

交銀金融

2025年2月號 第200期

環球金融市場部研究組

跟蹤有關特朗普新任期貿易政策的變化： 全球宏觀影響及市場走勢預測

摘要

- 特朗普上任迄今的關稅政策主要分為三大方面，一是對特定國家、地區及產品加徵關稅；二是開展全面貿易審查；三是提出所謂「對等貿易及關稅計劃」。
- 2024年美國商品貿易逆差超過萬億美元，其中主要的逆差來源地為中國、歐盟、墨西哥、越南等。
- 特朗普上個任期簽署的多邊或雙邊貿易協定包括《美墨加協定》、中美一階段經貿協定，預計其實際履行情況及對美影響會成為本輪貿易談判的重要考慮因素。
- 控制生活成本上漲、阻止非法移民及毒品流入是本輪共和黨選民的重大關切，故會對特朗普實施關稅政策力度形成制約。
- 從本輪特朗普關稅政策前景來看，4月是個關鍵的時間節點，需重點關注美國貿易代表辦公室、商務部及財政部調查的相關結論及其後續舉措。

一、美國特朗普新政府的貿易政策大事記

（一）特朗普政府上任以來美國出台的貿易舉措

- 1、特定國家及產品加徵關稅（對華關稅自2月4日起生效；對加、墨關稅延遲生效1個月至3月4日；鋼鐵及鋁關稅將於3月12日生效）。2月1日，白宮援引《國際緊急狀況經濟權利法案》，稱美國正遭受來自「非法移民及毒品（包括致命的芬太尼）所造成的非同尋常威脅」，並宣布進入國家緊急狀態。具體措施包括：2月3日起，對加拿大及墨西哥的進口產品加徵25%額外關稅（加拿大的能源產品加徵關稅幅度略低，為10%）；對中國進口產品加徵10%的關稅。
 - 一是毒品轉運方面，特朗普對中國在禁止芬太尼方面的力度表示不滿，但中國在聲明中強調其擁有全球最嚴格的的禁毒法之一，並指出雙方過去開展了廣泛且深入的禁毒合作，並取得顯著成效。白宮宣稱墨西哥政府與本國販毒集團之

間存在勾結、加拿大不斷強化其在芬太尼生產及國際麻醉品供應鏈中的作用。

- **二是非法移民方面**，白宮指出美國的南北邊境（墨西哥及加拿大）均出現了非法移民問題。特朗普宣稱「直至毒品（特別是芬太尼）以及非法移民停止入侵美國」，針對墨西哥及加拿大的關稅將一直生效。
- **三是加徵鋼鋁關稅方面**，特朗普在首個任期曾發起對鋼鐵及鋁製品「產能過剩」的貿易摩擦。特朗普在2月10日宣布自3月12日起對所有進口的鋼及鋁產品加徵25%關稅，當前美國分別約有25%和50%的鋼鐵及鋁產品需求由進口填補，而其鄰國加拿大及墨西哥是主要的進口來源地。

2、展開貿易調查（調查結果大部分將於4月1日提交特朗普，其餘將於4月30日提交）。

- **一是調查美國經常賬戶巨額失衡的問題**。由美國商務部、財政部及貿易代表辦公室等政府部門對美國巨額貿易赤字展開調查，審查《美墨加協定》對美國產業及工人的影響，考慮建立對外稅收局（External Revenue Service, ERS），及對部分國家的不公平貿易行為、雙邊貿易中兩國貨幣匯率的合理性展開調查行動。
- **二是針對與中國的經貿聯繫展開專門調查**。包括對中美經貿協定中中國的履約情況進行調查，特別是對涉及工業供應鏈及通過第三國繞開管制的行為；對涉及中國的永久正常貿易夥伴關係的法律提案進行審閱；對進出口管制清單部分商品進行審查。

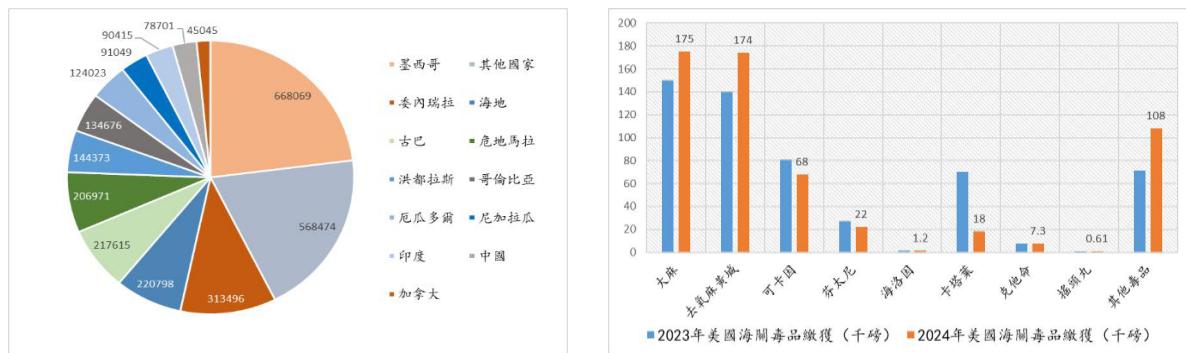
3、對等關稅及貿易計劃（2月13日公布，將於4月1日後落地）

- 特朗普在2月13日簽署總統備忘錄，提出「對等貿易及關稅計劃」，稱將對其所有外國貿易對手重新設定對等的貿易政策，不僅包括設定對等關稅，還涉及到外國對美企業不公平、歧視性稅收、非關稅貿易壁壘（例如不公平補貼及法規等）、操控匯率以獲得價格競爭力的行為。所謂「對等關稅」，即根據其他國家對美關稅稅率的水平，提高美國對他國適用的關稅稅率。
- **世界貿易組織（World Trade Organization, WTO）最新數據顯示**，美國主要貿易夥伴對最惠國適用關稅稅率普遍較美國為高。以美國的前幾大貿易逆差來源地為例，除中國對美國平均關稅為21%之外，歐盟、墨西哥、越南、日本和韓國適用於最惠國的關稅稅率分別為2.7%、3.9%、5.1%、1.9%及8.4%，大部分高於美國對最惠國的平均關稅稅率2.2%，意味著美國出口到其他國家面臨的關稅稅率基本高於其他國家出口到美國適用的關稅稅率。

- 從具體流程來看，白宮指示貿易代表辦公室、商務部及財政部完成對美國貿易赤字及與中國經濟聯繫的調查報告後（4月1日），應針對各國提出的「不公平貿易安排」對美國造成的不利影響發起調查，並將如何實現與各個貿易對手之間公平貿易的報告提交總統。於備忘錄出台180天內，總統預算辦公室應對相關舉措對美國財政的影響分析提交總統並向公眾徵詢意見。

圖1-1：墨西哥為美國非法移民流入中最大來源（2024年，墨西哥籍非法移民在當年總數中佔比達23%）

圖1-2：國際毒品流入美國數量維持高位，當中以大麻、脫氧麻黃城為主



數據來源：美國海關及邊境保護署

圖1-3：美國本土鋼鐵供需缺口較大，對鋼鐵的進口依賴度較高，2015年以來基本維持在25%左右

圖1-4：美國經常賬戶失衡問題嚴重，貿易赤字持續上行，淨外債頭寸累積至歷史高位



數據來源：美國國際貿易署，Bloomberg

（二）其他國家對美關稅政策的應對及反制性措施

1、中國：採取相對克制但具針對性的反制措施

- 一是對原產於美國的部分進口產品加徵關稅。2025年2月1日，美國宣布以芬太尼等問題為由對所有中國輸美產品加徵10%關稅。中國宣布自2月10日起，對原產於美國的部分進口產品加徵關稅，包括對煤炭、液化天然氣加徵15%關稅；對原油、農機、大排量汽車、皮卡加徵10%關稅，並對具體產品範圍作出

公告，清單涉及的金額會累計約 140 億美元（以 2024 年的數據來估算）的中國對美進口產品。此外，中國為捍衛自身合法權益，已將美國加徵關稅措施訴諸世界貿易組織爭端解決機制。

- **二是實施部分關鍵礦物出口管制。**中國宣布自 2 月 4 日起對鎢、碲、鉻、銅五類關鍵礦物實施出口管制（鎢常用於軍事用途，如製造穿甲彈；碲是用於軍事領域紅外探測的主要光敏材料；鉻可做原子能反應堆中的冷卻劑；銅應用於航天器部件；銅應用於半導體生產），以上關鍵礦物主要用於尖端武器裝備及重要工業領域，是其他礦物冶煉過程中的副產品，且主要礦物儲存量及產量均集中在中國，因此除中國外的國家製備成本較為高昂。
- **三是將部分美國企業列入不可靠實體清單。**中國商務部在 2 月 4 日宣布因美國 PVH 集團、因美納公司（Illumina, Inc.）對中企採取歧視性措施，將以上兩家美國企業納入不可靠實體清單，根據《不可靠實體清單規定》對其處以限制或禁止從事與中國有關的進出口活動，限制或禁止在中國境內投資、限制進入中國、罰款等的處罰。
- **四是對部分美國企業展開反壟斷調查。**中國市場監管總局 2 月 4 日發布公告，因谷歌公司涉嫌違反中國反壟斷法，依法對其進行立案調查。有消息稱中國還將對蘋果公司的應用商店佣金費用展開反壟斷調查。

2、墨西哥、加拿大：通過高層通話獲得美國加徵關稅的暫緩

- **一是聲稱將採取對美貿易反制。**墨西哥總理在 2 月 1 日表示將對美國採取報復措施，包括關稅及非關稅措施的 B 計劃，同時拒絕接受美國對墨西哥政府與販毒集團勾結的相關指控。加拿大政府也於 2 月 1 日宣布將開啟對美國關稅的報復性政策並公布了涉及關稅的進口產品清單，預計將對價值 300 億美元的美國進口產品徵收 25% 的關稅。
- **二是通過高層通話回應美方關切。**墨西哥總統辛鮑姆在 2 月 3 日與美國總統特朗普達成臨時協議，墨西哥同意向美邊境增派 1 萬名士兵，以阻止芬太尼和非法移民流入美國。加拿大總理杜魯多也與美國總統特朗普通電話，承諾將加強該國邊境管控，將投入 13 億美元及僱用 1 萬名前線員工阻止芬太尼流入美國。美國方面同意給與墨西哥及加拿大 1 個月時間的關稅寬限期，但兩國面臨的關稅威脅仍然未解決。

二、美國貿易政策的後續演進及宏觀影響預測

（一）美國的國際貿易結構

 2024 年，美國全年商品貿易逆差為 1.2 萬億美元，同比增長 14%。當中前五大商品

貿易逆差的來源地區分別為：中國（24.6%）、歐盟（19.6%）、墨西哥（14.3%）、越南（10.3%）及中國台灣（6.2%），合計佔比超過75%。緊隨其後的是日本、韓國及加拿大。美國對上述地區的平均關稅（除中國外）不到3%（根據世界貿易組織的數據，美國貿易加權後平均關稅稅率為2.2%），對中國平均關稅稅率目前為19%左右。

主要貿易夥伴與美國的貿易狀況：

- **歐盟**：2024年全年，歐盟是美國最大的貿易夥伴（18%），也是美國第二大貿易逆差的來源地。對美出口佔歐盟總出口比重的21%，主要以工業製成品、化學品、機械及運輸設備等產品出口為主。另一方面，歐盟主要進口美國的礦物燃料及工業製成品，歐盟對進口產品（貿易額加權）平均關稅稅率為2.7%，
- **墨西哥**：墨西哥是美國第二大貿易夥伴（16%），也是美國第三大貿易逆差來源地。截止2024年11月，對美出口佔墨西哥出口總額比例為83%，對美國的出口依賴度較高，主要是以機動車、電子設備及油氣出口為主。美國進口墨西哥商品佔美國總進口的比重在特朗普第一任期實施加徵關稅後上漲了2%至15%左右。另一方面，墨西哥主要進口美國的原油煤炭、機動車及半導體等產品，墨西哥對進口產品（貿易額加權後）關稅稅率為3.9%。
- **加拿大**：加拿大是美國第三大貿易夥伴（14%），也是美國第七大貿易逆差來源地；加拿大對美國的出口依賴度較高，2024年全年，對美出口佔加拿大出口總額的76%，基本以原油、汽車製品及金屬合金出口為主；加拿大主要進口美國的能源及汽車產品，對其貿易最惠國的平均關稅稅率為3.4%。
- **中國**：中國是美國第四大貿易夥伴（11%），也是美國最大貿易逆差來源地。對美出口佔中國出口總額的15%，主要以機電產品、汽車及零配件為主。另一方面，中國主要進口美國農產品、集成電路、機動車及原油等產品，2020年起中國對美進口產品的平均關稅稅率約為21%。
- **越南**：越南是美國八大貿易夥伴（3%），也是美國第四大貿易逆差來源地。對美出口佔越南出口總額的30.2%，主要以通訊設備、機械設備及紡織品為主，與美國從中國進口產品結構類似。越南與美國貿易上升主要得益於中國轉出口以及中國對其投資設廠。另一方面，越南對美進口產品主要為電子產品及電腦。根據世貿組織的數據顯示，截止2023年越南對最惠國的平均關稅稅率為5.1%。

圖 2-1：2024 年美國前五大商品貿易逆差來源地在貿易餘額中佔比合計超過 75%

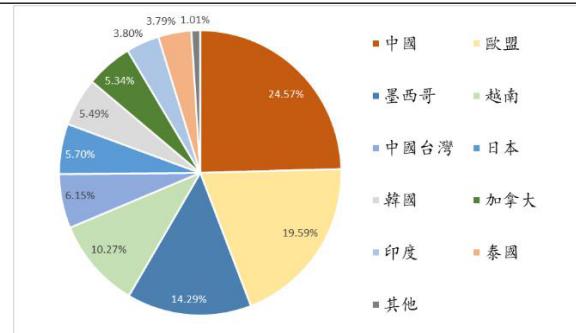
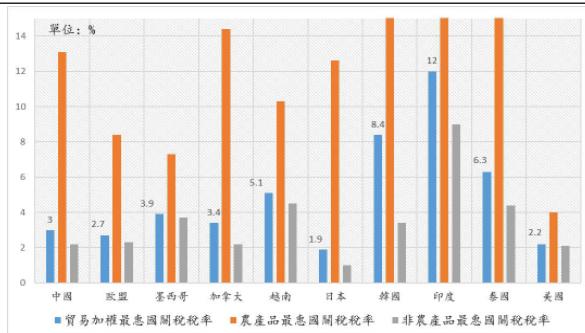


圖 2-2：美國主要貿易對手最惠國適用關稅普遍高於美國，且對本土農產品保護力度大於美國



數據來源：WTI, Bloomberg

圖 2-3：美國主要貿易對手對美出口佔本國出口總額比重基本較高，當中依賴度最高的是加拿大及墨西哥

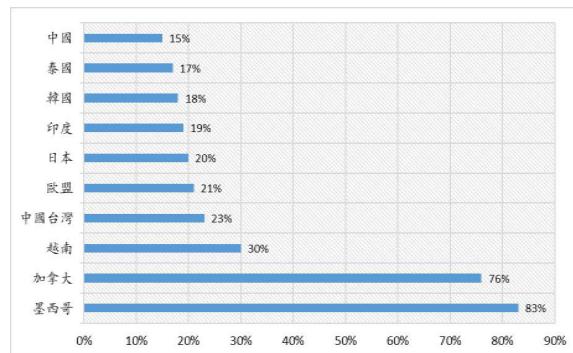
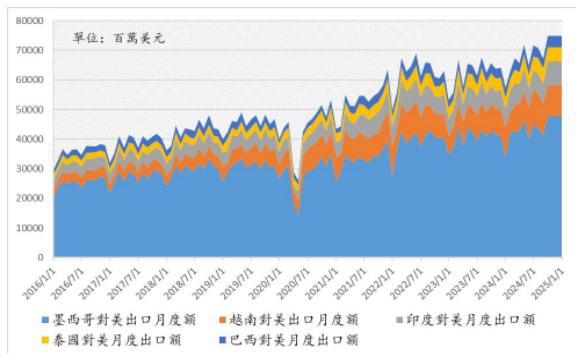


圖 2-4：墨西哥、越南等國受益於大國博弈的「旁觀者效應」，對美出口增長較快



數據來源：Bloomberg

(二) 美國於特朗普上個任期與他國簽署的雙邊或多邊經貿協定

2018年《美墨加協定》及其重審情況：

- 美國已於特朗普首個任期與墨、加頻繁產生貿易摩擦，反覆宣布加徵關稅又暫時豁免，實際是白宮對其北美盟友極限施壓的試探性策略。2018年3月1日，美國宣布對所有鋼鐵進口徵收25%的關稅、對所有鋁製品徵收10%的關稅（接近50%進口的鋼鋁製品來自其盟友，包括加拿大、歐盟及墨西哥）。但由於美墨加協定進入關鍵談判期，美國宣布對加拿大及墨西哥暫時豁免該項關稅政策至當年6月。

2019年5月，在上述關稅措施生效接近1年後，美國同意取消對加拿大及墨西哥進口鋼鐵及鋁徵收的關稅，加、墨也取消了對美的報復性關稅措施，三國在其後的10月1日非正式同意《美墨加協定》。但在2020年，特朗普再次宣布

對加拿大鋁製品徵收 10% 的關稅。

- 製造業回流、貿易逆差及邊境管控問題是美墨加三國的爭端核心，2018 年簽訂的《美墨加協定》也並未解決以上問題。為解決美墨加的貿易失衡問題，2018 年三國正式簽署《美墨加協定》，但美國的製造業職缺數目持續減少，工業生產量及製造業新訂單也在持續萎縮，美國看重的汽車產品製造與訂單量也沒有得到明顯的改善。加拿大的原油出口是美對加貿易逆差的主要來源之一；而墨西哥的低廉人力及基礎設施成本優勢令美國製造業回流受阻。此外，拜登任期的非法移民及毒品湧入令美國與加拿大、墨西哥在邊境管控方面激化矛盾。
- 美國已開始審查《美墨加協定》，屆時關稅威脅及貿易代表辦公室的調查報告出台或將成為美國施壓墨、加重審協議，並簽訂對美有利協議的重要籌碼。2017 年起北美三國開啟了關於以新的美墨加貿易協定取代《北美自由貿易協定》的談判進程，直至 2018 年 11 月 30 日三國首腦正式簽署該協定。協定強調了原產地規則及工人權益保障，令美國乳製品更容易進入加拿大市場，鼓勵北美地區的汽車生產（汽車部件若有 75% 以上在北美地區生產，則可以以零關稅出售），同時通過推動墨西哥進行勞動法改革，提升墨西哥的工資水平。

《美墨加協定》原計劃於 2026 年 7 月進行重審，但特朗普在 1 月 20 日正式就任後已指示美國貿易代表辦公室對協定的執行情況開啟公眾徵詢程序，並在 4 月 1 日完成調查報告。由於目前特朗普政府僅給予墨、加 1 個月加徵關稅的豁免期，預計到 4 月份美貿易調查報告及關稅政策或將成為美國迫使墨、加兩國修訂協議內容的籌碼。

圖 2-5：《美墨加協定》簽訂前後美國於墨西哥、加拿大貿易摩擦大事記

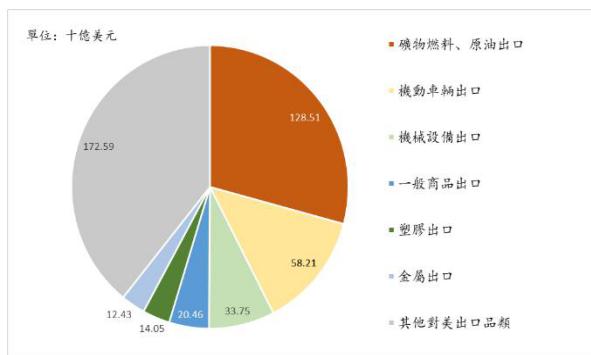
時間	事件
20日4月2017年	特朗普指示商務部發起針對鋼鐵及鋁製品的貿易調查
16日2月2018年	美國商務部發布報告，認定鋼鐵及鋁製品進口威脅美國國家安全
1日3月2018年	特朗普宣布對所有鋼鐵進口加征 25% 關稅，對所有鋁進口加征 10% 關稅（大部分來自加拿大、歐盟、墨西哥）
8日3月2018年	特朗普宣布暫緩對墨西哥及加拿大的鋼鐵及鋁進口加征關稅
1日6月2018年	加拿大、墨西哥關稅暫緩到期
1日7月2018年	加拿大對美國總計達 128 億美元的進口商品加征關稅
16日7月2018年	特朗普對加拿大、墨西哥等國對美國採取的反制手段訴諸 WTO 爭端解決機制
17日5月2019年	為促進《美墨加協定》通過，美國正式宣布取消對加拿大及墨西哥鋼鐵及鋁的關稅政策，加、墨也取消了對美報復措施
6日8月2020年	特朗普再次宣布對加拿大的初級鋁製品加征 10% 關稅
15日9月2020年	特朗普取消對加拿大鋁製品的關稅，但要求加拿大縮小鋁製品出口額

數據來源：彼得森國際經濟研究所

圖 2-6：《美墨加協定》簽署後，美國製造業增速總體下滑，而墨西哥製造業有所增長



圖 2-7：2023 年加對美淨出口約為 1,280 億美元，若排除原油出口，美國與加拿大之間基本可達成貿易平衡



數據來源：Bloomberg, Trading Economics

2020 年中美第一階段經貿協定及其後續落實情況

- 中美第一階段協議達成後，中國曾承諾擴大購買美方產品的規模。2020 年 1 月 15 日，在經歷了為期兩年的雙邊貿易摩擦後，中美達成《中華人民共和國政府和美利堅合眾國政府經濟貿易協議》（即所謂的「中美一階段協議」），其中第 6.2 條「貿易機會」中提出，在 2017 年基數上，自 2020 年 1 月 1 日至 2021 年 12 月 31 日兩年內，中國需擴大自美採購和進口製成品、農產品、能源產品和服務不少於 2,000 億美元，具體分項要求如下：

圖 2-8：中美第一階段協議簽訂後，中國承諾在 2020 至 2021 年擴大購買美國產品的規模

	2020 年	2021 年
製成品進口	不少於 329 億美元	不少於 448 億美元
農產品進口	不少於 125 億美元	不少於 195 億美元
能源產品進口	不少於 185 億美元	不少於 339 億美元
服務進口	不少於 128 億美元	不少於 251 億美元
總計	不少於 767 億美元	不少於 1233 億美元

數據來源：中國政府網

特朗普已指示美貿易代表辦公室發起對中美相關經貿協議落實情況的審查，預計直至今年 4 月 1 日，涉及到中方對美進口履約情況及中國對越南、墨西哥等地進行直接投資及轉口貿易的舉措，很可能受到美方重點關注。

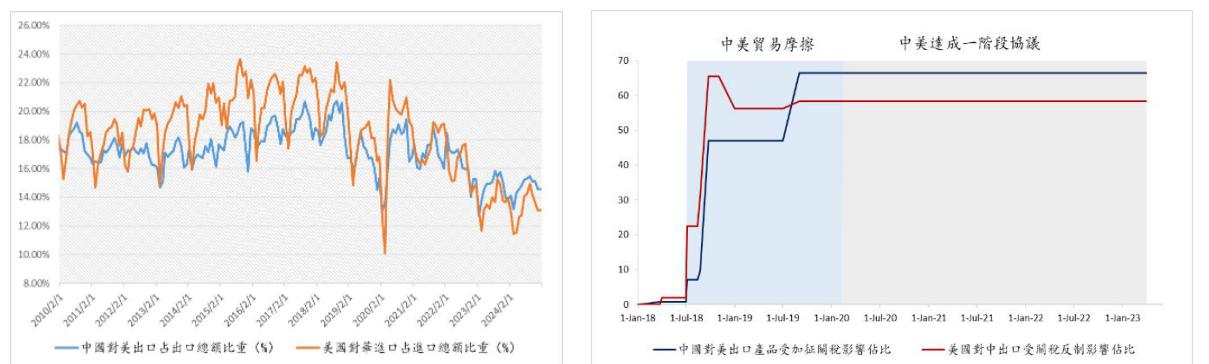
- 由於近年來中美之間的直接貿易聯繫有所減弱，而美方除加徵關稅外缺乏談判籌碼。2016 年以來，對美國出口佔中國總出口比重從 2016 年的 21% 下降至 2024 年的 17%；中國輸美產品絕對價值去年為 5,247 億美元，較 2018 年 5,385 億美元的歷史高位降低約 2.6%。彼得森國際經濟研究所數據顯示，特朗普首個任期對華加徵關稅的四輪清單共計 3,750 億美元的產品，已經覆蓋中方對美出口產

品的 66.4%，而中方反制清單上的從美方進口產品也在佔其對美出口總量的 58%。

從具體產業方面，自 2016 年起，美國在以半導體為代表的高精尖產業鏈中與中國的脫鉤在某種程度上加速了中國的獨立發展，因此，在涉及到對華貿易談判方面，美國的實際籌碼較少。從中國此次對美加徵 10% 關稅的反應來看，限制稀有礦物出口、對美國能源產品加徵關稅等方式更具有針對性，側重點是提升美國軍事工業、航天航空等高精尖領域的製造成本、打擊美國能源產品的國際需求，較僅加徵關稅更具效率及力度。

圖 2-9：2016 年以來，中美之間直接貿易聯繫持續下
行

圖 2-10：特朗普首個任期以來，兩國之間互加關稅舉措令
大部分雙邊進出口產品都受到貿易摩擦的影響



數據來源：Bloomberg, PIIE

（三）特朗普的政策思路：回應選民關切，攘外先安內

1、特朗普本輪任期的政策思路：

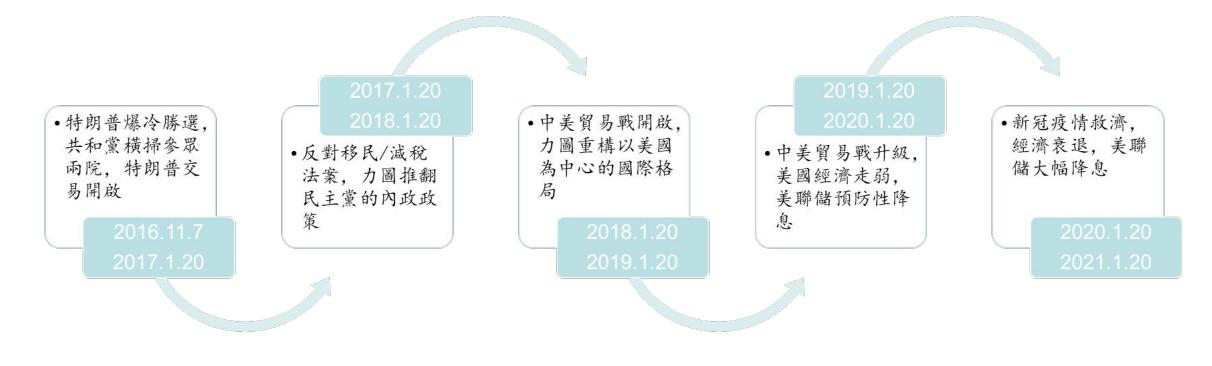
- 回顧特朗普的首個任期，其政策路徑具有明顯的先內政後外交的總體傾向。2017 年 1 月 20 日至 2018 年初，即使特朗普已經多次威脅要加徵關稅，但其主要精力仍然放在推進針對民主黨人的平價醫療保險方案、非法移民問題、稅收及環保政策等一系列改革措施，以兌現競選承諾。直至 2018 年初，特朗普才針對進口產品正式展開貿易調查、談判及加徵關稅等一系列外交政策舉動，總體來看其政策脈絡具有較為明顯的「先內政後外交」的傾向。
- 控制生活成本上漲、阻止非法移民及毒品流入是本輪共和黨選民的重大關切，或對特朗普實施關稅政策的力度形成制約。不論是共和黨 2024 年黨綱、還是特朗普在多個場合的表示，遏制通脹及非法移民是其重要的競選承諾，今年若進行大規模的加徵關稅可能造成通脹預期上升及民意反噬，因此控制物價上漲、遏制非法移民、管控芬太尼等藥品流入、推進減稅等內政議題才是共和黨人 2025 年的政策重心。美國針對墨、加的關稅重點不是貿易失衡問題，而是邊境管控問題，本質是美國內政手段的延伸；而針對所有貿易對手的所謂「對等關稅政策」也是促使

他國降低貿易壁壘的一種談判手段，因此很可能不會真正落地。

- 從本輪特朗普關稅政策的前景來看，4月是個關鍵的時間，需重點關注美國貿易代表辦公室、商務部及財政部調查的相關結論及其後續舉措。美國針對整體貿易赤字和中國經貿聯繫的調查從1月20日啟動，至4月1日形成正式報告，此外涉及到全面對等關稅的舉措也會在以上報告基礎上落地，因此相關消息預計會對國際貿易環境造成較大衝擊，需留意今年第一季度末市場波動性或會顯著加大。
- 特朗普貿易政策的實質關切：美國製造業的弱勢難以長期支持美元霸權地位。特朗普在1月20日簽署的《美國優先貿易政策(America First Trade Policy)》可視為特朗普本輪任期的綱領性貿易文件。其中提及的重點內容包括兩個：一是解決美國巨額貿易赤字問題；二是處理與中國的經貿關係。

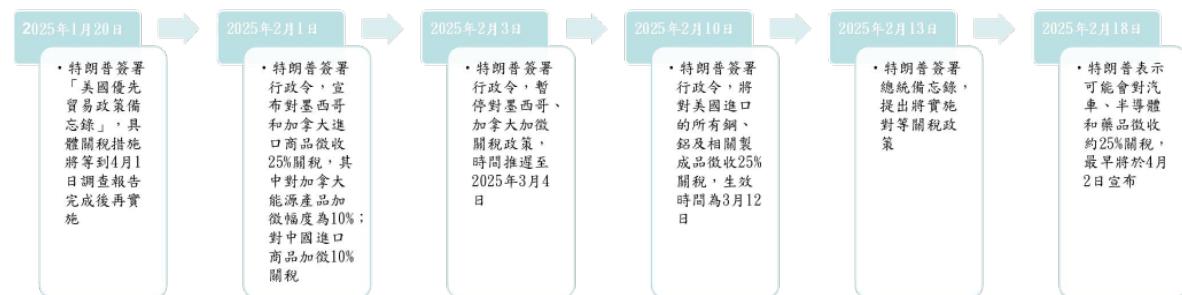
根據世界銀行的數據，美國的工業產值佔世界的比重，從21世紀初的25%下滑至近年的約15%。製造業的相對弱勢令2024年美國財政、貿易赤字分別達到1.8萬億及9,184億美元，分別按年增長8%和17%。特朗普貿易政策的本質是圍繞著美國財政、貿易雙赤字的持續性問題來尋求解決方案，因美國本土製造業的持續萎縮已經很難支持美元作為國際支付及儲備貨幣的地位，如果放任美國外債持續累積，美元霸權很有可能在未來面臨崩塌的局面。

圖 2-11：特朗普首個任期重要政策時間軸



數據來源：Bloomberg

圖 2-12：迄今已出台的特朗普貿易政策時間軸



數據來源：Bloomberg

圖 2-13：控制生活成本上漲是本輪共和黨競選的重要承諾，或將對美國貿易政策形成一定制約

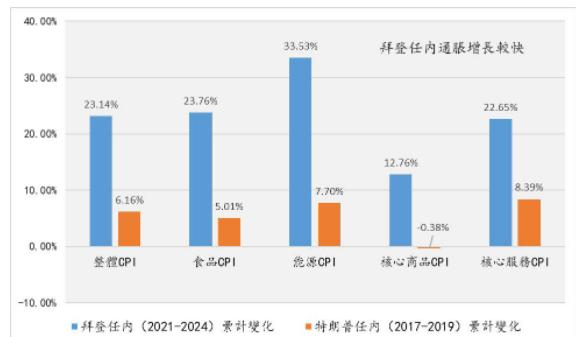
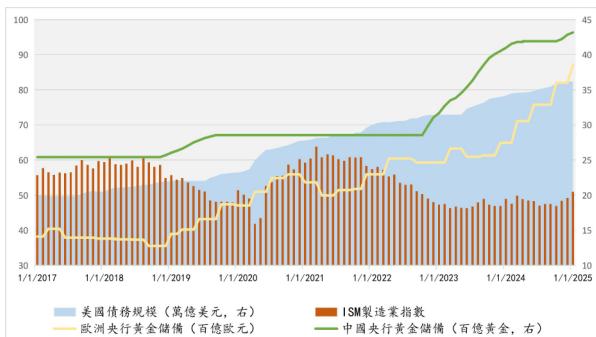


圖 2-14：美國製造業的相對弱勢令美國外債持續積累、美元地位受損，各國央行加速購金



數據來源：Bloomberg

（四）特朗普貿易政策對全球宏觀及市場走勢影響預測

1、北美地區

- **美國**：美國經濟穩健擴張，個人消費維持強勁，民間投資因美聯儲去年降息 100 個基點而有所回升；另一方面，偏強的經濟基本面難以支持通脹進一步回落，美聯儲今年降息的次數料將不多。視今年美國貿易政策的實際情況，若特朗普政府掣肘於競選承諾的遏制通脹而採取相對漸進的加徵關稅路徑，則美元今年的偏強態勢將能持續；另一方面，如全球性的對等關稅及更加激進的對華貿易壁壘在今年落地，則美國個人消費、企業投資信心都會受損，美聯儲或將獲得更大的降息空間，則美元走勢將取決於降息幅度與避險情緒的博弈。
- **加拿大**：加拿大經濟供過於求的問題主要存在於製造業和勞動力市場，前者受益於加拿大央行的大幅降息有所好轉，後者則因更加嚴格的移民政策而趨向平衡。從關稅角度來看，美對加拿大加徵關稅很大部分是源於兩國的邊境管控問題，加之《美墨加協定》是特朗普上個任期一手主導簽訂，預計美加會圍繞該協定的重審，完成利益的重新分配，因此對加拿大除能源產品外的對美出口產品加徵 25% 關稅很可能僅為談判籌碼，而不會真正落地。另一方面，鋼鐵及鋁製品、能源產品、汽車產業是美國核心利益，加拿大勢必要在這幾個方面對美做出妥協讓步，考慮到基本面下行的影響，預計加元未來還會反覆偏弱。
- **墨西哥**：美墨之間的主要分歧存在於以下幾點：一是墨對美的大額貿易順差；二是墨對邊境管控不佳導致大量非法移民湧入美國。《美墨加協議》在 2018 年簽署後，並沒有給美國帶來製造業的回流，特朗普本次對墨西哥進行的貿易談判，或將給墨西哥製造業及進出口帶來負面影響。另外，墨西哥比索貶值壓力以及

關稅問題可能令通脹回升。墨西哥目前的經濟增速較其他新興國家更為遲緩，特朗普貿易政策將打擊其內需，為墨西哥央行今年加快降息步伐提供理據，預計今年墨西哥比索的波動性或將加劇。

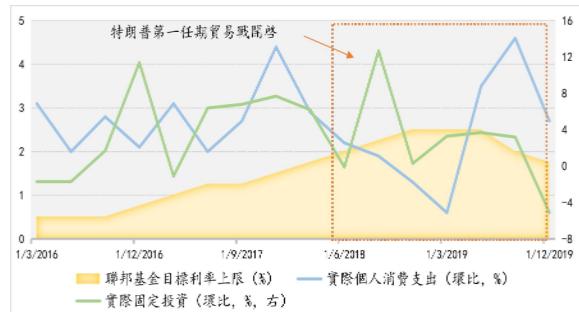
2、歐洲地區

- **歐盟**：美國對歐盟的分歧主要可能來自以下幾點：一是歐盟對美的長期大額貿易順差；二是歐盟存在的貿易壁壘問題，如關稅稅率偏高，對美科技公司監管較嚴等；三是部分威脅美國國家安全的產品，如鋼鐵及鋁製品產能過剩。自《跨大西洋貿易及投資夥伴協議》（TTIP）在2016年談判失敗後，特朗普的對等關稅政策很可能令拜登任內有所轉暖的美歐關係惡化。此外，如俄烏達成停火協議及烏克蘭接受現狀的主張，或正面衝擊美歐共同防務的盟友關係。總體來看，美、俄、歐三方拉鋸下，不穩定的地緣政治和國際貿易環境會令歐洲經濟受到較大的衝擊，或為歐洲央行加快降息的速度提供理據，預計今年歐元將反覆偏弱。

3、亞洲地區

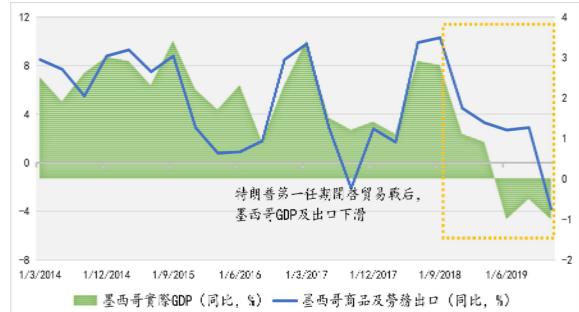
- **中國**：美國持續試圖降低其對中國的進口依賴，但美國製造業的弱勢最終令轉口貿易成為替代直接對華進口的「安慰劑」。4月起美國很大概率對華發起包括加徵關稅在內的諸多貿易摩擦措施，但中國經濟基本面的韌性較強。一是中國出口的中間品吸納價格衝擊能力較強；二是中國企業通過在印度、越南、墨西哥、巴西等新興地區投資設廠，加強了與國際市場的聯繫；三是中國政府的寬鬆政策組合對提振內需作用顯著，且中國房地產市場已經看到企穩勢頭。人民幣在中國央行穩預期的逆周期調節作用下，將整體維持兌一攬子貨幣持穩、兌美元匯率有序的雙向波動。
- **越南**：越南對美國出口的商品類別及其比例與中國對美出口商品基本一致，是中國「轉出口」貿易以及投資設廠的國家之一，特朗普本次可能針對這一問題進行關稅方面的威脅，以此來降低越南對美貿易的順差。越南的製造業佔其實際GDP的比重高達23%，若美國對其實施對等關稅政策將對越南帶來較大壓力（因越南的平均關稅稅率為5.1%，而美國的平均關稅稅率則為2.2%）。不過，越南經濟增速在新興國家較為強勁，加徵關稅可能令越南經濟增速放緩，但預計總體仍存韌性。整體來看，特朗普政策將對越南盾帶來壓力，越南盾今年料反覆偏弱。

圖 2-15：特朗普首個任期發動貿易摩擦後，美國基本面受損，為美聯儲降息打開空間



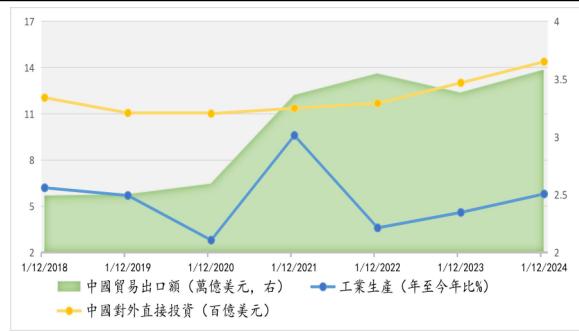
數據來源：Bloomberg

圖 2-17：墨西哥經濟增速較慢，再加上進出口占其 GDP 比重較高，美國關稅政策將對其經濟帶來較大衝擊



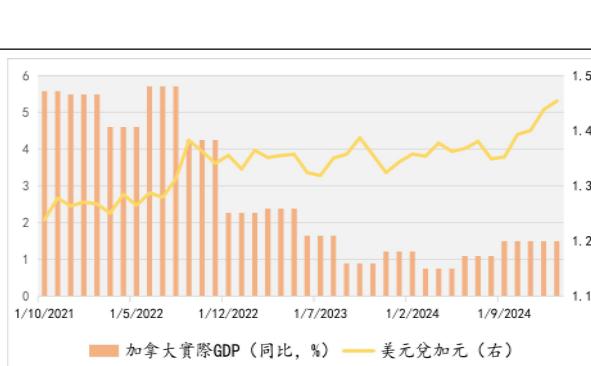
數據來源：Bloomberg

圖 2-19：2018年底以來中國對外投資設廠加「轉出口」，貿易增加，製造業及出口增速仍較為穩健



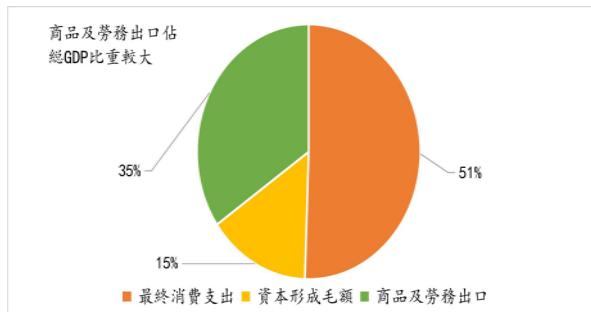
數據來源：Bloomberg

圖 2-16：加拿大經濟基本面偏弱，或給加元帶來壓力



數據來源：Bloomberg

圖 2-18：地緣政治動盪加上國際貿易摩擦較大，將對歐元區經濟帶來負面影響



數據來源：Bloomberg

圖 2-20：中國在越南投資設廠量增加，越南製造業加速增長，越南在近年躍升為美國第四大貿易逆差國



數據來源：Bloomberg

【 免責聲明 】

本檔所提供的數據乃從相信屬可靠之來源搜集。交通銀行股份有限公司對該等數據、意見或推測的公正性、準確性、完整性或正確性並無作任何明示或默示的擔保、申述、保證或承諾，亦不會就使用或依賴本檔所載之任何數據、意見或推測承擔責任或法律責任。在本檔表達的預測及意見只作為一般的市場評論，並不構成投資建議或保證回報。投資者須對本文件所載數據、意見及推測的相關性、準確性及充足性自行作出評估，並就此評估進行認為有需要或合適的獨立調查。所有此等數據、意見及推測均可予以修改而毋須事前通知。

本文件所提及、評論或推薦（視情況而定）之投資項目未必適合所有投資者，且並未考慮各收件人的特定投資目標或經驗、財政狀況或其他需要。因此，本檔並無就其中所述任何證券及/或投資是否切合任何個別人士的情況作出任何聲明。投資者不應只根據本檔而作出任何投資決定。投資者必須根據其各自的投資目的、財務狀況及獨特需要作出投資決定，並在有需要時諮詢其獨立專業顧問。本檔並不擬提供專業意見，因此不應賴以作為此方面之用途。非所有地區之所有人士均可享用或認購有關投資項目。就任何人士是否符合使用個別產品或服務的資格，以本行的最終決定為準。

投資涉及風險，投資者需注意投資項目之價值可升亦可跌，甚至變成毫無價值，而過往之表現亦不一定反映未來之表現。本檔只供一般參考用途，本檔（或其中任何部分）不應被用作廣告之用，亦不構成任何投資買賣（如證券及/或貨幣）之建議、招售或招攬。本文件並非，亦無意總覽本文件所述證券或投資牽涉的任何或所有風險。於作出任何投資決定前，敬請投資者細閱及瞭解有關該等證券或投資的所有銷售檔，以及其中所載的風險披露聲明及風險警告。本文件的數據並不構成銷售文件的一部份。

本檔內容未經本行授權，不能作任何編輯、複製、摘錄或以任何方式發給其他人。
本文件內容並未經香港證券及期貨事務監察委員會審閱。