

2025 年 02 月 04 日

关税向左，AI 向右

策略研究团队

——投资策略专题

韦冀星（分析师）

weijixing@kysec.cn

证书编号：S0790524030002

● 春节假日变化诸多，美国对华加征关税

春节假期中，海内外扰动因素不断。一方面，DeepSeek 强势崛起，市场开始期待 AI 领域的新变化对原有的中美竞争格局产生新影响；另一方面，美国总统特朗普与 2 月 1 日签署行政令，引发市场对于出口链的关注和思考。本次研究我们重点关注：综合诸多变量来看，本次关税加征 10%，对权益市场的影响有多大？

● 关税变化带来的新思考

1、关税扰动：关税加征 10%对权益市场的影响拆解。（1）关税预期重燃，特朗普上台签署行政令，对华加征 10%关税。从加征路径来看，本轮关税加征过程中，特朗普使用了《国际紧急经济权力法》作为其政策落地手段。从限制因素来看，国会理论上会成为总统行驶 IEEPA 的最大掣肘。然而，时至今日，对于 IEEPA 的限制因素已愈发弱势，对于 IEEPA 的滥用情况则不断增加。（2）本次加征 10%的关税会对权益市场带来什么影响？我们认为需要从基本面（盈利）和情绪面（风险偏好）两个视角考虑。其一，基本面视角下，关税的加征会影响出口企业的盈利，推高企业销售成本；其二，情绪视角下，对华加征 10%关税的行为在特朗普上任之前即被多次提及，市场或对此已有定价。对于中国，目前尚无暂缓加征关税的信息更新，但考虑到特朗普政府对于墨、加的关税举措，我们认为其新任期下，对于关税问题最大的影响仍是不确定性和反复性增强。

2、不止关税：AI 变化更亮眼，政策应对有空间。（1）1 月以来，deepseek 横空出世，其“高性价比”引发全球关注。考虑到 AI 或是引发下一轮全球产业革命的关键，本次技术突破或有助于中国资产的风险偏好回升。（2）此外，随着境外关税扰动的落地，国内政策的应对空间或继续打开。不论是 2024 年 12 月政治局会议，还是 1 月下旬六部门联合印发的《关于推动中长期资金入市工作的实施方案》，均表明了政策支持持续发力的积极态度。

● 无惧关税短期扰动，依然坚持以我为主

结合前期分析来看，我们认为本次美国对华加征 10%关税的市场的的影响或相对有限。此外，考虑到 DeepSeek 引发的风险偏好的修复，以及国内政策的持续积极，我们认为当前对于市场而言，应无惧关税短期扰动，依然坚持以我为主。

行业配置建议：“4+1”推荐，坚定 2025 年“成长+消费”核心主线的判断

“4”个行业方向：（1）科技成长“以我为主”：建议关注半导体、信创、军工、高端装备、卫星；（2）资本市场重要性提升下的牛市排头兵：券商、保险；（3）政策超预期下风险偏好回升：地产链、新能源、医药；（4）先促消费政策后内生性复苏的消费品种：包括家电、轻工、汽车（包括两轮电动车）、食品饮料、美容护理；

“1”个底仓逻辑：绝对收益思路下的中长期底仓，辅以提高股息优化思路增强底仓收益：沪深 300 增强、央企国企红利蓝筹。

风险提示：政策超预期变动；全球流动性及地缘政治风险；定价模型失效。

相关研究报告

《开源金股，2 月推荐—投资策略专题》-2025.1.27

《市场短期的主要矛盾，和长期的投资思路—投资策略专题》-2025.1.12

《沪深 300 和中证 A500 的高股息优化—投资策略专题》-2025.1.10

目 录

1、 春节假日变化诸多，美国对华加征关税.....	3
2、 关税变化带来的新思考	3
2.1、 关税扰动：关税加征 10%对权益市场的影响拆解	3
2.2、 不止关税：AI 变化更亮眼，政策应对有空间	7
3、 无惧关税短期扰动，依然坚持以我为主.....	9
4、 风险提示	9

图表目录

图 1： 复盘 IEEPA 的使用历史可以发现，其并不常用于解决关税问题（截至 2022.3）	3
图 2： 加征 10%关税后，一级行业下地产链+汽车制造税率居前	4
图 3： 加征 10%关税后，二级行业下化工材料+机械设备税率居前	5
图 4： 加征 10%关税后，一级行业下机械设备、电子等方向潜在增税规模居前.....	5
图 5： 加征 10%关税后，二级行业下专用设备、电子制作等方向潜在增税规模居前	6
图 6： 2024 年 9 月之后，出口链走出结构性行情.....	6
图 7： DeepSeek-R1 的性能表现卓越	7

1、春节假日变化诸多，美国对华加征关税

春节假期中，海内外扰动因素不断。一方面，DeepSeek 的强势崛起，打破了美国在本轮生成式 AI 领域中“遥遥领先”的市场定位，市场开始期待 AI 领域的新变化对原有的中美竞争格局产生新影响；另一方面，美国总统特朗普与 2 月 1 日签署行政令，正式开始对华加征关税，引发市场对于出口链的关注和思考。

在前期报告《“特朗普交易 2.0”的交易方向及空间》和《关税问题的预期与现实》中，我们梳理了 2018 年第一次“特朗普交易”对于关税问题的影响特征及市场表现，以及本轮关税交易的“强预期”特征。回到当前，本次研究我们重点关注：综合诸多变量来看，本次关税加征 10%，对权益市场的影响有多大？

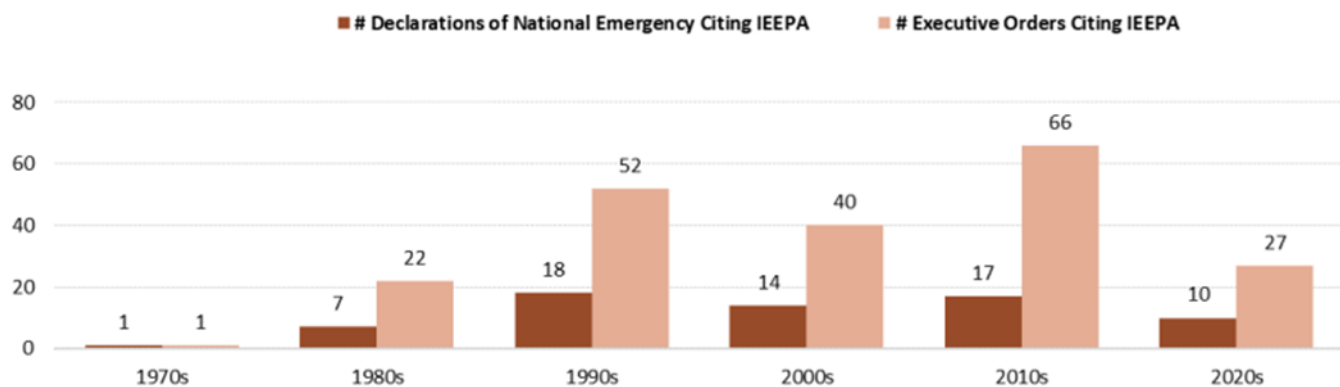
2、关税变化带来的新思考

2.1、关税扰动：关税加征 10% 对权益市场的影响拆解

(1) 关税预期重燃，特朗普上台签署行政令，对华加征 10% 关税。美国总统特朗普于 2 月 1 日签署行政令，对进口自中国的商品加征 10% 的关税。根据行政令，美国还将对进口自墨西哥、加拿大两国的商品加征 25% 的关税，其中对加拿大能源产品的加税幅度为 10%。

从加征路径来看，本轮关税加征过程中，特朗普使用了《国际紧急经济权力法》（International Emergency Economic Powers Act，简称 IEEPA）作为其政策落地手段。《国际紧急经济权力法》与其前身的《与敌贸易法》（TWEA）一样，是美国现代制裁制度的核心。该法律赋予了总统在宣布进入国家紧急状态后管理各种经济事务的广泛权力。从本质上来讲，该法令与其前身一样，都是国会通过法令对总统进行的权力让渡。

图1：复盘 IEEPA 的使用历史可以发现，其并不常用于解决关税问题（截至 2022.3）



资料来源：Congressional Research Service

从限制因素来看，国会理论上会成为总统行驶 IEEPA 的最大掣肘。事实上，早在冷战时期，国会调查委员就发现 TWEA 中的“紧急状态”被滥用，美国已处于紧急状态超过 40 年。为了弥补制度缺口，国会于 1976-1977 年先后通过了《国家紧急

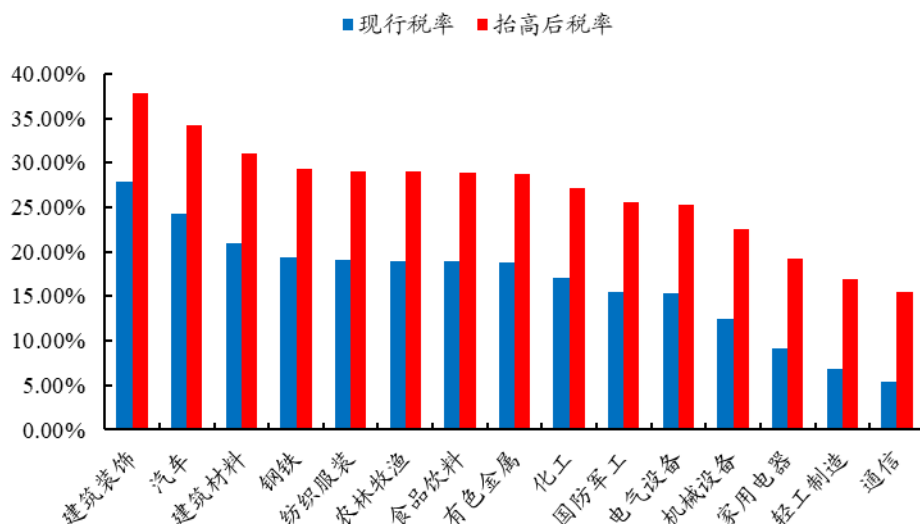
状态法案》(NEA)和《国际紧急经济权力法案》(IEEPA)，这两部法律对总统的紧急权力进行了新的限制。两者都包括报告要求，以提高透明度和跟踪成本。例如，《国家紧急状态法案》要求总统每年评估紧急状态并在适当的情况下延长紧急状态。

然而，时至今日，对于 IEEPA 的限制因素已愈发弱势，对于 IEEPA 的滥用情况则不断增加。限制因素层面，IEEPA 曾经为国会提供了通过两院共同通过决议来终止国家紧急状态的手段。然而，最高法院案例裁定，使用共同决议来终止行政行动违宪。这导致国会将法案修改为“联合决议”，大大增加了终止紧急状态的难度。

(2) 本次加征 10% 的关税会对权益市场带来什么影响？我们认为需要从基本面（盈利）和情绪面（风险偏好）两个视角考虑。

其一，基本面视角下，关税的加征会影响出口企业的盈利，推高企业销售成本。2025 年 2 月 1 日特朗普签署行政令，对进口自中国的商品加征 10% 的关税，此番系统性加征关税，将对美国从中国进口的全行业商品造成同等影响。

图2：加征 10% 关税后，一级行业下地产链+汽车制造税率居前

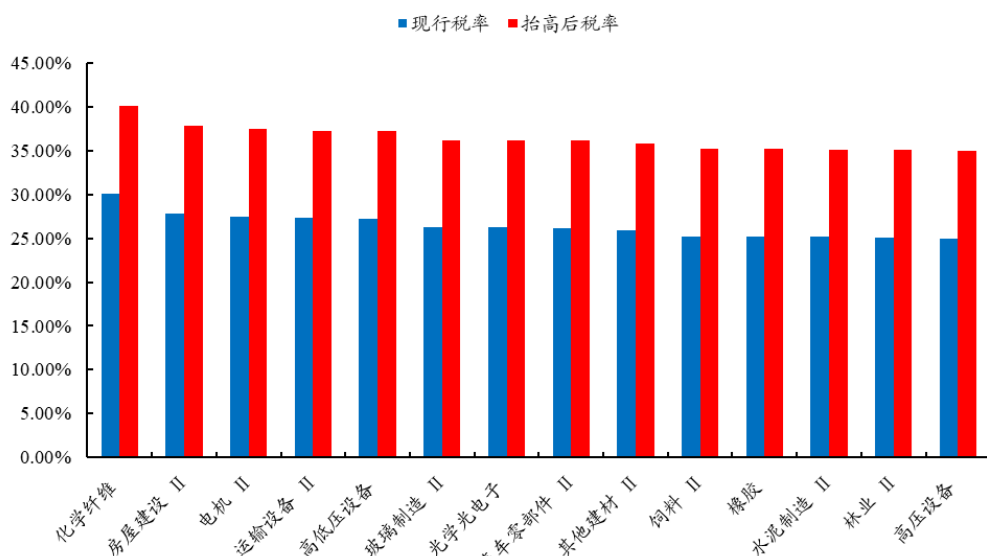


数据来源：USITC、Wind、开源证券研究所

在一级行业层级，关税加征后，建筑装饰（37.84%）、汽车（34.27%）、建筑材料（31.02%）、钢铁（29.31%）、纺织服装（29.02%）的关税位居前五。此外，需要特别关注：家用电器（19.18%）、轻工制造（16.85%）、通信（15.46%）由于原税率较低，因此加征 10% 后税率抬升的比例较高。

在二级行业层级，关税加征后，化学纤维（40.13%）、房屋建设（37.84%）、电机（37.49%）、运输设备（37.30%）、高低压设备（37.29%）、玻璃制造（36.25%）、光学光电子（36.25%）、汽车零部件（36.19%）的关税居前，且加征后的关税均处于较高水平（大于 35%）。

图3：加征 10%关税后，二级行业下化工材料+机械设备税率居前

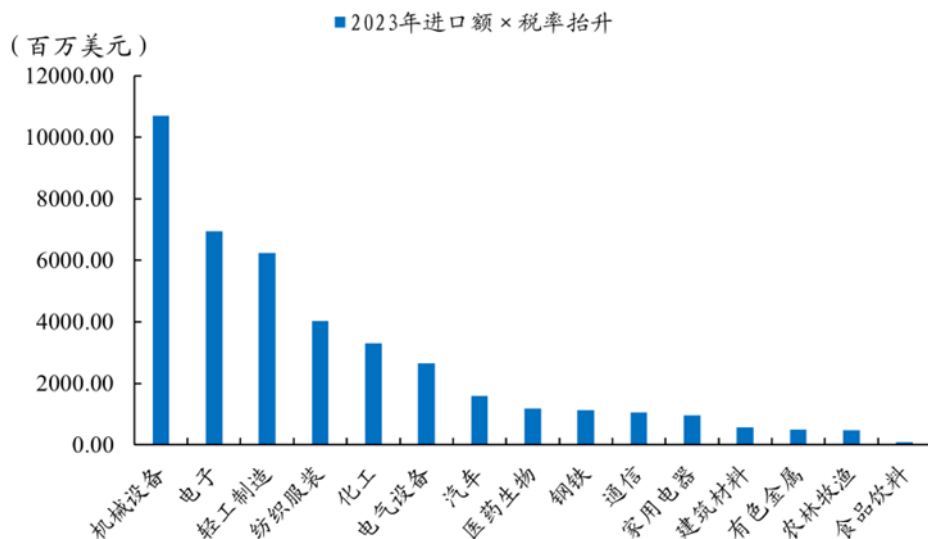


数据来源：USITC、Wind、开源证券研究所

此外，考虑到不同行业的对美出口敞口不同，仍需结合规模视角来细化关税加征对国内行业的影响。考虑到 2024 年美国从中国进口额分行业数据仍未公示，我们暂以 2023 年的行业出口口径作为衡量基准。

从一级行业来看，机械设备（107.11 亿美元）、电子（69.47 亿美元）、轻工制造（62.50 亿美元）、纺织服装（40.28 亿美元）的潜在增税规模断层领先其他行业。

图4：加征 10%关税后，一级行业下机械设备、电子等方向潜在增税规模居前

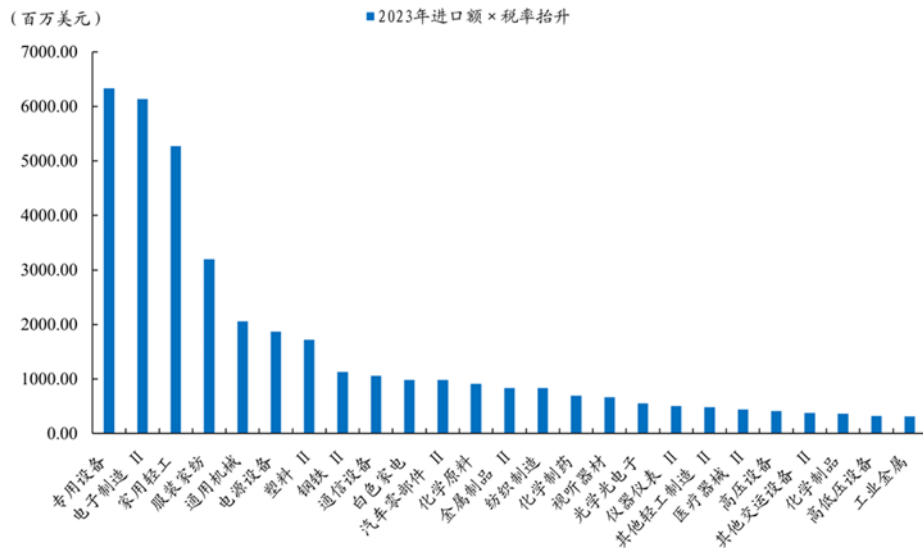


数据来源：USITC、Wind、开源证券研究所

从二级行业来看，专用设备（63.31 亿美元）、电子制造 II（61.36 亿美元）、家用轻工（52.71 亿美元）的潜在增税规模居前，均超过 50 亿美元；服装家纺（31.96

亿美元)、通用机械 (20.55 亿美元)、电源设备 (18.69 亿美元)、塑料 (17.24 亿美元) 紧随其后。

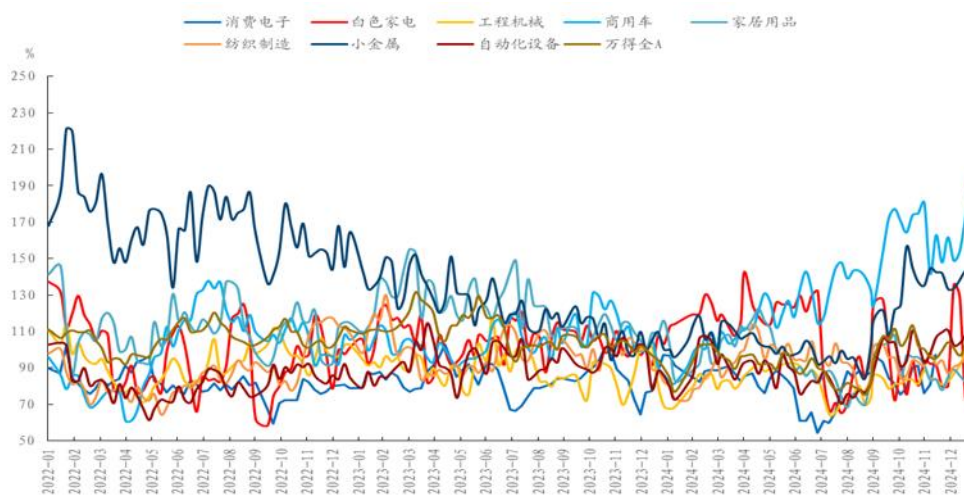
图5：加征 10%关税后，二级行业下专用设备、电子制作等方向潜在增税规模居前



数据来源：USITC、Wind、开源证券研究所

其二,情绪视角下,对华加征 10%关税的行为在特朗普上任之前即被多次提及,市场或对此已有定价。从前期发言来看,2024 年 11 月 25 日,刚赢得竞选时特朗普即表示将对墨、加两国加征 25%的关税,对中国加征 10%的关税。从股价角度出发,自 2024 年 11 月开始,随着特朗普的当选及其后续公布的关税威胁发言,出口链已经经历了较大的来自情绪面的“price in”,及风格调整带来的回摆。

图6：2024 年 9 月之后，出口链走出结构性行情



数据来源：Wind、开源证券研究所

从市场的预期的变化来看，即使特朗普正式上台，关税预期的扰动或仍存在反复。这也与我们前期报告《关税问题的预期与现实》中的观点相一致。2月1日，除了对华加征关税外，特朗普也对加拿大、墨西哥同样进行关税加征。彼时，特朗普政府正式宣布对加拿大和墨西哥的进口商品加征 25% 关税，其中对加拿大的能源资源加征 10% 关税，关税将在 2 月 4 日生效。此举引发了加拿大和墨西哥的报复性关税。

然而，时至 2 月 4 日，该事件又出现了新转折。截至 2025 年 2 月 4 日，墨西哥和加拿大纷纷表示，通过和美国政府的最新磋商，关税加征的执行将被暂缓一个月。这些事情再次表明，关税问题只是特朗普政府开启谈判的手段，而非最终目的。

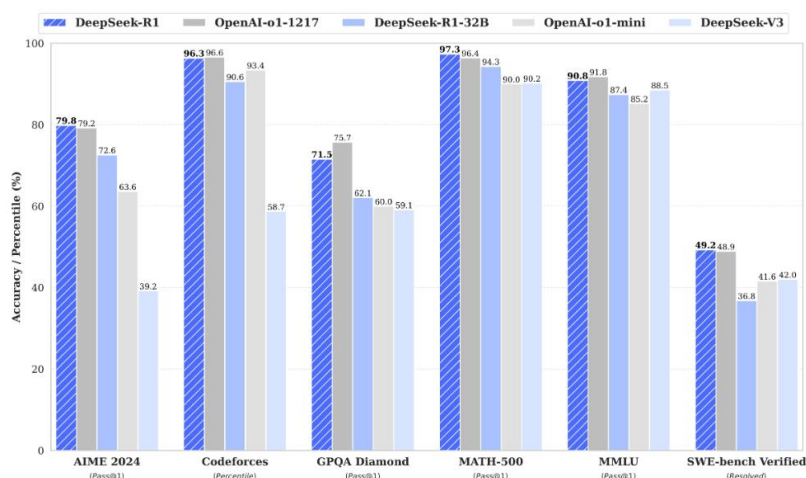
对于中国，目前尚无暂缓加征关税的信息更新，但考虑到特朗普政府对于墨、加的关税举措，我们认为其新任期下，对于关税问题最大的影响仍是不确定性和反复性增强。从近期公布的美国贸易优先政策备忘录来看，其仍将贸易政策视为国家安全的关键组成部分，并要求仔细审核与中国的经济和贸易关系，考虑必要时进行潜在额外关税调整，评估与中国的永久正常贸易关系（PNTR）。基于此，我们认为在年内的前两个季度，关税预期或导致出口链行情出现反复。

2.2、不止关税：AI 变化更亮眼，政策应对有空间

（1）deepseek 横空出世，其“高性价比”引发全球关注。1 月下旬以来，DeepSeek-R1 引发了全球市场的广泛关注和讨论。由于其可以较低成本的训练费用实现了比肩顶级 AI 大模型的性能，打破了 AI 界的固有认知，并引发了市场对于 AI 领域“国产替代”的期待。

具体来看，性能方面，根据 Github 的评估结果，DeepSeek 在数学、代码、自然语言推理等任务上的表现与 Open AI 的 O1 模型正式版不相上下。在 Chatbot Arena 的基准测试排名中，DeepSeek 已升至全类别大模型第三，其性能已然具备和全球领先的 ChatGPT-4o（OpenAI）的可比性。

图7：DeepSeek-R1 的性能表现卓越



资料来源：Github

成本方面，根据 Deepseek 的介绍，DeepSeek-R1 是在 2048 块英伟达 H800 GPU 集群上运行 55 天完成的，预训练费用仅耗资约 560 万美元，仅为 OpenAI GPT-4o 模型训练成本的 1/10。DeepSeekV3 及 R1 或基于宽 MoE 架构、低精度训练、双管道训练策略及多 Token 预测（MTP）等优化降低了模型训练成本，并通过多头潜在注意力、动态专家选择等方式降低了推理成本。

如何看待本轮 DeepSeek 引发的市场影响？本次 DeepSeek 的成功引发了业界对于模型开源、降低成本、算力问题的广泛讨论。

首先，在模型训练成本方面，对国产 AI 行业而言，DeepSeek 依靠着中国的技术团队和本土的算力资源，在算力受限的情形下，通过技术创新，在 AI 大模型前沿领域实现了重大突破，为国产 AI 产业的发展开拓了新的赛道。考虑到 AI 或是引发新一轮全球产业革命的关键，本次技术突破或有助于中国资产的风险偏好回升。

其次，DeepSeek 的 R1 模型重拾了开源模型与闭源模型竞争的争论。更多模型开源使得中小公司能够参与竞争，可能导致基础模型开发领域的竞争格局变化，给 AI 领域的“巨头”带来压力，削弱其垄断优势，促使他们重新评估训练策略，并影响其市场估值。考虑到 2023 年以来，美股的上涨受“Mag 7”的带动较大，往后看，如果 DeepSeek 引发的 AI 新逻辑得到验证，美股或面临波动率放大的可能。

（2）此外，随着境外关税扰动的落地，国内政策的应对空间或继续打开。自 2024.9.26 以来，国内政策持续积极。在前期报告《“稳住楼市股市”，坚定牛市第二阶段信心》中，我们也有对政策表态进行解读。在 2024 年 12 月 9 日的政治局会议上，时隔十年，重提适度宽松的货币政策，同时首次提出更加积极的财政政策。我们预计 2025 年将迎来“宽货币+宽信用”的组合。

此外，1 月 22 日六部门联合印发的《关于推动中长期资金入市工作的实施方案》（以下简称《方案》），也有助于从流动性和制度层面提升 A 股的中长期投资价值。具体来看：

流动性方面，《方案》通过明确险资、养老金、公募基金的权益配置目标，为 A 股市场注入可观的增量资金。综合测算来看，险资、养老金、公募基金每年合计可为 A 股带来 1.9 万亿至 3.1 万亿元的增量资金。对比当前市场存量规模，《方案》即将带来的增量资金不仅体量可观，更具备长期性与稳定性。

制度方面，《方案》通过制度性改革，系统性解决中长期资金入市的“堵点”，通过切实落地的改革引入“长期主义”，重塑资本市场的投资生态。针对保险资金和养老金，《方案》要求全面实施“三年以上长周期考核”，并大幅降低短期考核权重；支持企业年金个人自主选择投资标的、鼓励差异化投资策略、建立基金管理人与投资者的利益绑定机制等措施，进一步提升资金配置效率。

3、无惧关税短期扰动，依然坚持以我为主

结合前期分析来看，我们认为本次美国对华加征 10%关税的市场的影 响或相对有限。尽管 10%的关税加征确实会推高相关出口企业的销售成本，但由于对华加征 10%关税的行为在特朗普上任之前即被多次提及，市场或对此已有定价。此外，考虑到 DeepSeek 引发的风险偏好的修复，以及国内政策的持续积极，我们认为当前对于市场而言，应无惧关税短期扰动，依然坚持以我为主。

节前市场的主要矛盾是“政策密度的降低”，因此后续政策密度的重新提升将会是市场改善的核心契机。我们认为当前政策正在蓄力，后续或将迎来更多的政策。从操作上来说，在政策密度显著提升前，我们建议继续“杠铃策略”，等待政策密度提升的信号再做右侧应对，重视“高股息优化”思路下的选股思路；但与此同时，我们建议“坚定政策信心，降低斜率预期”，后续或将迎来更多的政策。

行业配置建议：“4+1”推荐，坚定 2025 年“成长+消费”核心主线的判断：

“4”个行业方向：（1）科技成长“以我为主”：建议关注半导体、信创、军工、高端装备、卫星；（2）资本市场重要性提升下的牛市排头兵：券商、保险；（3）政策超预期下风险偏好回升：地产链、新能源、医药；（4）先促消费政策后内生性复苏的消费品种：包括家电、轻工、汽车（包括两轮电动车）、食品饮料、美容护理；

“1”个底仓逻辑：绝对收益思路下的中长期底仓，辅 以高股息优化思路增强底仓收益：沪深 300 增强、央国企红利蓝筹。

4、风险提示

宏观政策超预期变动放大市场波动。

全球流动性及地缘政治恶化风险。

测算的定价模型基于历史数据，不能代表未来。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼3层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn