



浦银国际策略观点:当 DeepSeek 遇上关税, 中国市场将如何演绎?

核心观点: 美国对中国加征关税的幅度 (10%) 和中方的反制措施 (对原产于美国的部分进口商品加征 10%-15% 关税) 基本符合市场此前预期, 短期内或不会导致大盘大幅震荡, 但由于未来关税路径不确定性较高, 预计市场将呈现结构性行情。建议投资者谨慎规避受此次加征关税和人民币波动影响较负面的板块。此外, DeepSeek 的发布有望收窄中美 AI 行业的估值差, 建议投资者关注 AI 产业链相关的个股。

- **短期市场将呈现趋势性行情还是结构性行情?** 目前, 美国对中国加征关税幅度以及中方的反制措施大致符合市场此前预期, 短期或不会导致大盘大幅震荡。然而, 美国加征关税将对海外收入比例较高的出口型行业较为利空, 而中方的反制措施可能对国内相关行业的进口商影响较大。未来关税政策仍将面临较多不确定因素, 短期投资者避险意愿上升, 中国市场或呈现结构性行情。我们预计特朗普 2.0 时代, 关税更多是谈判的工具。虽然投资者在初始阶段仍持悲观态度, 但这些负面情绪将较 2018 年中美贸易摩擦更容易被资本市场消化。而且当市场计入较多悲观预期, 出现积极变化的门槛或降低, 任何正面事件的出现都将有望显著提振市场情绪, 驱动股指明显反弹。
- **美国加征关税后哪些商品品类受到的冲击最大?** 根据彼得森国际经济研究所 (PIIE) 的数据, 当美国在现有关税基础上对所有进口自中国商品加征 10% 的关税, 那些美国对中国进口的依赖度较高的品类受到的影响较大, 比如电子及电机、机械、杂项、玩具和运动器材、纺织品和服装等, 这些行业的利润将随着关税成本的上升而受到挤压。而依赖度较低的品类受到的影响较小, 比如燃料、矿产品、动物产品等。
- **若关税战升级, 如何传导至汇率、资金流和行业配置?** 短期来看, 特朗普对关税政策的表述仍将是导致美元指数走强的主要推动力。近期美元走势使得人民币汇率明显承压。人民币汇率波动可能会影响市场情绪、风险偏好和资金流向。从 MSCI 中国指数行业上看, 信息技术、医疗健康等板块对人民币波动的敏感性较低, 与 CFETS 人民币指数的相关系数小于 0.1, 可适当配置。从基本面来看, 海外收入比例较高的出口型行业, 如电子、家电和纺织品, 建议适当规避。
- **短期结构性机会在哪里?** DeepSeek 带来了 AI 大语言模型路径的变化, 即不再单纯靠“堆算力”, 而是靠优化算法来实现更好的效果, 有望加快 AI 的发展进程。短期来看, 我们预计中美 AI 行业估值差有望收窄。我们预计, 短期内 AI 产业链或能提供结构性机会, 相关的个股将受到资金的追捧。细分赛道上看, 基础层包括 AI 芯片、服务器、云计算、光模块等算力基础设施。技术层聚焦大模型、数据服务及计算机视觉等核心技术。应用层涵盖范围较广, 例如智能驾驶、医疗和生物制药、金融、机器人、教育和办公、安防等场景。从市场上看, AI 产业链相关个股主要集中在 A 股, 而港股的 AI 概念股主要集中在互联网巨头、新能源汽车龙头以及纯 AI 公司。
- **投资风险:** 政策刺激不及预期, 地缘政治紧张局势升级, 流动性趋紧。

赖烨烨

首席策略分析师

Melody_lai@spdbi.com

(852) 2808 6441

2025 年 2 月 4 日



扫码关注浦银国际研究

浦银国际

策略观点

当 DeepSeek 遇上关税, 中国市场将如何演绎?

事件一：美国当地时间2月1日晚，白宫发布事实清单，宣布以芬太尼等问题为由，对所有进口自中国的商品，美国将在现有关税基础上加征10%的关税，加征措施将从2月4日开始实施。2月4日，中方宣布将自2月10日起对原产于美国的部分进口商品加征关税，包括对煤炭、液化天然气加征15%关税，对原油、农业机械、大排量汽车、皮卡加征10%关税。此外，根据特朗普发布的行政令，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%。随后，墨加两国均迅速宣布对美实施报复性关税。2月3日，美国分别与墨西哥和加拿大就关税问题进行谈话，其后宣布暂缓一个月加征关税。

我们对该事件的简评如下：

1. 短期市场避险情绪将有所升温。

2月4日，美国对中国加征关税10%正式生效，中方宣布将在2月10日对原产于美国的部分进口商品加征10%-15%的关税，基本符合市场此前预期，虽然近期中美贸易摩擦有所升温，但预计短期不会导致大盘大幅震荡。然而，美国加征关税将对海外收入比例较高的出口型行业较为利空，而中方的反制措施可能对国内相关行业的进口商影响较大，建议投资者谨慎规避。我们预计未来关税政策仍将面临较多不确定因素，短期投资者避险意愿上升，可能导致中国市场波动加大，将以结构性行情为主。

2. 特朗普 2.0 时代，关税更多是谈判的工具。

回顾特朗普 1.0 时代，我们发现在贸易摩擦发生的初始阶段的悲观情绪较强，导致股指回调幅度较大，市场交易逻辑为发生负面事件导致市场下跌。然而，随着更多负面事件陆续发生，市场悲观情绪逐步减低，市场交易逻辑也在发生变化，股指反而会因为利空落地而出现反弹。在贸易摩擦期间，特朗普关税政策不确定性较强，投资者对正面事件的积极反应偏低，导致市场即使反弹幅度也有限（图表 1）。

来到特朗普 2.0 时代，当关税话题重回焦点，虽然投资者在初始阶段仍持悲观态度，但我们预计这些负面情绪将较上一次中美贸易摩擦更容易被资本市场消化。而且当投资者触达关税风险的预期低点，市场计入较多悲观预期，出现积极变化的门槛或降低，任何正面事件的出现有望显著提振市场情绪，驱动股指明显反弹。值得注意的是，与 2018 年中美贸易摩擦的反制措施模式类似，不同于美国对中国采取统一关税加征幅度，中国对美国进口商品的反制措施更有针对性，有望有效抑制美国商品对中国的输出，促使美国与中国重新进行贸易谈判。接下来，如果中美关系重新缓和，不排除双方将举行会面甚至会谈，有望迅速提振市场乐观情绪。

图表 1：我们选取 8 个 2018 年中美贸易摩擦开始后的重点事件（含正负面）对市场的影响进行分析

负面事件及发生时间	期间表现	全 A 指数	上证 指数	沪深 300	创业板 指	中证 500	中证 1000	沪深 300 价值	沪深 300 成长
美方公布对中国加征关税 (2018-3-23)	后 1 日	0.5%	-0.6%	-0.6%	3.2%	2.0%	1.8%	-2.2%	-0.6%
	后 6 日	2.8%	0.3%	-0.5%	10.1%	5.8%	6.8%	-3.0%	-2.1%
对 500 亿中国商品征收 25% 的关税 (2018-6-15)	后 1 日	-5.0%	-3.8%	-3.5%	-5.8%	-6.2%	-6.8%	-2.2%	-3.3%
	后 6 日	-5.8%	-5.9%	-5.9%	-4.7%	-5.9%	-6.2%	-6.4%	-5.1%
对约 2000 亿美元中国商品 加征 10%关税 (2018-7-10)	后 1 日	-1.9%	-1.8%	-1.7%	-1.9%	-2.0%	-2.3%	-1.7%	-1.5%
	后 6 日	-0.1%	-1.4%	-1.0%	0.9%	0.4%	0.4%	-2.6%	-0.6%
对约 2000 亿美元中国商品 关税从 10%提升到 25% (2019-5-9)	后 1 日	3.6%	3.1%	3.6%	4.4%	3.6%	4.0%	3.1%	4.2%
	后 6 日	1.4%	1.1%	1.4%	0.6%	1.1%	1.8%	1.1%	2.0%
正面事件及发生时间	期间表现	全 A 指数	上证 指数	沪深 300	创业板 指	中证 500	中证 1000	沪深 300 价值	沪深 300 成长
中美发表联合声明停止互相 加征关税 (2018-5-21)	后 1 日	0.1%	0.0%	-0.4%	0.7%	0.3%	0.4%	-0.9%	-0.4%
	后 6 日	-2.3%	-2.5%	-2.2%	-3.5%	-3.0%	-3.1%	-2.6%	-2.1%
中美同意停止互相加征新的 关税 (2018-12-3)	后 1 日	0.5%	0.4%	0.2%	0.4%	0.5%	0.9%	0.2%	0.2%
	后 6 日	-2.6%	-2.3%	-3.1%	-2.5%	-2.6%	-1.7%	-2.8%	-3.5%
美方推迟对中国加征关税从 10%提高至 25%的期限 (2018-12-14)	后 1 日	-0.1%	0.2%	-0.1%	-0.9%	-0.1%	-0.3%	0.2%	-0.5%
	后 6 日	-2.6%	-2.3%	-3.1%	-2.5%	-2.6%	-1.7%	-2.8%	-3.5%
美方在 G20 峰会上表示不再 加征新关税 (2019-6-29)	后 1 日	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%	-0.3%	0.0%	0.0%	0.1%
	后 6 日	-3.6%	-3.8%	-3.6%	-3.2%	-4.3%	-4.0%	-3.4%	-4.2%

注：日指的是交易日。

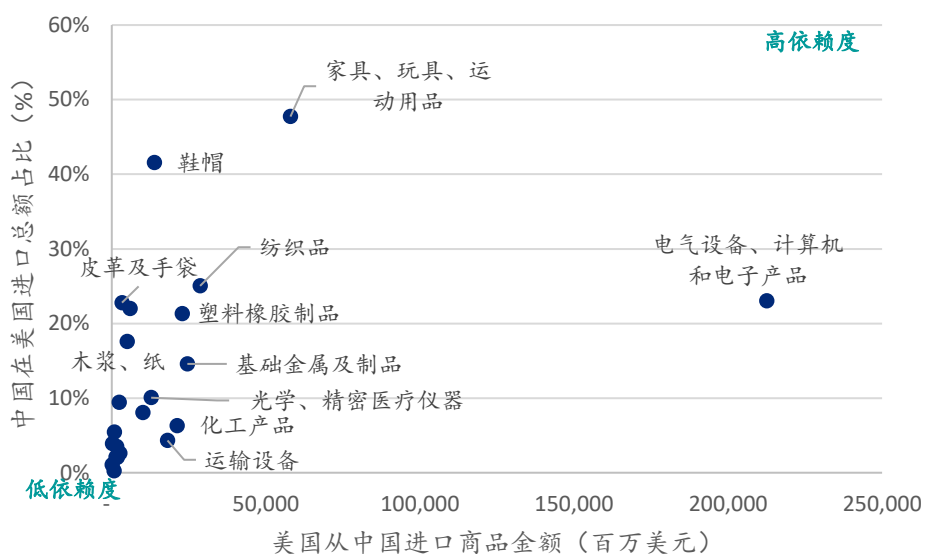
资料来源：iFinD、浦银国际。

3. 加征 10%关税后，美国对中国进口依赖度高的商品品类受冲击较大。

通过对 2023 年美国从中国进口商品的金额和占比进行分析，我们发现美国对中国进口的依赖度较高的品类有电气设备、计算机和电子产品制造、家具、玩具、运动用品、鞋帽、纺织品等，而依赖度较低的品类有矿产、艺术品及古董、植物产品、珍珠宝石、食品饮料烟酒等（图表 2）。

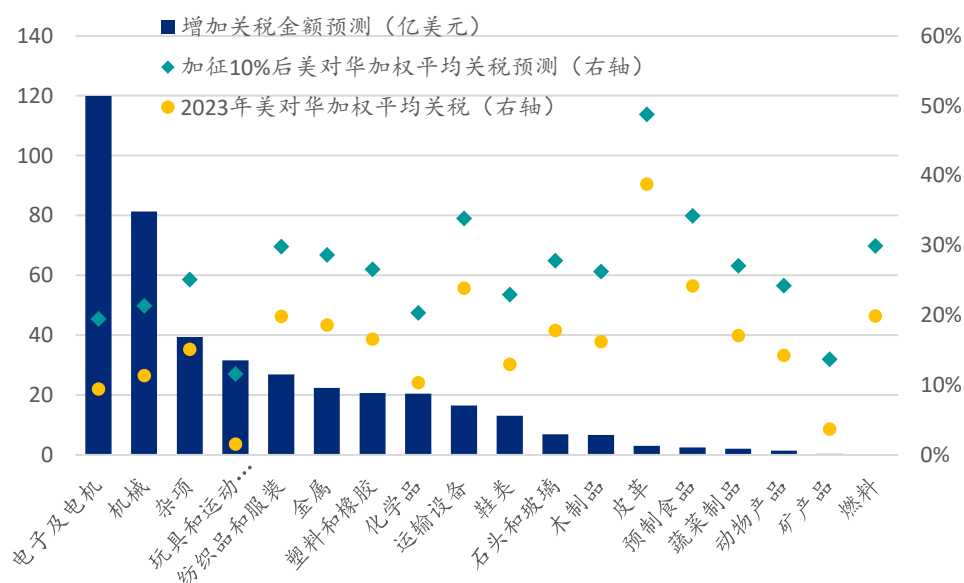
接下来，我们基于 2023 年美国从中国进口金额和各板块加权平均关税进行测算（数据来自彼得森国际经济研究所），当各板块关税在现有的关税基础上升 10%，那些美国对中国进口的依赖度较高的品类受到的影响较大，比如电子及电机、机械、杂项、玩具和运动器材、纺织品和服装等，这些行业的利润将随着关税成本的上升而受到挤压。而依赖度较低的品类受到的影响较小，比如燃料、矿产品、动物产品等（图表 3）。

图表 2：2023 年美国从中国进口商品情况



资料来源：UN Comtrade，浦银国际

图表 3：美对华加征 10% 关税将对电子及电机、机械、杂项、玩具和运动器材等板块影响较大



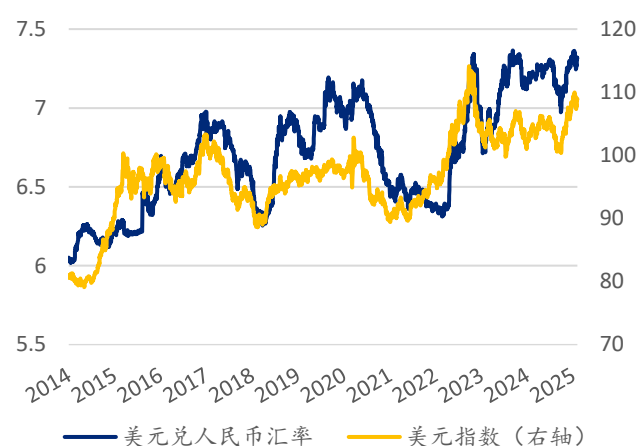
注：增加关税金额预测基于 2023 年美对华进口金额及各板块加权平均关税计算。

资料来源：PIIE、浦银国际

4. 若关税战进一步升级，人民币汇率波动或会加大。短期来说，特朗普对关税政策的表述仍将是导致美元指数走强的主要推动力。近期美元走势使得人民币汇率明显承压(图表 4)。人民币汇率波动，可能会影响市场情绪、风险偏好和资金流向。A 股受全球经济周期的扰动较小，资金盘较稳定，流动性较充裕，相比海外中国股票彰显出较强韧性。

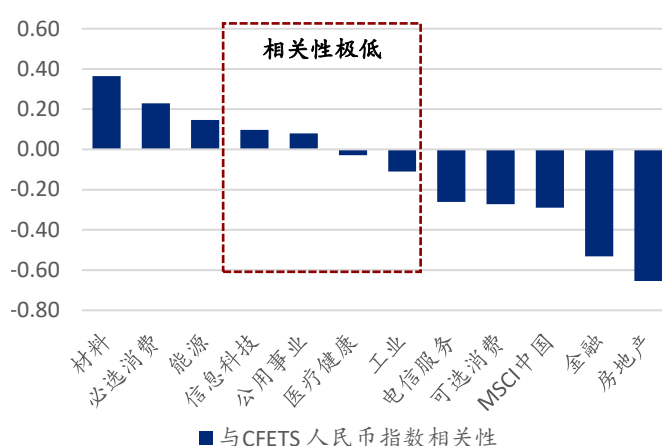
5. 从行业上看，MSCI 中国指数中，信息技术、公用事业、医疗健康和工业板块对人民币波动的敏感性较低。这些板块的走势与 CFETS 人民币指数的相关系数小于 0.1 (图表 5)。从基本面来看，海外收入比例较高的出口型行业，或外汇损益比例较高的行业，如电子、家电和纺织品，可能会受到美元走强的正面影响。但在全球通胀上升的情况下，需求不振导致的出口疲软可能会部分抵消外汇收益，建议适当规避 (图表 6)。

图表 4：近期美元走势对人民币汇率形成较大压力



注：数据截至 2025 年 2 月 3 日。资料来源：Bloomberg、浦银国际

图表 5：MSCI 中国各行业与 CFETS 人民币指数的相关性分析



注：数据截至 2025 年 2 月 3 日。资料来源：Bloomberg、浦银国际

图表 6：中国出口型企业的表现受到中美贸易摩擦的影响较大



注：阴影为中美贸易摩擦持续升级阶段。

资料来源：Bloomberg、浦银国际

事件二：1月20日，深度求索（DeepSeek）正式发布 DeepSeek R1 模型。DeepSeek R1 是在此前 DeepSeek-V3 的模型基础上，通过强化学习和知识蒸馏等技术进一步优化推理能力的模型。DeepSeek R1 具有 6,710 亿参数，在数学、编程、自然语言推理等方面能力比肩 OpenAI o1 模型，优于较多开源和闭源模型。DeepSeek 的 APP 下载量在 1 月上旬上线之后快速增长，在 1 月 20 日至 1 月 26 日实现了环比 375% 的增长。在 1 月 27 日，DeepSeek 在苹果美国区和中国区的下载量均登顶第一。

我们对该事件的简评如下：

1. 中长期看，DeepSeek 有望促进 AI 的发展进程。

DeepSeek 带来了 AI 大语言模型路径的变化，即不再单纯靠“堆算力”，而是靠优化算法来实现更好的效果。就已知信息来看，我们预计 DeepSeek 的成功会为整个 AI 行业带来众多改变，不管是长期还是短期。从行业发展来说，AI 技术的发展核心取决于三方面：算法、算力和数据。当其中有一方面被限制时（如算力），创业者们将会在另外两方面寻求突破。即使 DeepSeek 没有出现，未来也会有其他更好的模型出现，以更少的算力实现更好的效果，这对整个 AI 行业而言都是促进大于威胁。我们预计 DeepSeek 的出现将加快 AI 的发展进程。更多高效、便宜的 AI 模型有望出现，不仅有助于 AI 应用的广泛普及，还将催生更多的商业模式。对于投资者而言，在快速变化的行业环境中，选择具备确定性护城河的公司就显得极其重要（详情请参阅：[浦银国际策略观点：DeepSeek 如何影响美股 AI 主题投资逻辑？](#)）。

2. 美国对中国的先进技术的限制有望加速中国国产化。

根据我们科技组分析，今年 1 月以来，美先后发布 AI 大模型出口管制和更新商务部出口规则，意欲确保其 AI 领域的领先地位。尽管在美对 AI 和半导体技术管制趋严的背景下，中国初创企业仍然取得 AI 大模型的重大进展。在这个背景下，中国的国产化在多个链条环节有望加速，包括芯片端、算法端和应用端。这有利于中国 AI 国产化供应链的成长。

3. 短期来看，我们预计中美 AI 行业估值差有望收窄。

基础层包括 AI 芯片、服务器、云计算、光模块等算力基础设施。技术层聚焦大模型、数据服务及计算机视觉等核心技术。应用层涵盖范围较广，例如智能驾驶、医疗和生物制药、金融、机器人、教育和办公、安防等场景。从市场上看，AI 产业链相关个股主要集中在 A 股，而港股的 AI 概念股主要集中在互联网巨头、新能源汽车龙头、及纯 AI 公司。我们预计，短期内 AI 产业链相关的个股将受到资金的追捧。

综上所述，美国对中国加征关税的幅度（10%）和中方的反制措施（对原产于美国的部分进口商品加征 10%-15% 关税）基本符合市场此前预期，短期内或不会导致大盘大幅震荡，但由于未来关税路径不确定性较高，预计市场将呈现结构性行情。建议投资者谨慎规避受此次加征关税和人民币波动影响较负面的板块。此外，DeepSeek 的发布有望收窄中美 AI 行业的估值差，建议投资者关注 AI 产业链相关的个股。

免责声明

本报告之收取者透过接受本报告(包括任何有关的附件),表示及保证其根据下述的条件下有权获得本报告,且同意受此中包含的限制条件所约束。任何没有遵循这些限制的情况可能构成法律之违反。

本报告是由从事证券及期货条例(香港法例第 571 章)中第一类(证券交易)及第四类(就证券提供意见)受规管活动之持牌法国-浦银国际证券有限公司(统称“浦银国际证券”)利用集团信息及其他公开信息编制而成。所有资料均搜集自被认为是可靠的来源,但并不保证数据之准确性、可信性及完整性,亦不会因资料引致的任何损失承担任何责任。报告中的资料来源除非另有说明,否则信息均来自本集团。本报告的内容涉及到保密数据,所以仅供阁下为其自身利益而使用。除了阁下以及受聘向阁下提供咨询意见的人士(其同意将本材料保密并受本免责声明中所述限制约束)之外,本报告分发给任何人均属未经授权的行为。

任何人不得将本报告内任何信息用于其他目的。本报告仅是为提供信息而准备的,不得被解释为是一项关于购买或者出售任何证券或相关金融工具的要约邀请或者要约。阁下不应将本报告内容解释为法律、税务、会计或投资事项的专业意见或为任何推荐,阁下应当就本报告所述的任何交易涉及的法律及相关事项咨询其自己的法律顾问和财务顾问的意见。本报告内的信息及意见乃于文件注明日期作出,日后作修改而不另通知,亦不一定会更新以反映文件日期之后发生的进展。本报告并未包含公司可能要求的所有信息,阁下不应仅仅依据本报告中的信息而作出投资、撤资或其他财务方面的任何决策或行动。除关于历史数据的陈述外,本报告可能包含前瞻性的陈述,牵涉多种风险和不确定性,该等前瞻性陈述可基于一些假设,受限于重大风险和不确定性。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映浦银国际证券的立场。浦银国际控股有限公司及其附属公司、关联公司(统称“浦银国际”)及/或其董事及/或雇员,可能持有在本报告内所述或有关公司之证券、并可能不时进行买卖。浦银国际或其任何董事及/或雇员对投资者因使用本报告或依赖其所载信息而引起的一切可能损失,概不承担任何法律责任。

浦银国际证券建议投资者应独立地评估本报告内的资料,考虑其本身的特定投资目标、财务状况及需要,在参与有关报告中所述公司之证券的交易前,委任其认为必须的法律、商业、财务、税务或其它方面的专业顾问。惟报告内所述的公司之证券未必能在所有司法管辖区或国家或供所有类别的投资者买卖。对部分的司法管辖区或国家而言,分发、发行或使用本报告会抵触当地法律、法则、规定、或其它注册或发牌的规例。本报告不是旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。

美国

浦银国际不是美国注册经纪商和美国金融业监管局(FINRA)的注册会员。浦银国际证券的分析师不具有美国金融监管局(FINRA)分析师的注册资格。因此,浦银国际证券不受美国就有关研究报告准备和分析师独立性规则的约束。

本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法规则 15a-6 定义的“主要机构投资者”,不得提供给其他任何个人。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。

英国

本报告并非由英国 2000 年金融服务与市场法(经修订)(「FSMA」)第 21 条所界定之认可人士发布,而本报告亦未经其批准。因此,本报告不会向英国公众人士派发,亦不得向公众人士传递。本报告仅提供给合格投资者(按照金融服务及市场法的涵义),即(i)按照 2000 年金融服务及市场法 2005 年(金融推广)命令(「命令」)第 19(5)条定义在投资方面拥有专业经验之投资专业人士或(ii)属于命令第 49(2)(a)至(d)条范围之高净值实体或(iii)其他可能合法与之沟通的人士(所有该等人士统称为「有关人士」)。不属于有关人士的任何机构和个人不得遵照或倚赖本报告或其任何内容行事。

本报告的版权仅为浦银国际证券所有,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,浦银国际证券对任何第三方的该等行为保留追述权利,并且对第三方未经授权行为不承担任何责任。

权益披露

- 1) 浦银国际并没有持有本报告所述公司逾 1%的财务权益。
- 2) 浦银国际跟本报告所述公司在过去 12 个月内并没有任何投资银行业务的关系。
- 3) 浦银国际并没有跟本报告所述公司为其证券进行庄家活动。

评级定义

证券评级定义:

“买入”: 未来 12 个月, 预期个股表现超过同期其所属的行业指数

“持有”: 未来 12 个月, 预期个股表现与同期所属的行业指数持平

“卖出”: 未来 12 个月, 预期个股表现逊于同期其所属的行业指数

行业评级定义 (相对于 MSCI 中国指数):

“超配”: 未来 12 个月优于 MSCI 中国 10%或以上

“标配”: 未来 12 个月优于/劣于 MSCI 中国少于 10%

“低配”: 未来 12 个月劣于 MSCI 中国超过 10%

分析师证明

本报告作者谨此声明: (i) 本报告发表的所有观点均正确地反映作者有关任何及所有提及的证券或发行人的个人观点, 并以独立方式撰写; (ii) 其报酬没有任何部分曾经, 是或将会直接或间接与本报告发表的特定建议或观点有关; (iii) 该等作者没有获得与所提及的证券或发行人相关且可能影响该等建议的内幕信息 / 非公开的价格敏感数据。

本报告作者进一步确定 (i) 他们或其各自的关联人士 (定义见证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则) 没有在本报告发行日期之前的 30 个历日内曾买卖或交易过本报告所提述的股票, 或在本报告发布后 3 个工作日 (定义见《证券及期货条例》(香港法例第 571 章)) 内将买卖或交易本文所提述的股票; (ii) 他们或其各自的关联人士并非本报告提述的任何公司的雇员; 及 (iii) 他们或其各自的关联人士没有拥有本报告提述的证券的任何金融利益。

浦银国际证券机构销售团队

杨增希

essie_yang@spdbi.com

852-2808 6469

浦银国际证券财富管理团队

王玥

emily_wang@spdbi.com

852-2808 6468

浦银国际证券有限公司

SPDB International Securities Limited

网站: www.spdbi.com

地址: 香港轩尼诗道 1 号浦发银行大厦 33 楼

