

关税政策落地，A股或有近忧而无远虑

南华研究院 权益与固收研究组

王映 Z0016367 wangying@nawaa.com

投资咨询业务资格：证监许可【2011】1290号

摘要：近期关税对A股风险偏好带来的冲击显著，关于关税政策的最终实施以及对于经济的影响也是股市走势的关注重点。我们分析认为，短期关税政策带来的不确定性将持续扰动A股走势，造成A股短期交易的“近忧”，但是从中长期视角来看，无论是经济层面还是政策层面，国内均具备相对优势，因而并无“远虑”。

一、关税带来的全球权益市场巨震

美国时间4月2日，美国总统特朗普在白宫签署两项关于所谓“对等关税”的行政令，宣布美国对贸易伙伴设立10%的“最低基准关税”，该关税将于美国东部时间4月5日凌晨0时01分生效。此外，将对美国贸易逆差最大的国家征收个性化的更高“对等关税”，该关税将于美国东部时间4月9日凌晨0时01分生效，所有其他国家将继续遵守原有的10%关税基准。特朗普还宣布对进口汽车加征25%的关税，将于4月3日生效。除了美国将对所有进口商品加征基础10%的地毯式关税，部分国家与地区将面临更高税率，目前总统行政令仍未在白宫官网发布具体附录细则税率内容，但从特朗普的表述来看，对等税率更高的经济体包括欧盟（20%）、日本（24%）、韩国（25%）、中国大陆及港澳（34%）、中国台湾（32%）、印度（26%）、泰国（36%）和越南（46%）等。

截至目前，我国、欧盟、加拿大、日本、韩国、印度等纷纷采取部分或全面对美商品加征国税的反制措施。国务院关税税则委员会公告称，自2025年4月10日12时01分起，对原产于美国的进口商品加征关税。有关事项

如下：对原产于美国的所有进口商品，在现行适用关税税率基础上加征34%关税；现行保税、减免税政策不变，此次加征的关税不予减免。地缘政治风险有升级之势。

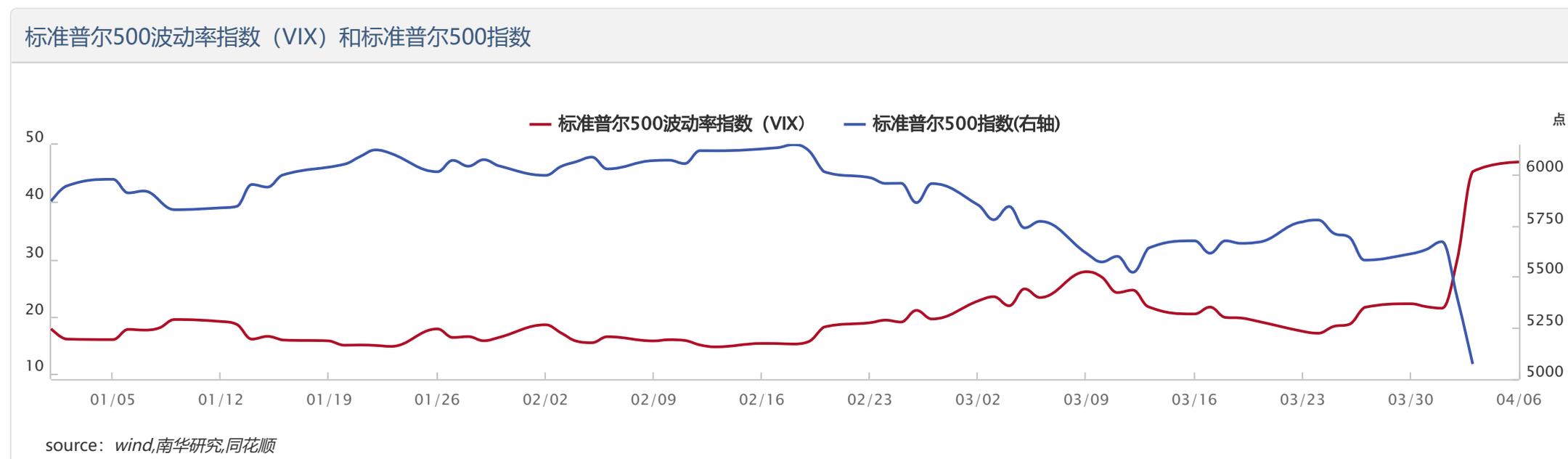
1、全球主要股指表现

由于特朗普加征关税超市场预期，政策带来经济发展的不确定性，全球风险偏好整体回落。权益市场，以美股为代表大幅下滑，标普500指数连续两日日均跌幅超5%。市场恐慌情绪攀升，VIX指数上涨至2020年疫情以来的新高。

图：4月4日重要股指日度跌幅

名称	现价	涨跌	涨跌幅
道琼斯工业指数	38314.86 c	-2231.07	-5.50%
纳斯达克指数	15587.79 c	-962.82	-5.82%
标普500	5074.08 c	-322.44	-5.97%
罗素3000指数	2882.48 c	-180.42	-5.89%
MSCI美国50指数	3130.00 c	-197.74	-5.94%
加拿大S&P/TSX综合	23193.47 c	-1142.30	-4.69%
巴西IBOVESPA指数	127256.00 c	-3885.00	-2.96%
阿根廷MERY	2107815.91 c	-167842.87	-7.38%
墨西哥MXX	51452.73 c	-2636.55	-4.87%
IPSA智利圣地亚哥	7504.21 c	-215.01	-2.79%

资料来源：Wind 南华研究

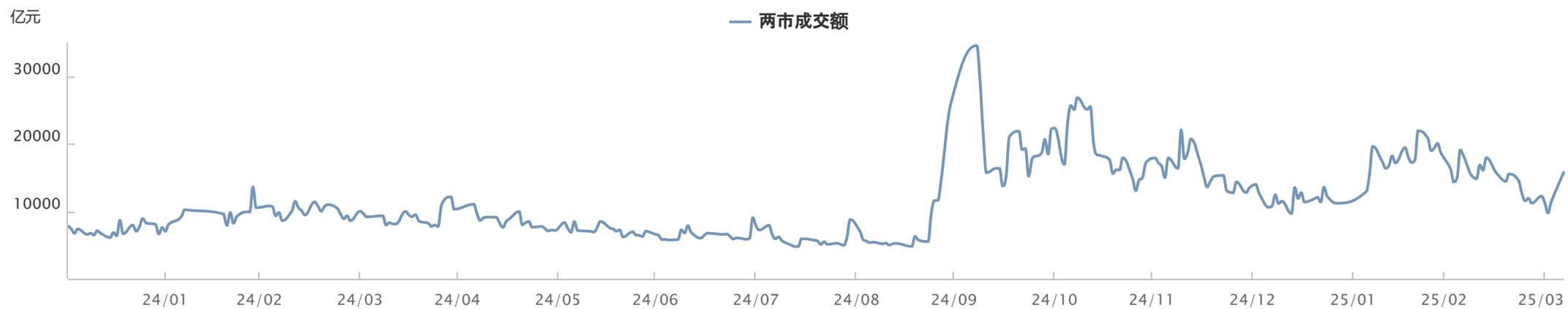


2、A股表现及市场情绪变化

A股在4月3日，关税政策宣布首日，跳空低开，但盘中收复部分失地，收盘仅小幅下跌。我们认为主要原因为：一、市场在此前的下跌过程当中，消化部分加征关税预期；二、本次关税政策发布，到落实仍有一定时间，期间经过协商，存在关税实际实施较为缓和的可能，尤其是在美国自身经济预期悲观的情况下，如此大幅度的加征关税，对其经济、通胀将是迎头一棒；三、当日国内并未立刻采取反制。但是清明节后，周一开盘股市迎来大跌，一方面，国内采取反制措施，地缘政治风险有所升级，另一方面，全球权益市场的大幅下跌，对于国内风险偏好也造成明显冲击。

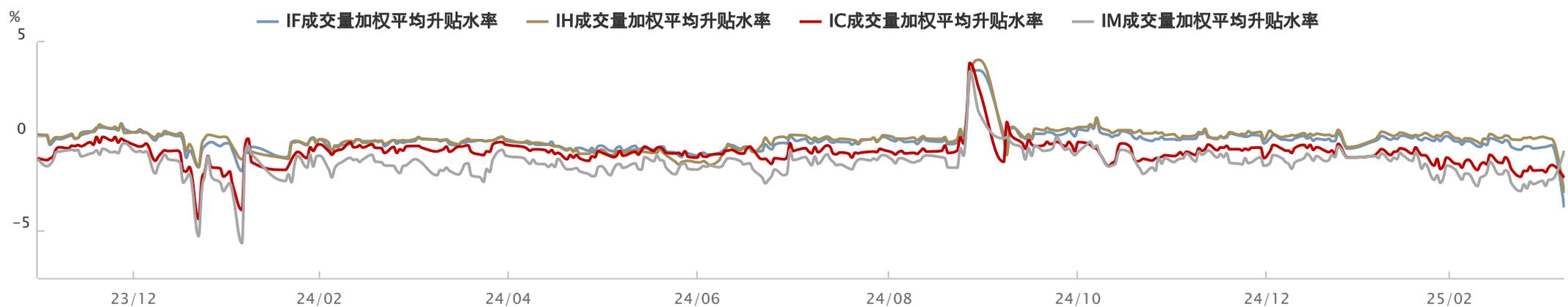
从市场指标来看短期避险情绪明显升温。现货层面，经历了近半个月的缩量，近两日两市成交额有所上涨，存在风险带来抛售的原因，同时，大幅下跌后，部分投资者尝试“抄底”以及国家队大举入场也推升两市成交额上行，周一仅华泰柏瑞沪深300ETF一只宽基，成交额即达到243亿元。但是下跌过程中量能扩大，按照以往的经验来看，放量下跌，一定程度意味着下行趋势将继续延续。期货层面，大小盘期指成交量加权平均升贴水走势涨跌不一，IF、IH、IC升贴水大幅下跌，逼近年初的超低水平，而IM升贴水明显上涨，主要源于期货10%跌停板，限制小盘期指跌幅，而中证1000指数现货跌幅达到11.39%。期指升贴水的大幅回落，反映市场当下交易了极度悲观的预期，后市若存在利好，或情绪面有所好转，股市将较快出现反弹。期权层面，隐波周一快速上行，不过从历史数据来看，当前水平并不高，相较924政策出台期间的前高水平，也仍有一定的距离，后续仍有上涨可能，而持仓量PCR快速下行，处于历史极低水平，也反映了资金交易较为悲观的预期。

两市成交额



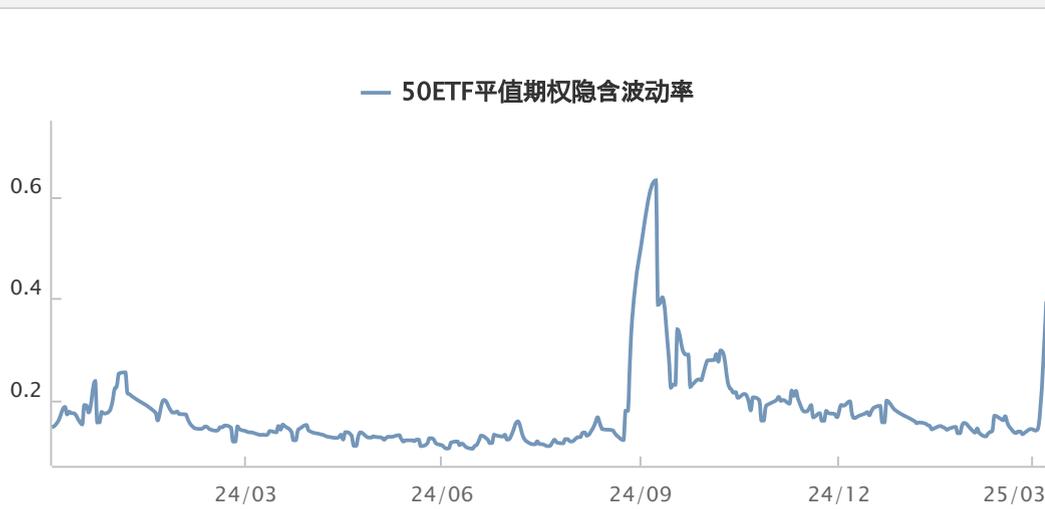
source: wind,南华研究

股指期货成交量加权平均升贴水率



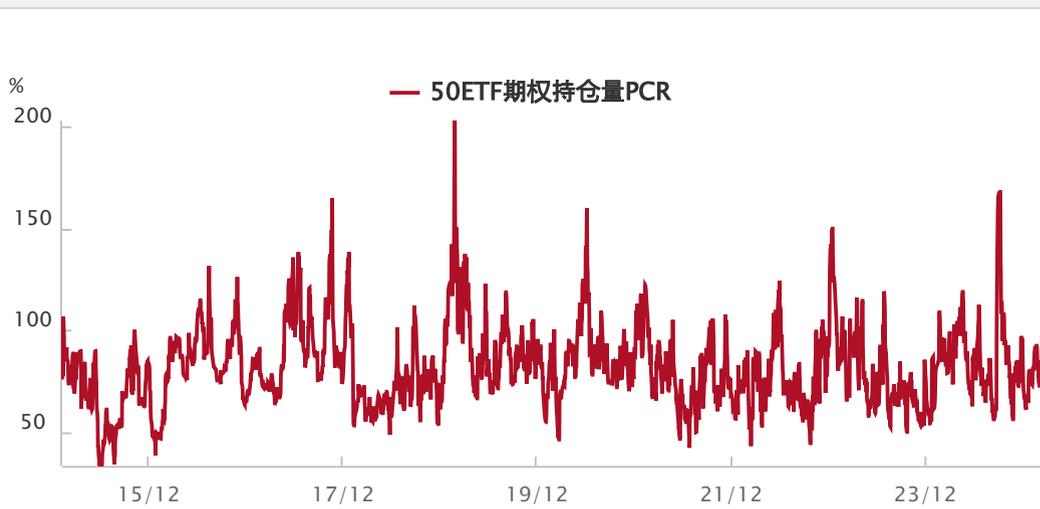
source: wind,同花顺,南华研究

50ETF平值期权隐含波动率



source: wind,南华研究

50ETF期权持仓量PCR



source: 同花顺,南华研究

二、后市A股走势分析

1、存在近忧

短期关税将是市场交易的主要影响因素，尽管A股部分指标显示已经有超卖迹象，但悲观情绪在4月10日政策落地之前预计继续维持。特朗普今日发文称，若在4月8日（美国时间）前，中国不撤销对于美国加征关税的反制措施，那么4月9日（美国时间）对华输美商品将再加征50%关税，这无疑将加剧股市避险情绪。若没有利好政策直接入场，即使超跌反弹，偏谨慎的资金交易下，预计空间也较为有限。按照目前的局面来看，4月10日中美互相加征关税存在两种情况：一是到期按计划执行，甚至加码实施；二是在互相拉扯过程中，各自做出一些让步。这两种情况中，前者会进一步加剧当下的风险偏好回落，在国内进行政策调整，稳定市场预期之前，股市走势会有一段时间的弱势震荡；后者虽会缓解短期的风险偏好回落，但是因为不确定性存在，而且这种不确定性可能还会影响国内政策的出台，量能可能会持续偏低迷，股市走势短期也将承压。所以短期A股行情，预计以偏弱震荡为主。

近期A股市场也存在部分利好信息，但更多的是情绪面提振，对走势影响有限。其一，人民日报发表评论员文章指出，面对美滥施关税的乱拳，我们心中有数、手上有招。未来根据形势需要，降准、降息等货币政策工

具已留有充分调整余地，随时可以出台；财政政策已明确要加大支出强度、加快支出进度，财政赤字、专项债、特别国债等视情仍有进一步扩张空间；将以超常规力度提振国内消费，加快落实既定政策，并适时出台一批储备政策。政策引导短期具备一定提振市场预期作用，但是在关税落地之前，由于不确定性风险，政策出台节奏和力度会受干扰，因而我们预计政策入场大概率会在4月10日（国内时间）之后，在政策切实落地之前，关税对于风险偏好的冲击仍是影响股指走势的主要因素；其二，周一中央汇金等“国家队”称坚定看好中国资本市场发展前景，并增持ETF，周一华泰柏瑞沪深300ETF成交额高于前期日度成交额近五倍。不过我们回顾以往国家队入场时，A股表现发现，该行为更多的是对于市场短期的情绪提振，如2023年10月，尽管国家队多次喊话，但在偏悲观的经济预期交易下，股市下行趋势未改。所以，总的来说，在政策切实加码入场支撑前，情绪面的乐观预计难以驱动股指明显反弹。

2、A股无远虑

从中长期来看，中美经济、政策的博弈，国内占据明显的优势，有利于吸引外资流入，以及国内风险偏好回暖。首先，经济层面，近期经济、就业数据，消费者信心指数等，反映美国衰退预期加深，美国作为消费大国，加征关税将加剧其通胀，企业成本上升，再转移至消费者身上，进一步抑制消费，其“滞胀”风险加剧。而国内经济状况维稳，虽处于弱复苏状态，但政策面调整驱动经济逐步脱离底部，经济预期呈现稳中向好趋势。其次，政策层面，近年美国财政赤字几度使得美国联邦政府濒临关门，政府杠杆率超100%，政策空间严重受限，而货币政策层面，由于关税政策带来的不确定性，“滞胀”风险下，鲍威尔表示政策效果明朗前，保持耐心，宽松货币政策的实施难度加大。反观国内，无论是财政政策还是货币政策均有较为充裕的实施空间，我国中央政府部门杠杆率仅25%左右，地方政府部门杠杆率也仅35%左右（2024年四季度数据），政府部门尤其是中央政府加杠杆具有较为充足的弹性空间；货币政策降准降息，相对美国受掣肘较少，且关于加大财政政策力度、实施宽松货币政策已多次预告，箭在弦上。此外，我们计算2018年之后，我国当月出口

金额中，出口美国金额占比已经由20%降至13%，一方面关税影响或比预期要小，另一方面，关税的冲击下，国内提振内需的政策路劲更加明朗，或降低出口依赖。

综合来看，短期股指走势弱势或仍有延续可能，尤其是关税政策未缓和，甚至加码实施的情况下，市场或一方面观望经济数据反应的关税实际影响情况；另一方面等待政策面加码入场进行逆周期调节。这一阶段，尽管当下隐波已经有所上涨，仍可择机布局深虚的买入认沽期权。待国内优势渐显，尤其是政策面开始加码入场之时，此时布局多单，中长期机会大于风险。

免责声明

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使本公司违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，本报告所载资料、意见及推测仅反映在本报告载明的日期的判断，期货市场存在潜在市场变化及交易风险，本报告观点可能随时根据该等变化及风险产生变化。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本报告中的信息和所表达的意见和建议以及所载的数据、工具及材料均不应作为您进行相关交易的依据。本公司不承担因根据本报告所进行期货买卖操作而导致的任何形式的损失。本公司的销售人员或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。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、涉及相应业务内容的子公司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。投资者应当考虑到本公司可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。未经本公司允许，不得以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容或复印本予以任何其他人，或投入商业使用。经过本公司同意的转发应遵循原文本意并注明出处“南华期货股份有限公司”。未经授权的转载本公司不承担任何责任。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

公司总部地址：浙江省杭州市上城区富春路136号横店大厦
邮编：310008
全国统一客服热线：400 8888 910
网址：www.nanhua.net
股票简称：南华期货
股票代码：603093



Bigger mind, Bigger fortune
智慧创造财富

