

2025年04月03日

加征关税影响有限，A股维持震荡趋势

事件点评

投资要点

- ◆ **美国“对等关税”加征幅度超预期。**（1）此次美国加征关税政策包括：一是对所有国家征收10%的“基准关税”；二是对美国贸易逆差最大的国家征收个性化的更高的“对等关税”；三是一些商品将不受“对等关税”的约束。（2）对我国加征关税幅度超出市场的中性预期：对我国加征的关税税率定为34%，考虑到此前已两次加征10%的关税，当前对我国商品加征的关税可能达54%，超出市场的中性预期。
- ◆ **本轮加征“对等关税”可能对美国经济和通胀影响较大，对我国出口和流动性也可能有一定的影响。**（1）加征关税可能对美国经济和通胀有较大影响。一是生产和消费都可能受到负面影响：首先，生产端，加征关税提高进口商品价格，而替代成本更高可能导致生产下降；其次，消费端，加征关税推高日用品、电子产品等的价格，消费者实际购买力下降导致非必需品消费可能减少。二是美国通胀压力可能上升：首先，加征关税可能导致企业提价来转嫁成本提高；其次，加征关税导致消费品价格上涨后，工资水平可能进一步上升。（2）加征关税对我国出口和流动性也有一定的影响。一是加征关税可能导致我国出口增速面临一定的回落压力。二是加征关税对我国流动性宽松可能存在一定扰动：首先，加征关税可能推升美国通胀，对美联储降息周期可能有影响；其次，加征关税可能对国内宽松政策有一定掣肘。
- ◆ **对A股影响有限，A股短期延续震荡趋势。**（1）短期框架来看，对经济和盈利影响相对有限，但可能影响流动性和风险偏好。一是分子端来看，对经济和盈利影响相对有限：首先，外需可能存在一定压力下，国内稳增长政策力度可能加大；其次，从工业企业利润和A股盈利周期来看，今年均可能处于回升周期中。二是流动性来看，短期大概率维持宽松：首先，加征关税可能影响美联储降息节奏；其次，国内流动性维持宽松，加征关税可能对外资流入节奏有一定影响。三是风险偏好来看，有一定影响，但幅度有限：国内扩内需和宽松政策加力的预期可能上升，对市场情绪有较大支撑。（2）长期框架来看，政策宽松导致盈利和信用修复的A股慢牛逻辑不变。一是加征关税可能导致提振内需的政策进一步出台和落实，后续盈利和信用大概率回升。二是盈利信用回升下A股大概率维持震荡上行的慢牛走势。
- ◆ **对行业配置的影响：关键资源、内需及稳增长、“一带一路”相关行业可能受益。**（1）从加征关税的直接影响上看，受关税影响小、需求较强的关键资源行业可能受益，而劳动密集型制造业和小商品行业可能承压。一是存在豁免敞口的稀土、半导体等关键资源行业，同时受益于需求上升，表现可能偏强。二是劳动密集型制造业和低值小商品行业或承压：首先本轮关税政策重点提高对越南等国家的税率，纺织、家电等低端制造业可能承压；其次关税政策特别提及小商品行业。（2）从加征关税的间接影响上看，国内扩大内需相关的行业和出口增量相关的行业可能受益。一是后续提振消费、加大基建、稳定房地产等稳增长等政策可能进一步出台和实施，因此消费、基建、地产、公用事业等行业可能受益。二是美国加征“对等关税”可能推动全球贸易模式发生变化，“一带一路”相关的自贸区、港口等行业可能受益。
- ◆ **风险提示：历史经验未来不一定适用、政策超预期变化、经济修复不及预期。**

分析师

邓利军

SAC执业证书编号：S0910523080001

dengljun@huajinsc.cn

报告联系人

张欣诺

zhangxinnuo@huajinsc.cn

相关报告

新股板块或步入休整周期，重视业绩和性价比-华金证券新股周报 2025.3.30

四月基本面主导，继续震荡 2025.3.29

A股二季度策略-回归基本面，均衡配置 2025.3.23

活跃周期变盘或已经开启，再度强调布局性价比-华金证券新股周报 2025.3.23

华金策略-定期报告-春季行情结束的标志和行业方向 2025.3.21

内容目录

一、关税落地超预期，对美国经济、国内出口和流动性影响较大	3
（一）美国“对等关税”加征幅度超预期	3
（二）对美国经济和通胀、国内出口和流动性影响较大	4
二、对 A 股整体影响有限，关注稀土、半导体等关键资源行业	5
（一）对 A 股影响有限，A 股短期延续震荡趋势	5
（二）关键资源、内需及稳增长、“一带一路”相关行业可能受益	6
三、风险提示	7

图表目录

图 1：当前美对华出口商品关税率远高于 2018 年	3
图 2：本轮“对等关税”对主要国家加征税率一览	4
图 3：美国制造业 PMI 下行	5
图 4：2018 年第二轮关税落地后出口明显走弱	5
图 5：当前我国对东盟出口金额占比高于对美出口占比	6
图 6：人民币汇率维持相对稳定	6
图 7：全球半导体需求持续回暖	7
图 8：内外盘铜价比翼齐涨	7
图 9：我国出口重心逐渐转向东南亚、墨西哥等国家	7

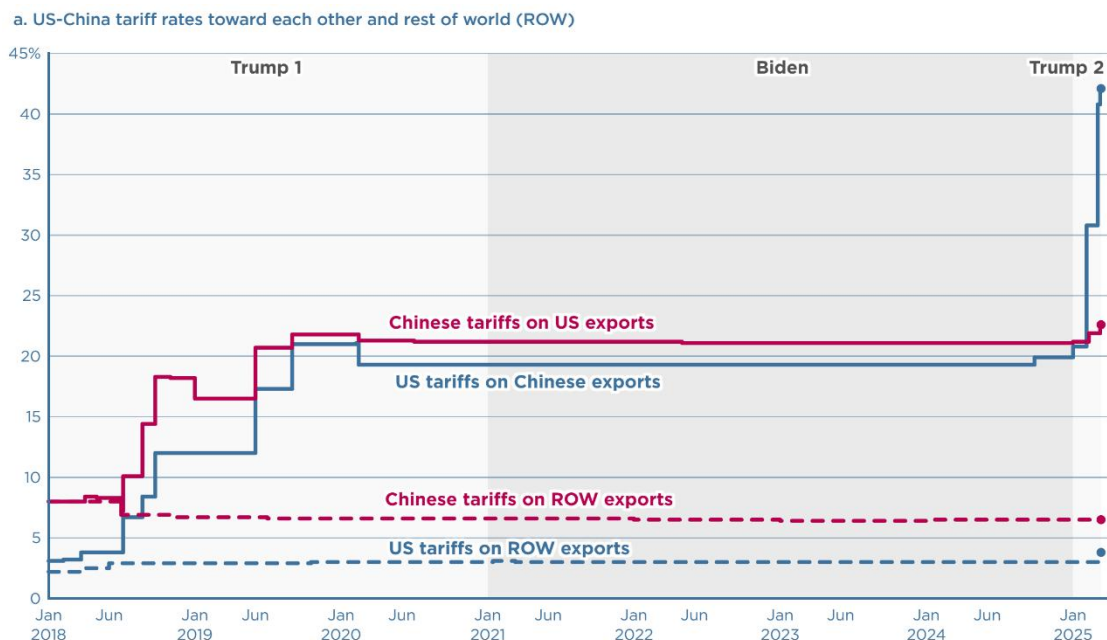
事件：当地时间 4 月 2 日，美国总统特朗普在白宫签署两项关于所谓“对等关税”的行政令，宣布美国对贸易伙伴设立 10% 的“最低基准关税”，并对某些贸易伙伴征收更高关税。

一、关税落地超预期，对美经济、国内出口和流动性影响较大

（一）美国“对等关税”加征幅度超预期

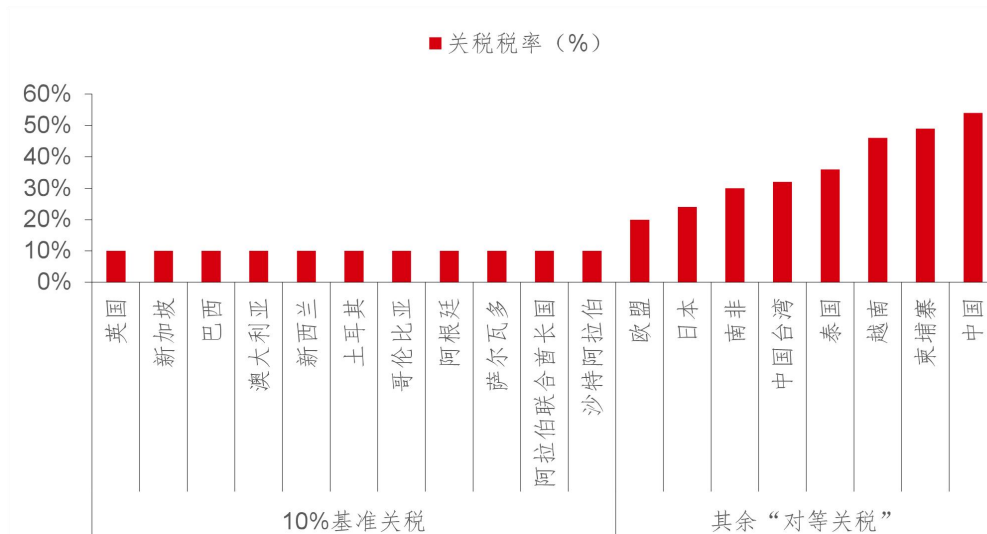
美国“对等关税”加征幅度超预期。（1）当地时间 2 日，白宫发表声明称，特朗普当日宣布国家紧急状态，在白宫签署两项关于所谓“对等关税”的行政令，此次美国加征关税政策包括：一是特朗普将对所有国家征收 10% 的“基准关税”，该关税将于美国东部时间 4 月 5 日凌晨 0 时 01 分生效；二是特朗普将对美国贸易逆差最大的国家征收个性化的更高“对等关税”，该关税将于美国东部时间 4 月 9 日凌晨 0 时 01 分生效，所有其他国家将继续遵守原有的 10% 关税基准；三是一些商品将不受“对等关税”的约束，包括已经受第 232 条关税约束的钢铝制品、汽车和汽车零部件、可能受未来第 232 条关税约束的商品以及美国没有的能源和其他某些矿物，金条、铜、药品、半导体和木材制品也不受“对等关税”的约束。（2）对我国加征关税幅度超出市场的中性预期。白宫官员表示，将对大约 60 个国家征收特定的对等关税，其中对于我国的关税税率定为 34%，考虑到此前已两次加征 10% 的关税，当前对我国商品加征的关税可能达 54%，超出市场的中性预期。

图 1：当前美对华出口商品关税率高高于 2018 年



资料来源：华金证券研究所，PIIE（注：贸易加权平均关税是根据产品级关税和贸易数据计算得出，以 2017 年美国对世界的出口和中国对世界的出口加权）

图 2：本轮“对等关税”对主要国家加征税率一览

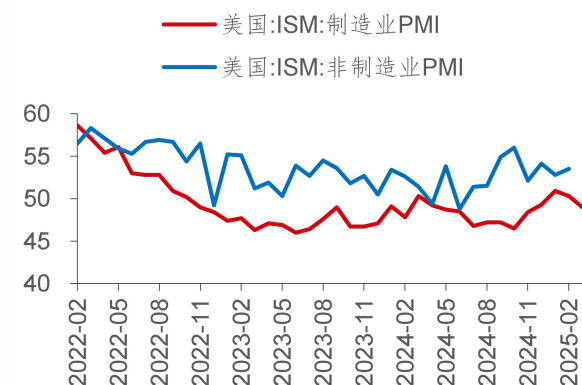


资料来源：华金证券研究所，BBC

（二）对美国经济和通胀、国内出口和流动性影响较大

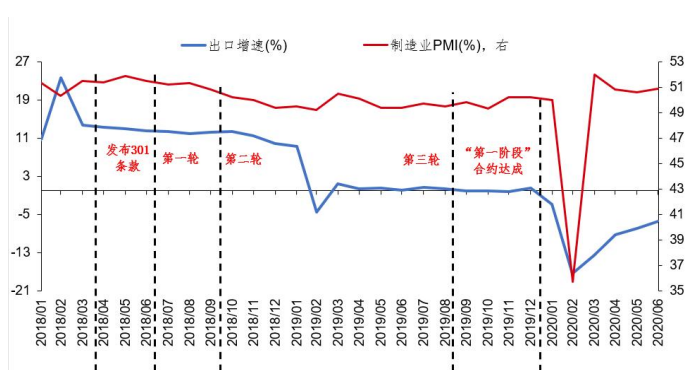
本轮加征“对等关税”可能对美国经济和通胀影响较大，对我国出口和流动性也可能有一定的影响。（1）加征关税可能对美国经济和通胀有较大影响。一是生产和消费都可能受到负面影响：首先，生产端来看，关税提高进口商品价格，迫使美国企业减少进口，转向美国本土生产或非关税国家采购，短期内可能刺激部分本土产业，但长期可能因替代来源成本更高导致生产效率下降，当前美国制造业 PMI 已低于荣枯线；其次，消费端来看，居民可支配收入下降，关税推高商品价格（如日用品、电子产品），消费者实际购买力缩水下非必需品消费减少，而消费对美国 GDP 的贡献不可小觑，可能进一步拖累经济增长。二是美国通胀压力可能上升：首先，关税直接增加进口成本，企业通过提价转嫁消费者；其次，加征关税导致消费品价格上涨后，工资水平可能进一步上升。（2）加征关税对我国出口和流动性也有一定的影响。一是加征关税可能导致我国出口增速面临一定的回落压力：首先历史经验来看，逐轮、大额的关税加征对我国出口有一定影响，比照 2018 年，第二轮加征关税（USTR 对中国 2000 亿美元商品加征 10% 关税，主要涉及电子、纺织、金属制品、汽车零部件以及箱包、家具、灯具等消费品）后国内出口增速出现明显回落；其次，今年美对中国加征关税的范围和幅度更大，同时对东南亚等新兴市场国家也加征“对等关税”，我国出口增速可能面临一定压力。二是加征关税对我国流动性宽松可能存在一定扰动：首先，加征关税可能推升美国通胀，对美联储降息周期可能有影响；其次，加征关税可能导致国内出口有一定压力，人民币汇率波动可能对国内宽松政策有一定掣肘。

图 3：美国制造业 PMI 下行



资料来源：华金证券研究所，wind

图 4：2018 年第二轮关税落地后出口明显走弱



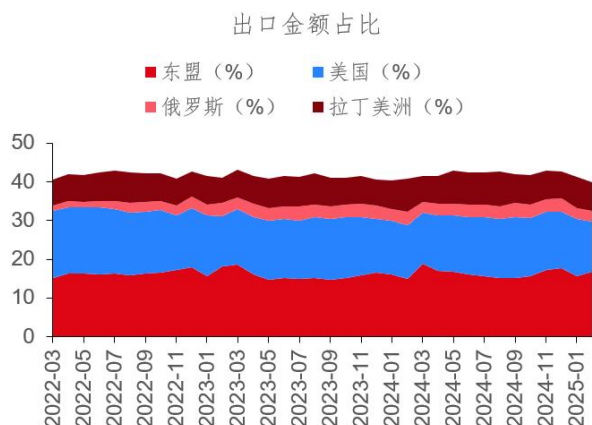
资料来源：华金证券研究所，wind

二、对 A 股整体影响有限，关注稀土、半导体等关键资源行业

（一）对 A 股影响有限，A 股短期延续震荡趋势

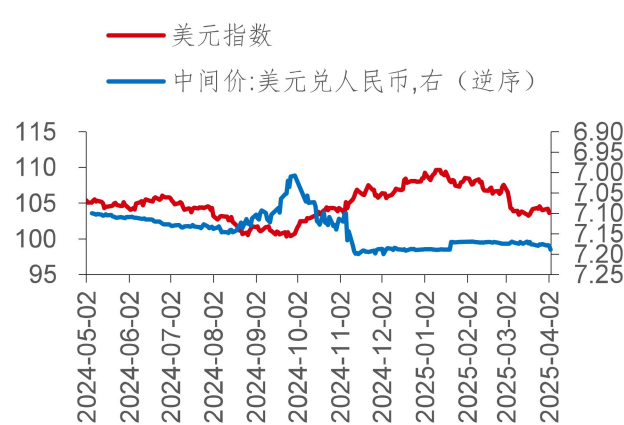
对 A 股影响有限，A 股短期延续震荡趋势。（1）短期框架来看，对经济和盈利影响相对有限，但可能影响流动性和风险偏好。一是分子端来看，对经济和盈利影响相对有限：首先外需可能存在一定压力下，国内稳增长政策力度可能加大，政策有望加速落实提振基本面改善预期；从工业企业利润和 A 股盈利周期来看，今年均可能处于回升周期中。二是流动性来看，短期大概率维持宽松：首先，如前所述，加征关税可能影响美联储降息节奏；其次，国内流动性维持宽松，我国货币政策工具丰富，央行多次表态择机降准降息，人民币汇率有望维持稳定水平不变，但海外流动性收紧风险加剧下可能对外资流入节奏有一定影响。三是风险偏好来看，有一定影响，但幅度有限：首先，此次“对等关税”加征幅度超市场预期，短期对市场情绪有一定影响；其次，国内扩内需和宽松政策加力的预期可能上升，对市场情绪有较大支撑。（2）长期框架来看，政策宽松导致盈利和信用修复的 A 股慢牛逻辑不变。一是加征关税可能导致提振内需的政策进一步出台和落实，政策发力支撑后续盈利和信用回升。二是历史经验来看，盈利信用双上时 A 股表现均较强，盈利信用回升下 A 股大概率维持震荡上行的慢牛走势。

图 5：当前我国对东盟出口金额占比高于对美出口占比



资料来源：华金证券研究所，wind

图 6：人民币汇率维持相对稳定

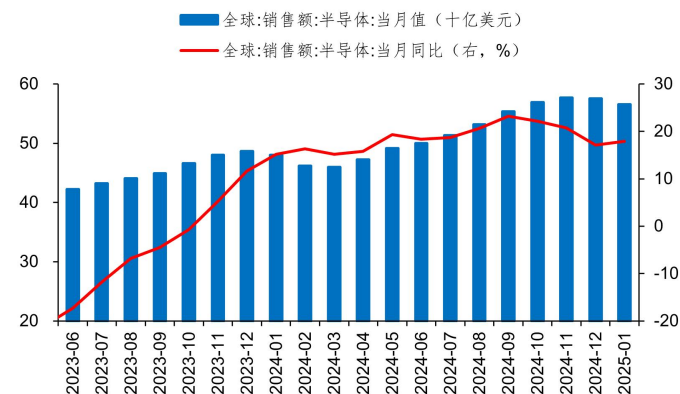


资料来源：华金证券研究所，wind

（二）关键资源、内需及稳增长、“一带一路”相关行业可能受益

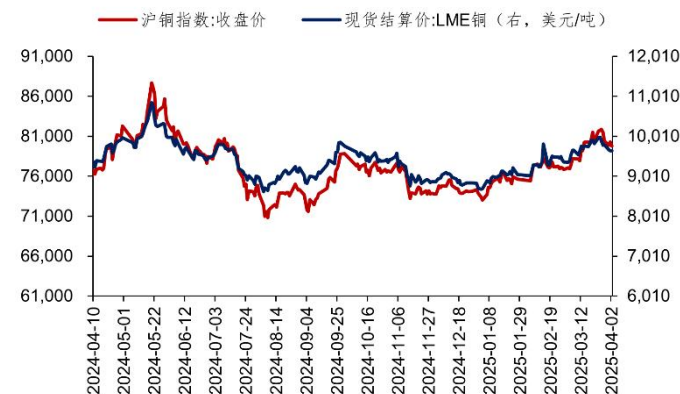
行业配置：关键资源行业、内需及稳增长相关、“一带一路”相关的行业可能受益。（1）从加征关税的直接影响上看，受关税影响较小、需求较强的关键资源行业可能受益，而劳动密集型制造业和小商品行业可能承压。一是存在豁免敞口的稀土、半导体等关键资源行业，同时受益于需求上升，表现可能相对偏强：首先，人工智能、云计算等新兴技术发展步伐加快，全球半导体行业仍处于需求扩张周期，下游厂商加速扩大资本开支，例如 2025 年全球云服务提供商的资本支出预计将超过 2500 亿美元，对上游材料行业的业绩增长形成支撑；其次，围绕半导体行业的中美贸易摩擦加剧，攻关突破技术封锁的硬性要求下，国产替代趋势持续加强；最后，国内政策层面号召发展新质生产力的主基调不变，铜、半导体、锂电池等行业作为新质生产力的重要基础材料，预计将从国内产业升级中受益。二是劳动密集型制造业和低值小商品行业可能承压：首先，本轮关税政策重点提高对越南等东南亚国家的关税税率，鞋类、服装、家电等低端制造行业可能承压；其次，本轮关税政策特别提及小商品行业，可能面临一定的成本上升压力。（2）从加征关税的间接影响上看，国内扩大内需相关的行业和出口增量相关的行业可能受益。一是加征关税对国内出口增速可能有一定压力，后续扩大内需等稳增长政策可能进一步出台和落实，这可能涉及到提振消费、加大基建、稳定房地产等，因此相关的消费、基建、地产、公用事业等行业可能受益：首先，3 月 16 日《提振消费专项行动方案》发布以来，政府计划多渠道促进居民增收，通过安排超长期特别国债支持消费品以旧换新、释放消费潜力，后续更多“促消费”相关的具体方案将进一步落地；其次，国家近期高调支持“两重”“两新”项目，今年计划发行超长期特别国债 13000 亿元用于支持相关基础设施建设，依靠有效投资盘活经济增长，基建和房地产行业迎来新发展机遇。二是美国大幅加征“对等关税”可能推动全球贸易模式发生变化，中国“一带一路”相关的自贸区、港口等行业可能受益：首先，沿海港口、中欧班列等基础设施将迎来更多国际贸易订单，货运吞吐量预期稳步增加；其次，地区产业投资联动高质量“出海”正在成为新贸易模式，例如目前上合示范区已搭建经贸合作平台，借助综合工具箱解决跨境投融资通道不畅。

图 7：全球半导体需求持续回暖



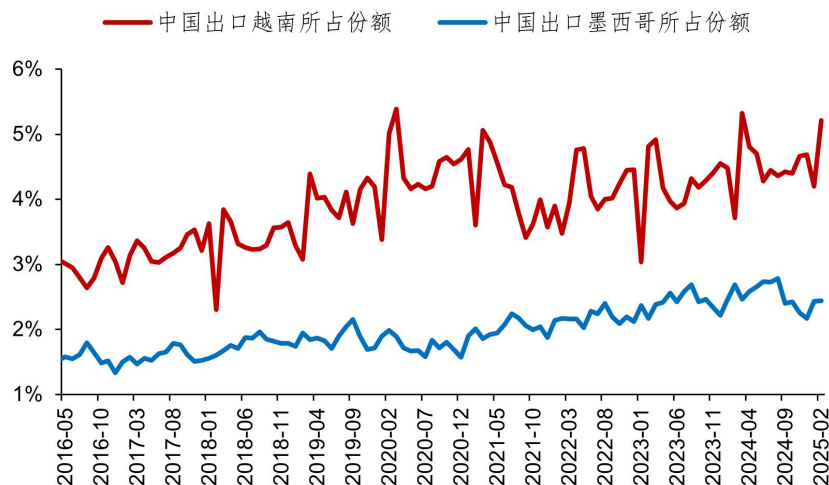
资料来源：华金证券研究所，wind

图 8：内外盘铜价比翼齐涨



资料来源：华金证券研究所，wind

图 9：我国出口重心逐渐转向东南亚、墨西哥等国家



资料来源：华金证券研究所，Wind

三、风险提示

- 1.历史经验未来不一定适用：文中相关复盘具有历史局限性，不同时期的市场条件、行业趋势和全球经济环境的变化会对投资产生不同的影响，过去的表现仅供参考。
- 2.政策超预期变化：经济政策受宏观环境、突发事件、国际关系的影响可能超预期或者不及预期，从而影响当下分析框架下的投资决策。
- 3.经济修复不及预期：受外部干扰、贸易争端、自然灾害或其他不可预测的因素，经济修复进程可能有所波动，从而影响当下分析框架下的投资决策。

分析师声明

邓利军声明，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。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（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。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为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。

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、篡改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“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金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。

风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

办公地址：

上海市浦东新区杨高南路 759 号陆家嘴世纪金融广场 30 层

北京市朝阳区建国路 108 号横琴人寿大厦 17 层

深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 10 楼 05 单元

电话：021-20655588

网址： www.huajinsc.cn