

策略专题

证券研究报告

2025 年 04 月 17 日

特朗普关税战 2.0 的三大交易主线

核心结论：我们认为，无论关税最终落地节奏与幅度如何，底线思维来看，美国软着陆叙事存在一定不确定性，而中国在关税摩擦具备韧性。围绕关税 2.0 判断二季度三个交易主线分别为**内需消费、自主可控与国产替代、错杀与转口贸易**。

美国财政空间受到债务上限掣肘，而经过前几年较为克制的财政，我国财政周期正处于由收缩走向扩张的过渡期，财政空间仍有很大余地。通胀方面，目前美国非周期性通胀已经开始反弹，而我国目前 PPI、CPI 均处于历史低位，对应货币政策空间更大。库存方面，我国正处于补库周期起点，并未面临去库压力，目前中美库存周期波动较为同步。

主线一：消费与内需

消费的核心逻辑是政策加码预期下的重估预期；消费的第二个逻辑是地产、化债、“小长假”支撑下的基本面改善预期。而当前，在政策端加码预期的前提下，我们认为，二季度消费基本面只要延续稳中向好趋势，便会进一步巩固消费板块核心逻辑，内需消费有望成为二季度投资主线。选股思路上，可以重点关注两点：一是避开出口/出海方向以对冲关税冲击，二是选择政策直接受益或政策反转能够带来利好的板块，重点关注**农业、旅游业、食品饮料等内需板块**。

主线二：自主可控与国产替代

“反制”主线的逻辑是国内供给替代原先对美进口的供给。中国对美反制措施可能推升中国对美进口商品价格，导致对美依赖度较高的商品种类出现供给缺口，国内供给端替代供给缺口下相关板块有望看到盈利驱动下的业绩改善。在板块的筛选上，还需关注国内供给能力的提升维度，即国产化率能够加速提升的领域才具备进口替代能力。筛选对美进口依赖度较高且国内具备供给能力的板块，主要涉及**农产品、航空装备、医药以及部分机械行业**。自主可控则需选择细分的科技方向。

主线三：错杀与转口贸易

寻找“错杀”类个股或板块即出口链中寻找超跌后的反转。反转逻辑来自原先因为对美出口敞口较大经历下跌的板块，但由于关税政策的落地延缓、中国与其他国家贸易关系改善下，关税实际负面影响没那么大的预期差。**反转的第一类是转口贸易**，在其他国家关税政策扭转与美国进口需求中短期找不到替代的前提下，其他国家产能不足以应对美国进口需求，则对应品类具备较大的转口贸易优势，可以对冲一部分关税扰动。**反转的第二类是贸易链重塑**。全球贸易逆风下，中欧经贸存在双向引力。

风险提示：1) 过去历史经验仅供参考；2) 风格分类仅供参考；3) 政策出台和落地具备不确定性。

作者

吴开达 分析师
SAC 执业证书编号：S1110524030001
wukaida@tfzq.com

孙希民 分析师
SAC 执业证书编号：S1110524110002
sunximin@tfzq.com

相关报告

- 1 《投资策略：骤雨不终日-政策与大类资产配置周观察》 2025-04-15
- 2 《投资策略：中观景气度高频跟踪及运用-中观景气度数据库和定量模型应用》 2025-04-14
- 3 《投资策略：A 股策略周思考-特朗普关税 2.0 冲击与海内外资产表现梳理》 2025-04-13

内容目录

1. 底线思维看特朗普关税战 2.0：中国掌握更多筹码	3
2. 围绕特朗普关税战 2.0 的三个交易主线	7
2.1. 主线一：消费与内需	7
2.2. 主线二：自主可控与国产替代	10
2.3. 主线三：错杀与转口贸易	10
3. 风险提示	12

图表目录

图 1：中国经济对出口依赖性降低	3
图 2：中美进出口依赖度的变化视角：美国进口变得相对更依赖中国的行业较多，其中电池、造纸、家用轻工等品类美国不仅较贸易摩擦前进口增量多，且美国对中国进口依赖度也提高较多	4
图 3：当前联邦债务已经到达上限，美联储存款余额迅速下降	5
图 4：我国财政周期正处于从收缩向扩张的过渡期	5
图 5：美国周期性和非周期性 PCE 同比	6
图 6：我国通胀指标同比	6
图 7：美国库存周期	7
图 8：中国库存周期	7
图 9：3 月地产成交同比仍强于去年	8
图 10：债务负担更低的省分社零增速更高	8
图 11：大消费板块各申万二级行业 2024H1 海外收入占比&2024 年度一致预测净利润增速（中位数）	9
图 12：关注对美进口依赖度较高且国内具备供给能力的板块	10
图 13：关注对美进口依赖度较高且国内具备供给能力的板块	11
图 14：欧洲库存周期与中国出口增速有较强的正相关	12
图 15：欧洲制造业边际修复，有望结束去库周期	12

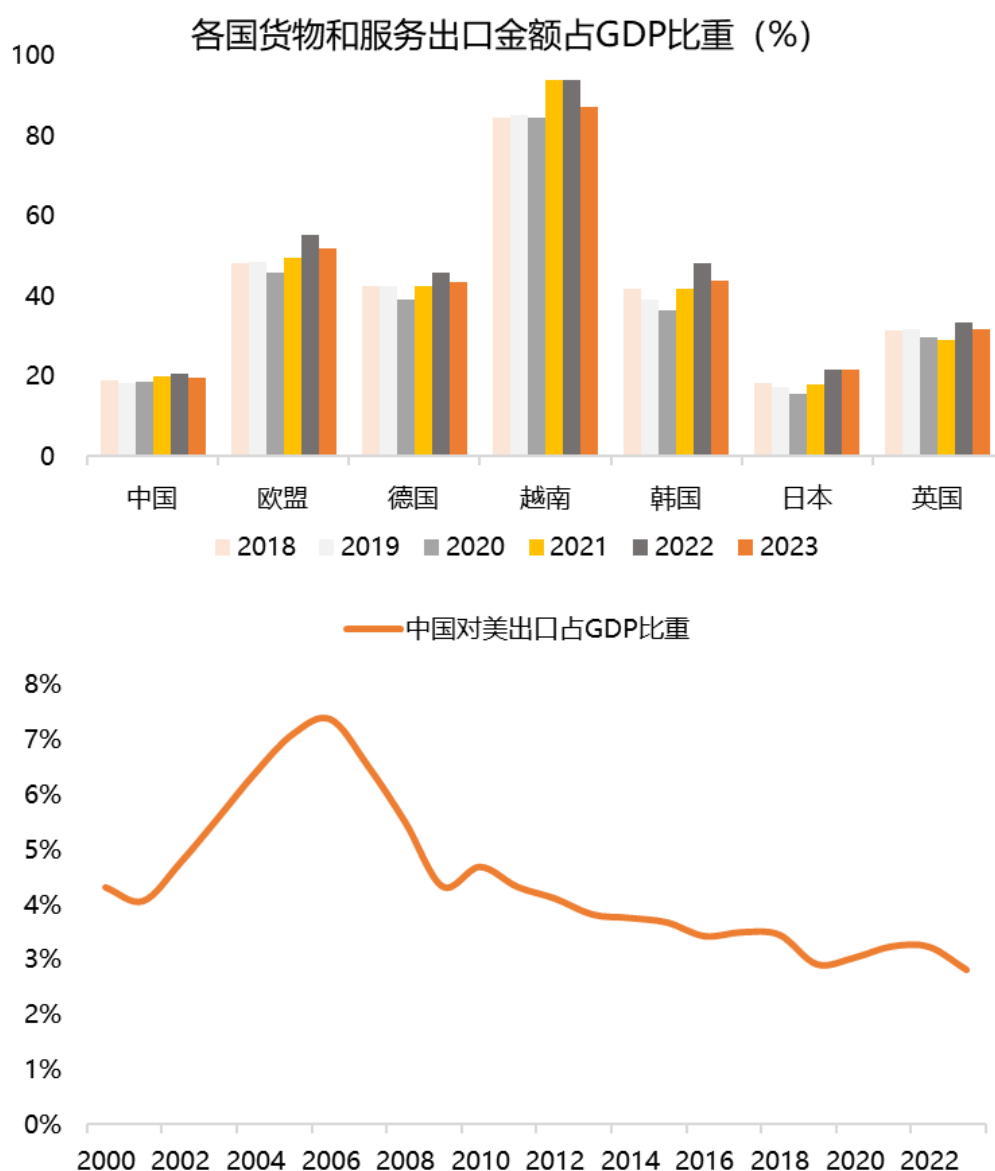
1. 底线思维看特朗普关税战 2.0：中国掌握更多筹码

我们判断，关税落地在实操上需要美国大幅加强产品分类识别和原产地验证能力，若美国海关边境保护局的预算不足以支撑大规模加征关税所需的额外人员与技术支持，美国供应链在重塑前势必面临较为严峻的局面。我们认为，无论关税最终落地节奏与幅度如何，底线思维来看，美国软着陆叙事存在一定不确定性，而中国在关税摩擦具备韧性。

具体来看：

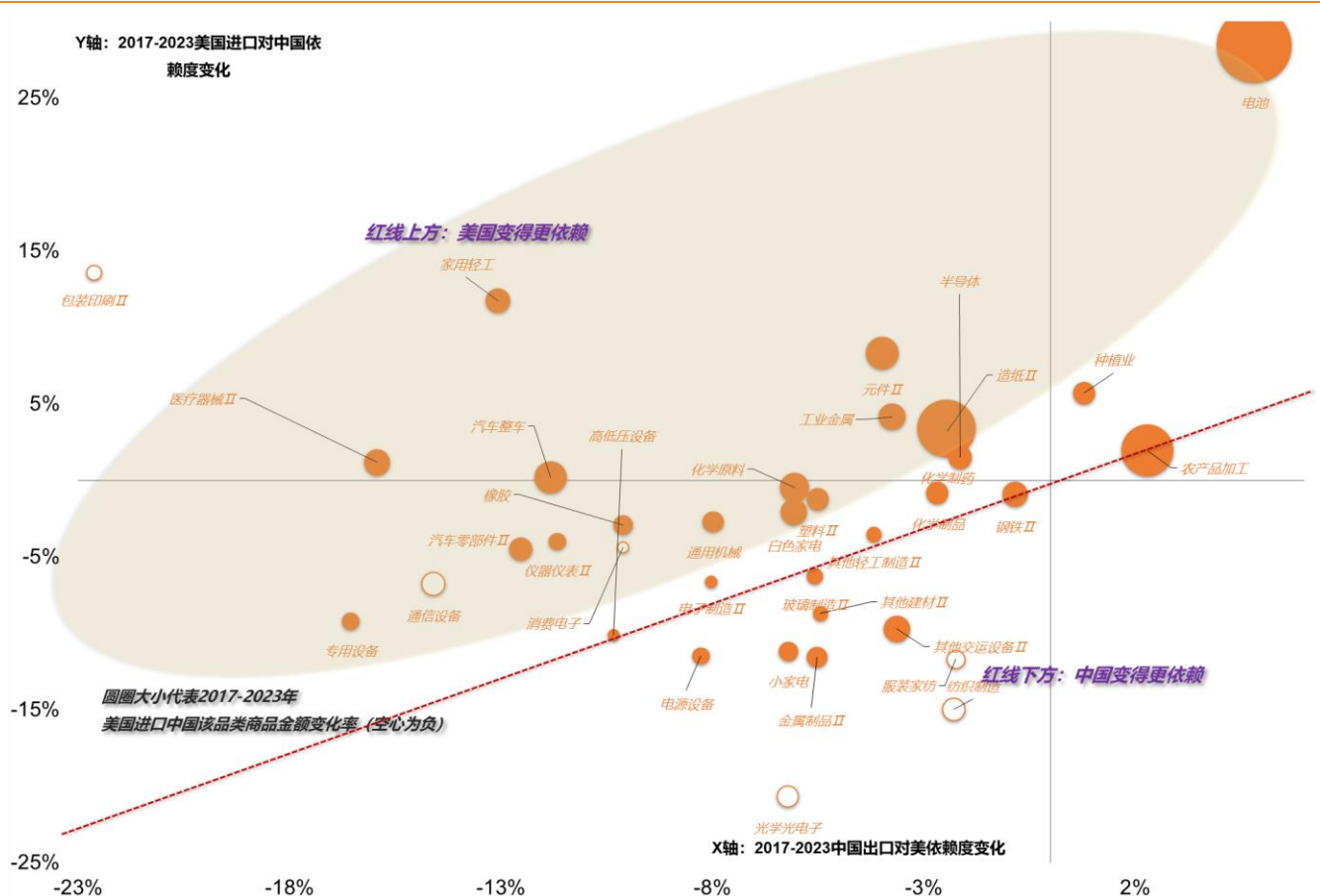
中美贸易依赖呈现非对称性。当前中国出口占 GDP 的比重不到 20%，而对美出口占 GDP 不到 3%；特朗普在上一任期并未扭转亚太地区进口更加依赖中国的趋势，且美国自身也更依赖中国。我们判断，若中美加速脱钩，中国作为生产国需应对一定的需求冲击；而美国作为消费国需面对重建产业链的挑战，关税扰动下供应链布局的调整对生产效率和经济增长均构成较大拖累，美国面对的是供给与需求双重冲击下的滞胀风险。因此，底线思维下，中国在关税与贸易博弈中掌握更多筹码。

图 1：中国经济对出口依赖性降低



资料来源：Wind，天风证券研究所

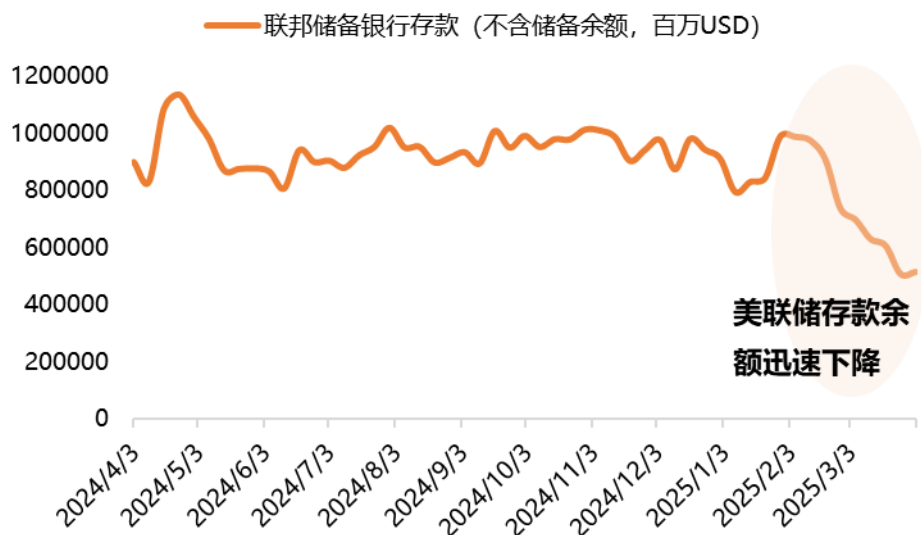
图 2：中美进出口依赖度的变化视角：美国进口变得相对更依赖中国的行业较多，其中电池、造纸、家用轻工等品类美国不仅较贸易摩擦前进口增量多，且美国对中国进口依赖度也提高较多



资料来源：ITC，天风证券研究所；注：按照 HS4 贸易品类数据对应至相应的申万二级行业，依赖度计算方法：美国进口中国的依赖度=美国进口中国金额/美国总进口额，以美元计价

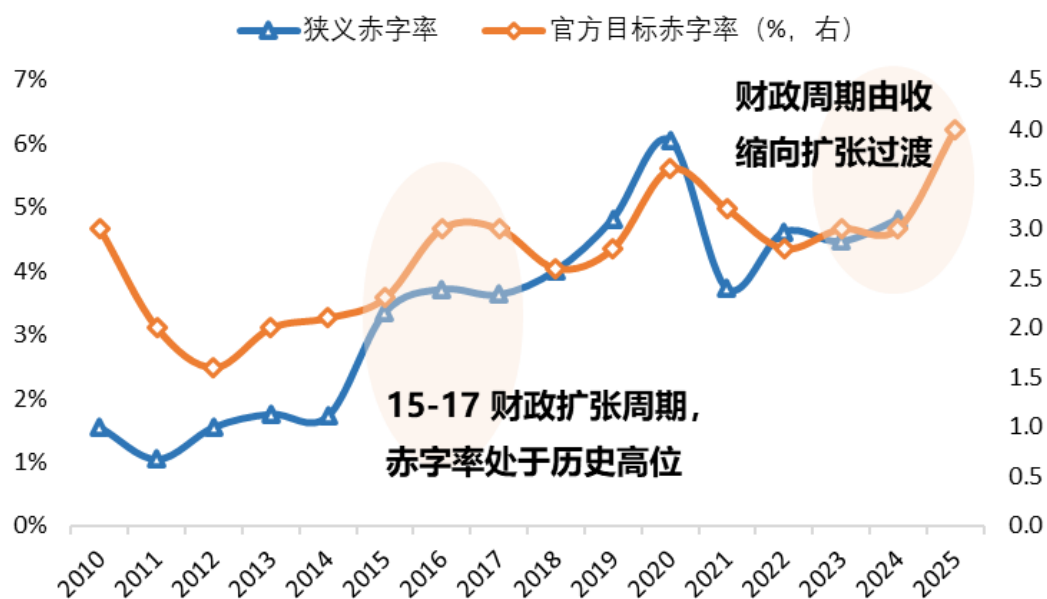
美国财政空间受到债务上限掣肘时，当前联邦债务已经到达上限，财政部通过“特别措施”腾挪资金延缓违约时间，尽管在历史上债务上限对赤字并未构成紧约束，当前两党博弈窗口期仍对美国财政构成约束。根据 CBO 的预测，若美国债务上限保持不变，“特别措施”的借款空间可能在 8 月或 9 月耗尽。我国财政周期与 2018 年不同，彼时我国刚经历 15-17 年财政扩张周期，赤字率处在历史高位（图 4）。

图 3：当前联邦债务已经达到上限，美联储存款余额迅速下降



资料来源：Bloomberg，天风证券研究所

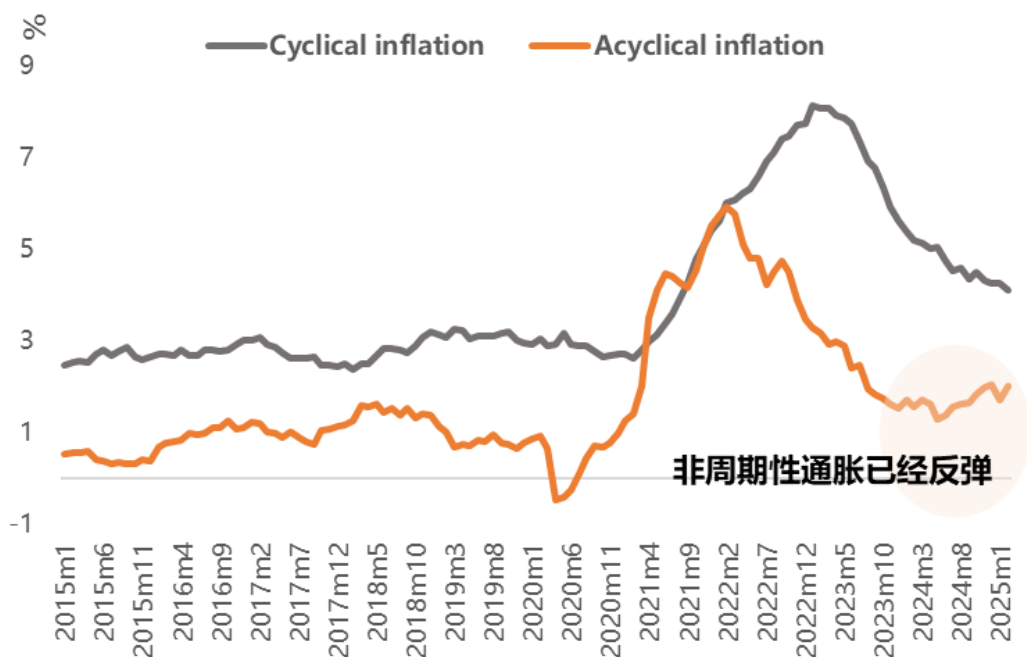
图 4：我国财政周期正处于从收缩向扩张的过渡期



资料来源：Wind，天风证券研究所

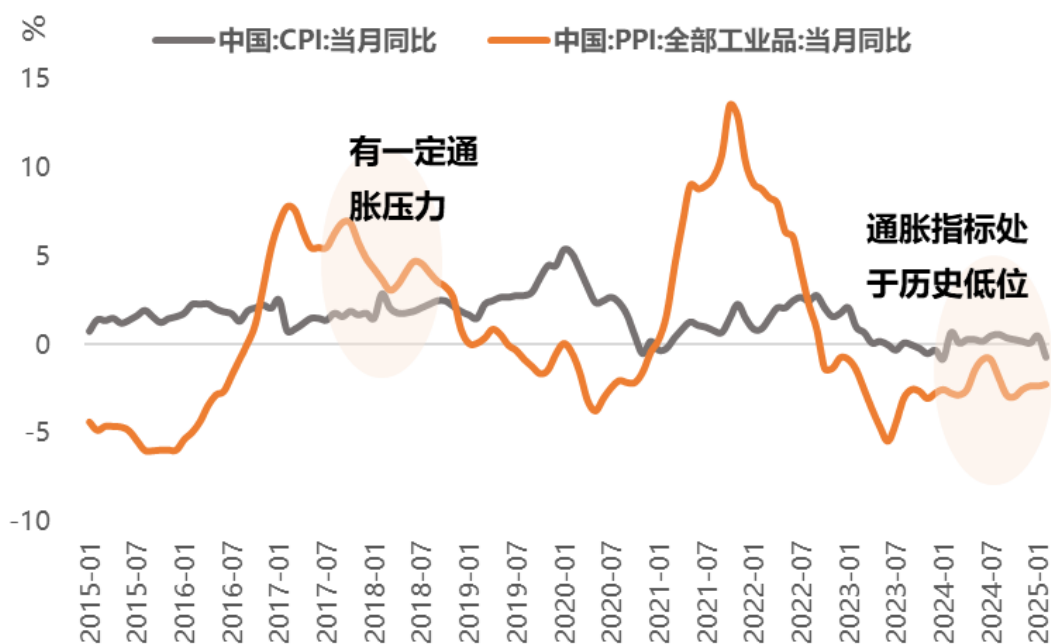
通胀方面，目前美国非周期性通胀已经开始反弹，意味着周期性因素需发挥更大的作用来实现通胀目标。而我国通胀情况与 2018 年也不同，目前 PPI、CPI 均处于历史低位，对应货币政策空间更大。

图 5：美国周期性和非周期性 PCE 同比



资料来源：Federal Reserve Bank of San Francisco，天风证券研究所

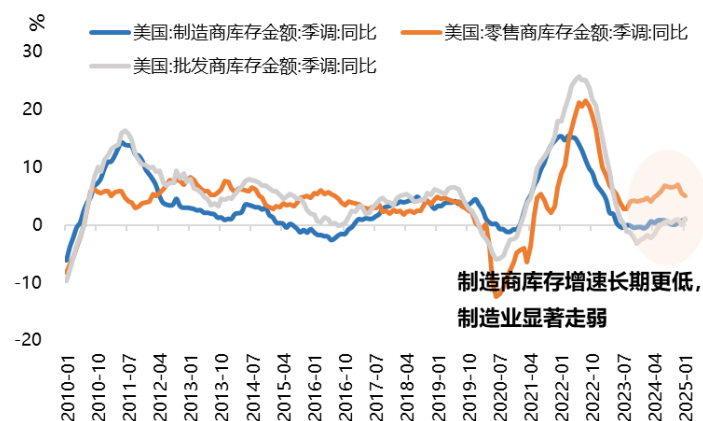
图 6：我国通胀指标同比



资料来源：Wind，天风证券研究所

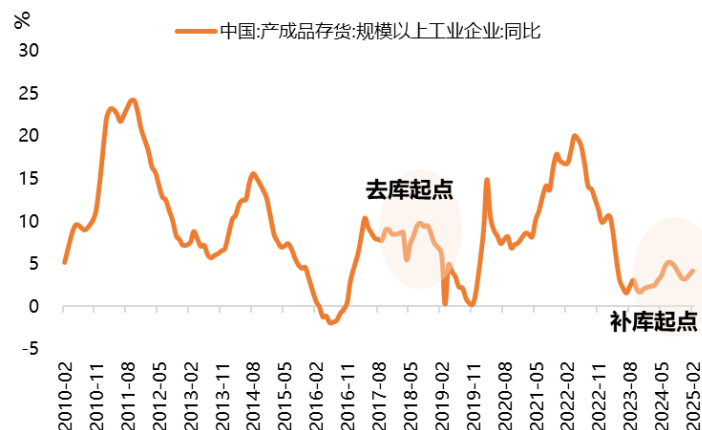
库存方面，我国正处于补库周期起点，并未面临去库压力。美国在新冠期间库存加速上行，目前也处于上一轮库存周期结束后的补库起点，美国制造商库存增速长期低于批发商与零售商，导致制造商库存存在总库存中的占比不断降低。2018 年，中国正经历供给侧改革带来的库存冲高回落，而美国减税政策导致其库存周期略滞后于中国库存周期，即 2018 年初美国在补库周期中而中国已进入去库起点；目前中美库存周期波动较为同步，中国库存周期长期来看处于补库起点。

图 7：美国库存周期



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 8：中国库存周期



资料来源：Wind，天风证券研究所

2. 围绕特朗普关税战 2.0 的三个交易主线

2.1. 主线一：消费与内需

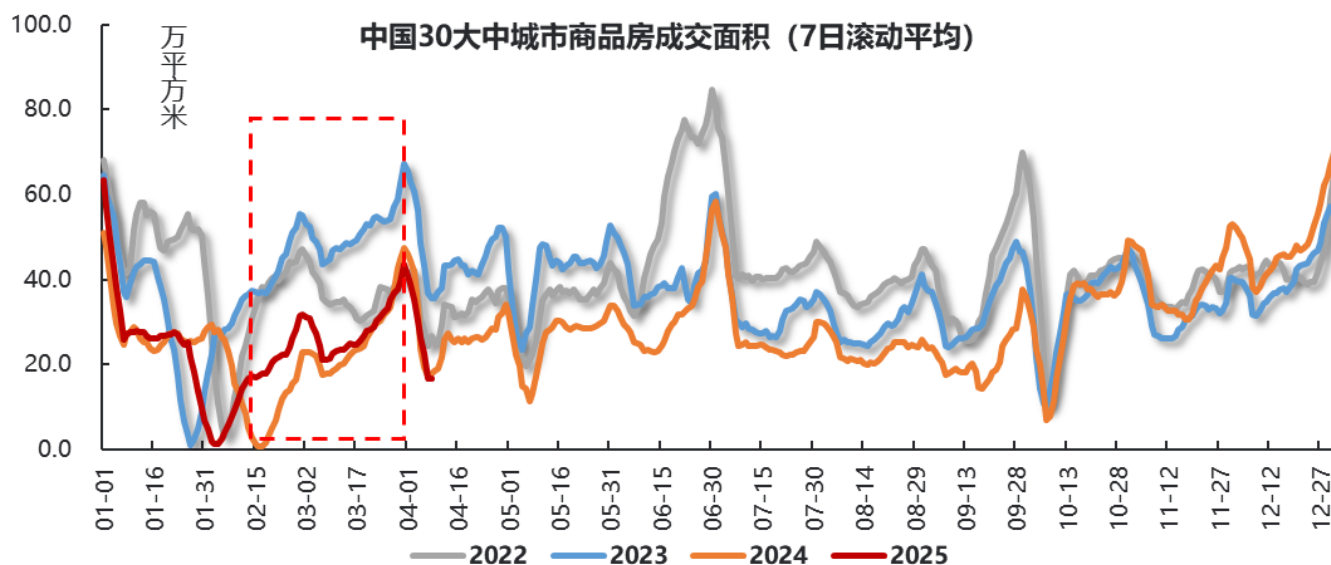
二季度主线为内需消费的逻辑有两点：

消费的核心逻辑是政策加码预期下的重估预期。2024 年《政府工作报告》把提振消费放在首要位置，3 月是消费政策密集发布期，两会、《提振消费行动方案》定基，目前短期消费政策细节仍未完全落地。前文判断，若中美加速脱钩，中国作为生产国需应对一定的需求冲击，外需冲击强化提振内需稳增长政策诉求。在此背景下，内需既是后续财政调节的重点，也是关税落地背景下的重要应对抓手。

消费的第二个逻辑是地产、化债、“小长假”支撑下的基本面改善预期。一方面，目前未见地产成交的显著走弱，3 月地产成交同比仍是强于去年的；另一方面，化解地方债务有助于缓和消费压力；叠加清明、五一的“小长假”出行，二季度消费基本面压力并不大。

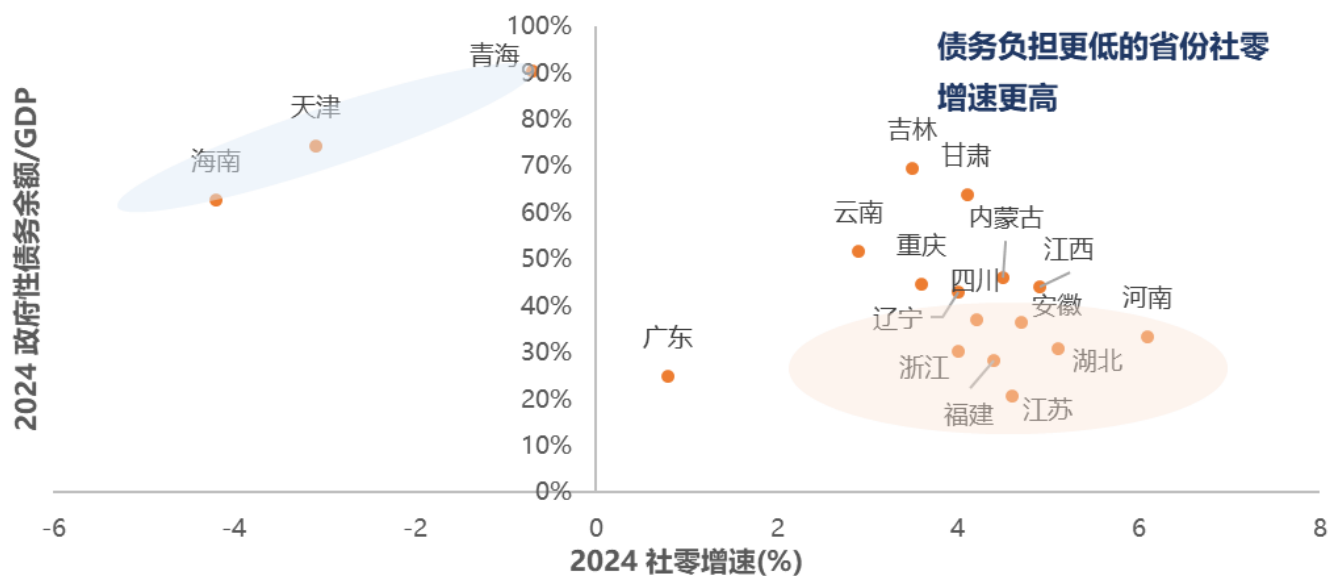
3 月消费板块整体走势呈现倒 V 型，我们判断一方面是因为大盘逐渐进入关税交易，另一方面消费政策细节仍未完全落地，投资者获利了结。而当前，在政策端加码预期的前提下，二季度消费基本面只要延续稳中向好趋势，便会进一步巩固消费板块核心逻辑，内需消费有望成为二季度一大投资主线。

图 9：3月地产成交同比仍强于去年



资料来源：Wind，天风证券研究所

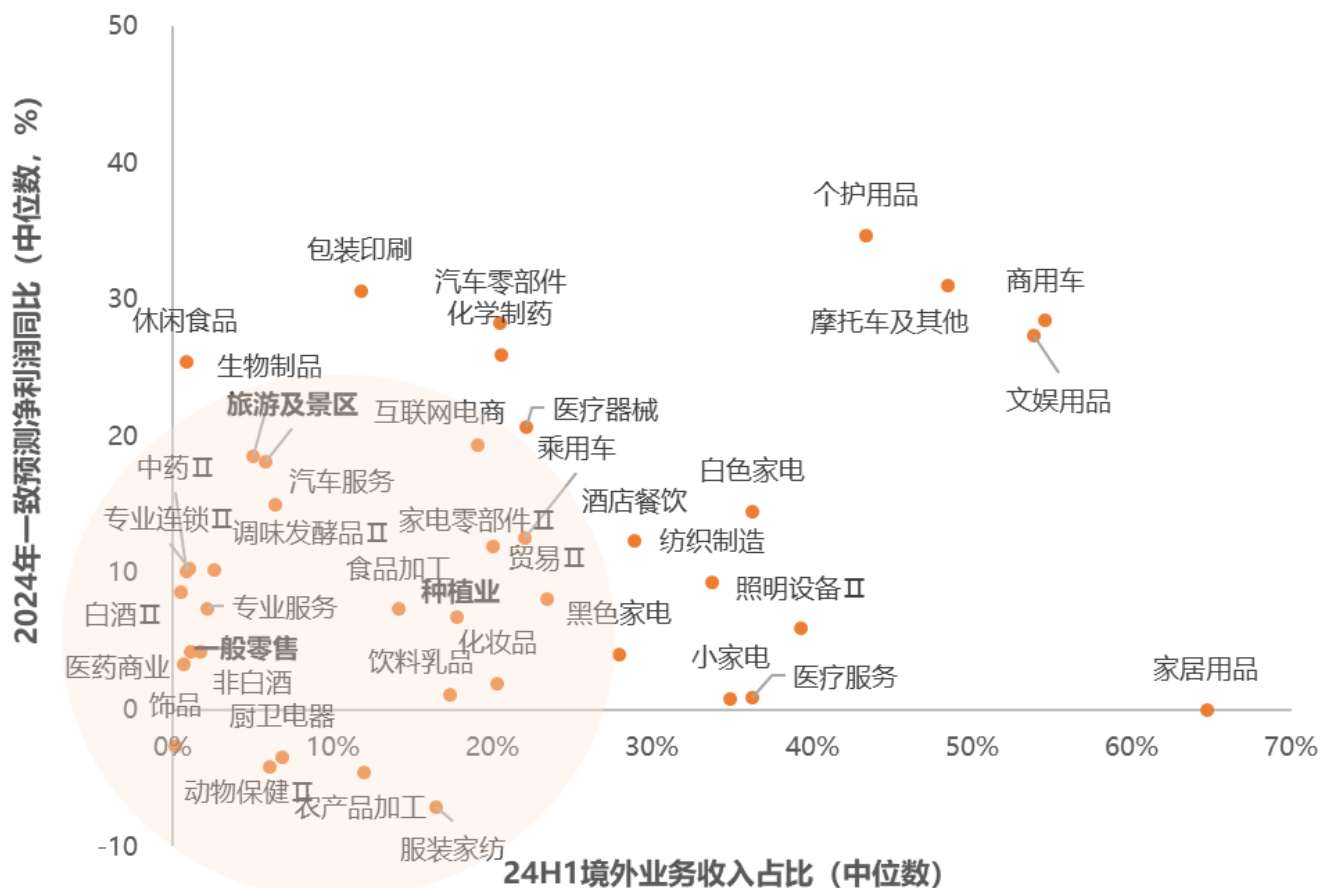
图 10：债务负担更低的省份社零增速更高



资料来源：Wind，天风证券研究所

选股思路，可以重点关注两点：一是避开出口/出海方向以对冲关税冲击，二是选择政策直接受益或政策反转能够带来利好的板块。我们根据大消费板块各二级行业境外业务收入占比和 2024 年一致预测净利润同比进行筛选，重点关注农业、旅游业、食品饮料等内需板块。

图 11：大消费板块各申万二级行业 2024H1 海外收入占比&2024 年度一致预测净利润增速（中位数）



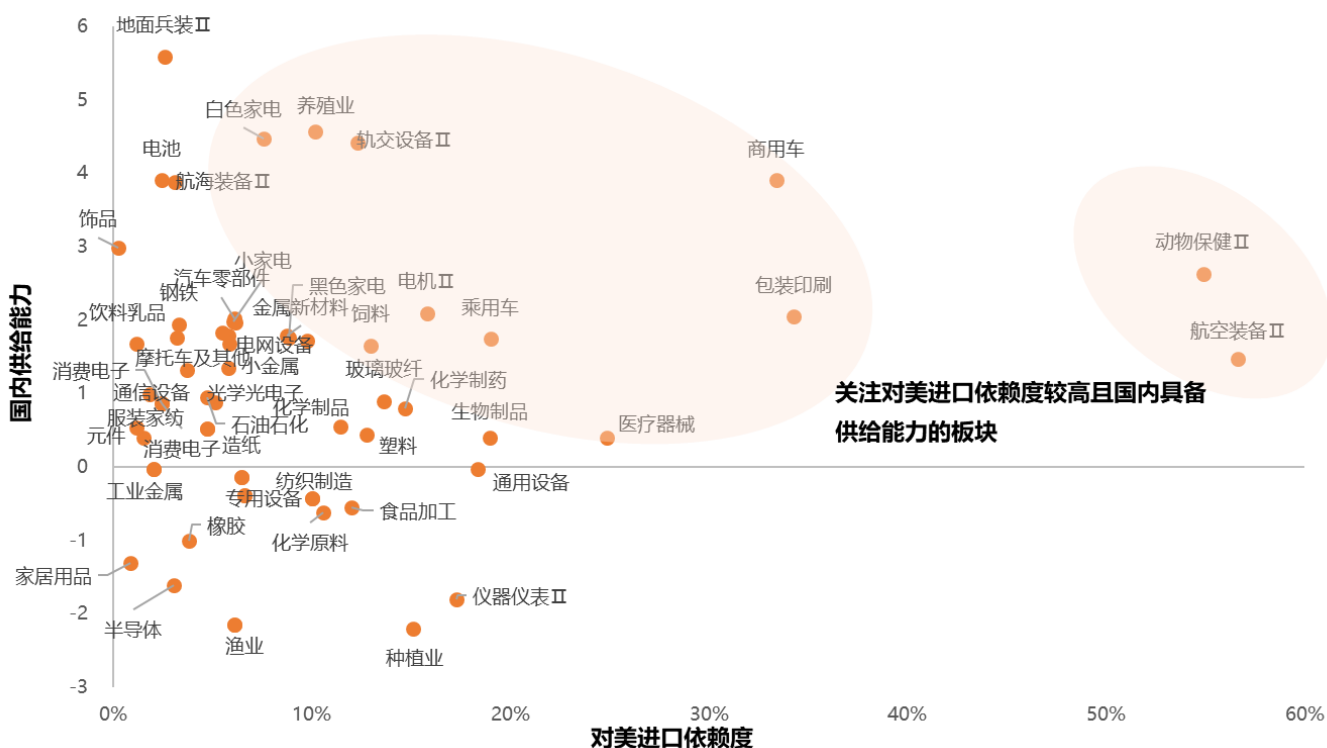
资料来源：Wind，天风证券研究所

2.2. 主线二：自主可控与国产替代

“反制”主线的逻辑是国内供给替代原先对美进口的供给。中国对美反制措施可能推升中国对美进口商品价格，导致对美依赖度较高的商品种类出现供给缺口，国内供给端替代供给缺口下相关板块有望看到盈利驱动下的业绩改善。

在板块的筛选上，还需关注国内供给能力的提升维度，即国产化率能够加速提升的领域才具备进口替代能力。在供给能力的衡量上，以板块 A 股上市公司总营收与板块对全球进口额的大小衡量，并进行对数化处理。A 股上市公司总营收代表该品类国内产量的规模，该比值可以度量国内总供给中的国产化水平。筛选对美进口依赖度较高且国内具备供给能力的板块，主要涉及农产品、航空装备、医药以及部分机械行业。

图 12：关注对美进口依赖度较高且国内具备供给能力的板块



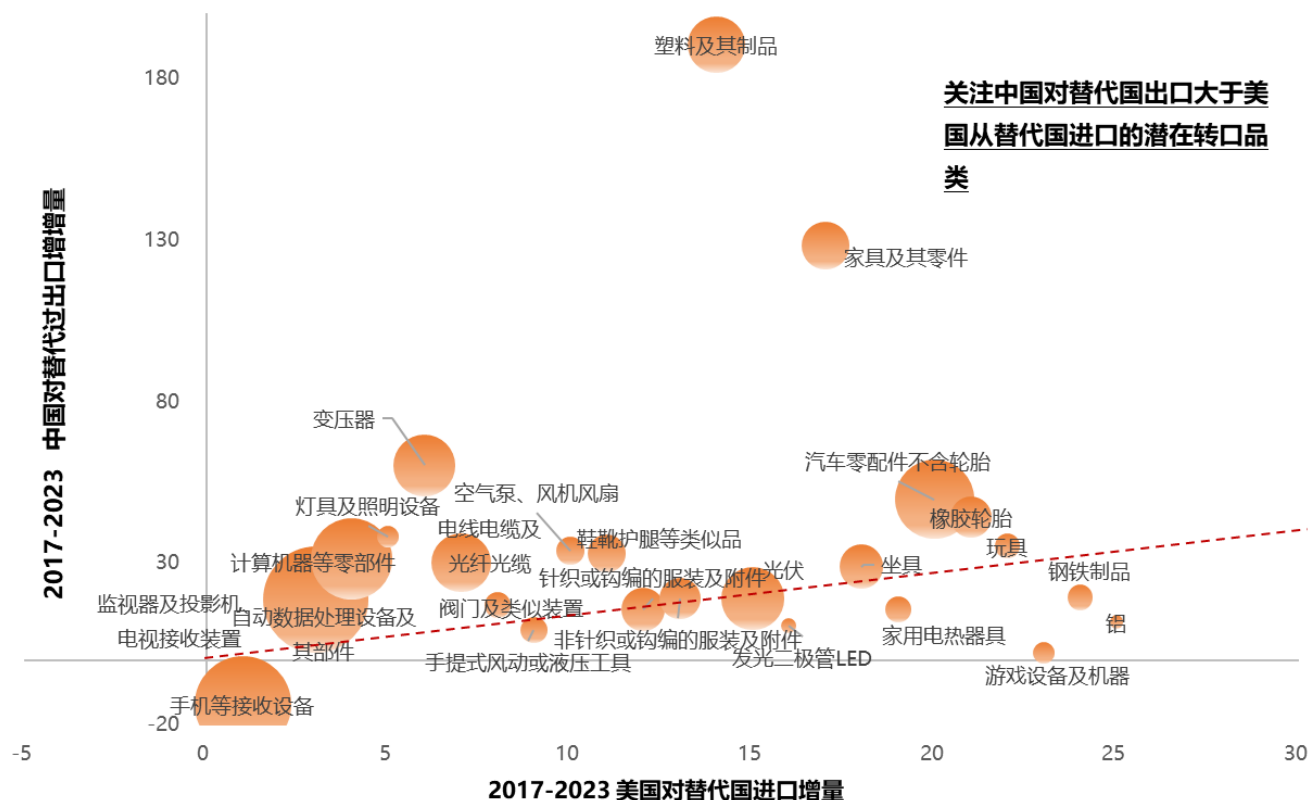
资料来源：ITC，天风证券研究所 注：对美进口依赖度定义为 2024 年该行业中国对美国进口金额占中国对全球进口金额的比值，国内供给能力定义为 2023 年该行业 A 股营收与中国对全球进口金额比值的对数

2.3. 主线三：错杀与转口贸易

寻找“错杀”类个股或板块即出口链中寻找超跌后的反转。反转逻辑来自原先因为对美出口敞口较大经历下跌的板块，但由于关税政策的落地延缓、中国与其他国家贸易关系改善下，关税实际负面影响没那么大的预期差。

反转的第一类是转口贸易，前文判断，关税落地在实操上需要美国大幅加强产品分类识别和原产地验证能力，这并非易事。4 月 9 日，特朗普宣布暂缓对三分之一的美国贸易伙伴实施的差异化高关税 90 天。在其他国家关税政策扭转与美国进口需求中短期找不到替代的前提下，其他国家产能不足以应对美国进口需求，则对应品类具备较大的转口贸易优势，可以对冲一部分关税扰动。

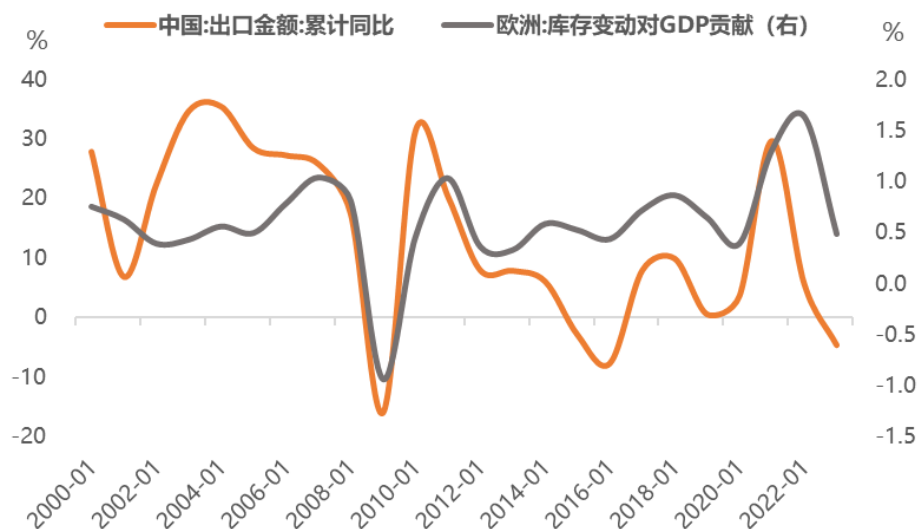
图 13：关注对美进口依赖度较高且国内具备供给能力的板块



资料来源：ITC，天风证券研究所

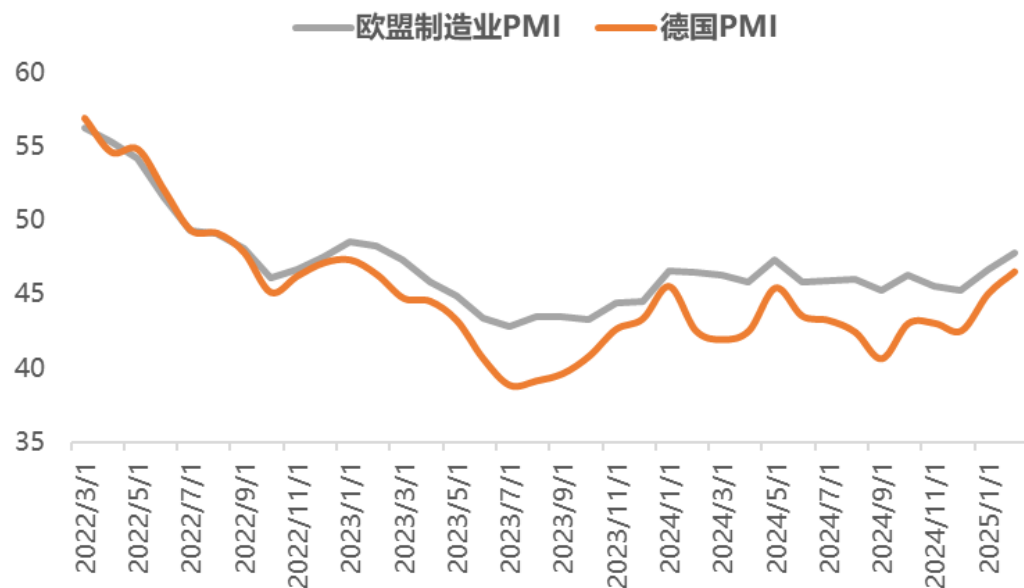
反转的第二类是贸易链重塑。据我们在 2025 年 3 月 21 日的报告《俄乌若止战，潜在的外溢效应》中测算，以 2024 年中国与欧盟贸易额接近 8000 亿美元计算，欧洲财政发力的潜在出口增量约 40-220 亿美元。我们认为，全球贸易逆风下，中欧经贸存在双向引力，欧洲潜在出口增量或高于此前测算的基准情形。

图 14：欧洲库存周期与中国出口增速有较强的正相关



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 15：欧洲制造业边际修复，有望结束去库周期



资料来源：Wind，天风证券研究所

3. 风险提示

1) 过去历史经验仅供参考；2) 风格分类仅供参考；3) 政策出台和落地具备不确定性。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	A 栋 23 层 2301 房	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	邮编：570102	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	电话：(0898)-65365390	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com