

中国经济

特朗普 2.0 时代对中国意味着什么？

特朗普 2.0 时代意味着全球贸易冲突加剧，美国对国际秩序的投入下降，全球经济不稳定性增加，地区经济分化扩大。他的政策组合将推升美国通胀，短期利好经济增长，但长期具有滞胀效应。他的高关税与制造业回流政策可能打击对美国市场和资本依赖度较高的经济体，利空全球贸易投资离岸中心。据我们估计，特朗普 2.0 时代如果开启新一轮贸易战，那么将降低中国 GDP 增速 0.95-1.55 个百分点，加剧中国通缩压力，加速中企出海以规避关税或寻求市场多元化。特朗普的美国优先、贸易保护、民族主义和孤立主义将损害美国信誉及同盟体系，为中国加强与非美地区经贸投资联系创造机遇。中国可能进一步扩大政策宽松力度并更加聚焦于提振内需尤其是消费。中国财政部可能提高广义财政赤字，央行可能进一步下调存款准备金率、LPR 和存款利率，允许人民币对美元走弱，相关政策部门可能进一步放松房地产政策，加大对家庭消费支持。特朗普政策组合短期利好美元、美股和比特币，利空美债、油价、欧元、日元与新兴市场货币。

■ **短期增加美国经济热度，长期带来滞胀效应。** 特朗普 2.0 时代意味着短期经济更热和长期滞胀效应。特朗普政策将推升美国通胀率，因为减税措施将刺激国内需求，关税政策将减少产品供应和推升产品价格，移民政策将减少劳工供应和推升服务通胀。特朗普如果对货币政策施加干预，那么可能削弱美联储独立性与公信力，增加通胀预期不稳定的风险。短期内，特朗普政策可能利好经济增长，因为减税和放松监管政策的正面影响将超过关税和移民政策的负面效应。但长期来看，随着减税政策效应减弱，关税政策将通过效率损失和不确定性损害经济增长，移民政策对劳动力供应的负面影响不断叠加，政策组合对经济增长的影响将逐步转为负面。

■ **加剧全球经济不稳定性和地区分化。** 特朗普奉行美国优先、贸易保护和孤立主义，愿意破坏现有国际经贸投资网和供应链，以追求美国贸易平衡和制造业重振。他激进的关税政策包括对所有进口商品征收 20% 关税和对中国商品征收 60% 关税，可能引发全球新一轮贸易战，危及全球经济稳定。据国际货币基金组织（IMF）在其最新报告¹中估计，如果发生新一轮贸易战，那么 2025 年和 2026 年世界 GDP 增速将分别降低 0.8 和 1.3 个百分点。特朗普的外交政策聚焦于降低贸易不平衡和美国对同盟体系国防投入，重点关注对美贸易顺差较大经济体和受美国国防保护但贡献不够的盟友，中国、墨西哥、加拿大、德国和韩国可能成为其贸易保护政策的主要目标。他的政策将加剧行业和地区经济分化，外贸和制造业比服务业更加脆弱，外贸和制造业依赖度较高的经济体面临经济增长放缓和通缩压力。特朗普政策具有去全球化效应，对中国香港、新加坡、卢森堡、荷兰等离岸贸易和金融中心具有负面影响。特朗普 2017 年税法出台后，美国跨国公司超过 1 万亿美元的海外利润从这些离岸贸易和金融中心汇回美国，用于回购公司股票，但大多数离岸中心均出现明显资本流出。

■ **中美新一轮贸易冲突。** 特朗普对华可能发起新一轮贸易战，撤销中国贸易最惠国地位。尽管他宣称对华加征 60% 关税，但这可能是一种极限施压创造谈判筹码的策略，实际关税税率有可能低于 60%。在乐观情景下，不会发生贸易战。在基准情景下（对中国征收 30% 的关税，对其他伙伴征收 10% 的关税，其他国家对美国征收 5% 的报复性关税），贸易战将在未来两

叶丙南, Ph.D

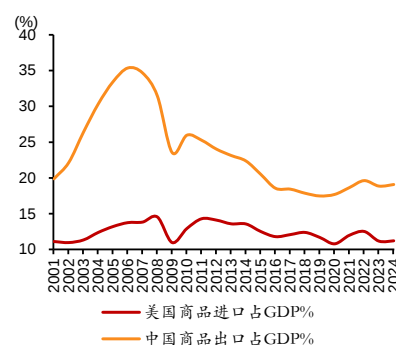
(852) 3761 8967

yebingnan@cmbi.com.hk

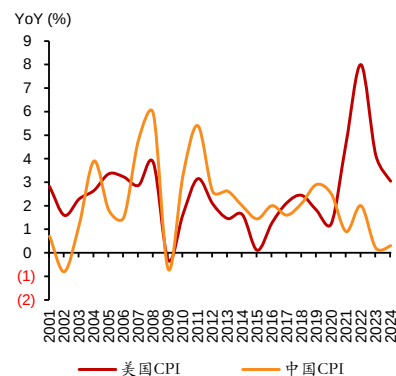
刘泽晖

(852) 3761 8957

frankliu@cmbi.com.hk



资料来源：Wind, 招银国际环球市场



资料来源：Wind, 招银国际环球市场

年内分别累计减少美国进口、中国出口和中国 GDP 约 8.2%、6.3% 和 1.9%。在悲观情景下（对中国征收 60% 的关税，对其他伙伴征收 20% 的关税，其他国家对美国征收 10% 的报复性关税），贸易战将在未来两年内分别累计减少美国进口、中国出口和中国 GDP 约 14.1%、10.5% 和 3.1%。贸易冲突通过打击外贸活动、外商直接投资、资本支出、就业消费与市场信心影响中国经济。中美新一轮贸易冲突可能加速中国企业出海，以规避关税或寻求市场多元化，中国对东盟、墨西哥、匈牙利等经济体的直接投资可能持续增加。但中国企业对美投资仍将受到特朗普政策限制。

- **台海问题。**特朗普对支持中国台湾是否符合美国利益一直持怀疑态度，但他可能利用台海问题同时向两岸施压以谋取利益。一方面，他可能要求中国台湾增加国防预算，从美国购买更多武器，另一方面他可能要求中国大陆在贸易等方面出让利益，以换取美国减少对中国台湾的名义支持。特朗普 2016 年当选美国总统后，打破以往惯例接听了中国台湾方面的祝贺电话。几天后他解释称是想利用中国台湾作为向中国大陆施压的筹码，以换取后者在贸易和朝鲜问题上的让步。美国记者鲍勃·伍德沃德在其著作《恐惧：白宫中的特朗普》一书中提到，特朗普曾在 2018 年一次会议上询问其国家安全团队，美国通过在朝鲜半岛维持大量驻军和支持中国台湾获得了什么实际利益。2024 年 7 月 16 日特朗普在接受《彭博商业周刊》[采访](#)时表示，中国台湾应为美国助其防御而支付费用。

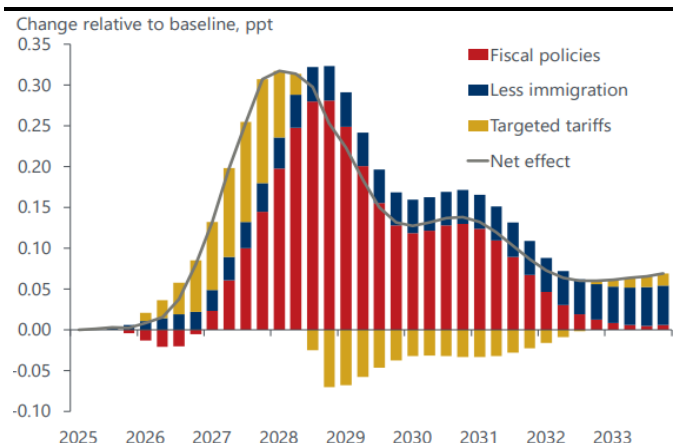
- **削弱美国同盟体系为中国加强与非美地区经贸投资联系创造机遇。**特朗普奉行美国优先，将削减对国际秩序投入和对盟友体系承诺。他在处理对外关系包括与盟友关系时聚焦于贸易不平衡和国防保护负担分摊。他认为对美有大量顺差的贸易伙伴正在从美国获得收入和抢走就业机会，军事盟友则在免费搭美国国防便车。特朗普在第一任期公开批评欧盟和韩国。他的关税计划不仅针对中国，也涉及一些美国盟友。特朗普的外交政策可能削弱美国盟友体系，为中国加强与非美地区经贸投资联系创造机遇，中国与欧盟、日本、韩国、澳大利亚的关系可能改善。特朗普对东南亚和拉美的重视程度和外交资源投入相对较低，中国可以继续加强与这些地区的经贸联系。中美新一轮贸易冲突意味着中国经贸投资需要进一步多元化。

- **中国可能的政策应对。**如果特朗普对华发起新一轮贸易战，那么中国可能对美实施对等反制，同时加大宏观政策宽松力度，更加聚焦于提振内需尤其是消费需求，以对冲贸易冲突的负面影响。中国财政部可能将 2025 年广义财政赤字相比没有贸易冲突情境下提高 2-3 万亿元，财政支出更多向保公共部门就业和社会民生支出倾斜，以支持消费。政策部门可能进一步放松房地产政策。中国央行可能继续放松流动性和信贷条件，将存款准备金率进一步下调 0.5 至 1 个百分点，将贷款市场报价利率（LPR）和存款利率下调 20-40 个基点。中国央行可能允许人民币对美元进一步走弱，以部分抵消关税的负面影响。2018-2019 年，美国对华进口商品加权平均关税税率从期初的 2.7% 升至期末的 9.1%，美元/人民币则累计上升 7%。

- **对大类资产的影响。**特朗普 2.0 时代短期利好美股，因为对内减税和放松监管将提振内需和企业盈利，中长期对美股影响比较有限；对美债利空，更高通胀、短期更高增长和长期滞涨效应均将推升国债收益率，我们将明年末联邦基金利率预测从之前的 3.25%-3.5% 降至 3.75%-4%；短期对美元利好，因为政策组合将扩大美国与非美地区经济增速差和美元与其他货币利差，长期影响则存在不确定性，因为削弱现有国际秩序、美国同盟体系和美联储独立性可能损及美元主导性国际货币地位；对油价偏利空，尽管政

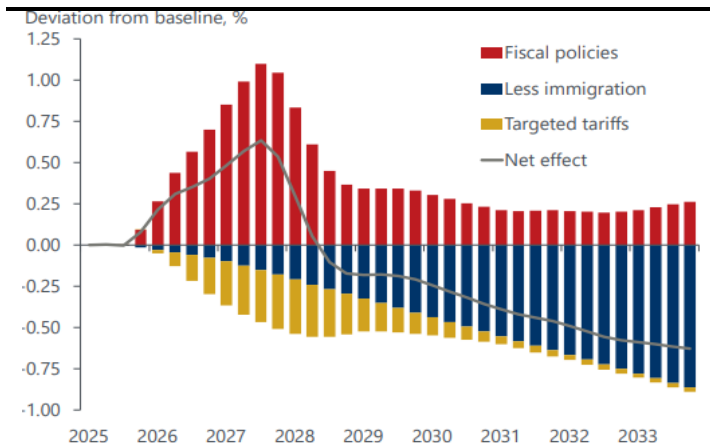
策组合提振美国经济与原油需求，但打击非美地区经济与原油需求，能源政策则鼓励美国原油供应；短期利空非美货币，尤其是欧元、日元、韩元、墨西哥比索、人民币等货币。目前市场已对特朗普 2.0 时代主要政策预期做出反应，未来将更多反映政策落地预期差与经济基本面趋势。

- **对中国市场的影响。**新一轮贸易冲突可能令人民币和中国股市承压，但中国政策将部分对冲贸易冲突的影响。总体来看，市场对特朗普 2.0 时代的反应将比 1.0 时代温和很多，因为美元处于降息周期、中国实施更强财政刺激和特朗普 2.0 时代不可测性与不确定性相对下降。在基准情景下（美国对华关税 30%、对其他贸易伙伴关税 20%和主要伙伴国对美关税 5%），2025 年末美元/人民币可能相比美国大选日前上涨 4%-6%至 7.42-7.56；在悲观情景下（美国对华关税 60%、对其他贸易伙伴关税 20%和主要伙伴国对美关税 10%），2025 年末美元/人民币可能相比美国大选日前上涨 8%-10%至 7.7-7.84。从政策对中国股市的影响来看，特朗普 2.0 时代政策相对利空出口主题和农业、能源等板块，相对利好四个方向。一是地产、耐用消费、必选消费和金融，因为中国可能加大政策宽松力度并更加认真考虑提振内需尤其是消费。二是半导体、信创、华为产业链、无人机产业链等受益于自主可控产业政策。三是机器人、无人驾驶、商业航天等马斯克概念。四是“一带一路”题材，因为中国与非美地区经贸投资联系将有所加强。

图 1: 特朗普有限政策对美国核心 PCE 通胀影响¹

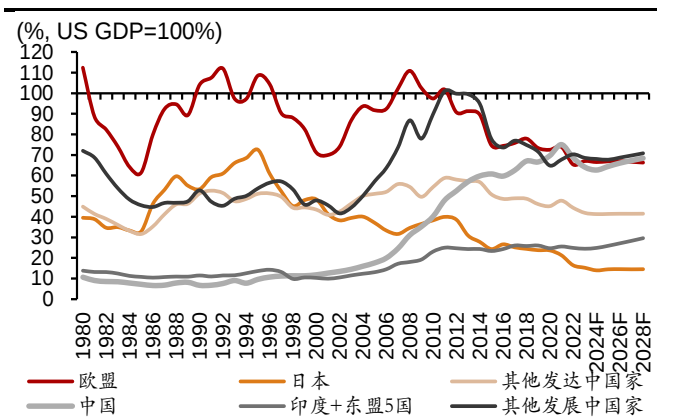
资料来源：Oxford Economics, 招银国际环球市场

图 2: 特朗普有限政策对美国 GDP 增速影响



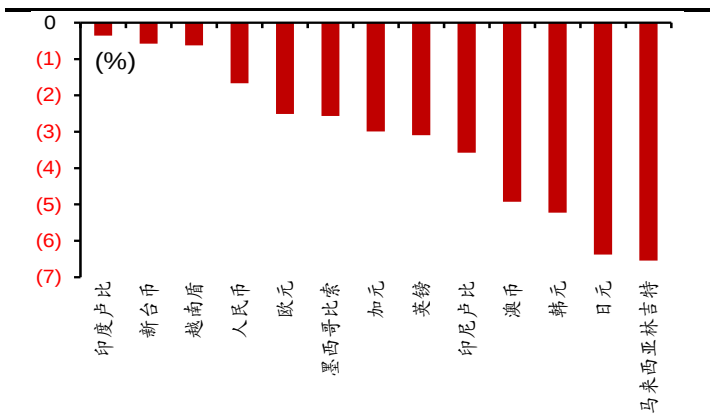
资料来源：Oxford Economics, 招银国际环球市场

图 3: 各地区名义 GDP 相对美国名义 GDP 比例



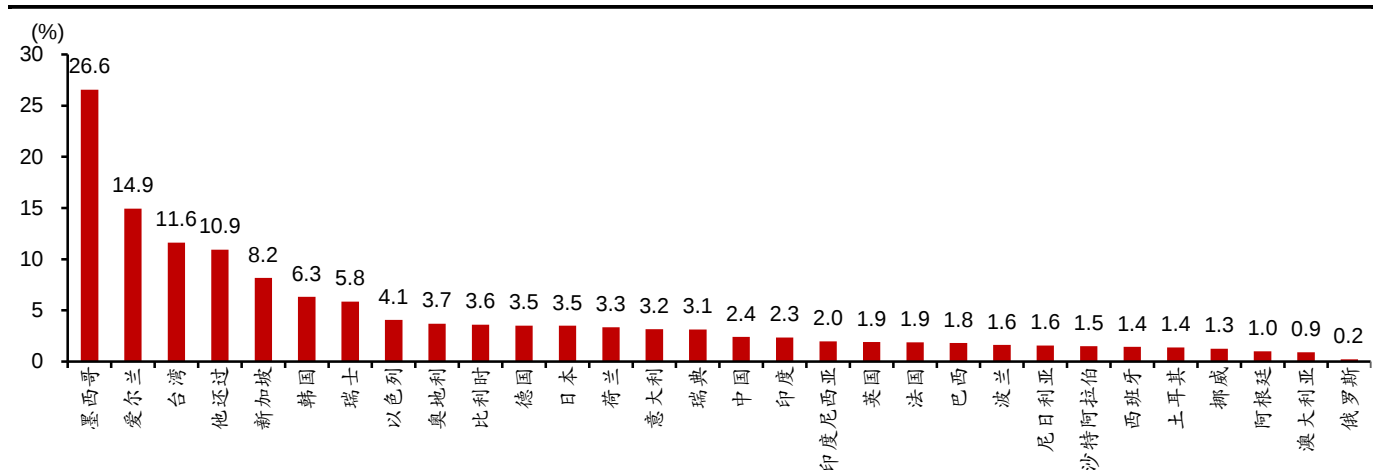
资料来源：Wind, 招银国际环球市场

图 4: 2024 年 10 月主要货币兑美元贬值幅度



资料来源：Wind, 招银国际环球市场

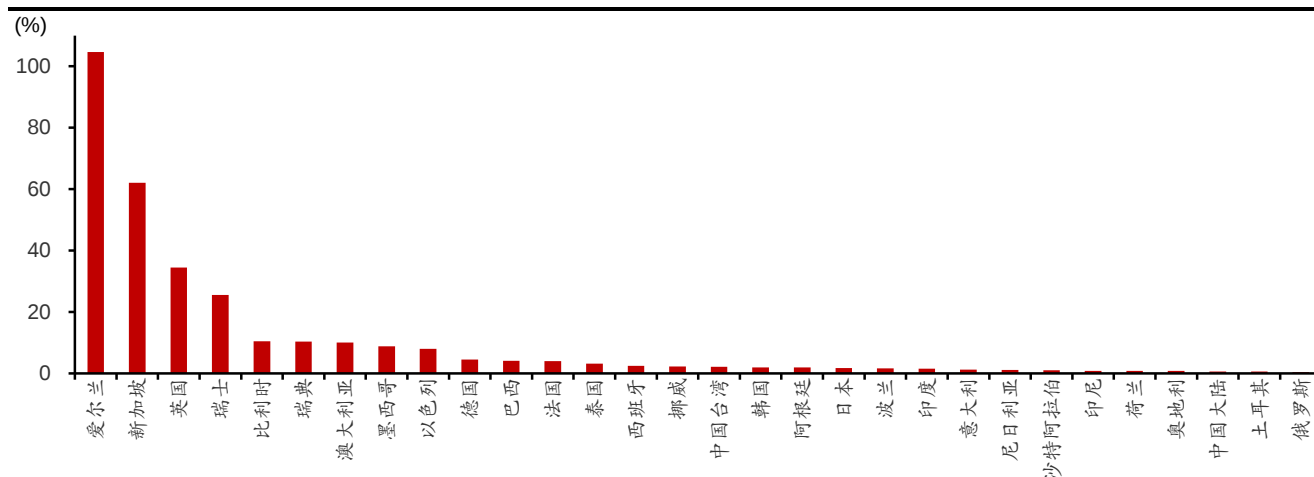
图 5: 2023 年各经济体对美国商品出口相对其 GDP 百分比



资料来源：Wind, 招银国际环球市场

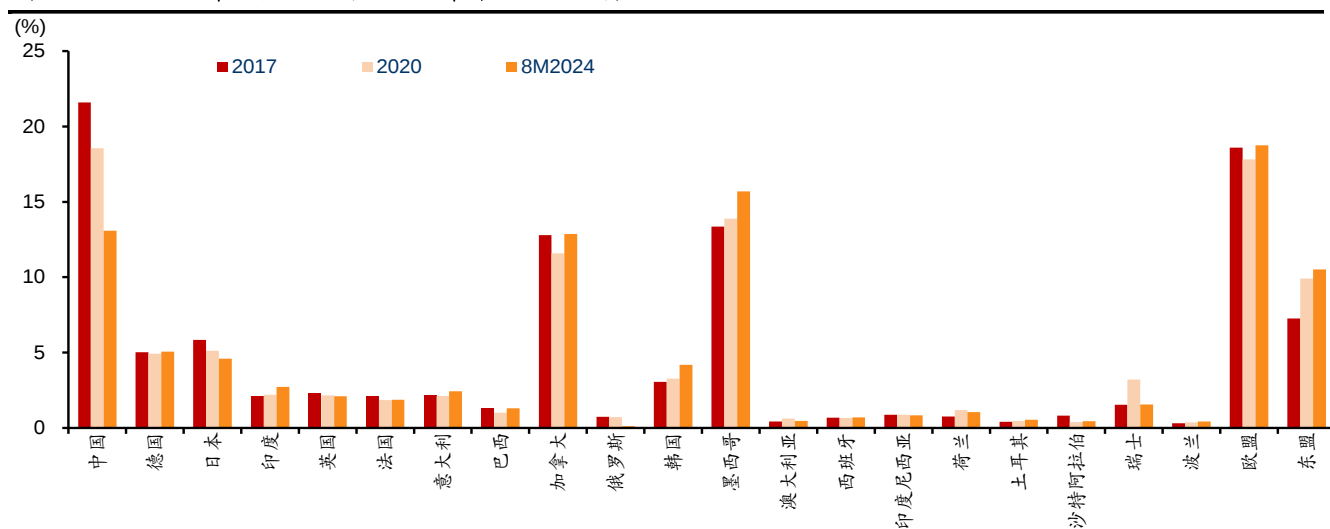
¹ 特朗普有限政策方案假设共和党主导的国会延长 2017 年税法下个人减税措施并制定更高财政支出，同时特朗普利用总统权力适度减少移民并对中国和欧盟征收有针对性的关税。

图 6: 2022 年各经济体吸引美国 FDI 余额占其 GDP 百分比



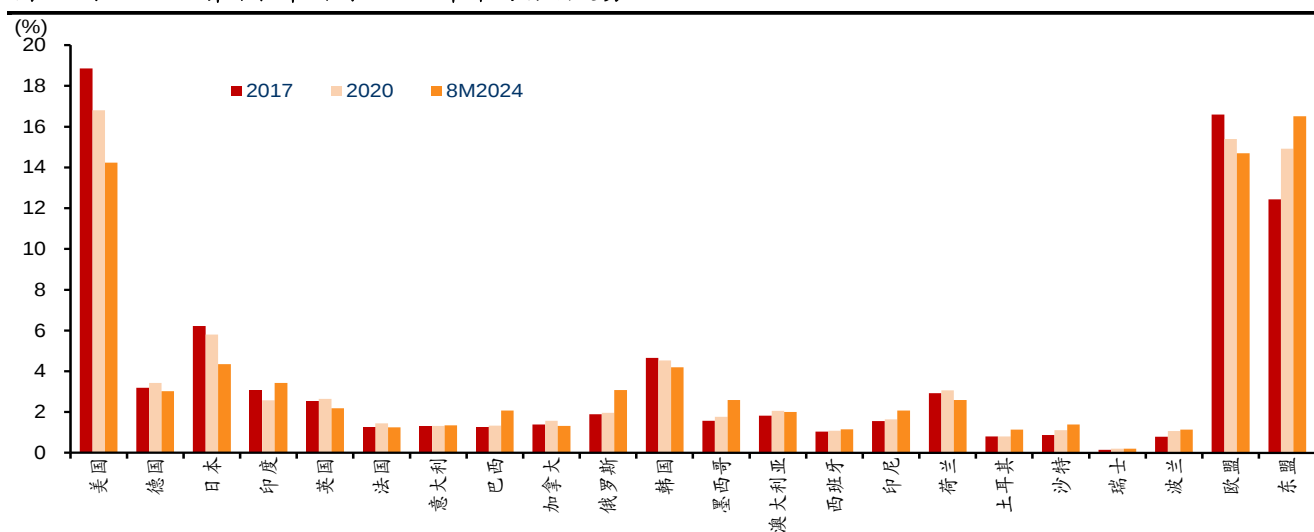
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 7: 前 20 大经济体在美国商品进口中市场份额趋势



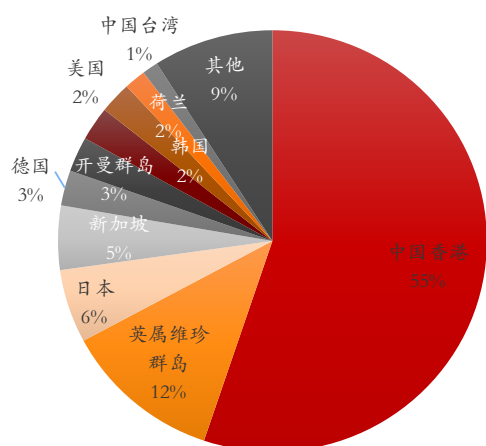
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 8: 前 20 大经济体在中国商品出口中市场份额趋势



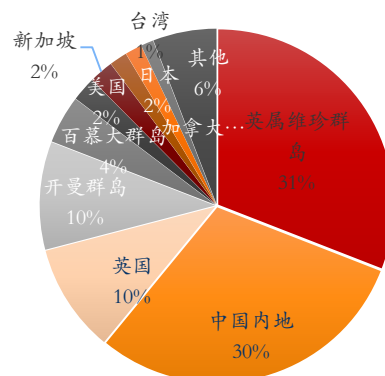
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 9: 2022 年中国内地 FDI 余额来源地分布



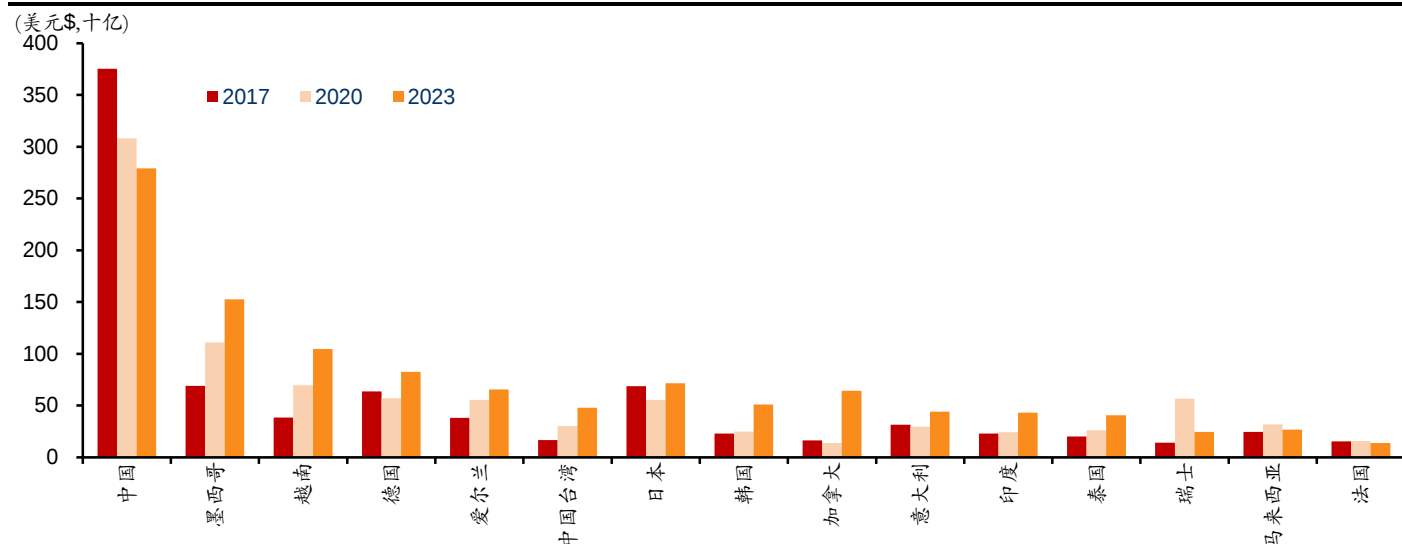
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 10: 2022 年中国香港 FDI 余额来源地分布



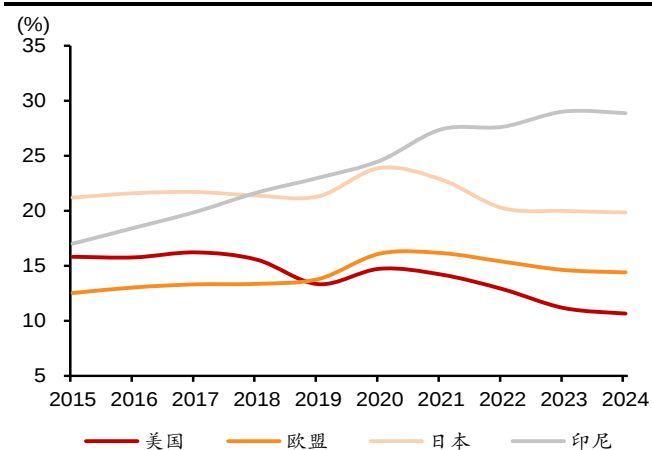
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 11: 对美贸易顺差最大的 15 个经济体



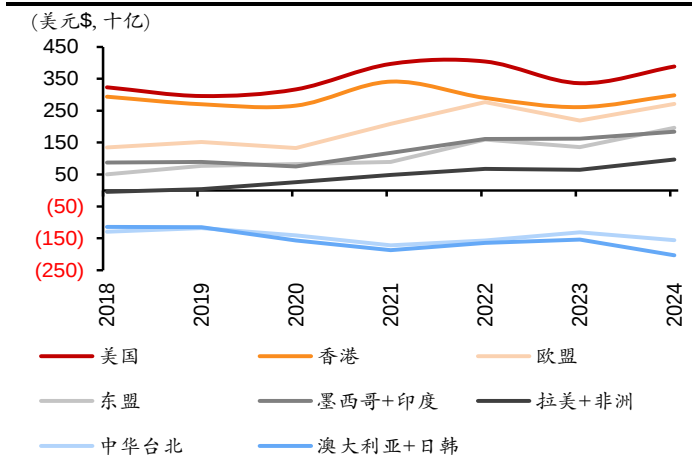
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 12: 中国在部分经济体进口中市场份额



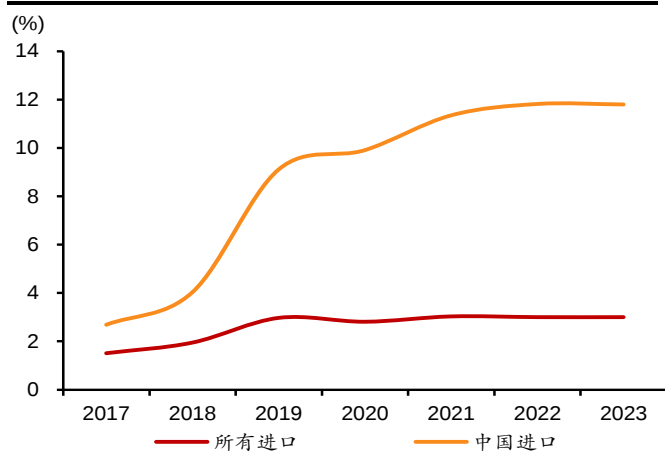
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 13: 中国与主要伙伴的商品贸易差额



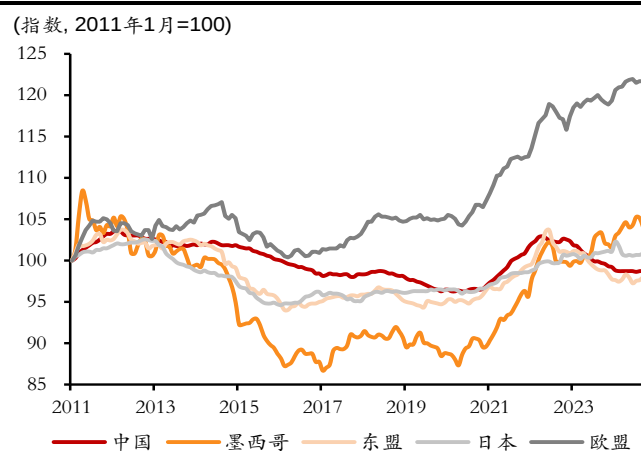
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 14: 美国加权平均关税税率



资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 15: 美国进口价格指数 (按原产地划分)



资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 16: 中国商品出口目的地

	同比增速 (%)							占比 (%)						
	2018	2019	2020	2021	2022	2023	9M24	2018	2019	2020	2021	2022	2023	9M24
世界	9.9	0.5	3.6	29.6	5.6	(4.7)	5.1	100	100	100	100	100	100	100
东盟	14.2	12.7	6.7	26.1	17.7	(5.0)	10.8	12.8	14.4	14.8	14.4	16.0	15.5	16.1
美国	11.3	(12.5)	7.9	27.5	1.2	(13.1)	3.3	19.2	16.8	17.4	17.2	16.4	14.8	14.6
欧盟	9.8	4.9	6.7	32.6	8.6	(10.2)	1.9	16.4	17.2	15.1	15.4	15.9	14.8	14.6
拉美	13.7	2.1	(0.8)	52.0	10.6	(2.4)	12.8	6.0	6.1	5.8	6.8	7.1	7.3	7.9
非洲	10.8	7.9	0.9	29.9	11.2	7.5	0.5	4.2	4.5	4.4	4.4	4.6	5.1	4.9
日本	7.2	(2.6)	(0.4)	16.3	4.4	(8.4)	(4.4)	5.9	5.7	5.5	4.9	4.9	4.7	4.3
韩国	5.9	2.1	1.4	32.4	9.5	(7.2)	(2.4)	4.4	4.4	4.3	4.4	4.6	4.4	4.1
印度	12.7	(2.4)	(10.8)	46.2	21.7	0.8	2.7	3.1	3.0	2.6	2.9	3.3	3.5	3.4
俄罗斯	12.0	3.7	1.7	33.8	12.8	46.9	4.7	1.9	2.0	2.0	2.0	2.1	3.3	3.2
英国	(0.3)	10.4	16.3	19.9	(6.1)	(3.4)	1.0	2.3	2.5	2.8	2.6	2.3	2.3	2.2
澳大利亚	14.2	1.8	10.9	24.2	19.0	(5.3)	(3.8)	1.9	1.9	2.1	2.0	2.2	2.2	2.0
加拿大	12.1	5.0	14.0	22.4	4.5	(14.9)	3.9	1.4	1.5	1.6	1.5	1.5	1.3	1.3
沙特阿拉伯	(5.1)	36.9	17.7	7.9	25.7	14.5	12.5	0.7	1.0	1.1	0.9	1.1	1.3	1.2
中国香港	8.2	(7.6)	(2.3)	28.6	(15.0)	(6.3)	9.1	12.1	11.2	10.5	10.4	8.4	8.1	8.1
中国台北	10.6	13.2	9.1	30.4	4.2	(16.0)	9.8	2.0	2.2	2.3	2.3	2.3	2.0	2.1

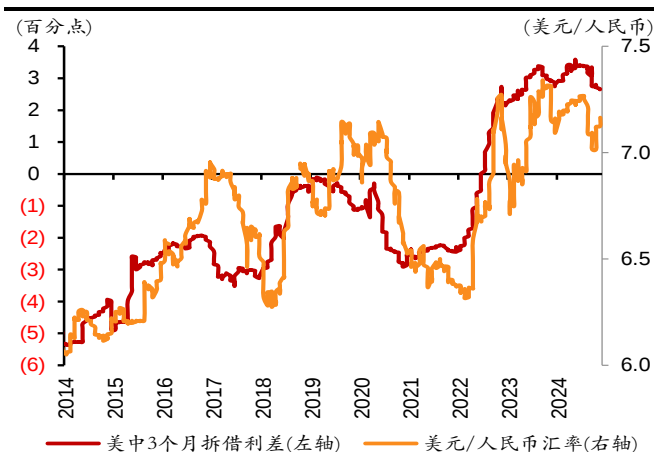
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 17: 特朗普关税两年内对中国出口和 GDP 影响

	美国对华 关税 (%)	美国对其他 国关税 (%)	他国对美 反击关税 (%)	加权平均 税率 (%)	美国关税 对最终价 格传导率	美国进口需 求的价格弹 性	对美国进 口直接影 响 (%)	对美国出 口直接影 响 (%)	对进口总 影响 (%)	对中国加 权平均关 税 (%)	对中国出 口影响 (%)	对中国 GDP 影响 (%)
基准场景	30.0	10.0	5.0	12.4	0.7	0.9	7.8	3.9	8.2	28.5	6.3	1.9
悲观场景	60.0	20.0	10.0	24.0	0.7	0.8	13.4	6.9	14.1	53.8	10.5	3.1

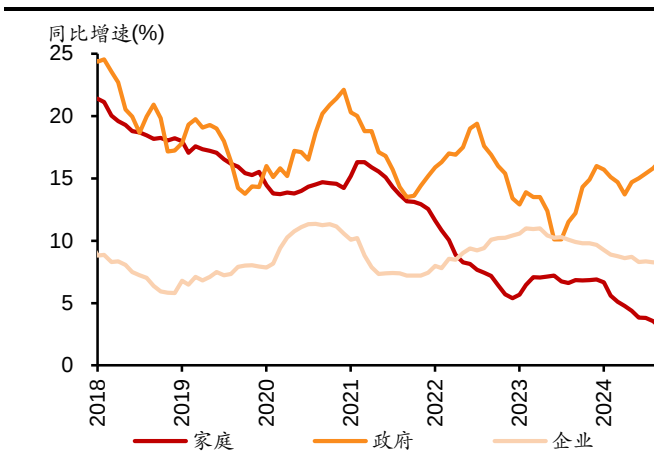
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 18: 美元/人民币汇率与利差



资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 19: 中国对实体部门信贷增速



资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 20: 港股与美元/人民币汇率负相关



资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 21: 特朗普主要竞选承诺

议题	政策
通胀	取消所有传统能源生产限制 削减联邦政府冗余支出 放松监管，减少昂贵且繁琐的法规 降低地缘政治风险以降低大宗商品价格。 降低抵押贷款利率，开放部分联邦土地建设新房建设，通过税收激励支持首次购房者，并削减提高住房成本的不必要法规。 提高透明度，增加选择和促进竞争以降低医疗价格。扩大平价医疗保险和处方药选择范围。
移民	在边境增加管控措施，减少非法移民入境 严格执行移民法案，包括加大对非法入境和逾期居留签证的处罚力度，降低和驱除非法移民和恢复旅行禁令等 加强移民审查，禁止持敌对美国的意识形态者入境 把美国劳工利益放在第一位，择优选择能对美国经济社会做出贡献的移民。
经济	放松监管，削减阻碍就业、自由、创新的法规 让现有特朗普减税法案永久化，并取消对小费收入征税 鼓励创新，引领新兴关键产业的发展，包括加密货币，人工智能和太空科技。 振兴工业基础，特别是国防业，关键设备和部件必须在美国制造。
贸易	采取“美国优先”贸易政策，包括对抗贸易欺诈国家，减少贸易赤字，确保战略独立和振兴制造业。 优先考虑美国生产商而不是外国外包商。并将关键供应链带回国内，确保基本商品和服务的独立自处。 取消中国的最惠国待遇，逐步停止从中国进口基本商品，并阻止中国购买美国房地产和工业。 取消鼓励电动车法案，禁止中国汽车进口以重振美国汽车业 禁止联邦政府和将工作外包至海外的公司做生意。
对外关系	通过实力实现和平，包括重建美国军队，重整国际联盟，对抗中国，打击恐怖主义和振兴国防工业 强调“美国优先”，优先保护美国本土和美国人民的利益 北约盟友需要履行共同防御义务，包括增加国防开支和向美国支付军事费用。 增强与以色列关系，重建中东盟友网络，以寻求中东和平 支持印太地区强大的，有主权的独立国家，使他们在与其他国家的和平关系与商贸往来中蓬勃发展。 动用军事资源打击跨国贩毒和犯罪集团

资料来源：竞选官网，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、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关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士。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给非《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。