

2025 年 4 月 7 日

全球宏观

新一轮关税冲击下的思考：外部压力与结构支撑

美国新一轮关税出台后，亚太股市遭遇“黑色星期一”。港股上周五因假期休市，周一开盘后呈现显著跌幅，主要反映了超预期关税政策下市场情绪的进一步发酵。特朗普政府上周宣布对华实施 34% 的“对等关税”，叠加此前已加征部分，对华关税水平已攀升至 60%+。同时，中国内地方面已于上周公布对等反制措施，包括对美国输华商品加征 34% 关税，为后续关税谈判增加筹码。

本轮关税实施时间与空间分析。从时间维度看，特朗普政府宣布的全球性 10% 基础关税已于 4 月 5 日正式落地，而“对等关税”计划于 4 月 9 日实施，但预计针对不同国家和地区可能根据谈判进展有所延迟。从空间维度看，美国财政部长贝森特表示，上周宣布的对等关税在不遭遇报复性反制的情况下将是上限，后续可能根据谈判进展进行针对性下调，或进一步的施压。

对华影响的初步预估和政策应对：

参考上一轮 2018 年贸易摩擦中的出口弹性，美国此轮对华 60%+ 的关税加征可能导致中国对美出口下降超过 30%。鉴于对美出口占中国出口总额的 15%，而出口对我国 GDP 的贡献约为 20%，预计此轮关税对 GDP 的直接影响可能达到约 1 个百分点。但考虑到此轮“对等关税”涉及全球约 60 多个国家和地区，总需求仍有不确定性。

外需持续压力需要更大力度的内需支持作为对冲，预计或有更多内生性政策支持落地。

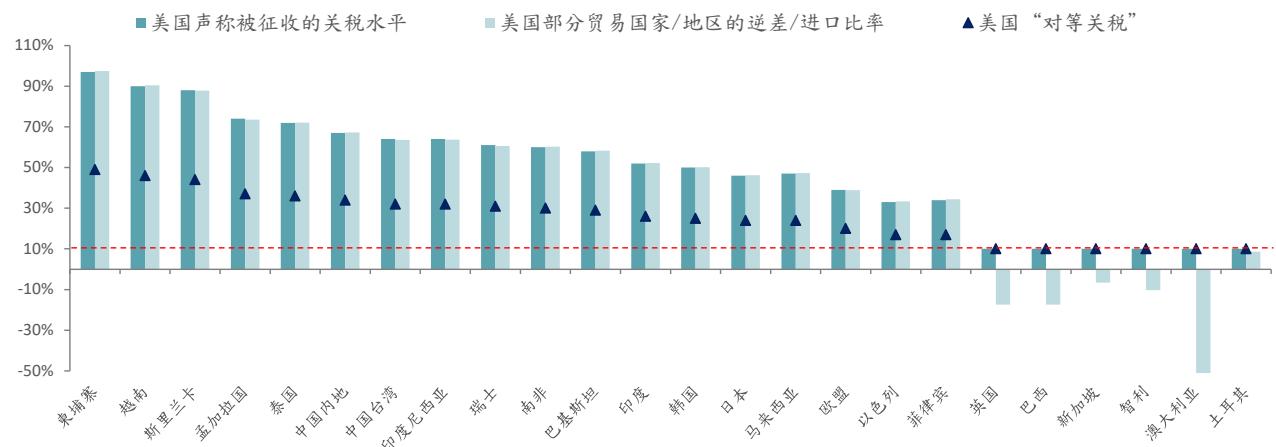
宏观不确定因素持续存在背景下，短期避险情绪预计将维持高位，风险资产面临调整压力。同时，特朗普政府可能采取进一步施压措施，双边谈判过程可能刚刚开始，在新一轮协议达成前，不确定性将持续存在。尽管如此，我们认为港股市场仍具备结构性支撑：

- * 从结构来看，港股除部分跨境业务相关板块外，多数板块以内需导向为主。因此，尽管外部环境面临较大不确定性，内需政策进一步加码预计将为港股提供支撑。此外，AI、智驾、机器人等行业的技术升级和进步推动下，后市仍存结构性的主题行情催化。
- * 南向资金支持。本轮港股上涨行情主要受 AI 估值重估叙事驱动，配置集中于科网龙头股，而其他多数板块估值提升相对有限。内地资金配置压力犹存的情况下，港股高股息板块对内资仍保持较强吸引力。
- * 外资尤其是长线资金整体仓位维持偏低。因此，即便全球避险情绪上升，对港股的抛压可能仍相对有限。
- * 人民币汇率相对韧性。尽管关税压力下外需前景不确定性增加，贬值压力已阶段性上升，但由于本轮全球性关税政策导致美国衰退风险上升，对美元形成一定压制。因此，人民币汇率有望保持相对韧性。

李少金

Evan.Li@bocomgroup.com
(852) 3766 1849

图表 1: 美国声称被征收的关税基本就是贸易国的逆差与进口比值



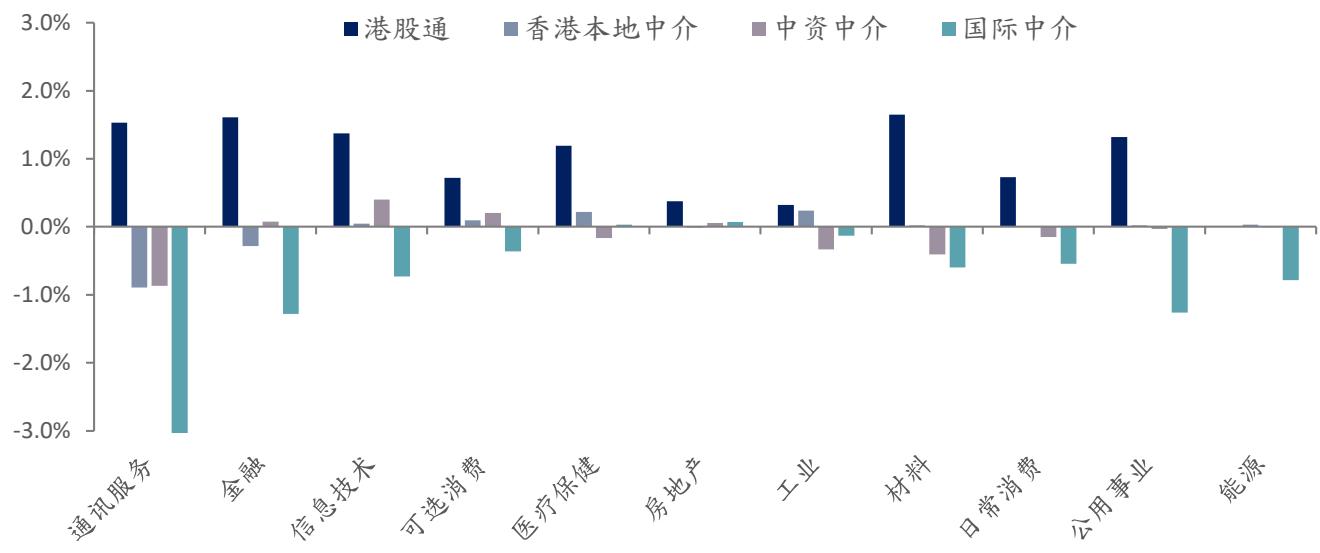
资料来源: Macrobond, 交银国际

图表 2: 中国对美出口占总出口比例, 以及中国出口占GDP比例



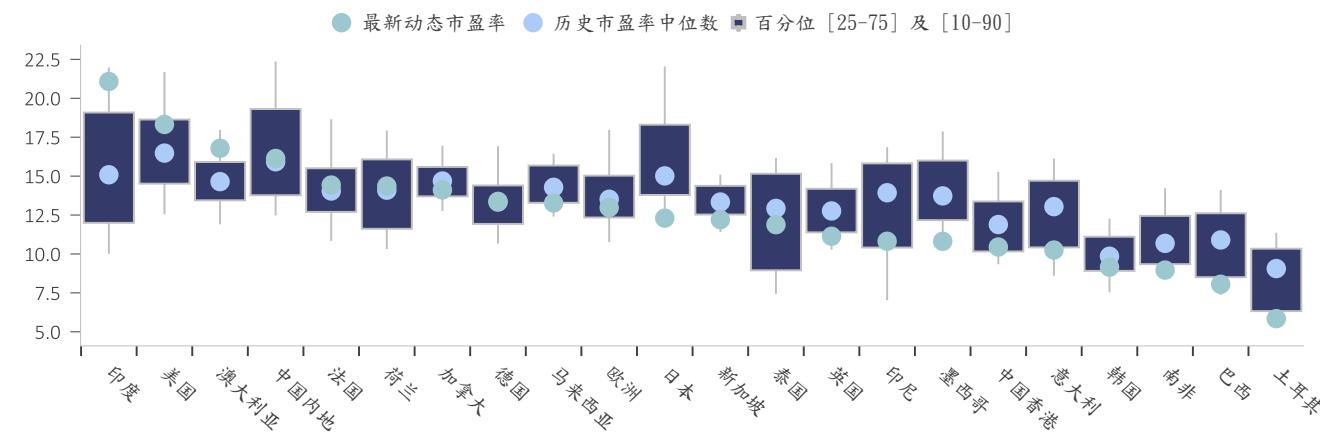
资料来源: Macrobond, 交银国际

图表 3: 港股 2025 年 1 季度不同机构的持股变化



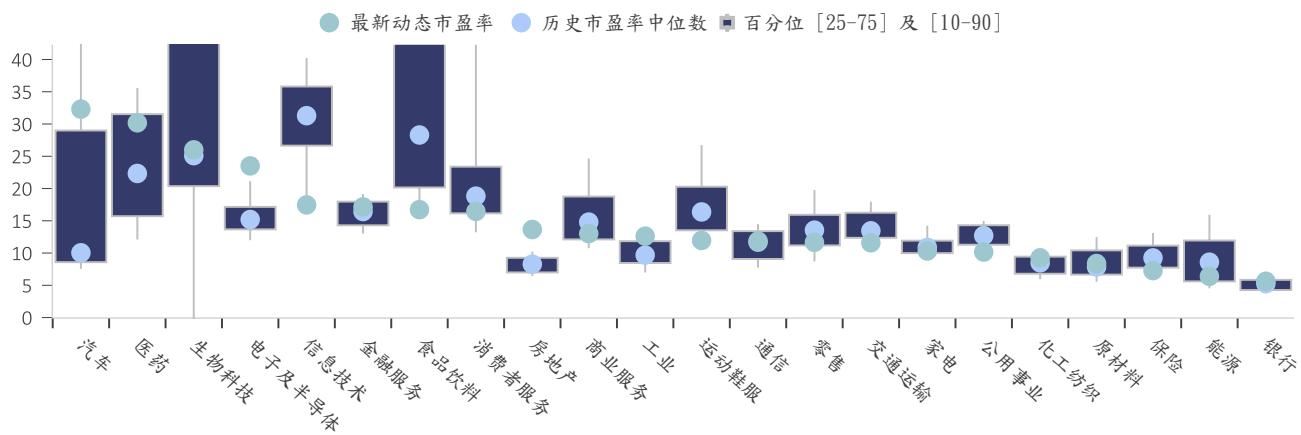
资料来源: Wind, 交银国际

图表 4: 全球主要股指中, 港股估值仍存在一定的安全边际



资料来源: FactSet, 交银国际

图表 5: 港股二级行业最新的动态市盈率及其过去 10 年历史区间



资料来源: FactSet, 交銀國際

交銀國際

香港中環德輔道中68號萬宜大廈10樓
總機: (852) 3766 1899 传真: (852) 2107 4662

評級定義

分析員個股評級定義:

買入: 預期個股未來12個月的總回報**高於**相關行業。

中性: 預期個股未來12個月的總回報與相關行業**一致**。

沽出: 預期個股未來12個月的總回報**低於**相關行業。

無評級: 對於個股未來12個月的總回報與相關行業的比較，
分析員**並無確信觀點**。

分析員行業評級定義:

領先: 分析員預期所覆蓋行業未來12個月的表現相對於大盤
標杆指數**具吸引力**。

同步: 分析員預期所覆蓋行業未來12個月的表現與大盤標杆
指數**一致**。

落後: 分析員預期所覆蓋行業未來12個月的表現相對於大盤
標杆指數**不具吸引力**。

香港市場的標杆指數為**恒生綜合指數**，A股市場的標杆指數
為**MSCI中國A股指數**，美國上市中概股的標杆指數為**標普美國中概股50（美元）指數**

分析员披露

本研究报告之作者，兹作以下声明：i)发表于本报告之观点准确地反映有关于他们个人对所提及的证券或其发行者之观点；及ii)他们之薪酬与发表于报告上之建议/观点并无直接或间接关系；iii)对于提及的证券或其发行者，他们并无接收到可影响他们的建议的内幕消息/非公开股价敏感消息。

本报告之作者进一步确认：i) 他们及他们之相关有联系者【按香港证券及期货监察委员会之操守准则的相关定义】并没有于发表本报告之30个日历日前交易或买卖本报告内涉及其所评论的任何公司的证券；ii) 他们及他们之相关有联系者并没有担任本报告内涉及其评论的任何公司的高级人员（包括就房地产基金而言，担任该房地产基金的管理公司的高级人员；及就任何其他实体而言，在该实体中担任负责管理该等公司的高级人员或其同级人员）；iii) 他们及他们之相关有联系者并没有拥有于本报告内涉及其评论的任何公司的证券之任何财务利益。根据证监会持牌人或注册人操守准则第16.2段，“有联系者”指：i) 分析员的配偶、亲生或领养的未成年子女，或未成年继子女；ii) 某信托的受托人，而分析员、其配偶、其亲生或领养的未成年子女或其未成年继子女是该信托的受益人或酌情对象；或iii) 惯于或有义务按照分析员的指示或指令行事的另一人。

有关商务关系及财务权益之披露

交銀國際證券有限公司及/或其有关联公司在过去十二个月内与交通银行股份有限公司、国联证券股份有限公司、交銀國際控股有限公司、四川能投发展股份有限公司、光年控股有限公司、七牛智能科技有限公司、致富金融集团有限公司、湖州燃气股份有限公司、汉有机控股有限公司、上海小南国控股有限公司、Sincere Watch (Hong Kong) Limited、富景中国控股有限公司、天津建设发展集团股份公司、乐思集团有限公司、出门问问有限公司、趣致集团、宜搜科技控股有限公司、老铺黄金股份有限公司、中赣通信(集团)控股有限公司、地平线、多点数智有限公司、草姬集团控股有限公司、安徽海螺材料科技股份有限公司及北京赛目科技股份有限公司有投资银行业务关系。

交銀國際證券有限公司及/或其集团公司现持有东方证券股份有限公司、光大证券股份有限公司及七牛智能科技有限公司的已发行股本逾1%。

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），表示并保证其根据下述的条件下有权获得本报告，并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。

本报告为高度机密，并且只以非公开形式供交銀國際證券的客户阅览。本报告只在基于能被保密的情况下提供给阁下。未经交銀國際證券事先以书面同意，本报告及其中所载的资料不得以任何形式(i)复制、复印或储存，或者(ii)直接或者间接分发或者转交予任何其它人作任何用途。

交銀國際證券、其联属公司、关联公司、董事、关联方及/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、或对其有兴趣。此外，交銀國際證券、其联属公司及关联公司可能与本报告内所述或有关的公司不时进行业务往来，或为其担任市场庄家，或被委任替其证券进行承销，或可能以委托人身份替客户买入或沽售其证券，或可能为其担当或争取担当并提供投资银行、顾问、包销、融资或其它服务，或替其从其它实体寻求同类型之服务。投资者在阅读本报告时，应该留意任何或所有上述的情况，均可能导致真正或潜在的利益冲突。

本报告内的资料来自交銀國際證券在报告发行时相信为正确及可靠的来源，惟本报告并非旨在包含投资者所需要的所有信息，并可能受送递延误、阻碍或拦截等因子所影响。交銀國際證券不明确或暗示地保证或表示任何该等数据或意见的足够性、准确性、完整性、可靠性或公平性。因此，交銀國際證券及其集团或有关的成员均不会就由于任何第三方在依赖本报告的内容时所作的行为而导致的任何类型的损失（包括但不限于任何直接的、间接的、随之而发生的损失）而负上任何责任。

本报告只为一般性提供数据之性质，旨在供交銀國際證券之客户作一般阅览之用，而并非考虑任何某特定收取者的特定投资目标、财务状况或任何特别需要。本报告内的任何资料或意见均不构成或被视为集团的任何成员作出提议、建议或征求购入或出售任何证券、有关投资或其它金融证券。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映交銀國際證券或其集团的立场，亦可在没有提供通知的情况下随时更改，交銀國際證券亦无责任提供任何有关资料或意见之更新。

交銀國際證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。本报告的发送对象不包括身处中国内地的投资人。如知悉收取或发送本报告有可能构成当地法律、法则或其他规定之违反，本报告的收取者承诺尽快通知交銀國際證券。

本免责声明以中英文书写，两种文本具同等效力。若两种文本有矛盾之处，则应以英文版本为准。

交銀國際證券有限公司是交通银行股份有限公司的附属公司。