

建银国际证券 | 研究部

美国“对等关税”影响探析专题报告

短期关注关税冲击，长期着眼底层逻辑变化

2025 年 4 月 2 日美国宣布实施“对等关税”政策，引发全球市场巨震。4 月 7 日“黑色星期一”，恒生指数暴跌 13.22%，创 28 年来最大单日跌幅，恒生科技指数重挫 17.16%，主板成交额达 6,209 亿港元创新高。尽管市场大幅波动，南向资金仍强劲流入，自 4 月 3 日以来累计净流入达 1,034 亿港元，4 月 9 日更创下 356 亿港元的单日历史新高，国际中介机构亦录得净流入 157 亿港元。4 月 8 日，中国人民银行、中央汇金及金融监管总局联合发声，推出 ETF 增持、险资权益上限上调等托底措施，企业同步启动增持回购。港府亦出台七项应对措施，强调金融体系稳健。多重利好推动下，港股止跌反弹，截至 4 月 9 日恒指反弹 2.2%，恒科指反弹 6.5%。

短期内，港股仍面临外部环境不确定性带来的波动风险，尤其需警惕中美贸易摩擦进一步升级，带来潜在的非关税类制裁冲击，但较大的外部冲击往往会加快中国推出宽松货币政策和积极财政工具以稳增长、稳市场。参考 2018 年中美贸易战期间恒指最大回撤达 26%，若以 2025 年一季度高点 24,771 点为基准，压力测试下的支撑位约在 18,300 点附近。从估值角度来看，本次恒指在跌破 9 倍市盈率后快速反弹，历史上恒指在跌穿 8 倍市盈率时均呈现明显修复行情。本轮技术性牛市启动以来的阶段低点 18,700 点，以及当前 250 日均线 19,500 点，共同构成了多重技术支撑带，我们认为 19,000 点区域将形成较强防御支撑。中长期来看，港股投资逻辑正逐步由“低估值修复”向“新质生产力重估”转型。

在 2025 年，特朗普政府提出“对等关税”概念，中国成为了主要目标之一。不同于 WTO 体系下的税率对等，它将贸易顺差视为征税依据，核心在于通过加征关税抵消顺差国获利。美国通过关税作为谈判筹码，不停变换关税政策以实现战略目标。一方面，针对中国，旨在控制贸易逆差，迫使中国增加美国产品进口，促进技术保护与知识产权改革，以及供应链安全布局。另一方面，对东南亚、日本、北美以及欧盟，分别有着防漏、引导、重构、区域秩序的防守与再平衡等目的。

对中国经济而言，“对等关税”可能导致显著的负面影响，尤其是在中美贸易关系中。考虑到中国对美出口占总出口的比例，对等关税将对中国的出口产生重大冲击，进而拖累经济增长。根据不同情况，对美出口关税弹性系数为 1.0，若全部关税由中方承担，出口可能遭受高达 15.0 个百分点的冲击，GDP 受影响约 2.1 个百分点；若中美各自承担一半，则相应减少至 9.2 个百分点和 1.0 个百分点的 GDP 影响。

香港作为另一个重要经济体，虽然对美出口比重有所下降，但仍然面临关税政策的压力。美国单方面表示将对香港实施与中国内地类似的出口管制措施，所有香港出口至美国的商品均需标示“原产地：中国”，并同样承受 145% 的关税。

美联储政策路径上，对等关税增加了经济的不确定性，使美联储在决策上显得更为谨慎。我们认为，市场预期的降息次数可能无法兑现，因为通胀压力上行和经济增长疲软，使得美联储在短期内降息的空间有限。此外，美债市场成为下一个潜在的金融市场脆弱点。2025 年 4 月初，美国国债市场经历了急剧波动，凸显了市场对美国长期信用的疑虑，全球金融市场正面临新的挑战，而美国的“对等关税”政策无疑增添了复杂性与不确定性。

美国对华加征关税政策对各行业的影响主要体现在加速产业链重构、推动技术自主化和市场多元化布局。硬件科技领域，全球半导体产业链区域化趋势加剧，中国半导体自主化进程提速；互联网行业，跨境电商成本上升、云服务供应链受阻，企业通过优化物流和数字化转型应对挑战；机械装备加速智能化升级，头部企业海外布局加速；汽车业虽整车出口占比低，但零部件和海外建厂受阻；消费方面，美国关税推动纺织家电企业加速海外布局，龙头企业通过本地化生产缓解冲击。医疗保健领域，CXO 和原料药供应商面临压力，长期需供应链本地化；新能源行业直接出口受限，企业转向新兴市场和本土产能；金融领域直接影响较小，但需关注全球经济波动风险。大宗方面，关税致原油、黄金、铜价格波动，原油需求担忧承压，黄金避险需求回升，铜库存减少但中国需求有支撑。

赵文利, PhD/CFA

cliffzhao@ccbintl.com

邹炜, CFA

wilsonzou@ccbintl.com

姜越

verajiang@ccbintl.com

严惠婷

yanhuiing@ccbintl.com

行业研究员

苏林, CFA

clintsu@ccbintl.com

陈咏娴, CFA

cathychan@ccbintl.com

李嵘, CFA

lirong@ccbintl.com

曲克

quke@ccbintl.com

朱晓潇

anitachu@ccbintl.com

杜韵翘

anitadu@ccbintl.com

萧智舜, PhD

jasonsui@ccbintl.com

罗信基

matthewlaw@ccbintl.com

苏卡

christso@ccbintl.com

李睿

katherineli@ccbintl.com

刘晓慧

helenlau@ccbintl.com

郑勇, CFA

lawrencechen@ccbintl.com

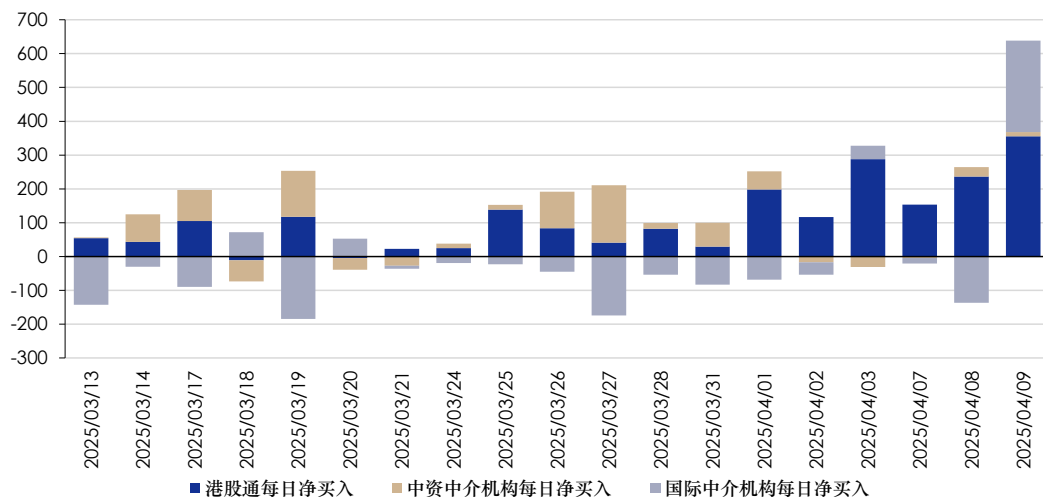
美国于 2025 年 4 月 2 日宣布实施“对等关税”政策后，全球金融市场巨震，4 月 7 日遭遇“黑色星期一”，风险资产普遍暴跌，美股期货延续上周暴跌趋势，纳斯达克指数期货跌幅超 5%，标普 500 指数期货跌 4%；欧洲 STOXX50 指数期货跌超 4%，日经 225 期货因跌停暂停交易。恒生指数单日下跌 13.22%，创近 28 年最大跌幅和历史第五高跌幅；恒生科技指数重挫 17.16%。单日主板成交额达 6,209 亿港元，刷新历史纪录。

资产类别	平均年收益率 (%)
玉米	3.5
瑞士法郎	2.5
日元	1.5
欧元	1.0
小麦	0.5
欧元区政府债总回报指数	0.2
日本政府债总回报指数	0.1
港元	0.0
土耳其里拉	-0.5
欧洲投资级别企业债	-0.8
瑞典克朗	-1.0
美国政府债总回报指数	-1.2
新兴经济体政府债	-1.5
美元指数	-1.8
人民币	-2.0
英国政府债总回报指数	-2.2
印度卢比	-2.5
英镑	-2.8
大豆	-3.0
黄金	-3.2
CRB大宗商品指数	-3.5
农产品	-3.8
俄罗斯卢布	-4.0
美国投资级别企业债	-4.2
新兴市场投资级别企业债	-4.5
欧洲高收益企业债	-4.8
纳斯达克指数	-5.0
美国高收益企业债	-5.2
比特币	-5.5
巴西雷亚尔	-5.8
新兴市场高收益企业债	-6.0
标准普尔500	-6.2
道琼斯指数	-6.5
煤	-6.8
天然气	-7.0
上证综合	-7.2
沪深300指数	-7.5
MSCI全球	-7.8
铝	-8.0
MSCI拉丁美洲	-8.2
Reit	-8.5
银	-8.8
MSCI新兴市场	-9.0
FTSE 100指数	-9.2
铜	-9.5
日经225	-9.8
恒生国企指数	-10.0
创业板指数	-10.2
STOXX 600	-10.5
布伦特原油	-10.8
恒生指数	-11.0
WTI原油	-11.2
恒生科技指数	-11.5
美股上市中国ADR指数	-12.0

建银国际证券 2

虽然市场大幅波动，但南向资金依旧维持大幅净流入托底市场，南向资金自 4 月 3 日以来日均净流入均超 150 亿港元，累计净流入 1034 亿港元，其中 4 月 9 日净买入 356 亿港元，创 2014 年港股开通以来新高。买入较多的股票包括腾讯控股、阿里巴巴等成长股。此外，对等关税以来国际中介机构整体增持港股，录得净流入 157 亿港元。

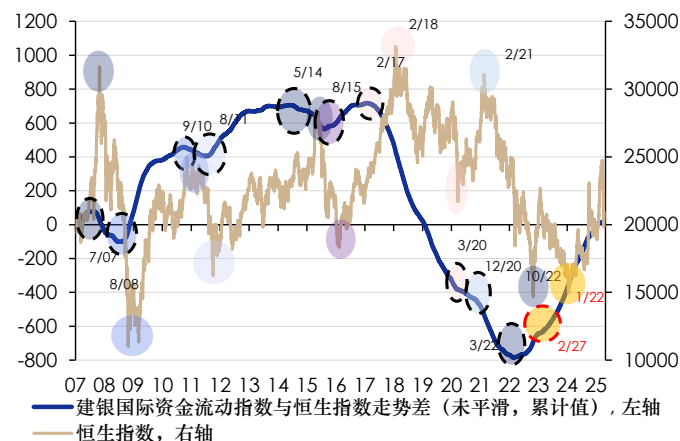
图 2：南向资金大幅净流入托底市场



来源：彭博，建银国际证券

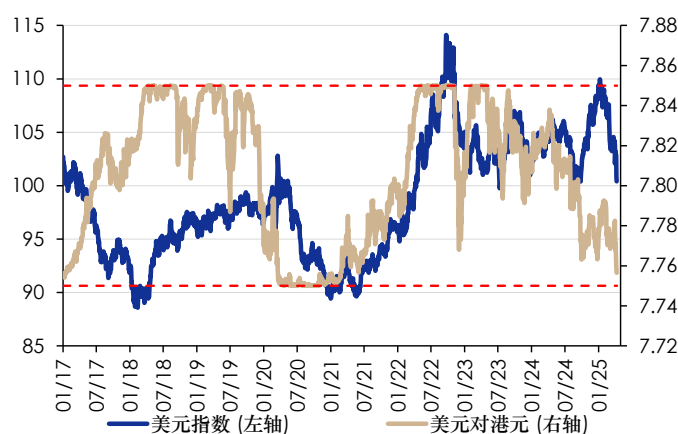
4 月 8 日，中国人民银行、中央汇金及国家金融监管总局联合发声，强调坚决维护资本市场稳定。央行承诺通过再贷款支持中央汇金增持 ETF，中央汇金首次明确承担“类平准基金”角色，资金来自自有资金、市场融资及央行专项支持。此外，金融监管总局将险资权益投资比例上限提高 5 个百分点，预计释放超万亿资金协同托底。除“国家队”外，中国石化、宁德时代、招商蛇口、海尔智家、赛力斯等逾百家企业同步宣布增持或回购计划，政策与市场协同效应明显。香港方面，财政司司长陈茂波强调此次市场下跌主因美国关税冲击，但香港金融体系稳健，暂无系统性风险。特首李家超提出七大措施，应对美国关税影响，聚焦融入国家发展、国际合作、产业升级及金融稳定等。此外，今年年初央行行长潘功胜表示将大幅提高外汇储备在港资产配置，我们预计“国家队”将在市场波动时逢低买入港股。

图 3：建银国际流动性指数未发出港股二次探底信号



资料来源：公司资料，建银国际

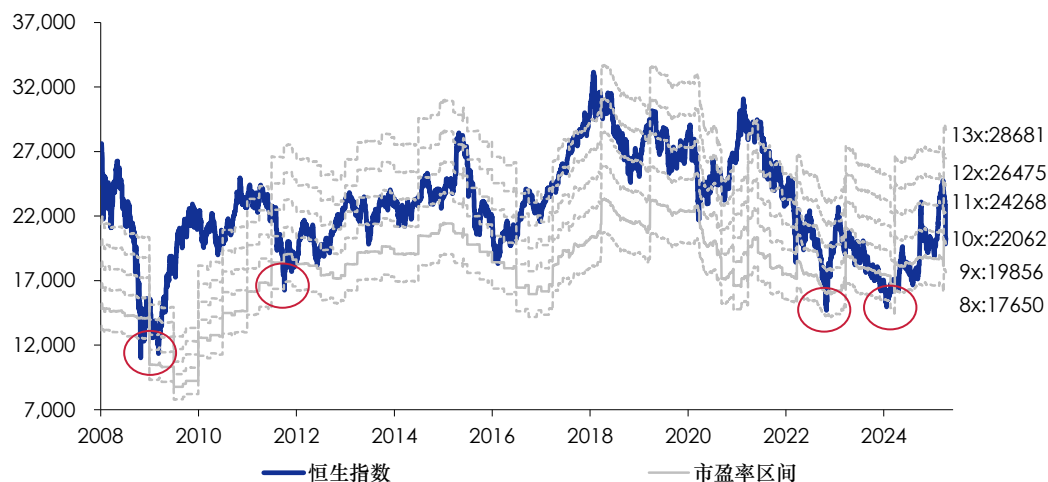
图 4：近期港汇走强巩固港股韧性



资料来源：公司资料，建银国际

截至 4 月 9 日，4 月 8 日后港股市场在多重政策利好和资金流入推动下实现显着反弹，恒生指数累计上涨 2.2%，收报 20264 点。恒生科技指数累计上涨 6.5%，收报 4689 点。我们预计港股市场短期将维持较大波动，需警惕外部环境超预期恶化引发的二次探底风险，但更大的外部冲击会更快促使中国加大货币政策宽松和财政扩张力度，4 月底中央政治局会议可能是重要政策窗口。历史经验显示，2018 年中美贸易战期间恒生指数自高位最大回撤幅度达 26%，若以此作为压力测试基准，一季度 24771 点高位对应理论支撑位约在 18300 点附近。从估值角度分析，假设关税冲击导致 2025 年恒生指数每股盈利零增长，则 9 倍市盈率对应指数 1000 点。参考历史经验，恒指跌破 8 倍市盈率后均迅速修复，本次跌破 9 倍后亦将呈现相似修复轨迹。此外，本轮技术性牛市形成的阶段低点（1 月 13 日 18700 点）与 250 天均线（现处 19500 点）共同构筑了多层次支撑体系，我们认为恒生指数在 19000 点区域将形成较强防御支撑，但仍需警惕美国对等关税 90 天豁免到期，未来中国贸易库存消耗殆尽，以及中美贸易战进一步升级后其他潜在非关税制裁的风险。尽管短期市场波动风险增加，但港股市场的长期内在投资逻辑转型明确，将由“低估值修复”转向“新质生产力重估”。

图 5：历史上恒指跌穿 8 倍市盈率后快速向上修复



来源：彭博，建银国际证券

投资建议：建议二季度区间交易，采取攻守平衡的哑铃型配置：在高股息和成长股之间维持平衡配置，先防御后进攻。可重点关注回调后的科技龙头以及内需股，如必需性消费、高端制造及贵金属板块。回避受关税和地缘政治影响较大的外需股如出口、港口、航运股等。

宏观：美国政策外溢加剧，中国经济韧性彰显，宏观应对窗口开启

何为对等关税

（一）“对等关税”概念与实际含义

尽管美国政府尚未通过正式立法明确界定“对等关税”（Reciprocal Tariff）定义和标准细节，但根据特朗普总统及其顾问团队在公开场合的多次表态，该机制本质上是一种**基于双边贸易逆差的惩罚性加税策略**。

与世界贸易组织（WTO）体系下的“税率对等”不同，美国当前所提出的“对等”并非关税水平的一致，而是将贸易顺差作为征税的主要依据，其核心意图是实现“结果平衡”，即通过加征关税抵消顺差国从美国市场获得的巨额收益。

该机制更像是一个政治筹码或谈判工具，而非严格的经济学模型。

（二）对等关税的估算逻辑与基础公式

在实际操作中，特朗普政府并未披露完整的计算框架和模型参数，但根据公开讲话内容及智库研究推演，目前最常用的估算公式如下：

对等关税税率 $\approx 0.5 \times (\text{美国对该国贸易逆差} \div \text{美国自该国进口额})$

这一逻辑强调的是：一个国家从美国市场“赚得越多”，则应承担越高的“补偿性税负”。

例如，即便某国对美商品征收较低关税，但只要其对美出口额远高于自美进口，就会被视为对美“经济占优”，从而成为“对等加税”对象。

（三）中国案例测算示意

以 2024 年美国与中国之间的贸易数据为例：

- 美国对中国货物贸易逆差为 3,611 亿美元
- 美国自中国进口额为 5,247 亿美元

根据估算公式：

对等关税税率 $\approx 0.5 \times (3611 \div 5247) \approx 34.4\%$

即，美国对中国商品实施的“对等关税”约为 34%。此税率并非基于中国关税本身的高低水平设定，而是出于对中国长期顺差地位的回应。

（四）“对等”的政治逻辑与法律问题

所谓“对等关税”，在政策逻辑上与传统自由贸易框架存在根本冲突。其核心特征包括：

- 不基于实际关税结构或对方关税水平
- 忽略发展中国家出于发展阶段设定的保护性关税安排
- 聚焦于“贸易顺差”作为加税依据，试图以此“补偿美国损失”

可以说，这种机制所体现的并非“规则对等”，而是“结果惩罚”。它是一种政治化手段，在一定程度上脱离了全球贸易制度的基本原则。

美国对等关税的目的

2025年4月，美国总统特朗普宣布对除中国外的多数国家暂停实施“对等关税”，为期90天。该决定立刻引发市场乐观情绪，股市短线走强。然而，延期不代表转向。这一“缓一手”的姿态，仍深藏“进一手”的意图：关税工具未被弃用，只是被重新摆上谈判桌，继续作为漫天要价、战略施压的工具。

“对等关税”强调“以牙还牙”，即他国对美商品征收高关税，美国将同等回应。这种制度设计虽打着“公平贸易”的旗号，实则以最大化谈判筹码为核心目的，体现出特朗普政府典型的博弈逻辑：制造不确定性、各个击破、经济手段服务政治目标。

（一）关税政策的对外动机：以攻为守的多层压迫

1. 针对中国：遏制、脱钩、再平衡

- **控制贸易逆差**：中国对美出口规模长期庞大，是特朗普首要攻击目标。征收高额关税，意在缩小赤字、扭转“吃亏”局面。
- **施压增加美国产品进口**：特朗普希望借关税倒逼中国购买更多美国农产品、能源、技术服务，提升国内产业盈利和选民支持。
- **技术与知识产权博弈**：中美科技摩擦长期存在，关税是强制中国改革技术转让与知识产权保护制度的重要施压工具。
- **战略性脱钩布局**：更深层的意图是削弱中国在高科技、供应链控制权等领域的全球崛起势头，实现供应链安全“去中国化”。

2. 针对东南亚：防漏、引导、重构

- **阻断转口规避**：东南亚国家成为中国商品转口跳板。特朗普提高对这些国家的警惕，意在堵住“洗产地”路径。
- **引导供应链迁移**：通过对越南等国施压，鼓励美企将制造重心转回本土或向“友好国家”转移，加速供应链去风险化。
- **重塑地区规则标准**：以关税作为谈判工具，特朗普推动东南亚接受更高标准的贸易规则，确立美式经济秩序。

3. 针对印度、日本、以色列等盟友：谈判筹码、市场门票

- **激活双边谈判**：施压关税作为谈判启动器，促使这些国家对美开放更大市场空间，尤其是汽车、药品、金融等高价值领域。
- **削弱非关税壁垒**：特朗普关注的不仅是关税比例，还包括繁复的本地规定、市场准入障碍，意图强行破局。
- **强化美国中心主义规则体系**：通过对外谈判取代多边体制，将经济规则掌控权拉回美国手中。

4. 针对加拿大、墨西哥：区域秩序的防守与再平衡

- **确保 USMCA 协议落地**：特朗普利用关税威胁，推动加拿大与墨西哥严格履行贸易协定核心条款，如劳工标准与原产地规则。
- **保护边境产业**：钢铁、乳品等行业对边境州就业具有关键意义，关税手段用于维系区域产业与政治基本盘。

5. 针对欧盟：经济杠杆中的地缘反制

- **打破汽车与农业壁垒：**美欧贸易壁垒突出于汽车与农产品，关税成了特朗普手中的“攻坚锤”。
- **科技主导权争夺：**欧盟的数字税与监管政策针对美国科技巨头，特朗普则用关税反制，力保美企优势不失。
- **弱化德法政治主导力：**以经济胁迫方式切割欧盟内部团结，分化其统一立场，提升美国对欧主导地位。

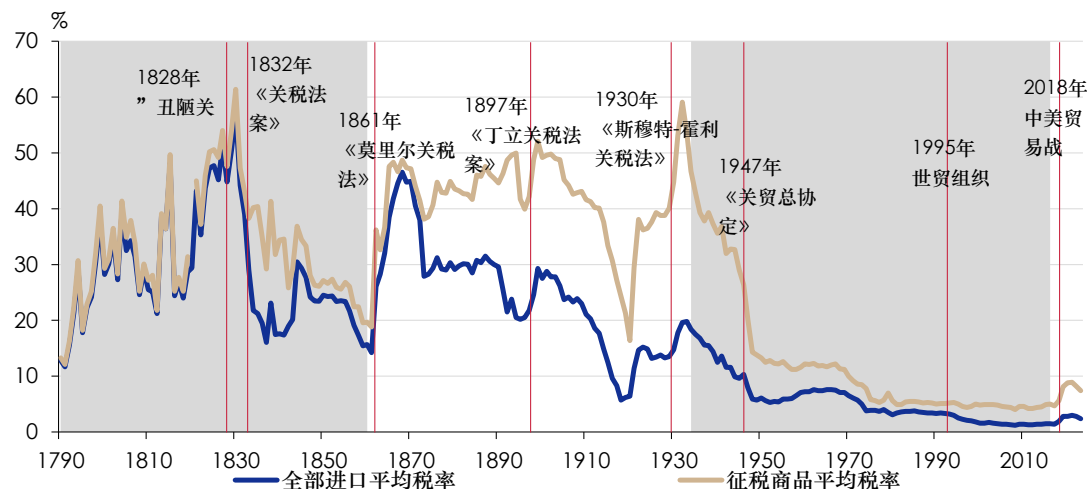
(二) 国内动机解析：关税背后的选举工程与战略防御

- **财政收入工具化：**关税收入虽非主流财政来源，但在财政赤字扩大的背景下成为重要的“即得现金”。政策逻辑更多是“积沙成塔式增收”。
- **制造业回流引导：**通过提高外部生产成本，关税成为制造业“回迁”的推手。配合补贴与基建计划，特朗普试图构建制造业复兴的政策闭环。
- **动员核心票仓：**中西部蓝领阶层长期受全球化冲击。关税政策不仅保护其就业，更成为特朗普重塑“美国优先”叙事的政治旗帜。
- **国家安全“产业化”：**从半导体、稀土到电动汽车，特朗普将经济依赖等同于国家战略风险，推动核心产业链“国产化”，关税是第一道防线。
- **战略自主提升：**通过供应链本地化、关键物资储备政策、友岸外包等组合拳，美国意在构建“高壁垒、强控制”的地缘经济结构。

美国对等关税对中国的可能影响

4月3日美国总统特朗普宣布对进入美国的进口商品征收大规模关税：其中对来自中国的商品征收34%的关税，结合此前对中国出口商品已增加的20%的关税，新增关税税率达到54%，对其他国家的平均税率达到约28%的历史高点。在该项关税政策宣布后，中方快速进行反制措施，特朗普政府亦数度加码，在4月7日-4月8日之间，对华进口商品关税先后增加50%与20%，最终关税税率达到145%，而对其他国家高额关税税率则采取暂缓征收的策略，由最初的平均28%下降至10%。

图6：美国历史税率



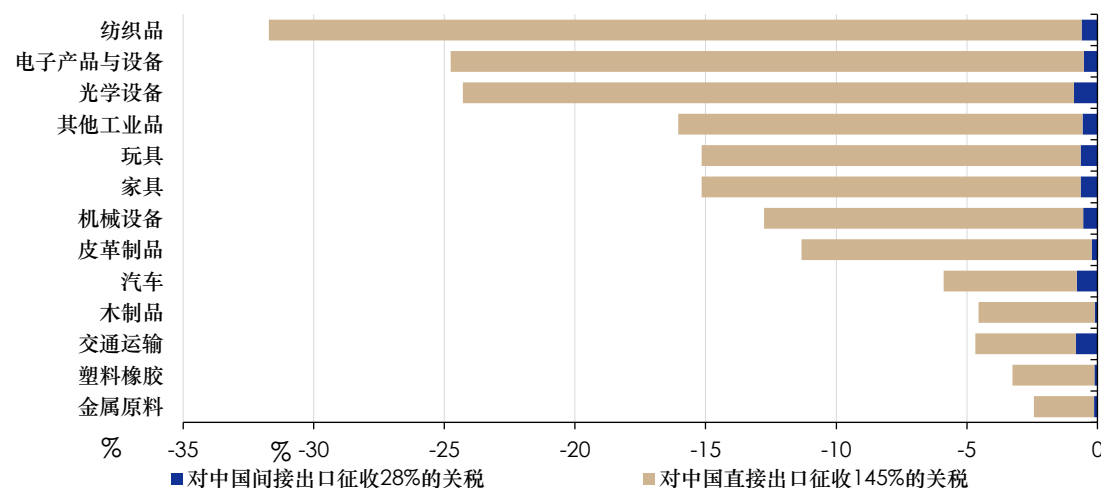
资料来源：USITC，建银国际证券

根据我们此前的研究，美国关税政策对中国的影响主要有两个路径：1) **替代效应**：大幅提高关税将降低美国消费者对进口产品的需求，从而更多的选择美国本土商品，对中国的出口形成冲击。2) **增长效应**：关税将推高美国的通胀水平，抑制居民实际收入和增长，需求减弱导致中国的贸易也将受到负面冲击。根据 2024 年数据显示，中国货物与净出口拉动 GDP 约 1.5 个百分点，其中对美出口占总出口的约 14.7%，对等关税对中美之间的贸易产生较大冲击，对出口形成负面效应进而拖累经济增长。根据我们测算，对美出口关税弹性系数约为 1.0，根据上述影响路径，我们分三种情形对关税带来的经济冲击进行粗略估算：

- **温和情形**：对中国征收 54% 的关税，并对其他国家征收 10% 的关税。在此情形下，若所有关税由中方承担，则对出口产生约 7.9 个百分点的冲击，拖累 GDP 约 1.5 个百分点；若中美双方各承担一半关税，则对出口产生约 4.0 个百分点的冲击，拖累 GDP 约 0.8 个百分点。
- **基准情形**：对中国征收 145% 的关税并对其他国家征收 28% 的关税。在此情形下，若所有关税由中方承担，则对出口产生约 15.0 个百分点的冲击，拖累 GDP 约 2.1 个百分点；若中美双方各承担一半关税，则对出口产生约 9.2 个百分点的冲击，拖累 GDP 约 1.0 个百分点。
- **极端情形**：对中国征收 145% 的关税并通过对其他国家征收 10% 或者更低的关税以围剿中国对外贸易。在此情形下，中国对外出口将受到较大冲击，外部环境的恶化或将带来一系列连锁反应，对 GDP 的冲击或超过 2.5 个百分点。

关税的提高对行业收入的冲击主要通过两个渠道，一为直接出口所征关税的直接影响，二为转口贸易所征收的间接关税，后者在 2018 年贸易战后的占比逐渐提升。分行业来看，纺织品与轻工制造、电子元器件以及光学设备等行业受到的负面影响较大。

图 7：特朗普对等关税下对各行业的冲击

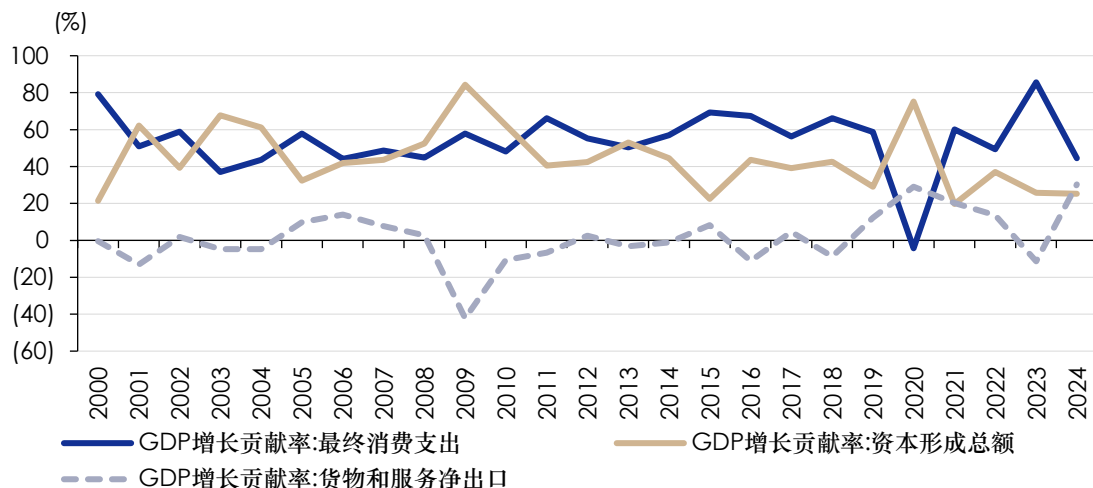


*假设情形即对中国直接出口美国商品征收 145% 的税率并对中国通过其他国家转口至美国的商品征收 28% 的税率，通过中国对美国出口贸易的增加值敞口与价格关税弹性系数计算得关税对各行业的收入影响

资料来源：BoC, OECD, CEIC, 建银国际证券

相较于 2018 年贸易战，特朗普政府本轮推行的关税政策涵盖国家更广，对亚洲区域的高额征税体现了他对上一轮关税政策下转口贸易的关注，更加有针对性地打击原产于中国的商品。尽管自 2018 年以来，中国对外贸易格局产生较大变化，对美出口占比下降，与亚洲内部的合作更加紧密，在一定程度上抵消关税对经济的冲击，然而大幅增加的关税以及对贸易伙伴的区分对待将导致外部环境恶化。为达到 2025 年政府工作报告中提出的 5% 的增长目标，需要更多的内需提振政策出台以对冲关税带来的负面影响，后续需关注中美双方关税落地的实际情况、国内货币及财政等宏观政策的跟进。

图 8：内需政策的出台有望对冲关税对经济增长的负面冲击

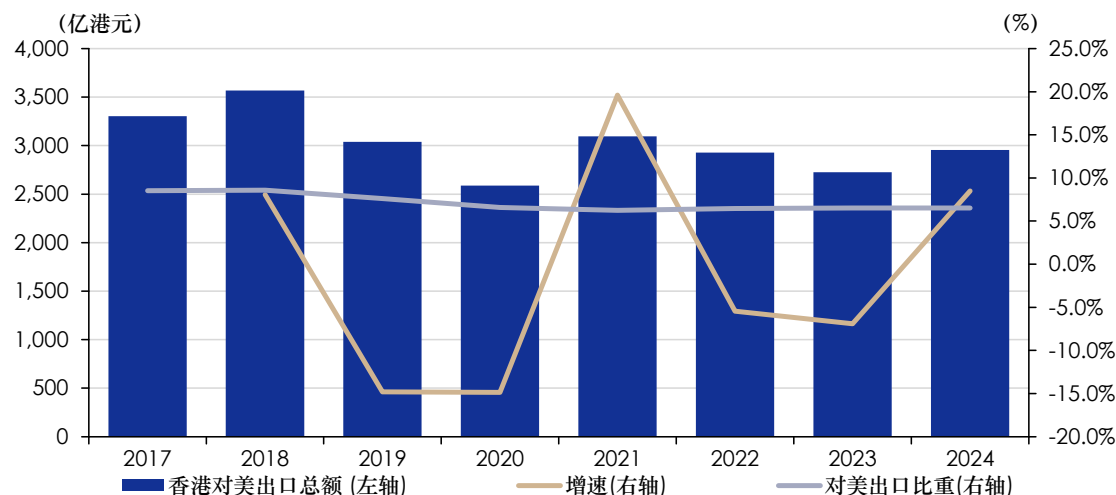


资料来源：Wind，建银国际证券

香港经贸近况及美国本轮关税的可能影响

根据政府统计处的最新数据，美国为香港第二大出口市场，仅次于中国内地，但出口依赖度总体趋势下行。从 2017 到 2024 年，香港对美出口增速呈现先扬后抑、再度回升的走势：2018 年同比增 8.1%，2019 年骤降至-14.8%，2021 年大幅反弹至 19.6%，2022 及 2023 年又出现负增长，至 2024 年才回到 8.5% 的正增速；出口总额在 2020 年明显回落后持续于 2,500 到 3,500 亿港元之间波动；对美出口比重则自 2018 年的 8.6% 逐渐回落，2020 年降至 6.6%，此后一直在 6.5% 左右徘徊。

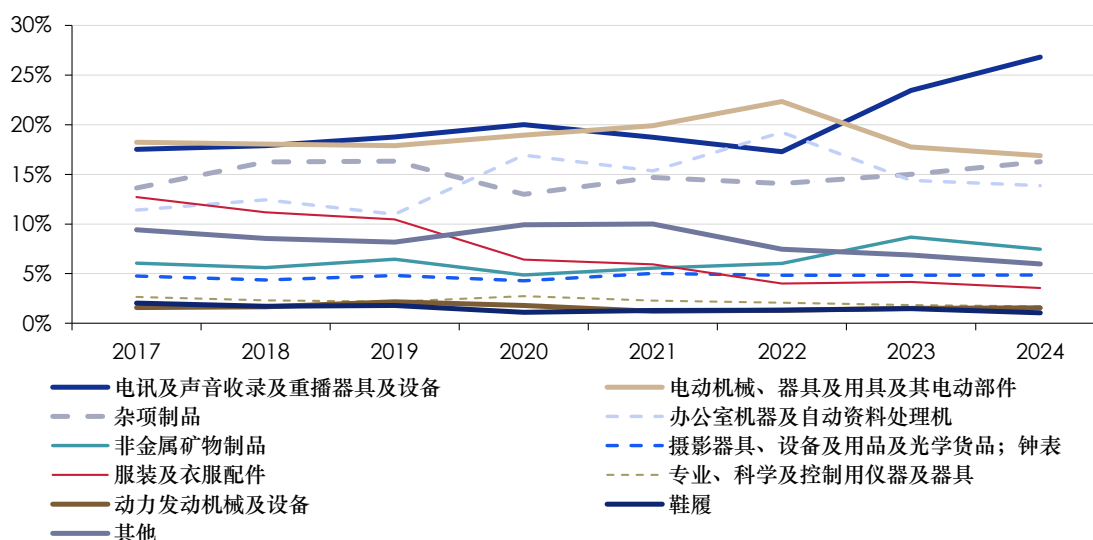
图 9：香港对美出口总额及增速和对美出口比重



资料来源：香港政府统计处，建银国际证券

依据 2024 年的数据，香港主要出口至美国的产品包括：电讯及声音收录回放器具及设备 (27%)、电动机械、器具及用具及其电动部件 (17%)、办公室机器及自动资料处理机 (14%)、非金属矿物制品 (7%)。电讯及声音收录回放器具及设备(如手机、通讯设备、音响系统等)在 2017 年所占比例偏低，2023 年后显著攀升，主要因美国对通讯与音视频设备需求持续旺盛，以及企业为规避关税将生产环节转移至香港；电动机械及其部件(如家用电器、电动工具、工业电机等)原本占比较高，小幅波动后自 2020 年再度强劲上扬，受益于贸易战下的产业转移与香港成熟的金融物流体系；办公室机器及自动资料处理机(如电脑、打印机、复印机等)在 2019 年前后走低，2020 年因远程办公与线上消费需求飙升而迅速反弹，而后趋势向下；服装及衣服配件(如成衣、袜子、饰品等)则因东南亚低成本竞争与关税政策冲击持续下滑。综上所述，电讯及声音收录回放器具及设备、电动机械及其部件以及办公室机器等高附加值产品在美国需求与贸易战下的产业转移中持续增长，而服装及衣服配件则在成本与关税等因素作用下占比不断萎缩。

图 10：香港出口美国产品分布



资料来源：香港政府统计处，建银国际证券

此外，根据香港贸易发展局 2023 年的数据，香港出口至美国且来源于中国内地的产品占香港整体出口的约 3%。按照 2024 年香港总出口额为 45,424 亿港元测算，香港对美国的内地转口贸易总量约为 1,363 亿港元，内地转口贸易占比约为 46.1%。香港贸易发展局研究总监范婉儿此前预计，若美国加征 10% 关税，将影响香港出口增速 0.5%。香港企业早已准备应对美国关税措施，2017 至 2024 年期间，香港向东盟及中东出口分别增加 39% 和 40%，认为新贸易走廊可降低关税影响。她表示，全球贸易正趋向“中国加一，美国以外”，除了分散采购和供应链，过往较依赖美国市场的地区亦开始积极拓展新市场，尤其是亚太区，认为香港地位举足轻重，可为中国内地企业发展国际业务提供专业服务。她又预期，未来 6 个月不明朗因素会持续，建议中小企业要审慎部署。

值得注意的是，由于香港依据《美-港政策法》(1992 年)拥有独立关税区地位，因此 2020 年之前，香港本地产品(即原产地为香港的商品)不受 301 关税影响；但自 2020 年 7 月 14 日美国总统特朗普签署行政命令取消香港特殊关税地位后，美国要求所有香港出口至美国的商品必须标注“原产地：中国”，尽管并未立即对香港商品征收 301 关税。根据最新政策，美国现已对所有原产于中国内地和香港的商品统一加征 145% 关税。

根据香港特别行政区政府官方文件《工业贸易—香港便览》显示，2023 年港产品出口总额为 656 亿港元，其中，输往美国的本地产品出口占比为 9.3%，约为 61 亿港元；港产品出

口仅占总出口的 1.6%，而转口贸易占比高达 98.4%。因此，预计在对等关税下，香港产品将被征收约 76 亿港元的关税。港产品出口的主要项目包括首饰、金器及银器以及其他宝石或半宝石制成品(占 2023 年港产品出口总值的 28.6%)、非铁金属(15.2%)以及医疗及药用产品(10.3%)，本次关税可能对上述香港行业造成严重冲击。

未来中国政策路径

随着美方关税政策节奏调整引发广泛市场波动，中国方面的政策取向逐渐清晰。在对外部环境加速变化的预判下，国内宏观政策正表现出更高的前瞻性与节奏控制力。

从近期沟通与政策信号来看，当前不急于出台“大水漫灌”式总量刺激措施，而是更强调“以我为主、节奏可控”的中期博弈策略，为后续谈判和政策协调积累更多主动权。

我们预计，在接下来的关键观察期内，中国宏观政策将围绕以下六个方向展开部署：

1. 扶持出口、稳岗纾困：稳链条是重心

- 面对海外订单波动与局部转口通道受限，政策层预计将进一步加大对出口型企业的纾困支持。
- 政策预计将围绕贴息贷款、社保缓缴、出口信用担保优化等手段，缓解部分劳动密集型行业短期经营压力，同时推动贸易数字化、品牌化、分销本地化等中长期结构优化措施。
- 稳住外贸链条，不仅有助于稳定就业，也有助于减缓人民币贬值预期对市场情绪的冲击。

2. 外交统战与区域合作提速：强化多边缓冲带

- 近期中方密集推进多边外联工作，强化与东南亚及欧亚市场的合作布局。据权威媒体报道，未来一段时间预计将有高层出访越南、马来西亚、柬埔寨等国，涵盖经贸合作、产业互补、投资通道等多个层面。
- 此外，有消息称来自欧洲的主要国家代表团也计划近期访华，反映出中欧关系在新格局下仍具协同意愿。
- 整体来看，中国预计将通过提升 RCEP 内联动能、稳固“一带一路”广度、扩大非美元区经贸活动等方式，缓解可能的外部“围堵”态势，并为国内出口稳定提供多边空间。

3. 稳定汇率与资产价格：稳预期但不匆忙出招

- 在当前人民币汇率临近关键支撑区间、股市情绪易受扰动的背景下，政策层预计将持续保持“稳字当头”的管理思路。
- 汇率方面，预计将使用中间价调节、外汇逆周期因子、窗口指导、适当收紧离岸人民币流动性等方式，引导预期平稳运行；股市方面，若市场波动扩大，亦预计将通过国有金融平台增持及国企回购等措施稳定二级市场。
- 目前“平准基金”“楼市稳定基金”等更具标志性措施仍具备较高门槛，但筹备进度可能会提速。

4. 储备工具加快落地：扩内需与稳流动性并举

- 在稳增长与防风险并重的政策框架下，预计将适时启用前期储备政策工具，保持流动性适度充裕。

- 货币端预计将优先落地定向降准，支持实体经济融资；降息则仍需结合汇率环境和外部利差演化，短期内预计较为审慎，或需等待主要经济体货币政策转向后再择机调整。
- 财政方面，预计将通过专项债靠前发力、地方稳投资项目加速落地、消费补贴先行启动等方式带动内需恢复，强化政策传导效率。

5. 强调反内卷导向：推进产业升级与消减过剩产能

- 政策重心正从“保量”转向“提质”，内卷化与过剩产能问题预计将成为新阶段优化方向。
- 预计将通过行业指引、能耗标准分级、差异化融资导向等方式，引导过剩或低效产能有序退出，推动头部企业进行兼并重组。
- 此举不仅有助于缓解国内资源错配问题，也预计将降低对外“价格战”型贸易摩擦的敏感度，为未来产业对接和国际合作营造更良性基础。

6. 外部金融工具释放信号：增强博弈筹码

- 在对外部摩擦节奏加强的背景下，适度使用金融工具作为政策信号预计将成为策略储备之一。
- 未来政策层或考虑通过调整美元资产结构和久期配置，提升多元储备资产占比（如黄金、能源类资产等），以释放战略意图，增强政策协调能力。
- 与此同时，预计还将进一步加强与在华外资、跨国企业的沟通机制，持续改善营商环境，争取更广泛的多边协同空间，也为中长期谈判积累更多稳定性资源。

结语：

本轮中美博弈周期中，中国在政策端的“稳节奏”策略本质上是强化国内可控性、提升国际协调空间。

- 对于市场而言，未来 90 天预计将是观察政策落地节奏、外部缓冲空间与外交博弈信号的关键窗口期。
- 值得强调的是，尽管当前中美摩擦情绪升温，但在全球经济治理与风险管理框架下，双方未来 90 天内仍不排除营造沟通条件、寻求阶段性协调的可能性。政策层也预计将继续在坚守立场的同时，为潜在对话创造条件，争取更多主动空间。

美联储政策路径

不确定性高企，谨慎成为主基调。2025 年，美联储在面对复杂的宏观背景下，展现出极高的政策谨慎性。核心挑战来自三方面：一是通胀虽自高位回落，但在服务业与成本端压力带动下依然顽固；二是美国 GDP 增速预期下调，经济增长动能趋弱；三是特朗普政府意外推进的大规模关税政策增加外部风险。

（一）三月联储表示节奏放缓，步步为营

1. **利率政策维持不变** 2025 年 3 月 FOMC 会议维持联邦基金利率区间在 4.25%-4.5%，为降息周期启动以来连续第二次“按兵不动”。点阵图显示，全年或仅降息两次，幅度各 25 个基点，较市场预期的四次降息更为保守。
2. **缩表节奏大幅放缓** 自 4 月起，国债每月赎回上限从 250 亿美元降至 50 亿美元，几乎接近技术性暂停。此举旨在降低金融系统的流动性压力，稳定市场预期。

3. **政策措辞明显调整** 会议声明删除“风险平衡”措辞，改为突出“不确定性上升”。这一语言变化反映出美联储对未来经济与政策路径缺乏明确判断，政策沟通趋于审慎。

(二) 经济展望：通胀压力上行，增长前景趋弱

1. **通胀预期上调**：2025 年 PCE 通胀由 2.5%上调至 2.7%，核心 PCE 从 2.5%上调至 2.8%。
2. **经济增速下调**：GDP 预期由 2.1%降至 1.7%。
3. **短期通胀或阶段性抬头**：二、三季度叠加基数效应与制造业成本传导，硬数据层面的通胀可能再现上行压力，进一步压缩降息空间。

(三) 现实逻辑：降息空间受限，政策难以激进

1. **鲍威尔表态强化谨慎立场**：2025 年 4 月 4 日，鲍威尔在讲话中强调近期关税可能推高未来几个季度通胀，并指出尽管通胀已低于 2022 年高点，但进展明显放缓，截至 2 月 PCE 同比涨 2.5%，核心 PCE 涨 2.8%。
2. **卡什卡利警示政策难度提升**：明尼阿波利斯联储主席卡什卡利公开表示，特朗普的大规模关税计划或致通胀上升和就业收缩，其倾向于维持当前利率不变，以观察政策滞后效应。
3. **金融市场未显崩溃迹象**：近期暂停对等关税，避免了市场系统性风险扩散，美股反弹，美债震荡幅度收窄，意味着美联储缺乏立即宽松的必要性。

(四) 未来判断：市场预期仍显乐观，降息路径偏谨慎我们认为：

- 市场预期的“四次降息”难以兑现，最多可能实现“两至三次”。
- 由于通胀阶段性反弹风险上升，6 月前降息的可能性在降低。
- 滞胀与衰退风险并存，美联储需小心权衡，避免政策失误。

美债市场动荡或是下一个金融市场薄弱点

自 3 月底以来，美国国债市场经历了一轮罕见的剧烈波动。这场波动始于技术层面的市场异动，却在短短两周内演化为一次全球金融市场对美国信用锚定地位、财政可持续性以及避险资产体系的系统性重估。拍卖、政策信号与美元市场异动进一步推动了这场冲击的深化与外溢，并在后续几天形成了三市共振、结构错位的罕见局面。

(1) 美债的突然“暴雷”

2025 年 4 月的第一周，美债市场表面看起来风平浪静。但自 4 月 5 日（上周五）起，伴随着中国宣布对美关税反制的消息，市场开始出现异动，至 4 月 8 日，收益率飙升全面爆发：

- 30 年期美债收益率暴涨 23 个基点；
- 10 年期收益率上涨近 20 个基点；
- 短端则相对平稳。

这波“收益率飙升”并非出自基本面数据的变化，也不是由美联储政策引导，而是典型的市场结构性踩踏。

(2) 基差交易踩踏：引发抛售的导火索

市场普遍将这轮抛售的起点归因于对冲基金主导的“基差交易”被迫平仓。基差交易，指的是基金利用国债现货与期货之间的价差进行套利，通过杠杆放大收益。然而在市场波动上升时，模型中的价差结构被打破：

- MOVE 指数（美债波动率指标）4 月 8 日突破 125，此后继续刷新年内高点；
- 回购市场利率上升，融资成本提高；
- 高杠杆交易触发风控阈值，触发自动平仓。

基金不得不大举抛售现货国债，买回期货对冲头寸，进而导致长债收益率剧烈上升。

(3) 市场结构性踩踏：为何集中在长端？

收益率暴涨集中在 10 年期以上的中长期国债，特别是 30 年期，是因为：

1. **久期敏感性更强**：长债对利率变化反应更剧烈；
2. **基差交易集中持仓品种**：对冲基金套利交易更偏好长债；
3. **对宏观预期更敏感**：长债体现了对财政赤字、地缘政治和通胀的长期信心。

这场踩踏类似 2020 年 3 月的剧烈波动，是由“持久失衡+临界点触发”共同作用的结果。

(4) 期限溢价飙升：收益率上行的真正驱动因子

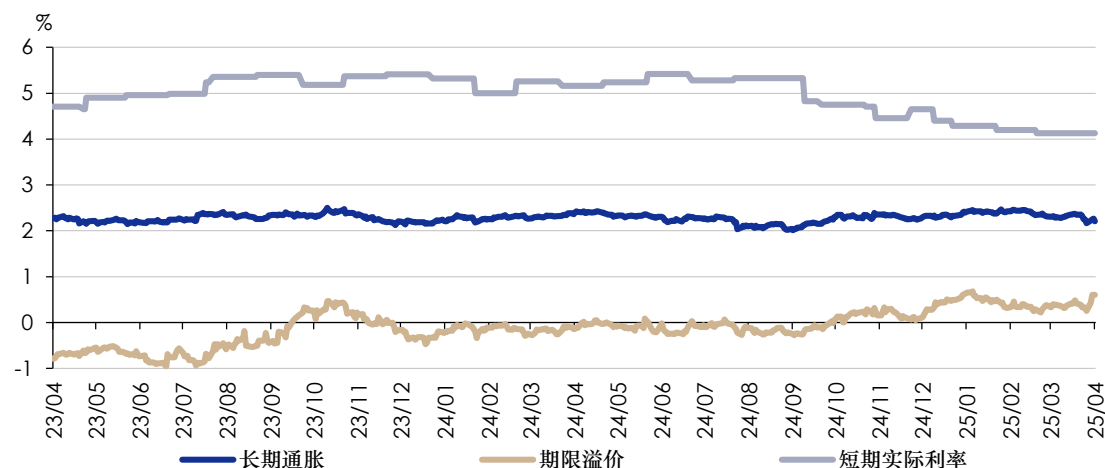
我们此前发布的[报告](#)中，将美债收益率分成三因素，将美国长债收益率划分为三因素并进行了定量测算：

- 通胀预期部分反映市场对未来通胀水平的预期，受到美联储货币政策、财政赤字、全球供应链状况 经济增长信心等因素影响。
- 期限溢价则是投资者因持有长期债券所要求的额外回报，受到市场风险偏好、债券供需、海外投资者 需求以及美联储资产负债表政策的影响。
- 短期实际利率主要受美联储政策利率、市场流动性状况及经济增长预期的影响

根据市场分析，本次供需和交易驱动的收益率变化属于期限溢价，也确实反应在模型中：根据纽约联储 ACM 模型拆分，2025 年 4 月 8 日前后，10 年期美债的期限溢价大幅跃升，是收益率大幅上行的主因。

- 市场并未改变短期利率预期；
- 期限溢价作为反映不确定性和久期风险的指标，被迅速重新定价；
- 投资者要求更多补偿以承担长期不确定性。

图 11：三因素拆分可以看出近期期限溢价是十年期美债上行的推手



资料来源：Wind，建银国际证券

这说明，市场真正担忧的并非通胀或加息，而是“我还敢相信美国长期信用吗？”

(5) 财政部发债结构变化与市场吸收能力

当前美国财政部虽处于债务上限框架下，2023 年签署的《财政责任法案》已暂停债限至 2025 年 1 月，但由于大部分发行操作属于“债务再融资”性质，是法律许可的范围内，而且第二季度再融资压力大，使得财政部继续大规模发债。

- 本周（4 月 9-11 日）十年期美债拍卖结果“表面好”：投标倍数 2.67，但中标利率偏高，说明买方虽积极，但报价保守。
- 这意味着市场资金虽未缺席，但仍需更高收益作为久期补偿。财政部 TGA 余额高，也促使其将发债结构从短债向长债倾斜，加剧了市场吸收压力。
- 4 月中旬，特朗普宣布将对除中国以外的大部分国家的关税推迟 90 天实施，此举短暂缓解了市场对全球贸易紧张局势的担忧。

配合 10 年期国债拍卖“勉强顺利”的结果，市场情绪短线得到修复，10 年期美债收益率回落至 4.5% 附近。但这更像是技术性喘息，而非信心重建。

(6) 美元资产结构性风险的重新定价

自 4 月 10 日前后，美元指数跌破 100，美债、美股与美元三市齐跌，打破传统风险对冲路径。全球资本开始质疑美元与美债的避险锚属性。暴露出全球资金体系的几个脆弱点：

- 美债并非无风险：当其被用作政治工具，或供应失控时，其“避风港”角色就会受质疑；
- 美元兑一揽子货币承压走弱，其中美元兑日元和瑞郎大跌，说明市场逃离美元资产，寻找其他避风港的需求旺盛。
- 投资者对财政部未来发债路径、通胀控制能力以及美元储备地位的信任，正在逐步松动。

表面上看，本轮美债波动可能源于量化交易踩踏，实则是对美国财政能力、全球信用地位以及避险信仰体系的集体再定价。核心逻辑已从“加息周期尾声”转向“美元与美债是否仍值得全球托付”。未来的关键在于：美国能否提供稳定可信的财政路径？市场是否还能将美债视作无条件的流动性锚与避险资产？全球资本是否能在制度和信任层面继续选择以美国和美元资产为中心。这一轮震荡或许只是开始，美债的“锚地位”是否稳固，将成为决定下一个全球金融周期的核心变量。

评级定义：

优于大市 — 于未来 12 个月预期回报为高于 10%

中性 — 于未来 12 个月预期回报在-10%至 10%之间

弱于大市 — 于未来 12 个月预期回报低于-10%

分析师证明：

本文作者谨此声明：(i) 本文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，目前或将来会直接或间接与本文发表的特定建议或观点有关；及 (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。本文作者进一步确定 (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）没有在本文发行日期之前的 30 个历日内曾买卖或交易过本文所提述的股票，或在本文发布后 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文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。

免责声明：

本文由建银国际证券有限公司编写。建银国际证券有限公司为建银国际（控股）有限公司（「建银国际控股」）和中国建设银行股份有限公司（「建行」）全资附属公司。本文内容之信息相信从可靠之来源所得，但建银国际证券有限公司，其关联公司及／或附属公司（统称「建银国际证券」）不对任何人士或任何用途就本文信息的完整性或准确性或适切性作出任何形式担保、陈述及保证（不论明示或默示）。当中的意见及预测为我们于本文日的判断，并可更改，而无需事前通知。建银国际会酌情更新其研究报告，但可能会受到不同监管的阻碍。除个别行业报告为定期出版，大多数报告均根据分析师的判断视情况不定期出版。预测、预期及估值在本质上是推理性的，且可能以一系列偶发事件为基础。读者不应将本文中的任何预测、预期及估值视作为建银国际证券或以其名义作出的陈述或担保，或认为该等预测、预期或估值，或基本假设将实现。投资涉及风险，过去的表现并不反映未来业绩。本文的信息并非旨在对任何有意投资者构成或被视为法律、财务、会计、商业、投资、税务或任何专业意见，因此不应因而作为依据。本文仅作参考资讯用途，在任何司法管辖权下的地方均不应被视为购买或销售任何产品、投资、证券、交易策略或任何类别的金融工具的要约或招揽。建银国际不对收件人就本报告中涉及的证券的可用性（或相关投资）做任何陈述。本文中提及的证券并非适合在所有司法管辖权下的地方或对某些类别的投资者进行销售。建银国际证券及其它任何人士对使用本文或其内容或任何与此相关产生的任何其它情况所引发的任何损害或损失（不论直接的、间接的、偶然的、示范性的、补偿性的、惩罚性的、特殊的或相应发生的）概不负上任何形式的责任。本文所提及的证券、金融工具或策略并不一定适合所有投资者。本文作出的意见及建议并没有考虑有意投资者的财政情况、投资目标或特殊需要，亦非拟向有意投资者作出特定证券、金融工具及策略的建议。本文的收件人应仅将本文作为其做出投资决定时的其中一个考虑因素，并应自行对本文所提及的公司之业务、财务状况及前景作出独立的调查。读者应审慎注意 (i) 本文所提及的证券的价格和价值以及来自该等证券的收益可能有所波动；(ii) 过去表现不反应未来业绩；(iii) 本文中的任何分析、评级及建议为长期性质的（至少 12 个月），且与有关证券或公司可能出现的表现的短期评估无关联。在任何情况下，未来实际业绩可能与本文所作的任何前瞻性声明存在重大分歧；(iv) 未来回报不受保证，且本金可能受到损失；以及 (v) 汇率波动可能对本文提及的证券或相关工具的价值、价格或收益产生不利影响。应注意的是，本文仅覆盖此处特定的证券或公司，且不会延伸至此外的衍生工具，该等衍生工具的价值可能受到诸多因素的影响，且可能与相关证券的价值无关。该等工具的交易存在风险，并不适合所有投资者。尽管建银国际证券已采取合理的谨慎措施确保本文内容提及的事实属实正确，而前瞻性声明、意见及预期均基于公正合理的假设上，建银国际证券不能对该等事实及假设作独立的复核，且建银国际证券概不对其准确性、完整性或正确性负责，亦不作任何陈述或保证（不论明示或默示）。除非特别声明，本文提及的证券价格均为当地市场收盘价及仅供参考而已。没有情况表明任何交易可以或可能依照上述价格进行，且任何价格并不须反映建银国际证券的内部账簿及记录或理论性模型基础的估值，且可能基于某些假设。不同假设可能导致显著不同的结果。任何此处归于第三方的声明均代表了建银国际对由该第三方公开或通过认购服务提供的数据、信息以及／或意见的阐释，且此用途及阐释未被第三方审阅或核准。除获得所涉及到的第三方书面同意外，禁止以任何形式复制及分发该等第三方的资料内容。收件人须对本文所载之信息的相关性、准确性及足够性作其各自的判断，并在认为有需要或适当时就此作出独立调查。收件人如对本文内容有任何疑问，应征求独立法律、财务、会计、商业、投资和／或税务意见并在做出投资决定前使其信纳有关投资符合自己的投资目标和投资界限。

使用超链接至本文提及的其它网站或资源（如有）的风险由使用者自负。这些链接仅以方便和提供信息为目的，且该等网站内容或资源不构成本文的一部分。该等网站提供的内容、精确性、意见以及其它链接未经过建银国际证券的调查、核实、监测或核准。建银国际证券明确拒绝为该等网站出现的信息承担任何责任，且不对其完整性、准确性、适当性、可用性及安全性作任何担保、陈述及保证（不论明示或默示）。在进行任何线上或线下访问或与这些第三方进行交易前，用户须对该等网站全权负责查询、调查和作风险评估。使用者对自身通过或在该等网站上进行的活动自负风险。建银国际证券对使用者可能转发或被要求通过该等网站向第三方提供的任何信息的安全性不做担保。使用者已被认为不可不撤销地放弃就访问或在该等网站上进行互动所造成的损失向建银国际证券索赔。

与在不同时间或在不同市场环境下覆盖的其它证券相比，建银国际根据要求可能向个别客户提供专注于特定证券前景的专门的研究产品或服务。虽然在此情况下表达的观点可能不总是与分析师出版的研究报告中的长期观点一致，但建银国际证券有防止选择性披露的程序，并在观点改变时向相关读者更新。建银国际证券亦有辨别和管理与研究业务及服务有关联的潜在利益冲突的程序，亦有中国墙的程序确保任何机密及/或价格敏感信息可被恰当处理。建银国际证券将尽力遵守这方面的相关法律和法规。但是，收件者亦应注意中国建设银行、建银国际证券及其附属机构以及/或其高级职员、董事及雇员可能会与本文所提及的证券发行人进行业务往来，包括投行业务或直接投资业务，或不时自行及/或代表其客户持有该等证券（或在任何相关的投资中）的权益（和/或迟后增加或处置）。因此，投资者应注意建银国际证券可能存在影响本文客观性的利益冲突，而建银国际证券将不会因此而负上任何责任。此外，本文所载信息可能与建银国际证券关联人士，或中国建设银行的其它成员，或建银国际控股集团公司发表的意见不同或相反。本文中所提及的产品、投资、证券、金融工具或行业板块，仅为建银国际的机构和专业客户所提供，本文不应提供给零售客户。

如任何司法管辖权区的法例或条例禁止或限制建银国际证券向您提供本文，您并非本文的目标发送对象。在阅读本文前，您应确认建银国际证券根据有关法例和条例可向您提供有关投资的研究资料，且您被允许并有资格接收和阅读本文。尤其本文只可分发给依据美国证券法许可建银国际证券分发的指定美国人士，但不能以其它方式直接或间接分发或传送至美国或任何其他美国人士。任何本文接收者中的美国人士（根据美国《交易法》或 1986 年《美国国内税收法（修订）》的定义），如希望根据此处提供的信息进行任何证券买卖或相关金融工具的交易，则此类交易仅限转交与，且仅应通过建银国际海外（美国）公司进行。除非根据适用法律，本文同样不能直接或间接分发或传送至日本和加拿大，及中国境内的公众人士（就本文而言，不包括香港、澳门及台湾）。严禁以任何方式擅自将本研究报告的全部或任何部分再复制或分发给任何人士，建银国际证券对第三方再分发本研究报告的行为概不承担任何责任。若本文已经通过电子途径，如电子邮件分发，则该途径并非保证安全或无误，因为信息可能被拦截、损坏、丢失、破坏、迟达或不完整，或包含病毒。因此，建银国际证券对电子传送对本文可能产生的任何错误，或内容遗漏不负责任。本文中所载的披露由建银国际证券编制，应按香港法律管辖及解释。

在新加坡的分发：本文中的信息/研究由建银国际（新加坡）有限公司（建银国际新加坡）（公司注册号 201531408W）的外国分支机构建银国际证券有限公司（“建银国际证券”）提供。建银国际新加坡持有新加坡金融管理局颁发的资本市场服务牌照，可用于基金管理、资本市场产品交易（特别是证券和集体投资计划）并提供托管服务，并且是新加坡 Financial Advisers Act 规定的通过发布或颁发研究分析或研究报告的豁免财务顾问。建银国际证券可以根据新加坡 Financial Advisers Regulations 第 32C 条之与建银国际新加坡的安排分发信息/研究报告。建银国际证券在香港获得了提供此类信息/研究报告的许可。新加坡接收者应通过 + 65-68071880 与建银国际新加坡联系，解决分发此信息引起的或与之相关的事宜。

©建银国际证券有限公司 2025。本文所使用的标志、标识和徽章及公司名称「建银国际证券有限公司」均属于中国建设银行、建银国际控股和/或建银国际证券的注册及非注册商标。版权所有，违者必究。除非另有说明，本文中的所有材料的版权为建银国际证券所有。未经建银国际证券的书面同意，本文或本文中的任何部分不得复制、出售或再次派发。

以上声明以英文版本为准。

建银国际证券有限公司
香港中环干诺道中 3 号中国建设银行大厦 12 楼
电话: (852) 3911 8000 / 传真: (852) 2537 0097