

2025 年 2 月 6 日

全球宏观

关税重启：外部环境 with 内部预期

特朗普 2.0 版本的加征关税正式启动。2025 年 2 月 1 日，美国白宫宣布对加拿大和墨西哥征收 25% 关税、对中国征收 10% 关税，并于 2 月 4 日正式生效，标志着 2.0 版本的加征关税正式启动。此次加征关税的内容与特朗普两个月前在社交媒体上宣布的内容保持一致，而加征关税的节奏快于市场预期。同时，加拿大和墨西哥随即对美国进行报复性关税反制。但仅时隔一天之后，即 2 月 3 日，美国便决定暂停对加拿大和墨西哥加征关税一个月，且称三方就移民与毒品管制等问题达成协议。

李少金

Evan.Li@bocomgroup.com
(852) 3766 1849

钱昊

Alan.Qian@bocomgroup.com
(852) 3766 1853

中方的影响与应对？美国对加拿大及墨西哥暂停加征关税后，市场亦预期中美双方将就关税展开沟通。与此同时，中国已宣布对美国部分商品加征 10%-15% 的关税，于 2 月 10 日起实施，且加强对稀土等资源的出口管制，以及启动对谷歌的反垄断调查等反制措施，以增加后续的谈判筹码。至 2 月 4 日，针对中国加征的 10% 关税已生效，尽管此次关税低于此前特朗普宣称的 60%，且低于加、墨两国的 25%，但自 2018 年贸易战以来，美国对华平均关税有效税率已接近 20%，而位于北美自由贸易协定的加拿大和墨西哥有效税率均不足 1%。与此同时，特朗普通过行政命令取消了对单笔低于 800 美元货品的免税政策也于 2 月 4 日正式生效。

特朗普新政府加征关税的指向主要贸易逆差国。特朗普率先对中国、墨西哥、加拿大三国加征关税，其核心还是反映了“美国优先”，意图改善贸易逆差和引导制造业回流本土。中国、墨西哥、加拿大是美国三个最大、也是最重要的贸易伙伴，三者合计占美国进口近 45%，也是美国贸易逆差的主要来源，合计占其贸易逆差的比例超过 60%。而另一大主要进口地区和贸易逆差来源为欧盟，特朗普近期已透露计划将对欧盟加征关税。

特朗普短期进一步对中国加征关税的可能性不高，但仍有后手。虽然目前落地的 10% 关税远低于最初提出的 60% 方案，但市场普遍预期，随着谈判与局势变化，对华关税水平仍有进一步上调的压力。短期来看，考虑到美国当前通胀回落已趋于停滞，加之关税能迅速传导成本效应，可能迅速推高美国消费品价格，从而对进一步大幅加征关税构成“软约束”。但值得注意的是，特朗普对华关税的诉求还牵扯到制造业回流、TikTok 争议以及金砖国家非美元化等更广泛的因素，而这些因素均有可能成为未来提高关税的催化剂。此外，特朗普内阁整体支持加征关税，使得进一步提升关税的政治阻力较为有限。特朗普关税影响以及中国的应对可参考我们此前报告 [《特朗普 2.0 的确定性与不确定性再审视》](#)。

全球风险偏好回落，但资本市场对加征关税潜在影响消化仍存不足。在 2 月 1 日美国宣布对中、墨、加加征关税后，全球股市均出现了一定程度的调整，尽管暂停加征关税的消息发布后，市场迅速反弹，但仍可反映出此次加征关税超乎市场所料。尽管近半年以来，特朗普加征关税的消息甚嚣尘上，投资者对关税冲击和威胁似乎已有所脱敏，并普遍接受关税只是特朗普实现战略目标的一种手段，而非最终目的，而由此在资产层面对相关利空影响消化不足。我们预计特朗普后续仍将按计划对欧盟等地区逐步提高关税水平，从而继续压制全球的风险偏好，并推升美元维持相对偏强的表现，而非美货币可能承受一定的压力。而美债利率则可能在再通胀、经济增长前景、财政赤字等作用下，易上难下。我们对美债利率短期与中长期的详细分析可参考 [《美债利率“三重门”：经济韧性、供给压力与政策预期》](#)。

外部环境下，内部预期仍有支撑。特朗普新一轮关税预计短期对中国出口及人民币汇率造成一定影响，港股后续可能面临关税带来之波动。但与 2018 年贸易战所处阶段不同的是，当前市场对关税已有预期，情绪冲击较为有限，且港股目前整体估值水平较低，具有一定的抗压能力。同时，市场仍有望受到两大利好因素的持续提振。其一，DeepSeek 引领下科网板块经历估值重塑；其二，两会定于 3 月 5 日召开，预期更加积极的财政政策或将为股市提供支撑。

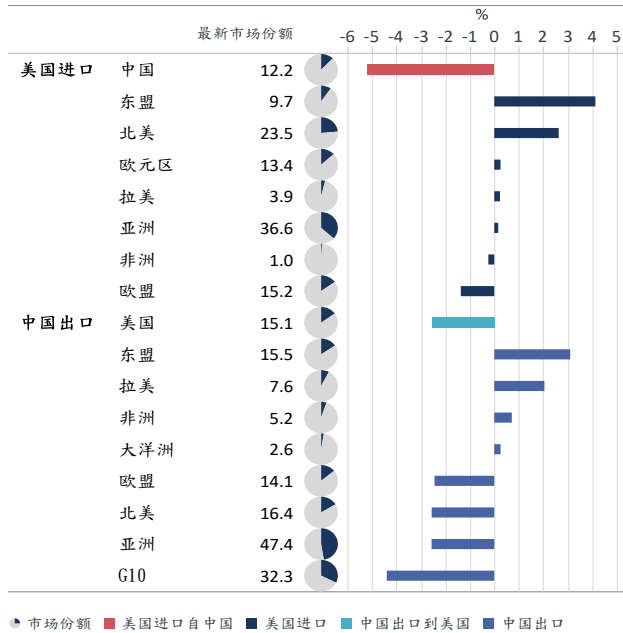
行业配置：回顾 2018 年贸易战，通信、能源及公用事业等高股息板块受影响有限，而高弹性的科技、医疗、消费，以及工业板块波动较大。在当前市场面临不确定性下，我们建议以高股息板块作为防御性底仓，重点关注电力公用事业、电信运营商、银行等现金流稳定、股息率具备吸引力的板块。科技创新主线方面，我们继续看好 AI 及科网板块，特别是在 DeepSeek 等国产大模型推动下，AI 基础设施提供商和算力相关标的正迎来估值重塑窗口，建议重点布局具备技术积累和商业化能力的龙头企业。半导体产业链亦值得关注，尤其是在产业链本地化进程加速的背景下，具备进口替代潜力的本土芯片设计企业机会明显。

图表 1: 特朗普 2.0 时期的关税时间线

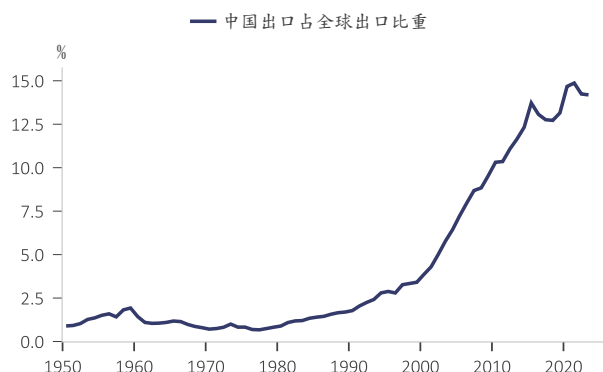
时间	事件	行动方
2023/8/1	特朗普接受采访时表示，如果自己再次当选总统，将对进入美国市场的所有商品征收 10% 的“普遍基准关税”	美国
2024/1/1	特朗普私下与其顾问团队讨论了对所有中国进口商品征收 60% 统一关税的可能性，并在之后的采访中确认了该信息	美国
2025/1/20	特朗普正式上任当天未提对华加关税，但提到对加拿大和墨西哥加征 25% 的关税	美国
2025/1/22	特朗普称美国政府正在讨论从 2 月 1 日起对从中国进口的商品加征 10% 的关税	美国
2025/1/24	美国总统特朗普在采访中表示宁愿不对中国加征关税	美国
2025/2/1	美国总统特朗普签署行政命令，宣布自 2 月 4 日起，对从加拿大和墨西哥进口的商品征收 25% 的关税（对从加拿大进口的原油和能源，征收 10% 的关税），对从中国进口的所有商品加征 10% 关税。除此之外，同时取消价值低于 800 美元的包裹关税豁免政策	美国
2025/2/1	加拿大和墨西哥宣布对美国进口商品额外征收 25% 的对等反制关税	加拿大、墨西哥
2025/2/3	特朗普同意暂停 30 天对加拿大和墨西哥征收关税，两国承诺加强边境执法	美国、加拿大、墨西哥
2025/2/4	中国国务院关税税则委员会发布公告，宣布自 2025 年 2 月 10 日起，对共计 80 项原产于美国的进口商品加征 10% 至 15% 的关税，其中： 1. 对煤炭、液化天然气加征 15% 关税 2. 对原油、农业机械、大排量汽车、皮卡加征 10% 关税 3. 对原产于美国的附件所列进口商品，在现行适用关税税率基础上分别加征相应关税，现行保税、减免税政策不变，此次加征的关税不予减免	中国

资料来源: 交银国际

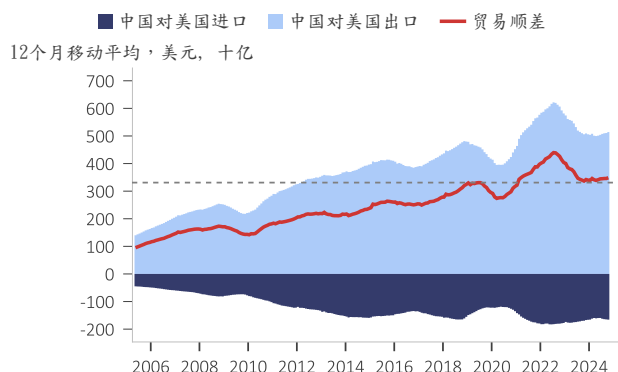
图表 2: 美国进口及中国出口: 最新份额及自 2018 年市场份额的变化



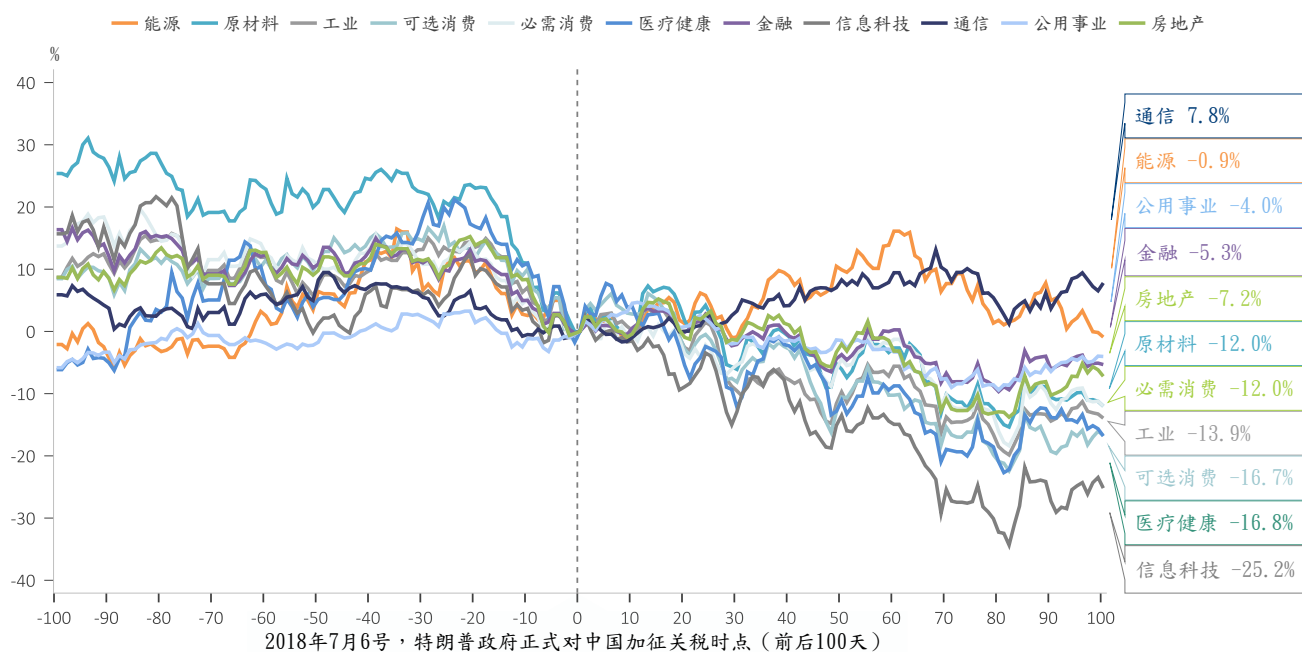
资料来源: Macrobond, 交银国际

图表 3: 中国出口占全球出口的比重在 2023 年已达到 14.2%


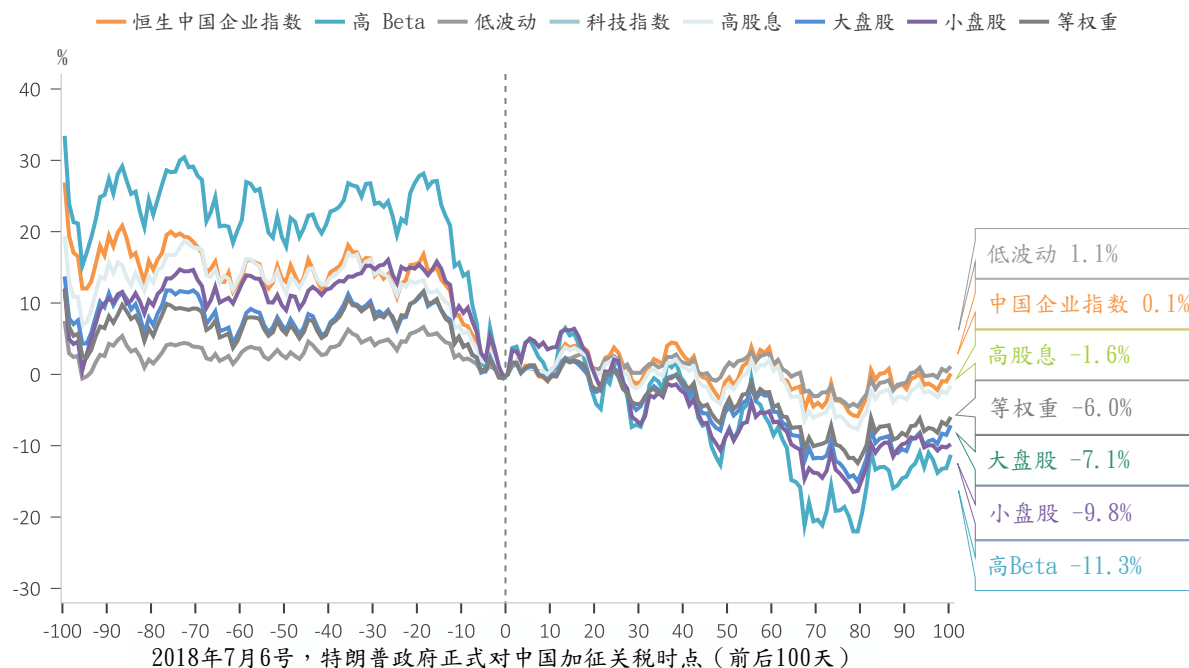
资料来源: Macrobond, 交银国际

图表 4: 中国保持对美国的贸易顺差，当前顺差规模与贸易战前相当，约 3100 亿美元


资料来源: Macrobond, 交银国际

图表 5: 港股行业板块在 2018 年贸易战时期的表现: 通信、能源及公用事业板块具韧性


资料来源: Macrobond, 交银国际

图表 6: 港股风格指数在 2018 年贸易战时期下的表现: 低波动风格表现较佳


资料来源: Macrobond, 交银国际

交銀國際

香港中环德辅道中 68 号万宜大厦 10 楼
总机: (852) 3766 1899 传真: (852) 2107 4662

评级定义

分析员个股评级定义：

买入：预期个股未来12个月的总回报**高于**相关行业。

中性：预期个股未来12个月的总回报与相关行业**一致**。

沽出：预期个股未来12个月的总回报**低于**相关行业

无评级：对于个股未来12个月的总回报与相关行业的比较，分析员**并无确信观点**。

分析员行业评级定义：

领先：分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现相对于大盘标杆指数**具吸引力**。

同步：分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现与大盘标杆指数**一致**。

落后：分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现相对于大盘标杆指数**不具吸引力**。

香港市场的标杆指数为**恒生综合指数**，A股市场的标杆指数为**MSCI 中国A股指数**，美国上市中概股的标杆指数为**标普美国中概股50（美元）指数**

分析员披露

本研究报告之作者，兹作以下声明：i) 发表于本报告之观点准确地反映关于他们个人对所提及的证券或其发行者之观点；及ii) 他们之薪酬与发表于报告上之建议/观点并无直接或间接关系；iii) 对于提及的证券或其发行者，他们并无接收到可影响他们的建议的内幕消息/非公开股价敏感消息。

本报告之作者进一步确认：i) 他们及他们之相关有联系者【按香港证券及期货监察委员会之操守准则的相关定义】并没有于发表本报告之30个日历日前交易或买卖本报告内涉及其所评论的任何公司的证券；ii) 他们及他们之相关有联系者并没有担任本报告内涉及其评论的任何公司的高级人员（包括就房地产基金而言，担任该房地产基金的管理公司的高级人员；及就任何其他实体而言，在该实体中担任负责管理该等公司的高级人员或其同级人员）；iii) 他们及他们之相关有联系者并没有拥有于本报告内涉及其评论的任何公司的证券之任何财务利益。根据证监会持牌人或注册人操守准则第16.2段，“有联系者”指：i) 分析员的配偶、亲生或领养的未成年子女，或未成年继子女；ii) 某信托的受托人，而分析员、其配偶、其亲生或领养的未成年子女或其未成年继子女是该信托的受益人或酌情对象；或iii) 惯于或有义务按照分析员的指示或指令行事的另一人。

有关商务关系及财务权益之披露

交银国际证券有限公司及/或其关联公司在过去十二个月内与交通银行股份有限公司、国联证券股份有限公司、交银国际控股有限公司、四川能投发展股份有限公司、光年控股有限公司、七牛智能科技有限公司、致富金融集团有限公司、湖州燃气股份有限公司、Leading Star (Asia) Holdings Limited、武汉有机控股有限公司、安徽皖通高速公路股份有限公司、上海小南国控股有限公司、Sincere Watch (Hong Kong) Limited、山西省安装集团股份有限公司、富景中国控股有限公司、中军集团股份有限公司、佳民集团有限公司、集海资源集团有限公司、君圣泰医药、天津建设发展集团股份有限公司、长久股份有限公司、乐思集团有限公司、出门问问有限公司、趣致集团、宜搜科技控股有限公司、老铺黄金股份有限公司、中赣通信(集团)控股有限公司、地平线、多点数智有限公司、草姬集团控股有限公司、安徽海螺材料科技股份有限公司及北京赛目科技股份有限公司有投资银行业务关系。

交银国际证券有限公司及/或其集团公司现持有东方证券股份有限公司、光大证券股份有限公司及七牛智能科技有限公司的已发行股本逾1%。

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)，表示并保证其根据下述的条件下有权获得本报告，并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。

本报告为高度机密，并且只以非公开形式供交银国际证券的客户阅览。本报告只在基于能被保密的情况下提供给阁下。未经交银国际证券事先以书面同意，本报告及其中所载的资料不得以任何形式(i)复制、复印或储存，或者(ii)直接或者间接分发或者转交予任何其它人作任何用途。

交银国际证券、其附属公司、关联公司、董事、关联方及/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、或对其有兴趣。此外，交银国际证券、其附属公司及关联公司可能与本报告内所述或有关的公司不时进行业务往来，或为其担任市场庄家，或被委任替其证券进行承销，或可能以受托人身份替客户买入或沽售其证券，或可能为其担当或争取担当并提供投资银行、顾问、包销、融资或其它服务，或替其从其它实体寻求同类型之服务。投资者在阅读本报告时，应该留意任何或所有上述的情况，均可能导致真正或潜在的利益冲突。

本报告内的资料来自交银国际证券在报告发行时相信为正确及可靠的来源，惟本报告并非旨在包含投资者所需要的所有信息，并可能受送递延误、阻碍或拦截等因子所影响。交银国际证券不明示或暗示地保证或表示任何该等数据或意见的足够性、准确性、完整性、可靠性或公平性。因此，交银国际证券及其集团或有关的成员均不会就由于任何第三方在依赖本报告的内容时所作的行为而导致的任何类型的损失（包括但不限于任何直接的、间接的、随之而发生的损失）而负上任何责任。

本报告只为一般性提供数据之性质，旨在供交银国际证券之客户作一般阅览之用，而并非考虑任何某特定收取者的特定投资目标、财务状况或任何特别需要。本报告内的任何资料或意见均不构成或被视为集团的任何成员作出提议、建议或征求购入或出售任何证券、有关投资或其它金融证券。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映交银国际证券或其集团的立场，亦可在没有提供通知的情况下随时更改，交银国际证券亦无责任提供任何有关资料或意见之更新。

交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。本报告的发送对象不包括身处中国内地的投资人。如知悉收取或发送本报告有可能构成当地法律、法则或其他规定之违反，本报告的收取者承诺尽快通知交银国际证券。

本免责声明以中英文书写，两种文本具同等效力。若两种文本有矛盾之处，则应以英文版本为准。

交银国际证券有限公司是交通银行股份有限公司的附属公司。