

AI VS 关税：节后市场的“拉锯战”？

2025 年 02 月 02 日



分析师：陶川

执业证号：S0100524060005

邮箱：taochuan@mszq.com

分析师：邵翔

执业证号：S0100524080007

邮箱：shaoxiang@mszq.com

➤ **今年春节假期上半场的“AI”还没翻篇，下半场的“关税”就接踵而至。AI VS 关税，是一次针对今年“美国例外”主线逻辑的拉锯。**Deepseek 的“异军突起”，使得“AI=美国（尤其是美国大型科技公司）”的默认等式不再被“奉为圭臬”；而周末特朗普对于中加墨关税的执着，带来美元的反弹，则是对“美国例外”的又一次回归。那么在这一拉锯下，节后的市场会如何变化？

➤ **如何看待 AI 冲击的影响？**我们可以从三个角度来观察。

➤ **最直观，就是挑战“美国例外论”。**春节假期的上半场，从全球主要股市看，中国和欧洲股市的表现明显好于美国（图 1），美元指数也在 27 日一度跌破 107。

➤ **其次，AI 冲击的范围还是有限的。**从美国三大指数来看，冲击最大的 27 日，更偏传统、周期和价值的道琼斯指数反而是上涨的；从美股科技巨头来看，尽管英伟达受到重创，但是 Meta 和亚马逊却创下历史新高。

➤ **背后可能有两个含义：**一是 AI 的冲击更多还是在行业层面，对于整体宏观经济路径的影响，至少短期内不明显，**不会成为美股熊市的导火索**；二是 Deepseek 的 AI 冲击改变了惯有的行业模式和利润分配，有新的受益者，也会带来新的脆弱性。比如更便宜的训练成本、更高效的训练效率，导致垄断的成本更高、预期利润下降，但反而可能带来需求和行业的增长，因此部分企业受益了，但是此前被“过分”寄予厚望的英伟达等企业面对高利率和关税等风险事件，脆弱性和波动也会被放大。

➤ **第三，从微观层面，外资对中国资产是什么态度？科技概念更乐观，大盘股谨慎。**我们选取 FXI（中国大盘股指数）和 KWEB（金瑞中概互联指数）ETF，来观察两者 1 月以来的量价表现（图 4 和图 5）。

➤ 今年春节假期期间（1 月 27 日至 31 日），FXI 代表的大盘指数 ETF 虽然上涨，但是对应 ETF 的资金一直是净流出，海外投资可能还是主要通过期权、期货等衍生工具博弈短期情绪和反弹为主。

➤ 与之相对，同期 KWEB 代表的中概互联指数，则确实迎来一波“吸金”，1 月 29 日单日净流入创下去年 10 月 3 日以来的新高。

➤ 外资对于中国资产呈现出的这种结构性偏好也很可能会在节后出现“映射”。例如 2 月 3 日港股率先开盘后，**恒生科技的表现可能会好于恒生指数，而关税对于科技板块的负面影响也可能减弱**，毕竟 Deepseek 本身就是面对围堵“逆袭”的最好实例。

➤ **如何看待关税的影响？**像是特朗普的“反击”和一场意料之外的“突袭”。

➤ **节前市场对于对华关税的预期是不足的。**1 月 27 日境内人民币汇率官方收盘价收于 7.265，处于去年 11 月初以来的低位，对于短期内关税风险定价的幅度是不足的。

➤ **特朗普关税策略的变化：先加再谈，极限施压。**与第一任期不同，特朗普 2.0 的关税政策更加“不拘一格”，在针对哥伦比亚时可以“悬崖勒马”，在哥伦比亚全面接受美国条件时，可以临时决定不签署行政令；也可以在面对中国、加拿大

相关研究

1.海外时政跟踪：假期上半场，海外“闹腾”啥？-2025/02/01

2.美联储 2025 年 1 月议息会议点评：美联储：进入观望阶段-2025/01/30

3.2024 年 12 月工业企业利润数据：工业企业“收官战”成色几何？-2025/01/27

4.2025 年 1 月 PMI 数据：距离“开门红”还有多远？-2025/01/27

5.2024 年 12 月财政数据点评：12 月财政中的“不平凡”-2025/01/25

和墨西哥时，通过先加关税来占据谈判的先机——在没有事先通知的情况下，决定对中国加征 10% 的关税，2 月 4 日（美东时间）生效。

➤ 我们预计第一季度贸易方面，中美之间将主要围绕这 10% 的关税展开博弈。双方谈判的核心可能主要围绕中国芬太尼出口、Tiktok 交易以及俄乌冲突缓解等核心议题。但是短期内，关税落地的负面影响更大。

➤ **10% 关税的落地可能会成为人民币（相对美元）结构性贬值的重要契机。**美元重回 108 上方，叠加美国对华 10% 关税的落地，面对外部环境的结构性变化，汇率也有必要结构性贬值进行对冲。在岸人民币继续坚守 7.30 至 7.33 区间的必要性可能下降。

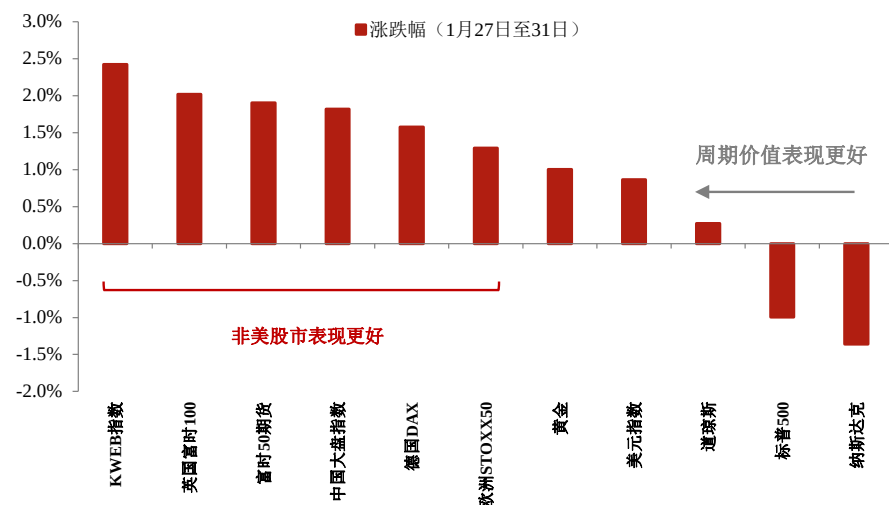
➤ 而离岸人民币受到流动性和情绪的影响会更大，顺势跌破 1 月低点的可能性上升。受此影响，在内地市场休市的情况下（缺少南向资金的支持），率先开市的港股或将面临压力。

➤ 综合而言，**在这一轮 AI 和关税的对决中，关税的影响可能会“略占上风”。**汇率可能出现的补贬，叠加关税风险的重新定价，指数层面会比较纠结，尤其是港股。不过，科技相关板块的依旧会有结构性机会。

➤ 需要关注的是关税落地之后，境内宽松货币和积极财政政策的应对。叠加节后政府债券发行的恢复和加速，我们倾向于降准可能被提上日程。而境内流动性环境的改善也有利于科技和小盘股。

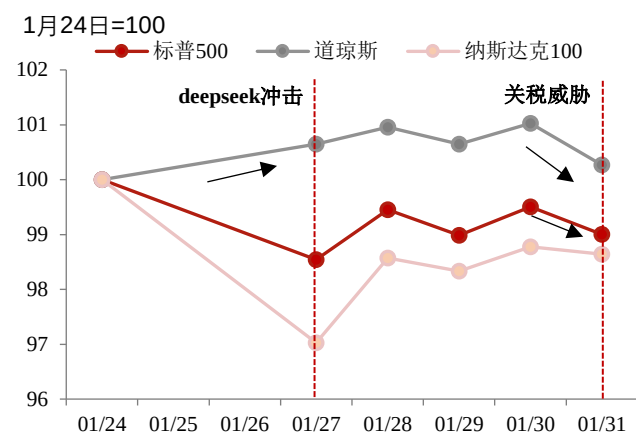
➤ **风险提示：**特朗普关税政策受到反制，超预期进一步继续加征的风险；特朗普短期内迅速落地对全球普征关税，导致全球经济大幅放缓、市场转向避险。

图1：春节假期上半场全球主要市场涨跌幅的对比



资料来源：wind，民生证券研究院

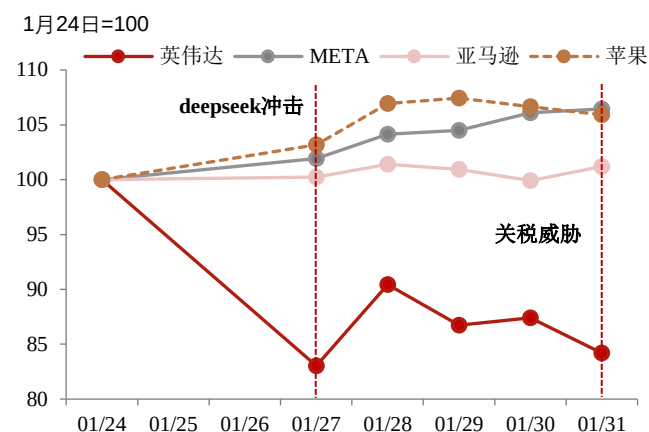
图2：美股三大指数在假期上半场的表现



资料来源：wind，民生证券研究院

注意：假期上半场至1月17日至31日。

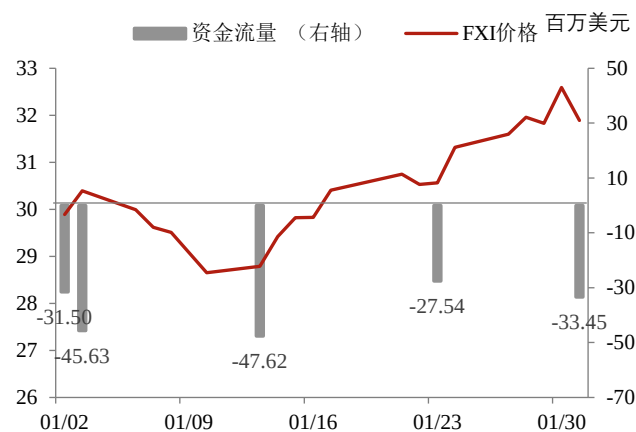
图3：美股部分科技巨头在假期上半场的表现



资料来源：wind，民生证券研究院

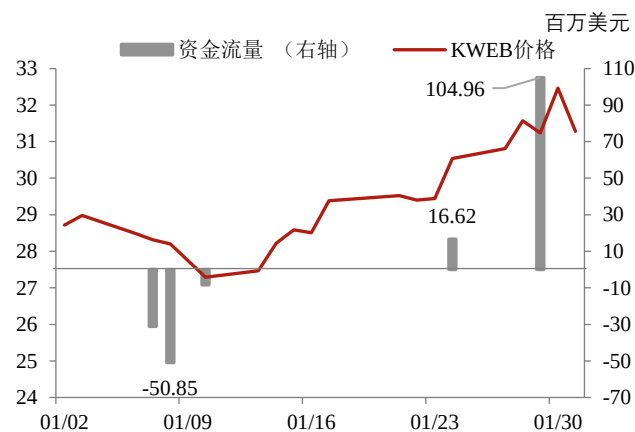
注意：假期上半场至1月17日至31日。

图4：FXI 中国大盘指数 ETF 表现和资金流动



资料来源：wind，民生证券研究院

图5：KWEB 中概互联指数 ETF 表现和资金流动



资料来源：wind，民生证券研究院

图6：人民币汇率：美元升值+关税压力下，人民币波动将上升



资料来源：wind，民生证券研究院

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、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。

评级说明

投资建议评级标准		评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	公司评级	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
		谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上
	行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑获取本报告的客户及个人的具体投资目的、财务状况、特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，进行独立评估，并应同时考量自身的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代自身的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，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、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 1 座 10 层 01 室； 518048