



浦银国际策略观点：“对等关税”对中国市场影响几何？

美国宣布“对等关税”后，多国陆续出台反制措施，以美股为首的全球主要市场出现暴跌。短期看，这对市场情绪的影响较为负面，避险情绪上升可能会造成人民币汇率波动加大，中国市场回调压力上升。短期策略上以防御为先，可加大杠铃结构中红利端的权重。中期来看，我们预计中国市场关注点将重回基本面，在情绪改善下有望走出独立行情。

- **短期市场避险情绪将大幅升温，防御为先。**总体来看，“对等关税”幅度超过市场此前预期。目前，市场担忧“对等关税”会加剧美国经济“滞涨”的风险，将导致美联储短期内很难重启降息。短期不确定性加大，股票市场回调压力上升。在过去两个交易日（4月3日和4日），美股等全球主要股票市场出现大跌。接下来，需密切关注各国可能的反制措施和贸易战升级的风险。目前，市场尚未充分计入主要经济体报复性措施的非线性影响。但是，如果美国愿意与各国谈判，或暂缓实施“对等关税”，那么可能会带来一些积极的变化。短期策略上以防御为先调整投资组合，来应对外来可能的风险。未来关税政策仍将面临较多不确定因素，短期避险意愿上升可能导致人民币汇率波动加大，中国市场回调的压力或将上升。根据我们对特朗普 1.0 时代贸易摩擦对市场的影响分析，短期负面事件的确会造成中国市场出现显著回调，但持续的时间相对较短，且随着负面事件的增加，回调的幅度也会降低。从过往的表现上看，A 股受全球经济周期的扰动较小，资金盘较稳定，流动性较充裕，预计在短期市场波动时相比海外中国股票彰显出较强韧性。然而，拉长时间来看，市场表现更多由基本面、企业盈利和资金面等因素决定，港股受海外市场的中长期影响偏低，企业基本面受本轮关税的影响相对较低，有望在市场情绪修复后走出独立行情。
- **加征关税后，美国对中国进口依赖度高的商品品类受冲击较大。**对于中国而言，美国加征关税将对海外收入比例较高的出口型行业较为利空，而中方的反制措施可能对国内相关行业的进口商影响较大，建议投资者谨慎规避。我们基于 2023 年美国从中国进口金额和各板块加权平均关税进行测算，当各板块关税在现有的关税基础全部上升 54%，那些美国对中国进口的依赖度较高的品类受到的影响较大，比如电子及电机、机械、杂项、玩具和运动器材、纺织品和服装等，这些行业的利润将随着关税成本的上升而受到挤压。
- **短期不确定性上升背景下，建议加大红利端的权重。**短期来看，在特朗普发布“对等关税”政策后，部分国家的反制措施或将陆续出台，预计接下来将进入关税的谈判阶段，不确定性将会大幅上升，市场避险情绪升温，将会加大市场波动。因此，在市场情绪走弱时，可加大杠铃结构中红利端的配置权重，其不但能提供稳定的现金流、抵御市场波动，还能提供额外的收益。选股上，红利端可聚焦现金流稳健、分红可持续、估值偏低的行业，适当规避周期性行业。然而，如果后续关税谈判出现积极的信号，推动市场情绪回暖，可加大杠铃结构中科技端的配置权重，有望增加组合的成长性，提升投资回报。
- **投资风险：**政策刺激不及预期，地缘政治紧张局势升级，流动性趋紧。

赖烨烨

首席策略分析师

Melody_lai@spdbi.com

(852) 2808 6441

2025 年 4 月 7 日



扫码关注浦银国际研究

浦银国际

策略观点

“对等关税”对中国市场影响几何？

事件：美国当地时间 4 月 2 日，美国发布行政令，宣布对主要贸易伙伴加征“对等关税”。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。其中，对中国（包括香港、澳门地区）加征 34% 关税，加征措施将从 4 月 9 日开始实施。随后多国出台反制措施。4 月 4 日，中方宣布自 2025 年 4 月 10 日 12 时 01 分起，对原产于美国的所有进口商品，在现行适用关税税率基础上加征 34% 关税。2025 年 4 月 10 日 12 时 01 分之前，货物已从启运地启运，并于 2025 年 4 月 10 日 12 时 01 分至 2025 年 5 月 13 日 24 时进口的，不加征本公告规定加征的关税。同时，对中重稀土相关物项实施出口管制、将 16 家美国实体列入出口管控名单、把 11 家美企列入不可靠实体清单等一系列措施。

● 超预期“对等关税”推升市场避险情绪

短期市场避险情绪将大幅升温。总体来看，“对等关税”幅度超过市场此前预期，之前市场普遍预期为平均加征幅度为 20%。目前，市场担忧“对等关税”会加剧美国经济“滞胀”的风险，将导致美联储短期内很难重启降息。短期不确定性加大，股票市场回调压力上升。在过去两个交易日（4 月 3 日和 4 日），美股等全球主要股票市场出现大跌。接下来，需密切关注各国可能的反制措施和贸易战升级的风险。目前市场尚未充分计入主要经济体报复性措施的非线性影响。但是，如果美国愿意与各国谈判，或暂缓实施“对等关税”，可能会带来一些积极的变化。短期策略上以防御为先调整投资组合，来应对接下来可能的风险。我们预计未来关税政策仍将面临较多不确定因素，短期投资者避险意愿上升，可能导致人民币汇率波动加大，中国市场回调的压力或将上升，将以结构性行情为主。

回顾特朗普 1.0 时代对我们的启示：回顾特朗普 1.0 时代，我们发现在贸易摩擦发生的初始阶段的悲观情绪较强，导致股指回调幅度较大，市场交易逻辑为发生负面事件导致市场下跌。然而，随着更多负面事件陆续发生，市场悲观情绪逐步减低，市场交易逻辑也在发生变化，股指反而会因为利空落地而出现反弹。在贸易摩擦期间，特朗普关税政策不确定性较强，投资者对正面事件的积极反应偏低，导致市场即使反弹幅度也有限（图表 1）。

图表 1：我们选取 8 个 2018 年中美贸易摩擦开始后的重点事件（含正负面）对市场的影响进行分析

负面事件及发生时间	期间表现	全 A 指数	上证指数	沪深 300	创业板指	中证 500	中证 1000	沪深 300 价值	沪深 300 成长
美方公布对中国加征关税（2018-3-23）	后 1 日	0.5%	-0.6%	-0.6%	3.2%	2.0%	1.8%	-2.2%	-0.6%
	后 6 日	2.8%	0.3%	-0.5%	10.1%	5.8%	6.8%	-3.0%	-2.1%
对 500 亿中国商品征收 25% 的关税（2018-6-15）	后 1 日	-5.0%	-3.8%	-3.5%	-5.8%	-6.2%	-6.8%	-2.2%	-3.3%
	后 6 日	-5.8%	-5.9%	-5.9%	-4.7%	-5.9%	-6.2%	-6.4%	-5.1%
对约 2000 亿美元中国商品加征 10% 关税（2018-7-10）	后 1 日	-1.9%	-1.8%	-1.7%	-1.9%	-2.0%	-2.3%	-1.7%	-1.5%
	后 6 日	-0.1%	-1.4%	-1.0%	0.9%	0.4%	0.4%	-2.6%	-0.6%
对约 2000 亿美元中国商品关税从 10% 提升到 25%（2019-5-9）	后 1 日	3.6%	3.1%	3.6%	4.4%	3.6%	4.0%	3.1%	4.2%
	后 6 日	1.4%	1.1%	1.4%	0.6%	1.1%	1.8%	1.1%	2.0%
正面事件及发生时间	期间表现	全 A 指数	上证指数	沪深 300	创业板指	中证 500	中证 1000	沪深 300 价值	沪深 300 成长
中美发表联合声明停止互相加征关税（2018-5-21）	后 1 日	0.1%	0.0%	-0.4%	0.7%	0.3%	0.4%	-0.9%	-0.4%
	后 6 日	-2.3%	-2.5%	-2.2%	-3.5%	-3.0%	-3.1%	-2.6%	-2.1%
中美同意停止互相加征新的关税（2018-12-3）	后 1 日	0.5%	0.4%	0.2%	0.4%	0.5%	0.9%	0.2%	0.2%
	后 6 日	-2.6%	-2.3%	-3.1%	-2.5%	-2.6%	-1.7%	-2.8%	-3.5%
美方推迟对中国加征关税从 10% 提高至 25% 的期限（2018-12-14）	后 1 日	-0.1%	0.2%	-0.1%	-0.9%	-0.1%	-0.3%	0.2%	-0.5%
	后 6 日	-2.6%	-2.3%	-3.1%	-2.5%	-2.6%	-1.7%	-2.8%	-3.5%
美方在 G20 峰会上表示不再加征新关税（2019-6-29）	后 1 日	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%	-0.3%	0.0%	0.0%	0.1%
	后 6 日	-3.6%	-3.8%	-3.6%	-3.2%	-4.3%	-4.0%	-3.4%	-4.2%

注：日指的是交易日。

资料来源：iFinD、浦银国际。

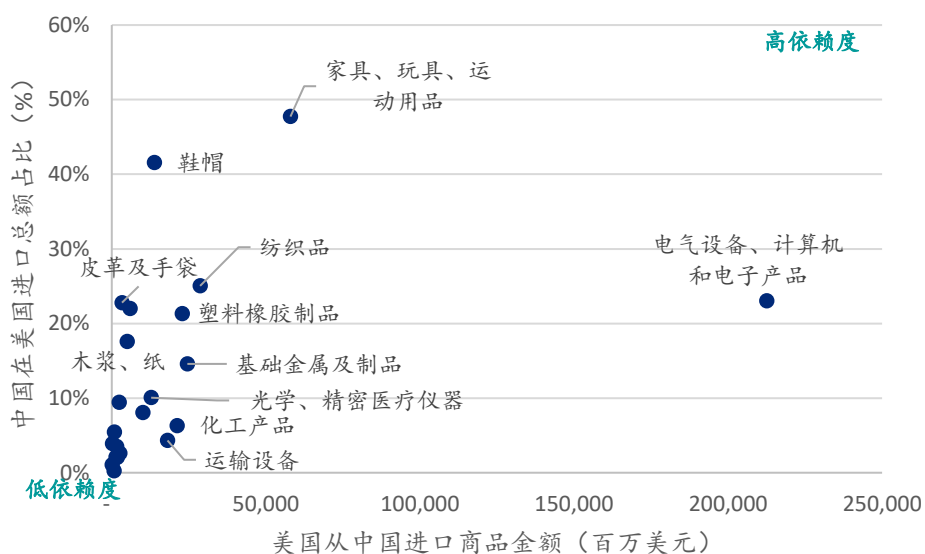
● 关税战升级后对哪些行业冲击最大？

若加征 34% 关税，美国对中国进口依赖度高的商品品类受冲击较大。

总体来看，对于中国而言，美国加征关税将对海外收入比例较高的出口型行业较为利空，而中方的反制措施可能对国内相关行业的进口商影响较大，建议投资者谨慎规避。通过对 2023 年美国从中国进口商品的金额和占比进行分析，我们发现美国对中国进口的依赖度较高的品类有电气设备、计算机和电子产品制造、家具、玩具、运动用品、鞋帽、纺织品等，而依赖度较低的品类有矿产、艺术品及古董、植物产品、珍珠宝石、食品饮料烟酒等（图表 2）。

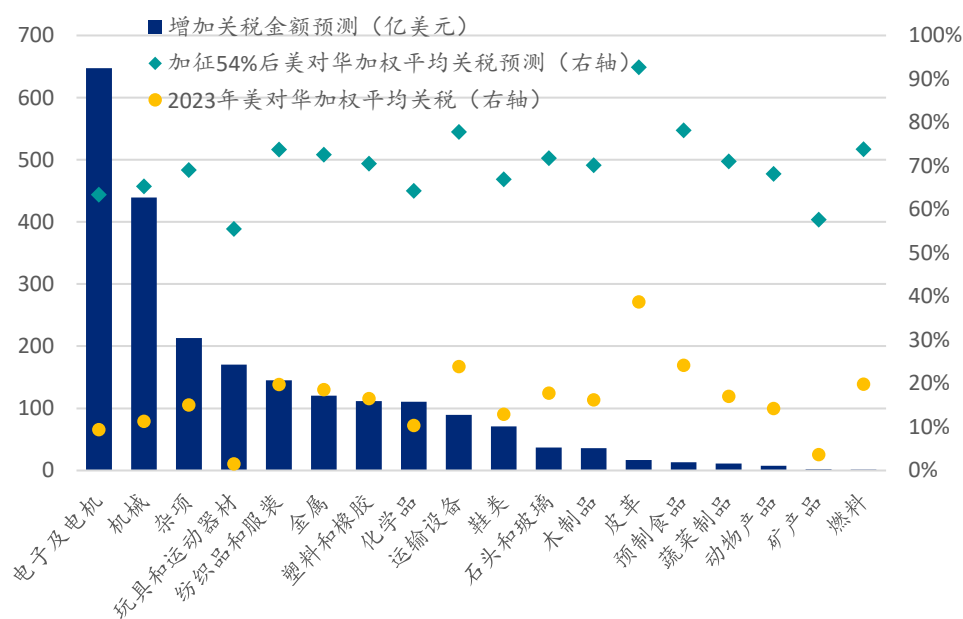
接下来，我们基于 2023 年美国从中国进口金额和各板块加权平均关税进行测算（数据来自彼得森国际经济研究所），当各板块关税在现有的关税基础全部上升 54%，那些美国对中国进口的依赖度较高的品类受到的影响较大，比如电子及电机、机械、杂项、玩具和运动器材、纺织品和服装等，这些行业的利润将随着关税成本的上升而受到挤压。而依赖度较低的品类受到的影响较小，比如燃料、矿产品、动物产品等（图表 3）。

图表 2：2023 年美国从中国进口商品情况



资料来源：UN Comtrade，浦银国际

图表 3：美对华加征 54% 关税将对电子及电机、机械、杂项、玩具和运动器材等板块影响较大

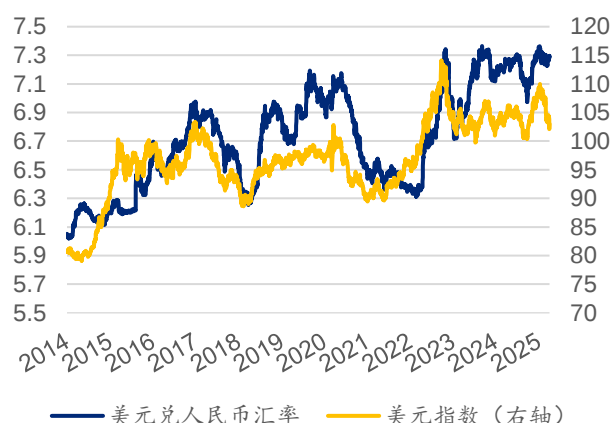


注：增加关税金额预测基于 2023 年美对华进口金额及各板块加权平均关税计算。

资料来源：PIIE、浦银国际

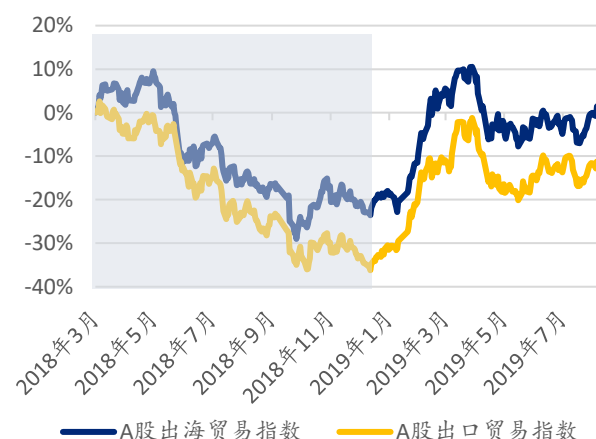
若关税战进一步升级，人民币汇率波动或会加大。短期来说，特朗普对关税政策的表述仍将是导致美元指数走强的主要推动力。近期美元走势使得人民币汇率明显承压（图表 4）。人民币汇率波动，可能会影响市场情绪、风险偏好和资金流向。从过往大盘表现上看，A 股受全球经济周期的扰动较小，资金盘较稳定，流动性较充裕，相比海外中国股票彰显出较强韧性。从行业表现上看，海外收入比例较高的出口型行业，或外汇损益比例较高的行业，可能会受到中美贸易摩擦的影响较大，建议适当规避（图表 5）。从行业上看，MSCI 中国指数中，材料和必选消费板块与人民币汇率的正相关性较强，预计受到的影响相对更大。这些板块的走势与 CFETS 人民币指数的相关系数均大于 0.2（图表 6）。

图表 4：美元走势对人民币汇率形成一定压力



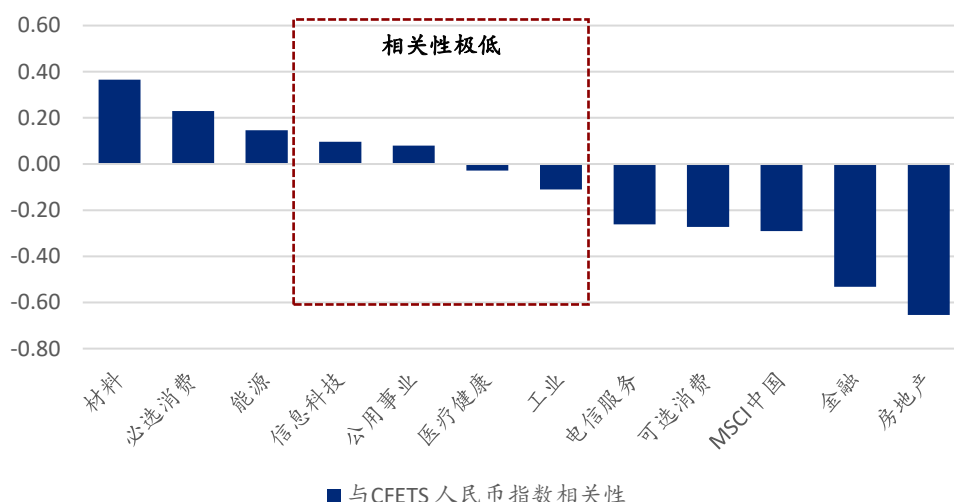
注：数据截至 2025 年 4 月 3 日。
资料来源：Bloomberg、浦银国际

图表 5：中国出口型企业的表现受到中美贸易摩擦的影响较大



注：阴影为中美贸易摩擦持续升级阶段。
资料来源：Bloomberg、浦银国际

图表 6：MSCI 中国各行业与 CFETS 人民币指数的相关性分析



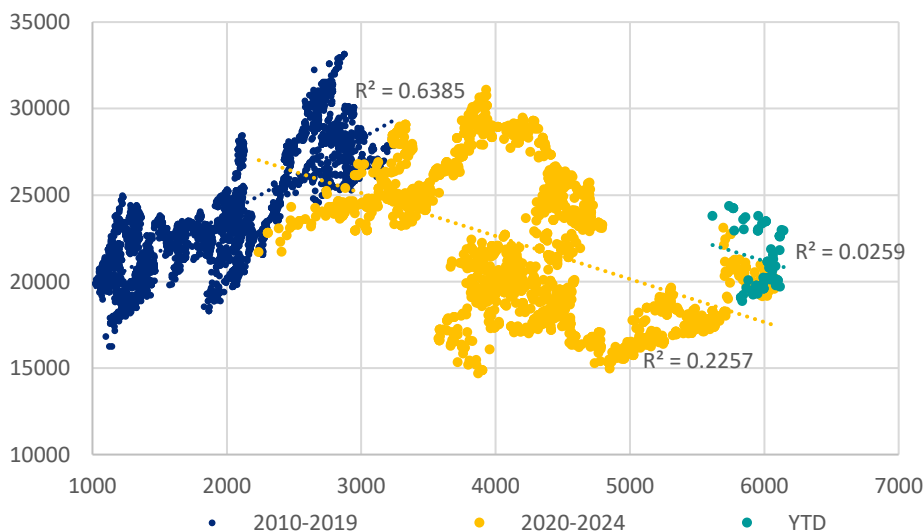
注：数据截至 2025 年 4 月 3 日。
资料来源：Bloomberg、浦银国际

● 美股大幅波动下，港股是否能独善其身？

不可否认的是，美股等全球主要市场暴跌预计对港股短期市场情绪影响较为负面，市场避险情绪上升可能会造成市场出现短期回调。然而，拉长时间来看，港股表现更多由基本面、企业盈利和资金面等因素决定，港股受海外市场的中长期影响偏低，企业基本面受本轮关税的影响相对较低，有望在市场情绪修复后走出独立行情。

近年来美股市场变动对港股市场的解释性越来越低。我们专门对美股和港股市场 2010 年至今的表现进行了回归分析。2010 年至 2019 年，标普 500 指数走势与恒指的 R^2 为 0.64，意味着恒指 64% 的股价变动可以被标普 500 指数的变动解释，美股对港股的影响较大。2020 年至 2024 年，两者的 R^2 下降至 0.23，意味着美股对恒指变动的明显下行，但仍有较强的解释性。年初至今，两者的 R^2 为 0.03，意味着美股的变动已基本不能解释恒指走势，简而言之美股市场波动对港股的影响极为有限（图表 7）。

图表 7：标普 500 指数与港股恒生指数走势的回归分析

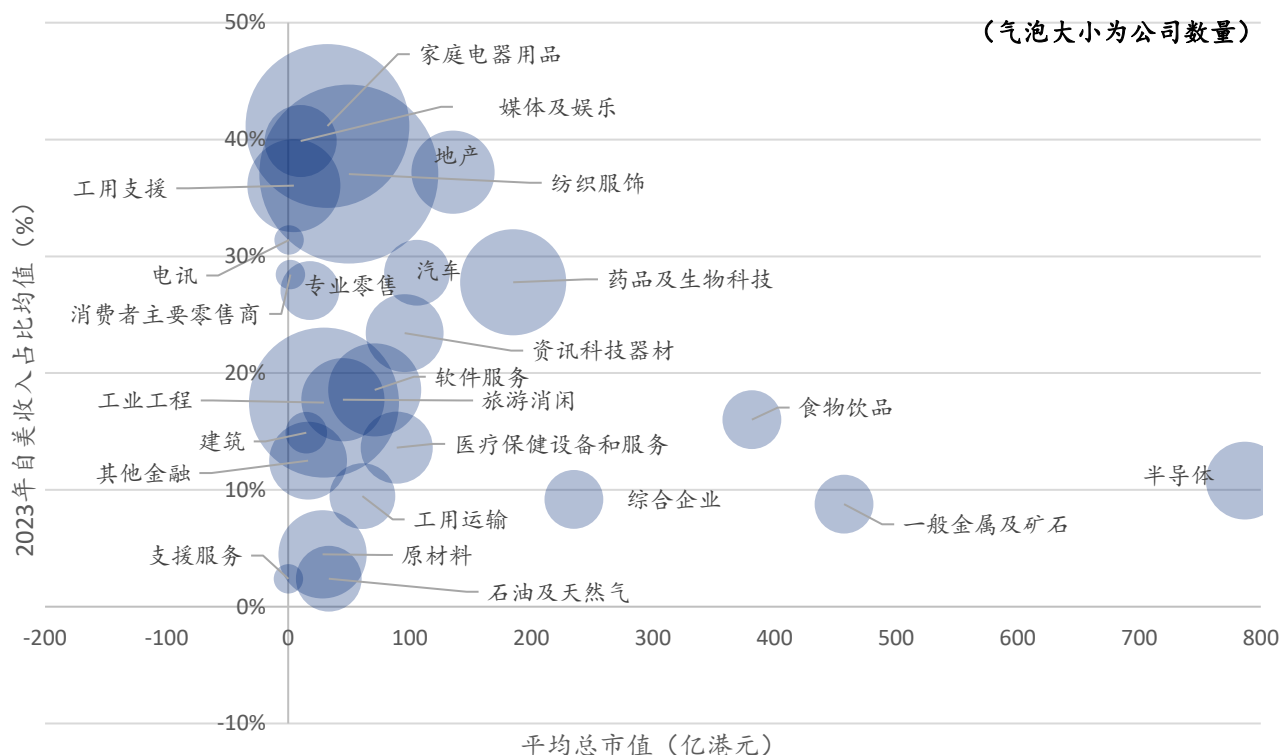


注： R^2 的取值范围在 0 到 1 之间，越接近 1 说明自变量对目标变量的解释性较高。反之，越接近 0 则表示模型对数据的拟合程度较差。资料来源：Bloomberg、浦银国际

出口型企业在港股上市的数量较少，对港股基本面影响有限。我们发现，出口型企业大多在 A 股上市，在港股上市的数量较少。截至 2025 年 4 月 3 日，仅有 225 家港股公司（在港股上市公司数量占比为 8.3%，市值占比为 4.4%）曾在 2023 年年报中披露有来自美国的收入。我们对这 225 家披露有来自美国收入的港股公司进行分析，发现在 2023 年他们来自美国的收入在港股所有上市公司的总收入占比仅为 0.6%。从行业上看，美国收入占比最高的前三大行业为家用电器、媒体娱乐、地产，占比分别为 41.2%、39.9%、37.2%。披露有美国收入数量最多的行业为纺织服饰、家用电器和工业工程，分别有 37 家、31 家和 26 家。从平均市值上看，这些公司的市值大多低于 200 亿港元，属于中型公司，而市值最大的是半导体行业（图表 8）。因此，虽然

美国对华加征关税对港股情绪面会产生一定的影响，但对实际基本面的影响十分有限。

图表 8：来自美国收入占比较高的行业为家庭电器、媒体娱乐、地产、纺织服饰等（2023 年）



注：数据基于在 2023 年财报中有披露来自美国收入的 225 家港股上市公司。行业分类为恒生行业分类。

资料来源：Bloomberg、浦银国际

● 短期投资策略该如何调整？

短期不确定性上升背景下，建议加大红利端的权重。短期来看，在特朗普发布“对等关税”政策后，部分国家的反制措施或将陆续出台，预计接下来将进入关税的谈判阶段，不确定性将会大幅上升，市场避险情绪升温，将会加大市场波动。因此，在市场情绪走弱，可加大杠铃结构中红利端的配置权重，其不但能提供稳定的现金流、抵御市场波动，还能提供额外的收益。选股上，红利端聚焦现金流稳健、分红可持续、估值偏低的行业，适当规避周期性行业。然而，如果后续关税谈判出现积极的信号，推动市场情绪回暖，可加大杠铃结构中科技端的配置权重，有望增加组合的成长性，提升投资回报。选股上，科技端精选具备护城河的 AI 龙头公司，同时关注 AI 产业链中技术层和应用层的机会。

免责声明

本报告之收取者透过接受本报告(包括任何有关的附件),表示及保证其根据下述的条件下有权获得本报告,且同意受此中包含的限制条件所约束。任何没有遵循这些限制的情况可能构成法律之违反。

本报告是由从事证券及期货条例(香港法例第 571 章)中第一类(证券交易)及第四类(就证券提供意见)受规管活动之持牌法国-浦银国际证券有限公司(统称“浦银国际证券”)利用集团信息及其他公开信息编制而成。所有资料均搜集自被认为是可靠的来源,但并不保证数据之准确性、可信性及完整性,亦不会因资料引致的任何损失承担任何责任。报告中的资料来源除非另有说明,否则信息均来自本集团。本报告的内容涉及到保密数据,所以仅供阁下为其自身利益而使用。除了阁下以及受聘向阁下提供咨询意见的人士(其同意将本材料保密并受本免责声明中所述限制约束)之外,本报告分发给任何人均属未经授权的行为。

任何人不得将本报告内任何信息用于其他目的。本报告仅是为提供信息而准备的,不得被解释为是一项关于购买或者出售任何证券或相关金融工具的要约邀请或者要约。阁下不应将本报告内容解释为法律、税务、会计或投资事项的专业意见或为任何推荐,阁下应当就本报告所述的任何交易涉及的法律及相关事项咨询其自己的法律顾问和财务顾问的意见。本报告内的信息及意见乃于文件注明日期作出,日后作修改而不另通知,亦不一定会更新以反映文件日期之后发生的进展。本报告并未包含公司可能要求的所有信息,阁下不应仅仅依据本报告中的信息而作出投资、撤资或其他财务方面的任何决策或行动。除关于历史数据的陈述外,本报告可能包含前瞻性的陈述,牵涉多种风险和不确定性,该等前瞻性陈述可基于一些假设,受限于重大风险和不确定性。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映浦银国际证券的立场。浦银国际控股有限公司及其附属公司、关联公司(统称“浦银国际”)及/或其董事及/或雇员,可能持有在本报告内所述或有关公司之证券、并可能不时进行买卖。浦银国际或其任何董事及/或雇员对投资者因使用本报告或依赖其所载信息而引起的一切可能损失,概不承担任何法律责任。

浦银国际证券建议投资者应独立地评估本报告内的资料,考虑其本身的特定投资目标、财务状况及需要,在参与有关报告中所述公司之证券的交易前,委任其认为必须的法律、商业、财务、税务或其它方面的专业顾问。惟报告内所述的公司之证券未必能在所有司法管辖区或国家或供所有类别的投资者买卖。对部分的司法管辖区或国家而言,分发、发行或使用本报告会抵触当地法律、法则、规定、或其它注册或发牌的规例。本报告不是旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。

美国

浦银国际不是美国注册经纪商和美国金融业监管局(FINRA)的注册会员。浦银国际证券的分析师不具有美国金融监管局(FINRA)分析师的注册资格。因此,浦银国际证券不受美国就有关研究报告准备和分析师独立性规则的约束。

本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法规则 15a-6 定义的“主要机构投资者”,不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人士。接收本报告的美国收件人如想根据本报告中提供的信息进行任何买卖证券交易,都应仅通过美国注册的经纪交易商来进行交易。

英国

本报告并非由英国 2000 年金融服务与市场法(经修订)(「FSMA」)第 21 条所界定之认可人士发布,而本报告亦未经其批准。因此,本报告不会向英国公众人士派发,亦不得向公众人士传递。本报告仅提供给合格投资者(按照金融服务及市场法的涵义),即(i)按照 2000 年金融服务及市场法 2005 年(金融推广)命令(「命令」)第 19(5)条定义在投资方面拥有专业经验之投资专业人士或(ii)属于命令第 49(2)(a)至(d)条范围之高净值实体或(iii)其他可能合法与之沟通的人士(所有该等人士统称为「有关人士」)。不属于有关人士的任何机构和个人不得遵照或倚赖本报告或其任何内容行事。

本报告的版权仅为浦银国际证券所有,未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用,浦银国际证券对任何第三方的该等行为保留追述权利,并且对第三方未经授权行为不承担任何责任。

权益披露

- 1) 浦银国际并没有持有本报告所述公司逾 1%的财务权益。
- 2) 浦银国际跟本报告所述公司在过去 12 个月内并没有任何投资银行业务的关系。
- 3) 浦银国际并没有跟本报告所述公司为其证券进行庄家活动。

评级定义

证券评级定义:

“买入”: 未来 12 个月, 预期个股表现超过同期其所属的行业指数

“持有”: 未来 12 个月, 预期个股表现与同期所属的行业指数持平

“卖出”: 未来 12 个月, 预期个股表现逊于同期其所属的行业指数

行业评级定义 (相对于 MSCI 中国指数):

“超配”: 未来 12 个月优于 MSCI 中国 10%或以上

“标配”: 未来 12 个月优于/劣于 MSCI 中国少于 10%

“低配”: 未来 12 个月劣于 MSCI 中国超过 10%

分析师证明

本报告作者谨此声明: (i) 本报告发表的所有观点均正确地反映作者有关任何及所有提及的证券或发行人的个人观点, 并以独立方式撰写; (ii) 其报酬没有任何部分曾经, 是或将会直接或间接与本报告发表的特定建议或观点有关; (iii) 该等作者没有获得与所提及的证券或发行人相关且可能影响该等建议的内幕信息 / 非公开的价格敏感数据。

本报告作者进一步确定 (i) 他们或其各自的关联人士 (定义见证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则) 没有在本报告发行日期之前的 30 个历日内曾买卖或交易过本报告所提述的股票, 或在本报告发布后 3 个工作日 (定义见《证券及期货条例》(香港法例第 571 章)) 内将买卖或交易本文所提述的股票; (ii) 他们或其各自的关联人士并非本报告提述的任何公司的雇员; 及 (iii) 他们或其各自的关联人士没有拥有本报告提述的证券的任何金融利益。

浦银国际证券机构销售团队

杨增希

essie_yang@spdbi.com

852-2808 6469

浦银国际证券财富管理团队

王玥

emily_wang@spdbi.com

852-2808 6468

浦银国际证券有限公司

SPDB International Securities Limited

网站: www.spdbi.com

地址: 香港轩尼诗道 1 号浦发银行大厦 33 楼

