



苟余行之不迷，虽颠沛其何伤？

相关研究报告

<<大大大>>--2025-03-30
<<不输为赢>>--2025-03-23
<<行胜于言>>--2025-03-16
<<Make Others Great Again?>>--2025-03-10
<<无人问津与人声鼎沸>>--2025-03-03

证券分析师：张冬冬

E-MAIL: zhangdd@tpyzq.com

分析师登记编号：S1190522040001

证券研究助理：徐梓铭

E-MAIL: xuzm@tpyzq.com

一般证券从业编号：S1190123050005

证券分析师：吴步升

E-MAIL: wubs@tpyzq.com

分析师登记编号：S1190524110002

核心观点：选择并坚持

本周市场行情呈现V型反转。关税冲击下，周一三大指数低开低走，其中创业板指跌12.5%，创历史最大单日跌幅。随后在汇金、央行积极发声维稳市场，全A指数实现四连阳。板块上，行业跌多涨少，内需相关的农林牧、商贸零售领涨市场。风格上，上证50、沪深300等大盘指数具有相对收益，中证1000、创业板指等小盘、成长指数跌幅较多，在3月30日报告《大大大》中的观点——风格再平衡，大盘、红利具有超额收益得到验证。全A日均成交额1.6万亿，日均换手率4%，均较美关税未宣布前一周大幅提升，反映出当前市场有底气。展望未来，配置上呈现出三条较为清晰的主线：一是关税冲击下内需必要性提高的消费板块；二是中国经济转型的抓手、国产替代逻辑加强的科技板块；三是长期资金流入确定性强，高股息的红利板块，如银行、公用事业和交运等行业。最后，需要规避海外营收占比较高的，对美需求依赖度高且定价权较小的行业，如纺服、钢铁、机械设备等。此外，周末消息显示美豁免了包含自动数据处理器、电脑、通信设备、显示器与模组、半导体相关等类别商品的进口税率，不受“对等关税”影响。本次豁免中来自中国的金额大约1000亿美元，占中国出口至美国总额的20%左右，这使得电子板块中的相关行业短期内存在反弹预期，但美关税政策反复，预计相关行业也将随关税政策的不确定进入高波动阶段。

美股方面，多指标显示美股恐慌时段已过，预计短期美股将震荡上涨。短期美股将震荡上涨的缘由有以下几点：一是从基本面来看，中美贸易战最激烈的时期或已过去，目前的税率继续上调已不再具备现实性的意义，美方部分产品的关税豁免或意味着为贸易战的烈度降级，后续双方从互相升级筹码到逐步展开谈判的可能性较大。二是从市场波动率来看，市场或已度过最恐慌的阶段。美债、原油和美股的波动率在4月份大幅上升，但在4月8日创下新高后皆有所回落，尤其是美股的VIX指数周线收出了长上影线，有着较强的指向性。从最近几年的历史来看，每当美股的VIX指数在高位收出周线长上影线后，波动率大多会开始最少2-3周的下行，代表着美股阶段性的企稳。三是波士顿联储主席的讲话表明了Fed Put依然存在，关税的暂停和豁免或也意味着市场的高波动对特朗普的政策产生了影响，Fed和特朗普Put的预期将大幅缓解市场的恐慌情绪，使流动性重新恢复。

美股中期仍将面对政策不确定性和资本流出的压力，反转需要政策的确定性和技术面的有效突破来确认。美股中期将面临以下考验：一是关税政策对美国经济的负面影响短期难以消退，不确定性将持续带来风险溢价，影响美股和美债市场。在政策确定前，美股将持续面临盈利和风险偏好下行的双重压力。二是此次市场呈现出美国国内流动性缺失而离岸流动性稳定罕见景象。代表美国国内流动性的指标如实际利率、美股美债波动率、高收益债利差、SOFR-ONRRP等皆指向美国国内流动性出现缺失，但

美元指数的下行却指向离岸美元市场流动性的稳定。此外，美元/欧元与美德利差出现了大幅背离，这或许意味着特朗普以关税来实现贸易赤字收紧的目的在没有实现前，资本项盈余或率先出现逆转。从EPFR数据来看，美股美债的海外资金皆出现大幅流出的现象。以往贸易赤字和资本盈余循环的美元体系或正面临挑战。美股若想反转，需要政策的确定性并使得美元体系得以恢复正常，来吸引资本重新流入。技术面上标普指数 5700 点这一贸易战开打前的点位能否有效收复是一重要观察点。

风险提示：贸易冲突加剧；政策支持不及预期；地缘风险超预期。

目录

一、	关税冲突下的三条主线：消费、科技、红利.....	5
二、	美股恐慌已过，短期预计震荡上涨，中期反转待确认.....	10
三、	风险提示.....	16

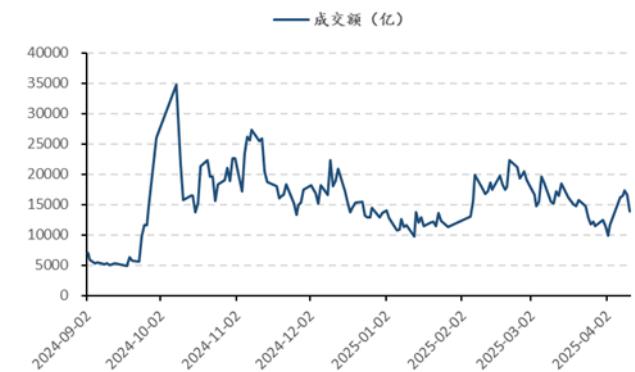
图表目录

图表 1: 市场成交额回升	6
图表 2: 市场换手率提升	6
图表 3: 人民币贷款大幅上升	6
图表 4: 居民与企业中长期贷款同比并未大幅提升	6
图表 5: TMT 板块成交额占比下降至低位	6
图表 6: 半导体行业在上轮关税冲突下迎来盈利大幅上升	6
图表 7: 一级行业中海外营收占比	7
图表 8: 我国对美出口产品占比	7
图表 9: 二级行业海外营收占比	8
图表 10: 三级行业海外营收占比	9
图表 11: 原油、美股、美债波动率快速上行后回落	11
图表 12: VIX 周线上影线后大多意味着美股阶段性企稳	11
图表 13: 美国高收益债利差快速上行指向流动性紧缺和基本面恶化	12
图表 14: 实际利率上行主导了美债利率上行，说明流动性问题显现	12
图表 15: SOFR-ONRRP 利差上行后回落，表明流动性紧缺后缓解	13
图表 16: 关税对美国经济造成事实上的负面影响	13
图表 17: 美债风险溢价大幅上行	14
图表 18: 美元/欧元与美德利差出现罕见背离或表明美国本土流动性紧缺和资本流出	14
图表 19: EPFR 数据显示过去一周美股呈现出国内资金净流入，海外资金净流出	15
图表 20: EPFR 数据显示美债市场遭到国内外共同抛售	15

一、关税冲突下的三条主线：消费、科技、红利

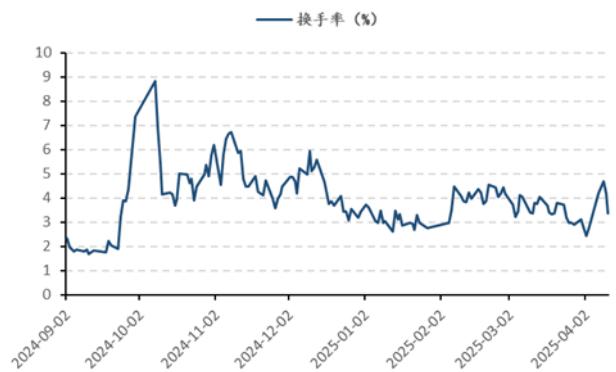
本周市场行情呈现 V 型反转。关税冲击下，周一三大指数低开低走，其中创业板指跌 12.5%，创历史最大单日跌幅。随后在汇金、央行积极发声维稳市场，全 A 指数实现四连阳。板块上，行业跌多涨少，内需相关的农林牧、商贸零售领涨市场。风格上，上证 50、沪深 300 等大盘指数具有相对收益，中证 1000、创业板指等小盘、成长指数跌幅较多，3 月 30 日报告《大大大》中的观点——风格再平衡，大盘、红利具有超额收益得到验证。全 A 日均成交额 1.6 万亿，日均换手率 4%，均较美关税未宣布前一周大幅提升，反映出当前市场有底气。展望未来，配置上呈现出三条较为清晰的主线：一是关税冲击下内需必要性提高的消费板块；二是中国经济转型的抓手、国产替代逻辑加强的科技板块；三是长期资金流入确定性强，高股息的红利板块，如银行、公用事业和交运等行业。最后，需要规避海外营收占比高，对美需求依赖度高且定价权较小的行业，如纺服、钢铁、机械设备等。此外，周末消息显示美豁免了包含自动数据处理器、电脑、通信设备、显示器与模组、半导体相关等类别商品的进口税率，不受“对等关税”影响。本次豁免中来自中国的金额大约 1000 亿美元，占中国出口至美国总额的 20% 左右，这使得电子板块中的相关行业短期内存在反弹预期，但美关税政策反复，预计相关行业也将随关税政策的不确定进入高波动阶段。**主线一：**关税冲击叠加内需信心不足，稳增长重要性提升，聚焦政策支持且与关税无关的行业板块。在中美贸易战升级的大背景下，新出的社融数据继续指向实体信心依旧不足。3 月社融增长依赖于企业短期贷款与政府债券，居民和企业中长期贷款的疲软意味着更多支持政策需要出台来对冲关税的影响。从政策端来看，消费、农业和生育是刺激内需的重要抓手。结合政策和受关税影响小两方面，消费中的乳品、白酒、调味品、餐饮、商贸零售，社服中的旅游（五一假期临近），农业中的林业、饲料，军工中的航天装备，公用事业中的电力等。**主线二：**分母端看，货币政策宽松下，无风险利率下行利好科技板块估值；分子端看，当前的地缘风险加大，对科技行业安全自主可控的需求提升，国产替代的逻辑得到强化，市场对科技板块当下的盈利关注度下降，更加关注未来市场份额提升的空间。参考上一轮贸易冲突下半导体行业的表现看，半导体行业盈利端在 19 年开始见底回升，国产替代逻辑下，行业迎来戴维斯双击。拥挤度看，当前 TMT 板块成交额回落至 32% 左右，已至 23 年以来低位。**主线三：**资本市场“中长期资金流入”机制开始提速完善，低风险偏好的社保、保险等长线资金对红利资产的需求提升，同时长期收益率的下降也使得红利资产的吸引力加大。最后，关税冲突下，一级行业中家电、轻工以及纺服等，二级行业中其他家电 II、油气开采 II、纺织制造等，三级行业中纺织鞋类制造、其他家电 III 等相关行业需要规避，以避免盈利端受到冲击而带来的价值下跌。

图表1：市场成交额回升



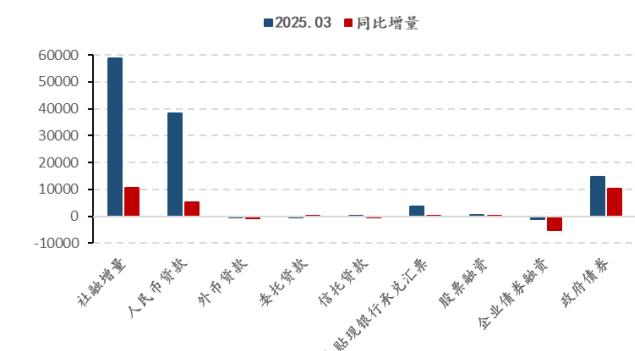
资料来源：iFind，太平洋证券整理

图表2：市场换手率提升



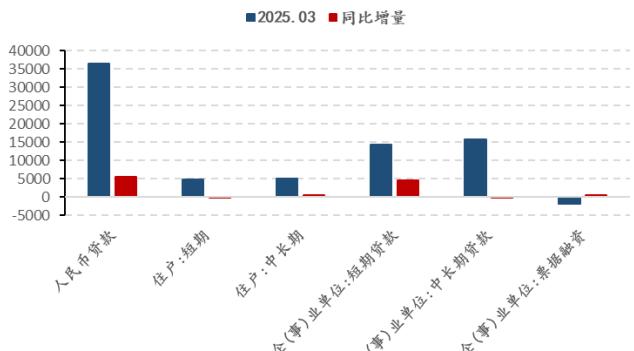
资料来源：iFind，太平洋证券整理

图表3：人民币贷款大幅上升



资料来源：iFind，太平洋证券整理

图表4：居民与企业中长期贷款同比并未大幅提升



资料来源：iFind，太平洋证券整理

图表5：TMT 板块成交额占比下降至低位



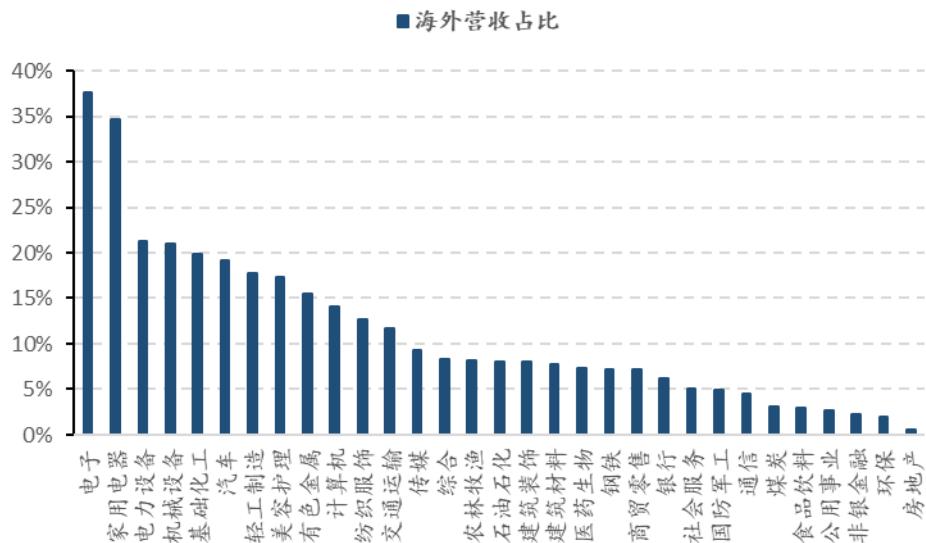
资料来源：iFind，太平洋证券整理

图表6：半导体行业在上轮关税冲突下迎来盈利大幅上升



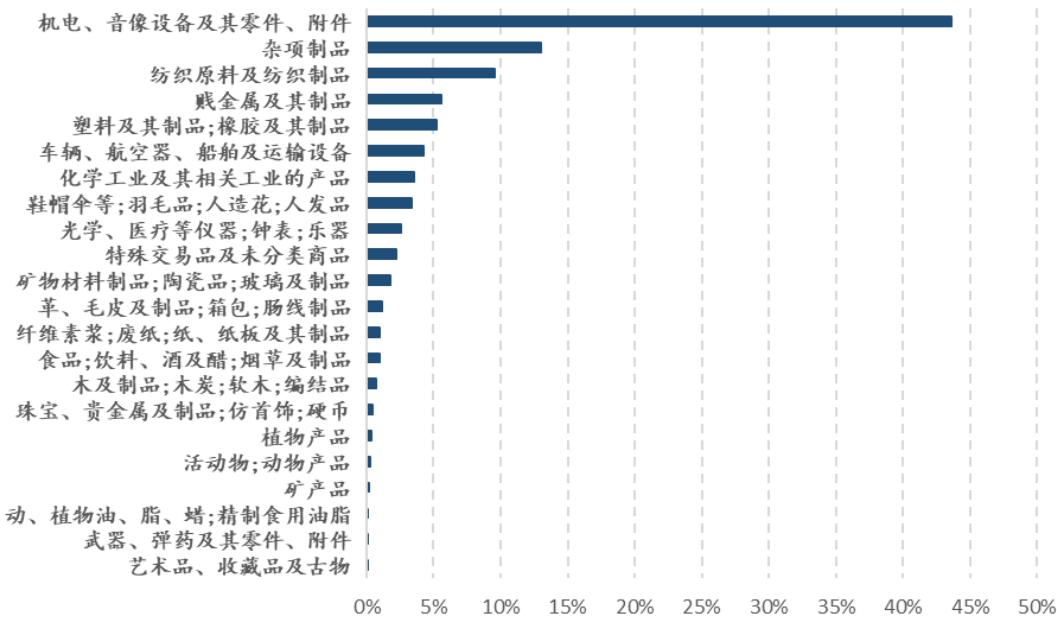
资料来源：iFind，太平洋证券整理

图表7：一级行业中海外营收占比



资料来源：iFind, 太平洋证券整理

图表8：我国对美出口产品占比



资料来源：iFind, 太平洋证券整理

图表9：二级行业海外营收占比

一级	二级	海外营收占比↓	一级	二级	海外营收占比↓
家用电器	其他家电	63.62%	农林牧渔	动物保健	8.86%
农林牧渔	渔业	43.32%	银行	国有大型银行	8.85%
电子	其他电子	42.29%	轻工制造	造纸	8.70%
机械设备	工程机械	40.58%	基础化工	化学原料	8.64%
电子	光宇光电子	39.81%	农林牧渔	饲料	8.54%
石油石化	油气开采	39.24%	机械设备	轨道交通设备	8.49%
有色金属	能源金属	38.99%	综合	综合	8.30%
家用电器	白色家电	38.59%	非银金融	证券	8.20%
电子	消费电子	38.44%	电力设备	电网设备	8.00%
纺织服饰	纺织制造	38.35%	交通运输	航运港口	6.82%
电子	元件	37.97%	计算机	IT服务	6.74%
传媒	游戏	37.54%	有色金属	贵金属	6.45%
电力设备	光伏设备	35.32%	建筑材料	水泥	6.41%
家用电器	小家电	35.06%	钢铁	普钢	6.37%
电子	半导体	33.75%	建筑装饰	装修装饰	6.25%
计算机	计算机设备	32.16%	国防军工	航空装备	5.80%
汽车	摩托车及其他	29.98%	石油石化	炼化及贸易	5.71%
农林牧渔	种植业	29.49%	社会服务	旅游及景区	5.67%
汽车	汽车零部件	29.32%	建筑材料	装修建材	5.63%
家用电器	家电零部件	28.19%	建筑装饰	工程咨询服务	5.44%
轻工制造	家居用品	28.08%	汽车	汽车服务	5.35%
基础化工	化学制品	26.36%	农林牧渔	养殖业	5.30%
家用电器	照明设备	26.15%	农林牧渔	农产品加工	4.88%
医药生物	医疗器械	24.99%	基础化工	非金属材料	4.81%
通信	通信设备	24.25%	国防军工	军工电子	4.75%
电力设备	电池	23.55%	国防军工	地面兵装	4.56%
基础化工	农化制品	23.12%	传媒	广告营销	4.53%
交通运输	航空机场	22.55%	国防军工	航海装备	4.42%
电力设备	电机	21.94%	电力设备	其他电源设备	4.24%
家用电器	黑色家电	21.73%	建筑装饰	房屋建设	4.16%
轻工制造	文娱用品	21.53%	环保	环保设备	4.12%
机械设备	专用设备	21.31%	计算机	软件开发	4.05%
基础化工	化学纤维	20.18%	食品饮料	饮料乳品	3.77%
美容护理	个护用品	19.03%	医药生物	生物制品	3.31%
石油石化	油服工程	18.74%	煤炭	煤炭开采	3.25%
美容护理	化妆品	17.90%	社会服务	专业服务	3.10%
机械设备	通用设备	17.02%	公用事业	电力	2.77%
基础化工	塑料	16.83%	银行	股份制银行	2.42%
医药生物	化学制药	15.87%	农林牧渔	农业综合	2.38%
建筑材料	玻璃玻纤	15.83%	公用事业	燃气	2.01%
非银金融	多元金融	15.63%	环保	环境治理	1.57%
有色金属	金属新材料	15.28%	商贸零售	专业连锁	1.42%
钢铁	冶钢原料	15.26%	医药生物	中药	1.08%
有色金属	工业金属	15.18%	食品饮料	非白酒	1.05%
商贸零售	贸易	14.72%	食品饮料	白酒	0.96%
有色金属	小金属	14.25%	房地产	休闲食品	0.79%
基础化工	橡胶	14.25%	商贸零售	房地产开发	0.63%
传媒	影视院线	14.08%	食品饮料	一般零售	0.54%
汽车	商用车	14.06%	医药生物	调味发酵品	0.53%
社会服务	酒店餐饮	13.71%	纺织服饰	医药商业	0.39%
汽车	乘用车	12.93%	传媒	饰品	0.27%
机械设备	自动化设备	12.66%	医疗	出版	0.25%
医药生物	医疗服务	12.42%	通信	数字媒体	0.23%
建筑装饰	专业工程	11.52%	医药生物	通信服务	0.13%
电力设备	风力设备	11.49%	房地产	航天装备	0.03%
交通运输	物流	11.47%	非银金融	房地产服务	0.02%
食品饮料	食品加工	11.01%	银行	保险	0.00%
家用电器	厨卫电器	10.93%	电子	城商行	0.00%
电子	电子化学品	10.77%	传媒	电视广播	0.00%
纺织服饰	服装家纺	10.48%	煤炭	煤炭	0.00%
轻工制造	包装印刷	10.26%	社会服务	教育	0.00%
美容护理	医疗美容	10.15%	农林牧渔	林业	0.00%
钢铁	特钢	9.98%	商贸零售	旅游零售	0.00%
建筑装饰	基础建设	9.81%	银行	农商行	0.00%
社会服务	体育	9.35%	交通运输	铁路公路	0.00%
商贸零售	互联网电商	9.33%			

资料来源：iFind，太平洋证券整理

苟余行之不迷，虽颠沛其何伤？

图表10: 三级行业海外营收占比

资料来源：iFind，太平洋证券整理

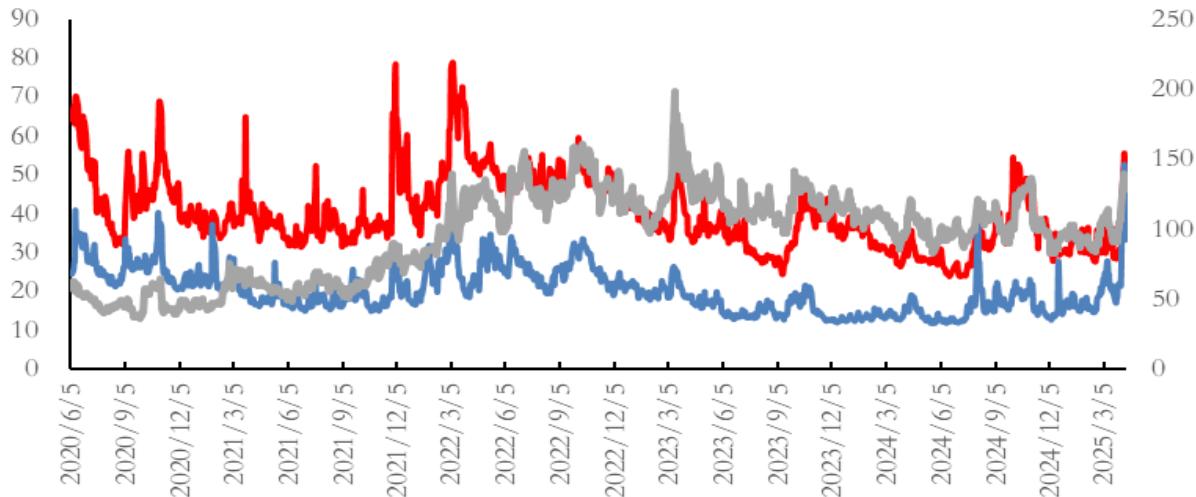
二、美股恐慌已过，短期预计震荡上涨，中期反转待确认

多指标显示美股恐慌时段已过，预计短期美股将震荡上涨。我们认为短期美股将震荡上涨的缘由有以下几点：一是从基本面来看，中美贸易战最激烈的时期或已过去，目前的税率继续上调已不再具备现实性的意义，美方部分产品的关税豁免或意味着为贸易战的烈度降级，后续双方从互相升级筹码到逐步展开谈判的可能性较大。二是从市场波动率来看，市场或已度过最恐慌的阶段。美债、原油和美股的波动率在4月份大幅上升，其中美股波动率已来到疫情后最高值，超过了2022年美联储大幅加息的时期，说明了政策的不确定性是本次高波动的主要原因。目前美债、原油和美股波动率在4月8日创下新高后皆有所回落，尤其是美股的VIX指数周线收出了长上影线，有着较强的指向性。从最近几年的历史来看，每当美股的VIX指数在高位收出周线长上影线后，波动率大多会开始最少2-3周的下行，代表着美股阶段性的企稳。三是波士顿联储主席的讲话表明了Fed Put依然存在（如有需要，美联储绝对准备在必要时提供帮助以稳定市场），关税的暂停和豁免或也意味着市场的高波动对特朗普的政策产生了影响，Fed和特朗普Put的预期将大幅缓解市场的恐慌情绪，使流动性重新恢复。

美股中期仍将面对政策不确定性和资本流出的压力，反转需要政策的确定性和技术面的有效突破来确认。我们认为美股中期将面临以下考验：一是关税政策对美国经济的负面影响短期难以消退，不确定性将持续带来风险溢价，影响美股和美债市场。目前GDPNOW对美国经济增长预期仍在-2.42%，而ACM模型显示10年期美债风险溢价快速上行，在政策确定前，美股将持续面临盈利和风险偏好下行的双重压力。二是此次市场呈现出美国国内流动性缺失而离岸流动性稳定罕见景象，这或许意味着特朗普以关税来实现贸易赤字收紧的目的在没有达到前，资本项盈余或率先出现逆转。此次资产的调整过程中我们看到以下现象：代表美国本土的流动性指标指向了流动性发生了紧缺——美股和美债皆大幅调整并伴随着波动率走高、美国高收益债利差快速上行、实际利率大幅走高、SOFR-ONRRP上行。代表海外美元流动性最直接的指标指向美元流动性并不紧缺——美元指数大幅下行。此外，美元/欧元与美德利差出现罕见的大幅背离。这可能代表了一些全球配置类的资金正在流出美国，这与EPFR数据相一致：4月3日-4月10日，美股国内资金净流入336亿美元，但海外资金净流出91亿美元，美债市场更是遭到国内外共同抛售，其中国内资金净流出99.35亿美元，海外资金净流出90.37亿美元。以往贸易赤字和资本盈余循环的美元体系或正面临挑战。美股若想反转，需要政策的确定性并使得美元体系得以恢复正常，来吸引资本重新流入。技术面上标普指数5700点这一贸易战开打前的点位能否有效收复是一重要观察点。

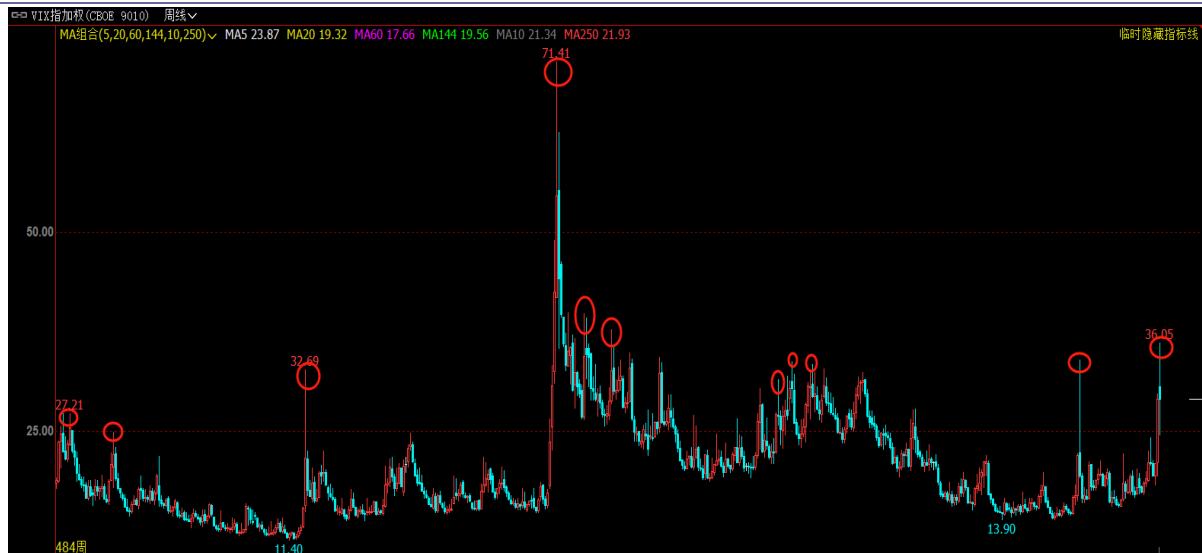
图表11：原油、美股、美债波动率快速上行后回落

— CBOE:原油波动率指数(OVN):收盘 — 标准普尔500波动率指数(VIX)
— 美债波动率 (move), 右轴



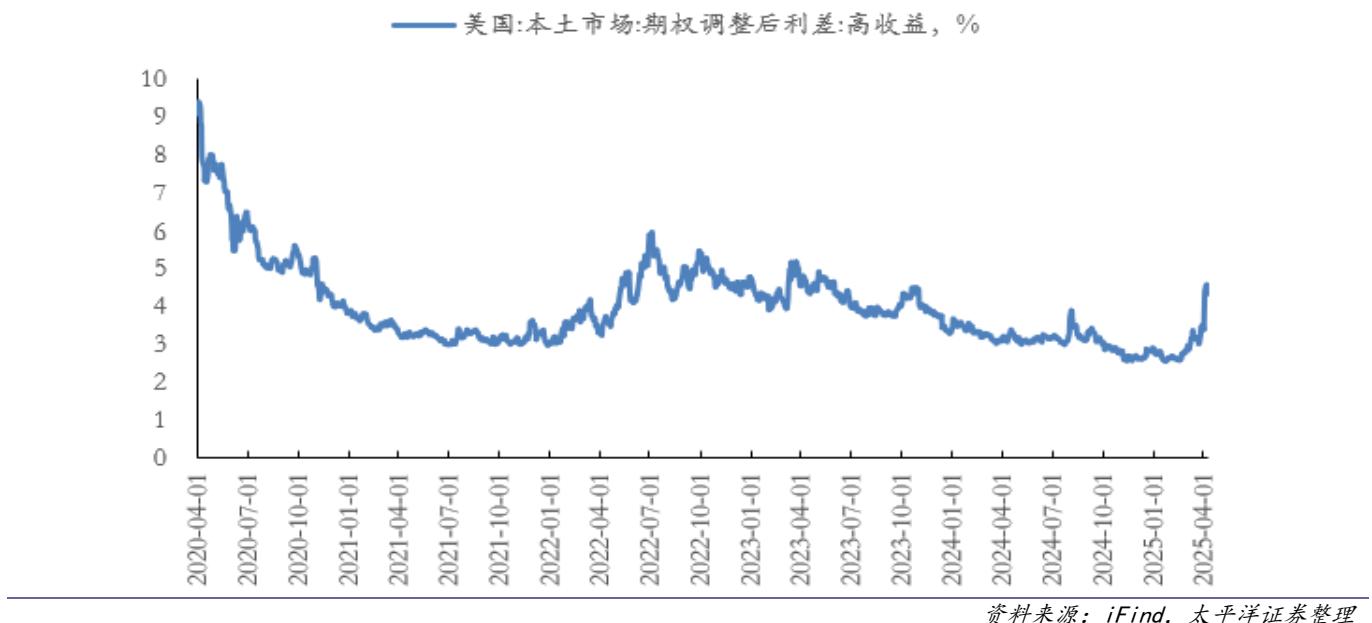
资料来源：iFind, Bloomberg, 太平洋证券整理

图表12：VIX周线上影线后大多意味着美股阶段性企稳

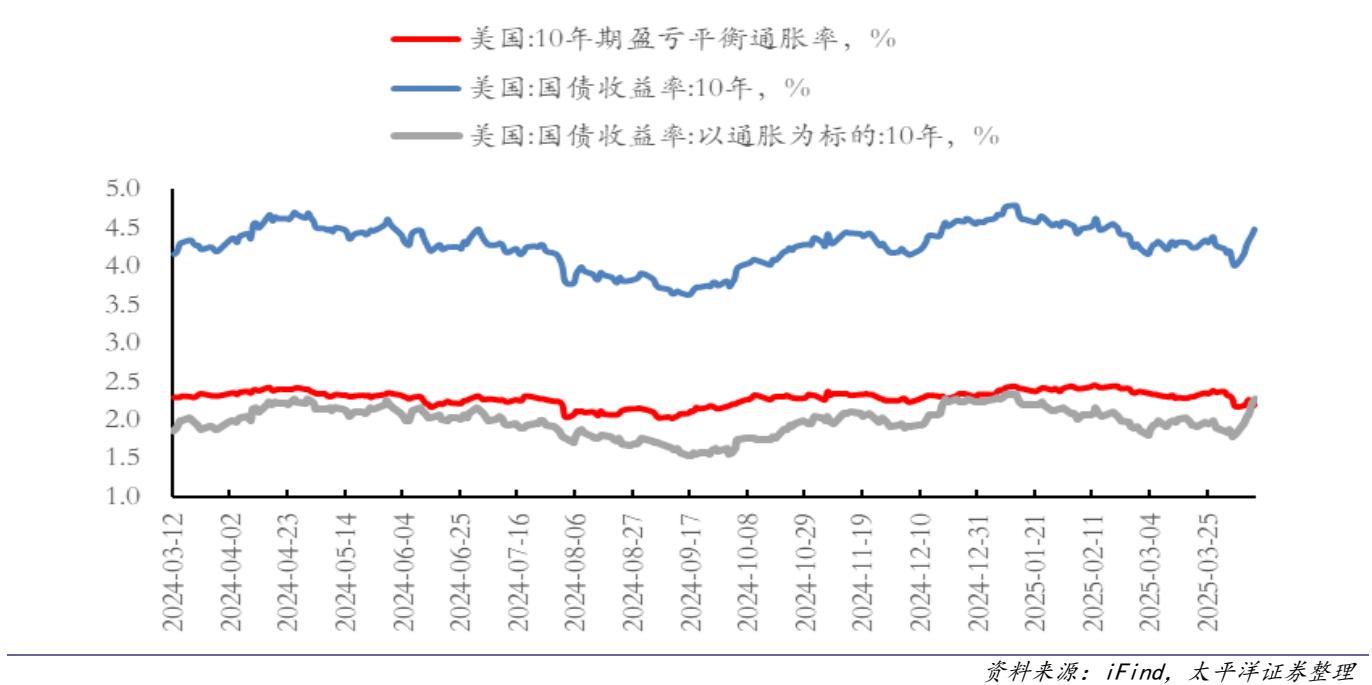


资料来源：文华财经, 太平洋证券整理

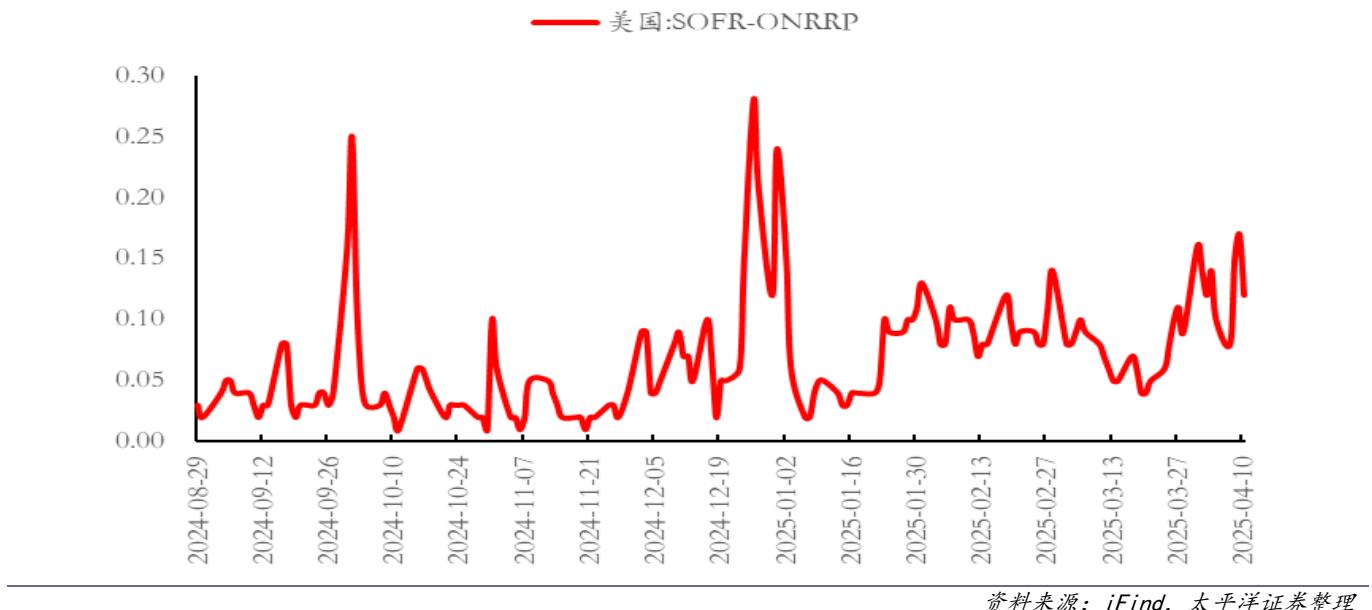
图表13：美国高收益债利差快速上行指向流动性紧缺和基本面恶化



图表14：实际利率上行主导了美债利率上行，说明流动性问题显现



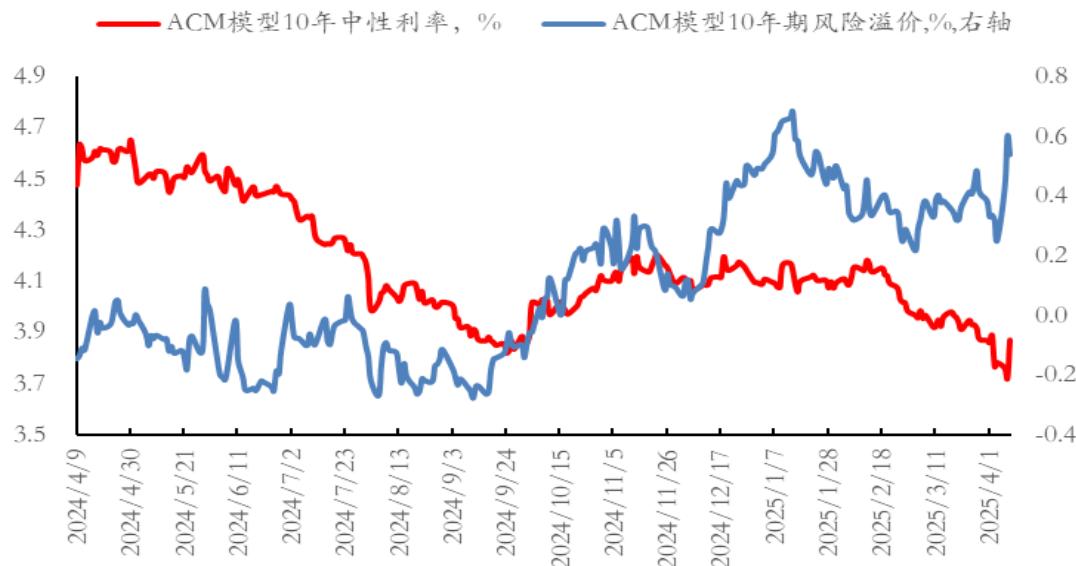
图表15: SOFR-ONRRP 利差上行后回落，表明流动性紧缺后缓解



图表16: 关税对美国经济造成事实上的负面影响



图表17：美债风险溢价大幅上行



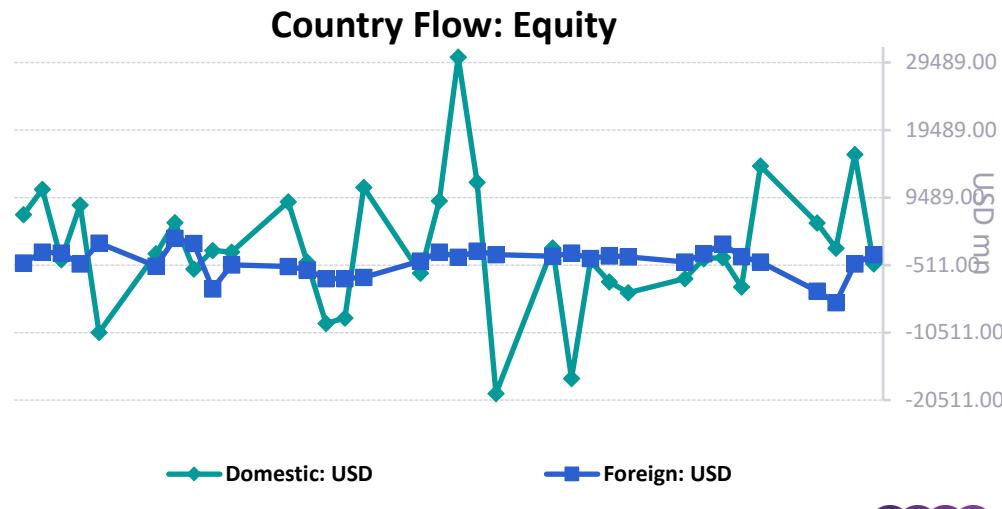
资料来源：Bloomberg, 太平洋证券整理

图表18：美元/欧元与美德利差出现罕见背离或表明美国本土流动性紧缺和资本流出



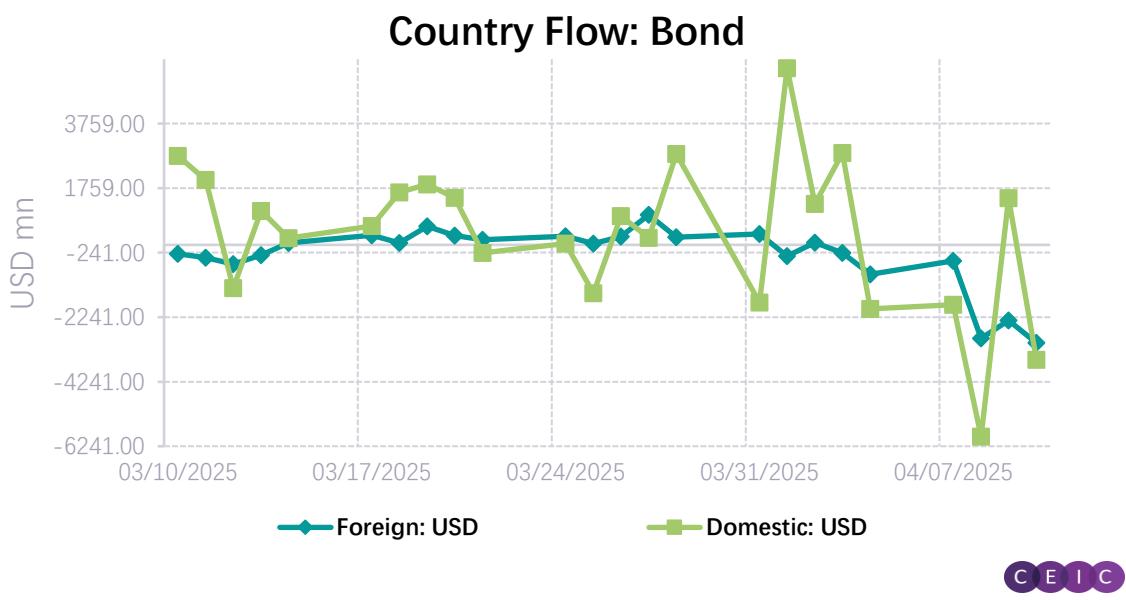
资料来源：iFind, 太平洋证券整理

图表19：EPFR 数据显示过去一周美股呈现出国内资金净流入，海外资金净流出



资料来源：CEIC，太平洋证券整理

图表20：EPFR 数据显示美债市场遭到国内外共同抛售



资料来源：CEIC，太平洋证券整理

三、 风险提示

- 1、 贸易冲突加剧；
- 2、 政策支持不及预期；
- 3、 地缘风险超预期。



太平洋证券
PACIFIC SECURITIES



研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

投诉电话： 95397

投诉邮箱： kefu@tpyzq.com

免责声明

太平洋证券股份有限公司（以下简称“我公司”或“太平洋证券”）具备中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本报告仅向与太平洋证券签署服务协议的签约客户发布，为太平洋证券签约客户的专属研究产品，若您并非太平洋证券签约客户，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息；太平洋证券不会因接收人收到、阅读或关注媒体推送本报告中的内容而视其为太平洋证券的客户。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机构和个人的投资建议，投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。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。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。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提
面许可任何机
构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。