

全球经济

特朗普关税政策影响

特朗普关税政策可能开启新一轮贸易战。贸易战将打击全球经济，短期带来滞胀效应，中长期则增加衰退和通缩风险。短期内，贸易战可能降低美国 GDP 增速 0.3-0.5 个百分点，推升美国 PCE 通胀 0.2-0.4 个百分点。美债收益率曲线可能更加平坦化，长债收益率和美元指数可能先升后降，美股可能下跌。加拿大和墨西哥经济可能面临衰退风险。贸易战可能降低中国 GDP 增速 0.2-0.4 个百分点，加剧中国通缩压力，加快中国政策宽松步伐，短期内利空人民币与中国股票而利好债市，中期内因政策反应利好地产、必选消费和科技自主板块。如果未来特朗普开始对欧盟加征关税，那么将进一步削弱全球经济前景，打击全球风险资产价格。

■ **特朗普关税目的。** 特朗普 2 月 1 日宣布对加拿大和墨西哥加征 25% 关税（加拿大能源产品 10% 关税）、对中国加征 10% 关税。在加拿大和墨西哥承诺加强对移民和芬太尼边控后，特朗普同意将针对两国的关税推迟 1 个月，以观后效。新任财长贝森特在今年 1 月国会听证会上表示特朗普关税政策有三个目的：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，取代制裁成为施压谈判筹码。特朗普团队认为加征关税可以促使美国需求转向国内产品，从而提振国内制造业生产与就业，但实际效果充满争议。2018-2019 年中美贸易战打击美国制造业产出，似乎小幅提升制造业就业和工资水平，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%，同期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%。特朗普团队认为关税收入可以支持对内减税政策，包括延长 2025 年底到期的 2017 年税收减免法案、制造企业税率从 21% 降至 15%、免除小费和社保收入个税等，这些减税政策 10 年内预计减少政府收入 4-5 万亿美元，贝森特估计全面关税情境下可能增加政府收入 2.5-3 万亿美元，但实际效果可能大幅低于预期，因为加征关税将导致进口额萎缩，并通过抑制内需和打击信心减少其他收入，最终无法实现预期效果。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。特朗普宣布对加拿大、墨西哥和中国加征关税时称旨在解决对芬太尼等威胁美国安全的问题，显示他可能将关税作为施压谈判手段。但实际效果可能存疑，关税施压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。

■ **对美国经济影响。** 贸易战对美国短期影响是滞胀效应，中长期影响可能是衰退与通缩效应。目前已宣布关税政策将推升美国进口关税平均税率约 8.3 个百分点，主要贸易伙伴可能报复。短期内，贸易战将打击贸易活动、削弱市场信心、扰乱供应链和抑制企业投资，预计可能降低美国 GDP 增速 0.3-0.5 个百分点，推升美国 PCE 通胀 0.2-0.4 个百分点；中长期内，贸易壁垒通过降低效率、推升成本、弱化全球增长和减少国内消费而带来衰退与通缩效应。贸易战可能短期内推升政策利率，中长期则降低政策利率。贸易战可能令收益率曲线更加平坦化，长期国债收益率可能先升后降。贸易战可能短期内推升美元指数，中长期则降低美元指数，美元指数可能先升破 110 而后再降至 105 以下。贸易战利空美股，一方面削弱企业盈利前景，对北美自由贸易区供应链依赖度较高的汽车、食品、能源、化工、机械等工业受冲击可能相对较大，另一方面推升短期利率和市场避险情绪，打击所有板块，其中估值较高的科技股受冲击可能相对较大。加拿大和墨西哥合计在美国汽车零部件

叶丙南, Ph.D

(852) 3761 8967

yebingnan@cmbi.com.hk

刘泽晖

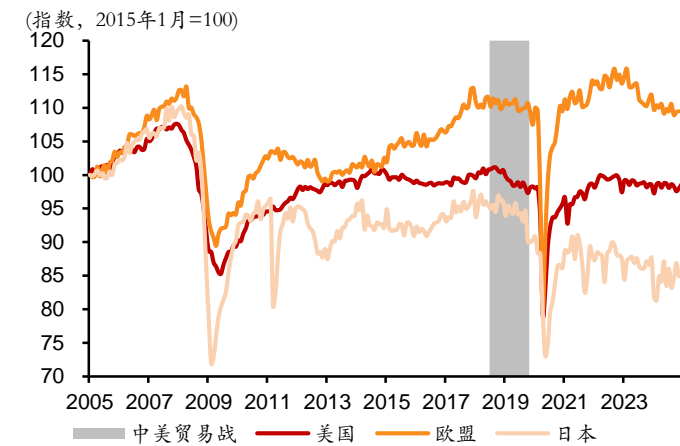
(852) 3761 8957

frankliu@cmbi.com.hk

件进口中占比近50%，在美国蔬菜水果进口中占比超过50%，在美国原油进口中占比超过70%。

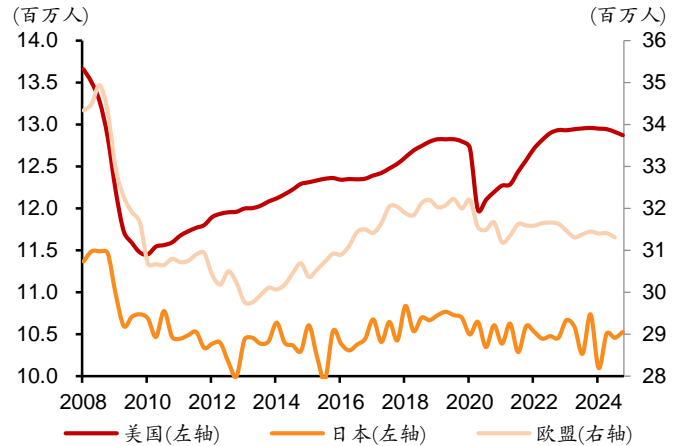
- **对加拿大和墨西哥经济影响。**贸易战可能严重打击加拿大和墨西哥经济，打击加元、墨西哥比索和两国货币。加拿大和墨西哥经济对美国需求和供应链依赖度较高，贸易战将引发总需求收缩和供应链混乱。对美商品出口和自美商品进口分别相当于加拿大GDP的15%和12%，加拿大对美贸易顺差主要来自能源行业，其他商品贸易趋近平衡。据加拿大央行估计，在美国与主要贸易伙伴互征25%关税情境下，第1年和第2年加拿大GDP增速可能分别降低2.5和1.5个百分点，CPI增速可能分别推升0.1和0.5个百分点。对美商品出口和自美商品进口分别相当于墨西哥GDP的28%和14%，墨西哥经济对美国需求的依赖远超对美国供应的依赖，墨西哥对美关税反制的底气比加拿大更弱。25%关税预计降低墨西哥GDP增速超过2个百分点，可能推动墨西哥经济进入衰退。
- **对中国经济的影响。**贸易战通过打击出口、削弱信心和加剧通缩，将降低中国经济增速，加快中国宏观政策宽松步伐。贸易战将削弱美国同盟体系，为中国加强与非美地区经贸投资联系创造机遇，一带一路联系可能进一步加强。贸易战短期内利空人民币汇率与中国股票，利好债市，中期内因政策反应等渠道利好地产、必选消费、科技自主和一带一路等板块。两国互征10%关税可能降低中国GDP增速0.3个百分点，降低中国CPI增速0.2个百分点。中国降息时点可能从下半年提前至上半年，相比无关税情境下政策利率可能多下调0.1-0.2个百分点，美元/人民币汇率可能升破7.4。在两国互征30%关税情境下，今年末美元/人民币汇率可能达到7.5。短期内，出口依存度较高的制造业和外资持股占比较高的板块可能承压最大。中期内，中国政策更加宽松将利好地产、必选消费和科技自主板块。
- **对欧盟经济的影响。**特朗普威胁对欧盟征收关税。短期内，美欧互征10%关税将降低欧盟GDP增速约0.4个百分点，推升欧盟CPI增速约0.1个百分点，引发欧元和欧股下跌。对美主要出口国包括德国、意大利、爱尔兰和法国，其中爱尔兰对美国出口依赖较大，对美出口占对欧盟之外总出口的接近一半。欧盟对美出口产品主要是医疗产品、机械设备、机动车、化学制品和计算机与电子产品，这些行业将明显承压。由于欧美需求对中国商品出口具有重要意义，美欧贸易冲突也将对中国经贸投资产生溢出影响。

图 1: 美欧日工业产出指数



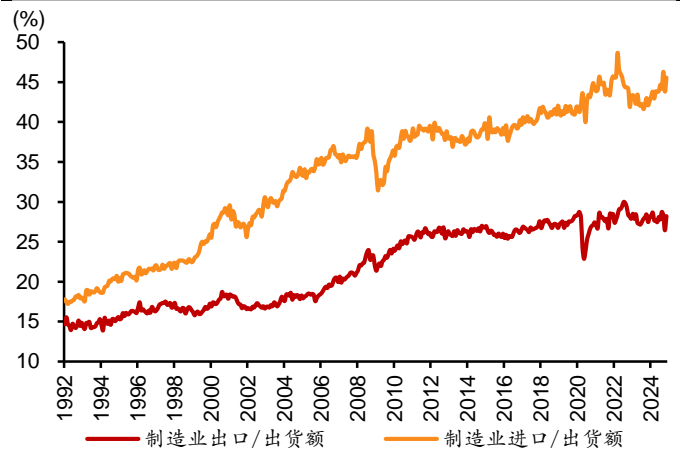
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 2: 美欧日制造业就业人数



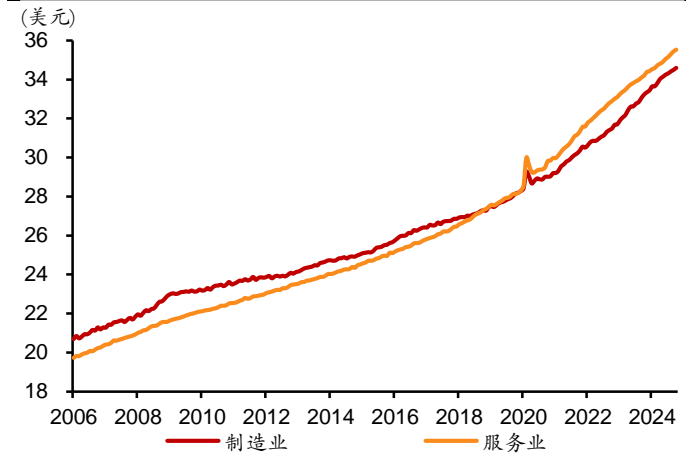
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 3: 美国制造业出口&进口占出货额百分比



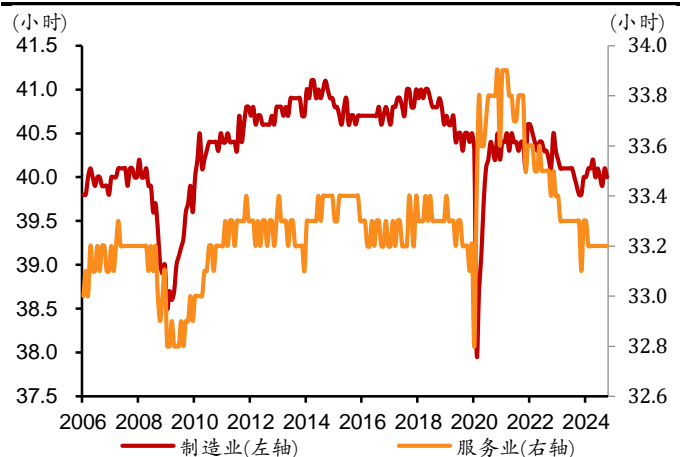
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 4: 美国制造业与服务业平均时薪



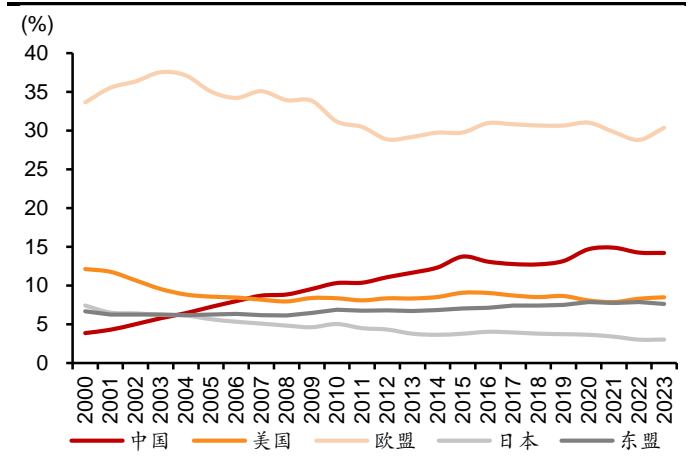
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 5: 美国制造业与服务业平均每周工时



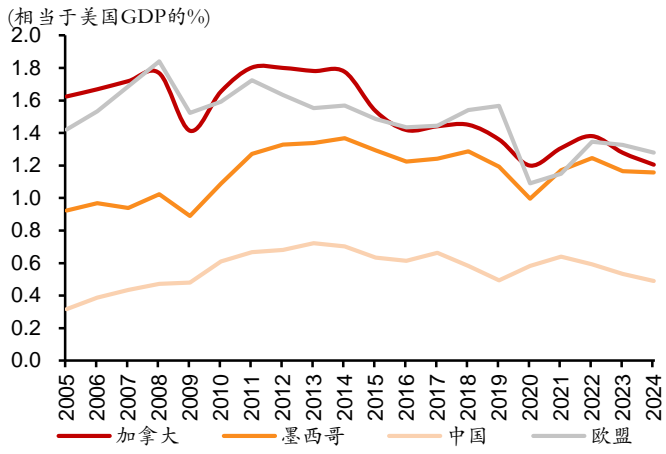
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 6: 主要经济体占全球出口份额



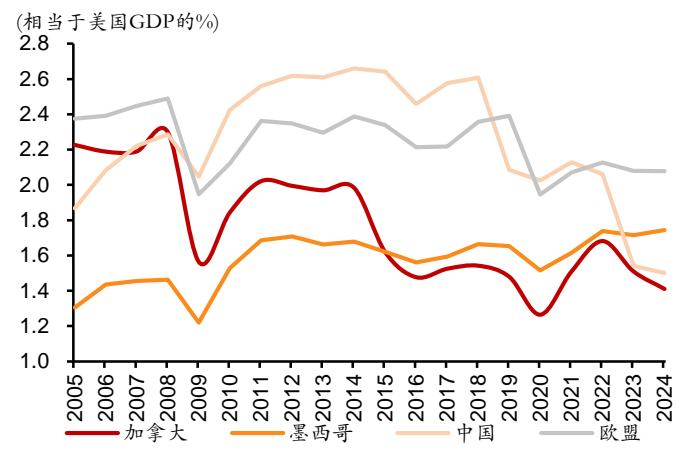
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 7: 对主要伙伴商品出口占美国 GDP 百分比



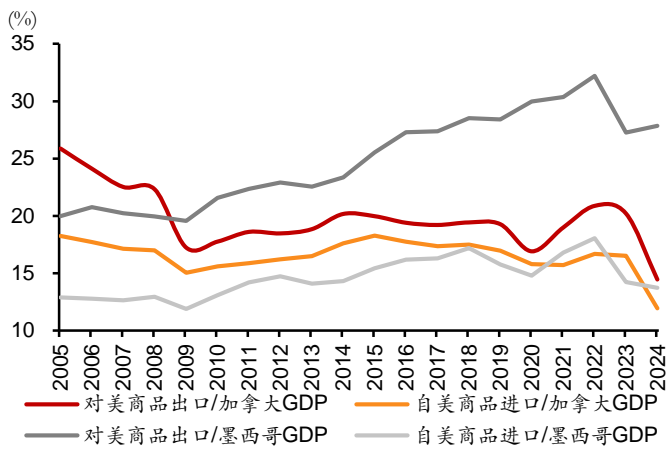
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 8: 自主主要伙伴商品进口占美国 GDP 百分比



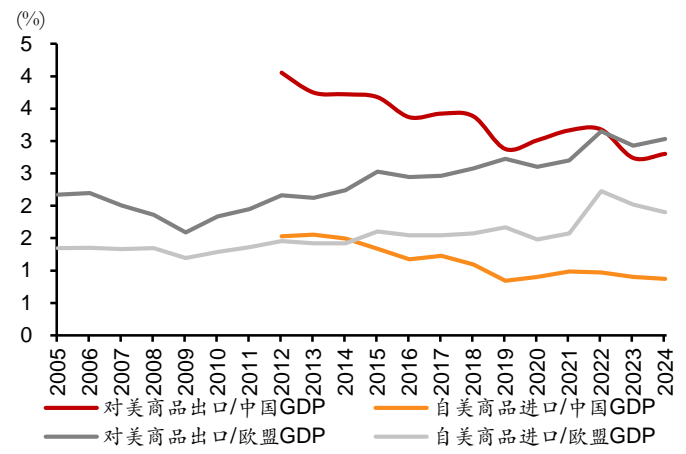
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 9: 加拿大&墨西哥对美国经贸关系依赖度



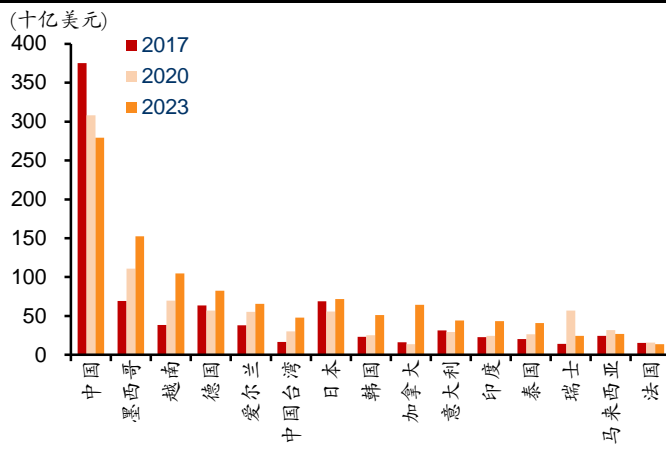
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 10: 中国&欧盟对美国经贸关系依赖度



资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 11: 主要伙伴对美商品贸易顺差变化



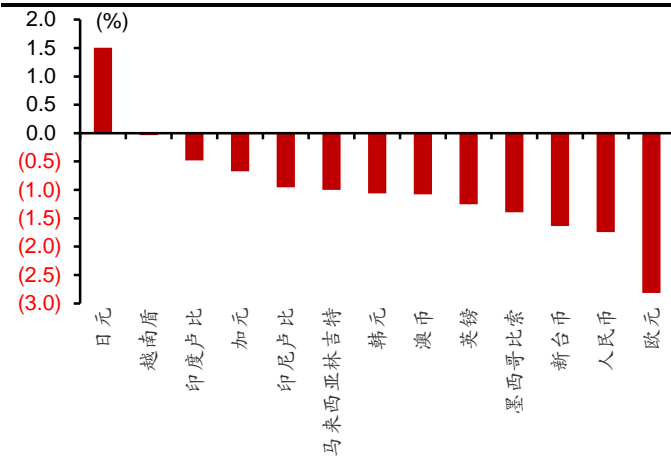
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 12: 中美 3 个月拆借利差与美元兑人民币汇率



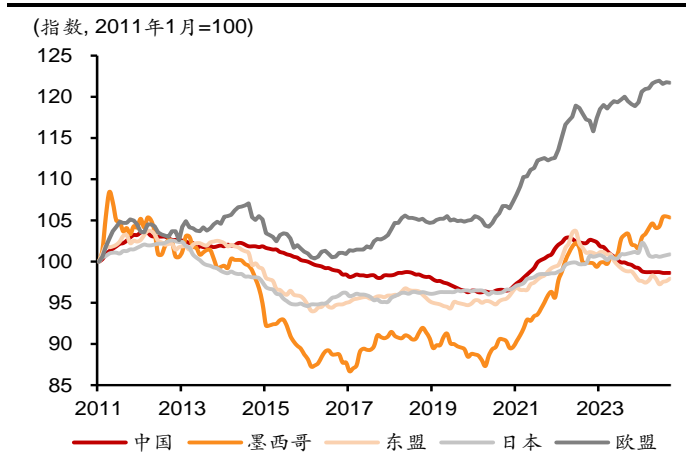
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 13: 特朗普胜选当月全球主要货币兑美元汇率变化



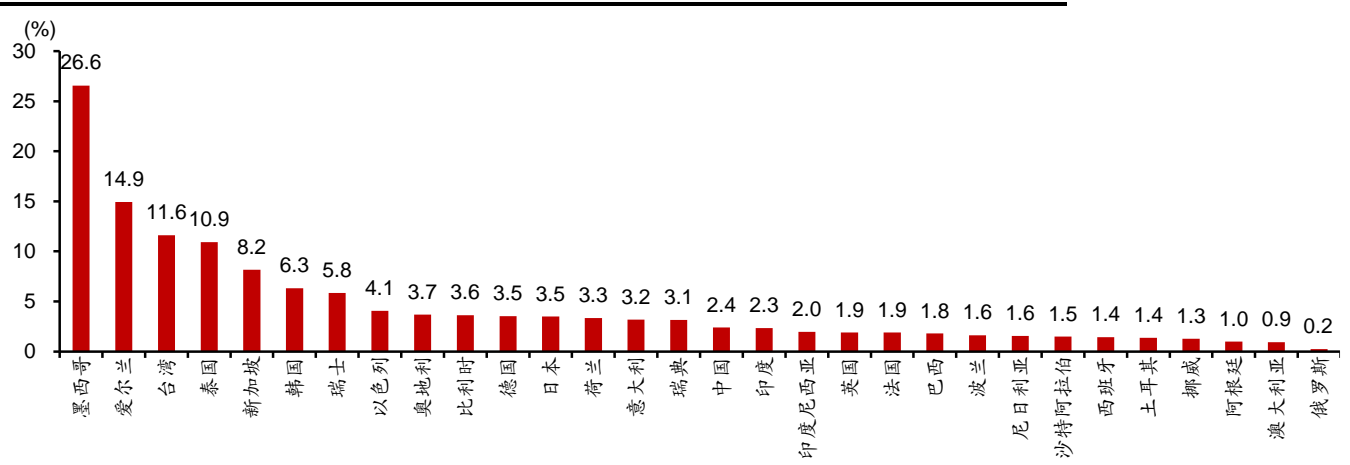
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 14: 美国进口商品价格指数



资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 15: 主要贸易伙伴对美商品出口占本国 GDP 百分比



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有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定。

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为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。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。