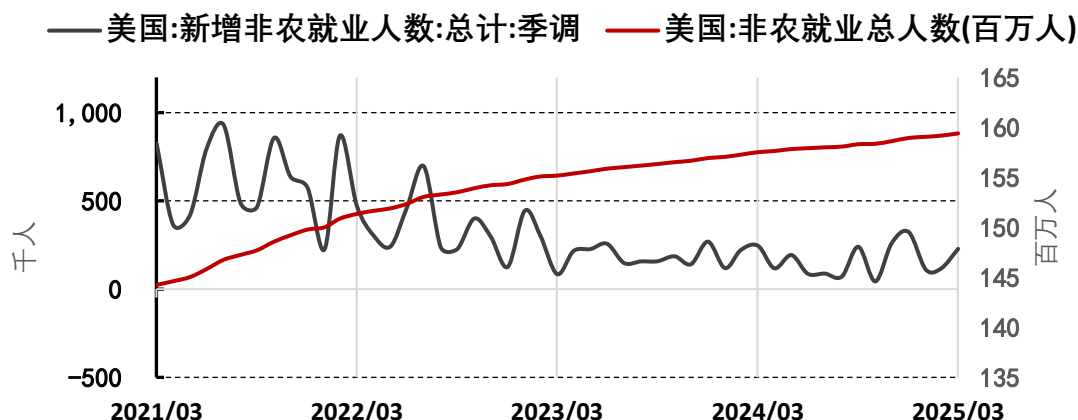
4 月 4 日周五, 根据美国劳工统计局发布的最新数据显示, 美国 3 月非农新增就业 22.8 万人, 高于预期的 14 万人, 前值下修为 11.7 万人。3 月失业率 4.2%, 高于预期和前值 4.1%。3 月平均每小时工资环比增长 0.3%, 符合市场预期, 前值为 0.2%, 3 月平均每每周工时为 34.2 小时, 持平预期和前值。

从细分行业来看, 商品制造就业人数增加 1.2 万人, 其中制造业增加了 0.1 万人, 矿产行业增加了 1.3 万人, 建设行业裁剪了 0.2 万人。3 月私人服务就业新增 19.7 万人, 主要贡献来自于教育和健康服务与休闲和酒店, 分布增长了 7.7 万人、4.3 万人。信息业与批发业则均裁剪了 0.2 万人。3 月份政府就业新增人数达 1.9 万人, 较前值上升 1.8 万人。

4 月 2 日本周三, ADP Research Institute 与斯坦福数字经济实验室合作发布数据显示, 美国 3 月 ADP 就业人数新增 15.6 万人, 大幅高于预期的 12 万人和前值 7.7 万人。细分来看, 商品制造业增长 2.4 万人, 其中采矿业裁剪 0.3 万人, 制造业增加 2.1 万人, 建设行业增加 0.6 万人。服务业增加 13.2 万人, 专业和商业服务增加 5.7 万人, 是 ADP 就业人数的最大推动力。

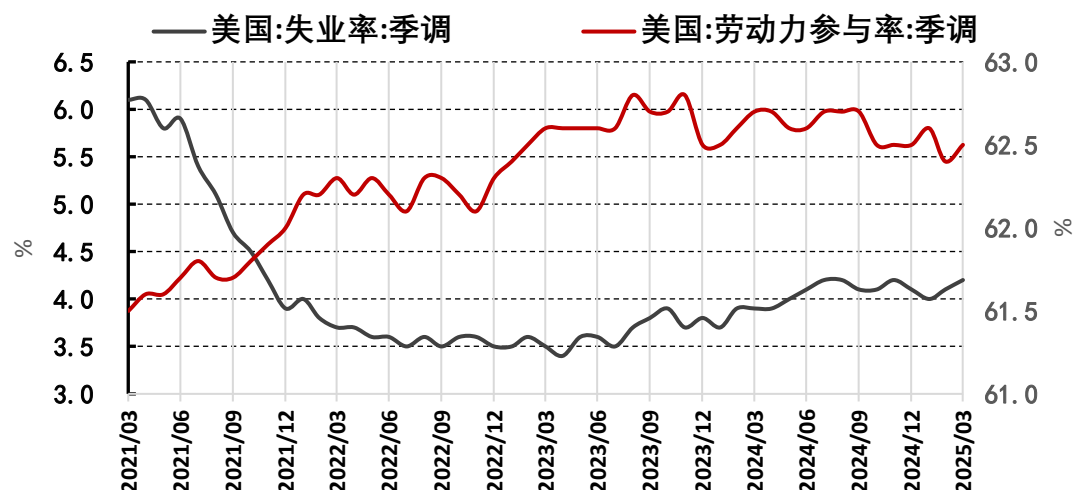
本周非农数据与 ADP 就业数据总数相近, 服务业新增就业人数大涨, 制造业持续疲软, 失业率小幅上升至 4.2%, 本次新增非农就业数据和失业率的背离系劳动参与率提高所致。当晚, 火热的就业数据促使鲍威尔再次鹰派发言, 称数据“仍显示经济稳健”, 不过关税上调的幅度将远超预期, 不确定性正在给美国民众带来压力, 当前美联储仍不急于改变利率。当前 CME 对年内降息的预测提升到了四次。

图41.美国 3 月非农就业大超预期



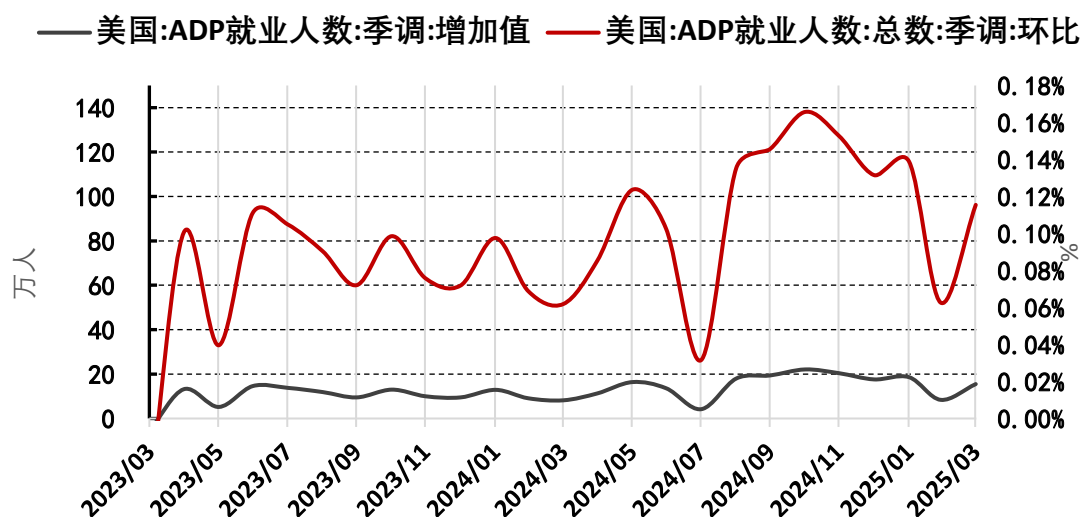
资料来源: Wind, 国投证券证券研究所

图42.美国 3 月失业率上行



资料来源: Wind, 国投证券证券研究所

图43.美国 3 月 ADP 就业数据超预期



资料来源: Wind, 国投证券证券研究所

图44.美国 ADP 就业数据与非农就业数据对比

	非农就业数据 (万人)			ADP就业数据 (万人)		
	2025-01	2025-02	2025-03	2025-01	2025-02	2025-03
商品端	-1.1	2.6	1.2	0.2	4.0	2.4
制造业	-0.5	0.8	0.1	-1.7	1.5	2.1
建筑业	-0.3	1.4	1.3	1.5	2.6	0.6
采矿业	-0.3	0.4	-0.2	0.4	-0.1	-0.3
服务端	9.0	9.0	19.7	18.4	4.3	13.2
金融活动	1.4	1.6	0.9	1.5	2.4	3.8
运输仓储业	2.1	1.6	2.3	4.7	-3.1	-0.6
专业和商业服务	-3.5	0.7	0.3	1.7	2.2	5.7
休闲和酒店	-1.4	-1.7	4.3	5.4	4.7	1.7
教育和保健服务	6.2	6.0	7.7	2.2	-2.5	1.2
信息业	-0.4	0.1	-0.2	1.6	-1.2	0.3
其他服务	1.3	0.2	1.9	1.3	1.8	1.1
零售业	3.6	-0.2	2.4	/	/	/
批发业	-0.4	0.5	-0.2	/	/	/
公用事业	0.1	0.2	0.3	/	/	/
政府	3.2	0.1	1.9	/	/	/
联邦政府	0.3	-1.1	-0.4	/	/	/
州政府	1.2	-0.4	0.6	/	/	/
地方政府	1.7	1.6	1.7	/	/	/

资料来源: Wind, 国投证券证券研究所

图45.最新 CME 降息预测 (4月5日更新)

MEETING DATE	CME FEDWATCH TOOL - CONDITIONAL MEETING PROBABILITIES										
	175-200	200-225	225-250	250-275	275-300	300-325	325-350	350-375	375-400	400-425	425-450
2025/5/7						0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	33.3%	66.7%
2025/6/18	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	30.6%	63.9%	5.6%
2025/7/30	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	28.4%	61.6%	9.6%	0.4%
2025/9/17	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	20.7%	52.6%	23.7%	2.9%	0.1%
2025/10/29	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	10.2%	36.4%	38.4%	13.5%	1.5%	0.1%
2025/12/10	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	5.8%	25.1%	37.5%	24.2%	6.7%	0.7%	0.0%
2026/1/28	0.0%	0.0%	0.0%	1.8%	11.8%	28.9%	33.4%	18.8%	4.8%	0.5%	0.0%
2026/3/18	0.0%	0.0%	0.6%	5.3%	17.8%	30.5%	28.2%	13.8%	3.3%	0.3%	0.0%
2026/4/29	0.0%	0.1%	1.6%	7.9%	20.5%	30.0%	25.2%	11.7%	2.7%	0.3%	0.0%
2026/6/17	0.0%	0.4%	2.8%	10.4%	22.3%	29.1%	22.6%	9.9%	2.2%	0.2%	0.0%
2026/7/29	0.1%	0.6%	3.3%	11.1%	22.8%	28.7%	21.8%	9.4%	2.1%	0.2%	0.0%
2026/9/16	0.1%	0.7%	3.5%	11.5%	22.9%	28.5%	21.4%	9.2%	2.0%	0.2%	0.0%
2026/10/28	0.1%	0.6%	3.3%	10.8%	21.9%	28.0%	22.0%	10.3%	2.7%	0.3%	0.0%
2026/12/9	0.5%	3.0%	9.8%	20.5%	27.2%	22.8%	11.8%	3.6%	0.6%	0.1%	0.0%

资料来源: CME, 国投证券证券研究所

3.3. 美国3月ISM PMI 下滑，制造业PMI 重回收缩区间

美国时间4月1日本周二，ISM公布了3月美国制造业PMI指数。数据显示，3月美国制造业PMI录得49，较前值50.3下行1.3，不及预期的49.5。分项来看，仅物价、客户库存和自由库存环比上升，物价大幅上调7.0达69.4。新订单、就业、产出下行3.4、2.9、2.4，分别达到45.2、44.7、48.3。

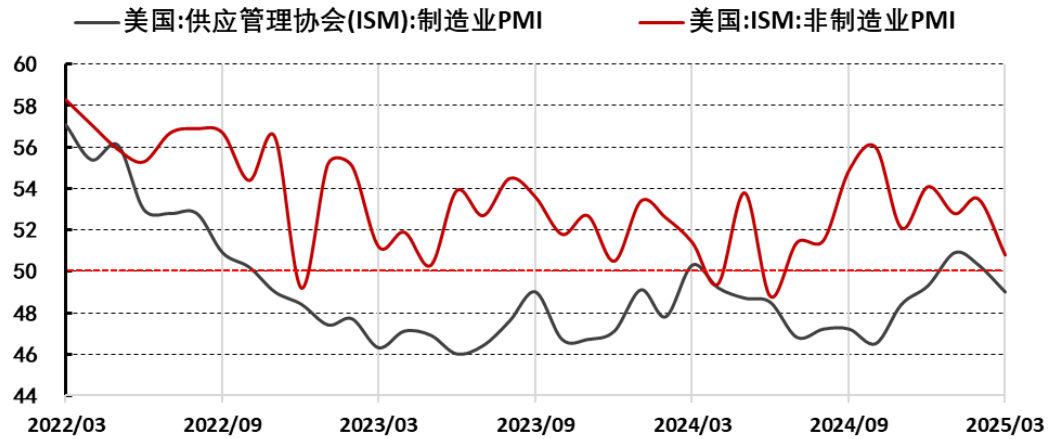
根据ISM制造业商业调查委员会主席的表态，美国制造业活动在前月仅略微扩张后陷入收缩，在1、2月扩张之前存在连续26个月收缩。本月需求和产出减弱，而投入进一步加强，对经济增长不利。需求减弱的迹象包括：新订单指数进一步下降至收缩区域，新出口订单指数下降至收缩状态，积压订单指数以更快的速度收缩，以及客户库存指数仍处于“过低”区域。3月份工厂产出收缩，表明与会公司正在下调生产计划以应对经济逆风。就业指数进一步陷入收缩，因为小组成员的公司继续释放工人。与裁员相比，公司继续将“流失”列为最佳流程。投入品的四个指数（定义为供应商交货、库存、价格和进口）均有所增加，当需求朝着相反的方向发展时并不是积极的信号。库存增长是避免关税的临时举措，当此类贸易问题得到解决时，库存增长将下降。关税导致价格加速增长，新订单积压、供应商交付放缓和制造业库存增长。3月份制造业国内生产总值（GDP）收缩了46%，高于2月份的24%。3月份，综合PMI计算等于或低于45%（制造业整体疲软的良好晴雨表）的制造业GDP份额为7%，与2月份报告的2%相比增加了5个百分点。

同期，美国时间4月3日周四，ISM公布了3月美国服务业PMI指数。数据显示，3月美国服务业PMI达到50.8，大幅不及预期52.9与前值53.5。分项来看，2月份的商务活动指数为55.9，较2月份下跌1.5。新订单指数下降1.8至50.4。就业指数从53.9降至46.2。供应商交付指数为从53.4下行至50.6，表明供应商交付速度仍在减缓，价格指数下降1.7至60.9。

ISM服务业调查委员会主席表示，3月份，直接影响服务业采购经理人指数的四个分项指数中的三个指数（新订单、就业和供应商交付）的读数有所下降。只有商业活动指数比2月份有所增加。就业是这些分项指数中唯一一个在连续三个月后跌入收缩区域，四个指数均处于扩张状态。本月，报告因关税活动而导致成本增加的受访者数量显著增加。尽管对关税影响的评论有所增加，并且对潜在关税和政府支出下降的持续担忧，但在前景良好的小组成员与看到或预期下降的小组成员之间，短期情绪存在着密切的平衡。

3月美国PMI回落，新订单和就业指数显著下行，而物价水平显著上行体现出“滞胀”的特征。本次制造业PMI再次跌落50的枯荣线以下。从历史数据看中小企业乐观指数仍处在高位，但开年以来持续恶化，此前企业的信心是建立在企业希望由关税等政策带来的扰动会因政府政策长期利好效应积累而被取代的基础上，本周特朗普发布的超激进关税政策可能会让制造商对这一信念产生怀疑。本周服务业PMI同样经历大幅下修，其中就业分项大幅下行7.7，矛盾的是3月服务业非农新增就业数据超预期上行，可能的原因是PMI收集时间窗口较早以及样本量问题带来的数据差异性，另一方面4月3日周四公布的服务业Markit PMI超预期上行至54.4，对比之下3月的ISM服务业PMI数据并不能说明美国的服务业陷入萎缩。但服务业受内需放缓与外部风险制约扩张动能减弱，依旧不敌去年水平，短期来看特朗普激进的对等关税威胁、海外经济低迷的风险正在抵消更有利的监管环境和有利于企业的财政政策带来的正面效应。

图46.美国 3 月 PMI 下行



资料来源: Wind, 国投证券证券研究所

图47.美国 3 月 PMI 新订单与就业均下行

	制造业				服务业		
	2025-01	2025-02	2025-03		2025-01	2025-02	2025-03
制造业PMI	50.9	50.3	49.0	服务业PMI	52.8	53.5	50.8
新订单	55.1	48.6	45.2	新订单	51.3	52.2	50.4
产出	52.5	50.7	48.3	商业活动	54.5	54.4	55.9
就业	50.3	47.6	44.7	就业	52.3	53.9	46.2
供应商交付	50.9	54.5	53.5	供应商交付	53.0	53.4	50.6
自由库存	45.9	49.9	53.4	库存	47.5	50.6	50.3
客户库存	46.7	45.3	46.8	库存景气	53.5	54.7	56.6
物价	54.9	62.4	69.4	物价	60.4	62.6	60.9
订单库存	44.9	46.8	44.5	订单库存	44.8	51.7	47.4
新出口订单	52.4	51.4	49.6	新出口订单	52.0	52.1	45.8
进口	51.1	52.6	50.1	进口	49.8	49.6	52.6

资料来源: Wind, 国投证券证券研究所

目 分析师声明

本报告署名分析师声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

目 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

国投证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

目 免责声明

任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国投证券股份有限公司证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设，并采用适当的估值方法和模型得出的，由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性，估值结果和分析结论也存在局限性，请谨慎使用。

国投证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

国投证券证券研究所

深圳市

地 址： 深圳市福田区福华一路 119 号安信金融大厦 33 层

邮 编： 518046

上海市

地 址： 上海市虹口区杨树浦路 168 号国投大厦 28 层

邮 编： 200082

北京市

地 址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮 编： 100034