

中美股市冲击中的“差异”——兼论当下与4月关税的不同

原创 张瑜 付春生 一瑜中的 2025年10月13日 00:18 上海

文：华创证券研究所副所长、首席宏观分析师 张瑜（执业证号：S0360518090001）
联系人：付春生（18482259975）

报告摘要

美国当地时间10月10日，特朗普在社交媒体宣布，将从11月1日起对华加征100%的额外关税，并对所有关键软件实施出口管制。当日美股大幅下跌。我们对当前与4月份时的中美关税摩擦升级的环境进行对比，供投资者参考。

一、中美权益市场环境的差异

复盘4月初的中美股市波动及后续走势，中美股票市场差异性十分明显：A股越贵跌的越多（股息率低、估值分位数高），跌的越多后续补涨越多，整体而言无论是“跌”还是“回涨”都比较“价值”；美股下跌时呈现普遍式恐慌下跌（跌幅与估值和股息率几乎都没关系），后续涨的时候反而是越贵的涨的越多，整体而言跌是普跌，涨是风偏极高的涨。美股风险偏好的两极图谱都更极端。对当下的启示：

在超预期风险事件下，预判市场难度极大。但从中国资本市场四月的冲击复盘中，至少有一条规律——如股息率高+估值低的行业出现明显调整，那么也会对应后续回涨中更大的概率及更高的幅度，即便有冲击次波也会更抗跌。

而美国资本市场，更需要主观判断风险偏好处于二极管的哪一端——恐慌中的跌，即便是低估值行业也不能得到庇护；恢复中的涨，迅速回归到风偏最高状态，估值分位数最贵的行业才能涨的多。

二、关税环境的差异

4月份和当前，中美关税摩擦升级的幅度都明显超市场预期。但不同的是，其一，在经历过4月份近乎贸易脱钩的情景之后，此次再大幅加征关税，市场的心理承受能力更强。其二，4月份时市场完全不清楚后续关税的发展方向，且更为悲观（博彩市场数据显示，彼时认为特朗普会在4月份下调对华关税税率的概率不到15%），但当前市场普遍认为特朗普TACO交易的概率明显更大。

三、外贸环境的差异

目前我国的外贸大环境要好于4月份。自4月份以来至今，美联储重启降息周期，资源型和制造型经济体几乎全部降息，全球降息周期进一步深化。从历史经验来看，全球利率周期领先工业生产周期约9个月，当前对全球工业生产周期改善的预期好于4月份。此外，伴随美国与各经济体关税协议的逐步落地，全球贸易的贝塔风险收敛，叠加降息周期的扩大，全球制造业PMI回升。从上述来看，我国的外贸环境要明显好于4月份。

四、中美宏观环境的差异

虽然中美两国的宏观基本面短期有波动和走弱，我国是投资和消费数据承压，美国是就业数据疲软、通胀仍在相对高位。但就中期宏观环境而言，中美可能都要好于4月份。

对我国而言，第一，目前我国居民从预防性储蓄往正常存款修复的“搬家”过程，预示着私人部门经济循环的好转，我们跟踪的企业和居民存款增速剪刀差自去年四季度以来持续修复，M1同比也在持续上行。第二，生产性信贷和投资增速的回落，叠加反内卷政策的落地，意味着中期维度上供需均衡的前置条件已经出现。后续再考虑政策在制造业的“需求端”以服务消费的促进与释放方向上的可能加码（兼顾短期需求和中期供需矛盾），我国经济向好趋势不变。

对美国而言，私人部门的资产负债表依然相对稳健，预警指标显示衰退风险较低。相比于4月份的改善是：第一，对外关税协议的逐步落地和对内减税政策的通过，政策不确定性明显下降，商业信心和消费者信心均有所改善。第二，AI的产业趋势依然强劲。第三，在就业和通胀风险趋于平衡的背景下，美联储已开启预防式降息。

五、中美汇率环境的差异

对人民币汇率而言，对等关税掀起的全球经贸重构并未落地，国内经济周期初步向好仍在进一步夯实，汇率维持波动稳定和去工具化或为最优解。汇率虽然在短期看起来总像是可动用的工具和原因，但长期而言理应是经济的结果。无论如何，汇率弹性加大对于国内宏观调控总归是更好的，灵活的汇率是“泄压阀”，僵硬的汇率是“加压器”。考虑到当下的基本面和政策导向，尚难以判断有趋势性的走势。

对美元汇率而言，相比于4月初，交易面的进一步利空风险有限。第一，海外投资机构的美元资产对冲比例已显著提高，由汇率对冲引发的美元贬值压力较小。第二，目前衍生品市场中，美元指数的期货投机净空头头寸已升至历史高位，美元汇率的期权波动率偏度也相对中性，没有对超预期下行风险的定价。

风险提示：中美贸易摩擦的不确定性。

报告正文

一、中美权益市场环境的差异

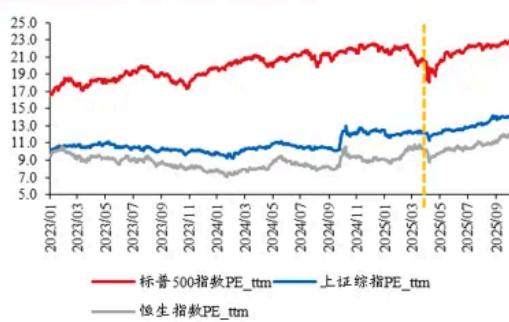
复盘4月初的中美股市波动及后续走势，中美股票市场差异性十分明显：A股越贵跌的越多（股息率低、估值分位数高），跌的越多后续补涨越多，整体而言无论是“跌”还是“回涨”都比较“价值”；美股下跌时呈现普遍式恐慌下跌（跌幅与估值和股息率几乎都没关系），后续涨的时候反而是越贵的涨的越多，整体而言跌是普跌，涨是风偏极高的涨。美股风险偏好的两极图谱都更极端。对当下的启示：

在超预期风险事件下，预判市场难度极大。但从中国资本市场四月的冲击复盘中，至少有一条规律——如股息率高+估值低的行业出现明显调整，那么也会对应后续回涨中更大的概率及更高的幅度，即便有冲击次波也会更抗跌。

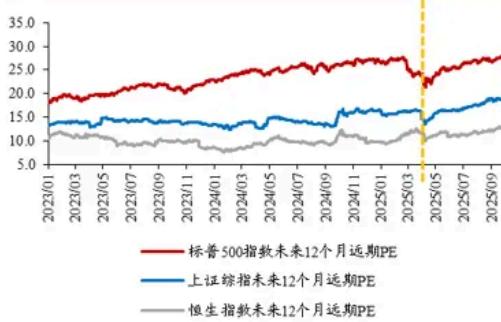
而美国资本市场，更需要主观判断风险偏好处于二极管的哪一端——恐慌中的跌，即便是低估值行业也不能得到庇护；恢复中的涨，迅速回归到风偏最高状态，估值分位数最贵的行业才能涨的多。

目前，中美股指的估值要高于4月份对等关税前。4月2日，上证综指、恒生指数、标普500指数的动态市盈率分别为12.2倍、10.2倍、20.5倍，最新为14.1倍、11.7倍、22.2倍。4月2日，上证综指、恒生指数、标普500指数的未来12个月远期市盈率分别为14.5倍、11.6倍、24.3倍，最新为19.2倍、12.9倍、27.3倍。

图表 1 中美股指的动态 PE



图表 2 中美股指的远期 PE

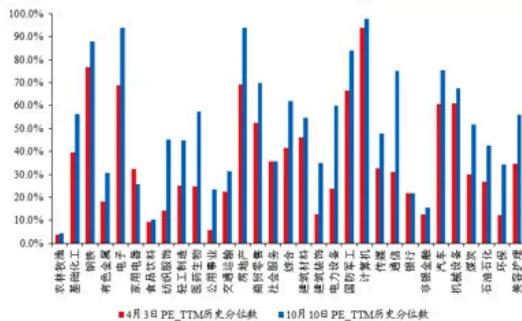


资料来源：Bloomberg，华创证券

资料来源：Bloomberg，华创证券

就A股来看，申万31个一级行业中，有28个行业的动态PE要高于4月初，有26个行业的股息率要低于4月初。

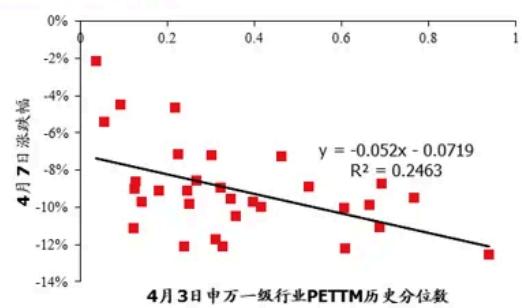
图表3 申万一级行业指数的动态PE分位数对比



资料来源：Wind，华创证券。注：分位数为2000年以来的样本。

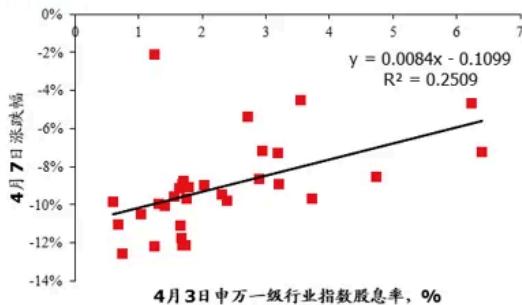
复盘4月初的市场波动，申万一级行业中，估值历史分位数越低的、股息率越高的，跌得越少，但在随后的一个月中，涨得也越少。

图表5 申万一级行业的估值与4月初的调整



资料来源：Wind，华创证券。注：分位数为2000年以来的样本。

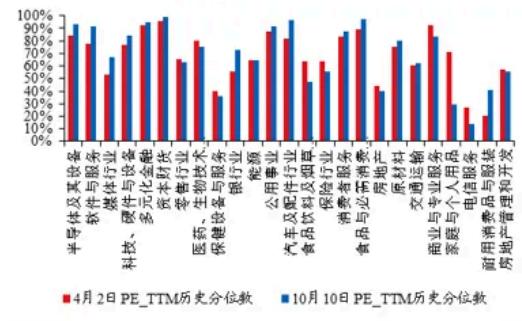
图表7 申万一级行业的股息率与4月初的调整



资料来源：Wind，华创证券

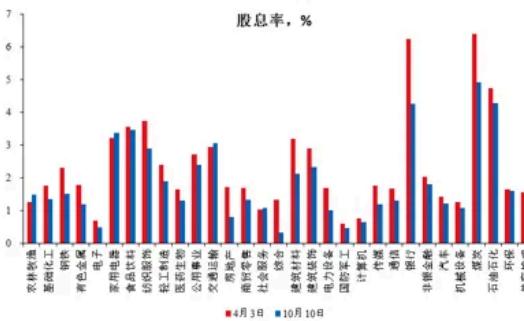
就美股来看，标普500指数中，25个行业小组，有14个行业的动态PE要高于4月初，有13个行业的股息率要低于4月初。

图表9 标普500行业小组指数的动态PE分位数对比



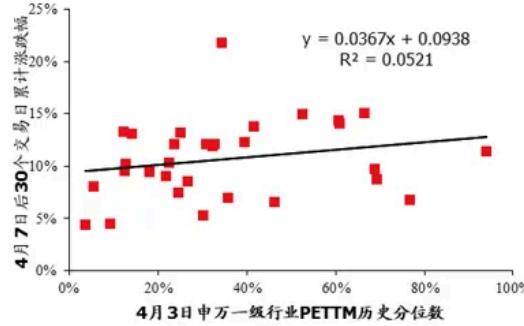
资料来源：Bloomberg，华创证券。注：分位数为2000年以来的样本。

图表4 申万一级行业指数的股息率对比



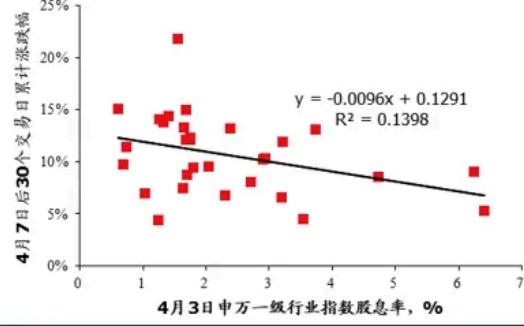
资料来源：Wind，华创证券

图表6 申万一级行业的估值与随后一个月的涨幅



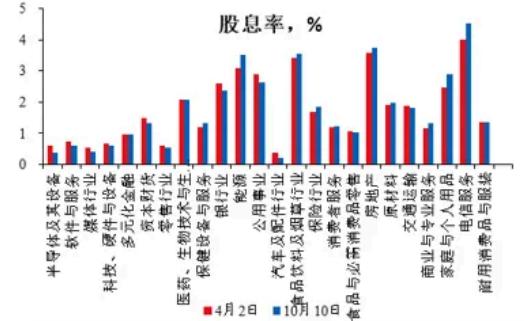
资料来源：Wind，华创证券。注：分位数为2000年以来的样本。

图表8 申万一级行业的股息率与随后一个月的涨幅



资料来源：Wind，华创证券

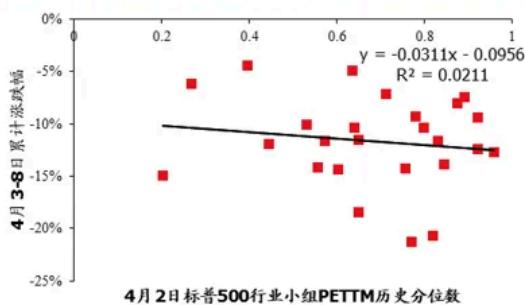
图表10 标普500行业小组指数的股息率对比



资料来源：Bloomberg，华创证券

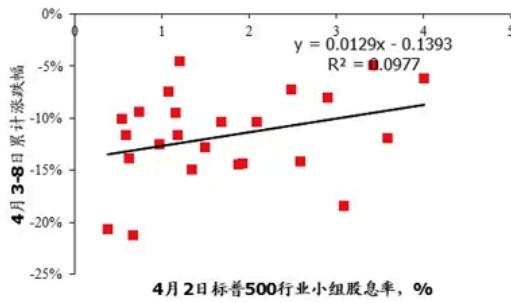
复盘4月初的市场波动，标普500指数的行业小组中，最开始的下跌幅度与估值的历史分位数并不相关，但在随后的一个月中，估值分位数越高的，涨得反而越多。股息率越高的，在开始时跌得相对更少，但在随后的一个月中，涨得也越少。

图表 11 标普500 行业小组估值与4月初的调整



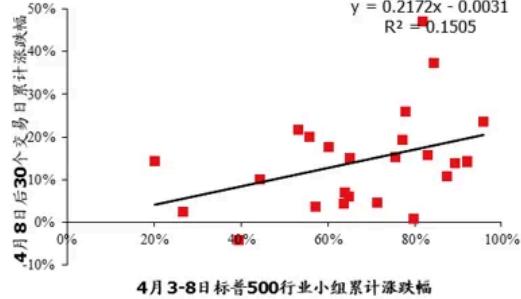
资料来源：Bloomberg，华创证券 注：分位数为2000年以来的样本。

图表 13 标普500 行业小组股息率与4月初的调整



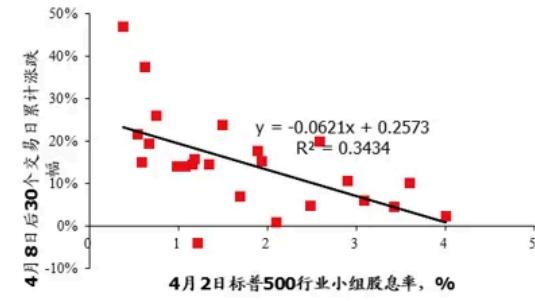
资料来源：Bloomberg，华创证券

图表 12 标普500 行业小组估值与随后一个月的涨幅



资料来源：Bloomberg，华创证券 注：分位数为2000年以来的样本。

图表 14 标普500 行业小组股息率与随后一个月的涨幅



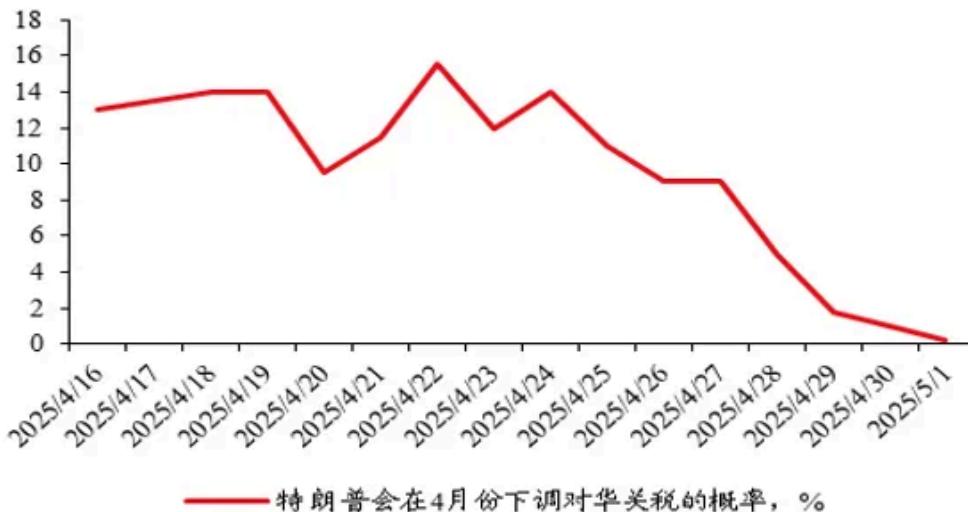
资料来源：Bloomberg，华创证券

二、关税环境的差异

4月份和当前，中美关税摩擦升级的幅度都明显超市场预期。但不同的是，其一，在经历过4月份近乎贸易脱钩的情景之后，此次再大幅加征关税，市场的心理承受能力更强。其二，4月份时市场完全不清楚后续关税的发展方向，但当前认为特朗普TACO交易的概率明显更大。

4月2日美国对等关税出台后，在美国威胁与我国反制措施下，10天内中美双方对彼此的关税税率快速提升至125%，烈度超市场预期。根据polymarket博彩市场数据，彼时认为特朗普会在4月份下调对华关税税率的概率极低，不足15%，即不认为中美关税短期内会缓和。

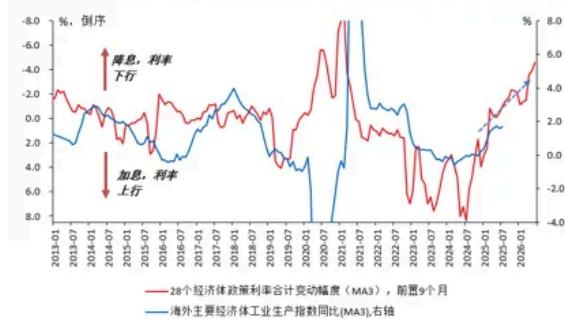
自9月中美马德里经贸会谈以来，美方持续新增出台一系列对华限制措施，包括将多家中国实体列入出口管制实体清单和特别指定国民清单，执意落地对华海事、物流和造船业301措施等，中美贸易摩擦再度升级，但美对华加征100%额外关税依然超市场预期。不同的是，当前市场更倾向于认为100%的额外关税不会实际落地，特朗普TACO交易的概率更大。

图表 15 Polymarket 博彩市场押注特朗普会在 4 月份下调对华关税的概率

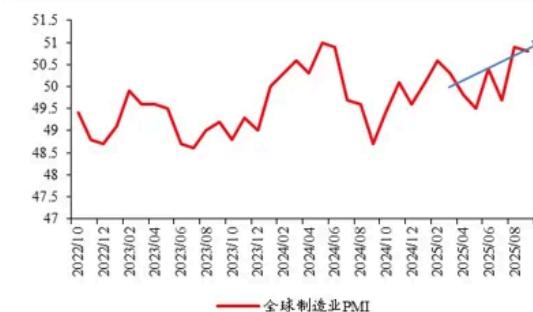
资料来源：Bloomberg，华创证券

三、外贸环境的差异

目前我国的外贸大环境要好于4月份。自4月份以来至今，美联储重启降息周期，资源型和制造型经济体几乎全部降息，全球降息周期进一步深化。从历史经验来看，全球利率周期领先工业生产周期约9个月，当前对全球工业生产周期改善的预期好于4月份。此外，伴随美国与各经济体关税协议的逐步落地，全球贸易的贝塔风险收敛，叠加降息周期的扩大，全球制造业PMI回升。从上述来看，我国的外贸环境要明显好于4月份。

图表 16 全球利率周期与工业生产周期

资料来源：Bloomberg, Wind, 华创证券 注：1) 政策利率统计的样本经济体包括：美国、欧元区、英国、挪威、瑞典、瑞士、中国大陆、中国香港地区、中国台湾地区、日本、韩国、印度、越南、印尼、马来西亚、菲律宾、泰国、墨西哥、土耳其、加拿大、澳大利亚、新西兰、俄罗斯、沙特、以色列、埃及、南非、阿根廷、巴西、匈牙利。2) 海外主要经济体工业生产指数统计样本包括：美国、欧盟 27 国、日本、韩国、印度、越南、美国、墨西哥、巴西、土耳其、南非、俄罗斯、中国台湾地区。

图表 17 自 4 月份以来，全球制造业 PMI 有所回升

资料来源：Bloomberg，华创证券

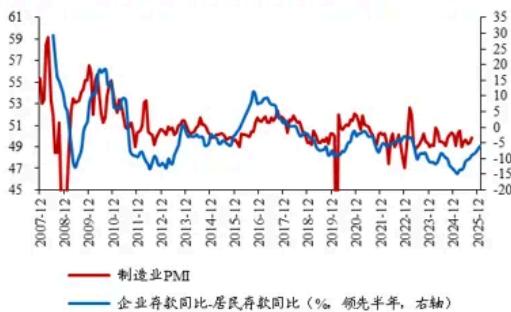
四、中美宏观环境的差异

虽然中美两国的宏观基本面短期有波动和走弱，我国是投资和消费数据承压，美国是就业数据疲软、通胀仍在相对高位。但就中期宏观环境而言，中美可能都要好于4月份。

对我国而言，第一，目前我国居民从预防性储蓄往正常存款修复的“存款搬家”过程，预示着私人部门经济循环的好转，我们跟踪的企业和居民存款增速剪刀差自去年四季度以来持续修复，M1同比也在持续上行（

《存款搬家如何向实体经济传导？》）。第二，生产性信贷和投资增速的回落，叠加反内卷政策的落地，意味着中期维度上供需均衡的前置条件已经出现（《“生产性”信贷的魔咒》）。后续再考虑政策在制造业的“需求端”以服务消费的促进与释放方向上的可能加码（兼顾短期需求和中期供需矛盾），我国经济向好趋势不变（《终端需求政策需加力》）。

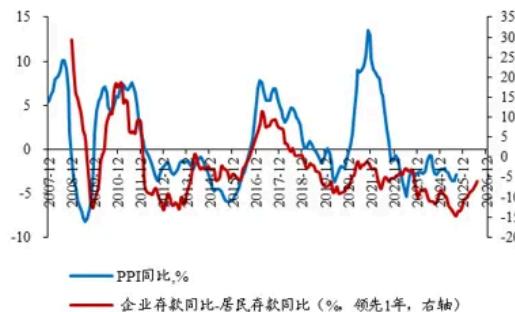
图表 18 我国企业和居民存款剪刀差与制造业 PMI



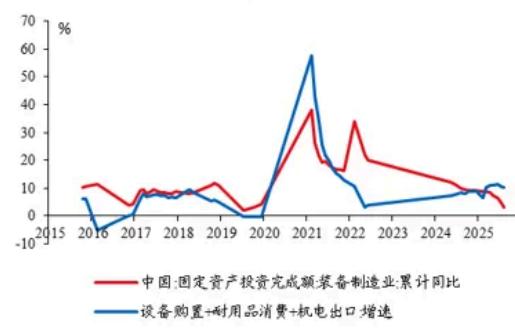
图表 20 我国制造业上游的供需观察



图表 19 我国企业和居民存款剪刀差与 PPI



图表 21 我国制造业中游的供需观察



对美国而言，私人部门的资产负债表依然相对稳健，衡量经济衰退的两个有效指标显示，目前衰退风险很低（《联储预防式降息的背景与影响》）。相比于4月份的改善是：第一，对外关税协议的逐步落地和对内减税政策的通过，政策不确定性明显下降，商业信心和消费者信心均有所改善。第二，AI的产业趋势依然强劲。第三，在就业和通胀风险趋于平衡的背景下，美联储已开启预防式降息。

五、中美汇率环境的差异

对人民币汇率而言，对等关税掀起的全球经贸重构并未落地，国内经济周期初步向好仍在进一步垒实，汇率维持波动稳定和去工具化或为最优解。汇率虽然在短期看起来总像是可动用的工具和原因，但长期而言理应是经济的结果。无论如何，汇率弹性加大对于国内宏观调控总归是更好的，灵活的汇率是“泄压阀”，僵硬的汇率是“加压器”。考虑到当下的基本面和政策导向，尚难以判断有趋势性的走势。

对美元汇率而言，相比于4月初，交易层面的进一步利空的空间有限。第一，海外投资机构的美元资产对冲比例已显著提高，由汇率对冲引发的美元贬值压力较小。第二，目前衍生品市场中，美元指数的期货投

机净空头寸已升至历史高位，美元汇率的期权波动率偏度也相对中性，没有对超预期下行风险的定价。

具体内容详见华创证券研究所10月12日发布的报告《【华创宏观】中美股市冲击中的“差异”——兼论当下与4月关税的不同》。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》及配套指引，本资料仅面向华创证券客户中的金融机构专业投资者，请勿对本资料进行任何形式的转发。若您不是华创证券客户中的金融机构专业投资者，请勿订阅、接收或使用本资料中的信息。本资料难以设置访问权限，若给您造成不便，敬请谅解。感谢您的理解与配合。

华创宏观重点报告合集

上下滑动查看历史报告↓

【首席大势研判】

[20250812-张瑜：五个关键判断——张瑜旬度会议纪要No.119](#)

[20250731-张瑜：五个关键判断——从投资视角极简解读政治局会议](#)

[20250729-张瑜：“反内卷”有哪些法制化工具？](#)

[20250727-张瑜：看股做债→股债反转——居民存款搬家“三支箭”的研究脉络](#)

[20250721-张瑜：中国股票配置价值已打开](#)

【国内基本面】

[20241028-企业压力或正向资产端传导——9月工业企业利润点评](#)[20241019-消费的双重使命——9月经济数据点评](#)[20241007-为何超预期上行？——9月PMI数据点评](#)[20240917-基本盘仍韧，预期面走弱——8月经济数据点评](#)

【金融】

[20240110-以我为主，向“低价”亮剑——2024年三季度货币政策执行报告理解](#)[202401015-向“低价”亮剑后，金融指标后续如何跟踪？——2024年9月金融数据点评](#)[20240920-居民债务拆分：谁在去杠杆？](#)[20240917-M1同比回落的归因拆分——2024年8月金融数据点评](#)[20240815-7月金融数据对应居民的三个故事——7月金融数据点评](#)

【海外】

[20241115-美债利率上行：通胀叙事or赤字叙事？——10月美国CPI数据点评](#)[20241109-特朗普新政如何影响美联储降息节奏？——11月FOMC会议点评](#)[20241103-非农爆冷与失业率持平的分歧何解？——10月美国非农数据点评](#)[20241101-消费仍是美国经济基本盘——美国三季度GDP点评](#)[20241031-美国居民部门的“韧”与“险”——居民信贷视角](#)

【政策跟踪系列】

[20241114-隐秘的增量——财政支持地产政策点评](#)[20241112-关注监督法的“扩围”——政策周观察第4期](#)[20241105-化债的三点增量信息——人大常委会审议议案点评](#)[20241104-改革&开放持续推进——政策周观察第3期](#)[20241028-增量政策“正在路上”——政策周观察第2期](#)

【年报&半年报系列】

[20241119-张瑜：解开三螺旋——2025年度展望报告](#)[20250530-以“价”定“价”——2024年中期策略报](#)[20231212- 挣脱——2024年展望](#)[20230627- 寻找看不见的增长——2023年中期策略报告](#)[20221227- 移动靶时代：边开枪，边瞄准——宏观2023年度策略报告](#)

【投资导航仪系列】

[20241024- 6个15分钟，速通财政新手村](#)[20240912- 应无所住而生其心——十大精品研究系列](#)[20230815- 宏观反诈训练营——千页PPT来袭！](#)

法律声明

华创证券研究所定位为面向专业投资者的研究团队，本资料仅适用于经认可的专业投资者，仅供在新媒体背景下研究观点的及时交流。华创证券不因任何订阅本资料的行为而将订阅人视为公司的客户。普通投资者若使用本资料，有可能因缺乏解读服务而对报告中的关键假设、评级、目标价等内容产生理解上的歧义，进而造成投资损失。

本资料来自华创证券研究所已经发布的研究报告，若对报告的摘编产生歧义，应以报告发布当日的完整内容为准。须注意的是，本资料仅代表报告发布当日的判断，相关的分析意见及推测可能会根据华创证券研究所后续发