



Research and
Development Center

谈判和政策预期还未证伪

——策略周观点

2025年5月5日

证券研究报告

策略研究

策略周报

樊继拓 策略首席分析师
执业编号: S1500521060001
邮箱: fanjitu@cindasc.com

李畅 策略分析师
执业编号: S1500523070001
邮箱: lichang@cindasc.com

信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO., LTD
北京市西城区宣武门西大街甲 127 号金
隅大厦 B 座
邮编: 100031

谈判和政策预期还未证伪

2025 年 5 月 5 日

核心结论: 4 月初关税冲击以来, 人民币汇率先贬再升, 目前已经升值到年内新高, 这是需要重视的信号, 可能预示着中美关税有短期阶段性缓和或谈判的可能。因为上一次中美关税博弈的 2018-2019 年, 汇率波动节奏和中美关税政策变化节奏有很大的关系。由于这一次关税加征幅度更大, 速度更快, 后续大概率也会更快进入缓和谈判的窗口期。4 月底政治局会议整体基调符合预期, 虽然没有超预期, 但方向上后续还有空间和时间可以预期。最新的季报数据充分说明, 如果没有外部冲击, 上市公司内在盈利趋势在企稳。关税冲击后, 大概率会对 1-2 个季度上市公司利润产生影响, 这一部分已经定价了很多。下一步还需要观察下降 1-2 个季度后, 盈利企稳的趋势还能否继续。

- **(1) 人民币汇率比 2018 年强, 大概率关税影响也会小于 2018 年。**
4 月初关税冲击以来, 人民币汇率先贬再升, 目前已经升值到年内新高, 这是需要重视的信号。因为上一次中美关税博弈的 2018-2019 年, 汇率波动节奏和中美关税政策变化节奏有很大的关系。2018 年 3 月, 时任美国总统特朗普宣布将对从中国进口的商品大规模加征关税, 挑起中美经贸摩擦。2018 年 7 月和 8 月, 美国分两批对从中国进口的 500 亿美元商品加征 25% 关税。2018 年 9 月, 美国对 2000 亿美元中国输美产品加征 10% 的关税。期间人民币汇率持续贬值, 股市持续下跌。2018 年 12 月, G20 峰会期间, 中美领导人会晤, 同意暂停加征新关税, 并重启谈判。2018 年 12 月-2019 年 4 月人民币汇率升值、股市上涨。
- **(2) 政策预期还未结束, 政策对预期影响, 在年内可能比盈利数据更重要。** 2019 年的稳增长, 力度上并没有超预期, 也没有改变经济下滑的趋势, 但对股市整体估值体系还是带来了正面影响。同样, 始于去年 9 月的政策反转, 虽然力度上并没有持续超预期, 但方向上已经带来了熊牛转折。所以在市场估值低位, 政策预期的方向可能比实际经济指标更重要。
- **(3) 上市公司内在盈利趋势在改善, 未来 2 个季度需要观察关税黑天鹅对内在趋势的影响有多大。** 观察全 A 的 ROE (TTM), 能够明显看到 A 股 ROE 已经连 2 个季度底部企稳, 这可能意味着 2021-2024 年的盈利下降周期逐渐触底。25 年一季度全 A (非金融两油) 归母净利润同比增速是过去两年来最高, 并且归母净利润增速快于收入增速, 这可能源自各行业产能和库存优化逐渐见效。
- **风险因素:** 房地产超预期下行, 美股剧烈波动, 历史规律可能会失效。

目录

| | |
|--------------------------|----|
| 一、策略观点：谈判和政策预期还未证伪 | 4 |
| 二、上周市场变化 | 8 |
| 风险因素 | 11 |

表目录

| | |
|-----------------|---|
| 表 1：配置建议表 | 7 |
|-----------------|---|

图目录

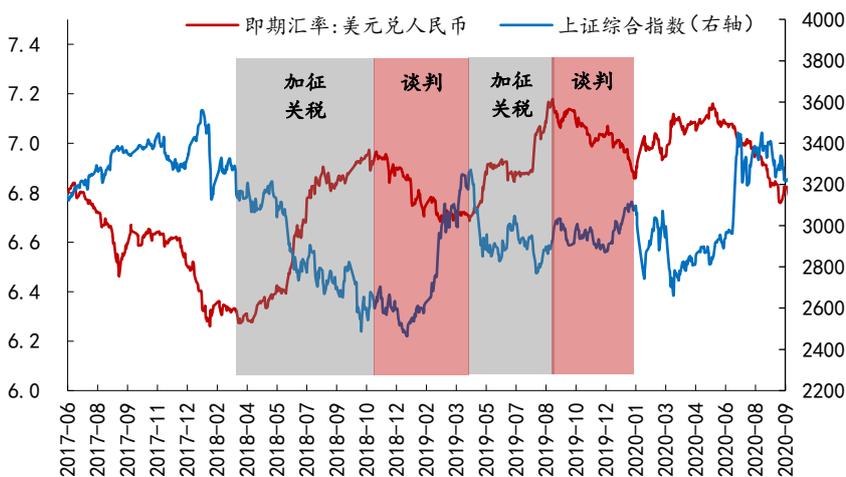
| | |
|---|----|
| 图 1：18 年人民币汇率持续贬值，股市持续下跌（单位：人民币/美元，点） | 4 |
| 图 2：2019 年国内政策周期改善（单位：亿元，%） | 5 |
| 图 3：但经济和出口数据依然弱（单位：%） | 5 |
| 图 4：全 A ROE（TTM）连续 2 个季度底部企稳（单位：%） | 5 |
| 图 5：Q1 上市公司利润增速比收入增速更强（单位：%） | 5 |
| 图 6：关税冲击可能只会拉长震荡时间，并不能改变牛市趋势（单位：点数） | 6 |
| 图 7：A 股主要指数周涨跌幅（单位：%） | 8 |
| 图 8：申万一级行业周涨跌幅（单位：%） | 8 |
| 图 9：申万风格指数周/月涨跌幅（单位：%） | 8 |
| 图 10：概念类指数周涨跌幅（单位：%） | 8 |
| 图 11：全球市场重要指数周涨跌幅（单位：%） | 9 |
| 图 12：重要商品指数周涨跌幅（单位：%） | 9 |
| 图 13：2025 年至今全球大类资产收益率（单位：%） | 9 |
| 图 14：港股通累计净买入（单位：亿元） | 9 |
| 图 15：融资余额（单位：亿元） | 9 |
| 图 16：新发行基金份额（单位：亿份） | 10 |
| 图 17：基金仓位估算（单位：%） | 10 |
| 图 18：银行间拆借利率和公开市场操作（单位：%） | 10 |
| 图 19：央行公开市场和国库定存净投放（单位：亿元） | 10 |
| 图 20：长期国债利率走势（单位：%） | 10 |
| 图 21：各类债券与同期限债券利差（单位：%） | 10 |

一、策略观点：谈判和政策预期还未证伪

4月初关税冲击以来，人民币汇率先贬再升，目前已经升值到年内新高，这是需要重视的信号，可能预示着中美关税有短期阶段性缓和或谈判的可能。因为上一次中美关税博弈的2018-2019年，汇率波动节奏和中美关税政策变化节奏有很大的关系。由于这一次关税加征幅度更大，速度更快，后续大概率也会更快进入缓和和谈判的窗口期。4月底政治局会议整体基调符合预期，虽然没有超预期，但方向上后续还有空间和时间可以预期。最新的季报数据充分说明，如果没有外部冲击，上市公司内在盈利趋势在企稳。关税冲击后，大概率会对1-2个季度上市公司利润产生影响，这一部分已经定价了很多。下一步还需要观察下降1-2个季度后，盈利企稳的趋势还能否继续。

(1) 人民币汇率比2018年强，大概率关税的影响也会小于2018年。4月初关税冲击以来，人民币汇率先贬再升，目前已经升值到年内新高，这是需要重视的信号。因为上一次中美关税博弈的2018-2019年，汇率波动节奏和中美关税政策变化节奏有很大的关系。2018年3月，时任美国总统特朗普宣布将对从中国进口的商品大规模加征关税，挑起中美经贸摩擦。2018年7月和8月，美国分两批对从中国进口的500亿美元商品加征25%关税。2018年9月，美国对2000亿美元中国输美产品加征10%的关税。期间人民币汇率持续贬值，股市持续下跌。2018年12月，G20峰会期间，中美领导人会晤，同意暂停加征新关税，并重启谈判。2018年12月-2019年4月人民币汇率升值、股市上涨。2019年5月，特朗普突然宣布，自5月10日起对2000亿美元中国商品关税从10%上调至25%，人民币再次贬值，股市反弹。整体来看2018-2019年股市和汇率涨跌节奏受中美加征关税和中美谈判节奏影响较大。

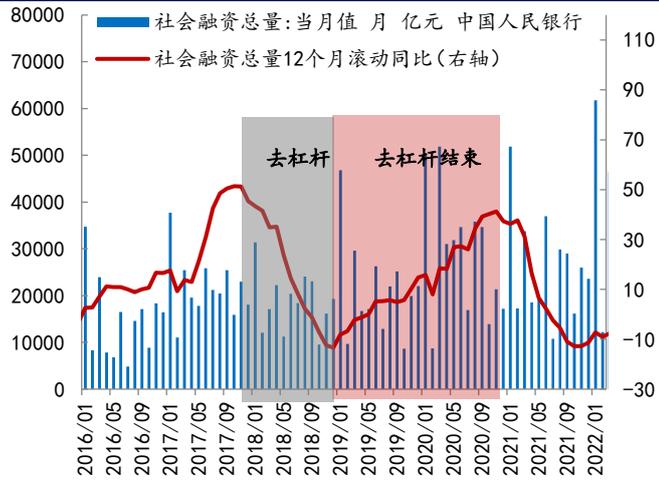
图 1：18 年人民币汇率持续贬值，股市持续下跌（单位：人民币/美元，点）



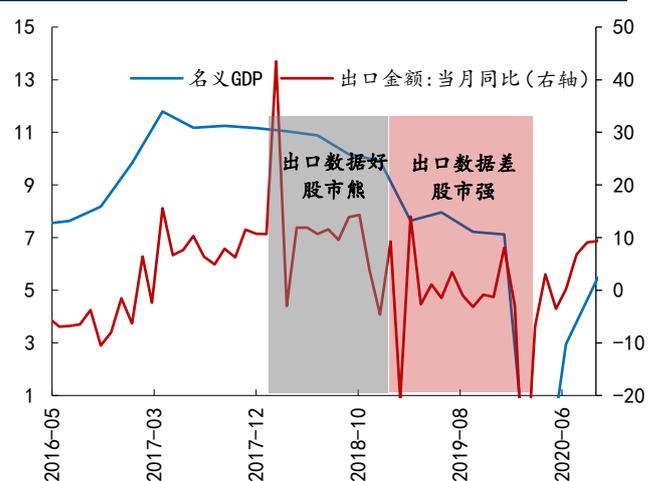
资料来源：万得，信达证券研发中心

由于这一次关税加征幅度更大，速度更快，后续大概率也会更快进入缓和和谈判的窗口期，特别是考虑到美国资本市场的压力。按照18-19年的经验，人民币汇率的升值可能预示着关税短期内缓和或谈判可能性上升。

(2) 政策预期还未结束，政策对预期影响，在年内可能比盈利数据更重要。4月底政治局会议整体基调符合预期，虽然没有超预期，但政策基调依然是稳增长。参考2018-2019年，贸易冲突期间，国内政策周期一旦转入稳增长周期（2019年），即使经济和出口数据依然偏弱，股市也很难重回熊市。2019年的稳增长，力度上并没有超预期，也没有改变经济下滑的趋势，但对股市整体估值体系还是带来了正面影响。同样，始于去年9月的政策反转，虽然力度上并没有持续超预期，但方向上已经带来了熊牛转折。所以在市场估值低位，政策预期的方向可能比实际经济指标更重要。

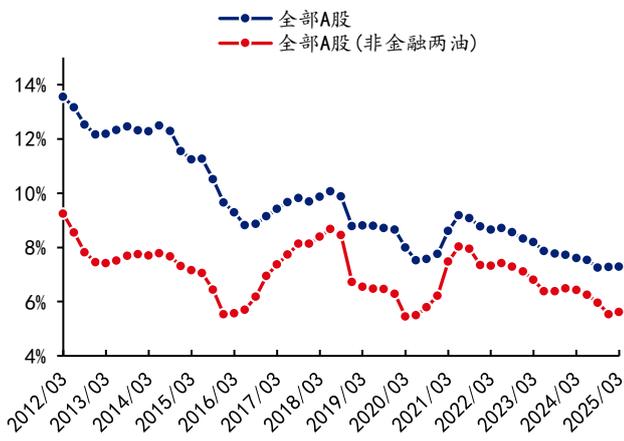
图 2：2019 年国内政策周期改善（单位：亿元，%）


资料来源：万得，信达证券研发中心

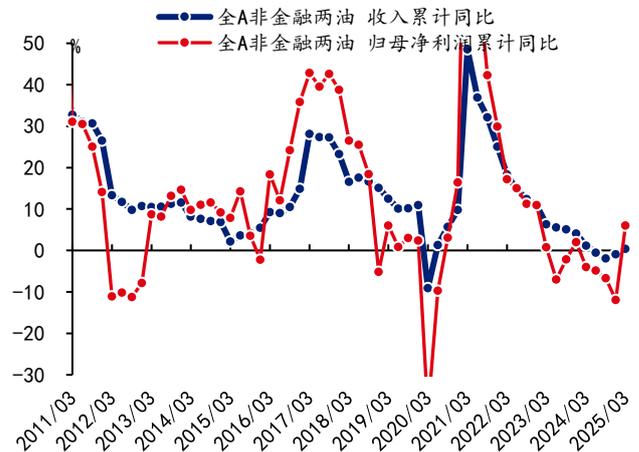
图 3：但经济和出口数据依然弱（单位：%）


资料来源：万得，信达证券研发中心

(3) 上市公司内在盈利趋势在改善，未来 2 个季度需要观察关税黑天鹅对内在趋势的影响有多大。观察全 A 的 ROE (TTM)，能够明显看到 A 股 ROE 已经连续 2 个季度底部企稳，这可能意味着 2021-2024 年的盈利下降周期逐渐触底。25 年一季度全 A（非金融两油）归母净利润同比增速是过去两年来最高，并且归母净利润增速快于收入增速，这可能源自各行业产能和库存优化逐渐见效。季报数据充分说明，如果没有外部冲击，上市公司内在盈利趋势在企稳。关税冲击后，大概率会对 1-2 个季度上市公司利润产生影响，这一部分已经定价了很多。下一步还需要观察下降 1-2 个季度后，盈利企稳的趋势还能否继续。

图 4：全 A ROE (TTM) 连续 2 个季度底部企稳（单位：%）


资料来源：万得，信达证券研发中心

图 5：Q1 上市公司利润增速比收入增速更强（单位：%）


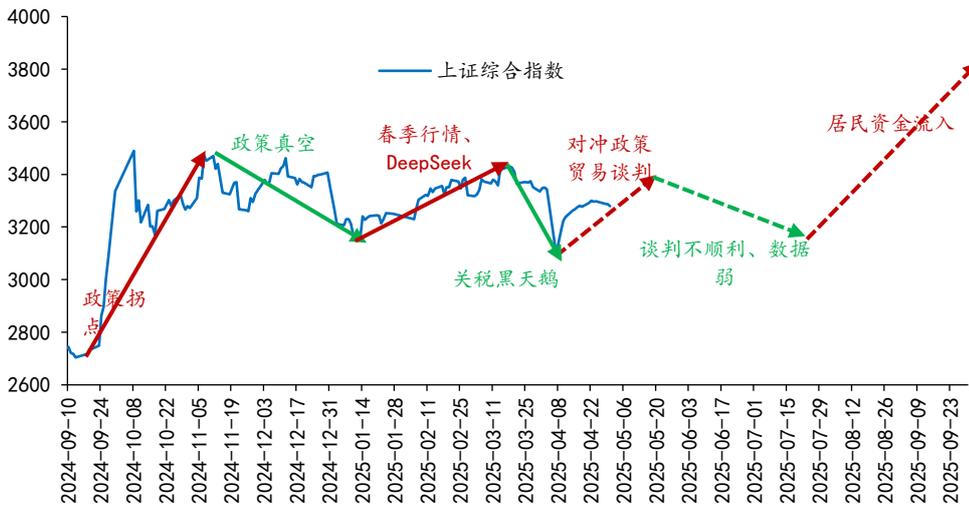
资料来源：万得，信达证券研发中心

(4) 短期 A 股大势研判观点：未来 1 个月内，国内稳增长预期推迟但可能尚未结束，中美关税有接触和谈判的可能，市场或将继续反弹，5 月下旬到 7 月可能会有二次小幅回撤。经验上较大的利空冲击，往往会先杀估值再杀盈利，持续过程较长。但由于这一次关税冲击出现在牛市初期，市场整体估值位置较低，这一次杀估值阶段调整较多，但杀业绩阶段可能只有小幅回撤。历史上类似的案例有 13 年年中钱荒和 20 年初疫情。当下的关税冲击，是较大的黑天鹅，但由于出现在牛市初期，市场估值位置较低，对指数冲击（杀估值）可能已经完成。未来 1 个月，利多逻辑略占优（国内政策、国外关税谈判）。我们预计 Q2-Q3 盈利的担心还会持续，市场

 请阅读最后一页免责声明及信息披露 <http://www.cindasc.com> 5

在5-7月可能还会有震荡回撤，不过幅度可控。Q3后期或Q4有望回归牛市状态。

图 6：关税冲击可能只会拉长震荡时间，并不能改变牛市趋势（单位：点数）



资料来源：万得，信达证券研发中心

注：虚线仅代表相关假设条件下指数可能的趋势，不代表预测指数点位。

(4) 近期配置观点：季度内偏价值，寻找价值中可以进攻的方向（价值主题、稳增长政策变化、国产替代）。

季报后市场关心的两个问题：(1) 业绩风险期过后，市场是否会重回成长？4月密集披露年报和一季报，是每年小盘成长风格较难有表现的月份，5月初随着季报期刚结束，部分成长可能会有所表现，但5月统计规律并不稳定，建议投资者忽略季节性，更多关注基本面变化。**(2) 季报中业绩较强的新消费，是否能强者恒强？**我们认为新消费行情大概率可以持续。自下而上来看，业绩趋势和产业逻辑如果能实现共振，超额收益持续的时间往往能较长，新消费属于这一情形。自上而下看，宏观层面外需不确定，内需确定性更强，后续还可能稳内需的政策，新消费也有望受益。

配置风格：季度内偏大盘价值。(1) 如果是业绩较强的成长股牛市，则超额收益往往比较连续，如果是业绩不稳定的成长股牛市，则经历过持续活跃表现后，往往会有季度的休整；(2) 关税对指数的冲击结束，但对板块的影响或将继续。我们预计外需相关方向还会偏弱，国内稳增长政策预期可能还会反复出现，有利于价值风格；(3) 美国股市的调整，影响了全球科技股的估值。

配置方向：(1) 进可攻退可守(银行、钢铁、建筑)：海外经济敏感性低，国内政策敏感性高；低估值修复空间大；长期破净个股占比多，市值管理受益方向。**(2) 价值类主题：国企改革、央企合并预期（也能叠加国央企的定增回购）。**低估值修复空间大；并购重组、股份回购都是加强市值管理的重要工具。**(3) 消费（社会服务、食品）、有色金属（黄金、稀土）：**关税反制影响小或受益；服务消费扩容升级。**(4) 房地产：**估值位置偏低；稳增长政策可能还有新增举措。**(5) 军工：**独立的需求周期，内外部特殊环境下估值存在上行的空间。

表 1：配置建议表

| 配置类型 | | 配置建议 |
|------------|------|--|
| 配置建议 | 行业组合 | 建筑、房地产、军工、有色 |
| 行业配置 观点 | 周期 | 从价格波动规律和产能格局来看，商品价格依然受到产能周期正面的支撑，过去 1-2 年的价格走弱主要是库存周期下降和国内地产下降的影响。25 年需求负面影响还在，但力度可能会减弱。黄金涨是商品长期牛市还在的重要证据。 |
| | 消费 | 目前消费板块的估值大多处于 2010 年以来中等偏下的水平，但由于长期逻辑（消费升级）较难进一步验证，估值抬升空间不大。消费的投资机会可能会主要局限在两个方向：（1）新的消费模式；（2）部分行业可能会有较强的高分红属性； |
| | 成长 | 长期来看，AI 和机器人的产业趋势很强，鉴于技术进步的过程还在，相关资本开支带来的机会较多。短期来看，未来一个季度，AI 和机器人可能会面临两个扰动：（1）A 股历史上，几乎不依赖业绩的成长股牛市阶段有 2014-15、2019 年，这两个阶段成长股有 2 个季度超额收益后，往往会有季度相对收益的回撤。（2）美股科技股调整较多，后续能否重回牛市影响全球 AI 产业链的估值。 |
| | 金融地产 | 金融的估值依然很有性价比，内在上涨逻辑主要是两点：（1）房地产下滑虽然没有结束，但越来越明确对金融体系冲击已经结束，由此导致银行等行业的估值持续低估已经不合理。（2）监管机构鼓励 ETF 发展、鼓励上市公司市值管理、鼓励长期资金入市，这天然有利于银行等板块。可能会是这一轮牛市很重要的暗线。 |

资料来源：信达证券研发中心

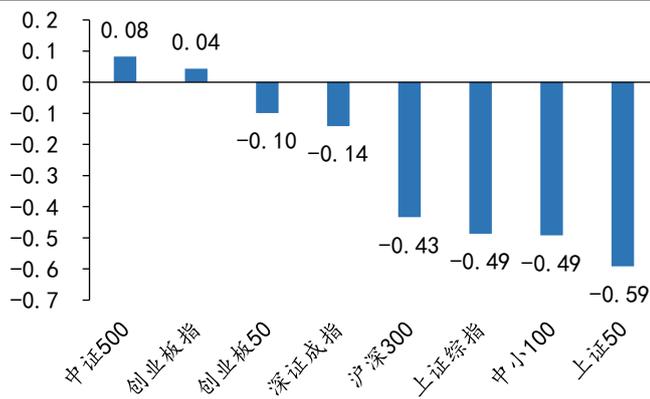
二、上周市场变化

上周 A 股主要指数涨跌分化，其中中证 500 (0.08%)、创业板指 (0.04%) 涨幅较小，上证 50 (-0.59%)、中小 100 (-0.49%)、上证综指 (-0.49%) 跌幅靠前。申万一级行业中，传媒 (2.69%)、计算机 (2.47%)、机械设备 (1.59%) 领涨，房地产 (-3.04%)、综合 (-2.75%)、休闲服务 (-2.63%) 领跌。概念股中，NFT (9.12%)、无人机 (7.52%)、卫星概念 (7.24%) 领涨，充电桩 (-6.49%)、氢能源 (-4.38%)、天津自贸区 (-4.10%) 领跌。

上周全球股市重要指数涨跌分化，其中德国 DAX (3.80%)、法国 CAC40 (3.11%)、标普 500 (2.92%) 领涨，墨西哥 MXX (-1.60%)、上证综指 (-0.49%)、巴西圣保罗指数 (0.29%) 表现居后。上周商品市场重要指数中，PTA (1.05%)、LME 铜 (0.06%)、螺纹钢 (-0.19%) 表现靠前，NYMEX 原油 (-7.36%)、玻璃 (-3.48%)、国际黄金 (-1.78%) 跌幅较大。另外在 2025 年全球大类资产年收益率指标中，黄金 (22.96%)、富时 100 (5.18%)、富时新兴市场指数 (4.10%) 排名较高，而布伦特原油 (-17.67%)、日经 225 (-9.65%)、南华工业品指数 (-7.92%) 排名靠后。

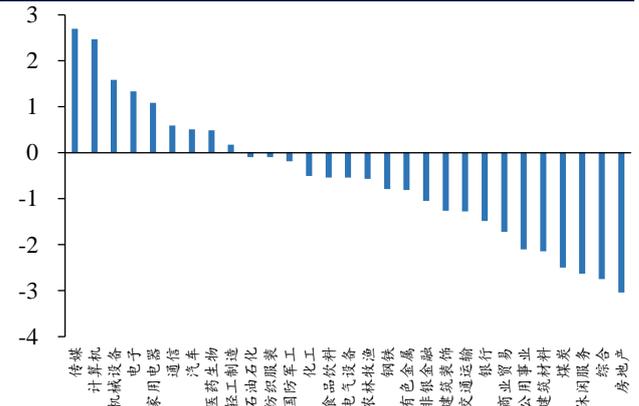
A 股市场资金方面，上周南下资金净流入 (港股通) 共计 11.84 亿元 (前值净流入 -2.66 亿元)。上周央行公开市场操作逆回购发行 12403 亿元，累计净投放 7358 亿元。截至 2025 年 5 月 4 日，银行间拆借利率上周均值相比前期上升，十年期国债收益率上周均值相比前期有所下降。普通股票型基金上周仓位均值相比前期下降，偏股混合型基金上周仓位均值相比前期上升。

图 7: A 股主要指数周涨跌幅 (单位: %)



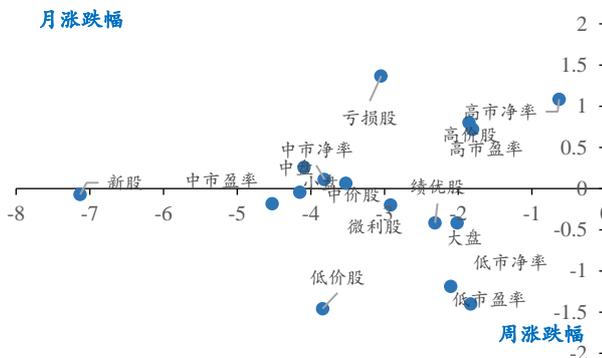
资料来源: iFind, 信达证券研发中心

图 8: 申万一级行业周涨跌幅 (单位: %)



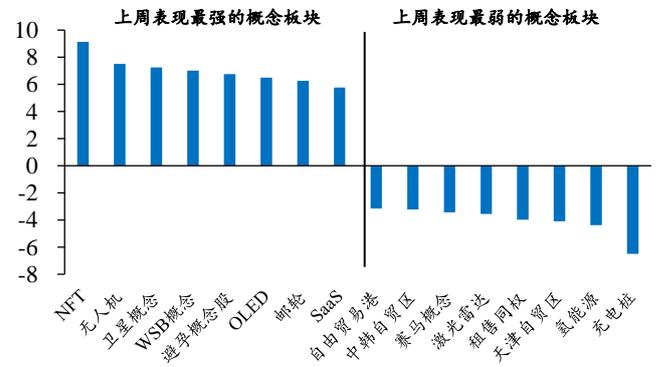
资料来源: iFind, 信达证券研发中心

图 9: 申万风格指数周/月涨跌幅 (单位: %)

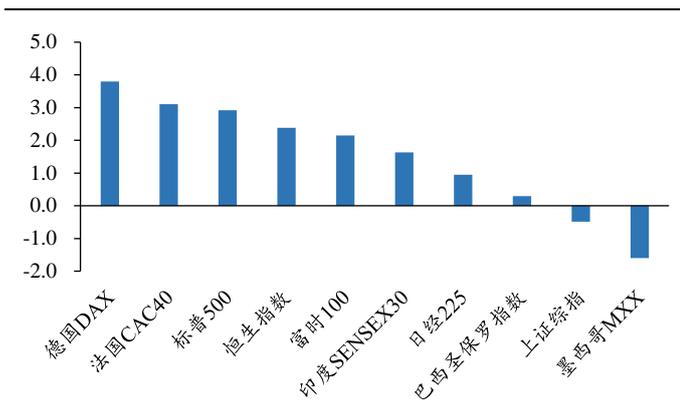


资料来源: iFind, 信达证券研发中心

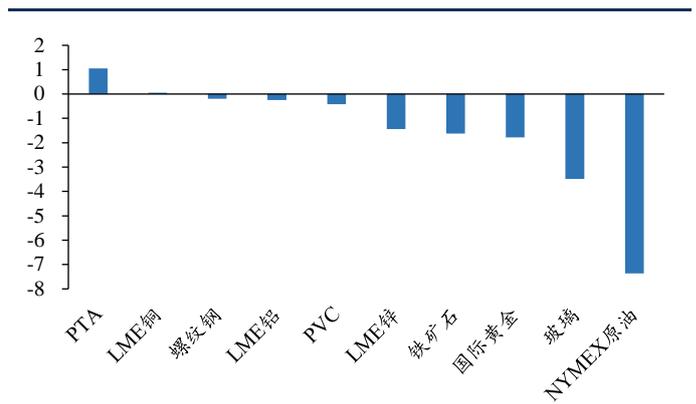
图 10: 概念类指数周涨跌幅 (单位: %)



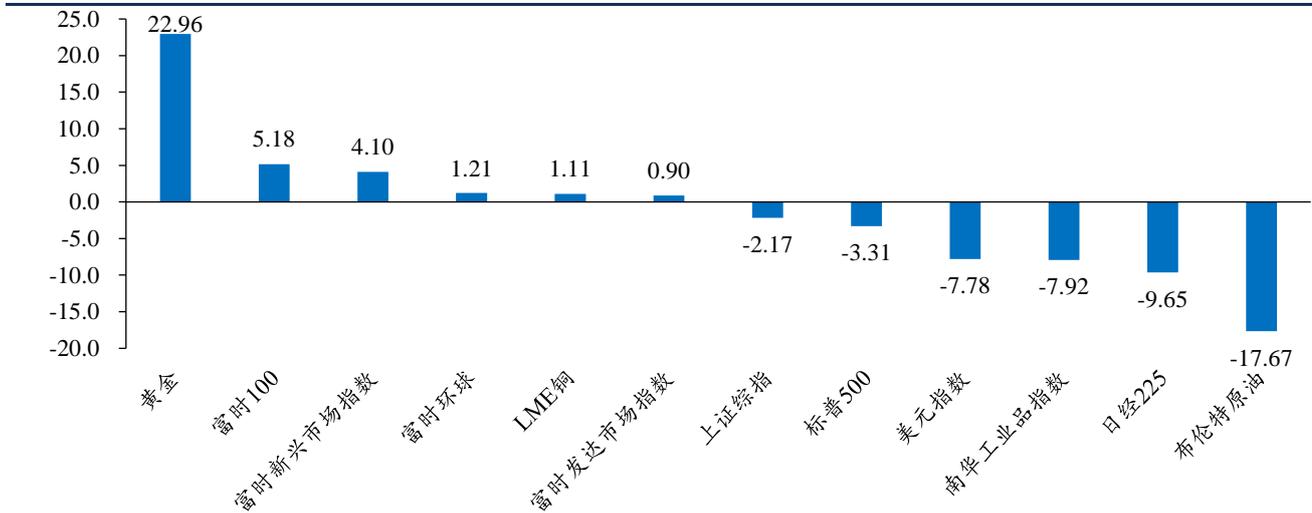
资料来源: iFind, 信达证券研发中心

图 11: 全球市场重要指数周涨跌幅 (单位: %)


资料来源: iFinD, 信达证券研发中心

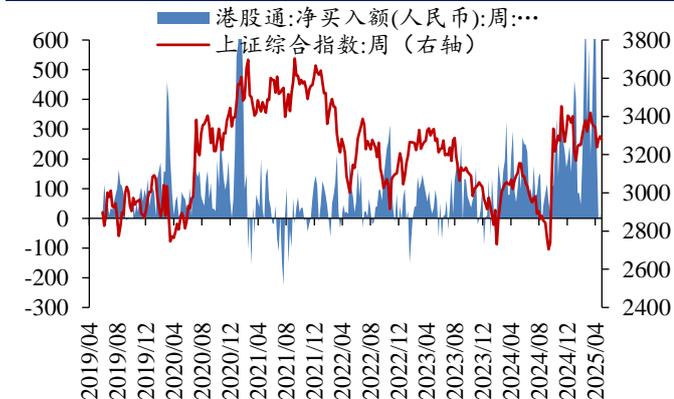
图 12: 重要商品指数周涨跌幅 (单位: %)


资料来源: iFinD, 信达证券研发中心

图 13: 2025 年至今全球大类资产收益率 (单位: %)


资料来源: 万得, iFinD, 信达证券研发中心

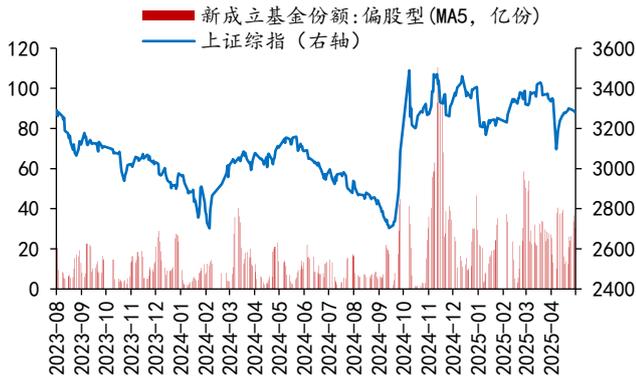
注: 统计日期截至 2025 年 5 月 4 日

图 14: 港股通累计净买入 (单位: 亿元)


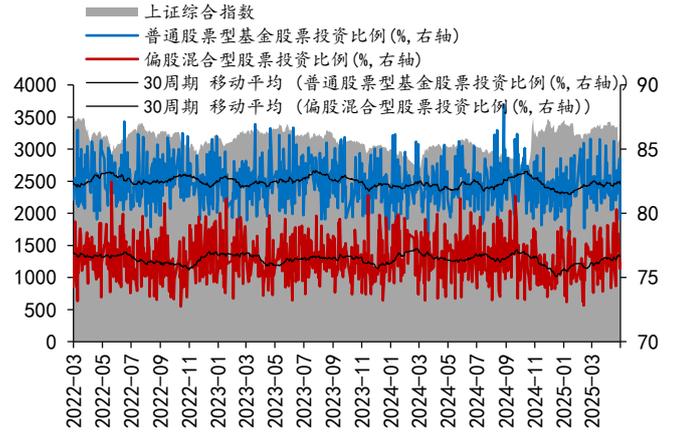
资料来源: iFinD, 信达证券研发中心

图 15: 融资余额 (单位: 亿元)

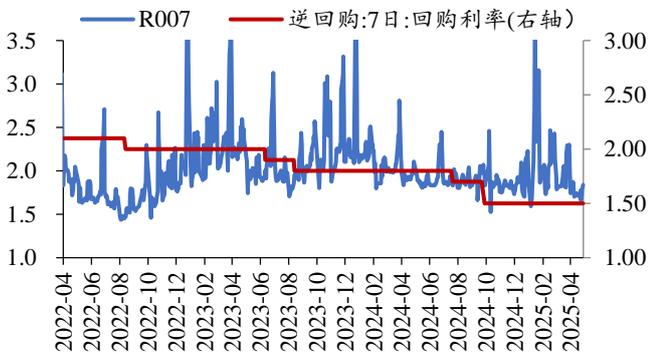

资料来源: iFinD, 信达证券研发中心

图 16: 新发行基金份额 (单位: 亿份)


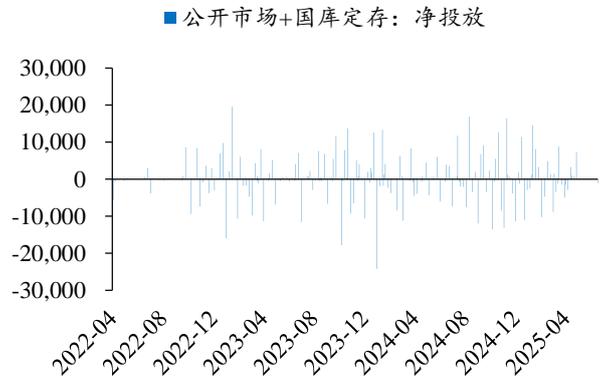
资料来源: iFinD, 信达证券研发中心

图 17: 基金仓位估算 (单位: %)


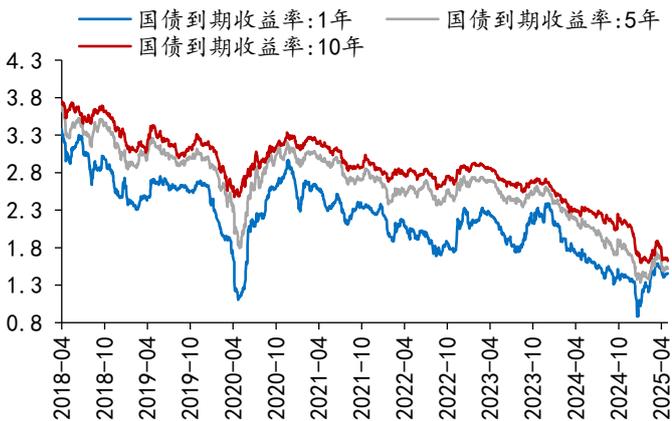
资料来源: iFinD, 信达证券研发中心

图 18: 银行间拆借利率和公开市场操作 (单位: %)


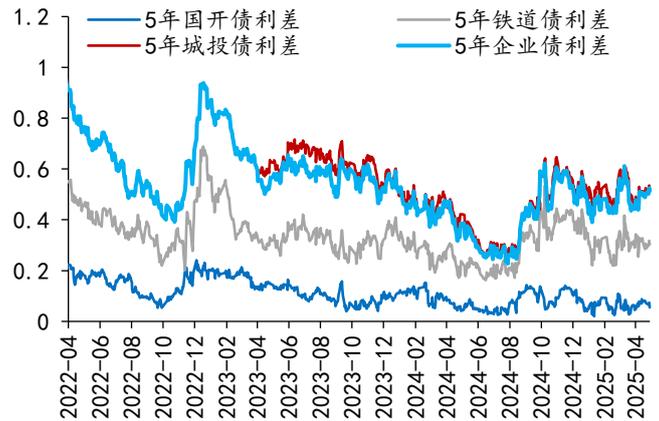
资料来源: iFinD, 信达证券研发中心

图 19: 央行公开市场和国库定存净投放 (单位: 亿元)


资料来源: iFinD, 信达证券研发中心

图 20: 长期国债利率走势 (单位: %)


资料来源: iFinD, 信达证券研发中心

图 21: 各类债券与同期限债券利差 (单位: %)


资料来源: iFinD, 信达证券研发中心

风险因素

房地产市场超预期下行，美股剧烈波动，历史规律可能会失效。

研究团队简介

樊继拓，信达证券策略首席分析师，10年宏观策略研究经验，先后就职于期货公司和券商研究所，2017年水晶球策略团队公募组第一核心成员，2018第一财经年度最佳新人奖。

李畅，华东师范大学世界经济硕士，4年宏观策略研究经验，2021年6月加入信达证券研发中心，从事策略研究工作。

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其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，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

| 投资建议的比较标准 | 股票投资评级 | 行业投资评级 |
|---|----------------------------|-------------------------|
| 本报告采用的基准指数：沪深300指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起6个月内。 | 买入 ：股价相对强于基准15%以上； | 看好 ：行业指数超越基准； |
| | 增持 ：股价相对强于基准5%~15%； | 中性 ：行业指数与基准基本持平； |
| | 持有 ：股价相对基准波动在±5%之间； | 看淡 ：行业指数弱于基准。 |
| | 卖出 ：股价相对弱于基准5%以下。 | |

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者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、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。