

## 指数再探估值洼地，进入反弹修复窗口

2025 年 4 月 9 日 星期三

兴证期货. 研究咨询部

### 内容提要

林玲

从业资格编号：F3067533

投资咨询编号：Z0014903

周立朝

从业资格编号：F03088989

投资咨询编号：Z0018135

联系人

周立朝

zhoulc@xzfutures.com

4 月初，特朗普“对等关税”落地，全球风险资产普遍大跌。本次贸易战的深度与广度超过了 2018 年时期，且国内面临通缩压力，以及投融资、消费、地产疲软等不利情况，中美利差倒挂对外汇构成压力。但 2025 年处于一个政策宽松的环境中，高层早已定调适度宽松的货币政策。此外，从估值与风险溢价率的分位值来看，虽然遭遇到了关税事件的负面冲击，致使指数短期大跌，但是决策层有望在弱现实的背景下，出台组合宽松政策支撑，同时指数具备估值洼地的特征，下探空间有限，有望迎来反弹修复行情。中美贸易风险的反复性、国内政策的推出时间与量级将是影响指数反弹进程的重要因素。

## 报告目录

1. “对等关税”事件冲击背景下的股指表现.....	3
2. 两次贸易战的宏观背景对比.....	4
3. 再探估值洼地，指数支撑强.....	9
4. 总结与展望.....	10

## 图表目录

图表 1 纳斯达克指数.....	3
图表 2 道琼斯工业指数.....	3
图表 3 上证指数.....	4
图表 4 深证成指.....	4
图表 5 2018 年贸易战背景下的上证指数走势.....	5
图表 6 中美进出口金额(万美元).....	6
图表 7 贸易战前一年国内物价同比增速.....	6
图表 8 贸易战前一年国内社融融资状态.....	7
图表 9 贸易战前一年社会消费与地产投资状态.....	8
图表 10 贸易战前一年中美利差.....	8
图表 11 近十年指数市净率分位值(%).....	10
图表 12 近十年指数风险溢价率分位值(%).....	10

## 1. “对等关税”事件冲击背景下的股指表现

### （一）事件过程

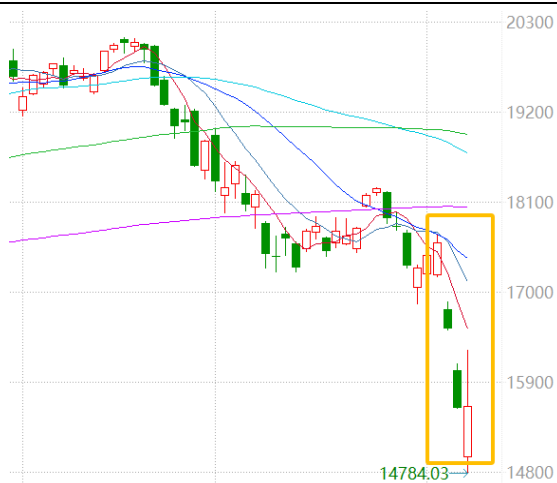
2025年4月2日，美国总统特朗普在白宫宣布对贸易伙伴征收所谓的“对等关税”措施。他表示，将对所有国家的基准关税税率为10%，该税率将于4月5日生效。同时对美国征收更高税率的国家将收取更高的关税。特朗普展示的图表显示，对欧盟的关税为20%，对英国进口产品征收10%关税，对瑞士进口产品征收31%关税，对从印度进口的产品征收26%关税，对韩国产品征收25%关税，对日本进口产品征收24%关税，对泰国产品征收36%关税，对越南产品征收46%关税，对柬埔寨产品征收49%关税，对莱索托产品征收50%关税。在特朗普“对等关税”措施宣布后，美股主要指数期货集体跳水大跌。

本次对等关税的幅度超出市场预期，甚至可能超出市场最鹰派的预期，对中国额外加征34%关税后，今年累计加了54%，而谈判空间可能也比较小。随后，中国在4月4日宣布反制措施，自2025年4月10日12时01分起，对原产于美国的所有进口商品加征34%关税。这一事件引发了全球资本市场的剧烈反应，并对多个行业产生了深远影响。4月8日，特朗普发出再度加关税的威胁言论。

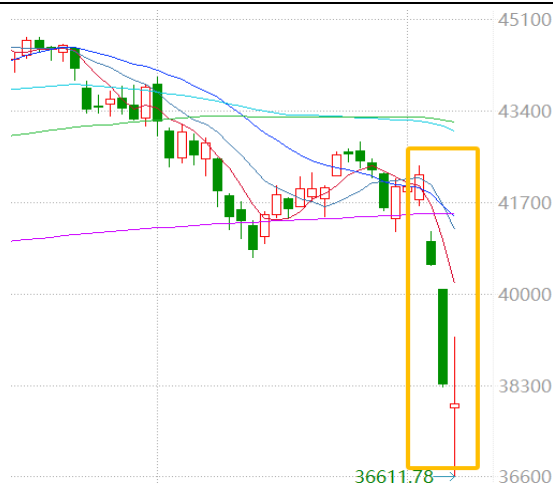
### （二）国内外股市表现

继4月2日“对等关税”落地以来，全球股市大跌，期间纳斯达克指数累计跌幅一度超过-15%。清明之后，国内股市大幅低开低走，上证指数、深证成指收盘跌幅分别为-7.34%、-9.66%，后者单日跌幅创纪录。当日IF、IC、IM股指期货跌停。

图表1 纳斯达克指数

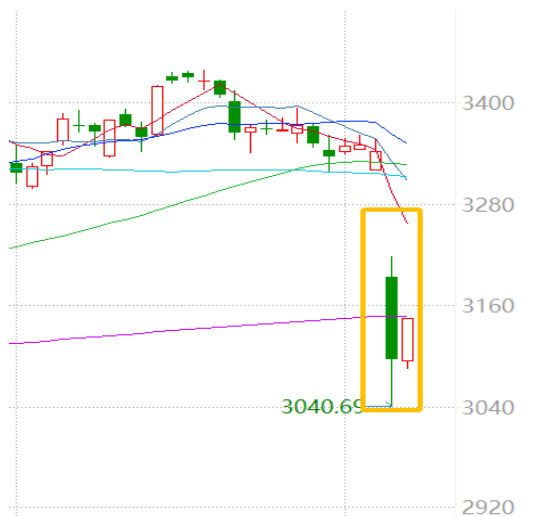


图表2 道琼斯工业指数

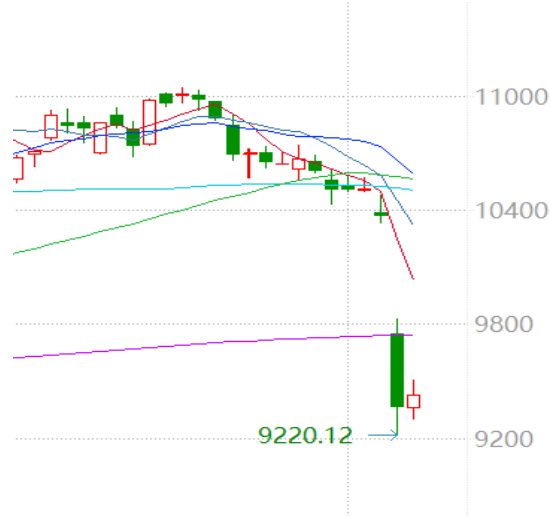


数据来源：wind，兴证期货研究咨询部

图表 3 上证指数



图表 4 深证成指



数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

## 2. 两次贸易战的宏观背景对比

### (一) 2018 年特朗普贸易战

#### (1) 贸易战的开端

2018 年 3 月：美国总统特朗普签署备忘录，宣布将对价值 600 亿美元的中国进口商品征收 25% 的关税，主要针对高科技产品。

2018 年 4 月：美国贸易代表办公室（USTR）公布了拟加征关税的中国商品清单，涉及 1300 种商品，总价值约 500 亿美元。中国随即宣布对原产于美国的大豆、汽车、化工品等 14 类 106 项商品加征 25% 的关税。

#### (2) 双方的初步交锋

2018 年 5 月：中美双方在华盛顿进行了首轮高级别经贸磋商，发表了联合声明，表示将采取有效措施减少美国对华货物贸易逆差。然而双方并未达成实质性协议。

2018 年 6 月：美国宣布将对价值 500 亿美元的中国商品加征 25% 的关税，中国立即宣布对等反制措施，对原产于美国的 500 亿美元商品加征 25% 的关税。

#### (3) 贸易战升级

2018 年 7 月：美国开始对第一批价值 340 亿美元的中国商品加征 25% 的关税，中国随即对等反制。

2018 年 8 月：美国宣布将对第二批价值 160 亿美元的中国商品加征 25% 的关税，中国再次对等反制。

2018 年 9 月：美国宣布将对价值 2000 亿美元的中国商品加征 10% 的关税，并计划在 2019 年 1 月 1 日将税率提高至 25%。中国宣布对 600 亿美元的美国商品加征 5% 至 10% 的关税。

#### （4）谈判与缓和

2018 年 11 月：中美领导人在阿根廷二十国集团（G20）峰会期间举行会晤，同意暂停加征新的关税，并重启经贸磋商。

2018 年 12 月：中美双方宣布达成 90 天的休战协议，暂停加征新的关税，以便进行进一步的谈判。

综合来看，2018 年上证指数呈现单边下跌趋势，期间特朗普反复推出加关税的政策，整个年度受到海外风险的压制。2018 年特朗普关税政策呈现多段式、反复谈判的特征。相比之下，本轮关税涉及的国家与量级超过 2018 年的关税大战，而且从中方短时间反击的立场来看，后续谈判空间可能不大。这一点或将对后市股指产生较大外部利空冲击。

图表 5 2018 年贸易战背景下的上证指数走势



数据来源：wind，兴证期货研究咨询部

## （二）关税政策对进出口贸易的负面影响

贸易战最直接的影响是两国之间的进出口贸易金额，2018 年关税落地后，中美贸易在 2019 年出现了下降的情况，出口从前一年的 4784 亿美元下降至 4187 亿美元，贸易差额从 3233 亿美元下降至 2959 亿美元。近几年更是受到全球经济衰退压力的影响，中国对美出口由 2022 年峰值的 5818 亿美元下降至 2024 年的 5247 亿美元。按照今年特朗普上台之后的一系列加关税政策，2025 年的对美出口或将再度下降。出口受损是后面国内宏观基本面所要面临的问题，需要国内继续出台政策对冲出口受损带来的经济压力。

图表 6 中美进出口金额（万美元）

日期	中国:出口金额:美国	中国:进口金额:美国	中国:贸易差额(万美元)
2024 年	52,465,621.40	16,362,412.20	36,103,209.20
2023 年	50,029,065.40	16,416,016.20	33,613,049.20
2022 年	58,178,279.30	17,764,435.10	40,413,844.20
2021 年	57,611,426.80	17,953,074.90	39,658,351.90
2020 年	45,181,292.90	13,490,759.00	31,690,533.90
2019 年	41,867,383.90	12,271,441.70	29,595,942.20
2018 年	47,842,317.80	15,509,623.50	32,332,694.30
2017 年	42,975,454.14	15,394,291.99	27,581,162.15

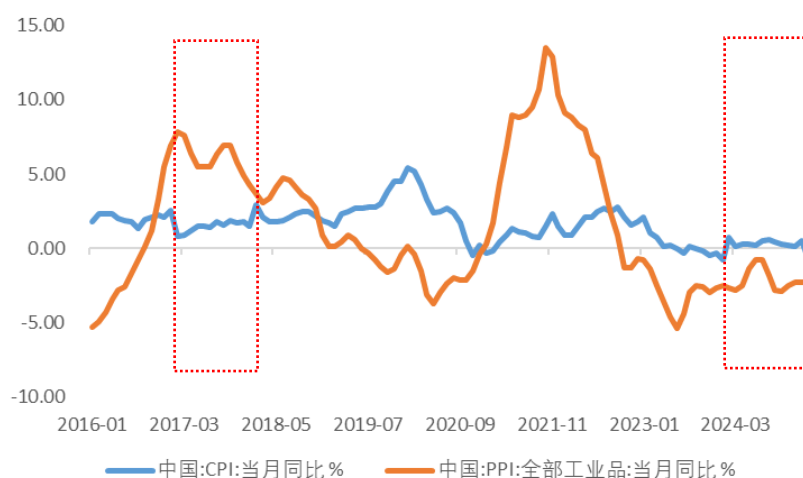
数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

### （三）国内弱基本面与强政策并存的宏观背景

同样面临来自特朗普政府的贸易战风险，相比 2018 年，本次国内宏观经济处于弱基本面与强政策并存的局面，这一点与 2018 年不同。

（1）两次加关税事件前一年的国内物价状态不一样。在 2017 年至 2018 年期间，国内 CPI 同比增速温和增长，处于 1%至 2%的上行过程，属于比较利于经济增长的通胀区间。这一时期 PPI 同比增速较高，工业企业生产比较旺，期间同比增速从 8%回落至 3%，即使是 3%的同比增速依然是偏热的物价状态，这个过程中的重要助推力是房地产市场火爆所刺激。相比之下，今年 4 月的关税事件中，国内物价水平处于偏弱的状态，近一年时间中，CPI 同比增速普遍处于-1%至 0.5%区间，生活消费端的物价水平螺旋式下降，具有滑向通缩的风险；近一年 PPI 则普遍处于-0.8%至-3%的负增长区间，工业生产端的物价水平显示陷入了通缩区间。

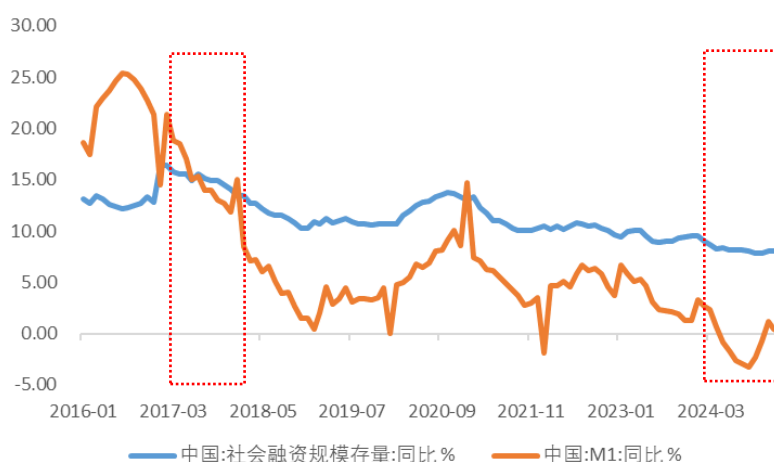
图表 7 贸易战前一年国内物价同比增速



数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

(2) 国内投融资状况不一样，2018 年是地产投资过热的情况下，主动去杠杆，而当前是投融资疲软的情况下，不断释放政策支撑。2017 年至 2018 年期间，无论是社融资还是 M1 同比增速都处于偏高的位置，反映了市场的投融资需求以及货币流动性高，期间社融资同比增速处于 12% 至 16% 的高速区间。同一时间的 M1 增速普遍处于 10% 到 20% 的高增速区间。不过这两组数据在 2018 年下滑，主要是因为高层为了控制以地产为主的过热投资，进入主动去杠杆窗口。对比当前，社融资同比增速处于近二十多年的低位，数值普遍处于 7.5% 到 8.5% 区间，M1 同比增速处于 -4% 到 2% 区间，投融资需求比较低迷，货币流动性不足。

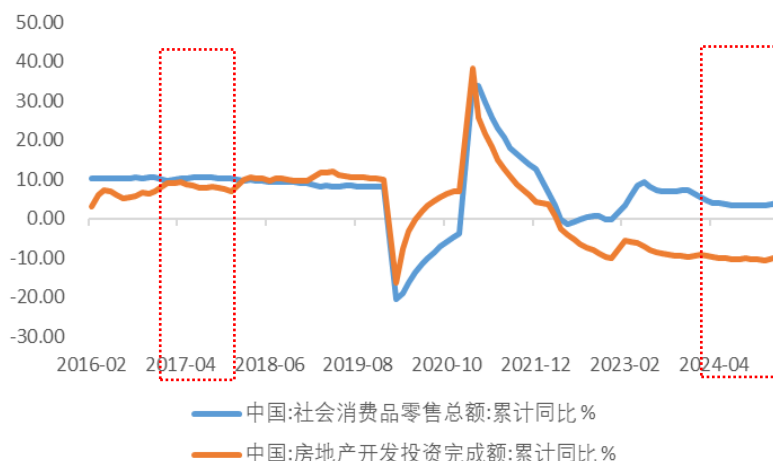
图表 8 贸易战前一年国内社融资状态



数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

(3) 国内消费与地产的行业状态不一样。2017 年至 2018 年期间，社会消费同比增速普遍处于 9% 到 11% 的数值区间，房地产开发投资同比增速处于 7% 到 11% 的数值区间。即使 2018 年贸易战影响了后续的出口，但消费与地产投资的坚挺可以对冲出口下降的负面影响。今年的关税事件之前，国内的消费与地产均处于偏弱状态，特别是地产，近一年同比增速处于 -9% 到 -11% 的负增长区间，消费同比增速也仅仅处于 3% 到 5% 的弱势区间。相比于 2018 年，本次贸易战背景下的消费、地产支撑力度不足，对已经疲软的基本面的负面影响可能更高。

图表 9 贸易战前一年社会消费与地产投资状态



数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

(4) 中美利差的状态不一样。中美利差(中债利率-美债利率)通常与股指呈正比,在中美利差走高的过程中,股指行情整体表现较好;反之,当中美利差下降时,股指表现不佳。2017年区间,中美利差走阔到近 1.6 个百分点,对应当年沪深 300 指数表现较好,随后在 2018 年,中美利差收敛至 0.3 个百分点,对应 2018 年股市单边下跌行情,此前整体上中美利差可以保持在正值状态。但近几年,中美利差处于倒挂状态,利差最多达到-3.1 个百分点,利差倒挂使得资金外流压力与人民币汇率贬值压力较大,客观反映了国内弱现实的局面。

图表 10 贸易战前一年中美利差



数据来源: Wind

数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部



（5）政策背景不一样。

2018 年财政赤字率 2.6%，地方政府债券发行额（专项债券）19,460 亿人民币（截至 2018 年底）。2025 年财政赤字率目标为 4%，地方政府债券发行额（专项债券）16,278 亿人民币（截至 2025 年 2 月底）。货币政策方面，2018 年稳健的货币政策；2025 年为适度宽松的货币政策

2018 年政策目标：稳增长、调结构、促改革、惠民生。主要措施：实施积极的财政政策，增加基础设施投资保持稳健的货币政策，适度宽松推进供给侧结构性改革，去产能、去库存、去杠杆、降成本、补短板

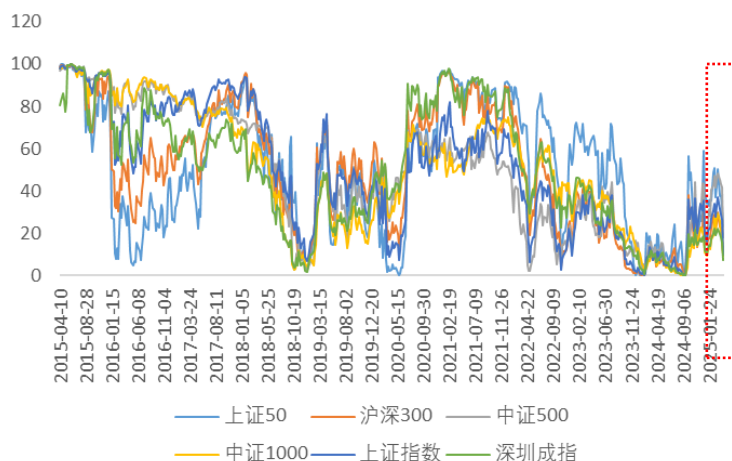
2025 年政策目标：稳增长、稳就业、稳外贸、稳外资、稳投资、稳预期。主要措施：实施更加积极有为的财政政策，提高财政赤字率，实施适度宽松的货币政策，降准降息；扩大国内需求，提振消费和投资；加强科技创新和产业创新融合发展；稳住楼市股市，防范化解重点领域风险；应对美国加征关税等外部风险挑战。

综合来看，本轮加关税幅度与广度超过 2018 年，且国内面临通缩压力、投融资、消费、地产疲软等不利情况，中美利差倒挂对外汇构成压力。但 2025 年处于一个政策宽松的环境中，高层早已定调适度宽松的货币政策，因此，在特朗普“对等关税”事件之后，国内或将推出一系列宽松政策对冲贸易风险，在利好政策的刺激下，股指具备反弹修复的强政策支撑。

### 3. 再探估值洼地，指数支撑强

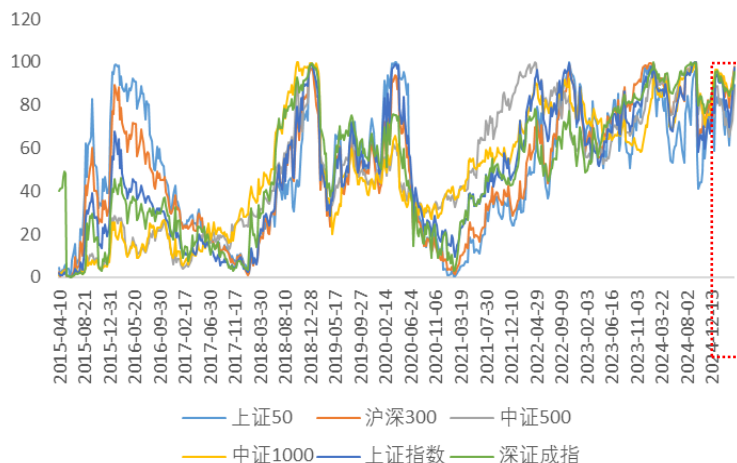
本轮指数大跌后，指数估值洼地再度显现。指数市净率方面，上证指数、深证成指、上证 50、沪深 300、中证 500、中证 1000 指数的市净率分别处于近十年的 10.08%、7.24%、23.09%、9.39%、17.81%、9.39%分位值。本文风险溢价率为 1/市盈率-十年期国债收益率，该数值越高反映股债之间的比较优势就越大，股指的性价比就越高。同理，上证指数、深证成指、上证 50、沪深 300、中证 500、中证 1000 指数的风险溢价率分别处于近十年的 97.26%、95.6%、89.33%、98.04%、87.67%、96.18%。风险溢价率均处于近十年的高位，股指的比较优势高。因此，基于估值与风险溢价率的分位值来看，虽然遭遇到了特朗普“对等关税”事件的负面冲击，致使指数短期大跌，但是高层将会在弱现实的背景下，出台组合宽松政策支撑，同时指数具备估值洼地的特征，下探空间有限。

图表 11 近十年指数市净率分位值 (%)



数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

图表 12 近十年指数风险溢价率分位值 (%)



数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

## 4.总结与展望

4月初, 特朗普“对等关税”落地, 全球风险资产普遍大跌。本次贸易战的深度与广度超过了2018年时期, 且国内面临通缩压力、投融资、消费、地产疲软等不利情况, 中美利差倒挂对外汇构成压力。但2025年处于一个政策宽松的环境中, 高层早已定调适度宽松的货币政策。此外, 从估值与风险溢价率的分位值来看, 虽然遭遇到了关税事件的负面冲击, 致使指数短期大跌, 但是决策层有望在弱现实的背景下, 出台组合宽松政策支撑, 同时指数具备估值洼地的特征, 下探空间有限, 有望迎来反弹修复行情。中美贸易风险的反复性、国内政策的推出时间与量级将是影响指数反弹进程的重要因素。

### 分析师承诺

本人以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。报告所采用的数据均来自公开资料，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断的得出结论，力求客观、公正，结论，不受任何第三方的授意影响。本人不曾因也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

### 免责声明

本报告的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。文中的观点、结论和建议仅供参考。兴证期货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。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的独立判断。

客户不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的损失负任何责任。

本报告的观点可能与资管团队的观点不同或对立，对于基于本报告全面或部分做出的交易、结果，不论盈利或亏损，兴证期货研究咨询部不承担责任。

本报告版权仅为兴证期货有限公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处兴证期货研究咨询部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。