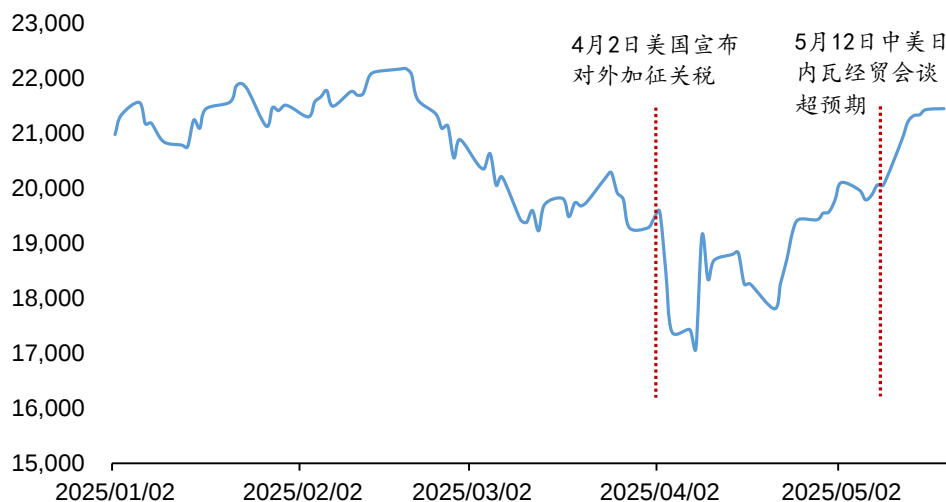


关税如何冲击美国资本市场

纳指 100 经贸会谈后上涨，与 4 月初关税引发的下跌形成鲜明对比

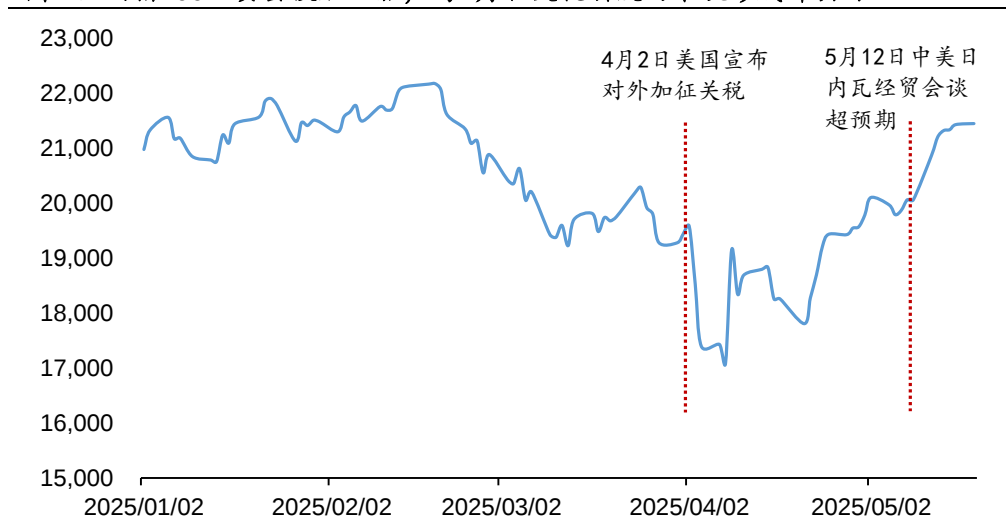


资料来源: Bloomberg, 国泰君安国际

- 5月12日中美日内瓦经贸会谈后，双方发布联合声明大幅降低双方关税，美股市场一路高歌上涨，修复今年的跌幅。与4月初特朗普宣布对外加征关税后引发的美股大幅下跌形成鲜明的对比。美国关税政策的预期大幅影响美国资本市场；当美国提高关税时，关税政策将直接影响企业的成本、利润和供应链，进而冲击美股市场。
- 关税从多方面影响美股市场。关税导致美国企业成本上升，经营利润率下降。依赖进口商品作为原材料或零部件的跨国企业，生产成本会随关税上升而增加，挤压企业盈利。此外，关税引发通胀率上升压力，影响美联储决策。由于美联储视通胀率2%为目标，为抑制通胀，美联储可能采取加息举措，抬高企业的融资成本，减少企业利润；在股票估值模型中，折现率上升使估值承压。
- 另外，关税将直接冲击国际供应链，增加盈利不确定性。跨国企业为应对关税冲击，可能被迫调整全球供应链布局。由于打破了原有高效低成本的供应链生态，在短期内这种调整会降低企业运营效率，带来额外成本。
- 鉴于特朗普关税政策的不确定性，投资者可以通过分散投资、降低配置受关税影响的行业，从而控制风险。受关税冲击较大的行业包括科技、零售和汽车行业等。
- 虽然整体而言关税对美国经济和股市有负面影响，但仍有部分行业和企业能够从中受益，投资者可以通过增加这类投资对冲关税带来的损失。例如美股钢铁企业在关税保护下，面临的国外竞争压力减小，市场份额有望扩大，销量和利润可能增加，股价存在上涨动力。
- 美国关税对美国资本市场的影响存在结构性差异，但总体上对股市和经济有负面影响。为应对特朗普关税政策的不确定性，投资者可以降低配置受关税影响的行业，如科技、零售和汽车行业，适当增加防御性行业的配置比例，如消费必需品行业，以及部分受益于关税的钢铁原材料等行业。

5月12日中美日内瓦经贸会谈后，双方发布联合声明大幅降低双方关税，美股市场一路高歌上涨，修复今年的跌幅。与4月初特朗普宣布对外加征关税后引发的美股大幅下跌形成鲜明的对比。美国关税政策的预期大幅影响美国资本市场；当美国提高关税时，关税政策将直接影响企业的成本、利润和供应链，进而冲击美股市场。

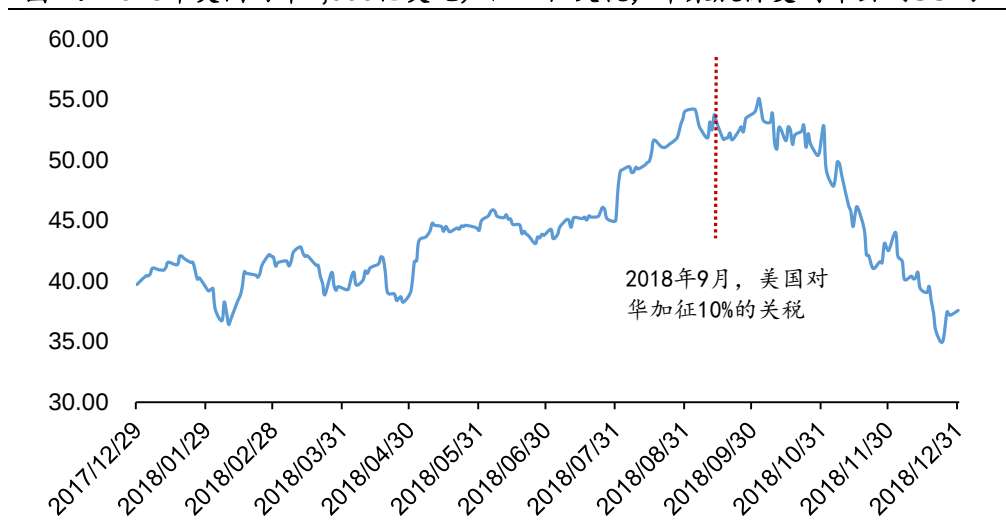
图 1：纳指100经贸会谈后上涨，与4月初关税引发的下跌形成鲜明对比



资料来源：Bloomberg，国泰君安国际

关税导致美国企业成本上升，经营利润率下降。当特朗普政府实施对进口商品加征关税，依赖进口商品作为原材料或零部件的跨国企业，生产成本会随之增加。若企业无法将增加的成本顺利转嫁给消费者，其利润率就会被压缩，进而对股价产生负面影响。以苹果公司为例，其产品的生产高度依赖全球供应链，中国是苹果公司重要的生产和零部件供应地。2018年9月，美国对2,000亿美元中国输美产品加征10%的关税；作为反制，中方对价值600亿美元的美国商品加征关税，苹果公司受到显著冲击。因苹果公司的众多零部件依赖从中国进口，市场预期关税致使零部件成本上升，毛利率下滑，其股价在短期内下跌。

图 2：2018年美国对华2,000亿美元产品加征关税，苹果股价受到冲击（USD）

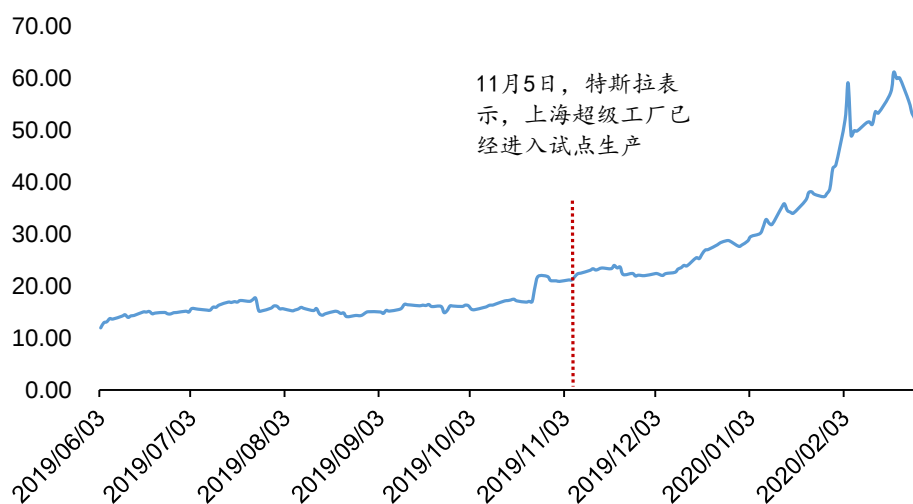


资料来源：Bloomberg，国泰君安国际

关税引发通胀率上升压力，影响美联储决策。进口商品因关税而涨价，增大美国的通胀压力。由于美联储视美国通胀率 2% 为目标，为抑制通胀，美联储可能采取加息举措。利率上升将抬高企业的融资成本，减少企业利润；同时，在股票估值模型中，折现率上升会降低股票的现值，使股市估值承压。2019 年美国对 2,000 亿美元中国商品加征 25% 关税后，美国 CPI 同比一度上升，标普 500 波动率指数飙升，说明关税推动通胀上升，引发美股市场波动加剧。

关税将直接冲击国际供应链，增加盈利不确定性。跨国企业为应对关税冲击，可能被迫调整全球供应链布局。例如，这些企业将生产环节转移至关税较低的地区，或寻找新的供应商。但由于打破了原有高效低成本的供应链生态，在短期内这种调整会降低企业运营效率，带来额外成本。如寻找新供应商的搜寻成本、新生产线的建设成本等，进而增加企业盈利的不确定性，影响投资者对企业的预期，对股价造成不利影响。早期特斯拉加速推进上海超级工厂建设，以降低成本，成功令企业扭亏为盈。2019 年 11 月 5 日，特斯拉表示上海超级工厂已经进入试点生产，特斯拉股价开始上涨。相反，在关税冲击导致供应链调整的过程中，跨国企业又将面临诸多不确定性，对其盈利预期产生干扰，股价也随之面临下跌压力。

图 3：特斯拉上海超级工厂试点生产，特斯拉股价开始上涨（USD）



资料来源：Bloomberg，国泰君安国际

鉴于特朗普关税政策的不确定性，投资者可以通过分散投资、降低配置受关税影响的行业，从而控制风险。受关税冲击较大的行业包括科技、零售和汽车行业等。首先，科技行业对全球供应链的依赖程度极高，众多科技企业的生产制造环节分布在全球各地。这类行业无疑直接受美国加征关税冲击，面临零部件供应受阻、成本上升等难题。

另外，由于零售企业的利润空间通常较为微薄，对成本变化极为敏感。关税导致进口商品成本上升，零售企业若提高售价，可能会降低消费者的购买意愿，使销量下滑；若自行承担成本，利润又会被压缩。像沃尔玛、家得宝等大型零售企业，销售大量进口商品。关税使得它们的进货成本增加，若维持售价不变，企业利润将大幅受损。并且，消费者因商品价格上涨而减少购买，进一步影响零售企业的营收和利润，导致股价下跌。

汽车行业的供应链复杂且全球化程度高，容易受到关税冲击。汽车的生产需要众多零部件供应商的协同合作，许多零部件依赖进口。关税增加进口零部件的成本，如 2018 年美国对钢铁和铝征收关税，直接提高了汽车制造商的原材料采购成本。福特和通用汽车等汽车企业，由于成本上升，利润空间被挤压。而一旦企业提高汽车售价，则削弱产品在市场上的竞争力，影响销量。销量和利润的双重压力，使得汽车企业的股价受到负面影响。

虽然整体而言关税对美国经济和股市有负面影响，但仍有部分行业和企业能够从中受益，投资者可以通过增加这类投资对冲关税带来的损失。例如美股钢铁企业在关税保护下，面临的国外竞争压力减小，市场份额有望扩大，销量和利润可能增加，股价存在上涨动力。

美国关税对美国资本市场的影响存在结构性差异，但总体上对股市和经济有负面影响。为应对特朗普关税政策的不确定性，投资者可以降低配置受关税影响的行业，如科技、零售和汽车行业，适当增加防御性行业的配置比例，如消费必需品行业，以及部分受益于关税的钢铁原材料等行业。

个股评级标准

参考基准:香港恒生指数/纳斯达克综合指数

评级区间:6至18个月

评级	定义
买入	相对表现超过 15% 或公司、行业基本面展望良好
收集	相对表现 5%至 15% 或公司、行业基本面展望良好
中性	相对表现-5%至 5% 或公司、行业基本面展望中性
减持	相对表现-5%至-15% 或公司、行业基本面展望不理想
卖出	相对表现小于-15% 或公司、行业基本面展望不理想

行业评级标准

参考基准:香港恒生指数/纳斯达克综合指数

评级区间:6至18个月

评级	定义
跑赢大市	相对表现超过 5% 或行业基本面展望良好
中性	相对表现-5%至 5% 或行业基本面展望中性
跑输大市	相对表现小于-5% 或行业基本面展望不理想

利益披露事项

- (1) 分析员或其有联系者并未担任本研究报告所评论的发行人的高级人员。
- (2) 分析员或其有联系者并未持有本研究报告所评论的发行人的任何财务权益。
- (3) 国泰君安国际控股有限公司及/或其附属公司并未持有本研究报告所评论的发行人的市场资本值的1%或以上。
- (4) 国泰君安国际控股有限公司及/或其附属公司在过去12个月内没有与本研究报告所评论的发行人存在投资银行业务的关系。
- (5) 国泰君安国际控股有限公司及/或其附属公司没有为本研究报告所评论的发行人进行庄家活动。
- (6) 没有任何受聘于国泰君安国际控股有限公司及/或其附属公司的个人担任本研究报告所评论的发行人的高级人员。没有任何国泰君安国际控股有限公司及/或其附属公司有联系的个人为本研究报告所评论的发行人的高级人员。

免责声明

本研究报告并不构成国泰君安证券(香港)有限公司("国泰君安")对购入、购买或认购证券的邀请或要约。国泰君安与其集团公司有可能会与本报告涉及的公司进行投资银行业务或投资服务等其他业务(例如:配售代理、牵头经办人、保荐人、承销商或自营投资)。

国泰君安的销售人员,交易员和其他专业人员可能会口头或书面提供与本研究报告中的观点不一致或截然相反的观点或投资策略。国泰君安的资产管理和投资银行业务团队亦可能会做出与本报告的观点不一致或截然相反的投资决策。

本研究报告中的资料力求准确可靠,但国泰君安不会对该等资料的准确性和完整性做出任何承诺。本研究报告中可能存在一些基于对未来政治和经济状况的某些主观假定和判断而做出的前瞻性估计和预测,而政治和经济状况具有不可预测性和可变性,因此可能具有不确定性。投资者应明白及理解投资之目的和当中的风险,如有需要,投资者在决定投资前务必向其个人财务顾问咨询并谨慎抉择。

本研究报告并非针对且无意向任何隶属于或位于某些司法辖区内之人士或实体发布或供其使用,如果此等发布、公布、可用性或使用会违反该司法辖区内适用的法律或规例、或者会令国泰君安与其集团公司因而必须在此等司法辖区范围内遵守相关注册或牌照规定。

© 2025 国泰君安证券(香港)有限公司版权所有,不得翻印

香港中环皇后大道中181号新纪元广场低座27楼

电话: (852) 2509-9118 传真: (852) 2509-7793

网址: www.gtjai.com