

# 策略周思考

## 海外关税不确定再度迭起如何影响市场

### 核心观点

**关税政策对美国各行业影响呈现显著差异化，投资者应重点关注行业进口依赖度与成本转嫁能力。**海外的钢铁行业虽进口依赖度低但利润率薄，关税对其息税前利润影响最大；半导体行业进口依赖度中等但关税影响偏高；而休闲服务、食品、零售必需品等行业尽管进口依赖度高，关税影响却很小，表明其具备较强成本转嫁能力。全球权益市场的投资布局上，应避免汽车制造商（墨西哥生产布局风险大）、科技硬件与消费电子（供应链依赖度高）等高风险行业，转向美国本土钢铁生产商等受益方，同时筛选具备定价能力的企业，它们在全球供应链重构过程中将处于更有利位置。

**黄金储备增减与美国政经关联度密切相关，投资者应关注全球央行黄金配置趋势及其对金价的支撑作用。**全球主要经济体黄金储备变化呈现明显两极分化：中国、印度、土耳其和波兰等新兴市场大国三年内官方黄金储备大幅增加，而美国、德国、法国等发达经济体持有黄金体量基本持平。从区域看，亚洲经济体黄金储备增长较快，反映出这些国家降低对美元资产依赖的战略考量。投资布局上，黄金作为对冲美元体系风险的重要资产，在地缘政治不确定性加剧背景下价值凸显，投资者可通过配置黄金ETF、黄金矿业股或实物黄金，分散投资组合风险，同时关注亚洲央行持续增持可能带来的长期支撑。

**贝森特政策沟通与市场走势紧密关联，关税缓和后前期受损板块出现困境反转行情，投资者应把握政策转向带来的板块轮动机会。**贝森特上任以来，美股和美债收益率呈现明显的政策信号驱动特征，其压低利率、放松监管的立场为美股提供支撑，美债收益率也从4.5%附近逐步回落。特别值得关注的是，2025年2-4月特朗普提及“对等关税”及关税升级期间，受关税影响的美股板块跌幅明显大于标普500指数；而5月12日中美达成经贸共识后，这些前期受损板块反弹幅度更为突出，展现出强劲的修复动力。投资策略上，可重点布局前期受贸易摩擦影响较大但基本面稳健的板块，如科技硬件、消费电子等，把握政策缓和带来的困境反转机会，同时密切关注贝森特后续政策沟通对市场情绪的引导。

**风险提示：**海外地缘冲突不确定性，美国经济前景不明朗和美联储货币政策的方向不确定风险等。

### 策略研究·策略专题

证券分析师：王开

021-60933132

wangkai8@guosen.com.cn

S0980521030001

证券分析师：陈凯畅

021-60375429

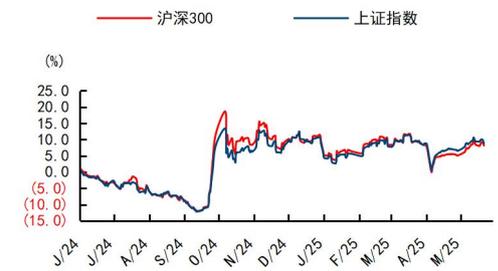
chenkaichang@guosen.com.cn

S0980523090002

#### 基础数据

中小板/月涨跌幅(%)	6376.77/2.36
创业板/月涨跌幅(%)	2021.50/3.71
AH股价差指数	131.88
A股总/流通市值(万亿元)	79.48/73.33

#### 市场走势



资料来源：万得、国信证券经济研究所整理

#### 相关研究报告

- 《ESG热点周聚焦（5月第2期）——制造业低碳发展行动方案审议通过》——2025-05-24
- 《策略周思考-热点轮动加速，关注重组主题》——2025-05-18
- 《ESG热点周聚焦（5月第1期）——气候披露准则修订征求意见，基金治理新规促协同》——2025-05-17
- 《AI赋能资产配置（十五）- DeepSeek 读沪深300 ESG报告（下篇）》——2025-05-17
- 《估值周观察（5月第3期）- “大盘基准”估值持续修复》——2025-05-17

## 内容目录

关税双刃剑：对美国经济和行业的反噬效应 .....	4
关税影响对美国各行业影响分析 .....	4
黄金储备的增减和美国政经关联度密切相关 .....	6
贝森特的前瞻指引和关税缓和后的困境反转 .....	7
风险提示 .....	10

## 图表目录

图 1: 关税不确定性因素下美股各行业面临的影响冲击: 本土内销和价格对冲影响 .....	5
图 2: 关税不确定性因素下美股各行业面临的影响冲击: 进口品成本和税率角度 .....	5
图 3: 3 月美国对中国主要高科技产品出口金额同比边际转弱 .....	6
图 4: 乌克兰危机后在官方储备中增配黄金的主要经济体情形 .....	6
图 5: 亚洲经济体过去三年间持有黄金的趋势显著增强 .....	7
图 6: 贝森特上任美国财长后相关发言汇总 .....	7
图 7: 贝森特发言与美股和美债走势对比 .....	8
图 8: 贸易缓和后关税受损指数反弹幅度更高 .....	8
图 9: 海外机构对美国未来主要政经事件和相应人员任命的概率预测值 .....	9

## 关税双刃剑：对美国经济和行业的反噬效应

### 关税影响对美国各行业影响分析

基于海外上市公司收入情况可以估算关税冲击测算与度量方法。首先在公司财报披露数值基础上，确定该公司总收入结构内，美国地区收入的占比，在计算出美国收入后，识别来自进口商品的美国收入百分比，并估算了美国进口商品收入中销售成本的百分比，从而生成进口商品的销售成本。加权平均关税率则通过计算每家公司对各个国家的敞口及其相应的美国关税率的加权平均值得出。这种方法不仅能够计算关税对公司息税前利润的潜在影响，还能评估为抵消关税导致的成本上升，理论上价格需要上涨多少。此外，该矩阵还允许用户通过调整假设（包括加权平均关税率、美国销售总额百分比、进口商品在美国销售中的比例以及美国进口产品销售成本占销售额的百分比）来创建不同的情景模型。

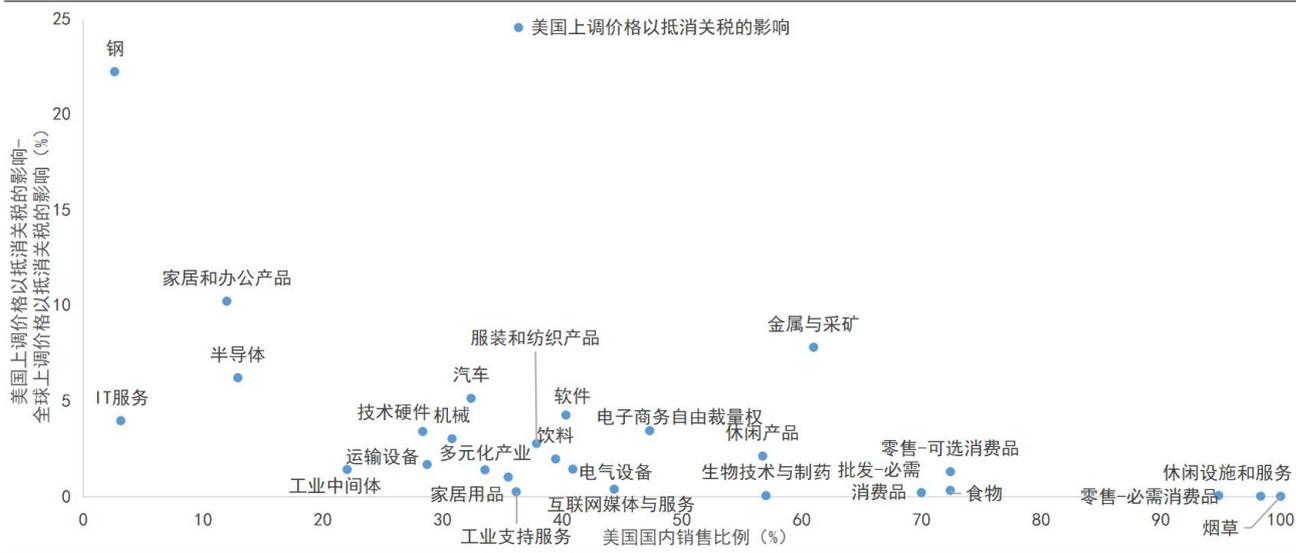
### 海外行业层面的主要规律和影响

关税对美股上市公司不同行业的影响存在明显差异，主要表现在两个维度：美国进口销售成本占全部销售成本比例和全部进口关税对公司息税前利润的影响百分比。钢铁行业虽然进口依赖度不高（约 5%），但关税对其息税前利润的影响最为显著（超过 20%），这表明该行业利润率较薄，对成本变动极为敏感。家居和办公产品行业进口依赖度中等（约 10%），但关税影响也较大（约 10%）。半导体行业虽然进口依赖度较低（约 15%），但关税影响仍达到约 6%。相比之下，休闲设施和服务、食品、零售-必需品等行业虽然进口依赖度高（70%-90%），但关税对其息税前利润的影响却很小（接近 0%），表明这些行业或者利润率较高，或者具有较强的成本转嫁能力。从整体看，消费必需品行业尽管面临较低的加权平均关税率，且受关税影响的成本部分较小，但由于利润率较薄（尤其是食品产品），关税对其营业收入的影响最高，平均超过 50%的营业收入可能受到风险。消费酌情性、技术和材料行业各自可能有超过 35%的营业收入受到影响，而通信和医疗保健行业的敞口最小，营业收入影响不超过 2%。

### 美国上市公司的价格调整与应对策略

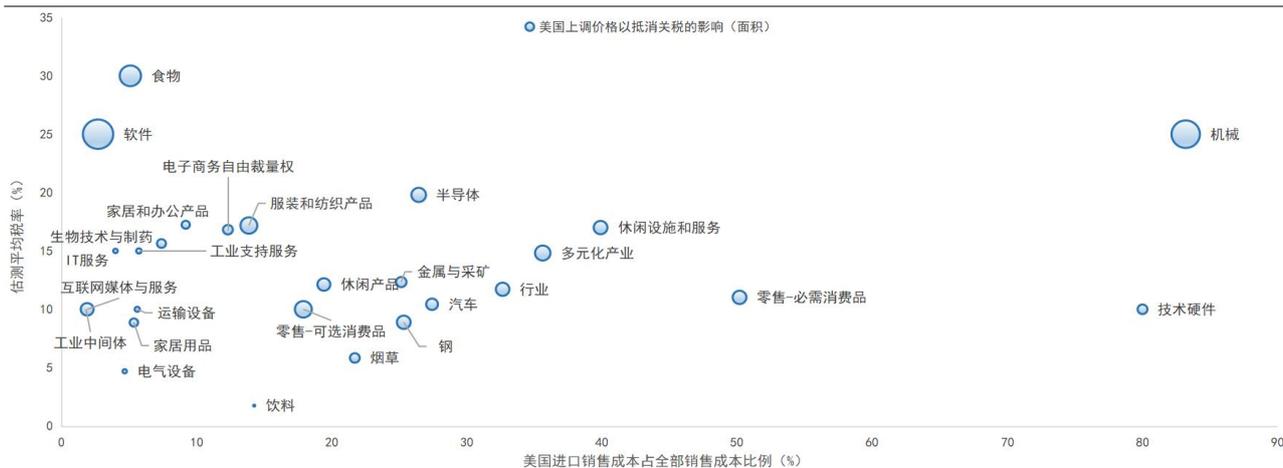
为了完全抵消关税相关的成本增加，不同行业需要采取不同幅度的价格调整。材料行业公司需要平均提价 19%，技术行业需要提价 17%，消费酌情性行业需要提价 12%。相比之下，消费必需品和工业行业只需要中个位数的增长，而医疗保健和通信行业仅需 1%的提价就能应对。这种差异主要源于各行业销售成本中受关税影响的比例不同。为了减轻这些压力并降低价格上涨幅度，公司可能会转向供应商谈判、内部成本节约或多元化供应链等策略。总体而言，关税冲击对美国各行业的影响呈现出明显的分化格局，部分行业（如钢铁、家居和办公产品、半导体）受到的冲击较大，而另一些行业（如休闲设施和服务、食品、零售-必需品）则相对较小。这种分化主要取决于行业的进口依赖度、利润率水平以及成本转嫁能力等因素。面对关税冲击，企业需要根据自身所处行业特点，采取针对性的应对策略，包括价格调整、供应链优化和成本控制等。

图1：关税不确定性因素下美股各行业面临的影响冲击：本土内销和价格对冲影响



资料来源：万得，彭博，国信证券经济研究所整理

图2：关税不确定性因素下美股各行业面临的影响冲击：进口品成本和税率角度



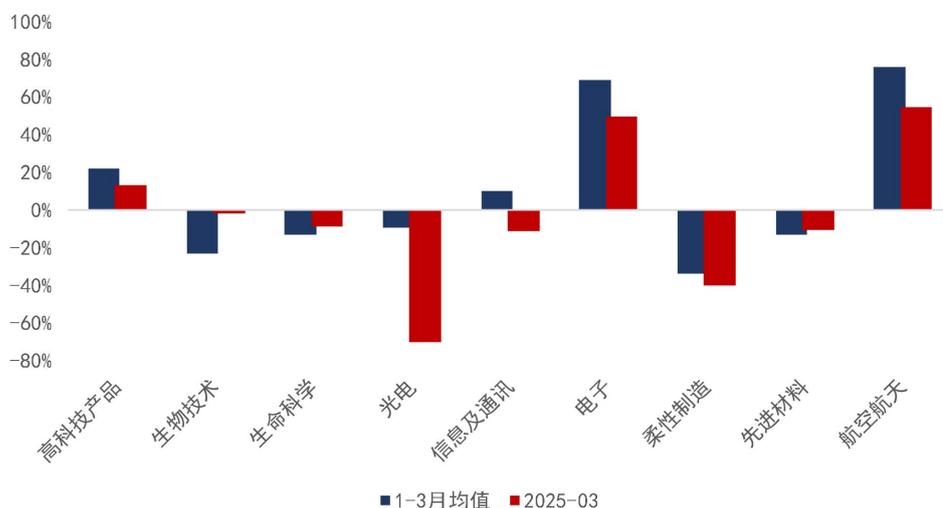
资料来源：万得，彭博，国信证券经济研究所整理

**美国对主要贸易伙伴实施的关税政策正引发全球经济结构性调整。**关税平均税率的提升直接效应即美国 GDP 下滑，同时推高个人消费支出成本、加剧通胀压力。贸易政策不确定性本身即构成经济增长阻力，这种不确定性足以使 2025 年全球贸易量和全球工业生产下降，而美元价值波动与关税叠加效应可能进一步削弱美国本土企业盈利能力。

**关税政策对各行业影响呈现显著差异化。**汽车制造商因在墨西哥的生产布局面临利润风险，而美国钢铁生产商因国内产能充足反而受益；科技硬件与消费电子行业供应链依赖度高，面临较大风险；零售商可能被迫吸收部分成本以维持需求；能源领域中，关税将提高炼油厂成本并最终转嫁给消费者。在全球供应链重构过程中，具备定价能力的企业将处于更加有利位置。3 月份美国对中国出口的高科技产品同比增速边际转弱，光电、柔性制造行业同比负增长进一步加深、航空航

天、电子的同比增速虽保持正增长但是出现边际回落，信息及通讯板块同比增速由正转负。

图3：3月美国对中国主要高科技产品出口金额同比边际转弱

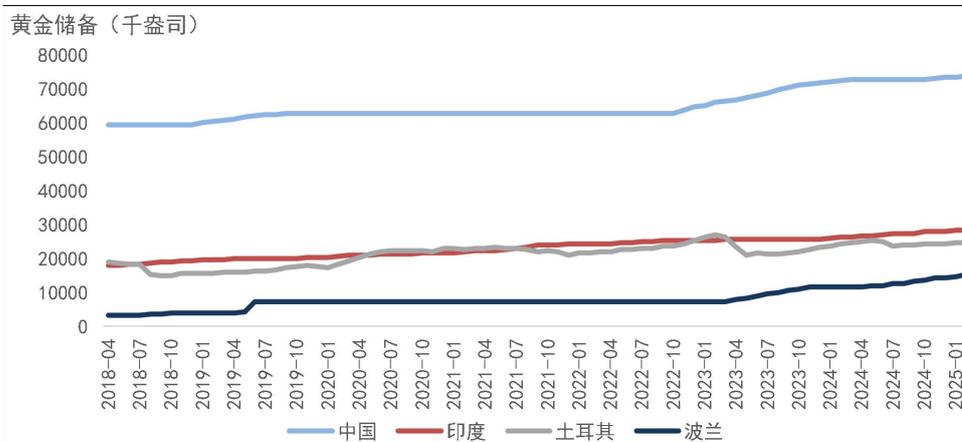


资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

### 黄金储备的增减和美国政经关联度密切相关

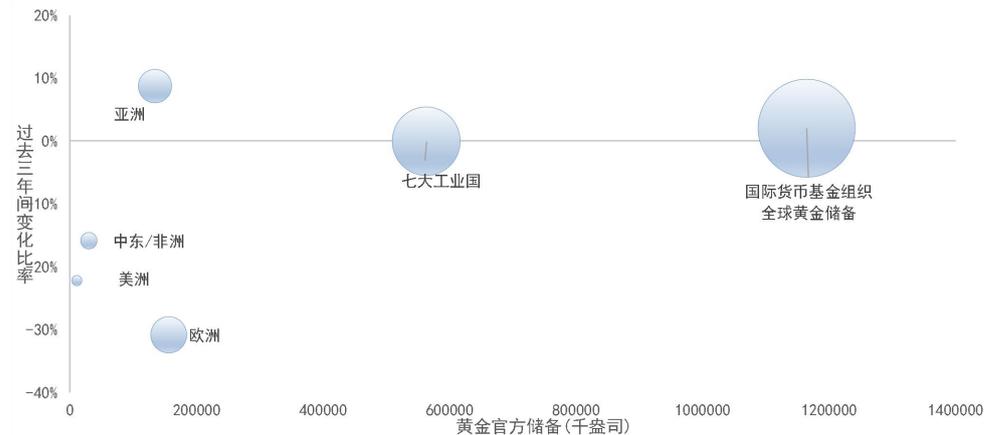
本轮黄金价格上涨中，主要经济体对黄金储备的变化，主要受到美元资产和美国政经关联度所影响。按照官方储备的黄金体量最高的20个经济体为例，2022年3月以来三年时间里增持黄金的选择出现两极分化：第一类是中、印、土、波四个新兴市场大国，三年内官方储备内黄金分别增加了14.51%、15.59%、12.77%和110.06%。第二类是美、德、意、法、日、荷、英、葡、西、奥、比等发达经济体，三年间持有的黄金体量基本持平。分区域来看，亚洲经济体过去三年间持有的黄金以较快速度增长。

图4：乌克兰危机后在官方储备中增配黄金的主要经济体情形



资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

图5: 亚洲经济体过去三年间持有黄金的趋势显著增强



资料来源: 万得, 国信证券经济研究所整理注: 面积代表黄金储备体量大小

## 贝森特的前瞻指引和关税缓和后的困境反转

贝森特上任以来, 美股和美债收益率呈现出明显的政策信号驱动特征。在他宣誓就职当日 (2025年1月28日), 标普500指数为6067.7点, 十年期美债收益率达4.53%。随着他陆续释放放松金融监管、推动关税政策等信号, 市场短期波动加剧。例如, 3月6日他首次明确政策框架后, 美股小幅下跌至5738点, 但美债收益率保持稳定 (4.28%), 显示市场对其长期经济策略的审慎乐观。4月至5月, 贝森特多次强调压低美债收益率的目标, 十年期收益率从4.4%附近逐步回落至5月中旬的4.44%左右, 同期标普500指数则从5300点攀升至5963点, 表明美国股债市场对其前瞻指引导向的逐步定价。

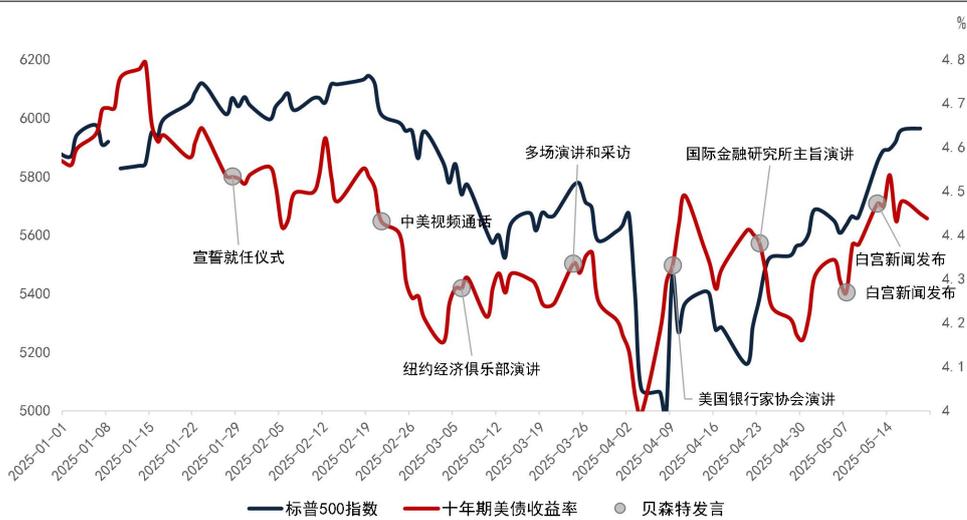
值得注意的是, 贝森特通过公开演讲和谈判动态显著影响美股和美债市场情绪。例如, 5月7日中美会谈消息公布后, 标普500当日上涨至5631点, 美债收益率下跌至4.27%, 反映市场对缓和信号的积极反应。不过, 5月10日其关于债务上限的警告一度引发波动, 但指数很快修复并创年内新高, 显示市场对其危机管理能力仍具信心。总体来看, 贝森特的政策沟通与市场走势紧密关联, 其压低利率、放松监管的立场为美股提供了支撑, 而美债收益率的温和回落也印证了财政部对长期利率的干预成效。

图6: 贝森特上任美国财长后相关发言汇总

日期	发言场合	核心内容
2025/1/28	宣誓就职仪式	贝森特在最高法院大法官布雷特·卡瓦诺的监督下, 正式宣誓就任美国第79任财政部长, 肩负起维护国家经济实力、促进增长、创造就业, 并通过打击经济威胁和保护金融体系来强化国家安全的重任。
2025/2/21	中美视频通话	贝森特强调了本届政府致力于所谓的“推行保护美国经济、美国劳动者和国家安全的贸易经济政策”。双方同意今后继续保持沟通。
2025/3/6	纽约经济俱乐部演讲	贝森特在就任后的首次演讲中说明今后的经济政策, 将放松金融监管、关税和经济制裁定位为三大重要支柱。强调“用关税来反击”中国的产能过剩, 表示关税上调导致物价上涨是“一次性的价格调整”。他还批评了过去几年的“过度政治监管”, 呼吁放宽以金融为中心的监管。
2025/3/24	多场演讲和采访	贝森特经常把10年期美债收益率挂在嘴边, 在演讲和采访中反复强调政府计划推低收益率, 并希望将其保持在低位。“别跟贝森特的财政部作对”成为美国债券市场的新口号。
2025/4/9	美国银行家协会演讲	贝森特表示, 他设想与美国的盟国达成贸易协议。他警告欧盟不要寻求远离美国, 称“那将无异于自断后路”。
2025/4/23	国际金融研究所主旨演讲	贝森特表示美国和中国有机会达成重大协议, 美国通过加强制造业来重塑贸易平衡。
2025/5/7	白宫新闻发布	贝森特作为美方牵头人将与中国在瑞士举行会谈, 共同讨论关税等问题。
2025/5/10	致众议院议长迈克·约翰逊的官方信函	贝森特警告称, 美国财政部动用特别会计手段以避免突破联邦债务上限的能力最早可能在今年8月耗尽, 敦促国会于7月中旬暑期休会前“提高或暂停债务上限”。
2025/5/12	白宫新闻发布	贝森特表示“我们在非常重要的中美贸易谈判中取得了实质性进展”, 会谈“非常富有成效”, 并表示细节将于当天公布。

资料来源: 万得, 国信证券经济研究所整理

图7: 贝森特发言与美股和美债走势对比



资料来源: 万得, 国信证券经济研究所整理

前期受到贸易摩擦影响的板块, 在关税缓和后出现困境反转行情。聚焦 2025 年 1 月 1 日-5 月 20 日美股市场, 2 月 13 日特朗普首次提及“对等关税”后市场生变, 4 月 2 日发动及 4-9 日关税升级期间, 川普关税影响下的美股受损股指数较标普 500 指数跌幅更大, 受损更为明显; 5 月 12 日, 日内瓦经贸会谈后, 中美双方达成共识, 美股指数和美国受损股指数均出现反弹, 其中川普关税美股受损股指数反弹幅度更突出, 展现出前期受损板块较强的修复动力, 走出困境反转的趋势。

图8: 贸易缓和后关税受损指数反弹幅度更高



资料来源: 万得, 国信证券经济研究所整理

**图9：海外机构对美国未来主要政经事件和相应人员任命的概率预测值**

美联储相关任命		特朗普团队人员	
特朗普 2025 年罢免杰罗姆·鲍威尔概率	10%	埃隆·马斯克将于2025年离职概率	56%
特朗普会在 2025 年宣布新任美联储主席吗？（相应候选人概率）		埃隆·马斯克将于7月离职概率	32%
无公告	77%	卢特尼克将于7月离职概率	5%
凯文·沃什	16%		
亚瑟·拉弗	3%		
拉里·库德洛	2%		
朱迪·谢尔顿	2%		
以非美国本土为重点的政策		以美国本土为重点的政策	
2025年上半年加权关税税率≥5%	78%	到2028年减少国债？	96%
2025年第四季度加权关税税率≥6%	78%	国债超过38万亿美元	78%
2025年美伊核协议	61%	到2025年通过“小费免税”法案？	74%
2025年乌克兰危机解除	53%	到2025年实施联邦加密货币监管？	70%
2025年以色列撤出加沙地带	37%	到2025年设立比特币储备？	48%
2028年乌克兰危机解除	20%	到2028年扩大H1-B计划？	43%
2028年之前购买格陵兰岛部分领土？	19%	到2025年推出USDT区块链交易	36%
2028年之前收回巴拿马运河？	18%	到2025年取消市政债券税收优惠	24%
2025年特朗普收购格陵兰岛	7%	废除美国多市场芯片支付系统法案	17%
		到7月削减医保法案	12%
		到7月削减社会保障法案	10%
		到2025年取消能源部？	7%
		到6月取消加密货币资本利得税	1%

资料来源：Polymarket&amp;Kalshi，彭博，国信证券经济研究所整理

## 风险提示

海外地缘冲突不确定性，美国经济前景不明朗和美联储货币政策的方向不确定风险等。

## 免责声明

### 分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

### 国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6到12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普500指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数10%以上

### 重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。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，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我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。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

### 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构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，并向客户发布的行为。

## 国信证券经济研究所

### 深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层  
邮编：518046 总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层  
邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层  
邮编：100032