

事件：

2月1日，美国政府宣布对来自加拿大和墨西哥的进口商品征收25%的关税，并对来自中国的进口商品额外增加10%的关税，同时行政令取消了美国对价值低于800美元的小额货物的“最低限度”关税豁免。

2月3日，在关税政策公布后，特朗普分别与墨西哥总统以及加拿大总理通电话。通话结束后美国决定对加拿大、墨西哥的关税政策延期一个月执行，换取两国在边境和芬太尼等问题上的合作。

点评观点：

1、上任未及半月即开始贸易战，显示本届政府更强的政策不确定性

当地时间2月1日，美国总统特朗普签署行政令，对进口自中国的商品加征10%的关税，同时也向邻国墨西哥、加拿大挥动关税大棒。最新的关税政策将于2月4日起生效。同时，特朗普此次签署的行政令取消了美国对价值低于800美元的小额货物的“最低限度”关税豁免，这或对Temu和Shein等廉价在线零售商的销售产生影响。由于2024年大选特朗普当选时其所在的共和党取得了参众两院多数席位，且2022年中期选举后共和党内的建制派（establishment）逐渐失去话语权，这意味着本次特朗普政府将在中期选举之前将具有较强的政策执行力，同时特朗普本人对政策的影响力也将放大。我们认为本届特朗普政府相较前任的拜登政府或具有更高的政策不确定性。在特朗普当选后其本人多次表示将针对包括墨西哥、加拿大、中国、欧盟等地区加征关税，由于此前美国新任财政部长曾表示关税力度不会突然增加，市场并未完全对关税进行计价，此次突然对多国加征高额关税进一步显示出特朗普本人在新一届政府中的影响力以及由此带来的政策不确定性。

2、加征关税既是目的也是手段，率先对邻国开征显示特朗普政府逆全球化决心

我们注意到本次加征关税后，市场焦点更多关注墨西哥和加拿大的情况。如果说对加征关税部分原因是中美博弈，对墨西哥和加拿大两国加征关税则进一步凸显了当前本届政府的贸易保护主义方针。在特朗普政府之前的历届美国政府，包括拜登政府，均持有自由贸易立场，支持多边协作。在这一框架下，墨西哥与加拿大的对美贸易均占当事

研究部

姓名：张思达

SFC: BPT227

电话：0755-21519179

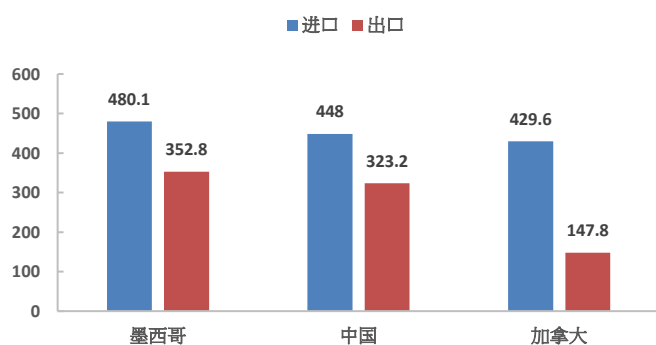
Email: zhangsd@gyzq.com.hk

国重要比例：根据联合国商品贸易统计数据库（UN Comtrade）的数据，在 2023 年美国从加拿大进口额达到 4296 亿美元，从墨西哥进口额达到 4801 亿美元，分别为美国第一和第三大贸易伙伴。而在 2024 年，加拿大 77% 的出口流向美国，墨西哥 84% 的出口流向美国，占比均超过 50%。细分来看加拿大和墨西哥的对美出口结构有一定差别，加拿大多为资源类，而墨西哥更多为工业产品，但均为重要的商品部门。我们认为首先针对美国最大的三个贸易伙伴加征关税展现了本届政府逆全球化路线的决心，同时首次贸易战针对加拿大、墨西哥或含有一定除经济因素外的政治考虑（作为美国的邻国，两国执政党均偏向左翼，且特朗普上任前均表示过对于特朗普的反对），因此加征关税既是目的也是手段，关税一旦开征短期内或难以完全取消。

3、贸易战的影响：市场将全面计价逆全球化的关税政策的影响，短期通胀压力下美联储或更难降息

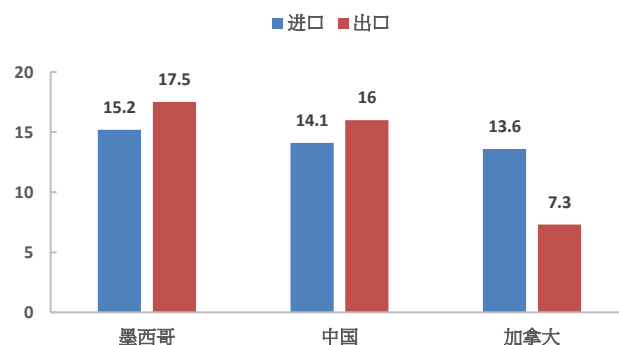
可以注意到在本次特朗普实施加征关税政策之前，市场对于特朗普关税政策的影响并未全面计价，主要原因或是低估了特朗普的决心以及其政府的执行力。特朗普第一任期时，在对中国加征关税前曾经历漫长的沟通过程，同时当时的特朗普并未完成掌握共和党，使得政府推出政策需要更长时间的内部博弈，而最终推出的政策力度也相对偏弱。而在本届政府，情况出现较大变化，在本次加征关税后，市场或开始全面计价特朗普的逆全球化政策带来的影响，期间海外市场或面临扰动。另外值得注意的是，由于逆全球化政策可能在短期内带来更大通胀压力，这一压力来源于实际增加的关税，也来源于人们对于通胀预期所造成的短期内的需求增加。当前美联储高度关注通胀粘性，因此更高通胀压力下美联储或推迟进一步降息的时间来进行应对。我们预期在此情境下，美股估值水平或较难得到进一步提高，而关税政策对于公司业绩的影响或进一步放大美股在年内的波动。

图 1：美国 2023 年全年与墨西哥、中国、加拿大贸易额（十亿美元）



资料来源：Wind、国元证券经纪(香港)整理

图 2：美国 2023 年全年与墨西哥、中国、加拿大贸易额占美国对外贸易额之比例 (%)



资料来源：Wind、国元证券经纪(香港)整理

图 3：加拿大 2023 年出口结构

	出口额 (亿加元)	出口增速 (%)	进口额 (亿加元)	进口增速 (%)
所有部门	711.5	-2.2	754.6	1.4
资源类	449.4	-10.3	243.7	-6.2
农产品	60.5	6.5	28.5	0.6
能源产品	188.1	-17.9	43.7	-11.7
矿石	30.6	-15.2	18.9	-2.1
矿石产品	82.1	3.1	59	-2.8
基础工业原料	41.3	-5.3	60	-10.1
木材	46.8	-16.6	33.6	-4.9
非资源类	256	15.9	494.3	5.4
工业装备与零部件	41.2	13	90.2	8.5
电器装备与零部件	24.5	9.8	86.4	0.3
汽车与零部件	87.2	31	142	17.1
飞机与相关装配零件	24.9	28.2	26.3	10.8
消费品	78.2	2.6	149.5	-3.3

资料来源：Wind、国元证券经纪(香港)整理

图 4：2024 年墨西哥主要对美出口产品结构

	出口额 (亿美元)
汽车零部件	1740
机械设备	1100
石油	670
农产品	230
纺织服装	330

资料来源：Wind、国元证券经纪(香港)整理

免责声明

一般声明

本报告由国元证券经纪（香港）有限公司（简称“国元证券经纪（香港）”）制作，国元证券经纪（香港）为国元国际控股有限公司的全资子公司。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国元证券经纪（香港）及其关联机构对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成对买卖任何证券或其他金融工具的出价或征价或提供任何投资决策建议的服务。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐或投资操作性建议。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，自主审慎做出决策并自行承担风险。投资者在依据本报告涉及的内容进行任何决策前，应同时考虑各自的投资目的、财务状况和特定需求，并就相关决策咨询专业顾问的意见对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国元证券经纪（香港）及/或其关联人员均不承担任何责任。

本报告署名分析师与本报告中提及公司无财务权益关系。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，国元证券经纪（香港）可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

本报告署名分析师可能会不时与国元证券经纪（香港）的客户、销售交易人员、其他业务人员或在本报告中针对可能对本报告所涉及的标的证券或其他金融工具的市场价格产生短期影响的催化剂或事件进行交易策略的讨论。这种短期影响的分析可能与分析师已发布的关于相关证券或其他金融工具的目标价、评级、估值、预测等观点相反或不一致，相关的交易策略不同于且也不影响分析师关于其所研究标的证券或其他金融工具的基本面评级或评分。

国元证券经纪（香港）的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。国元证券经纪（香港）没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国元国际控股有限公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见不一致的投资决策。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。

分析中所做的预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本报告提供给某接收人是基于该接收人被认为有能力独立评估投资风险并就投资决策能行使独立判断。投资的独立判断是指，投资决策是投资者自身基于对潜在投资的目标、需求、机会、风险、市场因素及其他投资考虑而独立做出的。

特别声明

在法律许可的情况下，国元证券经纪（香港）可能与本报告中提及公司正在建立或争取建立业务关系或服务关系。因此，投资者应当考虑到国元证券经纪（香港）及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。

本报告的版权仅为国元证券经纪（香港）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。

分析员声明

本人具备香港证监会授予的第四类牌照——就证券提供意见。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。本人不曾因，不因，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收到任何形式的补偿。

国元国际控股有限公司
香港中环康乐广场8号交易广场三期17楼
电话：(852) 37696888
传真：(852) 37696999
服务热线：400-888-1313
公司网址：<http://www.gyzq.com.hk>