

# 量化漫谈系列之十八

**金融工程专题报告**  
 证券研究报告

金融工程组

分析师：高智威（执业 S1130522110003） 分析师：许坤圣（执业 S1130524110001）  
 gaozhiw@gjzq.com.cn xukunsheng@gjzq.com.cn

## 数据复盘：关税摩擦后各个板块将如何演绎？

### 对等关税引发贸易战 2.0

2025年4月2日，美国以对等关税为由，对其全球贸易伙伴国加征关税。4月6日，中国的反制措施正式出台，宣布4月10日之后对所有美国进口商品加征34%关税。这可能掀起新一轮贸易争端（或可称为“贸易战2.0”）。

### 复盘 2018 年中美贸易战与目前贸易冲突对比

2018年的贸易摩擦对中国A股市场造成了显著冲击，上证指数在贸易战升级的关键时期，整体呈现回落趋势。

与2018年贸易战相比，2025年贸易战对中国市场的负面冲击明显减弱，主要原因在于宏观经济形式的相对改善，以及不同的货币政策周期。总体而言，2025年中国在宏观经济韧性、产业链抗风险能力和政策工具箱等方面都已显著提升，使得贸易战的负面影响得到有效控制。

与2018年贸易战相比，我们预估2025年贸易战对中国市场的负面冲击明显减弱，主要原因在于国内目前所处宏观经济阶段的相对改善，以及货币政策周期窗口相对2018年有所打开。在外生负面冲击较强的行情中，也有消费者服务、银行等回调较少的板块，从而展现了抗跌的韧性。无论是2018年的针对性冲击，还是2025年更具普遍性的打击，外部贸易摩擦都反复印证了内需驱动的消费板块和价值板块在复杂外部环境下的战略配置价值。

### 本次美国关税政策冲击下，防御类因子超额收益显著

基于当前极端市场环境，我们建议采取以下因子配置策略：重点配置防御性因子：优先布局价值与低波因子，利用其低估值和低波动特性降低组合回撤风险；优化技术类因子组合：通过引入更精细的择时信号（如波动率调整、动量修正等）提升技术因子的适应性，增强其在市场剧烈波动中的收益贡献。

### 逆市上涨股票抗跌因素分析

从行业内部占比看，抗跌个股主要集中在农林牧渔、食品饮料、交通运输等领域。我国对美进口农产品加征关税，刺激种业、养殖业国产替代预期，农业板块受政策驱动形成避险共识。

上涨个股中低估值标的占比显著偏高。在极端市场环境下，价值风格因子确实展现出较强的防御属性和超额收益能力，低估值个股在市场恐慌时表现出更好的抗跌性。

股息率小于1%的股票占比最高；高股息股票占比则呈现明显的递减趋势，具备强现金分红能力的红利股并未获得资金特别青睐。

低流动比率股票反而展现出更强的股价韧性。投资者可以关注那些流动比率略低于行业均值但具备改善潜力的公司，这类标的既具备技术反弹动能，又存在基本面修复空间。

在上涨个股中，分析师预期未来12个月营业收入增速超过行业平均水平的个股占比较高。市场资金在极端行情下仍高度关注基本面预期，那些被分析师普遍看好、具备较高营收增长潜力的公司更容易获得资金青睐，形成市场共识。小市值股票在此次下挫行情中可能有较好的表现。活跃资金更倾向于在小市值标的中寻找结构性机会。

### 风险提示

- 1、以上结果通过历史数据统计、建模和测算完成，历史规律不代表未来；
- 2、在市场环境发生变化时，模型存在失效的风险；
- 3、策略依据一定的假设通过历史数据回测得到，当交易成本或其它条件改变时，可能导致策略收益下降甚至出现亏损。

## 内容目录

一、对等关税引发贸易战 2.0	4
二、复盘 2018 年中美贸易战与目前贸易冲突对比	4
2.1 2018 年贸易战事件节点与市场走势	4
2.2 2018 年与 2025 年关税政策对比	5
2.3 2018 年中美贸易战期间大盘走势复盘	5
2.4 2018 年中美宏观经济背景对比	6
2.5 两次贸易战中中美宏观背景对比	7
2.6 2018 年贸易战行业板块的表现	8
2.7 对比两次贸易冲突市场与行业表现	10
三、本次美国关税政策冲击下，防御类因子超额收益显著	12
四、逆市上涨股票抗跌因素分析	14
4.1 关税壁垒倒逼国产替代加速	15
4.2 低估值具有防御属性	15
4.3 红利风格没有明显优势	16
4.4 流动比率蕴含反转逻辑	16
4.5 成长风格符合超预期理论	17
4.6 上涨股票微盘风格暴露明显	17
总结	18
风险提示	18

## 图表目录

图表 1：2018 年贸易战的重要事件节点	4
图表 2：2018 年贸易战与 2025 年贸易战关税政策对比	5
图表 3：2018 年关键节点的上证指数走势	6
图表 4：2018 年上证指数的主要反弹行情分析	6
图表 5：近 15 年的中美 PMI 走势	7
图表 6：2025 年主要消费支持政策	8
图表 7：2025 年 4 月各部门对资本市场的支持	8
图表 8：2018 年全年的中信行业指数涨跌幅	9
图表 9：2018 年 3 月 22 日至 4 月 17 日的下跌行情涨跌幅	10
图表 10：2018 年 4 月 23 日至 5 月 21 日的反弹行情涨跌幅	10
图表 11：2018 年 10 月 18 日至 11 月 16 日的反弹行情涨跌幅	10
图表 12：2025 年 4 月 1 日至 4 月 7 日的各行业区间涨跌幅	11

图表 13:	2025 年 4 月 3 日各行业主力资金净流入额.....	11
图表 14:	2025 年 4 月 7 日各行业主力资金净流入额.....	11
图表 15:	4 月 7 日各风格因子表现.....	12
图表 16:	4 月以来各风格因子表现.....	12
图表 17:	4 月以来各风格因子多空净值.....	13
图表 18:	4 月以来各风格因子多空收益率对比.....	13
图表 19:	今年以来各风格因子表现.....	13
图表 20:	今年以来各风格因子多空净值曲线.....	14
图表 21:	上涨个股涨幅分布情况.....	14
图表 22:	上涨股票中信一级行业占比.....	15
图表 23:	上涨股票市盈率(TTM)分布情况.....	15
图表 24:	上涨股票市净率分布情况.....	15
图表 25:	上涨股票股息率分布情况.....	16
图表 26:	上涨股票流动比率分布情况.....	17
图表 27:	上涨个股分析师预期营业收入同比分布情况.....	17
图表 28:	上涨股票总市值分布情况.....	18

## 一、对等关税引发贸易战 2.0

2025 年 4 月 2 日，美国以对等关税为由，对其全球贸易伙伴国加征关税。4 月 6 日，中国的反制措施正式出台，宣布 4 月 10 日之后对所有美国进口商品加征 34% 关税。这可能掀起新一轮贸易争端（或可称为“贸易战 2.0”）。而国内市场，在清明假期结束后的首个交易日（4 月 7 日），A 股市场受中美贸易冲突的影响形成极端行情，三大指数全线下挫（上证跌 7.34%、深成指跌 9.66%、创业板指跌 12.5%），成交额显著放量至 1.62 万亿元。

在这样的时点，回顾与分析过往的经验显得尤为重要。为此，我们将系统性地复盘 2018 年中美首次大规模贸易战（“贸易战 1.0”）的重要时间节点和当时的市场走势，并深入剖析其宏观背景与政策细节，旨在通过对比分析贸易战 1.0 与 2.0 的潜在异同，为理解当前局势提供历史镜鉴。并且分析这次冲击，国内市场指数、行业、风格以及量化因子的显现特征，从而为后续操作提供指引。

## 二、复盘 2018 年中美贸易战与目前贸易冲突对比

### 2.1 2018 年贸易战事件节点与市场走势

中美贸易战的爆发并非一蹴而就，而是经历了一系列逐步升级的事件。3 月 22 日，美国基于“301 调查”结果，宣布计划对价值约 500 亿美元的中国商品加征 25% 的关税。作为回应，中国于 3 月 23 日公布了对约 30 亿美元美国商品的报复性关税计划，并在 4 月 2 日正式实施。

关税战于 7 月 6 日正式打响，中美双方各自对第一批价值 340 亿美元的商品加征 25% 的关税。随后，8 月 23 日，双方又对另外 160 亿美元的商品加征了关税，完成了第一轮总计约 500 亿美元规模的相互征税。

年底出现了转机，10 月 10 日至 11 日，中国国务院副总理刘鹤率团访问华盛顿，同美国贸易代表、财政部长举行第十三轮中美经贸高级别磋商，会后美国总统特朗普声明，中美达成“实质性第一阶段协议”。12 月 1 日，两国领导人在 G20 峰会期间达成“停火”共识，同意暂停加征新的关税，并设定了 90 天的谈判期，美国也暂停了将 2000 亿美元商品关税税率提升至 25% 的计划。这为紧张的 2018 年划上了一个暂时休止符。

图表 1: 2018 年贸易战的重要事件节点

关键日期(或期间)	事件摘要
2018 年 1 月 22 日	美对洗衣机/光伏征税 30% 和 50%
2018 年 3 月 1 日	美宣布计划对钢铝征税 25% 和 10%
2018 年 3 月 22 日	美公布 301 调查结果及关税计划 (25%)
2018 年 3 月 23 日	中方公布初步反制计划
2018 年 4 月 2 日	中方对美 128 项商品加税 (25%)
2018 年 4 月 3 日	美国公布 500 亿清单 (25%)
2018 年 4 月 4 日	中方公布 500 亿反制清单 (25%)
2018 年 5 月 19 日	中美宣布暂停贸易战，达成初步共识
2018 年 5 月 29 日	美方反复，宣布仍将推进 500 亿关税计划 (25%)
2018 年 6 月 15 日	美国正式公布 500 亿关税清单
2018 年 6 月 16 日	中方公布对等反制清单
2018 年 7 月 6 日	中美首轮 340 亿美元关税 (25%) 正式生效
2018 年 7 月 10 日	美方威胁对额外 2000 亿美元商品加税 (从 10% 上调到 25%)
2018 年 8 月 7 日	美国公布第二轮 160 亿美元关税清单 (25%)
2018 年 8 月 8 日	中国公布第二轮 160 亿美元关税清单 (25%)
2018 年 8 月 23 日	中美第二轮 160 亿美元关税生效
2018 年 9 月 17 日	美宣布对 2000 亿商品加税 (10%)
2018 年 9 月 18 日	中国宣布对 600 亿商品加税 (10%)
2018 年 9 月 23 日	美 2000 亿/中 600 亿关税生效
2018 年 12 月 1 日	G20 峰会，中美领导人会晤，达成“停火”共识，暂停加征新关税

来源：新华网，人民网，中国日报，中国政府网，央视新闻，财新网，CNN，国金证券研究所

## 2.2 2018 年与 2025 年关税政策对比

从 2018 与 2025 年的关税政策对比可以看出，不同于 2018 年的层层加码、逐步升级，2025 年特朗普刚上台最初几周已对华实施的 20%附加关税，叠加上本次出台 34%政策的美国对中国出口产品的关税税率已经高达 54%。并且本次的关税政策商品门类全覆盖、高额关税税率以及生效时间迅速。这使得 2025 年关税政策持续升级余地较少，因此我们预期关税政策对市场的冲击持续时间将会显著短于 2018 年。

图表2：2018 年贸易战与 2025 年贸易战关税政策对比

	2018 年政策	2025 年政策
涉及商品门类	美国对中国：重点针对中高端制造业商品，如机械设备、电机及电气设备、精密仪器（第一批），随后扩展至家具、钢铁设备、塑料制品（第二批），最终涉及玩具、服装、手机等中国优势商品（第三、四批）	针对 <b>所有</b> 原产中国的商品加征关税
	中国对美国：分阶段对美农产品（大豆、猪肉）、汽车、能源（原油、LNG）等加征关税	对原产于美国的 <b>所有</b> 进口商品加征关税
关税税率	美国对中国：分阶段加征 25%关税，如首轮 500 亿美元商品加征 25%，后续 2000 亿美元商品加征 10%（后升至 25%）	全球进口商品统一加征 10%基准关税，再根据贸易逆差对中国加征 34%关税，且对汽车单独加征 25%
	中国对美国：反制税率以 25%为主，如对美大豆、汽车等加征 25%	全面加征 34%关税（覆盖所有美国商品），同时对原油、农业机械等特定商品额外加征 10%-15%
生效时间	美国对中国：分多轮逐步推进，首轮 2018 年 7 月 6 日生效，第二轮 2018 年 9 月 24 日（2000 亿美元商品）	2025 年 4 月 2 日签署行政令，4 月 9 日生效基准关税，差异化关税同步实施；汽车关税于 4 月 2 日单独生效
	中国对美国：与美国加税措施同步或延迟数日实施	4 月 4 日宣布反制措施，4 月 10 日 12 时 01 分正式生效；配套制裁（如出口管制）于 4 月 4 日陆续实施

来源：中国政府网，新华网，财新网，联合早报，国金证券研究所

## 2.3 2018 年中美贸易战期间大盘走势复盘

2018 年的贸易摩擦对中国 A 股市场造成了显著冲击，各大指数在关键时间节点普遍承压。上证指数在贸易战升级的关键时期，整体呈现回落趋势。

- 第一轮冲击（3 月-4 月）：当美国公布“301 调查”结果并威胁加征关税，以及中美双方相继公布 500 亿美元征税清单时，市场恐慌情绪蔓延，上述 A 股指数均出现显著回落，市场风险偏好急剧下降。
- 短暂缓和（5 月）：5 月中美达成暂停贸易战共识后，市场短暂企稳反弹，上证指数有不同程度的回升，显示出市场对贸易摩擦缓和的积极预期。
- 冲突加剧与关税落地（6 月-9 月）：随着美方反复并最终在 7 月和 8 月分批落实对 500 亿美元商品的关税，以及 9 月宣布并实施对 2000 亿美元商品的征税，市场悲观情绪持续发酵。在此期间，上证指数等主要指数经历了持续的下跌或弱势震荡，不断探底。
- 年底“停火”（12 月）：G20 峰会达成“停火”共识后，市场信心得到显著提振，避险情绪缓解。

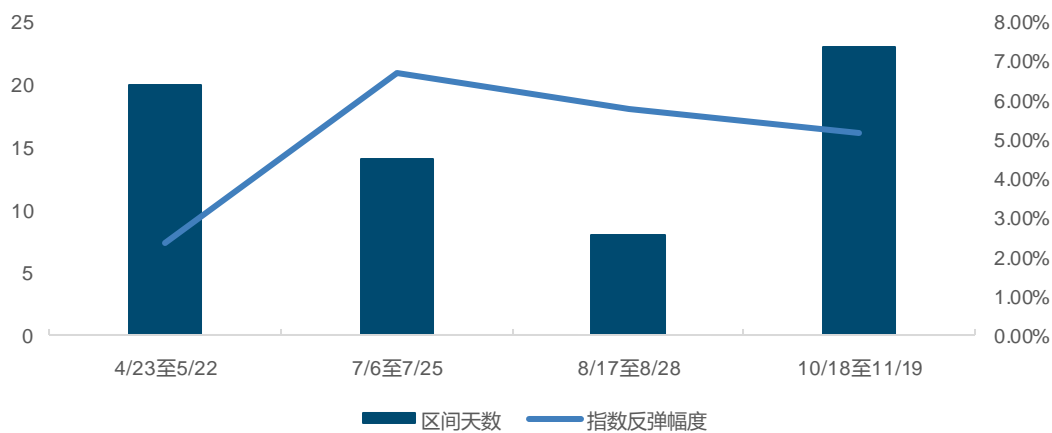
图表3: 2018年关键节点的上证指数走势



来源: Wind, 新华网, 人民网, 中国日报, 中国政府网, 央视新闻, 财新网, CNN, 国金证券研究所

在整体的回落趋势中, 当贸易战阶段性缓和或者落地之后, 上证指数也出现中期的反弹行情, 我们选取了2018年贸易战开始之后较为明显的四段反弹行情进行分析。

图表4: 2018年上证指数的主要反弹行情分析



来源: Wind, 国金证券研究所

从区间较长的4月和10月反弹行情可以看出, 在贸易战消息落地之后、贸易战的暂停升级或者缓和消息可以显著稳定市场情绪, 形成较长的反弹区间。从反弹幅度较大的7月和8月反弹行情可以看出, 较大幅度的短期反弹发生在关税正式落地之后, 市场对过度悲观的预期进行了向上修正。

我们能够看到, 2018年4月8日, A股开始企稳反弹。在这样的情况下, 如果外部的冲击有所缓和, 我们预估市场起码会有个1周以上的反弹窗口。

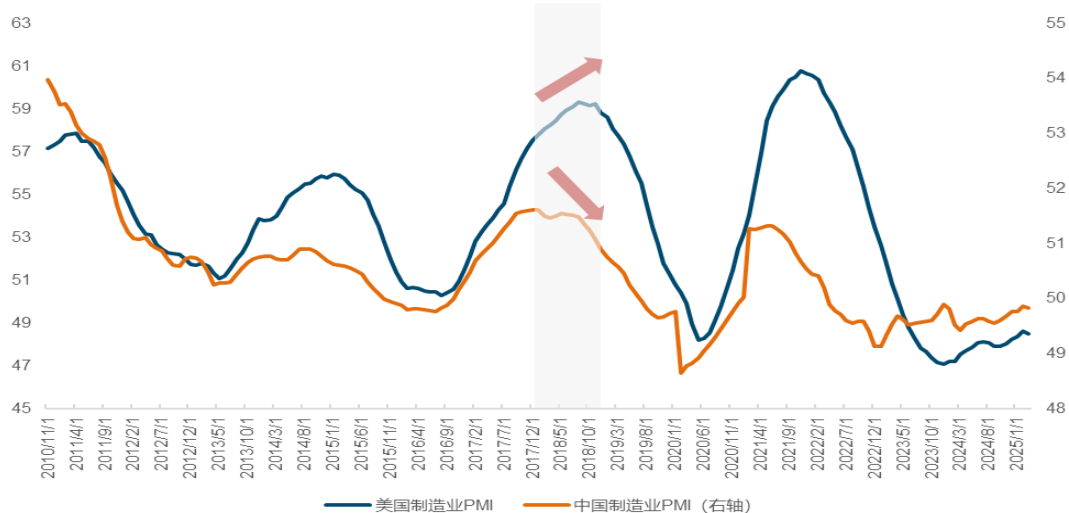
总体而言, 2018年贸易战的演进是影响A股走势的核心外部因素之一。上证指数的整体走势与贸易战关键节点的关联性非常明显, 呈现出“升级则下跌, 缓和则反弹”的特征。

#### 2.4 2018年中美宏观经济背景对比

前文我们分析了2018年贸易战的演进。但除了贸易战的扰动以外, 2018年中美贸易战的爆发和升级背后有着深刻的宏观经济背景差异和政策分化。理解当时的宏观环境, 有助于更全面地分析贸易战的动因和影响。

我们通过中美制造业 PMI 12 个月移动平均值做为经济景气度指标，来刻画当时中美经济景气度的情况。2018 年，中美两国的经济周期呈现出明显的分化状态。美国的宏观经济相对强劲，其 PMI 多数时间维持在 58% 左右的高位运行，显著高于 50% 的荣枯线，反映出制造业活动持续扩张，甚至可以说经济存在一定的“过热”迹象。这种强劲的经济表现也为美国政府采取强硬贸易政策提供了一定的底气。相比之下，中国的制造业 PMI 虽然在年初仍处于扩张区间（约 52% 左右），但整体面临下行压力，并在年内出现波动回落，显示出中国宏观经济增长动能有所放缓，经济体感趋于“偏冷”。这种经济景气度的差异是理解双方在贸易摩擦中不同策略和承受能力的重要背景。

图表5：近 15 年的中美 PMI 走势



来源：Wind，国金证券研究所

经济周期的背离，使得中美两国在 2018 年的货币政策方向截然相反。美国因为经济过热状态，处于加息周期，美联储为应对经济增长和通胀压力，年内多次加息，将有效联邦基金利率（EFFR）的目标区间从年初的 1.25%-1.50% 逐步提升至年底的 2.25%-2.50%，实际有效利率从大约 1.33% 上升至 2.4% 左右。紧缩的货币政策旨在为过热的经济降温。而中国则面临经济下行压力，货币政策转向宽松。

由于当时美国处于加息周期，为了避免对汇率影响过大，中国的宽松仅使用降准的手段，并未降息。中国人民银行在 2018 年实施了三次定向降准（分别在 4 月、7 月、10 月），将大型金融机构的人民币存款准备金率从年初的 17% 逐步下调至年末的 14.5%，旨在释放流动性，支持实体经济，对冲外部不确定性带来的影响。虽然全年来看，美元兑人民币汇率有所贬值，更多是由于美国加息带来的被动扰动，而不是主动行为。

## 2.5 两次贸易战中中美宏观背景对比

与 2018 年贸易战相比，我们预估 2025 年贸易战对中国市场的负面冲击明显减弱，主要原因在于国内目前所处宏观经济阶段的相对改善，以及货币政策周期窗口相对 2018 年有所打开。

国内目前处于经济复苏期，2025 年开年以来，中采制造业 PMI 持续上行，3 月报 50.5。整体的抗风险能力更强；而目前美国经济动能减弱，PMI、非农就业等指标走弱，美国加征关税对于美国国内通胀和经济压力较大。这使得其自身拉长贸易战时间维度的意愿较低，我们预期这次贸易冲击更多是个快速冲击的过程。

美国在全球加征关税，会使得其国内商品价格提升，抑制消费者需求的释放，最终经济回落。截止 4 月 8 日，目前联邦基金利率期货定价今年美联储会降息 3 次。当其降息窗口打开，我国的降息降准政策也能逐步出台，对冲掉部分宏观风险。而 2018 年美联储处于加息周期，中国货币政策空间相对受限，应对贸易战的工具较为单一。总体而言，2025 年中国在宏观经济韧性、产业链抗风险能力和政策工具箱等方面都已显著提升，使得贸易战的负面影响得到有效控制。

另外，我国在经历了 2018 年贸易战之后，对于内需的重视程度也在提升。2025 年政府持续出台国内的消费支持政策，包括并不仅限于消费品以旧换新、发展新型消费以及优化消费环境等的相关政策。在这次的“贸易战 2.0”当中，我国的准备更为充分。

图表6: 2025年主要消费支持政策

政策领域/名称	主要内容/举措
消费品以旧换新	<ol style="list-style-type: none"> <li>1. 汽车:报废更新: 补贴符合条件的国四燃油车及新能源车 (补贴额度 1.5 万-2 万); 置换更新: 新增补贴 (补贴额度最高 1.3 万-1.5 万)</li> <li>2. 家电: 补贴品类扩大至 12 类, 按售价 15% 补贴 (一级能效再+5%), 单件上限一般 2000 元</li> <li>3. 数码产品: 新增手机、平板、智能手表等补贴, 按售价 15%, 单件上限一般 500 元</li> </ol>
发展新型消费	<ol style="list-style-type: none"> <li>1. 培育壮大新增长点: 首发经济、冰雪经济、银发经济等。</li> <li>2. 扩大服务消费: 促进文旅、餐饮、家政等提质扩容。</li> <li>3. 拓展特色消费: 数字消费、绿色消费、健康消费。</li> </ol>
优化消费环境与配套政策	<ol style="list-style-type: none"> <li>1. 财政金融协同: 超长期特别国债、消费新业态试点支持、国际消费中心城市建设和、财政贴息、结构性货币政策工具创新、优化金融服务等。</li> <li>2. 稳定市场预期: 特别提及稳定股票和房地产市场。</li> <li>3. 完善统计监测: 健全服务消费、新业态统计。</li> </ol>

来源: 人民日报, 中国政府网, 国金证券研究所

另外, 在本次贸易战中, 我国对于股市的关注和重视程度也大幅提升。在 2025 年 4 月, 面对外部冲击和市场波动, 监管层和“国家队”迅速、协调地采取了增持、放宽险资入市比例、央行流动性支持等一系列“稳市场、稳信心”的措施, 行动果断, 信号明确。各个部门对资本市场的迅速支持也有利于市场情绪的快速回稳。

所以我认为, 在本次的贸易战当中, 我国的经济和股市的韧性都不以同日而语, 韧性会更强。

图表7: 2025年4月各部门对资本市场的支持

实施主体	公告或措施
中央汇金公司	公告表示将持续加大对股票市场指数基金 (ETFs) 的增持力度, 并已在近期增加持股, 明确传递维护资本市场稳定运行的决心。
中国人民银行	迅速表态, 坚定支持中央汇金加大增持力度, 并表示将在必要时向中央汇金提供充足的再贷款支持。
全国社保基金理事会	表示对中国资本市场发展前景坚定乐观, 近期已增加境内股票持仓, 并将在未来继续增持。
金融监管总局: 引导险资入市	提高保险资金投资权益类资产的比例上限 (针对特定偿付能力充足率层级提高 5%), 特别是加大对战略性新兴产业和“新质生产力”相关股票的投资支持。
国资委: 支持央企稳市	表态全力支持中央企业扩大股份购买和回购, 以维护股东权益、巩固市场信心。

来源: 央视网, 中国新闻网, 经济日报, 东方财富网, 国金证券研究所

## 2.6 2018年贸易战行业板块的表现

除了大盘走势, 我们进一步研究各行业板块在 2018 年中美贸易战中的行情表现。

从全年区间涨跌幅来看, 各行业都呈下跌趋势, 大部分板块跌幅在 25% 左右。其中电子板块与全球供应链联系紧密, 且很多产品是出口导向, 直接受到关税和技术限制威胁, 因此在贸易冲突升级时表现尤为脆弱, 跌幅高达-41.31%。有色金属作为典型的周期性行业, 其需求与全球宏观经济紧密相关。贸易战引发对全球经济增长放缓的担忧, 导致该板块表现较差。

在外生负面冲击较强的行情中, 也有部分板块回调较少, 展现了抗跌的韧性。消费者服务板块在贸易冲突加剧时, 由于其业务主要依赖国内市场, 受外部冲击较小, 体现了“内需”的重要性, 表现出较强的防御性。银行和非银行金融作为金融板块, 通常具有较低估值和稳定的股息的特征, 在市场下跌时表现出一定的抗跌性。有时也受益于稳定经济的政策预期。

在 3 月 22 日至 4 月 17 日, 当关税政策公布并不断升级时, 多数行业板块出现下跌, 反映了投资者的恐慌情绪。然而, 市场内部表现出明显分化: 国防军工 (上涨 5.87%) 和计算机 (上涨 4.96%) 板块逆势走强, 这可能反映了几方面逻辑: 一方面, 地缘政治和贸易紧张局势往往会提升市场对国防安全和自主可控的预期, 利好军工板块; 另一方面, 美国在贸易争端中对中国高科技领域的关注, 可能反而刺激了市场对于加速发展本土信息技术产业、实现技术替代的预期, 从而提振了计算机等科技板块。与之形成鲜明对比的是, 煤炭

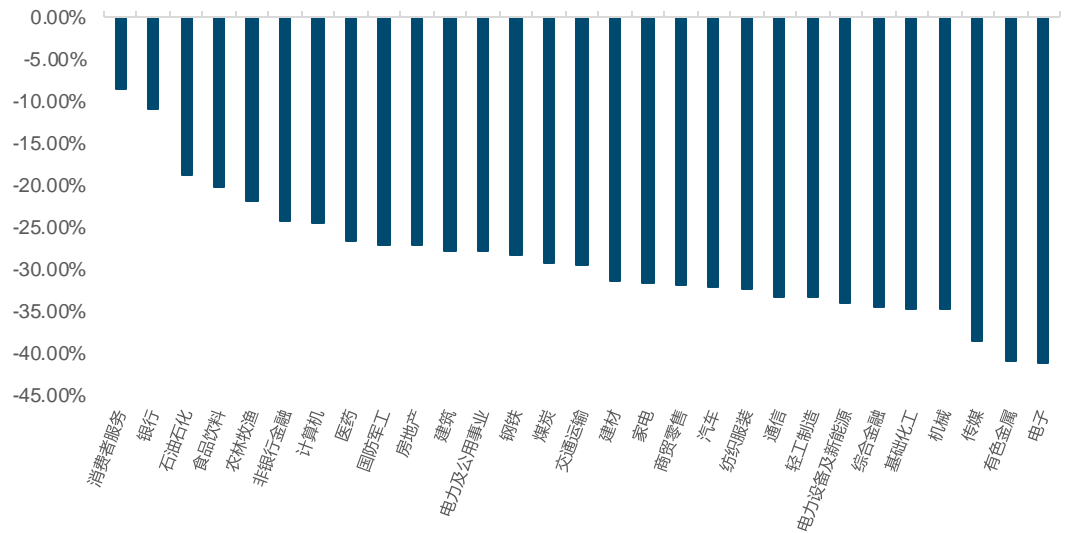
(下跌 10.95%) 和家电 (下跌 9.32%) 等行业的显著下跌。煤炭作为强周期性行业, 其下跌可能源于市场对贸易摩擦拖累整体经济增长、进而影响能源需求的担忧; 而家电行业则因其较高的出口依存度, 更容易受到关税威胁和外部需求波动的直接冲击, 导致投资者信心受挫。这种冰火两重天的格局, 清晰地揭示了在贸易冲突的特定背景下, 市场资金依据行业受贸易政策影响的程度、以及是否受益于国家战略对冲逻辑, 进行了显著的避险和主题性调仓。

在 2018 年 4 月 23 日至 5 月 21 日这段时间里, 随着中美贸易谈判释放出积极信号并最终在 5 月 19 日达成暂时“停火”共识, 市场紧张情绪得到显著缓解, 推动了 A 股市场迎一波反弹行情。这一时期, 绝大多数中信一级行业指数录得上涨, 反映了市场风险偏好的普遍回升。其中, 石油石化 (上涨 11.86%) 和医药 (上涨 11.24%) 板块领涨, 前者可能受益于同期国际油价的上涨以及市场对全球经济前景担忧的减轻, 后者则延续了其防御性与成长性兼具的特点, 在市场企稳时受到资金青睐, 可能也与当时的行业政策预期有关。值得注意的是, 前期因贸易摩擦和自主可控预期而表现强势的国防军工板块在此期间出现回调 (下跌 2.38%), 这清晰地表明随着贸易紧张局势的缓和, 支撑其上涨的避险和主题性逻辑有所减弱, 资金发生了轮动。而综合金融和钢铁板块的微幅下调, 可能反映了其各自行业内部的特定因素或是在整体反弹中相对滞后。总体来看, 这次反弹行情主要由贸易局势缓和驱动, 资金流向了前期受压制较大、受益于宏观预期改善的板块以及具备持续增长逻辑的行业, 同时前期受益于紧张局势的板块则相应出现休整。

当贸易战局势降温、外生冲击得到控制后, 也会出现相应的反弹行情。在 2018 年 10 月 18 日至 11 月 16 日, 由于市场已经消化了此前的关税政策冲击, 在央行下调部分金融机构存款准备金率 1 个百分点的背景下, 出现了反弹行情, 上证综合指数从约 2486 点反弹至约 2679 点, 区间涨幅约为 7.8%。

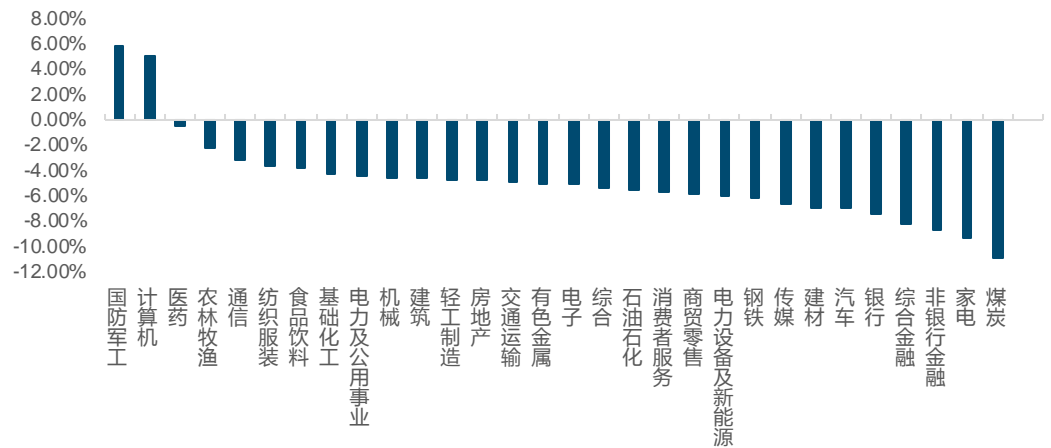
在这个反弹行情中, 综合金融板块领涨 70%。房地产板块在政策预期边际放松 (如地方调控微调预期、融资环境改善预期) 以及低估值的背景下, 房地产板块也在反弹中表现较好, 获得超过 19% 的区间涨幅。通信板块, 特别是与 5G 建设相关的子领域, 受益于新基建政策预期和科技股整体情绪回暖, 也在此期间取得显著涨幅, 区间涨幅超过 19%。

图表8: 2018 年全年的中信行业指数涨跌幅



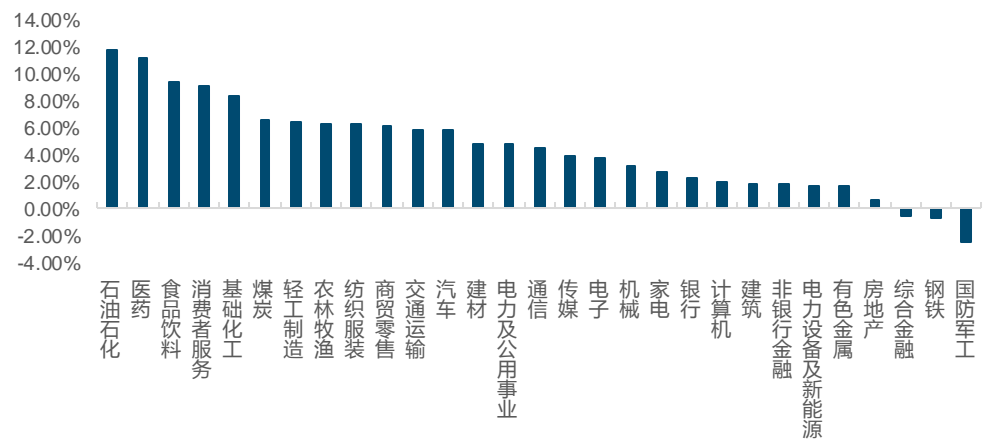
来源: Wind, 国金证券研究所

图表9: 2018年3月22日至4月17日的下跌行情涨跌幅



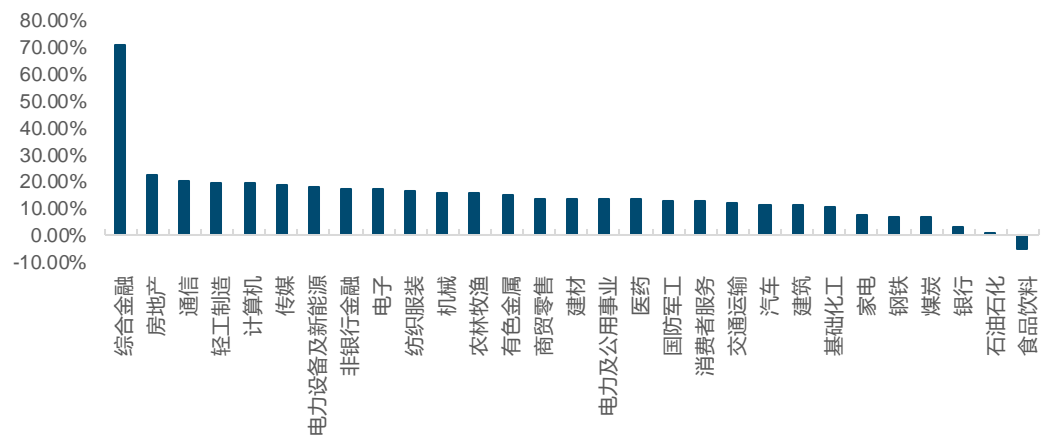
来源: Wind, 国金证券研究所

图表10: 2018年4月23日至5月21日的反弹行情涨跌幅



来源: Wind, 国金证券研究所

图表11: 2018年10月18日至11月16日的反弹行情涨跌幅



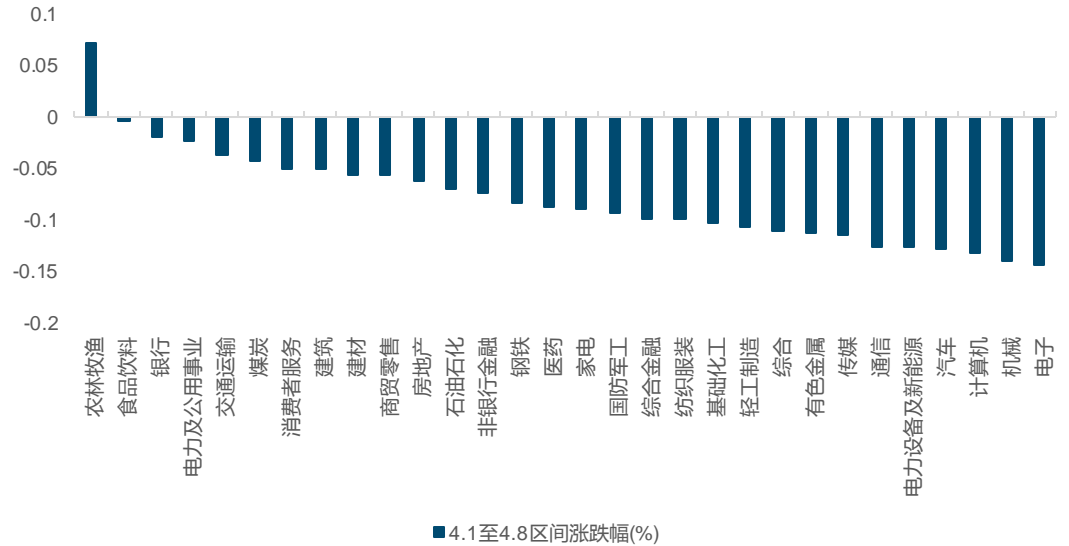
来源: Wind, 国金证券研究所

## 2.7 对比两次贸易冲突市场与行业表现

对比两次贸易冲突对 A 股市场的影响, 我们可以看到不同的市场反应模式和行业分化特

征。2018年，贸易战的爆发与快速升级对A股市场造成了持久而剧烈的冲击。随着关税范围从特定商品迅速扩展至数千亿美元的清单，市场不确定性急剧升高，避险情绪弥漫，导致上证指数全年呈现持续下跌态势，整体跌幅显著。从行业表现来看（参照中信行业指数），冲击呈现普遍性，但结构分化明显：与出口、全球供应链和技术关联度高的板块，如电子、有色金属、机械以及风险偏好驱动的传媒等，遭遇了深度调整，部分板块年度跌幅甚至超过40%。与此同时，主要依赖国内需求、受外部冲击较小的大消费板块（如消费者服务、食品饮料）以及具备低估值、稳定派息特征的红利板块（如银行、部分非银金融、石油石化）则展现出相对更强的防御性，跌幅显著小于市场平均水平，其中消费者服务板块的抗跌性尤为突出，体现了内需市场的“压舱石”作用和红利资产在弱市中的避险价值。

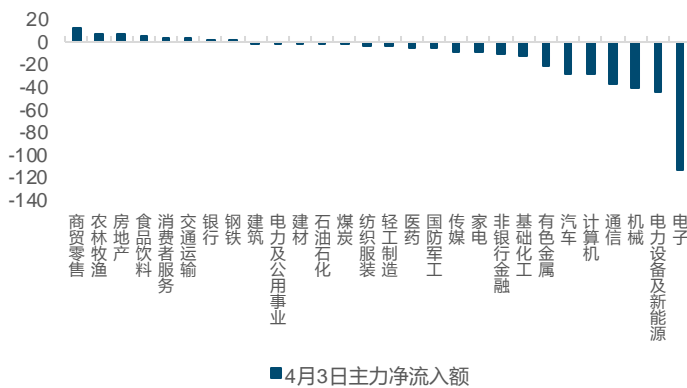
图表12：2025年4月1日至4月7日的各行业区间涨跌幅



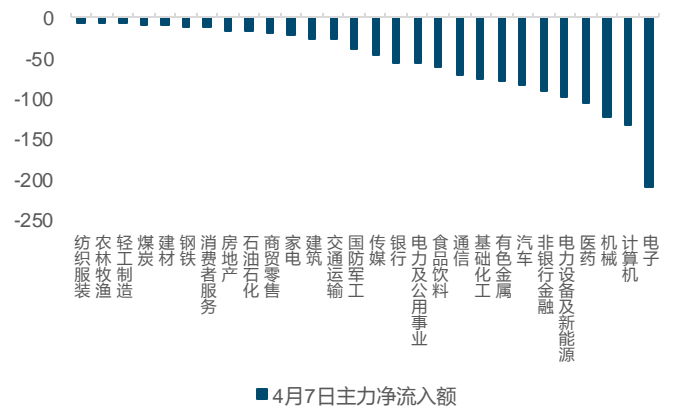
来源：Wind，国金证券研究所

进入2025年4月，美国基于贸易逆差的“对等关税”调整，虽然在绝对税率上对所有产品的打击更为广泛和严厉，但在影响持续时间上更加有限，并未像2018年那样进行持续的关税税率升级。因此，对A股市场的整体冲击可能相对更加短期。市场走势可能不会出现2018年那样持续、广泛的恐慌性下跌，但行业间的分化预计将极其显著。直接被高关税瞄准的行业，如汽车（特别是电动车产业链）、电力设备及新能源（光伏、锂电池）、电子（传统半导体）、机械（港口起重机）、医药生物（特定医疗用品）以及部分基础化工和有色金属（关键矿产、石墨、永磁）等板块，将面临短期内巨大的下行压力和盈利预期修正。然而，对于那些未被直接波及、且主要依赖国内经济循环的行业，影响则相对间接和有限。

图表13：2025年4月3日各行业主力资金净流入额



图表14：2025年4月7日各行业主力资金净流入额



来源：Wind，国金证券研究所

来源：Wind，国金证券研究所

在这种背景下，中期我们继续看好消费和价值板块在外部市场负面冲击下的相对表现。消费板块，尤其是必需消费如食品饮料，以及部分受益于国内服务业复苏的消费者服务，其需求韧性较强，盈利主要源于国内市场，能够有效对冲外部风险。价值板块，如高股息率

的能源（石油石化、煤炭）、公用事业、银行以及部分运营商，凭借其稳定的现金流和相对较低的估值，在市场避险情绪升温、无风险利率可能下行的环境中，其防御属性和配置价值将进一步凸显。这些板块不易受到单一海外市场政策的直接冲击，其稳健的基本面和可预期的回报使其成为动荡市场中的“避风港”，有望延续相对稳健的走势或取得相对收益。总而言之，无论是 2018 年的针对性冲击，还是 2025 年更具普遍性的打击，外部贸易摩擦都反复印证了内需驱动的消费板块和价值板块在复杂外部环境下的战略配置价值。

若贸易战能够有阶段性的缓解，前期和出口关联度高的板块，如消费电子，化工等板块能迎来修复。

### 三、本次美国关税政策冲击下，防御类因子超额收益显著

除了传统的市场和行业分析，我们进一步分析了量化因子在贸易冲击事件下的表现。在极端的市场环境下，根据传统金融理论，防御类因子如价值、低波动等风格通常能够展现出较强的抗跌特性，甚至可能获得超额收益。为了印证猜想，我们分从一致预期、成长、动量等多种风格检测 4 月 7 日市场的表现。

图表15：4月7日各风格因子表现

	一致预期	成长	动量	质量	技术	价值	特异波动率	总市值
IC	-2.65%	-0.39%	-2.32%	-5.45%	15.23%	14.78%	9.85%	29.16%
多头收益	-12.57%	-12.57%	-13.17%	-12.72%	-10.88%	-9.91%	-11.16%	-13.79%
多头超额收益	-1.07%	-0.60%	-1.08%	-0.69%	1.21%	2.18%	0.93%	-1.69%
多空收益	0.39%	0.20%	-1.10%	-0.82%	2.33%	2.40%	1.64%	-5.44%

来源：Wind，国金证券研究所

注：我们对国金金工因子库中的大类因子在 4 月 7 日的表现，在全 A 市场进行回测，并进行 10 分组计算多头与多空收益。

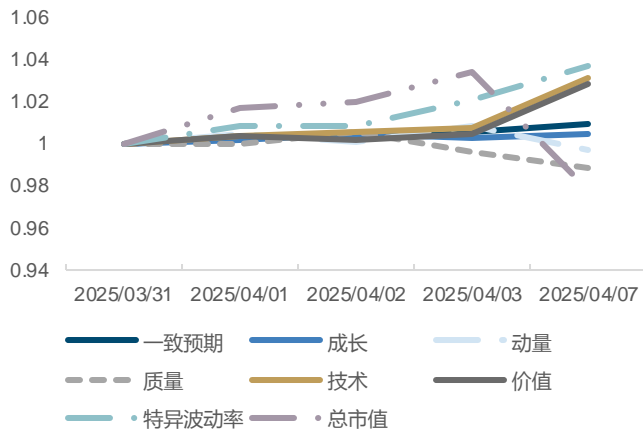
在 4 月 7 日的极端行情中，价值因子表现尤为突出，其 IC 值（信息系数）显著为正，表明该因子对个股收益具有较强的预测能力；同时，价值因子的多头组合超额收益及多空组合收益均大幅跑赢市场基准，印证了其在市场剧烈波动环境下的稳健性。此外，低波因子与技术因子同样展现出较强的防御特性，其 IC 值、多头超额收益及多空收益等核心指标均保持稳定，说明低波动股票及技术面强势个股在市场下跌时具备一定的抗跌能力。相比之下，一致预期因子、成长因子、动量因子和质量因子的表现则明显疲软，其 IC 值均呈现负值，表明这些因子在极端行情中未能有效筛选出抗跌个股。因此，在极端市场环境中，价值因子与低波因子展现出显著的防御特性，而经过优化构建的技术因子组合同样能贡献一定的超额收益。我们接着观察在 4 月以来的市场中这些因子是否同样有效。

图表16：4月以来各风格因子表现

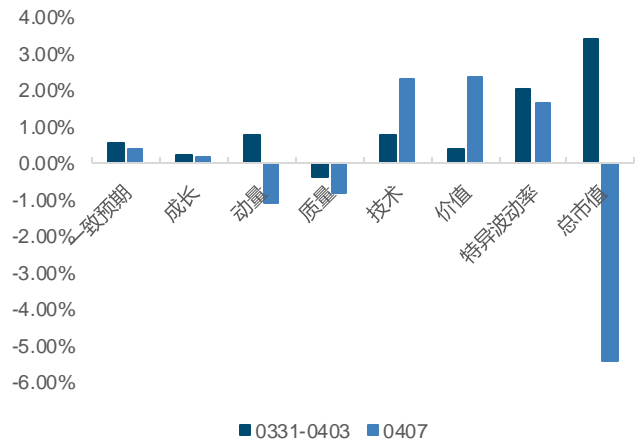
	一致预期	成长	动量	质量	技术	价值	特异波动率	总市值
IC 均值	1.47%	-0.33%	4.42%	-0.70%	11.02%	7.02%	11.72%	-2.29%
多头收益	-11.93%	-11.69%	-12.58%	-12.24%	-9.43%	-9.39%	-9.64%	-11.18%
多头超额收益	-0.70%	-0.37%	-1.17%	-0.90%	2.07%	1.98%	1.87%	0.48%
多空收益	0.93%	0.46%	-0.31%	-1.17%	3.12%	2.83%	3.73%	-2.19%

来源：Wind，国金证券研究所

图表17: 4月以来各风格因子多空净值



图表18: 4月以来各风格因子多空收益率对比



来源: Wind, 国金证券研究所

来源: Wind, 国金证券研究所

进入4月以来, 尽管市场经历剧烈波动, 价值、低波及技术类因子仍展现出较强的稳健性。从具体表现来看, 价值因子凭借其低估值特性在市场下跌中持续提供超额收益, 其多头组合相对基准的超额收益维持在较高水平, 同时多空净值曲线也呈现稳定上行趋势, 验证了其在极端行情中的防御能力。低波因子同样表现优异, 低波动个股在市场剧烈震荡期间展现出较强的抗跌性, 其多头组合的超额收益显著优于市场平均水平, 多空组合的净值增长也保持平稳, 进一步印证了低波策略在风险规避环境下的有效性。此外, 技术类因子(如均线支撑、量价背离等)经过精细化建模优化后, 同样贡献了稳定的超额收益, 尤其在市场短期超跌反弹阶段表现突出。基于当前极端市场环境, 我们建议采取以下因子配置策略:

**重点配置防御性因子:** 优先布局价值与低波因子, 利用其低估值和低波动特性降低组合回撤风险;

**优化技术类因子组合:** 通过引入更精细的择时信号(如波动率调整、动量修正等)提升技术因子的适应性, 增强其在市场剧烈波动中的收益贡献。

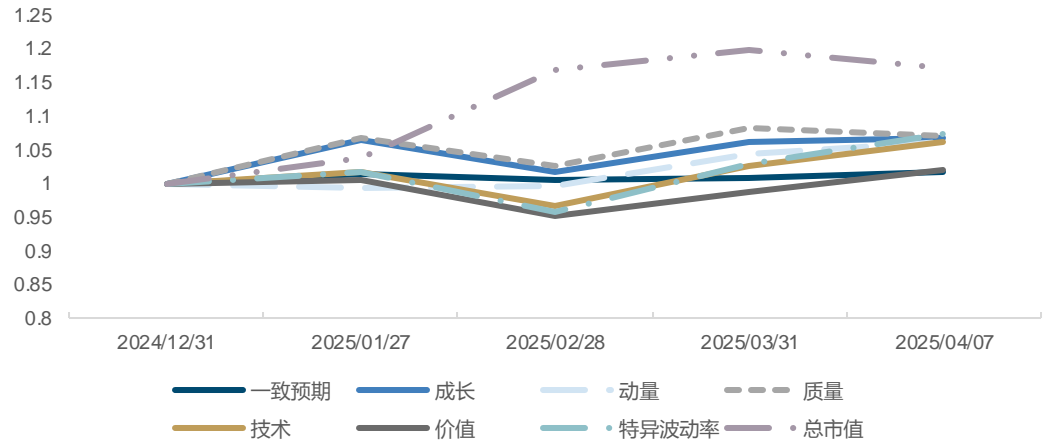
接下来, 我们观察今年以来各因子表现, 目的是考虑当市场企稳后, 可以重点关注哪类因子。

图表19: 今年以来各风格因子表现

	一致预期	成长	动量	质量	技术	价值	特异波动率	总市值
IC 均值	2.84%	5.17%	9.66%	4.72%	10.89%	7.14%	11.45%	-8.07%
多头收益	-4.53%	-2.46%	-4.69%	-2.48%	-0.88%	-5.47%	-2.59%	5.21%
多头超额收益	0.41%	2.79%	0.77%	2.81%	4.10%	-0.83%	2.29%	11.38%
多空收益	1.81%	6.73%	6.04%	7.04%	6.28%	1.89%	7.41%	17.24%

来源: Wind, 国金证券研究所

图表20: 今年以来各风格因子多空净值曲线



来源: Wind, 国金证券研究所

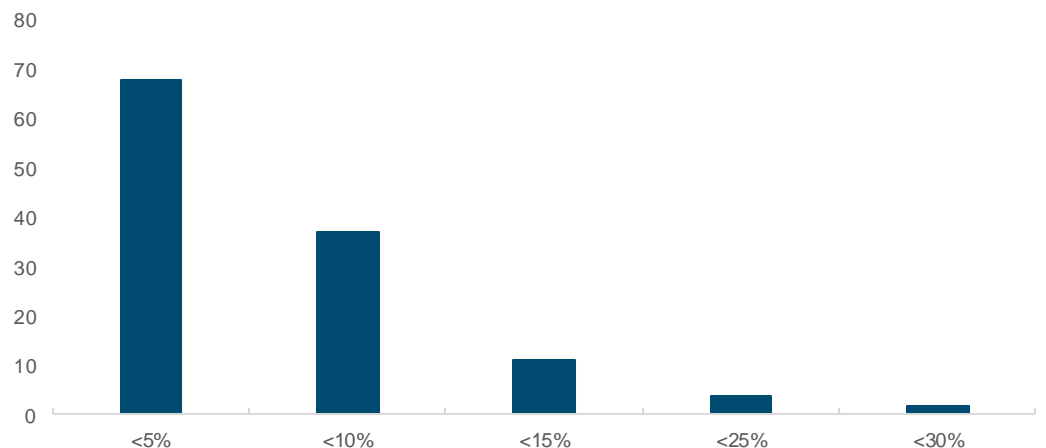
今年以来, A股市场中小市值类因子表现尤为亮眼, 持续展现出强劲的超额收益能力。从量化表现来看, 小市值因子的多头组合超额收益显著跑赢大盘, 同时其多空收益也大幅领先其他风格因子, 印证了市场资金对小市值股票的持续偏好。这一现象表明, 在4月极端行情之前, 小市值策略仍是市场的主导风格, 投资者更倾向于在流动性相对宽松的环境下挖掘中小盘股的成长弹性。

考虑到小市值股票通常具备更高的股价弹性和估值修复空间, 在经历4月7日的极端调整后, 若市场情绪逐步企稳、政策面不确定性缓解, 投资者可考虑逢低逐步增配优质小市值风格股票, 以捕捉市场反弹阶段的超额收益机会。不过, 由于小市值股票波动较大, 建议结合价值与低波因子进行筛选, 以平衡风险收益比。

#### 四、逆市上涨股票抗跌因素分析

根据2025年4月7日A股市场表现, 在极端行情中, 有106只个股逆势上涨, 其中24只个股涨停。我们将106只上涨个股取出, 并观察这些个股存在哪些特征, 为后续投资提供一定的参考。

图表21: 上涨个股涨幅分布情况



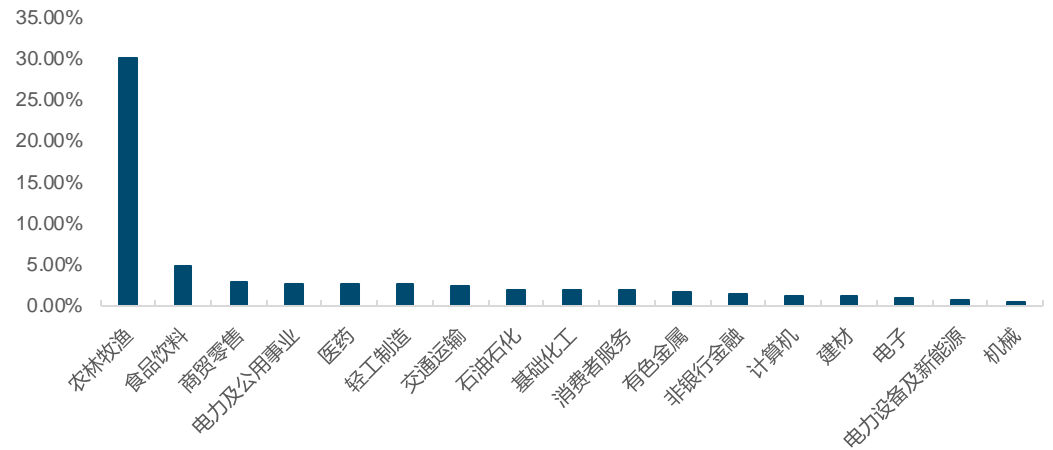
来源: Wind, 国金证券研究所

从数据来看, 106只上涨个股中, 虽然多数(占比约65%)涨幅集中在5%以内, 但涨幅超过5%的个股数量也较为可观(占比约35%)。这一分布特征表明, 当前市场仍存在部分具备较强弹性的风格板块或主题概念。

#### 4.1 关税壁垒倒逼国产替代加速

从行业内部占比看，抗跌个股主要集中在农林牧渔、食品饮料、交通运输等领域。而对不同的行业，其对应的增长逻辑是有所不同的。

图表22：上涨股票中信一级行业占比



来源：Wind，国金证券研究所

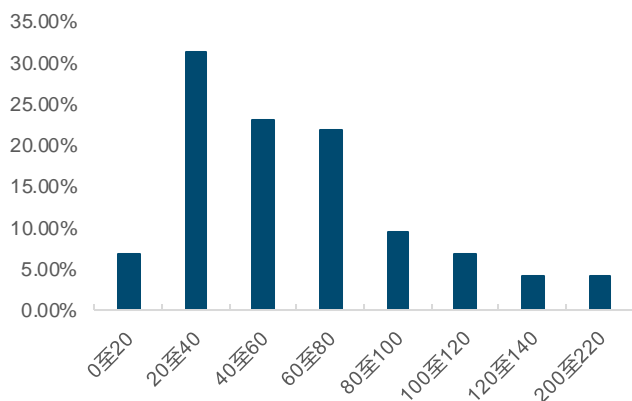
**国产替代进程受刺激。**中共中央、国务院印发《加快建设农业强国规划(2024—2035年)》，提出到2027年农业强国建设取得明显进展等目标。农业农村部聚焦重点领域推动政策落实，扩大专项债使用规模支持农业农村发展。我国对美进口农产品加征关税，刺激种业、养殖业国产替代预期，农业板块受政策驱动形成避险共识。此外，医药生物板块中逆势上涨的11只个股，其最显著的特征是集中于血液制品子行业，且普遍受益于关税反制政策下的国产替代机遇。美国是全球最大血浆采集国（占全球70%），国产产品性价比凸显。

#### 4.2 低估值具有防御属性

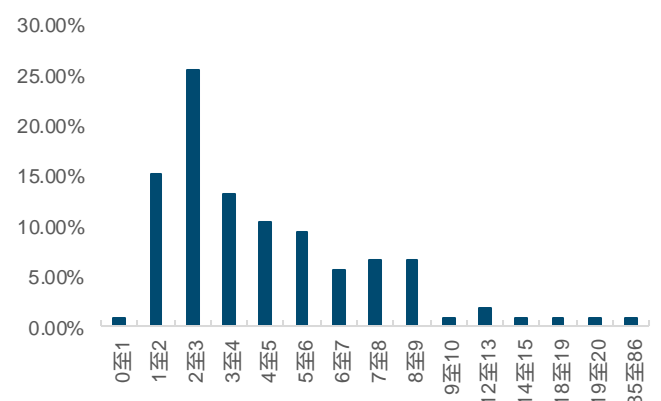
我们对逆势上涨的106只个股统计市盈率(TTM)和市净率指标，并绘制了相应的分布直方图。统计结果显示，上涨个股中低估值标的占比显著偏高。这一数据特征有力地验证了在极端市场环境下，价值风格因子确实展现出较强的防御属性和超额收益能力，**低估值个股在市场恐慌时表现出更好的抗跌性。**

然而，进一步分析发现一个值得注意的现象：估值最低的10%个股（市盈率低于20倍或市净率低于1倍）占比反而相对较少。这可能反映出市场对“估值陷阱”的担忧——过低的市盈率与市净率往往意味着该股票市场关注度过低、流动性较差，或者存在某些未被充分定价的基本面风险。因此，在极端行情下配置价值股时，需要避免简单选择估值最低的标的，而应该结合行业景气度、盈利质量等指标进行综合筛选。

图表23：上涨股票市盈率(TTM)分布情况



图表24：上涨股票市净率分布情况



来源：Wind，国金证券研究所

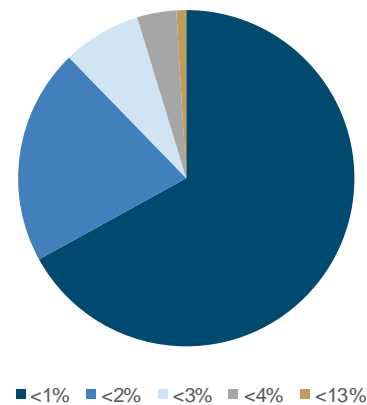
来源：Wind，国金证券研究所

### 4.3 红利风格没有明显优势

我们对上涨个股的股息率分布进行了详细统计分析，结果显示：股息率小于1%的股票占比最高；股息率在1%-2%、2%-3%、3%-4%以及4%以上的高股息股票占比则呈现明显的递减趋势。这一分布特征与市场普遍认知存在显著差异——传统意义上具备防御属性的高股息股票（股息率>3%）在此次极端行情中的占比合计不足25%，远低于低股息率股票的占比。

这一现象可能反映出几个重要信息：首先，在当前市场环境下，高股息策略并未展现出预期的防御优势；其次，市场资金可能更倾向于追逐具备成长潜力或题材概念的个股，而非稳定的分红回报；最后，这也暗示着此次市场调整的性质更偏向流动性冲击而非基本面恶化，因此**具备强现金分红能力的红利股并未获得资金特别青睐**。这一发现对传统“震荡市买高股息”的投资逻辑提出了新的思考，建议投资者在极端行情中需要结合更多维度来筛选防御性标的。

图表25：上涨股票股息率分布情况



来源：Wind，国金证券研究所

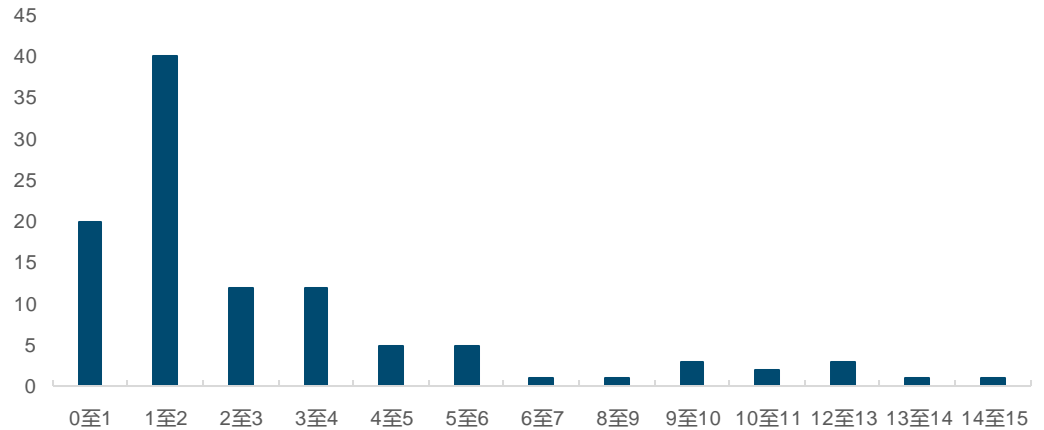
### 4.4 流动比率蕴含反转逻辑

我们上涨个股的流动比率指标进行了系统性统计分析，结果显示分布特征呈现出明显的左偏态势，表明在极端下跌行情中，**低流动比率股票反而展现出更强的股价韧性**。

这一现象可以从两个维度进行解释：首先，在前期市场调整过程中，低流动比率个股往往因财务风险担忧而被过度抛售，当市场恐慌情绪达到极致时，这类股票更容易因估值过度偏离基本面而触发技术性反弹。其次，从均值回归的角度来看，极端低流动比率（如低于0.8）的公司通常会通过资产重组、债务优化等方式改善财务状况，这种基本面修复预期会提前反映在股价中。

这一发现对极端行情下的选股策略具有重要启示：投资者可以关注那些流动比率略低于行业均值但具备改善潜力的公司，这类标的既具备技术反弹动能，又存在基本面修复空间。但同时需要警惕那些流动比率极端低下（如低于0.5）且无明显改善迹象的公司，这类股票的风险仍然较高。

图表26: 上涨股票流动比率分布情况

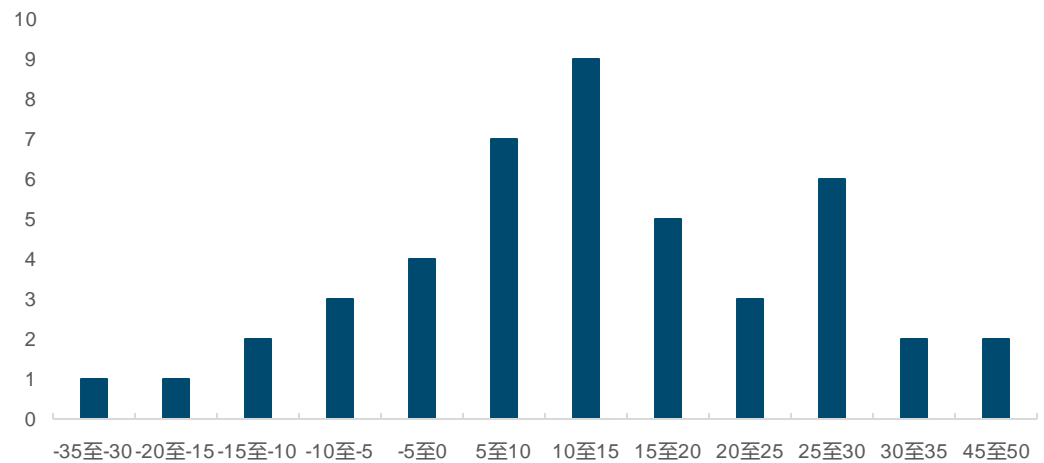


来源: Wind, 国金证券研究所

#### 4.5 成长风格符合超预期理论

我们对逆势上涨个股的营业收入增长特征进行了深入分析,重点考察了分析师一致预期的未来营业收入同比增速。统计结果显示,在上涨个股中,分析师预期未来12个月营业收入增速超过行业平均水平的个股占比较高。这一特征分布验证了市场资金在极端行情下仍高度关注基本面预期,那些被分析师普遍看好、具备较高营收增长潜力的公司更容易获得资金青睐,形成市场共识。这一现象与“超预期理论(Earnings Surprise)”的定价逻辑高度吻合——市场往往会给予具有持续高增长预期的公司估值溢价,特别是在市场波动加大的环境下,这类标的因其业绩能见度更高而更具吸引力。

图表27: 上涨个股分析师预期营业收入同比分布情况

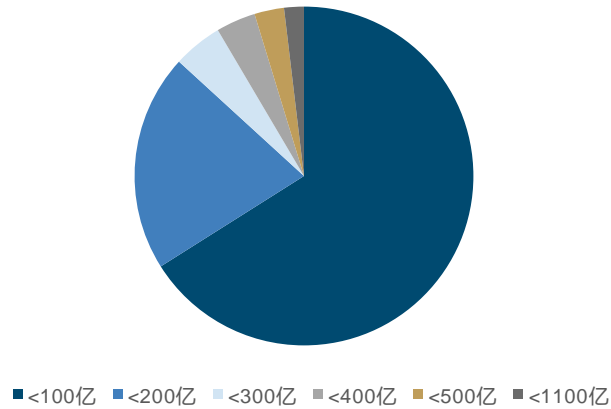


来源: Wind, 国金证券研究所

#### 4.6 上涨股票微盘风格暴露明显

市值小于100亿的股票占据了最大的比例。市值在100亿到200亿之间的股票占比次之。市值在200亿到300亿、300亿到400亿、400亿到500亿以及大于500亿的股票占比逐渐减少。因此,小市值股票在此次下挫行情中可能有较好的表现。这一现象可能源于,在当前市场环境下,活跃资金更倾向于在小市值标的中寻找结构性机会。不过需要指出的是,虽然小市值股票在此次极端行情中表现相对突出,但投资者仍需警惕其较高的波动风险,建议结合基本面因素进行精选。

图表28：上涨股票总市值分布情况



来源：Wind，国金证券研究所

在当前市场深度调整阶段，投资者需要采取更具针对性的配置策略。从行业角度来看，选股应当重点聚焦“反关税调整”这一核心主线，深入挖掘由此催生的国产替代主题投资机会。具体而言，半导体设备及材料、工业母机、高端医疗器械、信创产业等关键领域的技术突破型企业，以及具备自主知识产权的生物医药创新企业，都将成为资金重点布局方向。这些领域不仅受益于政策扶持，更将在供应链重构过程中获得实质性市场份额提升。

从风格配置维度分析，当前市场呈现出明显的**低估值与微盘风格**占优特征。价值因子中的低市盈率、低市净率标的展现出较强的防御性，而微盘股则因其筹码结构优势在市场企稳初期往往率先反弹。值得注意的是，经过此轮调整后，部分优质成长股估值已进入合理区间，其中现金流稳定、ROE持续提升的质量成长标的开始显现配置价值。

结合前文的因子分析结论，我们建议采取分阶段的配置策略：在市场剧烈波动阶段，重点配置价值与低波风格组合以控制回撤；待市场企稳信号明确后，可逐步增加微盘风格暴露以获取弹性收益。同时，建议持续跟踪国产替代主题的业绩兑现情况，适时布局真正具备技术壁垒和成长空间的优质企业。

## 总结

美国于2025年4月初以对等关税为由向全球贸易伙伴加征关税，中国的迅速反制可能引发“贸易战2.0”。相较于2018年贸易战对A股市场的显著冲击，本次贸易冲突的负面影响预计相对减弱，这主要归因于中国宏观经济韧性、产业链抗风险能力及政策工具箱的增强。

市场表现方面，防御性因子（特别是价值与低波因子）在此轮冲击下超额收益显著，再次印证了内需驱动的消费板块和价值板块在复杂外部环境下的配置价值。分析显示，当前市场环境下，农业、食品饮料等板块中，具备低估值、低流动比率、高分析师营收增长预期和小市值等特征的个股表现相对抗跌，提示投资者在极端行情下应侧重防御策略并关注特定结构性机会。

## 风险提示

- 1、以上结果通过历史数据统计、建模和测算完成，历史规律不代表未来；
- 2、在市场环境发生变化时，模型存在失效的风险；
- 3、策略依据一定的假设通过历史数据回测得到，当交易成本或其它条件改变时，可能导致策略收益下降甚至出现亏损。

**特别声明：**

国金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。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建国内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806