

旗帜鲜明看多中国资产

美国关税靴子超预期落地，经济衰退预期升温，全球市场开启高波动状态。我们认为本轮面对美国的关税冲击，中国已经具有强大的抗压能力，当前位置机会大于风险，继续坚定不移、旗帜鲜明地看多中国资产。

自 2023 年末以来，我们曾在多篇报告中强调中美经济和股市的“东升西落”。2023 年 12 月发布的《牛市起点——A 股 2024 年投资策略展望》中，我们首次提出中美名义增速差框架，不同于过去基于国内信用周期的决策框架，在中美经济周期错位、宏观波动率切换环境下，中美名义经济增速差是重要变量，增速差和利差收敛是 A 股重回上行的核心条件。2024 年 6 月，我们发布《风格决定胜负，科技成长崛起——2024 年下半年 A 股策略展望》，判断下半年名义经济的“东升西落”有望出现，将带动中国资产价格修复。去年 9 月以来，美联储降息周期开启，海外高利率掣肘迎来缓解，国内政策底确立，名义增速差逐渐收敛，此框架开始被市场认知。直至今年年初美股迎来调整，A 股、港股崛起，股市的“东升西落”拉开帷幕。

我们从 2024 年 6 月开始，通过数十篇报告强调科技成长的崛起，2025 年展望中，将“活跃内循环”和“科技自立自强”确立为贯穿全年的投资主线。2023 年末《牛市起点》，我们就明确指出科技成长风格将受益于美债利率的下行。2024 年 6 月我们发表《科技股的春天》指出“高水平科技自立自强”政策持续助力下，科技股有望“乘势而上”。7 月 23 日发表的《科创视角看三中全会《决定》》中，从政策视角出发，强调科技创新在全会《决定》的战略位置由发展的辅助角色向核心角色转变，科技工作的优先级明显提升。7 月 28 日发布《纳指高位震荡，如何看 A 股科技板块后续投资机会？》，再从科技周期维度出发，提出部分科技板块处于景气上行区间，同时“大国安全”对国内科技产业提出增量需求，叠加科技产业浪潮中我国往往在制造及应用端的展现出“后劲”，A 股科技公司有望走出独立行情。2024 年 8 月《海外巨震，A 股科技成长能否崛起的六问六答》中，强调了美元周期视角下科技成长的配置机遇，即成长股的分母端应为美元利率，且其盈利波动贡献也更多来自于海外，美元利率下行利好科技成长。2024 年 12 月《“内循环牛”和“科技成长牛”——2025 年 A 股投资策略展望》中，我们明确提出，将内循环和科技成长确立为贯穿全年的投资主线。

往后看，超预期的对等关税意味着美国经济面临滞胀风险，从近日大类资产表现看，全球风险资产普跌、美债收益率回落，反映出市场更多交易的是“滞”，即担忧美国及全球经济中长期走向衰退的风险。对于我国而言，关税短期内不可避免会对我出口贸易造成影响，加大经济增长压力并引发市场避险情绪升温及短期调整。但本轮面对美国的关税冲击，与海外不同的是，中国既不存在滞胀的风险，也不存在衰退的风险，我们的经济和股市已经具有强大的抗压能力：

第一，**中国经济平稳运行，2025 年实现良好开局。**近年来，我们通过持续优化供给结构、改善有效需求不足的现状，积极畅通国内经济循环，经济内生动力显著增强。去年 9 月底以来，宏观政策转向，逆周期调节工具明显发力。随着政策红利逐步释放，我国基本面复苏态势明确。

第二，**我国仍有较大的政策调节空间。**货币政策已留有充分调整余地，近期央行多次强调“择机降准降息”，人民日报发文称“随时可以出台”；财政政策已明确要加大支出强度、加快支出进度，财政赤字、专项债、特别国债等视情仍有进一步扩张空间。4 月政治局会议是下一个重要的政策观察点，预计仍将有逆周期政策出台。

第三，**地产信心有所改善。**去年 926 中央政治局会议提出“促进房地产市场止跌回稳”，随后取消限购、降贷款利率等政策组合拳落地，今年政府工作报告再次强调“稳住楼市楼市”、“持续用力推动房地产市场止跌回稳”，近期一线城市二手房价格已展现企稳迹象，房地产市场正在步入风险收敛通道。

2025 年 04 月 07 日

证券分析师 陈刚

执业证书：S0600523040001

cheng@dwzq.com.cn

研究助理 蒋珺逸

执业证书：S0600123040067

jiangjy@dwzq.com.cn

研究助理 林煜辉

执业证书：S0600124060012

linyh@dwzq.com.cn

相关研究

《行业视角看本轮关税影响几何？》

2025-04-05

《并购重组跟踪（十三）》

2025-04-01

第四，**债务风险整体可控**。为切实防范化解地方政府债务风险，中国政府通过债务结构优化、规模限额管控等多维举措提升风险防控效能。2024年10月，财政部推出化债“三箭齐发”的政策组合，共12万亿化债资源，构建起立体化风险缓释机制。化债政策的稳步推进为债务风险的有效释缓注入制度性动能，地方政府可以“轻装上阵”，将资源更多聚焦到高质量发展的任务上。

第五，**汇金增持ETF传递资金呵护决心**。4月7日，中央汇金发布公告称，坚定看好中国资本市场发展前景，充分认可当前A股配置价值，已再次增持并将在未来继续增持ETF，坚决维护资本市场平稳运行。

■ **风险提示：**国内经济复苏速度不及预期；联储降息不及预期；宏观政策力度不及预期；科技创新不及预期；地缘政治风险。

免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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,本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

在法律许可的情况下,东吴证券及其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并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的,应当注明出处为东吴证券研究所,并注明本报告发布人和发布日期,提示使用本报告的风险,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的,应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后6至12个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期(A股市场基准为沪深300指数,香港市场基准为恒生指数,美国市场基准为标普500指数,新三板基准指数为三板成指(针对协议转让标的)或三板做市指数(针对做市转让标的),北交所基准指数为北证50指数),具体如下:

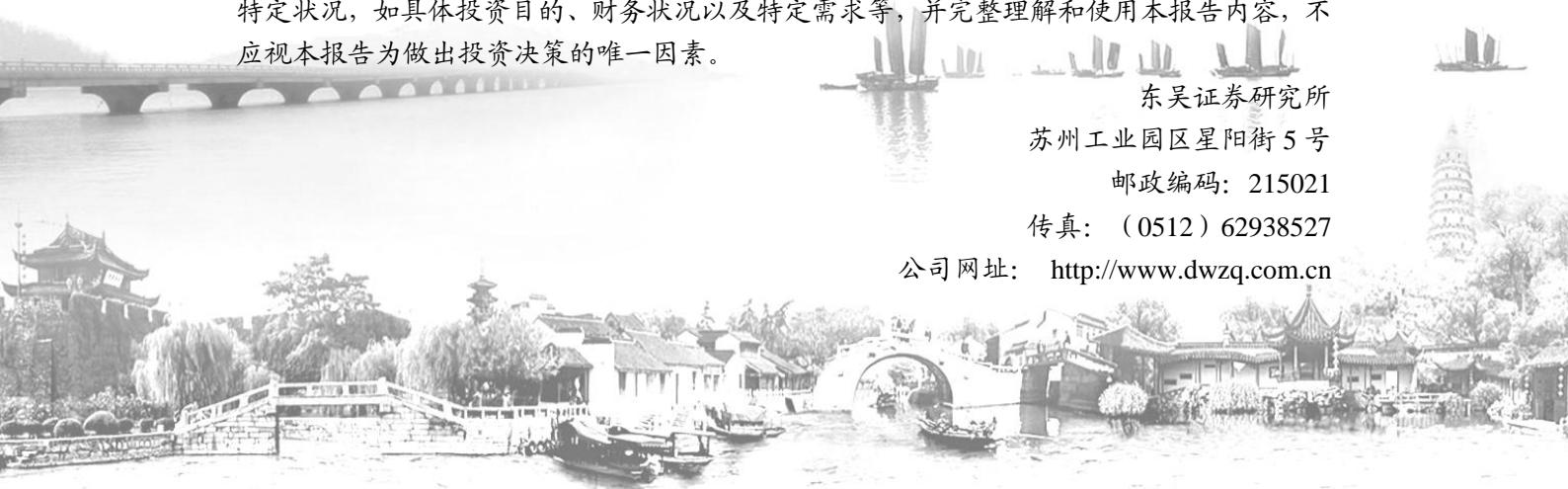
公司投资评级:

- 买入: 预期未来6个月个股涨跌幅相对基准在15%以上;
- 增持: 预期未来6个月个股涨跌幅相对基准介于5%与15%之间;
- 中性: 预期未来6个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与5%之间;
- 减持: 预期未来6个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间;
- 卖出: 预期未来6个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级:

- 增持: 预期未来6个月内,行业指数相对强于基准5%以上;
- 中性: 预期未来6个月内,行业指数相对基准-5%与5%;
- 减持: 预期未来6个月内,行业指数相对弱于基准5%以上。

我们在此提醒您,不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系,表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况,如具体投资目的、财务状况以及特定需求等,并完整理解和使用本报告内容,不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

 东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街5号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>