



# 对等关税冲击全球贸易，政策风险加剧市场震荡

——鑫元周观点（2025.03.31-2025.04.06）

## 一、核心观点

**宏观方面**，当地时间4月2日，美国总统特朗普在白宫宣布对贸易伙伴征收所谓的“对等关税”措施，宣布美国对贸易伙伴设立10%的“最低基准关税”，并对某些贸易伙伴征收更高关税，例如对欧盟加征20%关税，对中国加征34%关税，对日本加征24%，对越南加征46%等。若根据2024年美国进口金额进行估算，“对等关税”清单或让美国平均的关税税率增加超过16%，美国可能征收到近4000亿美元的额外关税收入，而美国的进口可能会下降近4成。

4月4日，我国针对美国对等关税政策采取了一系列反制措施。若被加征关税的国家后续对美国的政策实施“报复”，则可能会进一步损害全球贸易。

另外，2025年3月美国非农就业数据超出市场预期，新增非农就业22.8万人，高于预期的13.5万人。然而，失业率小幅上升至4.2%，平均时薪同比增长3.8%，略低于预期。尽管3月就业数据表现良好，但市场对经济衰退的担忧并未缓解。

**权益市场方面**，上周美国对等关税落地，使得资产运行、各国受影响程度及对中国资产估值均变复杂。关税政策带来不确定性，或致滞胀或衰退，且鲍威尔排除短期分母宽松可能。因此，海外投资者降低风险敞口，卖出权益资产。中国反制关税后，短期外贸企业或销库存、降产能，这或是国内权益市场调整主因。建议短期规避外需占比高行业及特定产业链，持有红利资产，降低风险偏好和仓位，等待政策与新叙事。

**固收市场方面**，上周（3月31日-4月4日）债券收益率整体下行。资金面整体宽松，隔夜利率与七天资金利率显著下行。上周三在特朗普超预期关税带动下，市场风险偏好显著下降，债市出现单日巨幅上涨行情，各期限利率普遍大幅下行，整周来看信用债和流动性偏差的老券也出现了明显缓和修复。本周进入4月上旬数据公布期，市场面临因素扰动，宏观经济数据发布，预计市场本周存在震荡波动。

## 二、宏观动态

### （一）国内宏观

**3月制造业 PMI 创一年来新高。**国家统计局公布数据显示，3月份，我国制造业 PMI、非制造业 PMI 和综合 PMI 分别为 50.5%、50.8%和 51.4%，比上月上升 0.3、0.4 和 0.3 个百分点，均连续两个月上升。其中，建筑业 PMI 连续 2 个月环比上升，创 2024 年 6 月以来的新高。我国经济回升苗头更为明显，二季度宏观经济预计继续取得“量的稳定增长”和“质的较快提升”。

**中国政府阐明关于反对美国滥施关税的立场。**近期，美国以各种借口宣布对包括中国在内的所有贸易伙伴滥施关税，严重侵犯各国正当权益，严重违反世界贸易组织规则，严重损害以规则为基础的多边贸易体制，严重冲击全球经济秩序稳定，中国政府对此强烈谴责，坚决反对；美国有关做法违背基本经济规律和市场原则，罔顾多边贸易谈判达成的利益平衡结果，无视美国长期从国际贸易中大量获利的事实，将关税作为实施极限施压、谋取私利的武器，这是典型的单边主义、保护主义和经济霸凌行径。

**中办、国办近日印发《关于完善价格治理机制的意见》。**意见部署五方面重点任务及 17 项具体措施，通过健全市场价格形成机制、创新价格引导机制、完善价格调控机制、优化价格监管机制、强化价格治理基础能力建设，加快构建市场有效、调控有度、监管科学的高水平价格治理机制。《意见》提出，要综合考虑总供给和总需求以及经济增长、市场预期、输入性影响等因素，合理确定价格水平预期目标，强化宏观调控导向作用。

## **(二) 海外宏观**

**美国 3 月非农就业人数增加 22.8 万人，高于预期。**美国 3 月季调后非农就业人口增 22.8 万人，预期增 13.5 万人，前值从增 15.1 万人修正为增 11.7 万人。美国 3 月失业率 4.2%，预期 4.1%，前值 4.1%；就业参与率 62.5%，预期 62.4%，前值 62.4%；平均每周工时为 34.2，预期 34.2，前值从 34.1 修正为 34.2。

**美联储主席鲍威尔表示，受特朗普政府新一轮大规模关税政策的影响，美国经济正面临“比数周前预想更严重”的价格压力与增长放缓风险。**不同于 2019 年应对贸易冲突时的“先发制人”式降息，本轮美联储更为克制。从美联储的视角来看，若第二季度 PCE 或核心通胀显著突破 3%，且劳动力市场同步释放疲软信号，政策层或不得不重新评估路径。

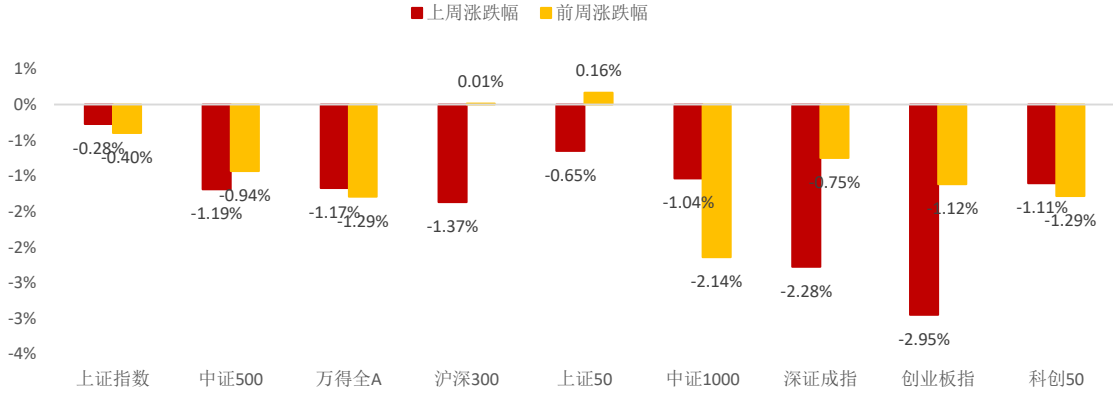
**欧洲央行 3 月份会议纪要发布。**纪要显示，官员们认为 4 月会议时再次降息或维持利率不变都是有可能的，这取决于即将公布的数据。欧洲央行管委斯托纳拉斯发表最新讲话表示，美国关税不会阻碍 4 月降息。

## **三、市场回顾**

## (一) 权益市场

### 1、权益市场走势

图 1：上周 A 股宽基指数涨跌幅



数据来源：Wind、鑫元基金

上周 A 股各宽基指数普遍下跌。截至 4 月 3 日，创业板指下跌 2.95%，深证成指下跌 2.28%，跌幅靠前。从行业板块看，上周**公用事业、农林牧渔、医药生物**领涨，**汽车、电力设备、家用电器**领跌。

### 2、权益市场估值

图 2：上周 A 股市场宽基指数 PE (TTM)

	2025/4/3	同比前周变化	历史以来	同比前周变化	10 年分位数	5 年分位数	3 年分位数
上证指数	14.2	↓ 0.06	38.2	↓ 0.81	65.4%	78.8%	73.3%
深证成指	25.5	↑ 0.66	53.7	↑ 5.06	50.9%	56.0%	43.1%
上证 50	10.7	↓ 0.03	46.8	↓ 0.92	69.4%	69.7%	59.9%
沪深 300	12.4	↓ 0.01	41.4	↓ 0.28	55.7%	60.1%	54.3%
中证 500	28.5	↑ 0.01	44.8	↓ 0.01	56.8%	88.6%	84.2%
中证 1000	38.0	↓ 0.42	46.2	↓ 2.32	46.2%	65.0%	66.2%
创业板指	31.3	↓ 0.88	10.8	↓ 1.49	12.8%	21.9%	23.4%
科创 50	99.9	↓ 0.94	98.2	↓ 0.23	98.2%	98.2%	98.1%

数据来源：Wind、鑫元基金

图 3：上周 A 股市场申万一级行业 PE (TTM)

	2025/4/3	同比前周变化	历史以来	同比前周变化	10 年分位数	5 年分位数	3 年分位数
农林牧渔(申万)	18.4	↓ 0.45	6.12%	↓ 1.17	6.1%	10.5%	14.6%
基础化工(申万)	24.3	↓ 0.13	45.85%	↓ 0.46	45.8%	78.5%	71.7%
钢铁(申万)	30.5	↑ 0.20	71.32%	↑ 0.30	71.3%	99.9%	99.9%
有色金属(申万)	20.0	↓ 0.67	18.00%	↓ 1.43	18.0%	30.8%	43.1%
电子(申万)	54.8	↓ 1.57	73.73%	↓ 2.94	73.7%	91.6%	88.6%

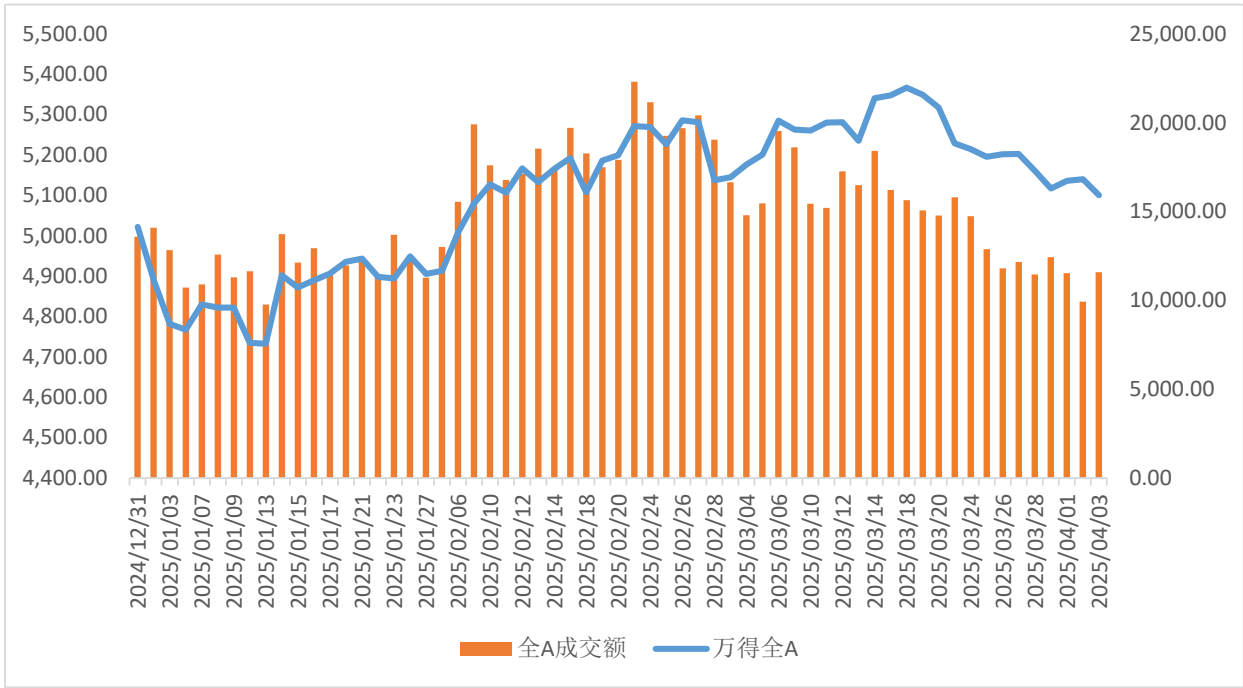
家用电器(申万)	15.1	↓	0.73	43.05%	↓	9.79	43.0%	47.7%	52.1%
食品饮料(申万)	21.0	↑	0.03	17.73%	↑	0.30	17.7%	8.5%	11.8%
纺织服装(申万)	20.6	↑	0.18	18.16%	↑	1.31	18.2%	28.6%	32.6%
轻工制造(申万)	24.4	↓	0.16	30.46%	↓	0.62	30.5%	52.2%	37.1%
医药生物(申万)	31.3	↓	0.02	28.08%	↓	0.07	28.1%	48.1%	54.3%
公用事业(申万)	17.4	↑	0.43	14.38%	↑	3.73	14.4%	8.8%	12.1%
交通运输(申万)	15.6	↓	0.05	36.21%	↓	0.24	36.2%	43.2%	57.0%
房地产(申万)	35.5	↓	0.68	96.55%	↓	0.82	96.5%	94.1%	91.7%
商贸零售(申万)	34.2	↑	0.80	70.28%	↑	2.64	70.3%	84.2%	77.9%
社会服务(申万)	44.2	↑	19.47	41.29%	↑	35.81	41.3%	45.3%	23.6%
综合(申万)	46.3	↓	10.00	47.04%	↓	26.07	47.0%	61.3%	46.0%
建筑材料(申万)	26.0	↓	0.06	73.90%	↓	0.31	73.9%	97.4%	96.7%
建筑装饰(申万)	9.5	↑	0.11	27.83%	↑	2.80	27.8%	44.3%	55.5%
电力设备(申万)	30.2	↓	1.08	24.34%	↓	2.75	24.3%	41.7%	39.7%
国防军工(申万)	69.0	↑	1.25	58.51%	↑	2.31	58.5%	83.0%	83.4%
计算机(申万)	80.4	↑	6.67	91.15%	↑	4.97	91.2%	96.2%	94.7%
传媒(申万)	39.8	↓	0.62	53.40%	↓	1.20	53.4%	77.4%	73.0%
通信(申万)	32.6	↓	0.27	21.63%	↓	1.00	21.6%	34.6%	47.1%
银行(申万)	6.1	↑	0.05	42.23%	↑	1.62	42.2%	49.7%	67.6%
非银金融(申万)	14.5	↓	0.49	22.91%	↓	7.40	22.9%	26.9%	35.4%
汽车(申万)	26.2	↓	1.38	68.35%	↓	4.63	68.3%	52.2%	33.3%
机械设备(申万)	33.1	↓	0.95	65.53%	↓	1.87	65.5%	92.1%	94.0%
煤炭(申万)	11.3	↑	0.15	54.46%	↑	1.71	54.5%	85.0%	86.2%
石油石化(申万)	15.7	↓	0.07	38.26%	↓	0.67	38.3%	64.7%	69.8%
环保(申万)	21.2	↑	0.02	25.14%	↑	0.26	25.1%	43.1%	52.6%
美容护理(申万)	34.5	↑	0.41	39.70%	↑	1.88	39.7%	35.6%	24.6%

数据来源：Wind、鑫元基金

上周各宽基指数和行业指数估值多数下行。当前各主要宽基指数估值水平，较多在历史50%分位数以下，未来仍有一定估值提升空间。从行业板块看，上周**社会服务**、**计算机**、**国防军工**估值上行最多，**综合**、**电子**、**汽车**下行最多。当前**房地产**、**计算机**、**建筑材料**、**电子**、**钢铁**板块估值处于历史较高水平；**农林牧渔**、**公用事业**、**食品饮料**、**有色金属**、**纺织服装**板块估值处于历史较低水平。

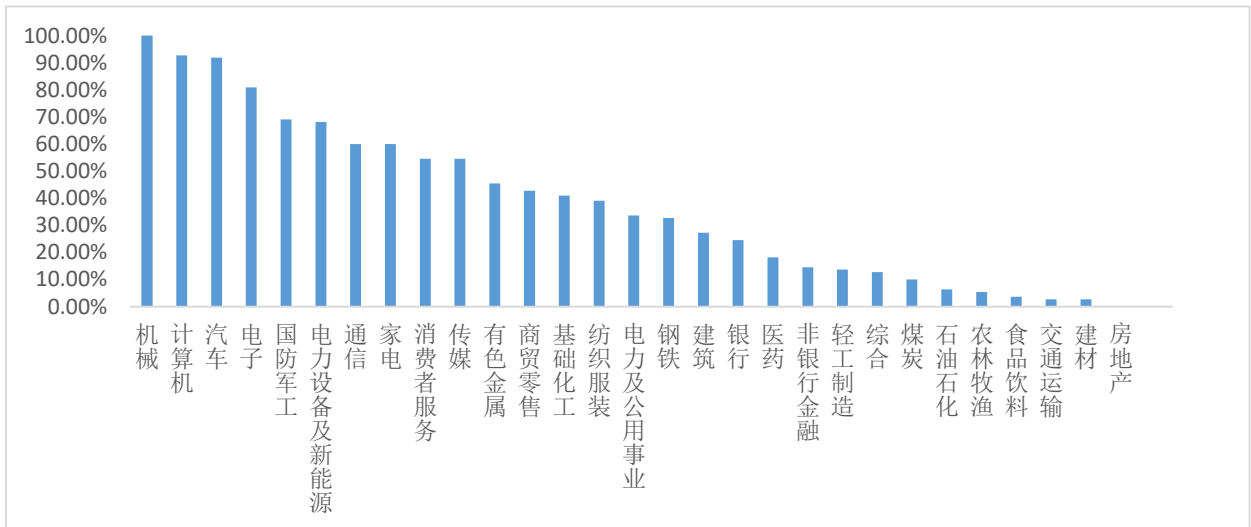
### 3、权益市场情绪

图 4：全市场成交金额



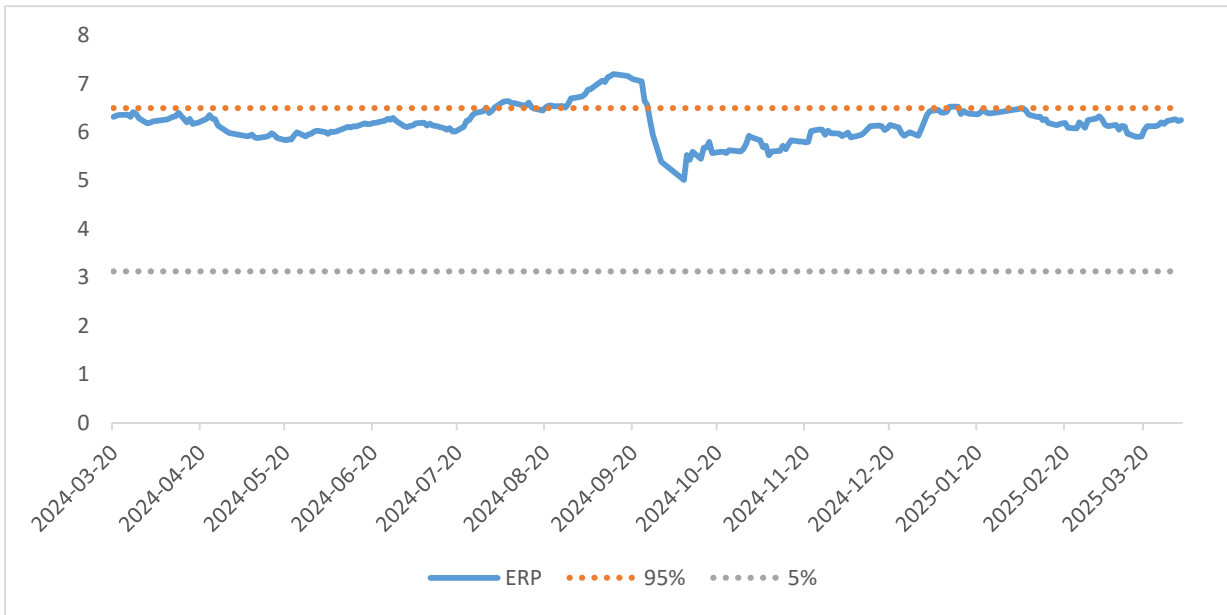
数据来源: Wind

图 5: 行业拥挤度分位数



数据来源: Wind

图 6: 股债性价比: 沪深 300 与 10 年期国债



数据来源：Wind

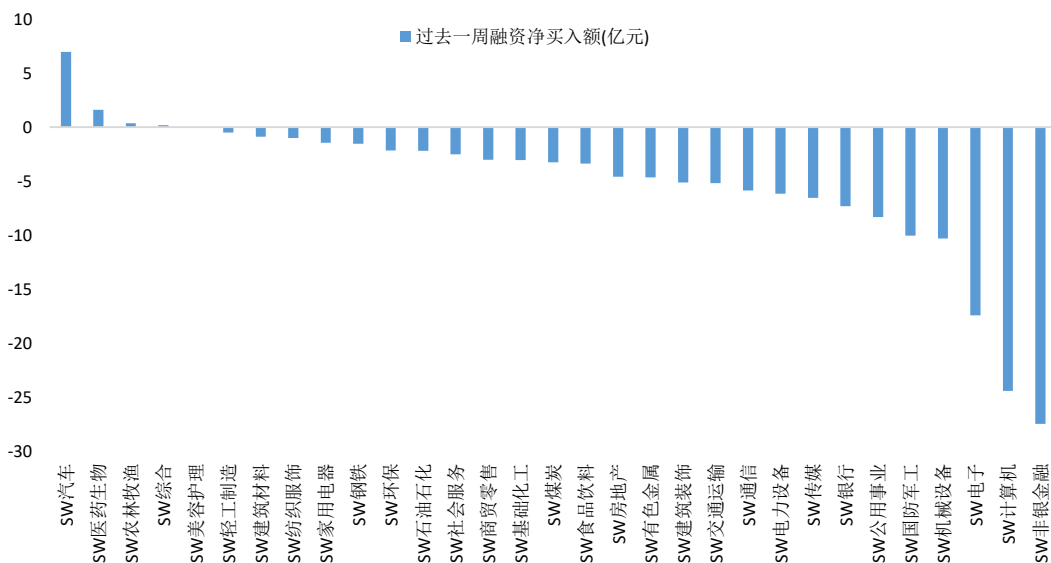
上周量化模型的信号为“中性偏多”。从全 A 换手率的角度看，上周市场缩量下行。从行业拥挤度的角度，机械，计算机，汽车的拥挤度较高。

从股债性价比大周期的角度，目前权益相对固收的风险溢价为 6.25%，处于历史 87.75% 的分位数，所以从此时点看，长期持有仍是好选择。

#### 4、权益市场资金

4 月 3 日，两融资金占比为 4.34%，3 月 28 日为 8.72%，反映出杠杆资金加仓意愿下降。截至 4 月 3 日，上周融资净买入的前三行业为汽车、医药生物、农林牧渔。

图 7：上周两融资金行业流向（亿元）

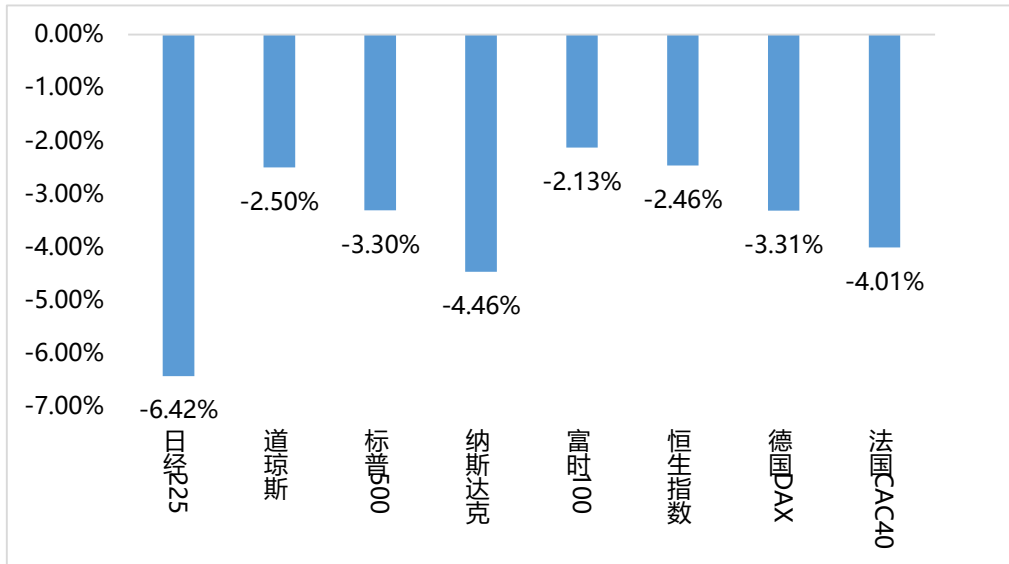


数据来源：Wind、鑫元基金

## 5、海外权益市场

上周海外股市集体下跌。美国股市方面，道指下跌 2.50%，标普 500 下跌 3.30%，纳指下跌 4.46%；欧洲股市方面，英国富时 100 下跌 2.13%，德国 DAX 下跌 3.31%，法国 CAC40 下跌 4.01%；亚太股市方面，日经指数下跌 6.42%，恒生指数下跌 2.46%。

图 8：上周海外主要指数涨跌

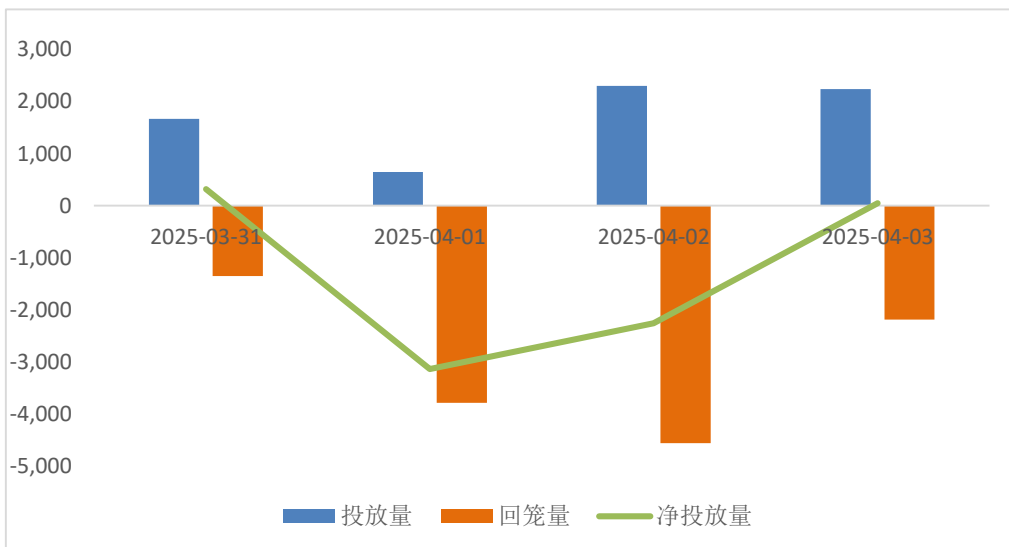


数据来源：Wind、鑫元基金

### (二) 资金市场

**公开市场操作：**上周央行进行 6849 亿元逆回购操作，因有 11868 亿元逆回购到期，实现净回笼 5019 亿元。

图 9：上周公开市场操作情况



**政府债发行：**本周国债无发行计划，地方政府债计划发行 2019 亿，整体净缴款-4906 元。

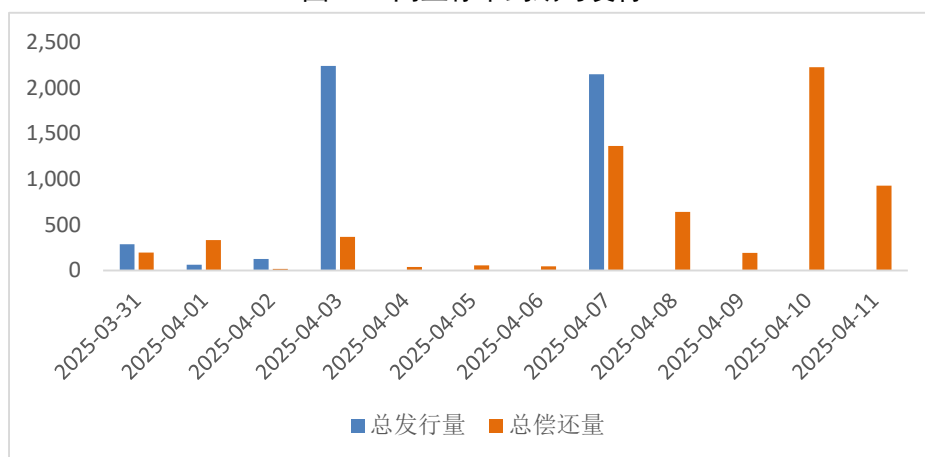
表 1：4 月 7 日-4 月 11 日政府债发行缴款

单位：亿元

	4 月 7 日		4 月 8 日		4 月 9 日		4 月 10 日		4 月 11 日	
	国债	地方债	国债	地方债	国债	地方债	国债	地方债	国债	地方债
发行	0	0	0	693	0	0	0	677	0	650
到期	0	144	0	0	4196	0	1800	50	0	85
缴款	0	0	0	0	0	693	0	0	0	677
净缴款	-144		0		-3503		-1850		591	

**同业存单发行：**本周（4 月 7-11 日）存单到期 5497 亿元，规模较前一周的 1011 亿元明显抬升，而后连续两周单周到期量都在 5000 亿元以上。

图 10：同业存单到期与发行



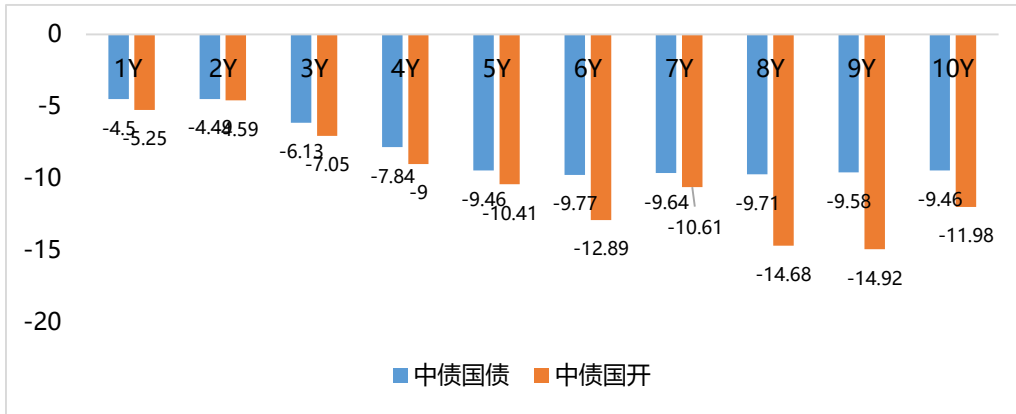
**回购市场：**跨季后，资金面逐步转松，DR007、R007 周均值分别下行 7bp、18bp，隔夜利率也在跨季之后逐步回落至 1.6% 水平。上周内资金利率呈现“先上后下”的走势。3 日，DR001、R001 分别回落至 1.62%、1.66%，较周内高点分别下行 21bp、114bp。

**票据利率：**月末月初时点，票价利率呈涨后回落行情。月末，虽资金维持紧势，但中小行和非银建仓意愿犹在，部分机构仍在填补剩余的零星缺口，卖盘出于规模调整目的，短期出口相对较好。票价长期略降，短期上涨。月初，看跌行情影响，卖盘普遍低价出票，农行、建行等大行纷纷降价，提前进场布局，买方需求向好，票价整体下降走势。

### (三) 债券市场

图 11：上周利率债各期限收益率涨跌幅 (BP)





数据来源：Wind、中债估值、鑫元基金

表 2：中债国债期限利差（2025 年）

项目	3-1	5-3	10-5	10-R007
期限利差	4.34	3.53	15.64	-2.48
环比	-1.63	-3.33	0.00	41.96
年初以来	-16.64	-7.54	0.12	-32.88
2016 年以来最大值	57.29	49.88	74.94	145.68
2016 年以来最小值	-8.62	-3.15	-6.03	-305.09
2016 年以来平均值	26.23	15.56	18.62	48.72
2016 年以来分位数	3.89%	3.50%	34.24%	10.32%

数据来源：Wind，最大、最小、平均值区间均为 2016 年至今

表 3：中债中短期票据信用利差（2025 年 4 月 3 日）

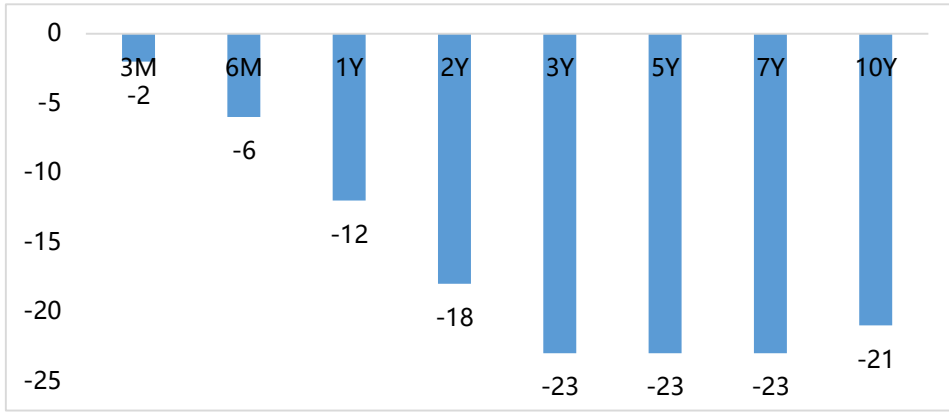
项目	AAA: 1Y	AAA: 2Y	AAA: 3Y	AAA: 4Y	AAA: 5Y
信用利差	28.54	27.96	28.38	39.82	42.37
环比	-0.62	-0.32	1.00	2.65	3.38
年初以来	-3.8	-7.27	-8.88	6.18	-2.75
2016 年以来最大值	98.01	78.03	77.29	76.64	93.82
2016 年以来最小值	13.98	5.79	11.66	12.58	12.62
2016 年以来平均值	45.29	36.23	38.66	42.73	44.03
2016 年以来分位数	12.18%	24.01%	16.62%	43.31%	43.09%

数据来源：Wind、鑫元基金，最大、最小、平均值区间均为 2016 年至今

上周利率债各期限收益率集体下行。其中，中债国债 1 年期收益率下行 4.50BP 至 1.4829，3 年期下行 6.13BP 至 1.5263，5 年期下行 9.46BP 至 1.5616，10 年期下行 9.46BP 至 1.7180。

长期限高等级票据信用利差短期收窄，长期走阔。中债 1 年期 AAA 级中短期票据信用利差收窄 0.62BP，中债 2 年期 AAA 级中短期票据信用利差收窄 0.32BP；中债 3 年期 AAA 级中短期票据信用利差走阔 1.00BP。

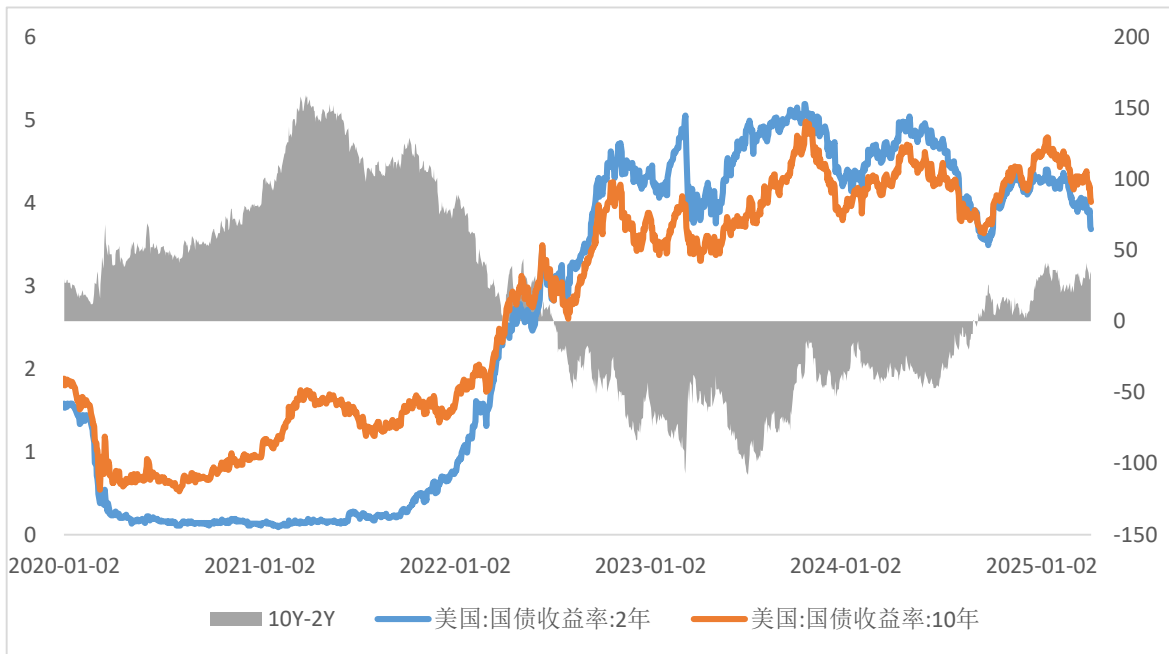
图 12：上周美债各期限收益率涨跌幅（BP）



数据来源：Wind、鑫元基金

上周美债各期限收益率集体下行。上周 10 年期美债收益率下行 21BP，10 年期国债收益率下行 9.46BP，中美利差倒挂程度缩小。全周来看，1 年期美债收益率下行 12BP，3 年期美债收益率下行 23BP，10 年期美债收益率下行 21BP。

图 13：10 年期和 2 年期美债收益率走势



数据来源：Wind、鑫元基金

#### （四）外汇市场

上周美元指数下行，离岸人民币汇率贬值。上周美元指数下跌 2.01%，离岸人民币汇率有所贬值，中间价贬值 0.19%，即期汇率贬值 0.56%，离岸人民币汇率贬值 0.15%。

表 4：上周美元及人民币汇率升贬值

项目	美元指数	美元兑人民币：中间价	美元兑人民币：即期汇率	美元兑人民币：离岸
选定日期	101.9451	7.1889	7.3043	7.2806
对照日期	104.0336	7.1752	7.2637	7.2697
涨跌	-2.01%	-0.19%	-0.56%	-0.15%

数据来源：Wind、鑫元基金

注：外汇汇率数据为前周和上周最后一个交易日收盘价，涨跌幅反映当周变动幅度

## 四、市场展望及投资策略

### （一）宏观展望

展望来看，中国不会在关税博弈中轻易退让，而是坚持按自己的节奏发展经济、推动产业升级和改善民生。中国通过多元化海外市场、转口贸易和产能出海等方式，有效分散了美国单方面关税政策的影响。中国已成为第二大美国进口国，但对东盟、墨西哥、中国台湾和韩国等地区的出口显著增加，显示出较强的适应能力和市场灵活性。

市场担心美国经济衰退，主要来自于关税政策影响，对全球经济产生负面影响，可能导致消费者和企业信心下降，进而影响就业市场。市场预期 2025 年全年美联储将降息 4 次，首次降息时点为 6 月，概率超过 60%。这反映出市场对经济衰退的担忧加剧。

### （二）权益市场展望和策略

上周美国对等关税落地，使得各大类资产运行节奏、各国受关税影响程度及对中国资产估值的影响均变得复杂。关税政策不仅给美国经济未来带来严重不确定性，可能导致滞胀或衰退，而且鲍威尔本周四的讲话排除了短期因关税而出现分母宽松的可能性。因此，海外投资者因未来方向无法判断（滞胀或衰退均对权益资产不利），选择降低风险敞口，卖出权益资产。展望未来，美股见底需依赖分母宽松的托底。

短期而言，中国已反制美国关税，在 4 月 10 日关税生效前，中美关税谈判概率较低。期间，东南亚和欧洲国家可能主动与美国谈判，寻求豁免。这些制造业有比较优势的国家或会将部分关税转嫁至其他国家。作为最大顺差国，中国或受非美国家变相关税转嫁的影响。短期内，国内外贸企业或以销库存为主，降低产能利用率，外需加速下行，这可能是国内权益市场未来调整的主因。

建议短期规避消费电子、汽车零部件、光伏组件、家电、轻工、纺服等行业中外需占比高的上市公司，以及英伟达产业链、光模块、IDC 数据中心等行业。可继续持有哑铃策略平

衡的红利资产，降低风险偏好和仓位，等待国内对冲政策和新的叙事逻辑。

### **(三) 债券市场展望和策略**

从宏观基本面看，第一，当前国内经济修复情况的复杂性有所提升，三月份公布的宏观数据来看偏弱的数据较多，但进入四月份后，新发布的数据可能出现更多变化因素，已经公布的 PMI 数据显示当前经济持续性改善，目前从前瞻性数据来看，社融数据可能相对较好。第二，货币政策来看，关税事件发生后，央行后续货币工具箱的操作可能性提升，为了应对未来的不确定性事件对经济造成的冲击，预计会及时出台政策对冲风险。第三，在其他大类资产方面，近一段时间，权益市场及大宗商品期货，都出现了不同程度的回调，因此后续仍然要继续观察，特别是如果大类资产出现显著下跌后，可能会激发新一轮的政策刺激。

微观交易策略层面，银行近期为市场的主要卖出力量，基金和证券为主要买入力量，短期情绪指标也显示出超买迹象。近期市场从下跌情绪中陡然上升至热烈，但市场上涨初期的基础仍然不够牢靠，突发性上涨行情仍需要时间夯实基础，后期随着关税事件余波逐渐降低，叠加后期部分经济数据转好的利空，预计债市将迎来震荡时期，仓位不足者可以趁机逐步调整仓位和久期。

风险提示：本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就报告中的任何投资做出任何形式的担保。本报告内容和意见不构成投资建议，仅供参考，使用前务请核实，风险自负。本报告版权归鑫元基金管理有限公司所有，未获得鑫元基金管理有限公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。