

全球经济

美国“对等关税”政策影响

特朗普“对等关税”政策目标包括重振美国制造业、增加收入以支持减税和外交施压筹码，但我们认为这些目标很难实现。特朗普的关税政策将引发贸易战，全球经济可能先经历贸易战冲击，再迎来各国贸易磋商与宏观政策对冲。贸易战将打击全球贸易，阻碍供应链活动，推升供应成本，抑制家庭消费与企业投资，导致经济先滞胀后衰退的风险。贸易逆差国作为净消费者，短期内滞胀效应可能比衰退作用更明显，需要加大国内供应链投资；贸易顺差国作为净生产者，短期内衰退作用可能比滞胀效应更明显，需要加大提振国内消费。贸易战可能降低美国 GDP 增速 1-1.5 个百分点，推升 PCE 通胀 0.5-1 个百分点，对经济增长的降低作用比较确定，但对通胀影响更加复杂，通胀可能先升后降，近期供应成本上升作用超过需求收缩效应而推升通胀，远期后者开始超过前者则降低通胀。美债收益率将有所回落，因为经济下行与避险情绪上升的作用超过短期通胀反弹的影响。美债收益率曲线可能平坦化，长债收益率降幅大于短债，预计 10 年国债收益率可能降至今年末 4% 和明年末 3.75%。美股可能进一步下跌，因盈利预期下调和风险偏好下降，标普 500 指数跌破 15% 趋近 20% 衰退警告临界线时，特朗普可能考虑调整关税政策与财政支出收缩计划，加快减税与去监管等正面政策，以修复市场信心。贸易战采用“一对多”模式，美元指数短期将会下跌，待特朗普调整政策顺序后可能再度反弹。我们预计，贸易战将降低中国 GDP 增速 0.5-1 个百分点，降低 CPI 增速 0.2-0.4 个百分点，预计 4、5 月份中国可能降准降息。中美可能启动磋商，6 月双方元首可能会面达成初步协定，中国可能加大财政刺激以提振消费，中国国债收益率、股市与人民币兑美元可能先降后升，预计美元/人民币年末达到 7.40 左右。

■ **政策内容。**特朗普 4 月 2 日宣布的“对等关税”政策包括：1) 对所有贸易伙伴设立 10% “最低基准关税”，美国时间 4 月 5 日凌晨起生效，该政策力度符合预期；2) 对多个贸易伙伴征收更高对等关税，4 月 9 日凌晨起生效，其中对中国、欧盟、日本、韩国、印度、越南、印尼、泰国和南非分别加征 34%、20%、24%、25%、26%、46%、32%、36% 和 30% 的关税，该政策力度超出市场预期；3) 美墨加协定下商品继续享受关税豁免，即对墨西哥和加拿大豁免“对等关税”，该政策好于预期；4) 对所有进口汽车征收 25% 关税周三午夜起生效，对所有进口啤酒征收 25% 关税 4 月 4 日起生效，该政策符合预期。已被征收关税的钢铁、铝和汽车将不再额外加征对等关税，预计很快受到关税调查的铜、制药、半导体与木材产品以及在美国无法获得的黄金和关键矿物可能也不再额外加征对等关税。美国对各贸易伙伴的“对等关税”税率与各贸易伙伴对美贸易逆差/对美进口额比例有关，但加拿大和墨西哥获得特别豁免。美国对各贸易伙伴的“对等关税”税率等于各贸易伙伴对美商品贸易逆差/对美商品出口额，但加拿大和墨西哥获得特别豁免。美国贸易代表办公室提供的“对等关税”计算公式为 $\Delta T = \frac{X-M}{\varepsilon \cdot \phi \cdot M}$ ，其中 X 为贸易伙伴对美商品出口，M 为贸易伙伴对美商品进口， ε 为进口需求的价格弹性设定为 4， ϕ 为进口价格对关税的弹性（关税向进口价格的传递率）设定为 0.25¹。

■ **政策目标。**美国财长贝森特在今年 1 月国会听证会上表示关税政策有三个目标：纠正不公平贸易以重振美国制造业；增加联邦政府收入以支持减税；取代制裁成为外交施压筹码。首先，特朗普团队认为加征关税可以促使美国需

叶丙南, Ph.D

(852) 3761 8967

yebingnan@cmbi.com.hk

刘泽晖

(852) 3761 8957

frankliu@cmbi.com.hk

¹ <https://ustr.gov/issue-areas/reciprocal-tariff-calculations>

求转向国内产品，鼓励跨国公司增加在美投资，促进供应链回流美国，从而提振国内制造业生产与就业。但该目标很难实现，因为制造业已高度全球化，闭关锁国不仅无法振兴美国制造业，还会降低美国制造业竞争力，同时美国缺乏制造业工人、基础原材料和配套供应链。2018-2019 年中美贸易战期间，美国制造业产出年均增速从 2013-2017 年的 0.2% 降至 2018-2019 年的 -0.8%，制造业就业年均增速从 0.9% 升至 1.1%，制造业时薪年均增速从 1.4% 升至 1.6%，而服务业时薪年均增速从 1.7% 降至 1.5%，制造业利润率和竞争力明显下降。其次，特朗普团队认为关税收入可以支持对内减税政策。参议院共和党人提出未来 10 年减税超过 5 万亿美元的方案，其中 3.8 万亿美元用于延续现有但今年底即将到期的减税政策，9,800 亿美元用于新增减税包括恢复已过期的企业税收条款、放宽 1 万美元的州地方税扣除上限、扩大子女税收抵免和免除小费、加班费与社保金的所得税，5,200 亿美元用于增加边境安全和国防开支。白宫贸易与制造高级顾问纳瓦罗称关税可能在未来 10 年增加收入 6-7 万亿美元（他的估算过程可能是按 3.3 万亿美元商品进口额乘以 20% 关税税率计算）。但关税政策的增收效应可能大幅低于预期，因为贸易战将导致商品贸易大幅萎缩和经济衰退风险上升，关税税基大幅下降，而其他税收税基可能受损，最终无法实现大幅增收目标。最后，特朗普团队认为关税是比制裁更好的外交施压手段，因为制裁可能损害美元在国际货币体系中的主导地位。但关税施压的实际效果可能存疑，对严重依赖美国市场的中小型经济体可能起作用，但对内需主导型的超大型经济体可能作用较小。从汇市反应来看，各区域对贸易战脆弱性排序为东南亚>东亚>美国>欧洲。从股市反应来看，各区域对贸易战脆弱性排序为东南亚>美国>欧洲>日韩>中印。

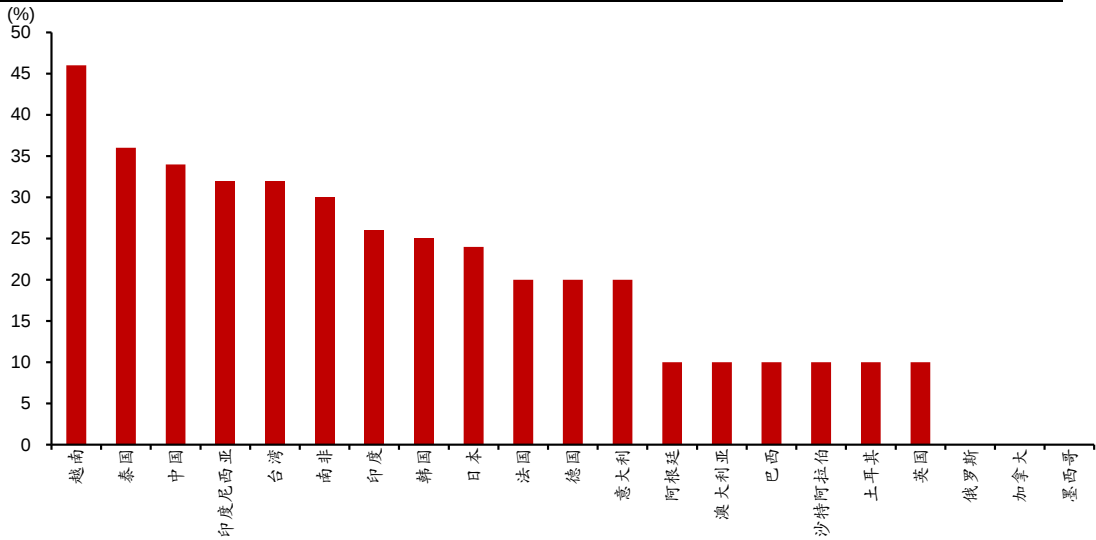
- **对全球经济的影响。**特朗普对等关税落地后，大部分贸易伙伴可能采取边反制边协商的策略，全球经济可能先经历贸易战冲击，再迎来各国贸易磋商和宏观政策对冲。贸易战将打击全球贸易，阻碍供应链活动，推升供应链成本，抑制家庭消费与企业投资，导致经济先滞胀后衰退的风险。贸易逆差国作为净消费者，短期内滞胀效应可能比衰退作用更明显；贸易顺差国作为净生产者，短期内衰退作用可能比滞胀效应更明显。中国香港、新加坡、荷兰等转口贸易中心对全球贸易活动非常敏感，可能受到较大冲击。贸易战将削弱商品需求从而打击能源与基本金属价格，对该类商品依赖较高的经济体也将受到负面影响。关税税率、对美贸易依赖度、外债率、通胀水平（货币政策空间）和政府债务率（财政政策空间）是决定各个经济体对贸易战脆弱度的重要指标。从“对等关税”税率来看，中国>越南、泰国、印尼、中国台湾>日韩>欧洲>英国、澳大利亚、新加坡、拉美，中国、东南亚、中国台湾和日韩受影响相对较大。从对美贸易依赖度来看，越南>中国台湾>韩国>日本>南非>德国>意大利>中国、印度>印尼>巴西>法国、英国。从外债率来看，欧盟>日本>美国>澳大利亚>泰国、越南>中国台湾>印度>中国、韩国、印尼。从通胀水平来看，中国、韩国和印尼货币政策宽松空间相对更大，阿根廷、土耳其、巴西、印度、南非和墨西哥货币政策宽松空间相对更小。从政府债务率来看，印尼、越南、澳大利亚、韩国、中国、德国和印度财政政策宽松空间相对更大，日本、意大利、美国和法国财政政策宽松空间相对更小。

- **对美国经济的影響。**已宣布的“对等关税”将使美国商品进口关税平均税率从 2024 年末的 2.5% 升至 22% 左右，预计未来 12 个月降低美国 GDP 增速 1-1.5 个百分点，推升 PCE 通胀 0.5-1 个百分点。关税对经济增长的降低作用比较确定，但对通胀的作用更加复杂，近期供应成本上升作用超过需求收缩效应，通胀可能上升，但远期需求收缩效应开始超过供应成本上升作用，通胀可能再回落。尽管短期滞胀风险令美联储陷入两难困境，但金融市场动荡和远期衰退风险可能推动美联储比我们之前预期更早降息，预计美联储在观察 2-3 个月经济数据后，可能在 6 月或 7 月再次降息，9 月或 12 月再降息 1 次。由于经济先滞胀再衰退预期，短债收益率降幅小于长债收益率，美债收益率曲线近期将更加平坦化。贸易战将打击企业盈利预期和投资者风险偏

好，美股可能进一步下跌，标普 500 指数跌破 15% 趋近 20% 发出经济衰退警告后，特朗普团队可能考虑与贸易伙伴磋商调整关税计划，并加快减税与去监管等正面政策，以修复市场信心。在“一对一”贸易战模式下，美国单挑任一贸易伙伴均相对占优，但在“一对多”贸易战模式下，美国将不再相对占优，贸易战对美国的负面影响将超过对欧元区和日本的负面影响，加上美欧财政政策分化和美日货币政策分化，美元指数短期内可能走弱，未来某个时刻如果特朗普调整关税政策和财政收缩，那么美元可能再度反弹。

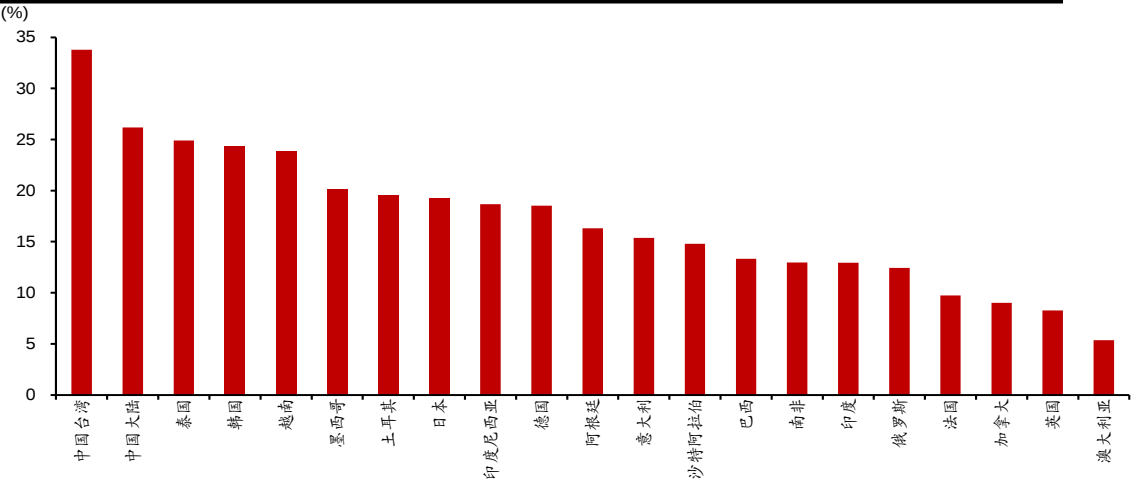
- **对中国经济的影响。**贸易战通过打击出口和削弱信心，将降低中国经济增速，加剧中国通缩压力，加快中国宏观政策进一步宽松。“对等关税”和贸易伙伴反制将在未来 12 个月降低中国 GDP 增速 0.5-1 个百分点，降低中国 CPI 增速 0.2-0.4 个百分点。相比特朗普 1.0 时代，美国对华关税的直接影响大幅下降，中国在美国商品进口来源中份额已从 2017 年的 21.6% 降至今年首两个月的 13%，同期美国在中国商品出口市场中份额则从 19% 降至 14%。但美国此次“对等关税”针对更多贸易伙伴包括大部分大型经济体，将显著削弱全球经济与外需前景，可能降低中国商品出口增速 3 个百分点，降低中国制造业投资增速 0.5 个百分点。预计 4、5 月份中国可能降准降息，中美可能启动磋商，6 月双方元首可能会面达成初步协定，中国可能加大财政刺激以提振消费，中国国债收益率、股市与人民币兑美元可能先降后升，预计美元/人民币年末达到 7.40 左右。

图 1:美国对主要贸易伙伴计划加征的“对等关税”税率



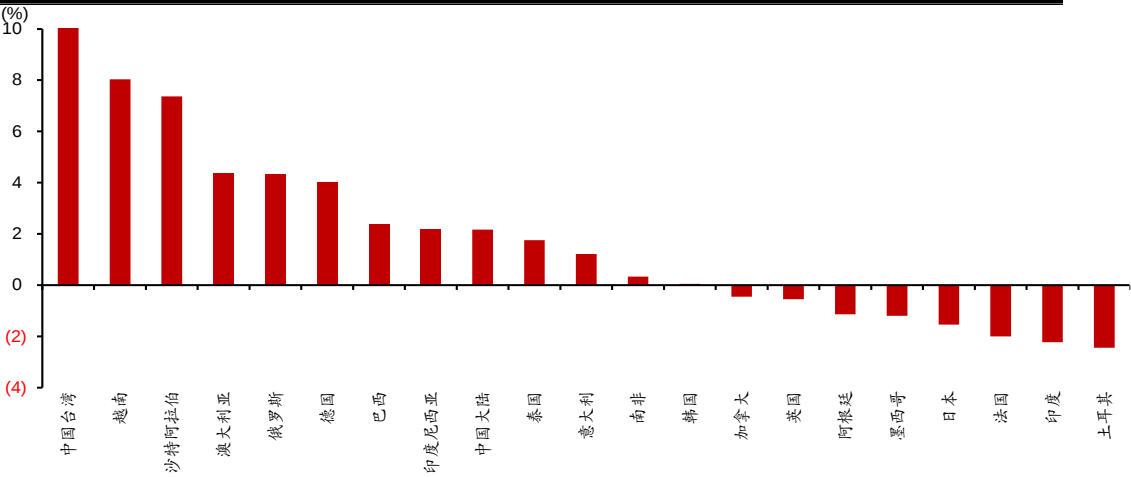
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 2: 2023 年制造业增加值占 GDP%



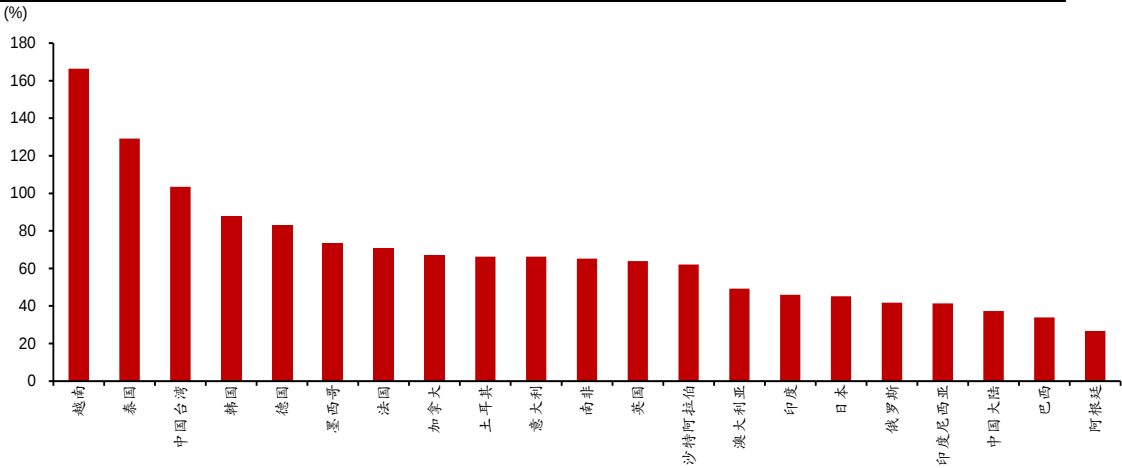
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 3: 2023 年商品贸易顺差占 GDP%



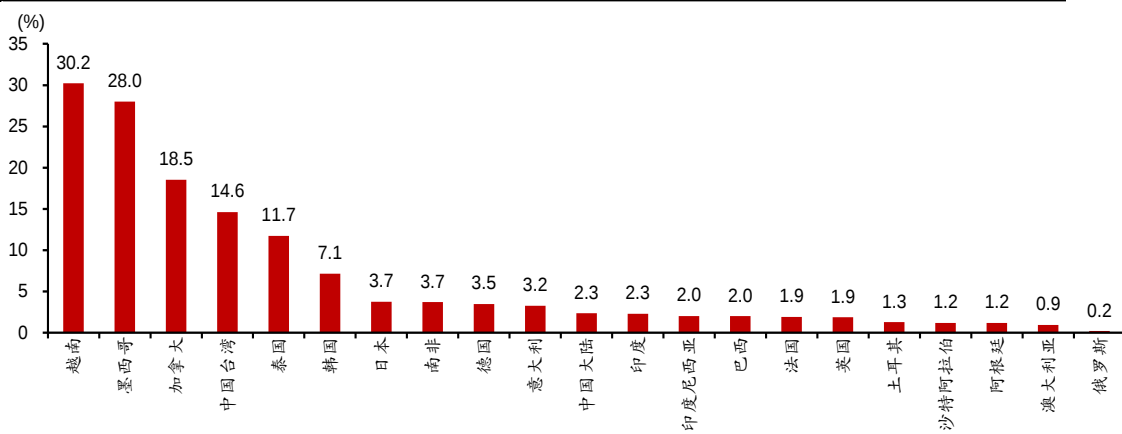
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 4: 2023 年商品进出口总额占 GDP%



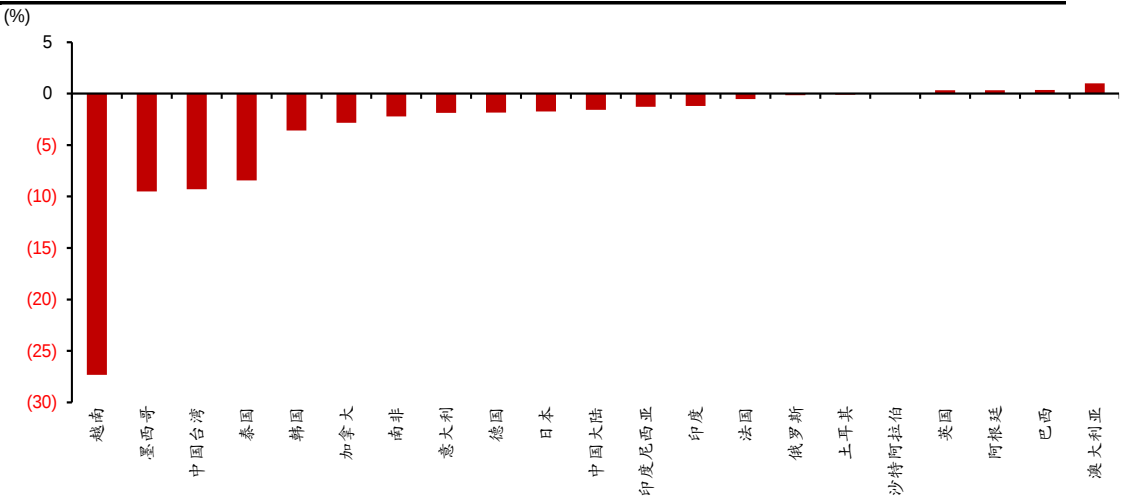
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 5: 2024 年对美商品出口占 GDP%



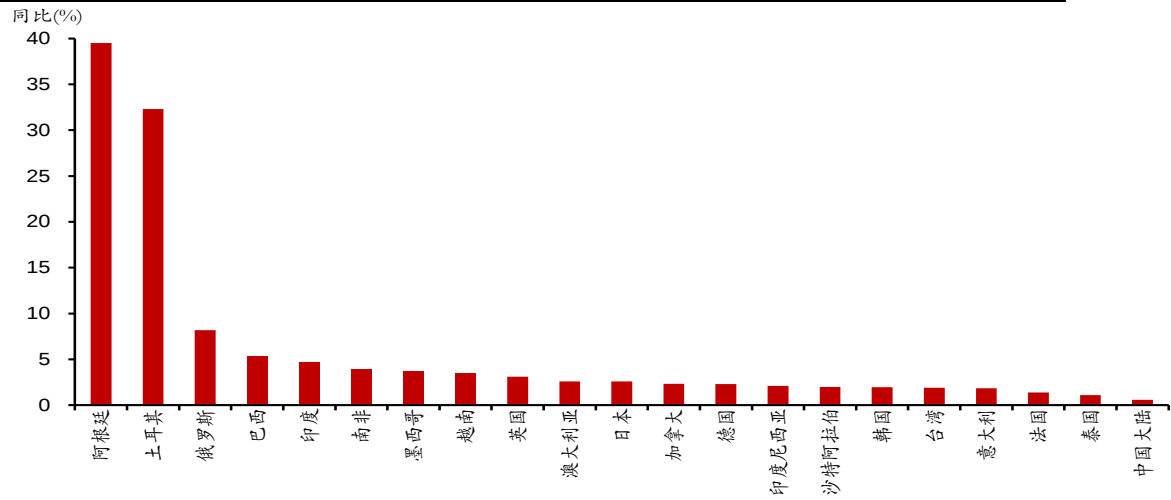
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 6: 2024 年对美商品贸易差额占 GDP%



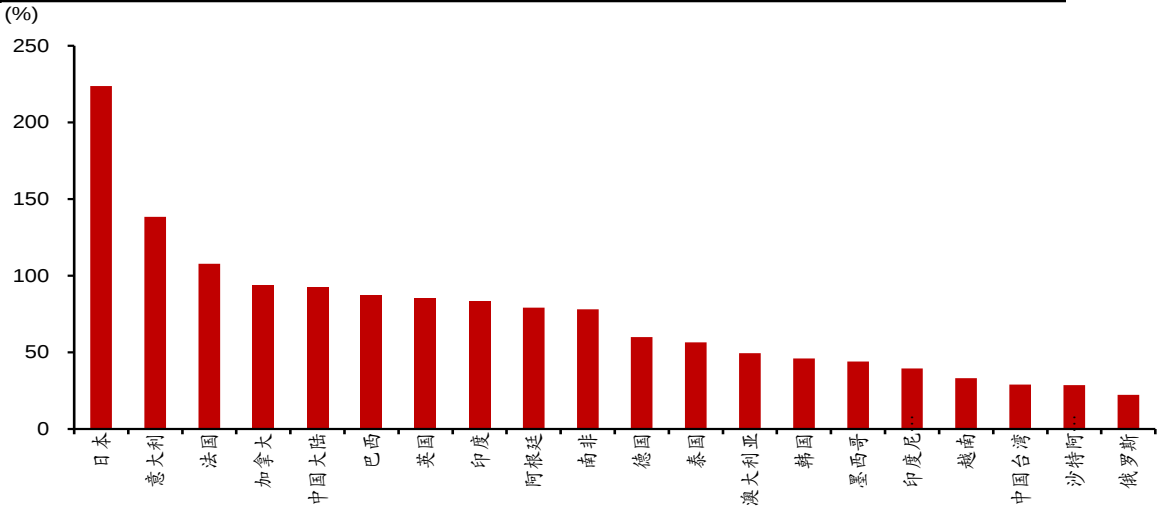
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 7: 2025 年 CPI 增速中值



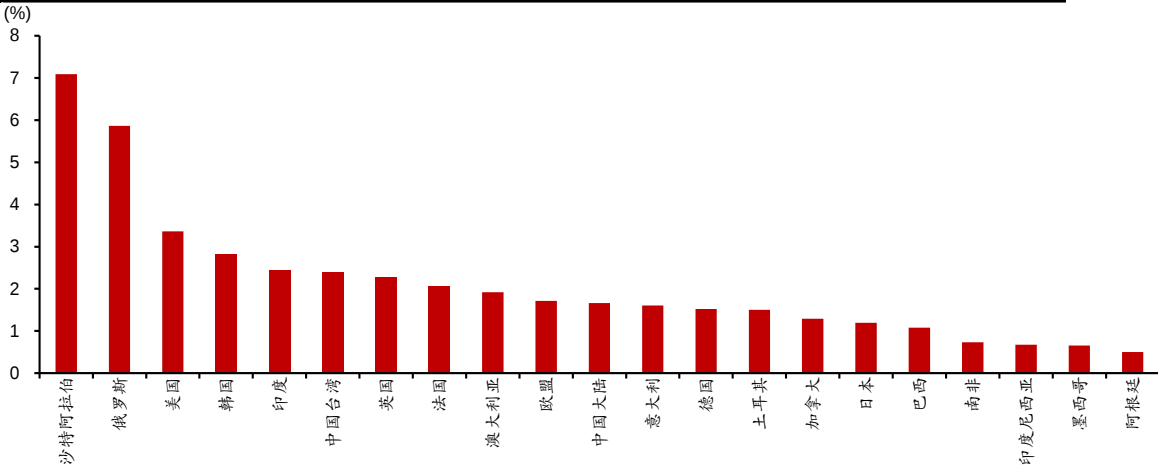
资料来源：彭博，招银国际环球市场

图 8: 2024 年政府债务占 GDP%



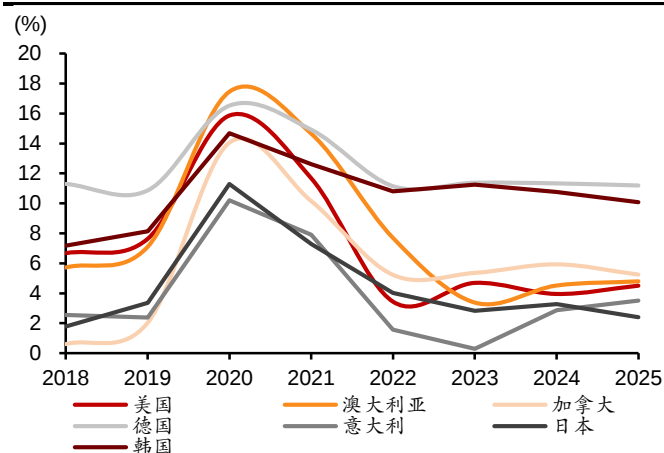
资料来源：Wind，招银国际环球市场

图 9: 2023 年国防支出占 GDP%



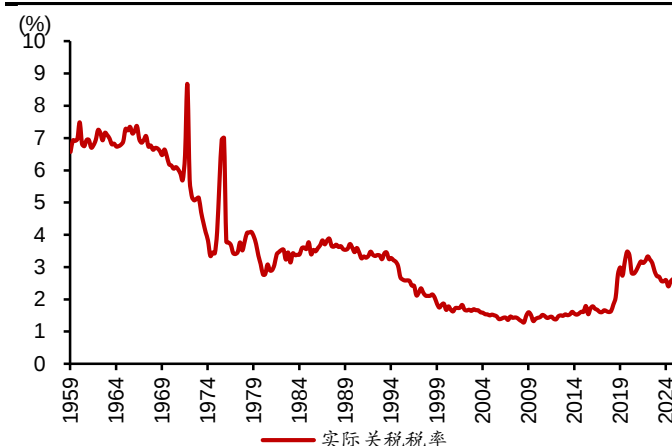
资料来源：Wind，招银国际环球市场

图 10: 家庭储蓄率



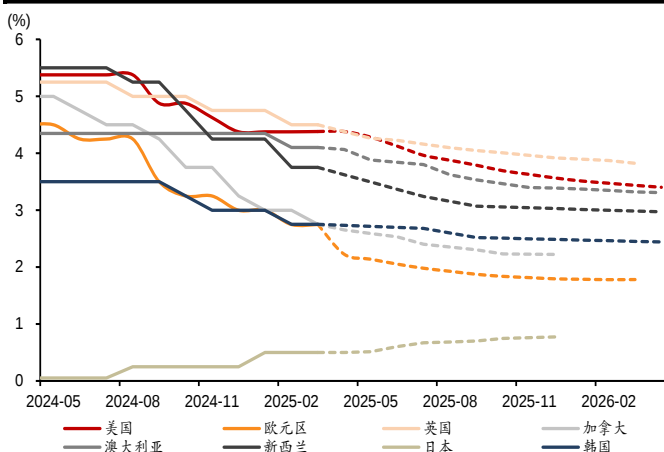
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 11: 美国实际进口关税税率



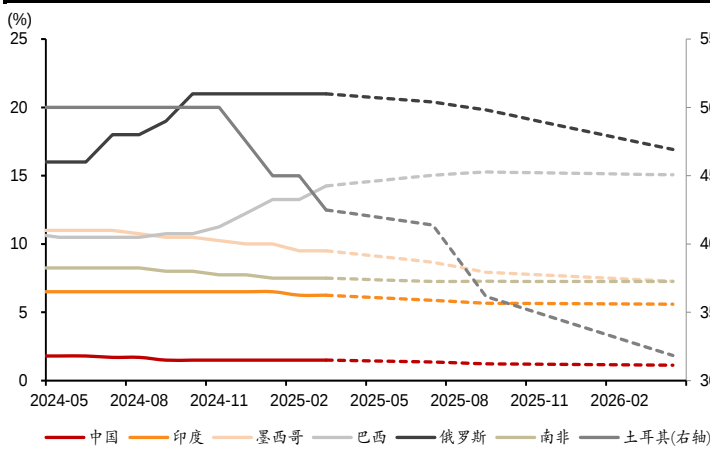
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 12: 主要发达国家货币政策预期



资料来源: 彭博, 招银国际环球市场

图 13: 主要发展中国家货币政策预期



资料来源: 彭博, 招银国际环球市场

图 14: 美股在 2018-2019 年贸易战反应

	22/03/2018		10/11/2019	1/24/2020
	宣布关税后最大跌幅		至达成协议前涨跌幅	协议后至新冠前反弹幅度
标普300	(12.2)	12/21/2018	7.3	11.6
信息技术	(14.7)	12/21/2018	16.1	21.0
金融	(21.0)	12/21/2018	(5.1)	10.6
医疗	(6.8)	3/23/2018	5.4	14.4
可选消费	(11.9)	12/21/2018	11.8	5.7
通讯服务	(14.3)	12/21/2018	7.1	12.9
工业	(18.7)	12/21/2018	(1.0)	10.4
必选消费	(7.6)	5/18/2018	14.8	3.7
能源	(17.5)	8/23/2019	(14.9)	1.4
公用事业	(4.0)	6/8/2018	28.9	5.5
房地产	(3.8)	3/23/2018	26.2	1.7
原材料	(17.8)	12/21/2018	(4.8)	6.3

资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 15: 港股在 2018-2019 年贸易战反应

	22/3/2018		10/11/2019	1/17/2020
	宣布关税后最大跌幅		至达成协议前涨跌幅	协议后至新冠前反弹幅度
恒生指数	(21.5)	10/26/2018	(18.0)	12.5
可选消费	(33.5)	10/26/2018	(26.5)	16.1
综合	(25.3)	10/4/2019	(25.3)	8.5
必选消费	(21.7)	1/4/2019	(1.1)	8.2
能源	(17.1)	8/16/2019	(15.1)	7.3
金融	(21.6)	10/26/2018	(20.2)	11.7
医疗	(37.7)	1/4/2019	(20.5)	17.9
工业	(29.6)	8/16/2019	(23.2)	20.6
信息技术	(44.0)	10/26/2018	(32.5)	24.8
原材料	(43.5)	10/4/2019	(43.5)	17.7
地产建筑	(23.2)	10/26/2018	(13.8)	14.8
通讯服务	(4.1)	7/20/2018	(2.5)	(0.9)
公共事业	(8.4)	10/26/2018	(4.8)	6.1

资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 16: A 股在 2018-2019 年贸易战反应

	22/3/2018		10/11/2019	1/10/2020
	宣布关税后 最大跌幅		至达成协议 前涨跌幅	协议后至新冠 前反弹幅度
沪深300	(25.8)	12/28/2018	(6.0)	9.1
金融	(20.1)	12/28/2018	(0.3)	7.1
工业	(26.0)	10/19/2018	(14.0)	6.4
信息技术	(39.5)	12/28/2018	(13.4)	19.4
必选消费	(25.6)	11/23/2018	33.7	4.1
可选消费	(34.5)	1/4/2019	(18.1)	16.8
原材料	(35.8)	1/4/2019	(28.6)	17.0
医疗	(28.8)	1/4/2019	(4.8)	9.5
通讯服务	(35.5)	10/12/2018	(14.6)	10.6
公用事业	(15.2)	11/23/2018	(6.3)	(1.6)
能源	(23.6)	8/9/2019	(21.7)	2.9

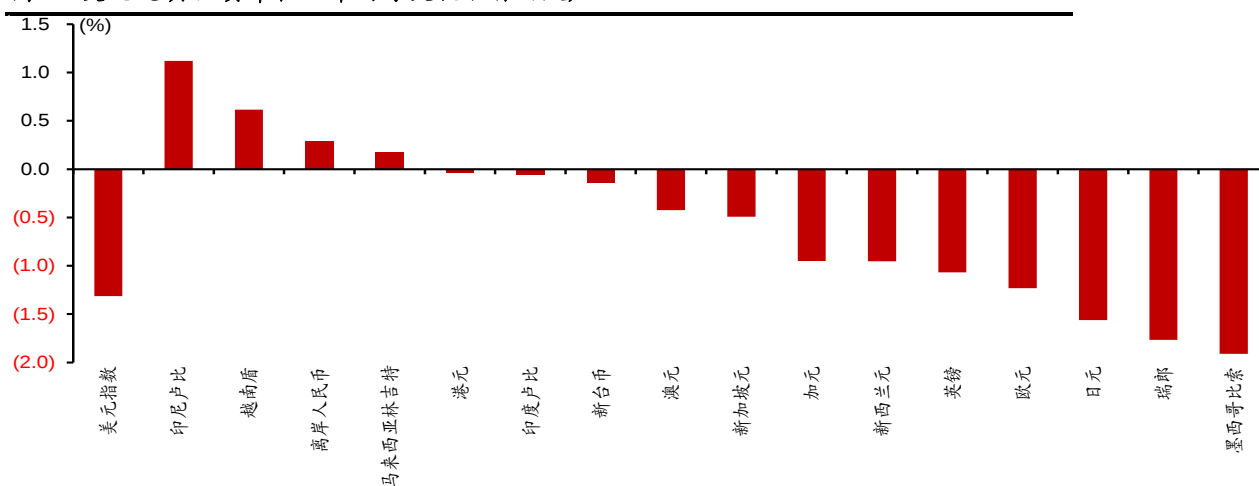
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 17: 2 月 1 日美国宣布对中加墨关税后首日反应

	股市	十年期国债收益率
阿根廷	(3.1)	(0.6)
澳大利亚	(1.8)	(1.1)
巴西	(0.1)	(2.1)
加拿大	(1.1)	0.3
中国	(0.6)	(0.8)
法国	(1.2)	(2.9)
德国	(1.4)	(3.1)
印度	(0.6)	(0.5)
印尼	(1.1)	1.0
意大利	(0.7)	(1.4)
日本	(2.7)	0.4
韩国	(2.5)	(0.6)
墨西哥	(0.1)	(1.2)
沙特阿拉伯	(0.3)	0.0
南非	(0.4)	0.7
土耳其	(2.3)	2.5
英国	(1.0)	(1.1)
美国	(0.8)	0.4

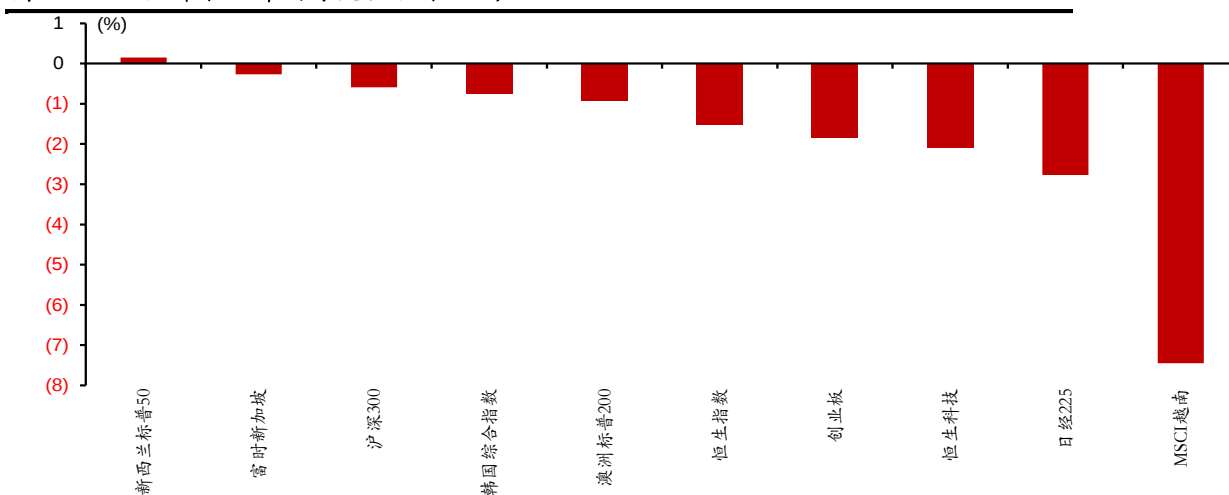
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 18: 美元兑其他货币在宣布对等关税后首日反应



资料来源: Wind, 招银国际环球市场; 截至 4 月 3 日北京时间下午 16:30

图 19: 亚太股市在宣布对等关税后首日反应



资料来源: Wind, 招银国际环球市场

免责声明及披露

分析员声明

负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，就本报告所提及的证券及其发行人做出以下声明：（1）发表于本报告的观点准确地反映关于他们个人对所提及的证券及其发行人的观点；（2）他们的薪酬在过往、现在和将来与发表在报告上的观点并无直接或间接关系。

此外，分析员确认，无论是他们本人还是他们的关联人士（按香港证券及期货事务监察委员会操作守则的相关定义）（1）并没有在发表研究报告 30 日前处置或买卖该等证券；（2）不会在发表报告 3 个工作日内处置或买卖本报告中提及的该等证券；（3）没有在有关香港上市公司内任职高级人员；（4）并没有持有有关证券的任何权益。

招银国际环球市场投资评级

买入	：股价于未来 12 个月的潜在涨幅超过 15%
持有	：股价于未来 12 个月的潜在变幅在-10%至+15%之间
卖出	：股价于未来 12 个月的潜在跌幅超过 10%
未评级	：招银国际证券并未给予投资评级

招银国际环球市场行业投资评级

优于大市	：行业股价于未来12个月预期表现跑赢大市指标
同步大市	：行业股价于未来12个月预期表现与大市指标相若
落后大市	：行业股价于未来 12 个月预期表现跑输大市指标

招银国际环球市场有限公司

地址：香港中环花园道 3 号冠君大厦 45 楼 电话：(852) 3900 0888 传真：(852) 3900 0800

招银国际环球市场有限公司(“招银国际环球市场”)为招银国际金融有限公司之全资附属公司(招银国际金融有限公司为招商银行之全资附属公司)

重要披露

本报告内所提及的任何投资都可能涉及相当大的风险。报告所载数据可能不适合所有投资者。招银国际环球市场不提供任何针对个人的投资建议。本报告没有把任何人的投资目标、财务状况和特殊需求考虑进去。而过去的表现亦不代表未来的表现，实际情况可能和报告中所载的大不相同。本报告中所提及的投资价值或回报存在不确定性及难以保证，并可能会受目标资产表现以及其他市场因素影响。招银国际环球市场建议投资者应该独立评估投资和策略，并鼓励投资者咨询专业财务顾问以便作出投资决策。

本报告包含的任何信息由招银国际环球市场编写，仅为本公司及其关联机构的特定客户和其他专业人士提供的参考数据。报告中的信息或所表达的意见皆不可作为或被视作证券出售要约或证券买卖的邀请，亦不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司及其雇员不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。我们不对因依赖本报告所载资料采取任何行动而引致之任何直接或间接的错误、疏忽、违约、不谨慎或各类损失或损害承担任何的法律上责任。任何使用本报告信息所作的投资决策完全由投资者自己承担风险。

本报告基于我们认为可靠且已经公开的信息，我们力求但不担保这些信息的准确性、有效性和完整性。本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整，且不承诺作出任何相关变更的通知。本公司可发布其它与本报告所载资料及/或结论不一致的报告。这些报告均反映报告编写时不同的假设、观点及分析方法。客户应该小心注意本报告中所提及的前瞻性预测和实际情况可能有显著区别，唯我们已合理、谨慎地确保预测所用的假设基础是公平、合理。招银国际环球市场可能采取与报告中建议及/或观点不一致的立场或投资决定。

本公司或其附属关联机构可能持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并不时自行及/或代表其客户进行交易或持有该等证券的权益，还可能与这些公司具有其他投资银行相关业务联系。因此，投资者应注意本报告可能存在的客观性及利益冲突的情况，本公司将不会承担任何责任。本报告版权仅为本公司所有，任何机构或个人于未经本公司书面授权的情况下，不得以任何形式翻版、复制、转售、转发及或向特定读者以外的人士传阅，否则有可能触犯相关证券法规。

如需索取更多有关证券的信息，请与我们联系。

对于接收此份报告的英国投资者

本报告仅提供给符合(I)不时修订之英国 2000 年金融服务及市场法令 2005 年(金融推广)令(“金融服务令”)第 19(5) 条之人士及(II) 属金融服务令第 49(2) (a) 至(d) 条(高净值公司或非公司社团等)之机构人士，未经招银国际环球市场书面授权不得提供给其他任何人。

对于接收此份报告的美国投资者

招银国际环球市场不是在美国的注册经纪交易商。因此，招银国际环球市场不受美国就有关研究报告准备和研究分析员独立性的规则的约束。负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，未在美国金融业监管局(“FINRA”)注册或获得研究分析师的资格。分析员不受旨在确保分析师不受可能影响研究报告可靠性的潜在利益冲突的相关 FINRA 规则的限制。本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法(经修订)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。

对于在新加坡的收件人

本报告由 CMBI (Singapore) Pte. Limited (CMBISG) (公司注册号 201731928D) 在新加坡分发。CMBISG 是在《财务顾问法案》(新加坡法例第 110 章)下所界定，并由新加坡金融管理局监管的豁免财务顾问公司。CMBISG 可根据《财务顾问条例》第 32C 条下的安排分发其各自的外国实体，附属机构或其他外国研究机构编制的报告。如果报告在新加坡分发给非《证券与期货法案》(新加坡法例第 289 章)所定义的认可投资者，专家投资者或机构投资者，则 CMBISG 仅会在法律要求的范围内对这些人士就报告内容承担法律责任。新加坡的收件人应致电 (+65 6350 4400) 联系 CMBISG，以了解由本报告引起或与之相关的事宜。