

2025年04月17日

# 美对华加征关税对A股的影响如何？

## 投资要点

- ◆ 2018年至2019年期间的中美贸易摩擦对市场的影响是阶段性的，政策是影响市场走势的核心。（1）分阶段来看：第一阶段贸易摩擦抬头扰动市场情绪；第二阶段关税加征落地，悲观情绪集中释放；风险偏好回落下第三阶段期间市场出现分化，大盘股占优；流动性宽松、地缘关系缓和下第四阶段市场开始走强。（2）框架来看：分子端来看，美国加征关税对出口有结构性压制，且对外出口依赖度较高行业及公司盈利有影响；流动性上，2018年美联储接连加息收紧流动性，国内“宽货币紧信用”风格延续全年；风险偏好来看，关税加征对市场的冲击呈现出逐步钝化的趋势，政策的宽松和贸易摩擦的缓解使得市场的风险偏好逐步回升。
- ◆ 历史经验上，加征关税可能导致受政策支持的科技和部分周期行业表现占优。（1）关税加征节奏：从高端品至低端品。2018至2019年美对华加征关税共有三轮，所涉商品范围从高端科技转向日常消费。（2）关税加征力度：对华出口的依赖度与税率呈正比。美国重点对中国出口依赖度较高的行业施加更高的关税压力，如建筑材料、轻工制造、纺织服装、电子设备等中低端制造业。（3）加征关税后受益于政策的科技和部分周期行业相对占优。一是科技相关行业表现较强，受国内政策积极出台提振盈利修复；二是钢铁、有色等部分周期表现也相对偏强。
- ◆ 两轮关税加征已经落地，短期存在一定负面扰动，但长期看影响可能相较2018年较小。（1）分子端：短期存在一定冲击，但中长期出口、盈利韧性仍在。一是短期出口可能面临一定压力，但中国出口结构持续优化，如东盟、非洲和巴西等新兴市场出口金额占比上升，且高端制造品出口增速较快，中长期影响可能有限；二是部分对美出口依赖度高产业盈利可能受到一定冲击，但海外营收占比高行业盈利预期处于高位。（2）流动性：当下流动性相较2018年极其宽松。一是短期内美联储仍处于降息周期中，人民币汇率在政策支持下保持相对稳定，贬值压力有限。二是国内保增长政策导向下流动依然维持宽松。（3）风险偏好：市场对加征关税已充分预期，影响有限。
- ◆ 关注部分国产率提高、对美出口敞口低且美对中依赖较高的相关高端制造、周期等行业。（1）比照复盘，当下部分科技及周期行业受政策支持基本面改善下受到加征关税冲击可能小于2018年。（2）当前来看，通信、建筑材料等行业当前对美出口敞口小且美对中进口依赖度高，本轮关税影响可能较小。从贸易依赖绝对值来看，2024年美国对中国依赖度较高的前5个行业，从高到低排序分别为建筑材料（39.5%）、轻工制造（27.5%）、纺织服装（27.3%）、电子（22.7%）、机械设备（18.4%），这5个行业均高于2024年中国对美国的依赖度，因此可能受到2025年新一轮关税影响较小。（3）当前来看，家具及家居用品、塑料制品等出口份额产业近年由美国转移至欧洲、东南亚等新兴市场，受本轮加征关税冲击可能较小。中国在逐步调整出口市场结构，将更多的出口份额转向东南亚、欧洲等市场，制造业、汽车、家具、塑料制品等领域和对应行业在面对关税压力时，受本轮潜在关税冲击的程度显著低于2018年。
- ◆ 风险提示：历史经验未来不一定适用、政策超预期变化、经济修复不及预期。

## 主题报告

### 分析师

邓利军

SAC 执业证书编号：S0910523080001

denglijun@huajinsec.cn

### 报告联系人

张欣诺

zhangxinnuo@huajinsec.cn

### 相关报告

外力巨震下新股周期情绪冰点或提前显现，  
建议密切关注局部变化-华金证券新股周报

2025.4.13

快速调整后A股可能已见底 2025.4.13

底部区域反弹来临 2025.4.9

恐慌情绪释放后A股已进入底部区域

2025.4.7

极近端新股资金博弈热情升温，但休整周期  
叠加整体扰动预期或仍需警惕-华金证券新  
股周报 2025.4.6



## 内容目录

一、特朗普交易 1.0 的启发 .....	3
(一) 市场趋势：中短期有负面冲击，政策支持逆转悲观情绪 .....	3
(二) 行业方向：受政策支持的科技和部分周期表现占优 .....	9
1、关税加征节奏：从高端品至低端品 .....	9
2、关税加征力度：对华出口的依赖度与税率呈正比 .....	11
3、占优行业特点：受政策支持的科技和部分周期行业表现相对偏强 .....	12
二、特朗普交易 2.0 下市场怎么走？哪些行业有机会？ .....	13
(一) 短期对市场有一定扰动，但影响相对 2018 年可能较小 .....	13
(二) 行业配置：关注部分高端制造、周期等 .....	14
三、风险提示 .....	19

## 图表目录

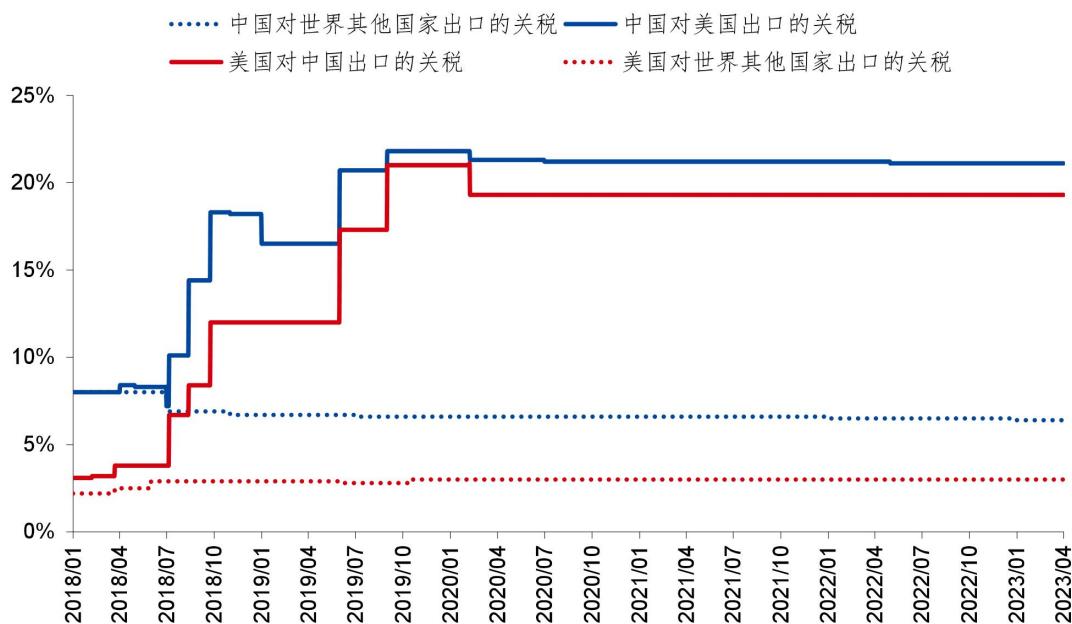
图 1：美国与中国之间以及与世界其他地区 (ROW) 的关税率 .....	3
图 2：主要宽基指数在每轮关税中涨跌幅和基本面情况 .....	4
图 3：关税逐步落地下对我国出口增速有一定压制 .....	5
图 4：2017-2019 年中出美 22 个商品类别以及重要章节 (HS) 同比增速一览 .....	6
图 5：2018-2023 年海外营收占比较高行业集中于电子、家电等行业 .....	7
图 6：全 A 非金融上市公司 2018 年营收增速维持高增 .....	7
图 7：海外营收占比较高行业对关税逐轮、大幅加征较为敏感 .....	7
图 8：2018 年美联储多次加息且美元指数表现强势 .....	8
图 9：2018-2019 年市场走势和关键事件节点 .....	9
图 10：2018 年末-2019 年中美贸易摩擦大事件及应对政策的影响 .....	9
图 11：中美贸易摩擦期间时间节点、涉及商品价值、加征税率变化和具体商品清单 .....	11
图 12：特朗普上一任期中对中国采取的具体制裁措施 .....	11
图 13：美国加征关税税率和美国进口中国份额占比呈正相关关系 .....	12
图 14：特朗普和拜登时期历次对中国贸易制裁后 T+30、T+60、T+180、T+360 个交易日后行业表现 .....	13
图 15：当前美对华关税税率远超 2018 年 .....	14
图 16：当前我国对东盟出口金额占比较高 .....	14
图 17：CME 预测美联储年内还有 4 次降息 .....	14
图 18：2020 年以来半导体设备国产化率持续上升 .....	15
图 19：2017-2022 年工业机器人国产化率水平提升 .....	15
图 20：24Q1 鸿蒙系统反超 IOS 成为国内市占第二操作系统 .....	16
图 21：2020 年起中国医疗器械出口规模反超进口规模 .....	16
图 22：2023 年中国出口稀有金属规模占比全球规模 25% .....	16
图 23：2024 年中国粗钢产量占比全球产量 44% .....	16
图 24：美国若继续加征关税，商贸零售、医药生物可能受到的影响较大 .....	17
图 25：2024 年较 2017 年中国出口美国份额变化 (%) .....	17
图 26：2024 年较 2017 年美国进口中国份额变化 (%) .....	18
图 27：2024 年中国出口家具及家居用品份额转移至新兴市场 .....	19
图 28：2024 年中国出口塑料制品份额转移至新兴市场 .....	19

## 一、特朗普交易 1.0 的启发

### (一) 市场趋势：中短期有负面冲击，政策支持逆转悲观情绪

**2018 年至 2019 年期间的中美贸易摩擦对市场的影响是阶段性的，政策是影响市场走势的核心。**(1) 第一阶段贸易摩擦抬头扰动市场情绪。从 2018 年 3 月 23 日 USTR 宣布发布 301 条款起，市场的负面反应相对较为剧烈，投资者对于贸易摩擦的前景感到忧虑，导致股市出现较大波动，发布公告后 30 个交易日内，上证综指跌幅为 2.7%、上证 50 跌幅为 4.8%，但创业板指涨幅为 2.7%，大小盘指数表现较为分化。(2) 第二阶段关税加征落地，悲观情绪集中释放。随着第一轮关税涉及商品清单的公布，市场的负面情绪进一步加剧，投资者对于中美贸易摩擦的恶化和对经济增长的担忧加剧。2018/6/18 关税落地后 30 个交易日内，宽基指数普跌，上证综指跌幅 5.1%、上证 50 跌幅 4.8%、中证 1000 跌幅 6.4%、创业板指跌幅 5.0%，2000 亿关税落地进一步刺激情绪下杀，市场开始进入调整期。(3) 风险偏好回落下第三阶段期间大盘股明显占优。在第二轮关税加码且商品范围扩大后，市场风格出现了一定程度的分化，避险情绪下大盘股显示出一定的韧性，2018/9/18 后 30 个交易日内上证 50 上涨 3.4%，而中证 1000 下跌 4.9%，直至 11 月民营企业座谈会召开后市场逐步企稳。(4) 流动性宽松、地缘关系改善下市场开始走强。2019 年 8 月，第三轮关税再次重启，但市场环境发生了较大变化，期间海内外货币政策宽松、中美第一阶段经贸协议达成等因素影响下情绪开始回暖，8 月 13 日第三轮关税落地后 30 个交易日内宽基指数普涨，直至 2020 年初疫情爆发后才出现一定调整。

图 1：美国与中国之间以及与世界其他地区（ROW）的关税率



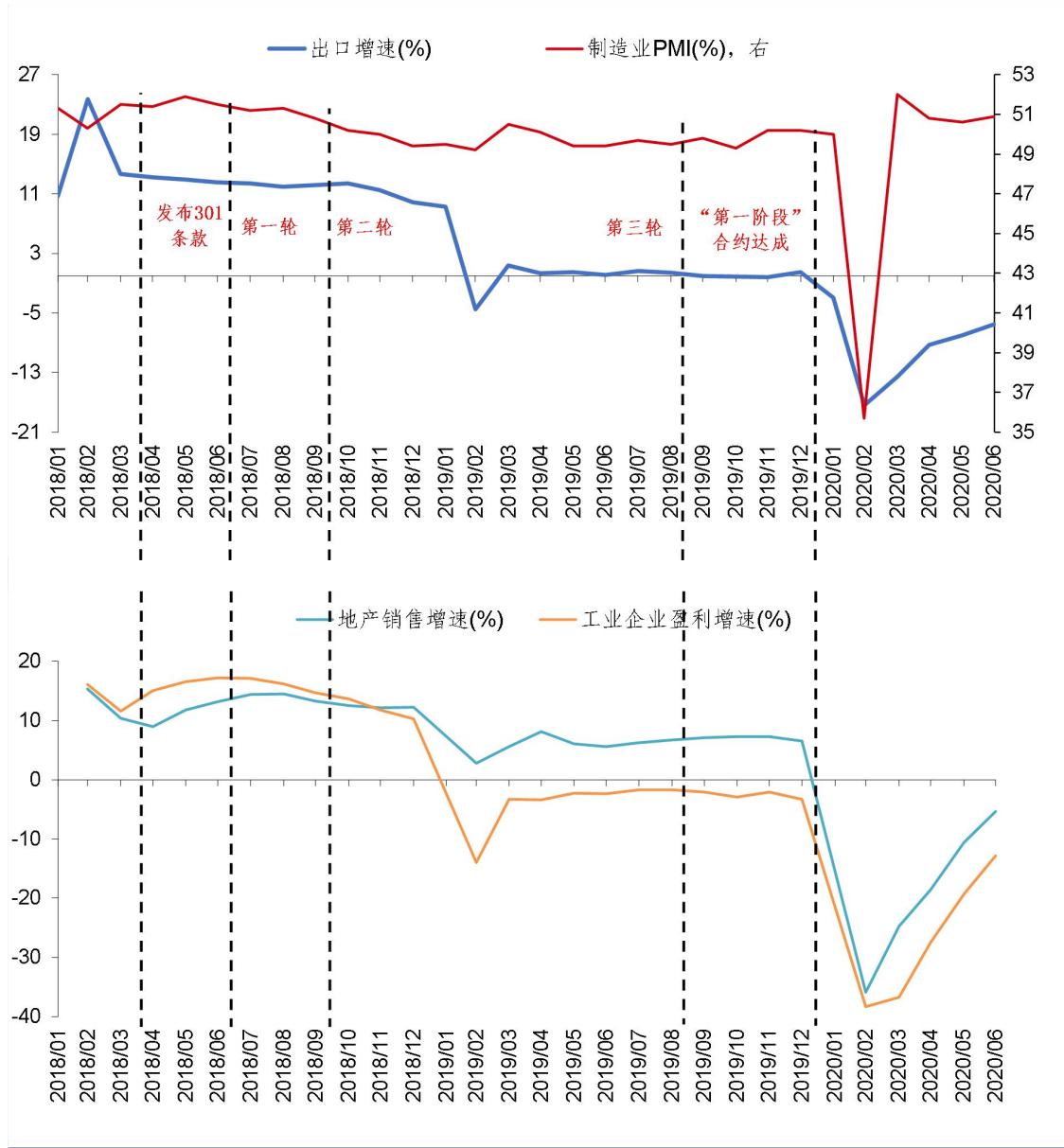
资料来源：华金证券研究所，piie（注：数据截至 2023 年）

图 2：主要宽基指数在每轮关税中涨跌幅和基本面情况

事件节点	发布301条款	第一轮	第二轮	第三轮	“第一阶段” 合约达成
时间	2018/3/23	2018/6/18	2018/9/18	2019/8/13	2019/12/13
上证指数	-2.73	-5.06	-0.39	4.99	-4.54
上证50	-4.79	-4.75	3.44	3.68	-4.88
科创50	0.00	0.00	0.00	0.00	15.32
中证1000	-0.91	-6.39	-4.94	9.48	-1.74
创业板指	2.65	-5.00	-0.30	8.62	9.40
万得全A	-1.78	-5.28	-1.43	6.55	-2.02
<hr/>					
制造业PMI (%)	51.5→51.4	51.5→51.2	50.8→50.2	49.5→49.8	50.2→50
地产销售增速 (%)	3.6→1.3	3.3→4.2	2.9→2.2	-0.6→-0.1	-0.1→-39.9
工业企业盈利 增速(%)	3.1→21.9	20→16.2	4.1→3.6	-2→-5.3	-6.3→-34.9
社零增速 (%)	10.1→9.4	9→8.8	9.2→8.6	7.5→7.8	8→-20.5
出口增速 (%)	-2.98→11.91	10.7→11.6	13.87→14.29	-0.96→-3.19	8.05→-2.94

资料来源：华金证券研究所，Wind（注：涨跌幅数据取 T+30 个交易日计算，经济数据取当月及下一个月数据比较）

图 3: 关税逐步落地对我国出口增速有一定压制



资料来源：华金证券研究所，Wind

分子端来看，美国加征关税对出口有结构性压制，且对外出口依赖度较高行业及公司盈利有影响。(1) 美对华加征关税对我国出口有结构性压制。一是整体来看，我国出口并未明显受扰，发布 301 条款当月对美出口增速下探至 -5.6%，但后续又出现明显改善(4 月上升至 9.6%)，直至第三轮关税落地后对美出口增速才出现大幅走弱。二是结构上，在关税落地后我国几乎所有对美的 HS 类别商品出口增速都有显著下滑，2019 年我国出口美国 22 个商品类别以及重要章节 (HS) 同比下降超过 5% 的商品类别占比在 70% 左右。(2) 盈利方面，对海外出口依赖度高公司盈利有压制。一是整体来看，2018 年非金融 A 股营业收入同比增速为 22%，其中海外营业收入同比增速为 21.3%，上市公司营收依旧维持高增长。二是海外营收占比较高公司，尤其是美国营收占比较高的公司业绩在加征关税期间表现尚可：首先，近年海外营收占比较高公司（统计口径为  $\Sigma$  境外营收/总营收）集中于电子、家电等行业，观察海外营收占比较高的电子、家电、纺服、化工、交运五大一级行业盈利增速发现，第一轮 500 亿美元商品关税落地后对其盈利增速影响相对有限，但当第二轮 2000 亿美元关税落地、征税商品范围和金额均扩大下，2018Q4 盈

利增速明显萎缩，因此海外营收占比较高行业对关税逐轮、大面积的加征较为敏感；其次，我们统计了2018年至2022年5年期间，全部A股中主营构成地区前5名中多次出现美洲、北美、美国等关键词的标的共计155家，进而计算个股组合加权归母净利润增速，发现在美对华加征关税期间美国营收占比高的公司盈利增速在大面积加征关税后走弱，2018Q2个股组合盈利增速从80.4%下滑至7.9%，随后抢出口效应开启下开始逐步修复，但至2019年第三轮关税落地后，2019 Q4盈利增速走弱至-10.5%。

图4：2017-2019年中出美22个商品类别以及重要章节(HS)同比增速一览

商品分类	2017	2018	2019
特殊交易品及未分类商品(HS第二十二类)	287.3%	0.4%	97.12%
船舶及浮动结构(HS89章)	-62.4%	35.4%	23.70%
杂项制品(HS96章)	-2.2%	14.1%	6.83%
艺术品、收藏品及古物(HS第二十一类)	-73.2%	53.3%	3.92%
钟表及其零件(HS91章)	-14.6%	1.5%	3.38%
乐器及其零件、附件(HS92章)	-3.2%	3.1%	2.10%
航空器、航天器及其零件(HS88章)	11.2%	-6.7%	-0.87%
动、植物油、船、蜡；精制食用油脂(HS第三类)	11.2%	4.7%	-1.24%
玩具、游戏或运动用品及其零件(HS95章)	26.9%	2.5%	-2.00%
鞋帽伞等；已加工的羽毛及其制品；人造花；人发制品(HS第十二类)	0.7%	4.1%	-3.43%
木浆等；废纸；纸、纸板及其制品(HS第十类)	13.3%	9.1%	-4.86%
光学、医疗等仪器；钟表；乐器(HS第十八类)	-2.9%	8.9%	-6.75%
纺织原料及纺织制品(HS第十一类)	0.2%	7.8%	-6.94%
光学、照相、医疗等设备及零件(HS90章)	-2.2%	9.5%	-7.65%
杂项制品(HS第二十类)	12.3%	8.8%	-10.45%
电机、电气、音像设备及其零附件(HS85章)	14.8%	11.6%	-11.20%
塑料及其制品；橡胶及其制品(HS第七类)	13.8%	16.2%	-11.91%
机电、音像设备及其零件、附件(HS第十六类)	14.9%	12.1%	-13.47%
植物产品(HS第二类)	1.0%	-3.7%	-13.48%
武器、弹药及其零件、附件(HS第十九类)	-7.8%	18.0%	-14.55%
贱金属及其制品(HS第十五类)	13.6%	8.1%	-14.89%
核反应堆、锅炉、机械器具及零件(HS84章)	15.0%	12.8%	-16.12%
化学工业及其相关工业的产品(HS第六类)	17.5%	20.0%	-16.99%
家具；寝具等；灯具；活动房(HS94章)	6.3%	12.3%	-17.32%
石料、石膏、水泥、石棉、云母；陶瓷产品；玻璃及其制品(HS第十三类)	16.1%	9.8%	-19.95%
车辆及其零附件，但铁道车辆除外(HS87章)	8.7%	19.3%	-20.81%
活动物；动物产品(HS第一类)	0.1%	2.6%	-21.43%
木及制品；木炭；软木；编结品(HS第九类)	-3.1%	7.3%	-22.92%
车辆、航空器、船舶及运输设备(HS第十七类)	16.9%	16.8%	-24.29%
生皮、皮革、毛皮及其制品；鞍具及挽具；旅行用品、手提包(HS第八类)	4.6%	3.4%	-24.81%
盐；硫磺；土及石料；石灰及水泥等(HS25章)	9.6%	33.0%	-24.86%
食品饮料、酒及醋；烟草及制品(HS第四类)	7.1%	14.7%	-26.12%
矿产品(HS第五类)	1.9%	5.2%	-26.66%
珠宝、贵金属及制品；仿首饰；硬币(HS第十四类)	-5.0%	-12.7%	-27.10%
矿物燃料、矿物油及其蒸馏产品；沥青物质；矿物蜡(HS27章)	-0.6%	-2.7%	-27.19%
矿物、矿渣及矿灰(HS26章)	106.2%	20.2%	-36.31%
铁道车辆；轨道装置；信号设备(HS86章)	115.3%	13.1%	-51.52%

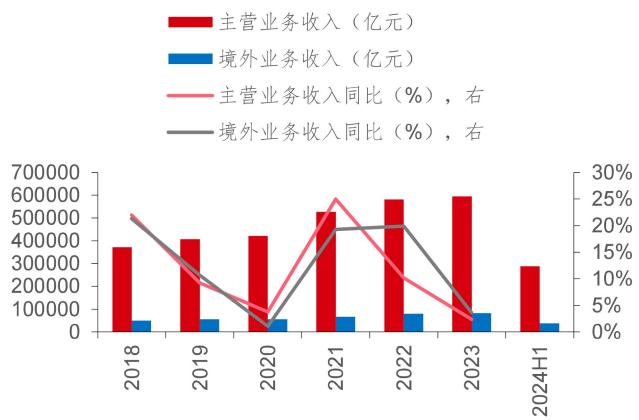
资料来源：华金证券研究所，Wind（注：统计口径为HS类别当年出口美国金额与此类别去年同期出口美国金额同比）

图 5: 2018-2023 年海外营收占比高行业集中于电子、家电等行业

境外营收占比 (除金融)						
排名	2018	2019	2020	2021	2022	2023
1	电子	电子	电子	电子	电子	电子
2	家电	家电	家电	家电	家电	家电
3	综合	纺织服装	纺织服装	纺织服装	纺织服装	汽车
4	交通运输	交通运输	基础化工	基础化工	基础化工	纺织服装
5	基础化工	基础化工	交通运输	轻工制造	轻工制造	机械

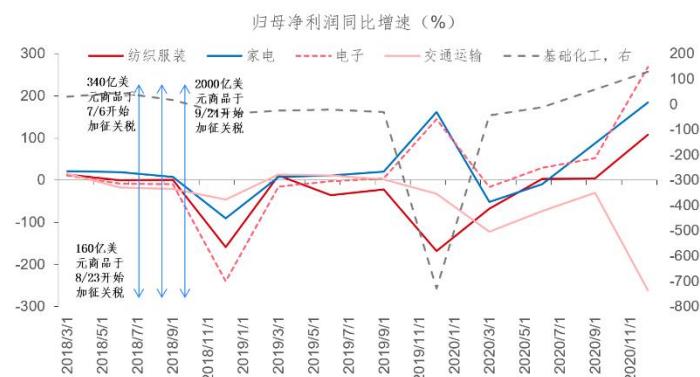
资料来源: 华金证券研究所, Wind (注: 标红行业为重复项)

图 6: 全 A 非金融上市公司 2018 年营收增速维持高增



资料来源: 华金证券研究所, wind

图 7: 海外营收占比高行业对关税逐轮、大幅加征较为敏感



资料来源: 华金证券研究所, wind

流动性上, **2018 年美联储接连加息收紧流动性, 国内“宽货币紧信用”风格延续全年。**(1) 海外货币政策逐步加码。首先, 2018 年 3 月 22 日, 美联储第一轮加息 25BP, 而后第二天 23 日凌晨, USTR 宣布对华 301 调查报告发布, 流动性收紧和地缘风险加剧导致市场情绪走弱, VIX 指数陡然上升至 24.87, 而后美联储在 6 月 14 日第二轮加息 25BP, 并在 9 月 27 日和 12 月 20 日分别加息 25BP, 海外流动性明显收紧。其次, 美元指数逐步走强, 5 月下旬美元指数最高上探至 94.86, 并随着后续 3 轮加息震荡上行, 于 11 月 12 日达到 97.69 的年内高点, 对人民币汇率构成一定压力。(2) 国内货币政策宽松, 但情绪资金整体偏紧。一是 2018 年央行于 4 月、7 月、10 月多次实施降准, “宽货币、紧信用”风格延续全年。二是情绪资金面略紧张, USTR 发布 301 条款、前三轮关税落地、“第一阶段协议”达成后 30 个交易日内融资净流入 5 次有 3 次净流出, 第三轮关税落地后融资开始净流入 (30 个交易日内净流入 754.6 亿元), 平均为 -99.2 亿元; 但三轮关税并未影响外资净流入, USTR 发布 301 条款、前三轮关税落地、第一阶段协议达成后 30 个交易日内, 外资均为净流入, 平流入 586.9 亿元。

图 8: 2018 年美联储多次加息且美元指数表现强势



风险偏好来看,关税加征对市场的冲击呈现出逐步钝化的趋势,政策的宽松和贸易摩擦的缓解使得市场的风险偏好逐步回升。(1)初期国内政策收紧,风险偏好下行。尤 2018 年 3 月 USTR 发布 301 条款后,同时国内资管新规在 2018 年 4 月 26 日正式落地,监管收紧、影子银行收缩等去杠杆的影响下市场情绪开始走弱,A 股在短期内出现大幅下跌,全 A 成交额也出现明显回落。(2)中期货币政策宽松提振市场情绪。随着 2019 年 1 月美联储停止加息、国内央行降准以及外资的大幅流入,市场情绪开始得到修复。尤其是在 2019 年一季度,流动性改善促进了股市的回升,外资和融资的积极流入推动市场信心的回暖,上证综指单季度涨幅达到近 24%。(3)中美第一阶段经贸协议达成,市场情绪得到显著改善。2019 年 12 月特朗普与习主席就中美第一阶段经贸协议问题进行了通话,而后 2020 年 1 月正式签署,中美贸易摩擦得到明显缓和下风险偏好开始逐步修复。

图 9: 2018-2019 年市场走势和关键事件节点



资料来源：华金证券研究所整理，Wind

图 10: 2018 年末-2019 年中美贸易摩擦大事件及应对政策的影响

时间节点	主要事件	政策落地	T+30 涨跌幅
2018/12/2	中美领导人会晤，达成暂时休战协议	美国推迟加征新关税，避免加剧贸易摩擦	-3.64
		中国承诺增加购买美国商品	
2019/1/4	国内央行宣布降准1个百分点；月底美联储宣布暂停加息	中国央行降准，释放流动性	4.11
		美联储停止加息，缓解全球加息压力	
2019/1/31	外资持续大幅流入	外资在1月和2月分别净流入607亿元、604亿元	15.84
2019/2/15	融资净流入，市场情绪改善	融资在2月15日开始净流入，3月底达到1167亿元的阶段性高点	12.65
2019/3/21	美联储暂停加息	美联储停止加息，政策宽松延续	5.46
2019/4/16	央行重启MLF与逆回购操作	央行操作量与到期量持平，预示货币政策短期内不会进一步放松	-9.16
2019/5/10	贸易摩擦再度升级，美国将第二轮关税提高到25%	美国对2000亿美元中国商品的关税从10%提高至25%	-3.79
		贸易摩擦持续升级，对市场形成一定压力	
2019/8/15	贸易摩擦持续，市场进入结构性行情	贸易摩擦仍未彻底缓解，但国内经济逐步企稳	7.65
		市场转向结构性行情，热点板块表现分化	

资料来源：华金证券研究所整理，Wind

## （二）行业方向：受政策支持的科技和部分周期表现占优

### 1、关税加征节奏：从高端品至低端品

中美贸易摩擦初期，美对华加征关税共有三轮，所涉商品范围从高端科技转向日常消费。(1) 整体来看，回顾 2018 年至 2019 年间，美国在发布 301 条款后，陆续对中国加征了三轮关税，

涉及的商品范围和加征的关税逐步扩大，税率从 10% 到 25% 不等。（2）商品类别上，关税加征范围也愈加广泛，主要从技术密集型产业逐步转向劳动密集型产业。具体来看：一是对价值 340 亿美元产品加征 25% 的关税，主要涉及技术密集型商品，而后美国对剩余 160 亿美元产品加征 25% 的关税，覆盖范围扩大至半导体、电子产品、塑料制品、钢铁制品等；二是对价值 2000 亿美元产品加征 25% 的关税，几乎包含美国自中国进口的所有主要商品，例如纺织服饰、汽车零部件、药物、书籍等必需品；三是对 3000 亿美元清单商品加征 15% 的关税，主要针对手机、电脑、玩具、服装等。

**2020 年至 2021 年期间中美贸易摩擦略有缓和，第一阶段经贸协议达成，关税豁免逐步实施。**（1）第一阶段协议达成。1 月 16 日，中美签署第一阶段经贸协议文本，两国就知识产权保护、技术转让、食品和农产品贸易上达成协议。1 月 6 日，USTR 公布了第 8 批 2000 亿美元加征关税商品清单项下的产品排除公告，共排除 119 项产品，其中包括印刷电路板、座椅部件、丁腈手套、灯具、桌子、特定催化剂等。从这 8 批清单来看，塑料、光学仪器、机电产品和机械设备是排除清单的主要组成部分。从出口数据上来看，2020 年除了防疫物资，中国出口美国的塑料制品份额占中国出口总额的 28.6%，光学仪器占比 13.9%，机电产品占比 13.4%，维持一定高位。（2）疫情背景下医护用品获关税豁免。2021 年，在新冠疫情的背景下，一些抗疫物资（如口罩、呼吸机、药品等医疗设备）和日常生活必需品（如家居用品、个人防护用品等）也被纳入豁免范围。此外，对于一些高科技产品，由于疫情影响和全球供应链受阻，部分与科技行业相关的商品也获得了豁免，如在疫情期间关键的零部件和原材料，如集成电路、医疗设备相关的零部件等。（3）豁免产品受协议内容、风险事件、海外需求等多方面因素影响。一是初期的关税豁免政策偏向于农业领域，主要是为了落实中美第一阶段协议中中国增加对美国农产品采购的承诺。二是随着全球疫情形势的变化，相关的医疗物资和生活必需品也成为豁免的重点，且商品不局限于高端技术产品，反而包含了较为基础的消费品。三是中低端消费品如服装、玩具、家电等商品也逐步纳入豁免名单，显示出海外需求较高的产品在豁免中同样享有较高的优先级。

**2024 年拜登政府时期，美对华继续加征关税。**（1）拜登政府同样延续特朗普“美国优先”策略。拜登政府的贸易政策一贯强调“保护美国制造业”和“保障美国工人权益”，在面对中国在电动汽车、锂电池、半导体等高技术产业取得快速进展的背景下，美国政府选择继续对这些领域加征关税，旨在防止中国的竞争对美国本土企业构成威胁。美国政府认为，中国电动汽车及相关产业的低成本和高效生产方式可能导致美国企业面临不公平竞争，因此采取加征关税的手段，以提升本土企业的竞争力。（2）具体落地政策上，据白宫 2024 年 5 月 14 日发表的有关“拜登总统采取行动保护美国工人和企业免受中国不公平贸易做法的伤害的事实清单”，美国将对价值 180 亿美元的中国产品征收 25% 到 100% 的关税，其中对中国电动汽车征收高达 100% 的关税，对半导体、太阳能电池以及注射器和针头的关税率提高至 50%，同时对锂离子电池、钢铁、港口起重机、天然石墨和永磁体、呼吸器等战略商品征收 25% 的关税，以保护美国企业免受中国过剩产能的影响。

图 11：中美贸易摩擦期间时间节点、涉及商品价值、加征税率变化和具体商品清单

时间	商品价值	加征税率变化	具体商品清单
301报告	2018/3/23		美国贸易代表根据301条款发布中国产品拟议关税清单，特朗普称将对价值约500亿美元的中国进口商品征收关税
第一轮	2018/6/16	总计500亿美元	美国宣布对500亿美元商品加征25%的进口关税
	2018/7/6	其中340亿美元	USTR对中国340亿美元商品（清单1）加征25%关税，主要涉及机器、机器零部件、机动车、机动车零部件以及美国关税表中84章和85章的主要产品
	2018/8/23	剩下160亿美元	USTR对中国160亿美元商品（清单2）加征25%关税，主要涉及半导体、电子产品、塑料、化学产品、铁路机械、电单车、摩托车，以及钢、铝等相关产品
第二轮	2018/9/24	2000亿美元	USTR对中国2000亿美元商品（清单3）加征10%关税，主要涉及电子、纺织、金属制品、汽车零部件以及箱包、家具、灯具等消费品
	2019/5/10	10%→25%	USTR对中国2000亿美元商品（清单3）加征关税从10%提高到25%
第三轮	2019/9/1	3000亿美元	USTR对中国3000亿美元商品（清单4）加征15%关税，主要涉及电机电器、机械设备、针织服装、手机、电脑、玩具等，其中1200亿美元的商品生效
豁免清单	2020/1/15	15%→7.5%	USTR发布公告，对中国3000亿美元商品中的约1200亿美元商品加征关税从15%降到7.5%正式生效
	2022/3/23		美国贸易代表办公室（USTR）将重新豁免对352项从中国进口商品加征的关税，其中，33个税号项下为完全排除，319个税号项下的部分排除。该新规定将适用于在2021年10月12日至2022年12月31日之间进口自中国的商品。
	2022/5/27		USTR宣布进一步延长对华301条款调查中COVID-19相关产品的排除期至6个月
	2022/12/16		上述免加关税产品豁免期延长9个月
	2023/9/6		USTR将中国301条款调查中352项恢复的排除条款和77项与COVID相关的排除条款延长至2023年12月31日
	2023/12/26		上述免加关税产品豁免期延长至2024年5月31日
第四轮	2024/5/14	25%→100%/50%	USTR发布对华加征301关税四年期审查报告，建议在原有对华征收关税的基础上，进一步加征电动汽车、锂电池、半导体、光伏电池、船岸起重机等14类产品；电动车的301关税将增加至100%，电动车锂电池的301关税将增加至25%，光伏电池的301关税将增加至50%。

资料来源：华金证券研究所整理，USTR

图 12：特朗普上一任期中对中国采取的具体制裁措施

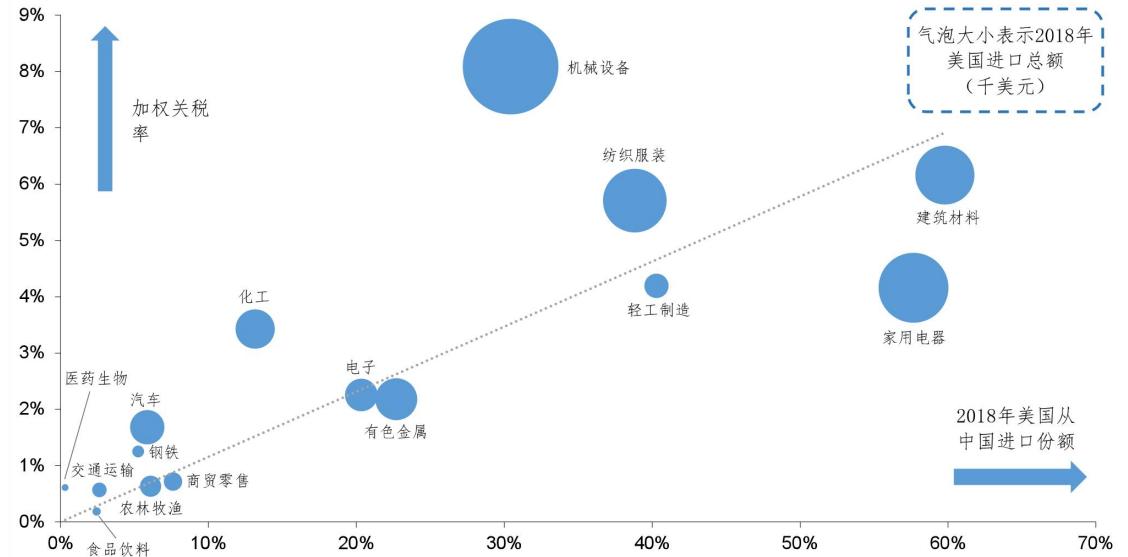
时间	影响行业	具体政策/清单
2018/6/16	机械、通信、电气设备、航空航天器、铁道轨道装置、光学医疗设备	美国贸易代表（USTR）公布从中国进口的产品清单，对价值约500亿美元的中国进口商品征收25%的额外关税
2018/7/6	机械、通信、电机、电气设备、航空航天器、铁道轨道装置	USTR对中国340亿美元商品（清单1）加征25%关税，主要涉及机器、机器零部件、机动车、机动车零部件以及美国关税表中84章和85章的主要产品
2018/8/23	半导体、电子、化工、机械、电动车、钢铁、铝	USTR对中国160亿美元商品（清单2）加征25%关税，主要涉及半导体、电子产品、塑料、化学产品、铁路机械、电单车、摩托车，以及钢、铝等相关产品
2018/9/24	电子、纺织服装、有色金属、机械、轻工制造	USTR对中国2000亿美元商品（清单3）加征10%关税，主要涉及电子、纺织、金属制品、汽车零部件以及箱包、家具、灯具等消费品
2019/5/10	电子、纺织服装、有色金属、机械、轻工制造	USTR对中国2000亿美元商品（清单3）加征关税从10%提高到25%
2019/9/1	电机、电器、机械、纺织服装、计算机、轻工制造	USTR对中国3000亿美元商品（清单4）加征15%关税，主要涉及电机电器、机械设备、针织服装、手机、电脑、玩具等，其中1200亿美元的商品生效
2020/12/31	通信	美国纽交所对中国联通（香港）、中国移动和中国电信进行退市处理
2020/11/23	国防军工、航空航天	特朗普政府将89家中国企业定义为“有军事背景”，并限制其采购美国商品和技术，共有89家中国实体和29家俄罗斯实体被列出，中国商用飞机、中国航空工业集团公司及其10个相关实体都在该清单上
2021/1/18	电子、计算机	特朗普政府通知包括英特尔在内的几家华为芯片供应商，将吊销向华为出售产品的某些许可证，考虑拒绝向华为供货

资料来源：华金证券研究所整理

## 2、关税加征力度：对华出口的依赖度与税率呈正比

从征税力度上看，对中国出口的依赖度与加征的税率呈正相关关系。美国通过加征高额关税来迫使企业重新评估其供应链，特别是对于那些依赖中国出口的行业，美国政府意图通过这种方式削弱中国在全球制造业中的竞争优势，并鼓励制造业企业将生产线迁回美国本土。为了实现这一目标，美国在加征关税时采取了分层次的策略，重点对那些中国出口依赖度较高的行业施加更高的关税压力，比如建筑材料、轻工制造、纺织服装等中低端制造业。这些行业通常依赖中国作为全球供应链中的重要环节，加征关税使得这些行业的成本上涨，从而提高了美国本土生产的竞争力，激励部分企业将生产转移回美国，或者寻找其他低成本的国家作为新的供应商。

图 13: 美国加征关税税率和美国进口中国份额占比呈正相关关系



资料来源：华金证券研究所，Wind

### 3、占优行业特点：受政策支持的科技和部分周期行业表现相对偏强

历史上看，特朗普上一轮加征关税期间，国内科技和部分周期行业表现相对偏强。复盘特朗普政府在任期间的对华政策对A股行业表现的影响，可以看到：（1）科技相关行业表现较强，主要受国内政策积极出台提振盈利修复。一是2018/4/3美对华约1300种工业技术、交通运输和医疗产品征收25%的关税：市场表现来看，医药等行业在此T+30、T+90天后涨幅均据行业前5；行业基本面来看，政策支持上，自2019年起我国创新药出海加速审批速度以及出海步伐，临床急需境外新药上市持续加快下医药行业的营收增速、盈利增速都在2021年达到了阶段性高点。二是2018/7/6-2019/5/5期间美分别对中国340亿美元、160亿美元、2000亿美元商品加征关税，涉及机械、电气设备、通信、航空航天器、轨道装置、光学医疗设备等行业：市场表现来看，国防军工、电子、计算机等行业在此后一个月至一年内涨幅均靠前；行业基本面来看，一是国防军工行业受益军费回暖（2019年中国国防军费增速7.5%）以及国防现代化转型相关政策提振，盈利迎来明显修复，另一方面军工行业的国际合作不断加深，行业整体基本面转好；二是机械行业方面，疫情背景下中国率先复工复产，工程机械出海加速，集装箱叉车出口分别在2020年和2022年迎来两次高峰，出口金额累计同比分别达50.3%、37.6%，支持基本面好转；三是电子行业，自贸易战始我国确立科技自立自强政策下，AI芯片相关申请数量在2019、2020年同比高增44.5%、28.3%，叠加半导体行业于2019年开启为期三年的上行周期，半导体销售额增速自2019年8月开始触底回升，电子行业在政策和产业周期双重加持下半导体行业表现较好。（2）部分周期行业表现也相对偏强。一是行业表现上，2018年6月18日及2018年9月18日第一轮、第二轮关税落地后，煤炭、石油石化、建筑、钢铁等行业表现较强。二是基本面来看，粗钢产量在2018Q2开始逐步回升，且螺纹钢价格在2018年3月至10月期间整体呈上涨趋势，同期天然气、原油价格回升，顺周期板块在国内供给侧结构性改革和创新环保政策的实施下产业趋势不断上升。

图 14：特朗普和拜登时期历次对中国贸易制裁后 T+30、T+60、T+180、T+360 个交易日行业表现

排名	2018/3/23				2018/6/18				2018/9/18			
	T+30	T+60	T+90	T+360	T+30	T+60	T+90	T+360	T+30	T+60	T+90	T+360
TOP1	国防军工	医药	食品饮料	农林牧渔	消费者服务	石油石化	国防军工	农林牧渔	银行	综合金融	农林牧渔	农林牧渔
TOP2	计算机	食品饮料	消费者服务	食品饮料	国防军工	建筑	石油石化	非银行金融	煤炭	综合	建筑	食品饮料
TOP3	医药	计算机	医药	非银行金融	医药	钢铁	银行	银行	食品饮料	非银行金融	房地产	非银行金融
TOP4	食品饮料	石油石化	家电	计算机	基础化工	国防军工	建筑	食品饮料	钢铁	农林牧渔	银行	家电
TOP5	农林牧渔	农林牧渔	煤炭	银行	计算机	银行	非银行金融	国防军工	家电	房地产	综合	电子
排名	2019/5/5				2019/8/28				2019/12/13			
	T+30	T+60	T+90	T+360	T+30	T+60	T+90	T+360	T+30	T+60	T+90	T+360
TOP1	有色金属	食品饮料	消费者服务	电子	电子	银行	建材	建材	传媒	电子	通信	食品饮料
TOP2	农林牧渔	国防军工	食品饮料	建材	通信	农林牧渔	家电	电子	综合金融	传媒	计算机	电力设备及新能源
TOP3	银行	有色金属	农林牧渔	医药	计算机	电子	银行	食品饮料	有色金属	医药	电子	消费者服务
TOP4	国防军工	建材	银行	食品饮料	传媒	通信	电子	医药	建材	电力设备及新能源	电力设备及新能源	国防军工
TOP5	电力及公用事业	家电	电子	计算机	银行	计算机	传媒	消费者服务	轻工制造	计算机	农林牧渔	汽车
排名	2020/11/23				2021/1/18				2024/5/24			
	T+30	T+60	T+90	T+360	T+30	T+60	T+90	T+360	T+30	T+60	T+90	T+360
TOP1	电力设备及新能源	电力设备及新能源	消费者服务	电力设备及新能源	消费者服务	钢铁	钢铁	煤炭	电子	电力及公用事业	银行	计算机
TOP2	消费者服务	国防军工	有色金属	有色金属	食品饮料	消费者服务	煤炭	钢铁	通信	电子	电力及公用事业	电子
TOP3	食品饮料	有色金属	食品饮料	基础化工	石油石化	电力及公用事业	纺织服装	基础化工	电力及公用事业	银行	电子	综合金融
TOP4	国防军工	食品饮料	电力设备及新能源	煤炭	医药	煤炭	电力及公用事业	有色金属	汽车	通信	交通运输	汽车
TOP5	医药	石油石化	石油石化	国防军工	农林牧渔	纺织服装	消费者服务	电力设备及新能源	煤炭	汽车	通信	非银行金融

资料来源：华金证券研究所，Wind

## 二、特朗普交易 2.0 下市场怎么走？哪些行业有机会？

### （一）短期对市场有一定扰动，但影响相对 2018 年可能较小

“对等关税”已经落地，短期存在一定负面扰动，但长期看影响可能相较 2018 年较小。（1）短期存在一定冲击，但中长期出口、盈利韧性仍在。一是出口方面：首先，“对等关税”落地，据白宫 4 月 10 日发布的一项行政命令，美国对中国产品征收的额外关税现已经达到 145%，远超 2018 年贸易摩擦期间的关税税率，历史经验来看加关税范围、幅度扩大时对出口增速可能有一定影响；其次，我国出口结构持续改善，对东盟、非洲、巴西等新兴国家出口占比持续上升，同时产品来看仍以高端制造业为主，2024 年我国出口集成电路增长 18.7%，平板显示模组增长 18.1%，船舶和海洋工程装备增长 60.1%，后续出口结构可能继续优化下关税逐步加征对出口整体影响有限。二是盈利方面，部分对美出口依赖度高产业盈利可能受到一定冲击，但海外营收占比比较高的行业盈利预期也在改善，据 wind 最新一致预测净利润同比（FY2 比 FY1）显示，电子、家电、化工预测盈利增速均维持高位。（2）当下流动性相较 2018 年更宽松。海外方面：首先多国央行开启降息周期，美国通胀、就业、经济数据均有一定转弱迹象，CME 预测年内可能有 4 次降息预期上升；其次美元指数短期内出现一定调整，对人民币汇率及国内宽松的掣肘进一步减轻。国内方面：一是央行多次提出适时降准降息，叠加外部风险扰动下国内对冲政策出台预期较强，后续央行降准概率较大，国内流动性延续宽松趋势不变；二是资金面上，财政、货币政策持续落地房市可能企稳，基本面改善预期回升下对外资、融资的流入有推动作用，此外政策反复强调“引导中长期资金入市”，后续公募基金、险资、社保基金等耐心资本均可能持续流入。（3）若关税正式落地可能有短期扰动，但中长期维度对我国影响有限。比照复盘，关税正式落地后短

期对风险偏好的影响可能较为明显，尤其是对所涉产业有一定负面扰动，但比照 2018 年，市场对本轮关税的预期已经充分反应，此外在当前制造业国产化率上升、自主可控领域技术持续突破下对市场冲击有限，同时稳增长政策持续落地推动内需修复下市场情绪可能逐步回升。

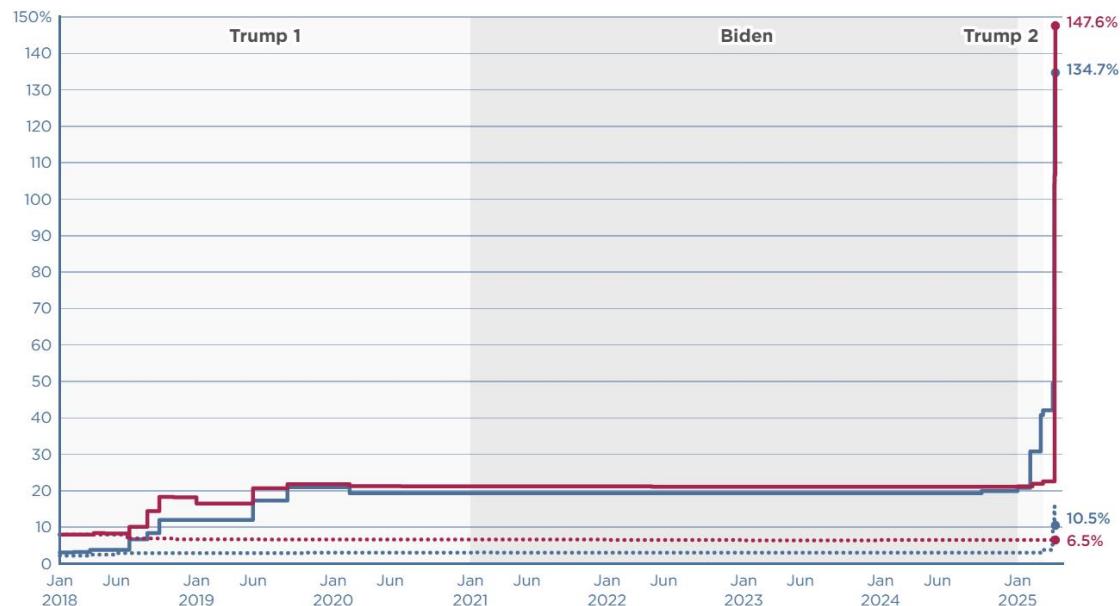
图 15：当前美对华关税税率远超 2018 年

### US-China trade war tariffs: An up-to-date chart

Last updated April 11, 2025

a. US-China tariff rates toward each other and rest of world (ROW)

— Chinese tariffs on US exports — US tariffs on Chinese exports ... Chinese tariffs on ROW exports ... US tariffs on ROW exports

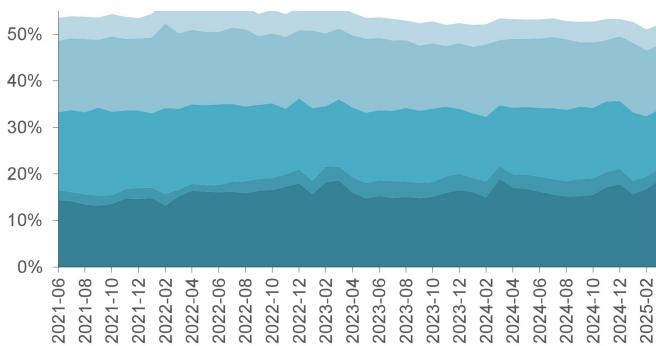


资料来源：华金证券研究所，PIIE

图 16：当前我国对东盟出口金额占比最高

### 出口金额占比 (%)

■ 东南亚国家联盟 ■ 俄罗斯 ■ 美国 ■ 欧盟 ■ 日本



资料来源：华金证券研究所，wind

图 17：CME 预测美联储年内还有 4 次降息

MEETING DATE	CME FEDWATCH TOOL - CONDITIONAL MEETING PROBABILITIES											
	200-225	225-250	250-275	275-300	300-325	325-350	350-375	375-400	400-425	425-450	450-475	
2025/5/7						0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	19.1%	80.9%	0.0%
2025/6/18	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	12.6%	59.9%	27.5%	0.0%
2025/7/30	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	9.4%	47.8%	35.8%	7.0%	0.0%	0.0%
2025/9/17	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	7.2%	38.7%	38.6%	13.9%	1.7%	0.0%	0.0%
2025/10/29	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	4.1%	25.3%	38.7%	24.3%	6.8%	0.7%	0.0%	0.0%
2025/12/10	0.0%	0.0%	0.0%	2.6%	17.4%	33.7%	29.7%	13.4%	3.0%	0.3%	0.0%	0.0%
2026/1/28	0.0%	0.0%	0.7%	6.5%	21.7%	32.6%	25.4%	10.6%	2.3%	0.2%	0.0%	0.0%
2026/3/18	0.0%	0.2%	2.6%	11.6%	25.3%	30.2%	20.5%	7.8%	1.6%	0.1%	0.0%	0.0%
2026/4/29	0.0%	0.7%	4.2%	14.0%	26.2%	28.5%	18.2%	6.7%	1.3%	0.1%	0.0%	0.0%
2026/6/17	0.1%	1.2%	5.8%	16.0%	26.6%	26.8%	16.4%	5.9%	1.1%	0.1%	0.0%	0.0%
2026/7/29	0.3%	1.9%	7.2%	17.4%	26.6%	25.4%	14.9%	5.2%	1.0%	0.1%	0.0%	0.0%
2026/9/16	0.2%	1.5%	6.1%	15.4%	24.8%	25.6%	17.0%	7.2%	1.8%	0.3%	0.0%	0.0%
2026/10/28	0.2%	1.4%	5.7%	14.6%	23.9%	25.5%	17.8%	8.0%	2.3%	0.4%	0.0%	0.0%
2026/12/9	0.1%	1.0%	4.1%	11.3%	20.5%	25.0%	20.6%	11.6%	4.4%	1.1%	0.2%	0.0%

资料来源：华金证券研究所，CME FedWatch Tool

## （二）行业配置：关注部分高端制造、周期等

比照复盘，当下部分科技及周期行业受政策支持基本面改善下受到潜在关税冲击可能小于2018。（1）半导体、软件操作系统、医疗器械等战略性高技术产品在政策与产业双轮驱动下，近年国产化率提升较大，受关税冲击可能小于2018年：一是半导体方面，据芯谋研究数据，2020-2024期间半导体设备国产化率提升6.4个百分点，明显得益于国内半导体技术的逐步突破、产业链的逐步完善以及政策对半导体产业的大力支持。（2）工业机器人方面，随着国内企业技术突破以及在关键零部件打破海外垄断，2017-2022年，工业机器人国产化率水平提升10.8个百分点。（3）国产软件操作系统方面，根据Counterpoint，2024年一季度鸿蒙系统占中国17%，超越IOS系统的16%成为中国第二大手机操作系统，国产软件操作系统技术的成熟和国产化率的提高对于我国信息安全及自主可控具有重要意义。（4）医药方面，器械端，2020年起中国医疗设备出口规模反超进口规模，国产化率进一步提高下对美依赖程度减小，此外政策鼓励创新药不断出海成功下受美政策影响或小于2018年。（5）稀土、钢铁等关键原料受政策保护下国内市占份额较高，受潜在关税制裁影响小：一是全球稀土资源分布集中度较高，据美国地质调查局数据，2022年中国稀土储量世界第一（35%），因此中国稀土产业的相对独立性和高市场份额使其能够在一定程度上规避关税的外部压力；二是钢铁作为基础工业原料，2024年中国粗钢产量占全球总产量44%，因此面对关税和贸易壁垒，钢铁行业的自主生产能力和市场份额使其受外部冲击的影响相对较小。

图 18: 2020年以来半导体设备国产化率持续上升

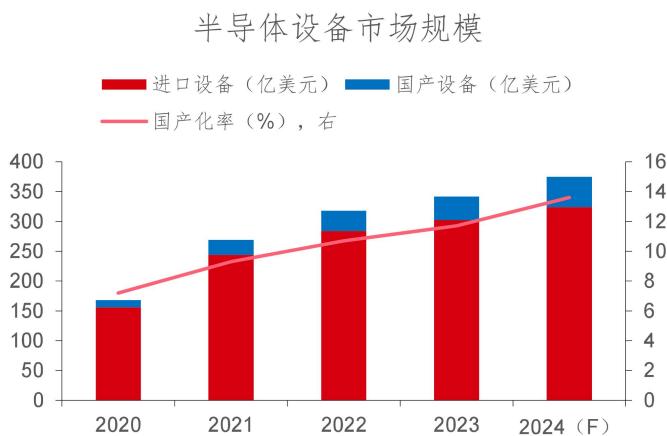
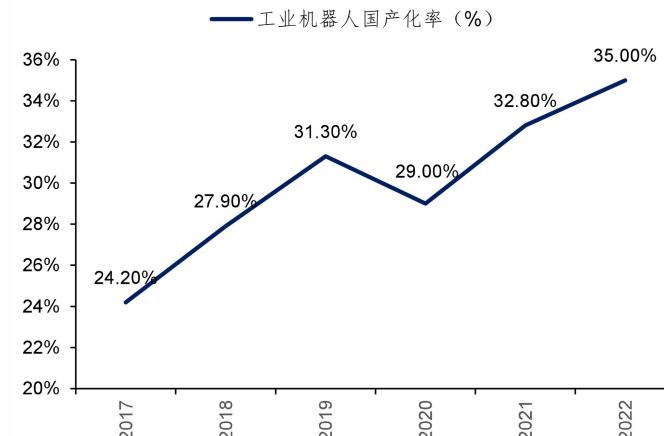


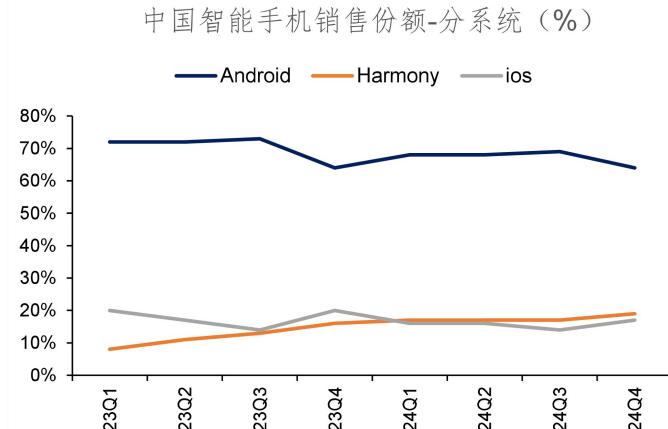
图 19: 2017-2022年工业机器人国产化率水平提升



资料来源：华金证券研究所，芯谋研究

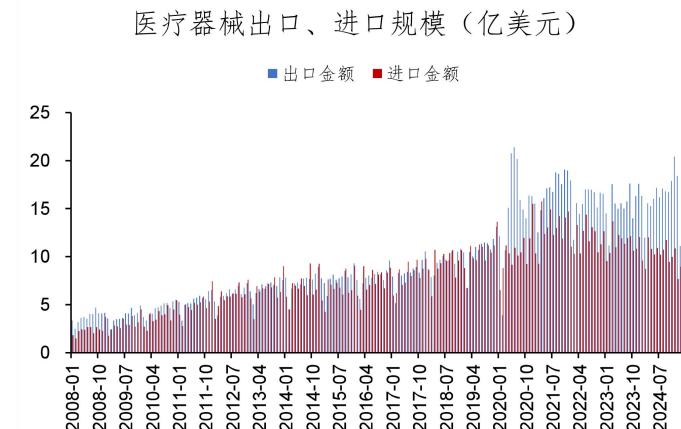
资料来源：华金证券研究所，中研普华产业研究院

图 20: 24Q1 鸿蒙系统反超 iOS 成为国内市占第二操作系统



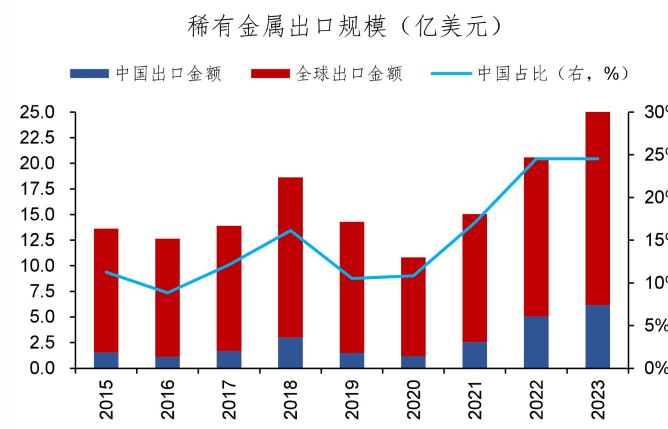
资料来源：华金证券研究所, CounterPoint

图 21: 2020 年起中国医疗器械出口规模反超进口规模



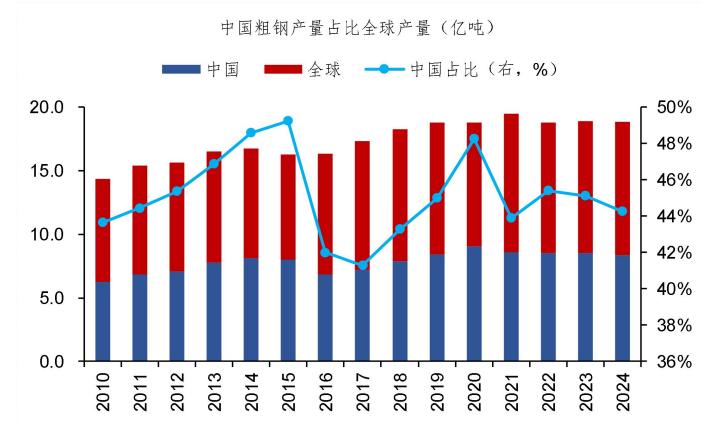
资料来源：华金证券研究所, wind

图 22: 2023 年中国出口稀有金属规模占比全球规模 25%



资料来源：华金证券研究所, wind

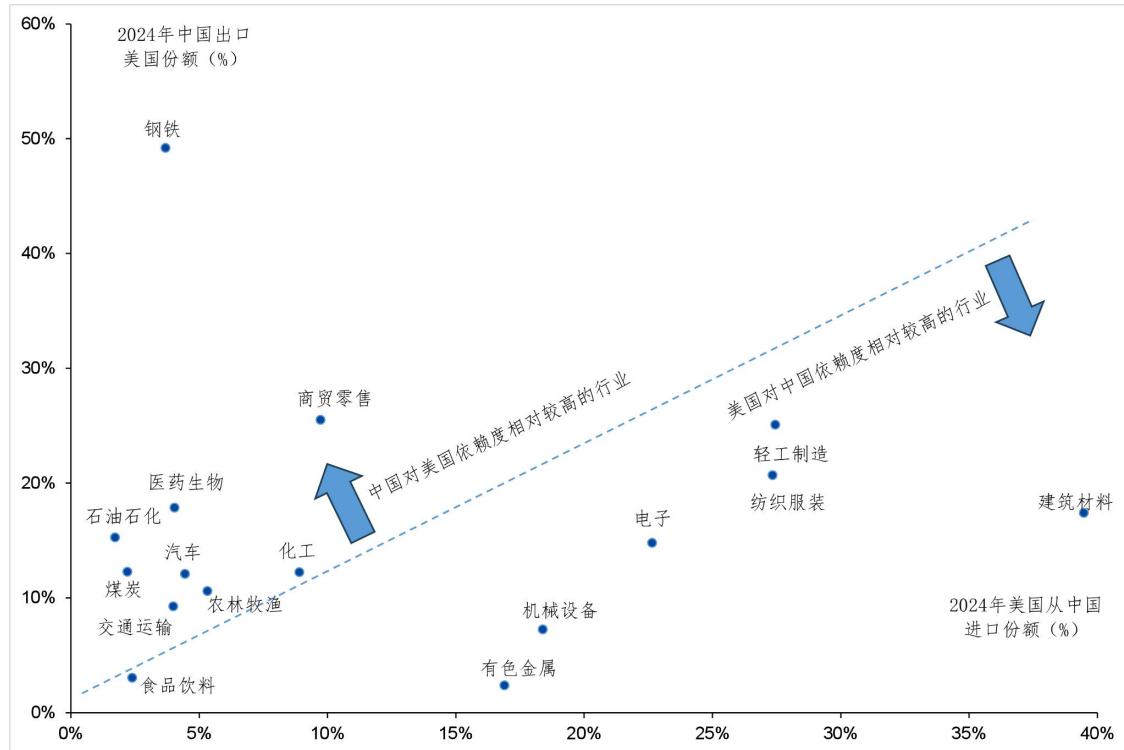
图 23: 2024 年中国粗钢产量占比全球产量 44%



资料来源：华金证券研究所, wind

当前来看，建筑材料、电子、机械等行业当前对美出口敞口小且美对中进口依赖度高，本轮关税影响可能较小。(1) 从贸易依赖绝对值来看，2024年美国对中国依赖度较高的前5个行业，从高到低排序分别为建筑材料(39.5%)、轻工制造(27.5%)、纺织服装(27.3%)、电子(22.7%)、机械设备(18.4%)，这5个行业均高于2024年中国对美国的依赖度，因此可能受新一轮关税影响较小。(2) 从贸易依赖边际变化来看：一是2017-2024年，中国对美国出口22个HS商品类别中，有17个类别的出口份额普遍出现了下降，降幅最大的为艺术品(第21类)，24年较17年下降了28pts，此外珠宝(第14类)、武器弹药(第19类)、车辆船舶(第17类)降幅也相对靠前，受关税影响可能较小；二是美国对中国进口方面，美国进口中国商品的18个主要类别中只有2类份额变化有上升，分别为动植物油脂、251美元以下低值商品，涨幅分别为35pts、2pts，该类商品受关税冲击可能小于2018年且获贸易豁免可能性较其他商品高。

图 24: 美国若继续加征关税, 商贸零售、医药生物可能受到的影响较大



资料来源: 华金证券研究所, Wind (注: 美国进口依赖度计算方法为美国进口中国该类别商品金额/美国进口该类别商品总额; 中国出口依赖度同理)

图 25: 2024 年较 2017 年中国出口美国份额变化 (%)

HS商品类别	2024	2023	2017	24年较17年变化
HS3	30.4%	25.1%	10.0%	20.4%
HS18	17.2%	16.9%	13.7%	3.5%
HS4	14.4%	11.9%	12.7%	1.7%
HS2	6.7%	6.1%	6.2%	0.5%
HS11	16.5%	15.7%	16.5%	0.1%
HS22	24.0%	26.5%	25.2%	-1.1%
HS1	9.6%	9.2%	11.4%	-1.8%
HS5	2.2%	1.8%	4.1%	-1.9%
HS13	14.1%	13.0%	16.6%	-2.5%
HS12	23.3%	21.8%	26.1%	-2.8%
HS6	9.3%	8.3%	12.2%	-2.9%
HS15	10.6%	10.5%	13.8%	-3.2%
HS10	15.7%	15.6%	19.5%	-3.9%
HS8	16.5%	16.4%	20.5%	-4.0%
HS20	27.1%	27.4%	32.1%	-5.0%
HS16	14.6%	15.2%	20.2%	-5.6%
HS7	15.0%	15.9%	20.6%	-5.7%
HS9	18.3%	19.2%	26.1%	-7.8%
HS17	8.6%	8.5%	18.8%	-10.2%
HS19	50.6%	50.4%	61.7%	-11.2%
HS14	6.3%	9.1%	19.2%	-12.9%
HS21	5.2%	7.3%	33.1%	-28.0%

资料来源: 华金证券研究所, Wind

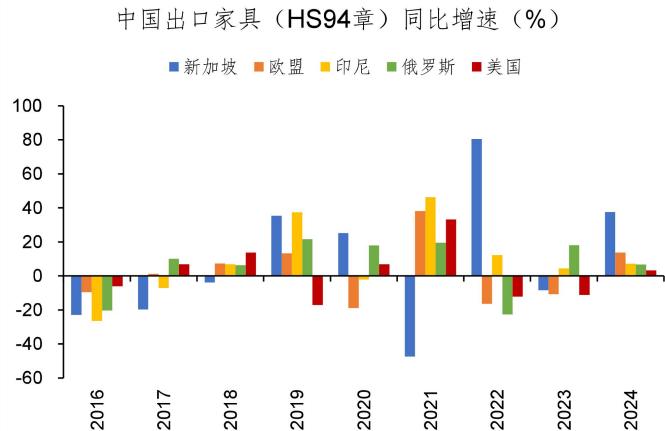
图 26: 2024 年较 2017 年美国进口中国份额变化 (%)

SITC商品类别 (部分)	2024	2023	2017	24年较17年变化
已加工动植物油脂	44.7%	41.7%	9.7%	35.1%
251美元以下低值商品	21.0%	20.0%	19.0%	2.0%
纸, 纸板, 纸浆	15.1%	15.5%	21.0%	-6.0%
纺织纱线, 织物	35.0%	33.4%	41.2%	-6.2%
通用工业机械和设备及其机器零件	16.2%	16.3%	23.5%	-7.4%
电力机械, 装置和器械及其电器零件	20.0%	19.5%	27.3%	-7.3%
摄影仪器, 设备和材料以及光学产品	16.0%	16.4%	23.9%	-7.9%
未另列明的金属制品	30.3%	28.7%	40.0%	-9.7%
皮革制品	19.3%	21.8%	30.6%	-11.3%
服装及服装配件	23.1%	23.0%	35.2%	-12.1%
杂项制品	32.8%	36.0%	47.0%	-14.2%
软木及木材制品 (不含家具)	14.2%	14.9%	32.0%	-17.8%
电信, 录音及重放装置和设备	39.5%	41.2%	57.6%	-18.1%
鞋类	36.2%	37.5%	55.8%	-19.6%
预制建筑物, 卫浴, 水道, 供暖	39.9%	40.5%	59.6%	-19.8%
家具及其零件; 床上用品	27.2%	27.6%	49.8%	-22.5%
旅行用具, 手提包	23.8%	24.5%	58.9%	-35.1%
办公用机器及自动数据处理设备	21.5%	32.1%	58.7%	-37.2%

资料来源: 华金证券研究所, Wind

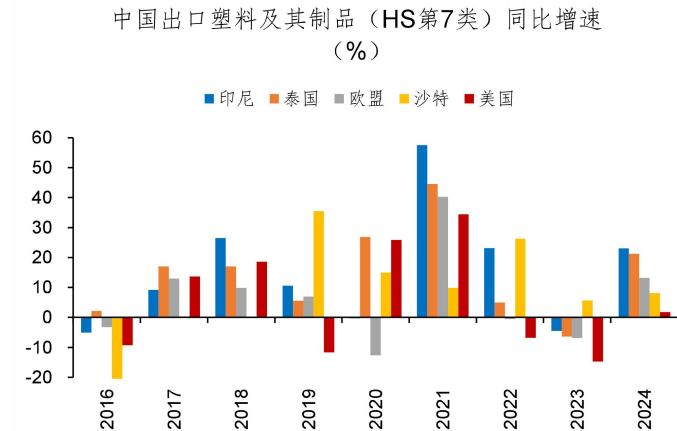
当前来看, 家具及家居用品、塑料制品等出口份额产业近年由美国转移至欧洲、东南亚等新兴市场, 受本轮潜在关税冲击小于 2018 年。随着中美贸易摩擦的持续, 以及全球产业链的调整, 中国的出口结构出现了一些明显的变化, 尤其是出口份额逐渐从美国市场转向东盟和东南亚等新兴市场, 比如印尼、新加坡、泰国; 一是以车辆及零部件 (HS 第 87 章) 为例, 2024 年中国向印尼、新加坡、韩国的出口同比增速分别为 48.3%、29.1% 和 19.9%; 二是对于家具及家居用品 (HS 第 94 章), 2024 年中国出口到新加坡和欧盟的增速分别为 37.6% 和 13.7%; 三是塑料及其制品 (HS 第 7 类) 中国向印尼、泰国和欧盟的出口增速分别为 23.1%、21.3% 和 13.2%; 四是车辆、航空器、船舶及运输设备 (HS 第 17 类) 中国向沙特、印尼的出口增速分别为 42.5%、81.4%。新兴经济体对这些商品类别的需求持续增长, 中国的相关产品由于价格优势和高性价比, 成为了这些市场的重要供应来源。整体来看, 中国在逐步调整出口市场结构, 将更多的出口份额转向东南亚、欧洲等市场, 制造业、汽车、家具、塑料制品等领域和对应行业在面对关税压力时, 受本轮潜在关税冲击的程度显著低于 2018 年。

图 27: 2024 年中国出口家具及家居用品份额转移至新兴市场



资料来源: 华金证券研究所, wind

图 28: 2024 年中国出口塑料制品份额转移至新兴市场



资料来源: 华金证券研究所, wind

### 三、风险提示

- 1.历史经验未来不一定适用: 文中相关复盘具有历史局限性, 不同时期的市场条件、行业趋势和全球经济环境的变化会对投资产生不同的影响, 过去的表现仅供参考。
- 2.政策超预期变化: 经济政策受宏观环境、突发事件、国际关系的影响可能超预期或者不及预期, 从而影响当下分析框架下的投资决策。
- 3.经济修复不及预期: 受外部干扰、贸易争端、自然灾害或其他不可预测的因素, 经济修复进程可能有所波动, 从而影响当下分析框架下的投资决策。

## 分析师声明

邓利军声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

## 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

## 免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

## 风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

办公地址：

上海市浦东新区杨高南路 759 号陆家嘴世纪金融广场 30 层

北京市朝阳区建国路 108 号横琴人寿大厦 17 层

深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 10 楼 05 单元

电话：021-20655588

网址：www.huajinsec.cn