

2025年05月17日

证券研究报告|策略研究|策略点评

关税阶段性缓和，市场焦点或将回归基本面

报告摘要

核心观点：

- ◆ 5月12日，中美日内瓦经贸会谈联合声明发布，双方同意大幅降低双边关税水平。目前美国对华的“对等关税”税率与此前美英协议一样也仅执行10%的基准关税。这意味着中方在本轮谈判博弈中取得阶段性胜利，虽然结果大超市场预期，但符合我们此前的“中国在本轮贸易冲突中具备明显的博弈优势”的判断，我们预计该判断仍将在此后博弈中被不断验证。中美联合声明消息发布后，全球风险偏好明显回升，风险资产上涨，美元、人民币大幅拉升，黄金回落。
- ◆ 中美两国贸易从“几乎禁运”回到“可贸易”水平。对于美国来说，通胀担忧有所缓解，降低美国经济风险，预计美股情绪或将有所改善，美元指数压力有所缓解。对于中国来说，预计在90天豁免政策引发的企业自发“抢出口”和“转出口”带动下，关税负面影响或将延后至三季度体现，二季度出口有望从拖累项转变为拉动项，市场对二季度的经济预期有望明显改善，二季度国内财政政策前置发力的必要性也有所下降。
- ◆ 考虑到特朗普“对等关税”的目的或包括的降低贸易逆差、促进美国制造业回流和缓解美债风险等目前均远未实现，同时参考2018年-2019年期间美方反复无常，我们认为本轮中美关税战或已正式进入漫长的“边打边谈”的拉锯战阶段。
- ◆ 对于A股和港股来说，二季度经济预期上调有望带动风险偏好进一步修复。当前A股、港股均已回到“对等关税”之前的水平，后续或以结构性行情为主，关税阶段性缓和后市场焦点或将回归基本面。鉴于外部不确定性尚存，结构上哑铃策略有望阶段性占优，红利和科技板块或将轮动式贡献超额收益。

作者

董忠云	分析师
SAC执业证书：S0640515120001	
联系电话：010-59562478	
邮箱：dongzy@avicsec.com	
符咏	分析师
SAC执业证书：S0640514070001	
联系电话：010-59562469	
邮箱：fuyyjs@avicsec.com	
庞晨	研究助理
SAC执业证书：S0640124040009	
联系电话：	
邮箱：pangc@avicsec.com	
王警仪	研究助理
SAC执业证书：S0640123090015	
联系电话：	
邮箱：wangjybj@avicsec.com	
杨子萌	研究助理
SAC执业证书：S0640124060008	
联系电话：	
邮箱：yangzm@avicsec.com	

相关研究报告

中航策略周报：《中美关税战或进入拉锯战阶段，沿政策发力方向布局》

中航策略周报：《二季度国内对冲政策有望提速，沿政策发力方向布局》

中航策略周报：《强化底线思维，谋定而后动，哑铃风格有望回归》

中航策略周报：《4月政治局会议临近，政策博弈线索有哪些》

中航策略周报：《复盘上轮贸易摩擦，本轮中方更具博弈优势》

中航策略周报：《关税“风浪”起？清风拂山岗》

股市有风险 入市需谨慎

中航证券研究所发布 证券研究报告

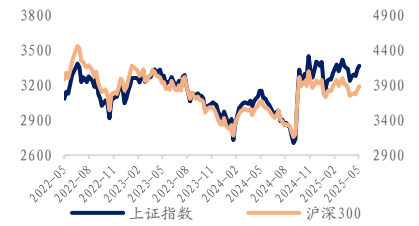
请务必阅读正文之后的免责声明部分

联系地址：北京市朝阳区望京街道望京东园四区2号楼中航产融大厦
中航证券有限公司
公司网址：www.avicsec.com
联系电话：010-59219558 传真：010-59562637

1

- ◆ 资金方面，4 月以来的市场 V 型反转，V 型底部杠杆资金快速流出，股票型 ETF 被大量净申购，背后或为“国家队”成功维护资本市场平稳运行。5 月以来杠杆资金略有恢复，股票型 ETF 被逐步净赎回，后续或需要基本面改善或产业上新的热点才能进一步吸引增量资金流入。

市场走势：



- ◆ 近日大金融板块一度大涨，或验证了我们此前对于公募新规的观点，即预计未来部分基金将在持仓配置上往沪深 300 行业配置上回归。同时新“国九条”强化上市公司现金分红监管的政策已推行一年，我们尝试通过分红意愿和分红能力筛选潜在分红空间较大的行业。结果显示，保险 II、城商行 II、农商行 II、国有大型银行 II、航海装备 II、证券 II、等行业属于有能力、有意愿且当下分红率较低的行业，在政策的推动下这些行业未来或将持续提升分红率，建议关注。

投资建议：

- ◆ 中美关税战最差时刻已经过去，或正式进入漫长的“边打边谈”的拉锯战阶段，未来关税谈判尚不宜过于乐观。市场或对二季度经济预期上调，有望带动风险偏好进一步修复。后续或以结构性行情为主，关税阶段性缓和后市场焦点或将回归基本面。鉴于外部不确定性尚存，结构上哑铃策略有望阶段性占优，红利和科技板块或将轮动式贡献超额收益。



本周市场回顾:

根据同花顺数据, 本周市场表现分化, 上证指数 (+0.76%)、深证成指 (+0.52%)、沪深 300 (+1.12%)、创业板指 (+1.38%) 表现较强; 科创 50 (-1.10%)、中证 500 (-0.10%)、中证 1000 (-0.23%) 表现较弱。行业风格上, 金融风格表现较强, 上涨 1.80%, 成长风格表现较弱, 下跌 0.08%。分行业来看, 申万一级行业中美容护理、非银金融、汽车表现较强, 分别上涨 3.08%、2.49%、2.40%; 计算机、国防军工、传媒表现较弱, 分别下跌 1.26%、1.18%、0.77%。市场情绪方面, 本周市场活跃度有所下降, 日均成交金额为 12662.67 亿元, 较上周减少 871.58 亿元。估值方面, A 股整体市盈率为 19.05 倍, 较上周上涨 0.73%。

正文:

5 月 12 日, 中美日内瓦经贸会谈联合声明发布, 双方同意大幅降低双边关税水平, 超出市场预期。2025 年特朗普掀起关税战以来, 年内美国对中国加征关税一度累计高达 145% (20% 芬太尼+10%对等关税+24%对等关税+91%升级关税); 中国对美国反制关税一度累计达 125%。本次中美会谈联合声明发布后, 双方均取消 91%的升级/反制关税, 并暂停实施 24%对等/反制关税 90 天。最终, 当前美国年内对中国增加关税从最高加征的 145%降至增加 30% (10%普适性对等关税+20%芬太尼关税)。

表1: 2025 年年内美国对华关税情况

中美日内瓦联合声明前	中美日内瓦联合声明后关税变化
20%芬太尼相关	保留
10%普适性对等关税	保留
24%对等关税 (对中国)	暂缓 90 天
91%对华升级关税	取消
年内增加合计 145%	年内增加合计 30%, 另 24%暂缓 90 天执行

数据来源: 商务部, CNN, 中航证券研究所整理

中美联合声明消息发布后, 全球风险偏好明显回升。风险资产上涨, 港股直线拉升, 恒生科技指数盘中一度涨逾 6%, 当日晚间美股同样大涨; 汇率方面, 美元、人民币大幅拉升, 离岸人民币兑美元汇率一度涨超 400 点; 避险情绪减弱下, 当日黄金回落。

参考 5 月 8 日美国和英国达成的关税贸易协议, 美国对英国依旧保留 10%的基准关税。本次中美谈判结果中, 美国对华的“对等关税”税率大降, 目前也仅执行 10%的基准关税, 这意味着中方在本轮谈判博弈中取得阶段性胜利, 虽然结果大超市场预期, 但符合我们此前的“中国在本轮贸易冲突中具备明显的博弈优势”的判断, 我们预计该判断仍将在此后博弈中被不断验证。

美国对华“对等关税”从 145%降至目前实际执行的 30%, 两国贸易情况从“几乎禁运”回到“可贸易”水平, 中美贸易可以恢复运转。对于美国来说, 通胀担忧有所缓解, 降低美

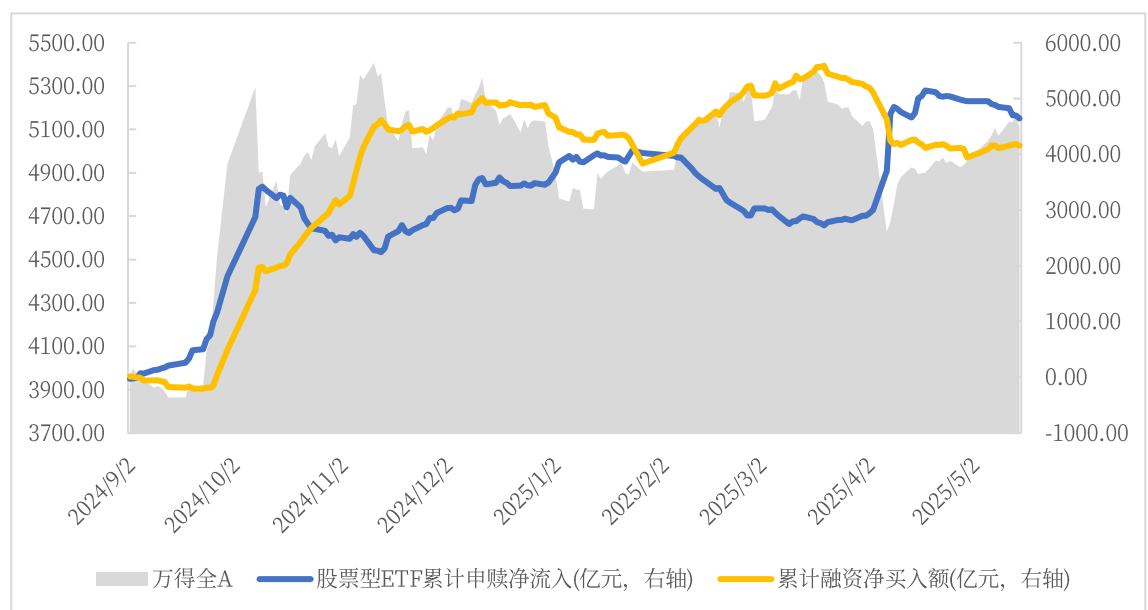
国经济风险，预计美股情绪或将有所改善，美元指数压力有所缓解。对于中国来说，预计在 90 天豁免政策引发的企业自发“抢出口”和“转出口”带动下，关税负面影响或将延后至三季度体现，二季度出口有望从拖累项转变为拉动项，市场对二季度的经济预期有望明显改善，二季度国内财政政策前置发力的必要性也有所下降。

但我们认为对于中美关税战前景尚不能过于乐观。考虑到特朗普“对等关税”的目的或包括的降低贸易逆差、促进美国制造业回流和缓解美债风险等目前均远未实现，同时参考 2018 年-2019 年期间美方反复无常，中美贸易摩擦经历了多个升级期和缓和期，我们认为本轮中美关税战或已正式进入漫长的“边打边谈”的拉锯战阶段。

对于 A 股和港股来说，二季度经济预期上调有望带动风险偏好进一步修复，考虑到当前 A 股、港股均已回到“对等关税”之前的水平，后续或以结构性行情为主，关税阶段性缓和后市场焦点或将回归基本面。鉴于外部不确定性尚存，结构上哑铃策略有望阶段性占优，红利和科技板块或将轮动式贡献超额收益。

资金方面，4 月以来的市场 V 型反转，V 型底部杠杆资金快速流出，股票型 ETF 被大量净申购，背后或为“国家队”成功维护资本市场平稳运行。当地时间 4 月 2 日，美国发起“对等关税”后，中方强势反击，中美相互加码引发市场避险情绪提升，杠杆资金快速离场，万得全 A 指数大幅下滑。与此同时，国家稳市场态度明确，“国家队”相继宣布增持 ETF，央行表示必要时向中央汇金公司提供充足的再贷款支持。数据来看，股票型 ETF 净申购量自 4 月 7 日万得全 A 最低点日起短期内急速上行，并在此后 4 月内持续保持在较高水平，市场情绪逐步修复，万得全 A 趋势性上行。5 月以来杠杆资金略有恢复，股票型 ETF 被逐步净赎回，后续或需要基本面改善或产业上新的热点才能进一步吸引增量资金流入。

图1 近期融资净买入显现抬头趋势，股票型 ETF 申赎净流入回落（单位：点，亿元）



资料来源：Wind，中航证券研究所整理（注：累计区间为 2024 年 9 月 2 日至 2025 年 5 月 15 日）

本周银行、非银等大金融板块一度大涨，或验证了我们此前对于公募新规的观点，即预计未来部分基金将在持仓配置上往沪深 300 行业配置上回归，红利板块有望更能享受到《方案》的红利。当前红利板块热度较高，同时新“国九条”强化上市公司现金分红监管的政策已推行一年，我们尝试通过分红意愿和分红能力筛选潜在分红空间较大的行业。新“国九条”强化上市公司现金分红监管的政策推动下，原本具有分红能力和分红意愿但分红率较低的公司，或将加速提升分红率，为投资者持续贡献超额收益。根据产业周期规律，已经进入或即将进入产业成熟期阶段的企业，更愿意持续提升分红率。该阶段行业增长缓慢，格局基本稳定。行业内的企业较少采取大量的资本开支去扩大产能，反而为了维持 ROE 水平，企业会更愿意将账上现金用于分红或回购。从分红意愿角度看，这类公司 ROE 稳定性高（标准差小），资本开支低（资本支出/折旧和摊销低）。从分红能力角度看，这类公司账上现金充足（经营活动产生的现金流量净额/营业收入高），更有能力分红。综合上述三个指标并按等权重评分，我们筛选出了 35 个符合条件的申万二级行业，剔除其中 1 个 2024 年盈利为负数的行业后，根据预期 2024 年分红率由低到高排序。结果显示，保险 II、城商行 II、农商行 II、国有大型银行 II、航海装备 II、证券 II、乘用车、其他电源设备 II、电机 II、通信设备等行业属于有能力、有意愿且当下分红率较低的行业，在政策的推动下这些行业未来或将持续提升分红率，建议关注。

表2: 分红潜力较大的申万二级行业

申万二级行业	五年 ROE 标准差、经营现金流/营业收入、资本支出/折旧摊销 三项综合得分排序	预期 2024 年度分红率↑	预期 2024 年度股息率
保险 II	6	26.12%	3.08%
城商行 II	3	26.67%	4.44%
农商行 II	2	27.53%	4.28%
国有大型银行 II	1	30.01%	4.34%
航海装备 II	25	31.12%	0.70%
证券 II	5	34.87%	1.80%
乘用车	11	36.45%	1.40%
其他电源设备 II	27	41.38%	1.06%
电机 II	32	45.48%	0.92%
通信设备	31	46.48%	1.69%
汽车零部件	23	48.19%	2.03%
轨交设备 II	17	48.59%	2.85%
元件	22	50.45%	1.62%
化学制药	10	56.31%	1.93%
炼化及贸易	33	58.55%	5.07%
环境治理	12	58.59%	3.15%
白色家电	9	59.88%	5.20%
计算机设备	33	60.65%	1.88%
纺织制造	30	60.84%	3.41%
出版	16	63.96%	3.46%
通用设备	35	68.34%	1.95%
非白酒	18	69.55%	2.43%



专用设备	26	74.86%	2.93%
家居用品	18	77.36%	3.90%
饮料乳品	7	82.44%	2.72%
食品加工	29	86.56%	3.94%
照明设备II	21	95.63%	4.79%
包装印刷	27	97.84%	4.43%
光学光电子	15	97.85%	2.78%
房地产服务	14	101.38%	3.36%
动物保健II	13	113.86%	2.70%
一般零售	8	117.51%	4.09%
游戏II	20	122.81%	5.49%
装修建材	24	132.15%	5.65%

数据来源：Wind，中航证券研究所整理（注：将全部 134 个申万二级行业按照三个维度打分，近五年 ROE 标准差越小、2024 年报资本支出/折旧摊销越小、2024 年报经营现金流/营业收入越大，则得分越高。若三个纬度有一个处于后 50 名，或 2024 年归母净利润为负，则剔除该行业。筛选出的 34 个行业按照行业分红率由小到大排序。预期 2024 年度分红为已实施分红与分红预案之和，预期 2024 年度股息率为预期 2024 年度分红率/2025 年 5 月 15 日市盈率 TTM。）

投资建议：

中美关税战最差时刻已经过去，或正式进入漫长的“边打边谈”的拉锯战阶段，未来关税谈判尚不宜过于乐观。市场或对二季度经济预期上调，有望带动风险偏好进一步修复。后续或以结构性行情为主，关税阶段性缓和后市场焦点或将回归基本面。鉴于外部不确定性尚存，结构上哑铃策略有望阶段性占优，红利和科技板块或将轮动式贡献超额收益。

风险提示：

- 1.国内政策推行不及预期；
- 2.地缘政治事件超预期；
- 3.海外流动性宽松不及预期；

公司的投资评级如下：

买入：未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅 10%以上。
增持：未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅 5%~10%之间。
持有：未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅-10%~+5%之间。
卖出：未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

行业的投资评级如下：

增持：未来六个月行业增长水平高于同期沪深 300 指数。
中性：未来六个月行业增长水平与同期沪深 300 指数相若。
减持：未来六个月行业增长水平低于同期沪深 300 指数。

研究团队介绍汇总：

中航证券策略团队：站在总量研究的高度，以大类资产配置作为基础进行 A 股策略研究。研究方向涉及量化、固收、商品、外汇等。输出观点立足买方思维，对实际投资更具指导意义。

销售团队：

陈艺丹, 18611188969, chenyd@avicsec.com, S0640125020003
李裕淇, 18674857775, liyuqi@avicsec.com, S0640119010012
李友琳, 18665808487, liyoul@avicsec.com, S0640521050001
李若熙, 17611619787, lirx@avicsec.com, S0640123060013

分析师承诺：

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，再次申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示：投资者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证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

免责声明：

本报告由中航证券有限公司（已具备中国证券监督管理委员会批准的证券投资咨询业务资格）制作。本报告并非针对意图发送或为任何就送发、发布、可得到或使用本报告而使中航证券有限公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使中航证券受制于法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示，否则此报告中的材料的版权属于中航证券。未经中航证券事先书面授权，不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复印本给予任何其他人。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用，并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其他金融票据的邀请或向他人作出邀请。中航证券未有采取行动以确保于本报告中所指的证券适合个别的投资者。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议，而中航证券不会因接受本报告而视他们为客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被中航证券认为可靠，但中航证券并不能担保其准确性或完整性。中航证券不对因使用本报告的材料而引致的损失负任何责任，除非该等损失因明确的法律或法规而引致。投资者不能仅依靠本报告以取代行使独立判断。在不同时期，中航证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告仅反映报告撰写日分析师个人的不同设想、见解及分析方法。为免生疑，本报告所载的观点并不代表中航证券及关联公司的立场。

中航证券在法律许可的情况下可参与或投资本报告所提及的发行人的金融交易，向该等发行人提供服务或向他们要求给予生意，及或持有其证券或进行证券交易。中航证券于法律容许下可于发送材料前使用此报告中所载资料或意见或他们所依据的研究或分析。

联系地址：北京市朝阳区望京街道望京东园四区 2 号楼中航产融大厦中航证券有限公司

公司网址：www.avicsec.com

联系电话：010-59219558

传 真：010-59562637