

# 交銀金融

2025年5月號 第203期

環球金融市場部研究組

## 聚焦美國貿易談判進展： 國際貿易緊張局勢有所降溫，但前景仍存不確定性

### 摘要

- 英、美達成初步貿易協定框架，但在鋼鐵關稅等部分關鍵問題上仍未達成共識。
- 歐、美經貿談判進展不利，歐盟提出對美反制方案，雙邊貿易緊張局勢有所升級。
- 日、美貿易談判陷入僵局，兩國在汽車關稅上存在較大分歧。
- 中、美經貿會談取得積極進展，特朗普對華態度顯著軟化，但後續美國對華關稅政策進展還需謹慎看待。
- 受關稅政策擾動，美國經濟已初現疲態，但由於勞動力市場整體較為穩健，近期美聯儲降息可能較低。

### 一、英國與美達成初步貿易協定，預計英國經濟將受衝擊

#### (一) 英美達成初步貿易協定框架，但在部分關鍵問題仍未達成共識

- 英、美政府5月8日宣布達成初步協定，為特朗普4月以來首份貿易談判成果：白宮稱該協議將為美國出口增加數十億美元的市場准入，特別是牛肉、乙醇等農產品；而英國方面則獲得關於汽車關稅的部分減免，每年出口至美國的前10萬輛汽車可以適用10%的互惠稅率，額外進口汽車則將延續25%的關稅稅率（即對英國進口汽車實施事實上的進口配額制度，與2024年英國輸美汽車量相差不大）。而其他關稅，包括適用於所有英國輸美產品的10%關稅，則延續不變。
- 英美經貿往來相對平衡，為雙方達成有限共識提供條件：2024年對英國進口佔美國總進口的比重約為2%，且美國長期對英維持較小的商品貿易順差（少數年份為逆差），年度金額為數億至數十億美元不等，與美國的主要商品貿易逆差來源地歐洲（2,500億美元）、中國（2,700億美元）等相較而言規模較小，對美國緩和本國巨額貿易失衡用處不大，因此為英美雙方達成有限共識提供了條件。

另一方面，對美出口佔英國出口的17%，當中主要是汽車及藥品，美國仍是除歐洲

之外英國最大的貿易夥伴。作為美國在大西洋彼岸的堅實支持者，在特朗普政府鋼、鋁及汽車進口產品 25% 關稅及 10% 普遍關稅宣布後，英國政府並未採取報復舉措，而是積極尋求與美國進行磋商，唐寧街 10 號的發言人表示美國仍是「我們經濟和國家安全不可或缺的盟友」。

- + 但該協議沒有解決包括金屬進口在內的關鍵問題，顯示兩國並未就核心分歧完全達成一致。該協定顯示兩國僅圍繞汽車關稅達成了有限共識（以英國接受美國提出的 10% 關稅為代價），但對鋼鐵及鋁製品的 25% 關稅顯然還留有分歧。白宮方面稱後續將與英國就鋼鐵及鋁製品的 232 條款替代方案進行談判（預計不會降低適用關稅，而是如同汽車產品一樣採取進口配額），顯示該份協定仍然留有較多的關鍵問題並未安排妥善（英國已經向世貿組織通報了其對美國關稅的潛在反制舉措），後續尚待進一步磋商。

圖 1-1：英美之間經貿往來相對平衡，為雙方達成有限  
共識提供條件

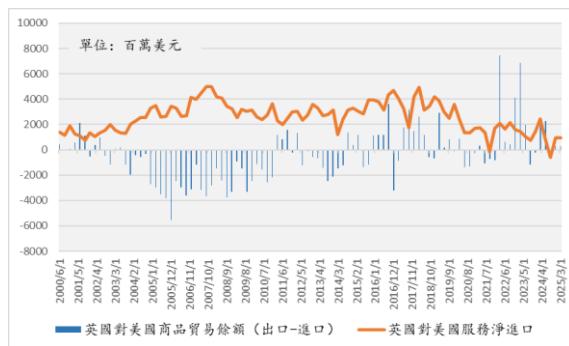


圖 1-2：英國對美出口主要是汽車及藥品，美國汽車、金屬關稅對英國經濟影響相對較大



數據來源：Bloomberg，英國商貿部

## （二）受美國關稅潛在衝擊影響，英國央行立場整體轉向鴿派

- + 英國央行 5 月議息會議以 5:4 微弱多數通過降息 25 個基點的決策，顯示不確定性上升背景下委員會內部分歧有所擴大：當中有兩位官員支持 50 個基點的更大幅度降息，而其餘兩位則希望政策利率維持不變。從數據角度來看，3 月英國整體及核心 CPI 分別按年升幅為 2.6% 及 3.4%，當中英國央行關注的服務業 CPI 同比為 4.7%，雖然已經較 2022 年的高位顯著回落，但相對其他主要經濟體來說仍然較為高企，且預計在今年還將延續反彈勢頭，部分解釋了英國央行內部仍有維持政策利率現有限制性水平的觀點存在。
- + 此外，由於英美之間經貿往來相對平衡（2024 年英國對美貿易逆差為 46 億美元），英國央行預計美國貿易政策對英國的不利影響相對較小，但這種預測是否正確尚待觀察（考慮到受到關稅衝擊的歐洲對英國經濟具有巨大的溢出效應），美國關稅對

英國總需求的潛在衝擊仍有不確定性，因此英國央行內部針對降息幅度的看法也出現了分歧。

- + **英國央行立場整體轉鴿，行長貝利稱將有序謹慎地解除貨幣政策的限制性，暗示後續還將降息：**英國央行本次支持降息1次甚至更多的官員人數較上次會議顯著增長，顯示出由於國際貿易形勢的惡化，英國央行短期政策重心已經轉向平衡通脹與增長的雙向目標。行長貝利在接受彭博採訪時指出預計政策利率路徑將是總體向下的，但他也不會預先設定具體的降息計劃，一切還需等待更多信息，傳達出中性偏鴿派的訊號。

### (三) 預計英國經濟會受到負面衝擊，英債息或延續回落勢頭

- + **英國接受了美國施加的較多不平等貿易條件，預計英國經濟將受到衝擊：**根據彭博，2024年英國對美出口商品達到680億美元規模，若按10%普遍關稅計算，則額外的關稅成本將達到近70億美元，是此前的逾3倍。除此之外，汽車及藥品分別是英國輸美的前兩大產品，分別佔比達到15%及11%，而美國商務部4月已經開始展開對藥品進口的232條款調查，還將影響規模達到66億英鎊的英國藥品出口，預計將為英國經濟帶來較大的負面衝擊。
- + **由於英國尚未對美國進行反制，美國的關稅將主要衝擊其總需求（而非物價），為英國央行降息提供理據：**英國並未對美國的高額關稅採取反制舉措，因此其輸入型物價上漲的壓力較小（考慮到英國對美進口規模也達到了730億美元左右，當中主要是能源產品），美國的貿易保護主要打擊的是英國的總需求，也為英國央行後續採取相對審慎的降息路徑提供理據。預計英國本土CPI在今年3季度反彈至3.5%的水準後將會持續回落，隨著美國關稅對全球經濟的負面影響逐步顯現，英國央行今年還將再度降息2次左右，將政策利率調低至3.75%附近水準。

圖 1-3：英國央行票委立場整體轉鴿，市場預期英國央行今年還將降息約2次，共50個基點左右

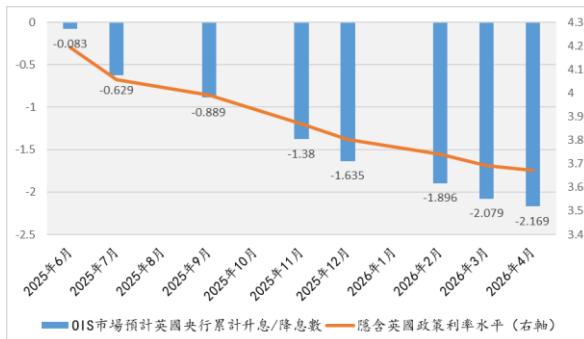
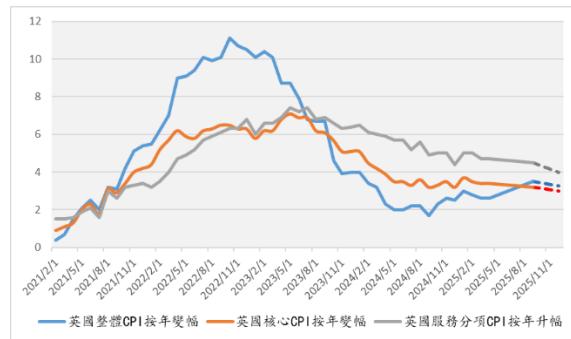


圖 1-4：預計英國經濟將受到美國關稅的負面衝擊，整體CPI將在今年三季度回升至3.5%後持續回落



數據來源：Bloomberg

## 二、歐、美經貿談判進展不利，預計歐盟終將對美妥協

### (一) 歐、美4月經貿談判進展不利，雙邊貿易緊張局勢有所升級

- ✚ 歐盟對美存在較大規模的商品貿易順差及服務貿易逆差，雙方短期內或難在關鍵經貿利益上達成完全共識。2024年歐盟對美國的商品貿易逆差及服務貿易順差分別為2,500億及756億美元，歐美商品及勞務逆差總計達到1,744億美元，在美國經常賬戶赤字中佔比達到15%，是美國最大的服務貿易順差及前三大商品貿易逆差來源地。

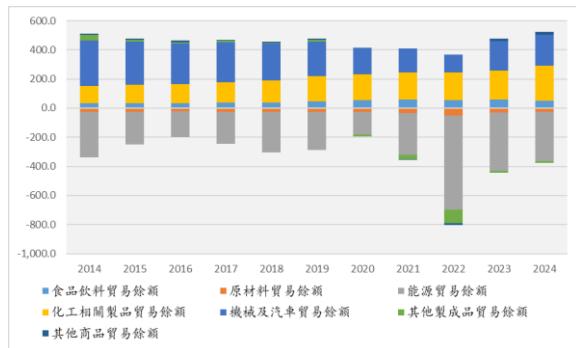
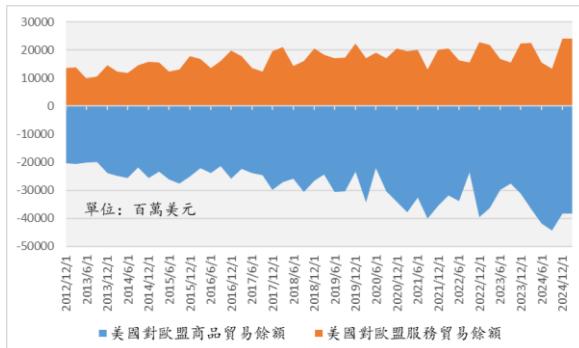
由於美國政府僅著眼於商品貿易逆差問題，目前歐洲面臨的美國關稅包括：20%的對等關稅（由於90天關稅暫緩期，目前暫時為10%），25%的汽車產品、鋼鐵及鋁製品關稅（預計將影響超過600億美元的歐盟出口）；此外，特朗普還指示美國商務部在4月開啟了對藥品進口的232條款調查，預計也將影響約1,400億美元左右的歐盟藥品出口。如針對歐盟的20%對等關稅正式落地，則歐盟對美出口商品將面臨總計近1,250億美元的額外關稅成本。

- ✚ 鑑於歐盟以製成品為主的出口結構及俄烏衝突以來攀升的能源成本，歐盟較難在美國關切的一些關鍵問題上對美讓步。在4月特朗普政府公布「對等關稅」後，歐盟選擇優先通過談判方式解決雙邊分歧，包括提出可以取消歐盟所有工業產品關稅，但美國對此興趣寥寥。
  - 美國對歐盟在汽車、鋼鐵產品等工業品對美淨出口、農產品市場准入壁壘以及徵收美國大型互聯網公司的數字服務稅等方面存在較大的不滿，但從歐洲以製成品為主的出口結構及對美大額服務貿易赤字（主要來自於美國互聯網公司的數據服務）的角度來看，這也是歐盟較難讓步的核心利益。
  - 此外，俄烏衝突後，歐洲的能源採購從俄羅斯轉向美國，令供應鏈成本顯著提升，因此美國方面宣稱的歐洲增加購買3,500億美元美國能源產品的訴求顯然也難以實現。
- ✚ 由於雙邊貿易摩擦升級，歐盟已經宣布了對美國的多項反制性舉措，預計將成為歐美後續談判的籌碼。4月9日歐盟宣布，作為對美國鋼鋁關稅的反制，將對包括美國服裝、穀物、機械設備等總計為260億歐元的進口產品加徵25%左右的關稅，後宣布對其暫緩90天生效。在歐美4月初步貿易談判未能達成有效結果之後，歐盟委員會5月8日宣布針對美國汽車關稅及「對等關稅」的準備性的反制措施，包括：
  - 對從美國價值約950億歐元（涵蓋廣泛的工業品及農產品）的進口產品進行對等反制；
  - 對歐盟向美國出口的價值44億歐元的廢鋼及化學產品進行出口管制；
  - 就美國「對等關稅」及汽車零件關稅向世貿組織提起爭端訴求。

歐盟稱將針對受影響的進出口產品清單公開征詢意見至6月10日，屆時將形成可落地的正式行動方案，以備與美國的貿易談判未能達成「令人滿意的結果」後對美進行反制，實際上是歐洲為與美國進行談判準備的籌碼。而出於對歐盟談判進展不利的不滿，特朗普5月下旬宣稱將對歐盟徵收50%的關稅。

圖 2-1：歐盟對美存在大額商品貿易順差及服務貿易逆差，雙邊在經貿問題方面分歧較大

圖 2-2：歐洲對美出口結構以製成品為主，美國汽車關稅料將嚴重打擊歐洲國際貿易



數據來源： Bloomberg

## (二) 歐盟國家普遍放鬆財政約束，歐洲央行後續降息路徑較為明確

- + 通脹的持續回落及經濟增長前景的不確定性為歐洲央行降息提供理據。今年3月歐元區整體及核心CPI按年升幅分別錄得2.2%及2.4%，主要是受到能源及服務價格持續回落的帶動。歐洲央行4月議息會議如期降息25個基點，將存款便利利率下調至2.25%。貨幣政策聲明中指出，歐元區去通脹進展良好，潛在物價增長速度將可持續地穩定在委員會2%的目標水平附近，並稱高度不確定的國際貿易緊張局勢令歐元區經濟增長前景惡化，傳達出相對鴿派的訊號，對後續還將進一步降息的前瞻性指引較為清晰。
- + 此外，歐盟額外防務開支預計將通過債務融資方式實現，也為歐洲央行轉向寬鬆創造必要性。3月以來，新任美國政府試圖以非常規方式調停俄烏衝突，其在北約共同防務義務上的收縮主義政策也讓歐盟背負了較大的防務壓力，包括德國、法國在內的歐洲國家紛紛放鬆本國財政約束，歐盟委員會提議在未來四年內放寬《穩定與增長公約》對各成員國政府債務率及預算赤字率分別不大於60%及3%的要求，以創造約6,500億歐元的財政開支空間。

由於歐洲地區經歷了新冠疫情、俄烏衝突及歐洲央行加息周期的影響，經濟內生動能相對疲弱，今年一季度歐元區GDP僅環比成長0.3%，不及預期及前值的0.4%。預計歐盟額外的防務支出主要還是依靠政府債務融資完成，這也給歐洲央行後續降息並重啟在2024年底已經暫停的到期債券本金再投資以配合財長寬鬆提供了必要性。

圖 2-3：歐盟存量政府債務存量餘額較美債為少，預計成員國財政開支仍有額外擴張空間

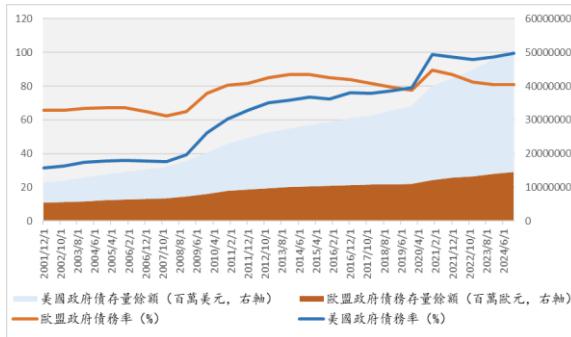
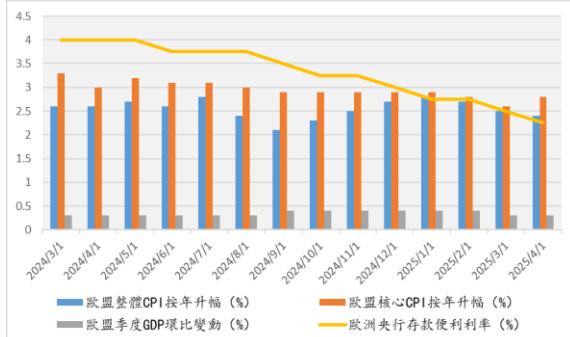


圖 2-4：通脹及增長均回落，歐洲央行後續降息路徑較為明確



數據來源： Bloomberg

### (三) 預計歐盟終將對美妥協，但政策寬鬆料將緩衝不利衝擊

- ✚ 從經濟及地緣安全方面考慮，預計歐盟勢必要對美國進行妥協。美國是歐盟最大的商品出口地，2024年歐美雙邊貿易總額達到9,613億美元，對美出口佔歐盟總出口的9%。除此之外，美國也是歐洲地區防務的主要贊助者，根據北約數據，美國國防開支總額佔比接近北約總開支的三分之二。
- 俄烏衝突以來，在西方共同價值牽引下，歐盟對美國無論是貿易依存度還是地緣安全依存度都顯著提升，即便在特朗普非常規性政策下跨大西洋盟友關係有所削弱，但在歐美長期以來的利益綁定下，預計雙邊貿易緊張不會持續太久，歐盟從對等關稅稅率，汽車、鋼鐵及藥品關稅等方面能向美國爭取的讓步空間不大。
- 若歐洲選擇與美國達成協議，參照英國與美國的協定框架，預計歐洲或將以接受美國至少10%的額外關稅及部分開放域內農產品及能源市場（2024年全年歐盟購買能源產品的總價值為3,750億歐元，當中美國能源佔比約為18%）為代價，換取美國對歐洲汽車、藥品及金屬製品出口的關稅下調（232條款替代方案，限額內的出口產品可適用較25%更低的關稅，如10%）。此外，歐盟或在美國壓力下修改其對美國大型互聯網公司的數字服務稅法規。
- ✚ 此外，歐盟成員國的利益訴求並不相同，若各國各行其是與美國進行談判，這將會削弱歐盟作為整體的談判籌碼。歐盟有27個成員國，各國的產業結構、經濟發展水平都有較大的差異。舉例來說，德國、意大利的製造業產值在國民生產中佔比較高，而法國的農林漁業佔比則高於德、意兩國，因此美國汽車及金屬關稅對德國、意大利有較大的不利影響，而美國此前威脅的加徵農產品關稅（特別是酒類）對法國衝擊大；從能源依賴的角度看，目前美國是歐洲主要的液化天然氣、原油及煤炭

進口來源，但法國作為歐盟最大的核電生產國，與工業能耗較大的德國、意大利相比，對進口煤炭及天然氣的需求較低。

由於各國在本國各種核心利益方面存在差異，歐盟完成內部協調也需要一定時間。美國目前的談判策略在尋求分化歐盟的整體作用，如特朗普此前已單獨會見意大利總理梅洛尼。如歐盟各國各行其是，則無疑將削弱歐盟作為一個經濟實體的談判籌碼。

- + 預計歐元區經濟將受到較大不利影響，但歐元區財政及貨幣雙寬鬆的托底效應又會對其形成一定緩衝。截止今年1季度，歐洲斯托克600指數企業的平均淨利率為10.4%，美國10%-20%的額外關稅將基本完全侵蝕歐企對美出口的全部利潤。從較為樂觀的形勢估測，美國對歐保持10%的額外關稅意味著歐盟要為其輸美產品付出超過600億美元的額外關稅成本。

作為外向型經濟體，歐盟出口佔GDP比重超過53%，而對美國出口佔其GDP的比重約為3.7%，美國的關稅及其溢出效應預計將令歐洲經濟受到自疫情、俄烏衝突以來的又一不利衝擊。另一方面，由於歐洲地區財政、貨幣寬鬆化的勢頭相對明確，且歐元區成員國債務問題較美國來看相對較小，預計歐元及歐洲資產在歐美經濟基本面分化的作用下將會獲得一定提振。

圖2-5：由於資源稟賦及行業政策的差異，歐洲各國能源依賴度各有不同

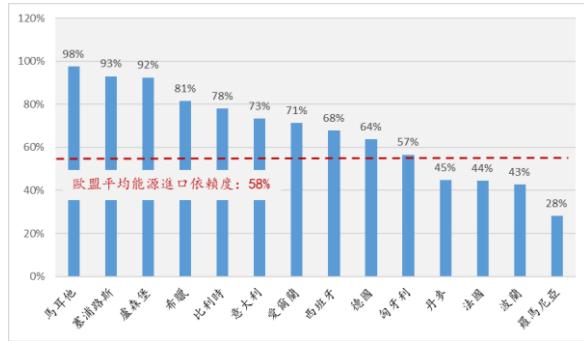
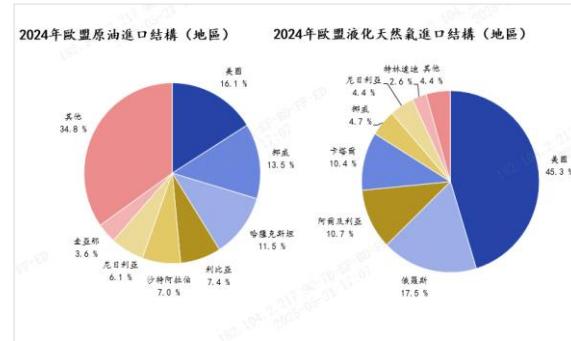


圖2-6:俄烏衝突之後，美國成為歐盟主要能源產品(原油、液化天然氣等)進口來源地



數據來源：歐洲統計局，Bloomberg

### 三、日、美談判陷僵局，預計兩國達成協議尚待時日

#### (一) 日、美兩輪談判陷僵局，汽車關稅為兩國分歧核心問題

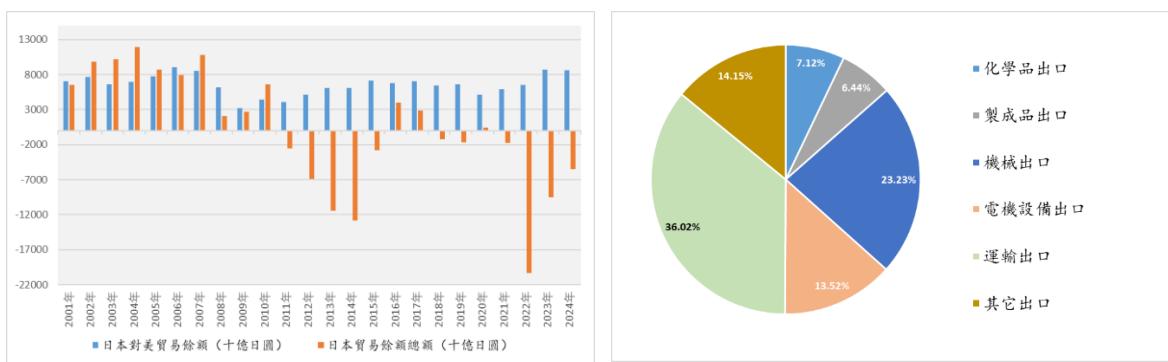
- + 日本對美長期存在較大規模貿易順差，日本輸美產品或面臨25%左右額外關稅。2024年日本對美國貿易順差達到633億美元，在美國主要貿易逆差來源國中排名居前，

當中主要是日本對美國的汽車及零部件、電子產品出口（2024年日本生產了約823萬輛機動車，有71%左右為出口或海外建廠生產）。特朗普上任以來對美國進口汽車及零部件、鋼鐵及鋁製品徵收25%關稅，及提出對日本規模約為1,500億美元的輸美產品徵收24%的「對等關稅」，令日本輸美產品面臨著近三成的額外成本。日本並未對美國採取反制措施，自4月以來，石破茂政府已經派出高級別官員與美國進行了兩輪貿易談判，但是雙邊談判陷入了僵局，並未產生實質性結果。

 汽車行業為日本經濟支柱，但同時也是美國製造業回流主張的重中之重，兩國在關稅問題上面臨嚴重分歧。日本製造業在國民生產總值中佔比超過20%，遠高於美國的11%，其中最主要的是運輸設備、機械設備及金屬製品生產，而日本出口中運輸設備佔比約為23%，其中有逾三成至美國，美國市場對日本來說極其重要。因此日本方面在貿易談判中的優先事項是爭取美國對日本豁免其在汽車及零部件、鋼鋁產品的額外關稅，以維護其國民生產的核心利益。

日本官員表示鑑於汽車產業對日本經濟的重要性，「除非取消25%汽車關稅，則日美之間的貿易協定將毫無意義」，即日本較難在這項核心利益上對美妥協。另一方面，恢復美國本土汽車製造產能同樣也是美國現任政府「製造業回流」主張的最重要關切，而2024年美國汽車進口中有超過18%左右來自日本，美國政府最多同意對日實施汽車進口配額（並施行10%關稅，如與英國的協議），不太可能完全豁免日本汽車進口的額外關稅。縱使日本宣稱可以放寬其國內對汽車安全標準的要求，及考慮進口更多美國農產品，兩國在汽車關稅方面的分歧顯然難以彌合。

圖 3-1：長期以來，日本對美國存在規模較大的商品貿易順差  
 圖 3-2：製造業為日本國民經濟的重要支柱，日本對美出口主要為汽車及機械產品為主（見下圖）



數據來源： Bloomberg

## （二）日本央行立場轉向鴿派，通脹及關稅令日本政府財政進一步擴張

 日本央行5月會議下調了對今明兩年物價及增長的預期，政策立場轉向鴿派。日本央行5月會議如期按兵不動，將政策性隔夜利率維持在0.5%的水平不變，並在最新的經濟預測中調低了對2025年、2026年CPI及GDP增速的預測數，貨幣政策紀要

中顯示日銀官員認為美國的關稅政策將給本國消費及投資帶來負面影響（外需受阻令製造業景氣下滑、資本市場暴跌令居民財富縮減），並令日圓在避險情緒支持下升值，與額外的關稅一道損害出口企業利潤，總體來看對經濟前景的預期轉向消極，釋放出不急於加息的審慎及鴿派訊號。

由於島國資源貧乏，日本通脹結構極不平衡，反應內生性物價上漲動力的教育、醫療、住房等服務價格分項增長較慢，輸入型物價壓力（特別是食品及能源）則隨日圓匯率及進口物價變化而波動較大。由於美國宏觀政策可預測性較低，當前日銀觀望情緒濃厚，目前利率互換市場預測日銀在今年加息的幅度約為 10 個基點左右，與年初 50 個基點的幅度相比顯著下調。

- **食品通脹及關稅前景令日銀加息面臨兩難，為財政寬鬆提供政策必要性。**近年來日本經濟屢屢受到必需品通脹的壓力，如 4 月日本食品、電力 CPI 分別同比增長 7.4% 及 8.7%，當中大米按年升幅達到了 92%，創下該指標 1971 年以來的最高值。雖然今年日本春季薪酬談判職工平均薪資增幅達到了 5.4%，為 34 年以來的最大漲薪幅度，但高企的必需品通脹持續蠶食居民名義收入，3 月日本居民實質現金收入同比萎縮了 2.1%，並對國內消費形成了壓制。

作為食品及能源淨進口國，日銀加息有助於本幣升值及抑制輸入型的必需品通脹，但有損日本製造業的出口競爭力及出海企業投資利潤，且有概率如去年 8 月般造成國際金融市場動盪，日本央行自去年 3 月以來推進貨幣政策正常化（即加息）的速度較慢。日本央行的按兵不動為財政政策加碼寬鬆補貼民眾生活提供了必要性。

圖 3-3：近年日本的必需品通脹蠶食了居民名義收入，令居民實際收入同比萎縮

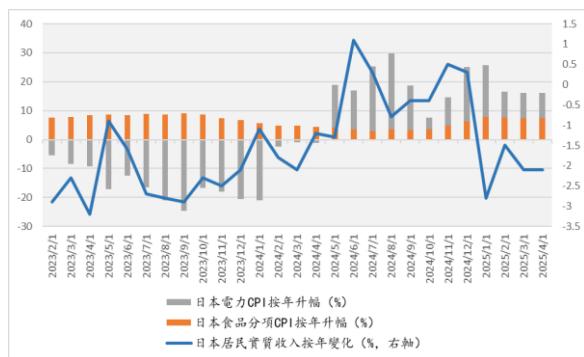
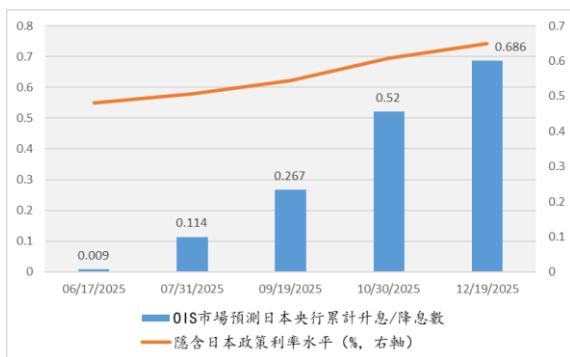


圖 3-4：日銀按兵不動，市場調低對其今年加息的押註至僅有 10 個基點左右（標準單次降息幅度為 25 基點）



數據來源： Bloomberg

### （三）預計日美達成協議仍待時日，但政策寬鬆利於緩衝內外部不利影響

- **由於日美在核心問題上存在分歧，預計兩國達成協議尚待時日。**對日本進口佔美國總進口的 4.5%，相對歐洲、中國來說規模相對較小，且主要集中在汽車、機械設備

等替代性較強的工業產品，而美國目前對日本的平均關稅稅率基本在 10%-20%之間，相對較低；且日本並沒有如歐盟、加拿大般對美國提出對等反制，因此對美國經濟的負面影響較小，特朗普政府對日本缺乏快速達成協議的動力。

從日本的角度，近年日本汽車行業深陷外部競爭加劇、數據造假醜聞等因素的壓力，產量連續低迷，石破茂政府若無法從美國爭取較優的汽車關稅，這對從低迷中緩慢恢復的汽車產業來說將又是一大重擊（日本政府 5 月中旬已經向世貿組織通報了可能的對等反制措施）。由於兩國在核心問題上存在分歧，且美國與日達成協議的緊迫性較低，預計兩國就 4 月以來的關稅達成共識還要等待其第三輪談判的進展。

► 日本經濟或將受到美國貿易政策負面衝擊，但延續寬鬆的財政及貨幣政策有利於緩和內外需的疲弱因素。

- **貨幣政策方面**，由於美國 4 月加徵關稅的幅度遠超預期，日本央行 5 月最新的經濟增長預測已經將 2025 年、2026 年的 GDP 按年升幅從 1 月預測的 1.1% 及 1.0% 下調至 0.5% 及 0.7%，CPI 按年升幅從 2.4% 及 2.0% 下調至 2.2% 與 1.7%。由於美國政策的不確定性較大，日本央行自今年開始屢屢釋放不急於加息的政策訊號，觀望情緒濃厚，截至 3 月底，剔除整體通脹影響的日本 10 年期實際利率為 -2.11%，仍然處於負值區間，意味著日本金融環境仍然極其寬鬆。
- **從財政角度**，為了緩和國內通脹及促進經濟成長，去年 11 月日本內閣已經推出規模達到 39 萬億日圓的經濟刺激方案，市場普遍預期這將給日本政府帶來更多的赤字負擔。為了應對關稅前景，日本首相石破茂 4 月下旬提出 2025 年補充預算案，其中包括對居民的汽油及電費賬單提供補貼，及對受美國關稅影響較大的汽車及鋼鐵等支柱產業提供專項援助，顯示出在通脹及關稅的壓力下日本政府財政寬鬆化的政策傾向。

圖 3-5：數據造假醜聞及外部競爭加劇，近年來日本汽車行業持續低迷

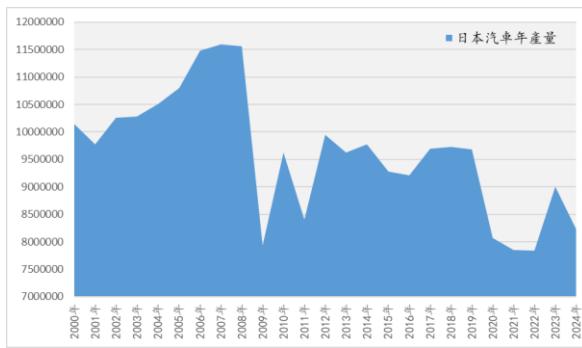


圖 3-6：實際利率持續處於負值區間，當前日本金融環境仍然非常寬鬆



數據來源： Bloomberg

#### 四、中美經貿談判取得積極進展，預計政策將加碼促進內

## 需成長

### (一) 中美日內瓦經貿會談取得積極進展，特朗普政府對華態度顯著軟化

根据《中美日內瓦經貿會談聯合聲明》，中美之間達成的初步協議主要分為三個部分：

- 中美互降 4 月以來的加稅幅度，將加徵的關稅稅率調回 34%，當中 24% 的關稅暫停 90 天生效，但保留加徵剩餘的 10% 關稅；
- 中國將暫停或取消 4 月 2 日起對美的非關稅反制，包括 7 類稀土出口管制，及將部分美國企業列入不可靠實體清單等措施；
- 中美建立常態化經貿磋商機制。

總的來說，中美本輪瑞士談判的成果積極有效，進展大超市場預期。雖然加上 2、3 月特朗普對華加徵的 20% 所謂芬太尼關稅後，中國輸美產品現時適用的關稅稅率累計達到了 50%（不計算暫緩的 24%，加上此前 20% 的「芬太尼關稅」，及特朗普上個任期對華加徵的約 20% 關稅，見下圖 4-1），但較談判前的高位（約為 125%，因特朗普豁免了部分電子產品關稅）大幅回落，美國方面的表態也一反常態，轉向積極溫和，財長貝森特稱「雖然對華關稅降低至 10% 以下不太可能，但 34% 稅率會是一個上限」。

受制於多方面壓力，特朗普政府貿易談判中對中國態度顯著軟化：

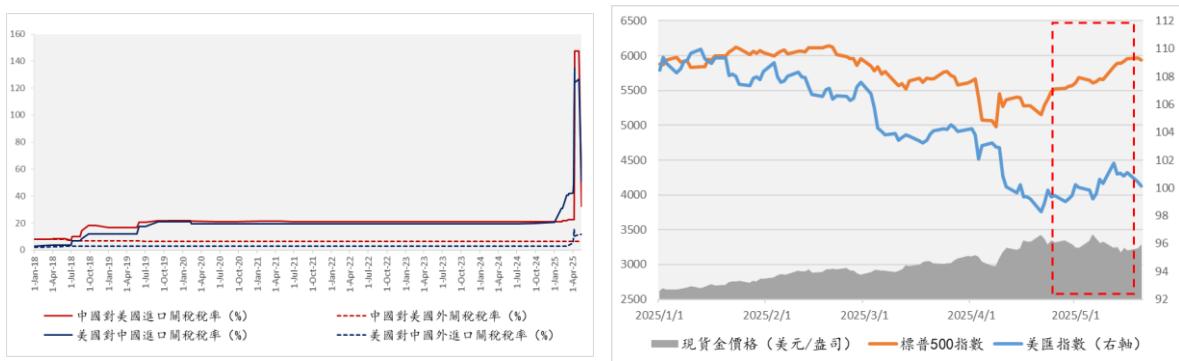
- 短期來看，以美國財長為首的高級別官員顯然關注到，作為全球前兩大經濟體的中美之間的高烈度對抗令近期金融市場反應不利於美國，包括美債利率的攀升、美股市值回落及美元霸權地位的削弱。
- 而從中期來看，中國東部沿海港口至美國東海岸、西海岸的海運用時分別約為 30-40 天與 20-30 天，即使 1 季度美國供應鏈企業大量囤貨，預計美國對中國徵收的高額關稅的後果最早會在 6 月底、7 月初（存貨耗盡）開始傳導至消費者價格，屆時物價的大幅上漲會對民眾生活造成巨大壓力，並影響共和黨在明年中期選舉過程中的選情（美國總統權力在本質上由國會授予，若民主黨執掌國會兩院，則特朗普政府的執政能力無疑會受到較大掣肘）。
- 從長期來看，中美在經濟、科技及軍事實力方面攻守之勢已變，無論是從地緣政治局勢、國際經貿結構、高新技術創新等方面東升西降的趨勢都非常顯著，令美國政府的談判籌碼顯著削弱。

从整体来看，中美初步會談成果對兩國經濟都有利好：4 月中國出口額按年成長 8.1%，高於預期，當中對美出口同比回落 21%，但對非美地區（如東盟、歐盟、拉美及非

洲)出口增長較快，主要是由外貿企業搶轉口效應拉動。但是，無論是面對關稅的搶消費、搶生產、搶出口還是搶轉口，其本質都是對其後需求的一種透支，如果中美貿易緊張局勢不能降溫，則隨著國際貿易形勢的惡化，中國或面臨後續外需動能不足的前景，而美國經濟衰退(與1季度美國企業搶進口導致的GDP回落不同，來自於實體消費及投資的實質性萎縮)的風險也大幅攀升。因此中美關稅的實質性降低對中國、美國經濟都有利好。

圖 4-1：日內瓦會談後，中美之間的貿易緊張局勢顯著降溫，兩國適用關稅大幅下降

圖 4-2：中美達成初步共識以來，風險偏好修復，美元及美股表現均有所反彈，黃金價格回落



數據來源：PIIE, Bloomberg

## (二) 中國經濟仍具相對韌性，內地央行4月起釋放貨幣寬鬆訊號

中國經濟復甦動能仍然較強，一季度宏觀數據普遍優於預期。今年一季度實際GDP按年升幅意外錄得5.4%，高於普遍預期的5.2%，當中淨出口貢獻了接近40%的成長。由於美國關稅前的搶生產、搶出口效應及今年以來財政刺激措施加力的影響，一季度宏觀數據普遍優於預期，其中工業生產主要是受到受到汽車、運輸設備製造及電子設備製造「搶出口」效應的提振；而社會零售消費中家具家電、通訊用品及娛樂出行因春節效應及「消費品以舊換新」擴圍而增幅居前，固定資產投資也受到政府支出靠前發力的影響增幅高於預期。總體來看，在外部不利影響加深的背景下，中國經濟仍具較強韌性。

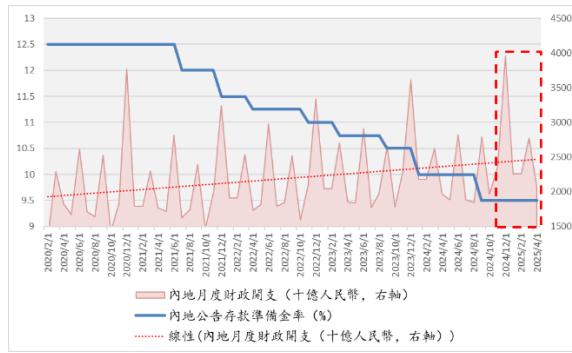
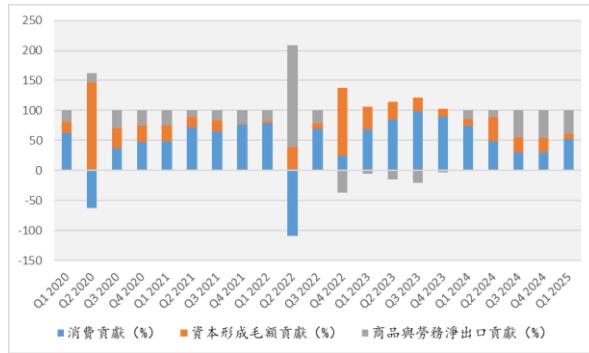
年初以來財政刺激靠前發力、顯著加碼，貨幣政策自二季度起釋放寬鬆訊號：

- 從財政方面看，今年一季度月全國一般公共預算支出達到7.28萬億人民幣，同比增長4.2%，當中涉及民生的教育、社保、節能環保支出增長較快，及在外部環境不利影響加深背景下政府加強了對出口企業的退稅補貼；國債發行也呈現加速態勢，據Wind數據，一季度國債淨融資額達到1.45萬億，佔全年發行額度6.66萬億的22%，規模遠超去年同期水平，顯現出今年財政通過國債發行籌措資金，以促進本年支持性政策落地的總體態勢。

➤ 從貨幣政策來看，為配合財政加碼及落實對實體經濟支持作用，二季度貨幣政策釋放寬鬆訊號，自4月人行宣布改革MLF利率形成方式之後，又在5月7日宣布降準50個基點，並將七天逆回購操作利率下調10個基點，預計將向市場釋放長期流動性約1萬億人民幣，顯現人行貨幣政策從「穩健」轉向「適度寬鬆」，在穩定人民幣匯率預期及促進內需修復方面取得更好的平衡。

圖 4-3：一季度中國經濟動能顯著修復，當中淨出口貢獻度達到近40%

圖 4-4：今年開年以來財政支出進度超往年同期水平，貨幣政策轉向寬鬆



數據來源： Bloomberg

### (三) 中美經貿競爭具長期性，財政、貨幣政策還將加碼促進內需成長

- 由於中美經貿領域競爭的複雜性及特朗普政府的難以預測性，中美談判的後續走向仍需審慎看待。中美經貿鬥爭存在長期性，短期內的貿易局勢緩和難以動搖兩國長期在經濟及技術領域存在的競爭關係。
- 從短期來看，特朗普政府的反復無常、不足取信在其首個任期就已經顯現，在2018年至2020年間進行的累計13輪中美高層經貿磋商、2次首腦會晤達成階段共識後，美國多次單方面撕毀協議、對華重徵關稅，直至美國本土疫情爆發無暇他顧為止，因此特朗普政府對華關稅主張的部分退讓本質上是其國內壓力的一種反應。
- 从中期看，若美聯儲轉向降息、聯邦債務上限及減稅法案成功落地，及共和黨成功確保中期選舉選情，則特朗普有極大概率再度轉向對華施壓。因此中美在90天暫緩期及至特朗普任期內最終能夠達成怎樣的經貿共識，還需要維持相對謹慎態度去觀察。
- 中國內地財政、貨幣政策還將共同配合促進內需修復及成長。4月起，財政部開始發行全年額度1.3萬億元的超長期國債，加之二季度地方專項債發行有所提速，市場普遍預期5-10月份內地將迎來政府債的供應高峰，預計伴隨著資金籌措規模的增長，財政刺激力度也會相應加大。此外，隨著特朗普關稅政策的破壞性逐步體現

在美國經濟中，美聯儲今年降息的政策空間打開，也為人民銀行在平衡匯率預期及支持實體經濟方面提供了更多的施策主動權。預計後續內地財政及貨幣政策還將加強協同，共同落地支持性措施以促進內需的修復及成長。

## 五、美國經濟初現疲態，但美聯儲近期降息可能仍較低

### (一) 美國經濟初現疲態，但美聯儲觀望情緒濃厚

- + 從1季度GDP指標來看，美國經濟已經呈現出疲態：今年1季度，美國消費者降低了汽車等耐久品的消費，而政府裁員及暫停烏克蘭援助也讓聯邦政府開支顯著下滑，供應鏈企業搶在關稅前大量進口，創下了創紀錄的商品貿易赤字，也讓私人投資成為一季度經濟的主要拉動項（其中主要是存貨堆積及工業設備搶生產，具有較強的暫時性）。這樣的趨勢會得到扭轉嗎？這取決於特朗普是否能夠通過貿易談判重建市場對其關稅政策的信心。否則在企業前期囤積的存貨消耗殆盡後，美國經濟終究會遭到關稅通脹帶來的陣痛。
- + 美聯儲主席鮑威爾稱通脹與失業上漲的風險都在提升，但關稅對經濟的實際影響有待觀察：關稅帶來的進口價格提升、供應鏈調整客觀上會帶來消費者福利受損及企業利潤縮減，從而作用於物價上漲和失業率抬升，但問題是以上情況出現的時間和程度仍然不確定。從美聯儲的角度，4月整體及核心PCE指數按年升幅分別在2.3%與2.6%，仍然偏高，失業率已經連續處於1年處於4.0%-4.2%水平，並未出現觸發美聯儲降息的決定性因素，或可部分解釋美聯儲連續數月按兵不動的信心來自何處。
- + 與2022年-2024年美聯儲加息周期不同，當前美國經濟距離「斷崖式下行」的距離難以預判：與上個緊縮周期美聯儲通過加息控制需求過熱不同，當前美聯儲實際上是在經濟下行中延續政策的限制性，貨幣與財政的共同緊縮令美國經濟衰退的概率顯著抬升。但美聯儲主席鮑威爾在記者會上強調預期和實際行為之間的分別，意圖證明雖然消費者信心顯著走弱，但實際支出仍然穩健。總體來說，美聯儲仍然傾向於通過口頭指引安撫市場情緒，力圖淡化特朗普上任以來一系列關稅政策對經濟的實際影響，堅持其「經濟運行仍然良好」的判斷。

### (二) 美國財稅政策走向仍具不確定性，短期內美息降低的門檻仍然較高

- + 關稅暫緩期美國貿易談判結果仍有不確定性，而共和黨的減稅法案同時伴隨著大規模節支，因此對經濟的促進作用仍待觀察。雖然中、英已與美達成初步協議，但中美之間仍有24%的關稅處於90天暫緩期尚未落地，且日、歐與美國的談判仍陷僵局。此外，印度、越南等國也正與美國進行貿易磋商，美國與他國談判的進展為國際貿易局勢的演化平添不確定性。

此外，共和黨據稱將推動大規模減稅法案在5月通過眾議院審批，該法案預計將使聯邦稅收累計減免4.9萬億美元，但同時也伴隨著大規模的支出削減（如削減聯邦醫療補助、糧食補助，及取消前任政府出台的清潔能源稅收減免，共和黨承諾累計減少1.5萬億政府開支），本月穆迪由於美國政府債務的不可持續性，已將美國主權評級從最高級「AAA」下調至「Aa1」。而今年一季度美國的GDP也受到政府開支縮減（DOGE裁撤聯邦機構及員工）的拖累，因此美國減稅法案能否順利通過，及其對經濟的實際影響仍待觀察。

在短線看，美聯儲降息的門檻仍然較高，美國貨幣政策大概率會維持當前的限制性水平至三季度。由於美國核心通脹仍然維持在2%的目標水平之上，當前市場基本預判美聯儲將在三季度才開啟本年度的首次降息操作。5月議息會議新聞發布會上，面對通脹與衰退前景的兩難局面，主席鮑威爾對美聯儲政策優先級別何在表態較為含糊。但從過往歷史經驗來看，美聯儲往往致力於維護中長期通脹穩定及緩衝短期經濟衰退衝擊，因此如關稅衝擊導致本土失業率迅速上升，則美聯儲降息窗口會打開，否則按照目前物價水平來看，美聯儲維持按兵不動的可能性都較高，短線還應重點關注美國的勞動力指標變化的速率。

圖 5-1：今年1季度美國經濟初現疲態，主要受到關稅國貨及搶進口、聯邦政府削減開支的拖累

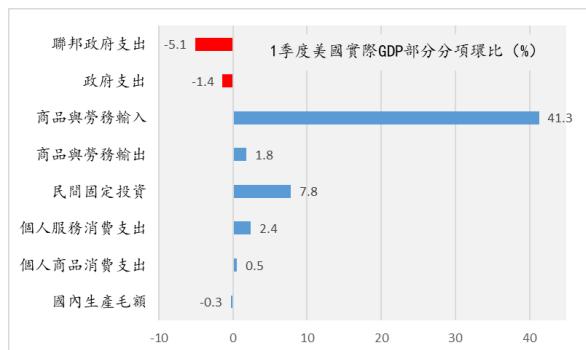
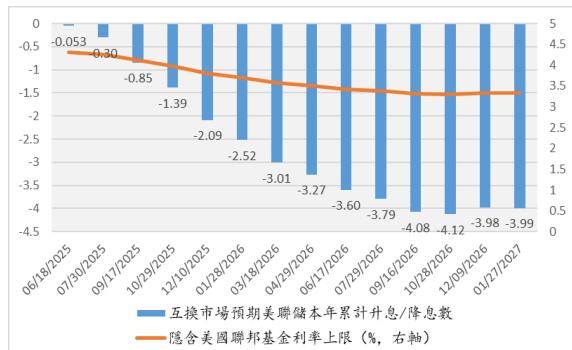


圖 5-2：美聯儲觀望情緒濃厚，市場預判美聯儲將在今年三季度開啟降息，全年降息2次，共50個基點



數據來源： Bloomberg

圖 5-3：美國通脹仍處2%目標水平上方，勞動力指標仍較穩健，為美聯儲按兵不動提供理據

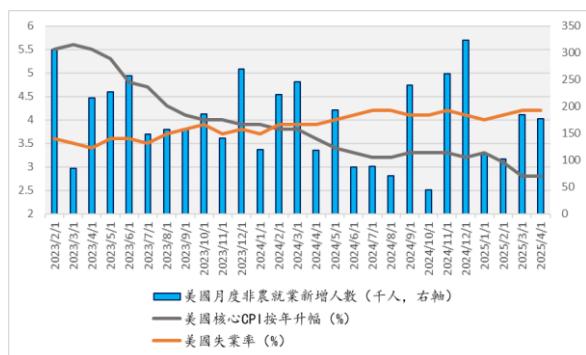
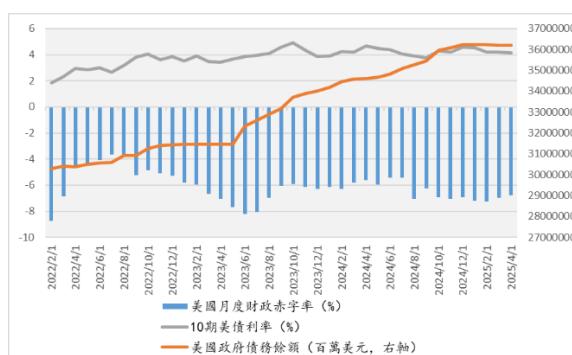


圖 5-4：美國政府赤字持續累積，政府債務難以長期持續，為特朗普政府推動減稅法案增添阻礙



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。