

证券研究报告

策略深度报告

特朗普关税：政策脉络、影响及大类资产展望

证券分析师

魏伟 投资咨询资格编号：S1060513060001、B0T313

陈骁 投资咨询资格编号：S1060516070001

研究助理

校星 一般从业资格编号：S1060123120037

2025年4月9日

请务必阅读正文后免责条款

平安证券

# 摘要

- **关税政策梳理：**“对等关税”整体幅度明显超出市场预期，特朗普关税2.0框架已初见雏形。4月2日，特朗普宣布关税政策细则：对所有商品加征10%的基准关税，及针对不平等贸易国的“对等关税”，截至4月9日，所关税已生效并宣布对中国再额外加征50%。首先，从“对等关税”计算公式看，其逻辑为通过关税减少进口，进而消除商品贸易逆差，最终公布关税幅度超市场预期。再结合特朗普上任以来的关税政策，关税大致可以概括为针对部分国家、针对特定行业，以及普遍性的对等关税这三类，至此，特朗普关税2.0框架已初见雏形，**主要服务于谈判、增加关税收入、消除不公平贸易三大目标**。关税政策颁布后引发美国民众不满，后续政策或面临一定内部约束。
- **关税政策对美国的影响：**第一，从历史对比看，特朗普关税政策或将推升美国平均关税税率，至超过1930年关税法案的水平。1930年美国颁布《斯穆特-霍利关税法案》的历史教训显示，**为应对经济萧条而实施的贸易保护主义政策，可能适得其反**。第二，当前，美国国内经济“类滞胀”剧本正在逐步演绎，**对等关税可能显著增大美国经济的滞胀压力**，也将使得美联储后续的货币政策操作陷入两难。第三，特朗普政府的贸易保护、对内减税、制造业回流、美国优先等政策主张正在全方位冲击美元信用体系的基础；这不仅可能使得**美元指数年内的走势大幅弱于市场预期**，也将为整个国际金融体系的前景带来巨大的不确定性。
- **各国对关税政策的反应：**各国反应不一。其中，中国立即实施反制；欧洲态度强硬，主张优先谈判，但同时推出反制计划；东南亚国家积极与美国谈判；其余国家大多表态温和。除市场庞大，内需有支撑的中国、欧盟相对强硬外，通过回顾特朗普上任以来与墨、加展开三轮博弈，从反应来看，墨西哥较柔和，加拿大则在关税生效后立即反制，需额外关注加拿大偏离“关税剧本”的风险。聚焦中国，**关税幅度超出市场此前所有预测的幅度**，考虑东南亚转口贸易或受阻、汇率贬值对冲有限，叠加对等反制，**预计将对我国的出口和增长造成影响**。
- **关税政策对全球及大类资产的影响：**关税政策颁布后全球资产开启risk off模式。短期来看，美元资产方面，关税政策的不确定性可能继续压制市场风险偏好，避险情绪或为主导，**美股、美元继续受挫，利好美债、黄金**。中国资产方面，新一轮关税贸易摩擦加剧，全球资金进入避险模式，叠加国内经济和上市公司业绩验证窗口到来，**权益市场或延续震荡**。结构上，建议关注稳健配置的红利策略、内需政策直接利好的部分顺周期和消费板块、自下而上业绩确定性更高的优质企业。中期维度，AI产业变革和国产科技自主可控的叙事仍将延续，建议逢低布局。
- **关于未来关税政策的演绎，我们认为有三个方面值得持续关注：**第一，特朗普关税政策本身的变动。特朗普关税政策后续的演进及生效的情况，本身就存在巨大的不确定性。第二，各国反制手段及落地情况。若大部分国家对等反制和征收报复性关税，可能对全球贸易造成严重的负面冲击，参照1930年关税法案的历史教训，这可能将美国乃至全球经济拖入衰退。若大部分国家选择让步接受，特朗普政府顺利实现削减美国贸易逆差的目的，这对全球贸易的影响较小，但关税带来的出口价格攀升，要么蚕食本国贸易部门的利润，要么加大美国的通胀压力，同时，小国汇率也将面临较大的压力。第三，中国国内宏观调控、提振内需的政策措施。从近两天官方表态来看，政府释放了维稳增长和资本市场的决心，且政策仍有空间。后续看，宽松货币、加大财政支出、提振消费等一系列政策有望加速出台，有助于对冲外需的负面影响。而短期看，若关税影响进一步发酵并引起资本市场的剧烈波动，政府当局也有出台短期措施维稳资本市场的意愿和能力。
- **风险提示：**1) 特朗普关税及其他政策变化超预期；2) 美联储货币政策超预期；3) 地缘局势超预期升级。



# CONTENT 目录

## 特朗普关税政策的来龙去脉

- ◎ 关税对美国及美元体系的影响
- ◎ 各国的应对措施及影响分析
- ◎ 资本市场表现及后续关注点

# 特朗普关税政策力度超预期

- 4月2日，特朗普宣布关税政策细则：对所有商品加征10%的基准关税，及针对不平等贸易国的“对等关税”。截至4月9日，所关税已生效，且宣布对中国再额外加征50%，累计额外加征104%（20%+34%+50%）。具体看：
  - 1) 对所有进口商品加征10%基础关税（已落地的钢铁、铝、汽车25%关税不受此影响），这与特朗普在竞选过程中的承诺一致。铜、药品、半导体、木材、部分关键金属与能源产品被排除在外，原因或是特朗普此前提及计划对其加征更高关税，但落地时间与税率未定。
  - 2) 对不平等贸易国加征“对等关税”，部分国家与地区将面临更高税率，加拿大和墨西哥被排除在外（符合美墨加协定的商品继续享受关税优惠）。对等关税税率较高的经济体包括越南（46%）、泰国（36%）、中国（34%）、中国台湾（32%）、印度（26%）、韩国（25%）、日本（24%）、欧盟（20%）等。此外，白宫另一份公布的文件称特朗普已签署行政令，5月2日起停止800美元以下小包裹关税豁免政策，对其征收30%的关税或者25美元每件关税（6月1日后将上升至50美元每件）。

## 对等关税针对国家及幅度

国家/地区	向美国征收的关税 (包括货币操纵和贸易壁垒)	美国宣布的对等关税加征幅度
柬埔寨	97%	49%
老挝	95%	48%
越南	91%	46%
缅甸	88%	44%
斯里兰卡	88%	44%
孟加拉国	74%	37%
泰国	72%	36%
中国	67%	34%
中国台湾	64%	32%
印度尼西亚	64%	32%
瑞士	61%	31%
南非	60%	30%
巴基斯坦	58%	29%
哈萨克斯坦	54%	27%
印度	52%	26%
韩国	50%	25%
马来西亚	47%	24%
日本	46%	24%
约旦	40%	20%
欧盟	39%	20%
菲律宾	34%	17%

国家/地区	向美国征收的关税 (包括货币操纵和贸易壁垒)	美国宣布的对等关税加征幅度
以色列	33%	17%
挪威	30%	15%
新西兰	20%	10%
哥斯达黎加	17%	10%
厄瓜多尔	12%	10%
英国	10%	10%
巴西	10%	10%
新加坡	10%	10%
智利	10%	10%
澳大利亚	10%	10%
土耳其	10%	10%
哥伦比亚	10%	10%
秘鲁	10%	10%
阿联酋	10%	10%
阿根廷	10%	10%
危地马拉	10%	10%
洪都拉斯	10%	10%
埃及	10%	10%
沙特阿拉伯	10%	10%
萨尔瓦多	10%	10%
摩洛哥	10%	10%

资料来源：白宫，平安证券研究所

## 此前特朗普针对部分豁免行业的关税政策计划/表态

日期	政策分类	行业	内容
2025/2/18	总统言论	半导体、药品	计划对汽车征收约25%的关税，并对 <b>半导体和药品进口征收类似关税</b> 。其中汽车关税将于4月2日生效。
2025/2/25	行政令	铜	商务部长应根据《贸易扩张法》第 <b>232条启动调查</b> ，以确定 <b>所有形式铜进口</b> 对国家安全的影响，包括但不限于：原生铜矿、铜精矿、精炼铜、铜合金、废铜、衍生产品。
2025/3/1	行政令	木材	<b>自本命令之日起不超过270天内</b> ，商务部长应向总统提交一份报告，内容包括：1、关于 <b>木材、木料及其衍生产品进口</b> 是否威胁国家安全的调查结果；2、关于减轻此类威胁的行动建议，包括可能的关税、出口管制或增加国内生产的激励措施；3、加强美国木材和锯材供应链的政策建议，通过战略投资和许可改革。

资料来源：白宫，路透社，平安证券研究所

# 计算公式显示对等关税逻辑为消除商品贸易逆差

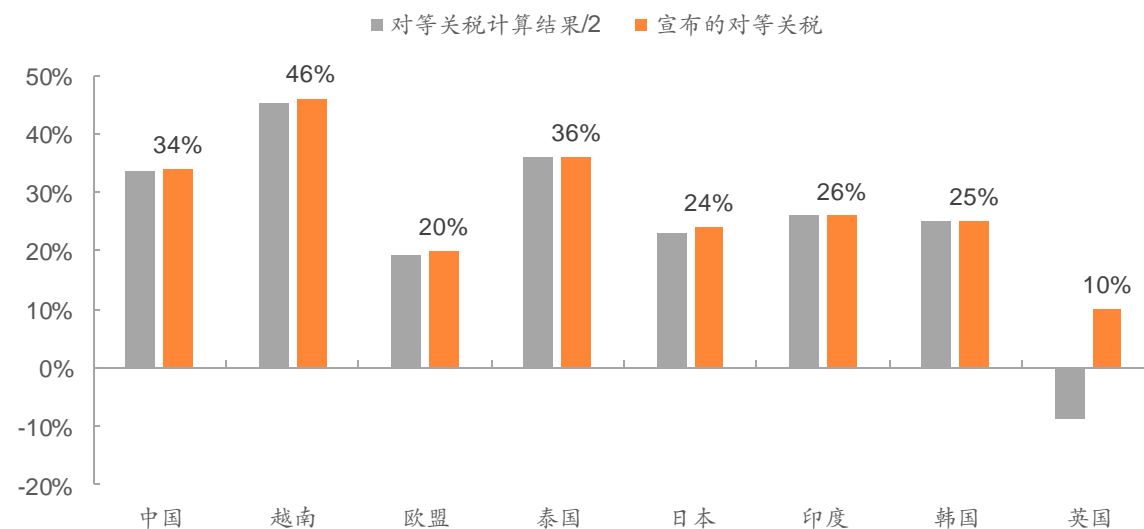
- 根据USTR公布的对等关税公式，其逻辑为通过关税减少进口，进而消除商品贸易逆差。从结果看，对于引发美国贸易逆差的国家，最终宣布的关税结果为公式计算结果的一半，对于顺差国家，则设定固定值10%关税。具体看：
  - 对等关税公式体现其目的在于消除商品贸易逆差，对于贸易逆差国，最终宣布的关税结果为公式计算结果的一半。根据USTR公布的对等关税公式，移项后得到 $\Delta\tau_i \cdot \varepsilon \cdot \varphi \cdot m_i = x_i - m_i$ ，其中左边式子含义为美国对国家i加征关税后从国家i进口规模的减少量，右边式子含义为美国对国家i的贸易顺差，即对等关税设立的逻辑为通过加征关税减少美国进口，进而消除商品贸易逆差。在代入 $\varepsilon=4$ 、 $\varphi=0.25$ 这两个参数后，公式可简化为美国对某国商品贸易逆差/美从某国商品进口规模。利用2024年美国对部分国家的商品贸易数据计算可得，对中国、欧盟、越南、印度、泰国、日本、韩国等引发美国贸易逆差的国家，最终宣布的关税结果为公式计算结果的一半，对应特朗普4月2日宣布关税时称，他认为美国只征收一半关税是“仁慈”的。
  - 不过，即使部分国家为美国带来商品贸易顺差，也被征收10%最低关税。如对英国等贸易顺差国，仍被加征最低的10%关税。

## 📍 特朗普对等关税计算公式及含义

$$\Delta\tau_i = \frac{x_i - m_i}{\varepsilon * \varphi * m_i}$$

参数	含义和取值
$x_i$	美国对国家i的出口
$m_i$	美国从国家i的进口
$x_i - m_i$	美国对国家i的贸易顺差
$\Delta\tau_i$	美国对国家i加征的关税税率
$\varepsilon$	美国进口需求对价格的弹性系数，设为4
$\varphi$	加征1%关税对进口价格传递率，设为0.25
$\Delta\tau_i \cdot \varepsilon \cdot \varphi \cdot m_i$	美国对国家i加征关税后从国家i进口的减少量

## 📍 对等关税复刻结果与加征幅度



# 特朗普关税政策2.0框架逐渐成型

- 我们进一步梳理特朗普上任以来的关税政策，大致可以概括为针对部分国家、针对特定行业，以及普遍性的对等关税三类。其中，针对的国家主要为邻国墨西哥、加拿大，以及竞争对象中国；特定行业主要为金属、木材、汽车、半导体和药品；普遍性关税则适用于所有商品，尤其是贸易逆差国的商品。

加征对象	政策状态	日期	具体内容	
国家	加拿大、墨西哥	部分生效，大部分豁免	2025/2/1	2月4日起将对加拿大和墨西哥进口的进口征收25%关税，其中来自加拿大的能源资源将降低为10%的关税。
			2025/2/3	宣布将对墨西哥与加拿大实施的25%关税政策 <b>延后30天</b> 。
			2025/3/4	此前被延期一个月的对自墨西哥、加拿大的进口商品新征收的25%关税生效。
			2025/3/6	3月7日起推迟对来自墨西哥、加拿大受美墨加自由贸易条约（USMCA）涵盖的产品征收关税。路透社报道称，这项 <b>豁免将持续</b> 到4月2日。
	2025/4/2	<b>继续豁免</b> 符合美墨加协定的加拿大、墨西哥进口商品，若现有芬太尼/移民IEEPA令终止，对不满足美墨加协定的商品征收12%关税。		
	中国	部分生效，尚无豁免	2025/2/1	2月4日起对从中国进口征收额外10%关税。
2025/3/3			鉴于中国未采取足够措施缓解非法药物危机，3月4日起将对中国的额外10%关税提升至20%。	
2025/4/2			4月9日起对中国加征34%对等关税，5月2日起停止800美元以下小包裹关税豁免政策，对其征收30%的关税或者25美元每件的关税（6月1日后将上升至50美元每件）。	
行业	钢铁、铝	已生效，无豁免	2025/2/10	宣布3月12日起对所有进口至美国的钢铁和铝征收25%关税。
	半导体和药品	口头威胁	2025/2/18	计划对汽车征收约25%的关税，并对半导体和药品进口征收类似关税。其中汽车关税将于4月2日生效。
	铜	正在调查	2025/2/25	商务部长应根据《贸易扩张法》第232条启动调查，以确定所有形式铜进口对国家安全的影响，包括但不限于：原生铜矿、铜精矿、精炼铜、铜合金、废铜、衍生产品。
	木材	正在调查	2025/3/1	自本命令之日起不超过270天内，商务部长应向总统提交一份报告，内容包括关于木材、木料及其衍生产品进口是否威胁国家安全的调查结果。
	汽车	已生效，加拿大、墨西哥部分豁免	2025/3/26	4月3日起将对所有不在美国本土制造的汽车，以及特定汽车零部件加征最高25%关税。 <b>根据《美墨加贸易协定》进口汽车的企业将有机会证明其“美国本土含量”</b> ，25%的关税仅适用于非美国原产部分的价值。
对等关税	全球/贸易逆差国	尚未生效	2025/4/2	对所有商品加征10%的基准关税，及针对不平等贸易国的“对等关税”，分别于4月5日和9日生效。
次级关税	从委内瑞拉进口石油的国家	已生效	2025/3/24	因委内瑞拉故意和欺骗性地向美国秘密派遣了数万名高级和其他罪犯，4月2日起对直接或间接进口委内瑞拉石油的国家的商品征收25%的关税。

资料来源：白宫，平安证券研究所

# 特朗普关税政策2.0服务于三大目标

- 至此，根据特朗普上任以来的关税政策，特朗普关税2.0框架已初见雏形，主要服务于谈判、增加关税收入、消除不公平贸易三大目标。具体看：
  - 议题谈判方面，特朗普以芬太尼、非法移民等议题为由针对墨西哥、加拿大、中国加征关税，其中墨西哥、加拿大因即时配合大部分关税得以豁免。值得注意的是，由于特朗普已宣布芬太尼、非法移民构成国家紧急状态，因此特朗普可以IEEPA（国际紧急经济权力法）为抓手，使得关税迅速生效，理论上关税幅度无上限。
  - 增加关税收入与消除不公平贸易方面，特朗普对全球、大多贸易逆差国以及特定行业加征关税。其中行业关税因涉及制造业回流这一两党共识，几乎无豁免余地（仅汽车关税对墨、加有部分豁免）；全球基础10%关税或更多服务于增加关税收入目标，预计豁免空间有限；针对贸易逆差国的对等关税更多旨在消除不公平贸易。

## 特朗普关税2.0执行框架

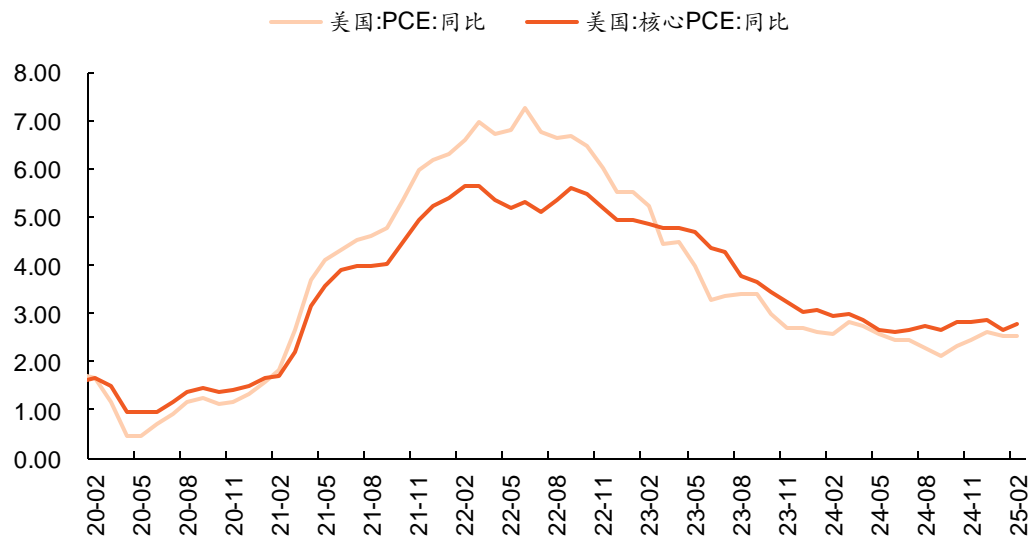
关税意图	关税分类	目标对象	已宣布关税
谈判工具 (芬太尼、非法移民为借口)	单独国家	加、墨、中	√ 2月4日，对华10% √ 2月4日加、墨25%（符合《美墨加协定》商品豁免） √ 3月4日，对华10%
关税收入 (减赤字、弥补减税法案支出)	普遍关税	全球	√ 4月2日，基准关税10%
不公平贸易 (贸易逆差、制造业回流)	行业关税	贸易逆差、转移国  金属、汽车等	√ 4月2日，针对多国对等关税  √ 3月12日，钢铁、铝25%关税 √ 4月2日，汽车25%关税

资料来源：白宫，平安证券研究所

# 美国国内状况：“类滞胀”剧本逐步演绎

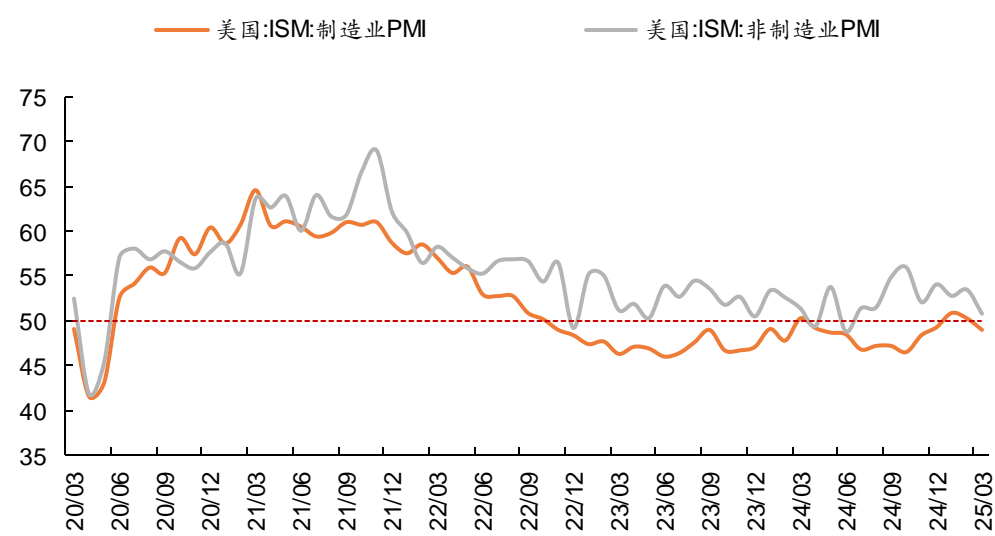
- 当前，美国国内通胀仍显韧性，制造业滑入收缩区间，失业率有所走高，正在逐步演绎“类滞胀”剧本。
  - 其一，美国2月PCE通胀显示服务分项粘性仍较强。2月PCE同比2.5%，持平前值；核心PCE（美联储最为关注的通胀指标）同比2.8%，高于前值2.7%。尽管2月CPI出现大范围降温，但因其中住所、运输服务等出现明显放缓的分项在PCE物价指数中权重较小，2月PCE通胀粘性持续，其中服务分项粘性仍较强。
  - 其二，美国3月ISM制造业、服务业PMI均走弱，分项延续滞胀格局。3月ISM制造业PMI录得49.0%，低于前值的50.3%，为今年以来的首次萎缩。其中，物价指数从前值的62.4%进一步上升至69.4%，而反映需求的新订单指数从前值的48.6%进一步下行至45.2%；3月ISM服务业PMI录得50.8%，明显低于前值的53.5%，勉强位于荣枯线上方。其中，物价指数从前值的62.6%小幅降至60.9%，但仍处于高位，就业分项恶化明显，从前值的53.9%大幅降至46.2%。

📍 美国2月PCE通胀仍有粘性 (%)



资料来源：Wind，平安证券研究所；数据截至2025年4月4日

📍 美国3月制造业、服务业PMI均走弱 (%)



资料来源：Wind，平安证券研究所；数据截至2025年4月4日

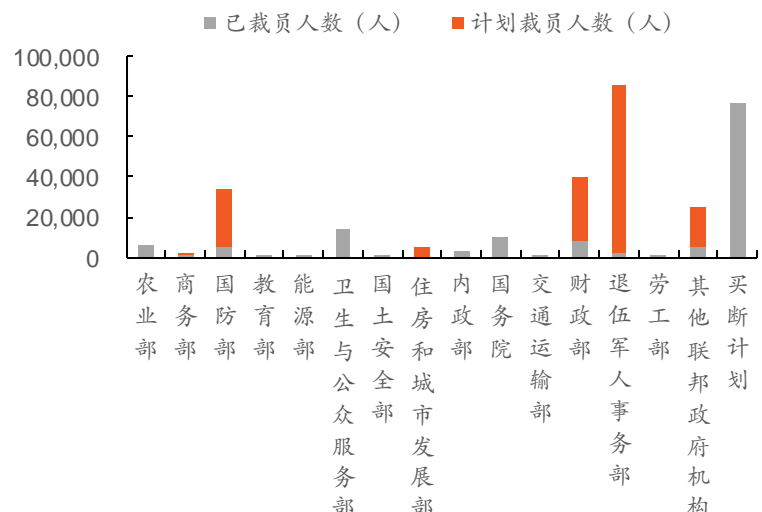
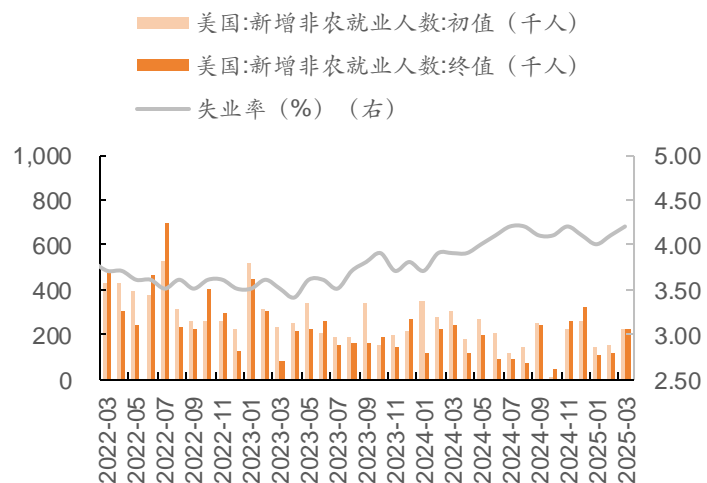
# 美国国内状况：美联储按兵不动，鲍威尔称将继续观望

- 其三，3月非农新增就业人数改善，但失业率持续走高，联邦政府就业持续减少，关注裁员计划落地情况对就业市场的影响。3月非农新增就业22.8万人，明显高于前值的15.1万人（后被下修至11.7万人）；失业率从4.1%进一步升至4.2%；时薪环比从0.22%小幅升至0.25%，工资增速相对温和。分项上看，医疗保健、运输和仓储以及零售业新增就业数据明显增长，但联邦政府就业持续减少，录得-0.4万人（前值为-1.1万人）。当前政府裁员对私人部门劳动力市场的负面影响尚未明显扩散，但裁员计划显示未来有近25万政府雇员有被裁撤的风险，就业市场面临压力。4月2日据Politico报道，特朗普已告知其内阁成员，马斯克将很快离职并返回私营部门；同日，据路透社报道，马斯克将在完成减支裁员任务后离开，需关注后续裁员计划落地情况。
- 在上述背景下，鲍威尔上周五发言表示美国经济仍处于良好状态，特朗普关税对后续经济的影响包括通胀上升和增长放缓，并称美联储不会对贸易、移民、财政或其他政策负责。对于降息进程，鲍威尔依然维持不必急于调整利率的观点，称正在等待特朗普政策及其影响的进一步明朗化，未能有效缓解市场对经济衰退的担忧。CME数据显示，截至4月7日，市场预计2025年降息4次，首次降息在6月，降息预期明显升温。

🕒 3月非农新增就业人数边际改善但失业率走高

🕒 DOGE裁员人数近6万人，计划裁员人数近25万人

🕒 CME显示市场预期2025年降息4次，首次降息在6月



MEETING DATE	CME FEDWATCH TOOL - CONDITIONAL MEETING PROBABILITIES										
	175-200	200-225	225-250	250-275	275-300	300-325	325-350	350-375	375-400	400-425	425-450
2025/5/7						0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	48.9%	51.1%
2025/6/18	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.8%	48.9%	50.3%	0.0%
2025/7/30	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.7%	46.0%	50.2%	3.0%	0.0%
2025/9/17	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.6%	35.1%	49.2%	14.4%	0.7%	0.0%
2025/10/29	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.3%	17.5%	42.0%	32.1%	7.7%	0.4%	0.0%
2025/12/10	0.0%	0.0%	0.0%	0.2%	10.5%	32.0%	36.2%	17.6%	3.4%	0.2%	0.0%
2026/1/28	0.0%	0.0%	0.0%	3.1%	16.7%	33.2%	30.8%	13.5%	2.4%	0.1%	0.0%
2026/3/18	0.0%	0.0%	1.2%	8.1%	22.7%	32.4%	24.5%	9.5%	1.6%	0.1%	0.0%
2026/4/29	0.0%	0.3%	2.6%	11.1%	24.7%	30.7%	21.4%	7.9%	1.3%	0.1%	0.0%
2026/6/17	0.1%	0.7%	4.2%	13.7%	25.8%	29.0%	18.9%	6.6%	1.0%	0.0%	0.0%
2026/7/29	0.2%	1.3%	5.7%	15.6%	26.3%	27.4%	16.9%	5.7%	0.9%	0.0%	0.0%
2026/9/16	0.1%	0.8%	3.8%	11.4%	21.8%	26.9%	21.3%	10.4%	2.9%	0.4%	0.0%
2026/10/28	0.1%	0.7%	3.6%	10.8%	20.9%	26.5%	21.8%	11.4%	3.6%	0.6%	0.0%
2026/12/9	0.5%	2.7%	8.5%	17.8%	24.8%	23.2%	14.6%	6.0%	1.5%	0.2%	0.0%

资料来源：Wind，平安证券研究所；数据截至2025年4月4日

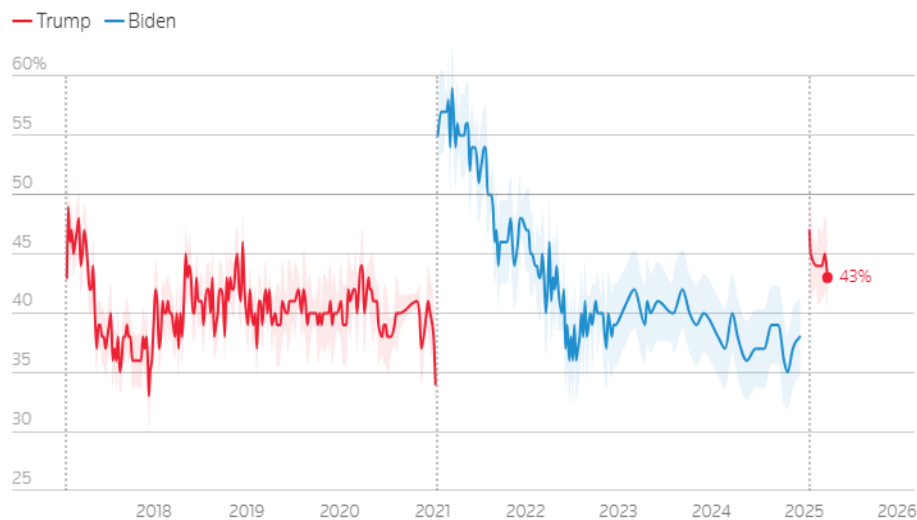
资料来源：Layoffs.fyi，平安证券研究所；数据截至2025年4月4日

资料来源：CME；数据截至2025年4月7日

# 美国国内状况：民众反应激烈，关税政策或面临中期选举约束

- 关税政策颁布后引发民众不满，特朗普民众支持率降至其重返白宫以来的最低水平。因当前经济、通胀为民众特别关注的议题，同时共和党即将面临中期选举，关税政策或面临一定内部约束。
- 特朗普关税等政策引发民众抗议，民调支持率随之下滑。据国会山报道，4月5日（周六）美国数十个城市暴发群众示威游行，以反抗特朗普关税政策以及其政府治理模式。民调数据显示，特朗普支持率从其刚上任的47%降至4月2日43%，为其重返白宫以来的最低水平，低于前一任拜登执政期间的中间值。
- 特朗普关税政策或面临中期选举约束。若特朗普希望其政策能顺利推进，则需保证中期选举中仍能手握参、众两院。据Gallup最新民调显示，当前经济、通胀为民众特别关注的议题，因此关税政策力度将对民调产生较大影响。尤其是共和党当前在众议院仅保持微弱优势，且中期选举将全部换选，因此不排除特朗普考虑中期选举而减轻关税力度的可能。

## 🕒 关税政策宣布后特朗普民调数据下降



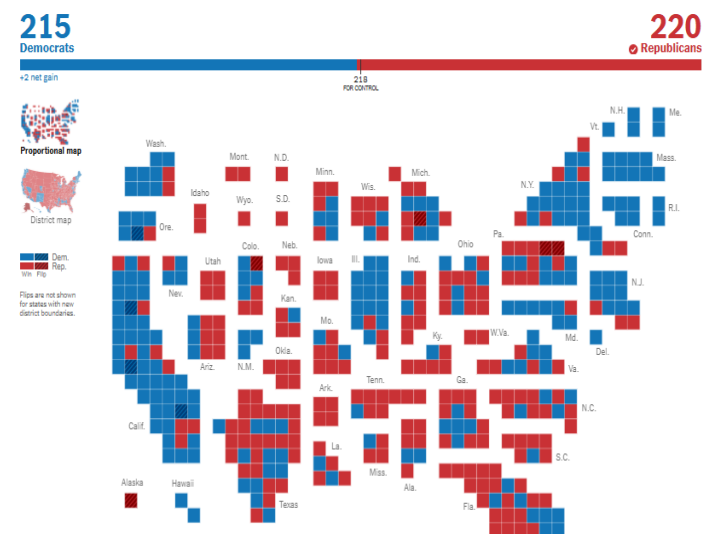
资料来源：路透社；数据截至2025年4月2日

## 🕒 当前经济、医疗、通胀为民众最关注的议题



资料来源：Gallup；数据截至2025年4月2日

## 🕒 共和党在众议院仅保持微弱优势



资料来源：New York Times；数据截至2025年4月2日



# CONTENT 目录

○ 特朗普关税政策的来龙去脉

关税对美国及美元体系的影响

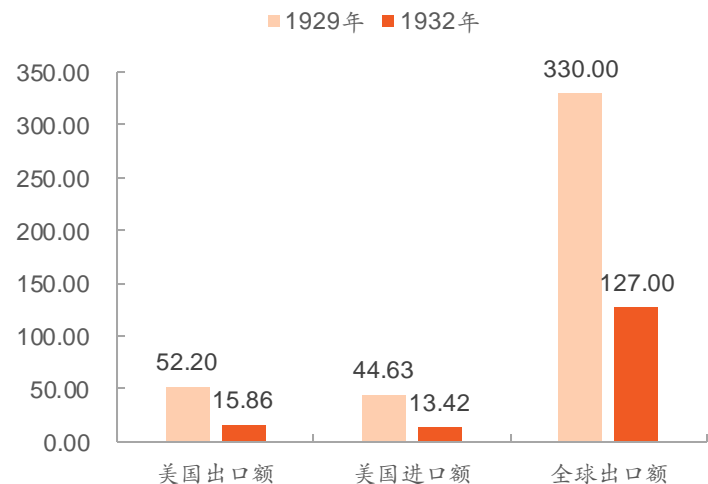
○ 各国的应对措施及影响分析

○ 资本市场表现及后续关注点

# 以史为鉴，关税政策加剧美国经济衰退风险（1/2）

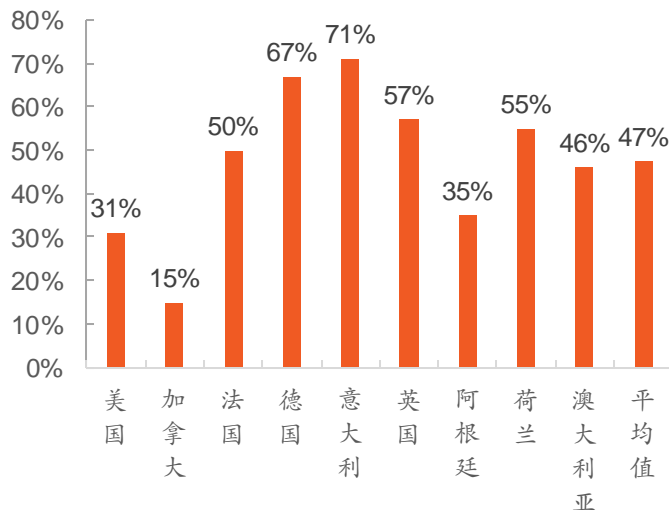
- 特朗普关税政策或将推升美国平均关税税率，至超过1930年关税法案的水平。1930年美国颁布《斯穆特-霍利关税法案》的历史教训显示，为应对经济萧条而实施的贸易保护主义政策，可能适得其反。
- 1929年前柯立芝繁荣下美国产业结构的失衡、金融泡沫的加剧、贫富差距的恶化均为胡佛时代的大萧条埋下隐患。1929年美国主动加息刺破资产泡沫，股市大幅下跌拉开经济衰退序幕。随后，1930年胡佛总统颁布《斯穆特-霍利关税法案》，主要出于两方面：1) 保护国内产业，兑现竞选时提高农场品的进口关税以帮助贫困农民的承诺；2) 应对大萧条，通过增加关税等贸易保护性措施刺激经济以保护国内生产和就业。该法案将2万多种进口商品的关税税率从1928年的平均39%提升至1932年的59%，为美国历史第二高水平，所有进口商品平均关税税率从1928年的13.3%提升至1932年的19.6%。最终，此次关税法案导致多国采取报复性关税措施，主要国家关税水平明显提升，不仅加深了美国的经济萧条，并引发全球贸易额、工业生产的急剧萎缩，助推了全球贸易和经济增长的衰退。

1929年至1932年美国及全球出口额下降超6成（亿美元）



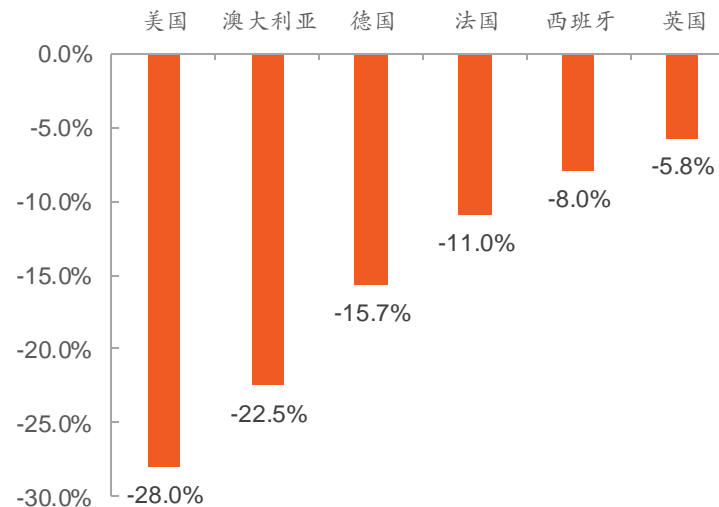
资料来源：UN Statas，平安证券研究所

1928-1932年各国关税变化率



资料来源：NEBR，平安证券研究所

1929-1932年主要国家GDP变动

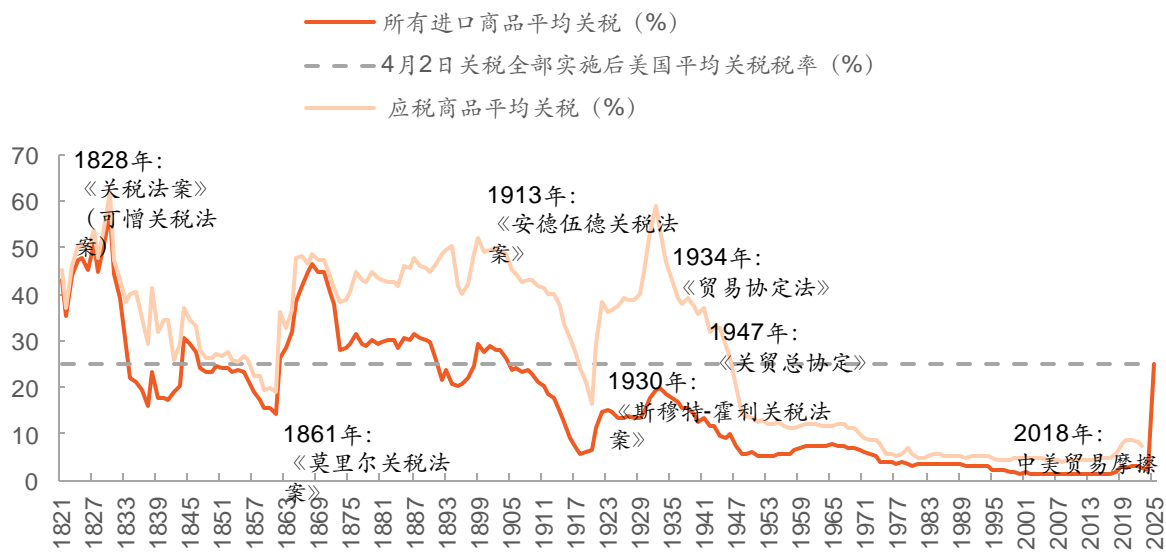


资料来源：Statista，平安证券研究所

# 以史为鉴，关税政策加剧美国经济衰退风险（1/2）

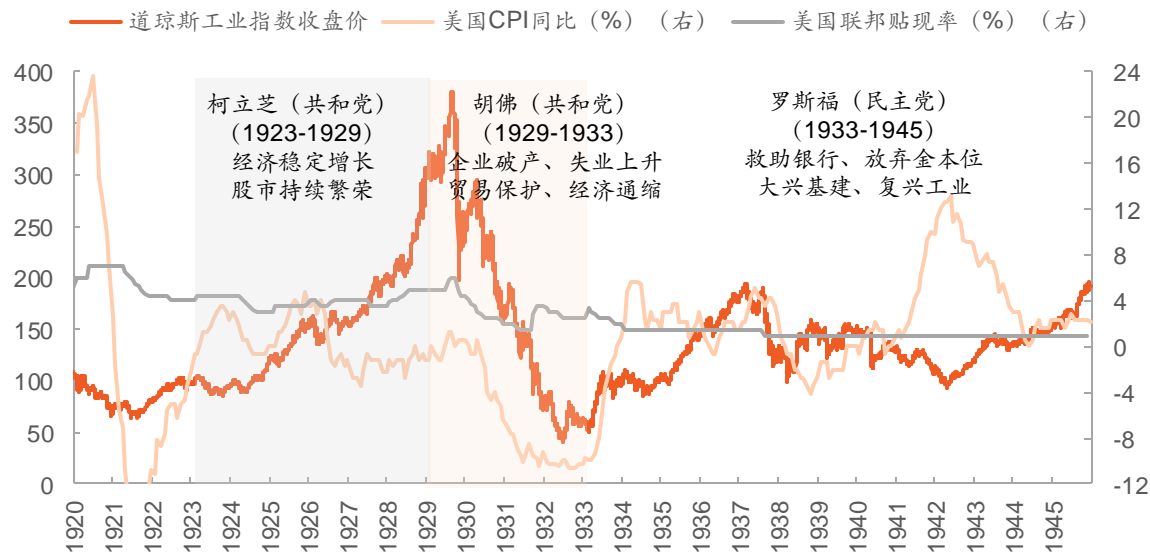
- 对比当前特朗普关税政策与1930年关税法案，相似之处在于货币、财政政策均受到诸多限制，增加了经济衰退的风险。
- 其一，大萧条期间，由于美国依然坚持金本位制度，保持美元/黄金汇率的稳定，美联储的货币宽松政策受此限制出现反复，在1929年11月美国开启快速降息后，又于1931年10月起连续加息200bp，逆势加息使得通缩进一步恶化；对比当下，美国通胀仍有粘性，关税也将继续推升通胀风险，叠加美联储当前采取“后顾式”降息模式，降息节奏可能推后。
- 其二，1932年胡佛政府迫于民主党压力，为满足国会对赤字率的控制，实施紧财政，将个人所得税最高税率从25%提高到63%，加速经济恶化；对比当下，美国债务压力持续攀升，因此，特朗普政府的财政主张包括“开源”和“节流”两方面，在实际操作中可概括为加征关税、政府裁员、企业减税和扩大支出，这其中，前两者是收缩性政策，后两者是增长性政策。总体目的是试图在不影响经济增长的前提下，降低联邦财政的收支压力。但从目前情况看，特朗普收缩性政策（减支裁员等）推进和落地节奏远远快于增长性政策（减税、扩大基建等），且后者的空间也受限于债务压力。因此，美国衰退的风险也在逐步提升。

## 特朗普关税政策力度超过1930年《斯穆特-霍利关税法案》



资料来源：Tax Foundation, BudgetLab, 平安证券研究所

## 高关税政策加剧大萧条时期美国通缩



资料来源：Wind, Fred, 平安证券研究所

## 政策面：以史为鉴，关税政策加剧美国经济衰退风险（2/2）

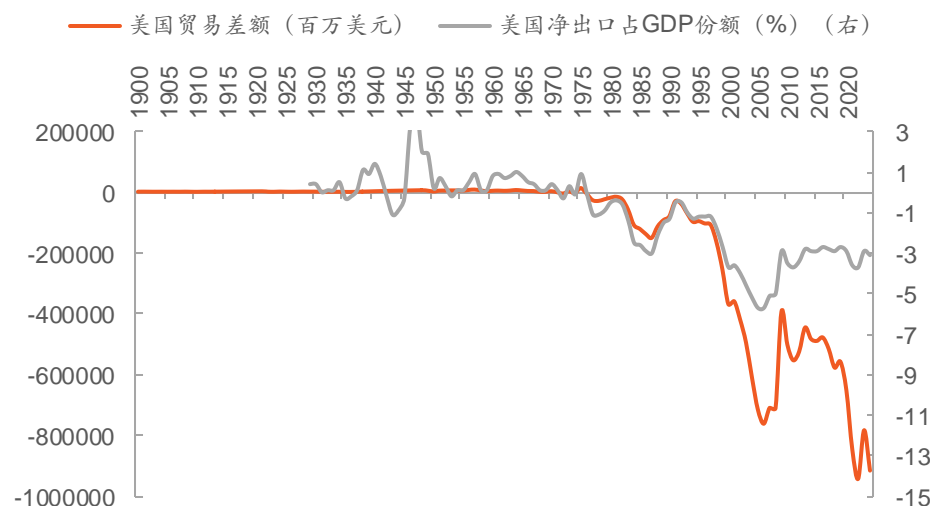
- 而不同之处则在于美国在全球贸易体系中的地位变化。一是美国已从出口国转为进口国。1970s前美国贸易差额、净出口占GDP份额大多为正数，即美国出口大于进口，对GDP有正向支撑，1930年关税法案引发的贸易战则直接冲击了美国出口，拖累美国经济；对比当前，美国是全球最大贸易逆差国，关税对本国出口的冲击更小，而通过进口推升通胀、冲击消费者开支的影响更大。二是美国霸权地位稳固，部分国家关税反击或有限。1930年关税法案颁布立即引发全球大规模关税报复；而此次对等关税计划正式公布前，已有多国（英/日/韩/印/越南/等）与美国就减免关税问题积极沟通和谈判；而美/加/墨三国更是深度融合、互为补充，最终对内部关税政策可能更加谨慎。
- 总体而言，关税政策无疑将加大美国经济的衰退风险；但历史对比显示，此次带来的通缩风险可能更低，短期更应关注通胀压力及其导致降息后置对经济的拖累。

### 1930年《斯穆特-霍利关税法案》颁布后部分国家报复性关税政策

时间	国家	贸易政策
1930-06	美国	1929年之后，随着全球经济逐步步入衰退，为保护其就业和农民免受外国竞争成为了政府的首要目标，胡佛总统批准了《斯穆特-霍利关税法》，法案提高了美国对超过两万种进口商品的关税，将可征税的进口品税率从39%提高到59%
1930-06	西班牙	实施报复性关税(Waist Tariff)，对几乎全部美国商品关税提升，其中汽车关税提高至 100%-150%
1930-06	意大利	宣布全面对美国出口至意大利的汽车、农业生产器械和无线电设备进行征税其中对汽车征税超150%
1930-06	瑞士	全面抵制美国商品，1930 年对美进口下跌达 29.6%
1930-09	加拿大	通过了紧急关税修订(Canadian Emergency Tariff)，对美国几乎所有重要产业关税增加近50%

资料来源：Mark Milder，平安证券研究所

### 1970s起美国贸易差额持续为负



资料来源：UN Stats，圣路易斯联储，Wind，平安证券研究所

# 结论：关税政策在增加关税收入的同时大幅推升美国滞胀风险

- 结合多家海外官方机构以及外资机构对特朗普关税政策影响的测算，预计关税收入增加的同时美国滞胀风险明显抬升。
- 关税收入方面，机构预计2025年特朗普的关税政策将使得未来十年（2026-2035年）关税收入增加2.85至7万亿，其中据CNN新闻3月31日报道，白宫官员称预计特朗普关税计划将在未来十年带来6万亿美元关税收入；
- 经济增长方面，机构预计不同关税情境下，2025年美国GDP的拖累为0.4pct至1.5pct，此外，巴克莱在4月2日关税公布后将2025年四季度失业率水平从4.2%上调至4.6%；
- 通胀方面，机构预计不同关税情境下，2025年PCE通胀将提升1.3pct-2.3pct，此外，Citi预计若4月2日关税政策实施将推升核心CPI一个百分点（假设50%被转嫁给消费者）。

## 海外官方机构对特朗普关税政策的影响测算

海外官方机构	关税假设	2025年GDP变动	2025年Q4实际GDP变动	中长期实际GDP变动	2025年PCE变动	2026-2035年关税收入
耶鲁	仅考虑4月2日关税政策，不考虑其他生效的关税及报复	—	-0.54%	-0.35%	1.31%	—
	2025年以来所有关税（包括4月2日）以及4月2日前所有关税报复	—	-0.87%	-0.56%	2.31%	—
	10%全球关税+60%对华关税（没有报复）	（实际GDP）-0.5%	—	—	1.56%	—
	10%全球关税+60%对华关税（有报复）	（实际GDP）-0.6%	—	—	1.66%	—
Tax Foundation	2025年以来所有关税以及对等关税后中国、加拿大的报复计划	-0.70%	—	—	—	2.85万亿美元（其中10%全球基础关税带来关税收入1.5万亿美元）
CEPII	对除墨西哥、加拿大外所有国家额外加征10%，同时对中国加征60%，所有贸易伙伴实施报复	-1.30%	—	—	—	—
PIIE	10%全球关税+60%对华关税	-0.42%	—	—	2.04%	—
CRFB	10%对华关税	—	—	—	—	2000亿美元
白宫	特朗普关税计划	—	—	—	—	6万亿美元左右

## 外资机构对特朗普关税政策的影响测算

外资机构	通胀	GDP	失业率	关税收入
巴克莱	2025Q4核心CPI同比从3.6%上调至4.1%；核心PCE从3.2%上调至3.7%	2025Q4实际GDP增速为-0.1%	2025Q4失业率从4.2%上调至4.6%	—
Citi	核心CPI同比上行1%（假设50%被转嫁给消费者）	—	—	每年7000亿美元
高盛	—	2025Q4 GDP增速从1.0%下调至0.5%（未来12个月衰退概率从35%提升至45%）	—	—
安永	2025年底核心通胀率接近4%	—	—	—
德意志银行	—	2025年GDP增速降低1%-1.5%	—	—

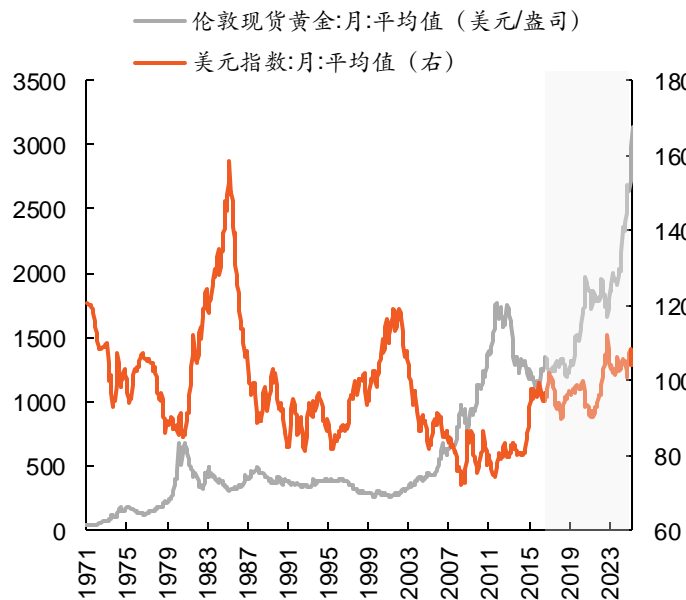
资料来源：Yale Budget Lab, Tax Foundation, CEPII, PIIE, CRFB, CNN, 平安证券研究所

资料来源：Barclays, Citi, CBS News, 平安证券研究所

# 近年来美元信用出现减弱趋势

- 近年来，随着美国债务风险加深、全球经济重心有所转移，黄金作为“新货币锚点”崛起，美元信用体系正出现松动。
  - 1) 美元对金价的解释能力在减弱。近年来美元和黄金价格走势出现背离，打破了长期以来二者之间的负相关关系，其背后是美元信用体系的松动与黄金独立性的增强。伴随全球局势不确定性升温，央行购金规模加速提升，黄金避险属性凸显，2022年来全球央行每年的购金量均超过1000吨，COMEX黄金在2023年初至2025年4月2日间累计涨幅达到74.5%。
  - 2) 美元在全球外汇储备的份额下降。随着新兴经济体的崛起与全球经济格局的多极化，全球外汇储备体系也逐渐降低对美元的依赖，储备货币更加多元。根据IMF统计的全球已分配外汇储备份额数据，截至2024年末，美元在全球外汇储备中的份额降至58%，较2000年下降13.7个百分点；国际储备货币更加多元化，加元、澳元、人民币等币种的份额均有所提升。

## 近年来美元指数对金价的解释力减弱



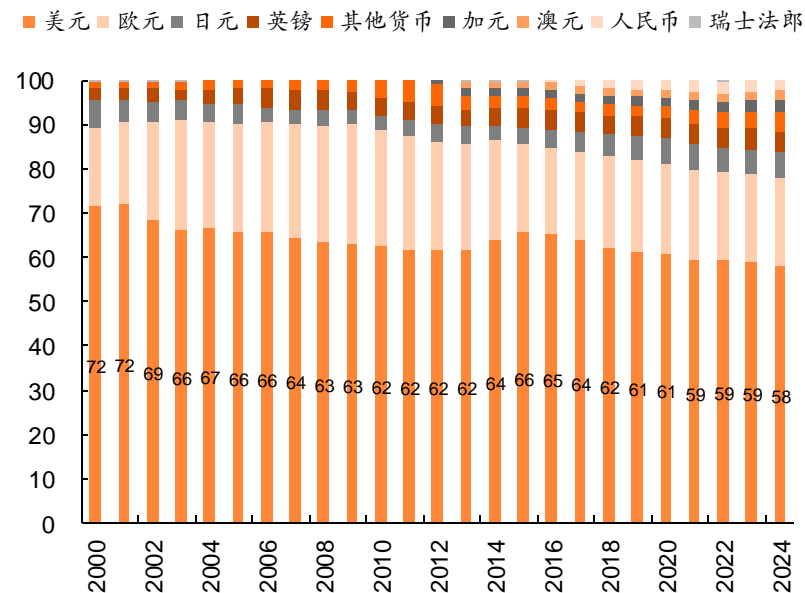
资料来源: Wind, 平安证券研究所; 数据截至2025年4月2日

## 近年来全球央行购金量持续提升



资料来源: Wind, 平安证券研究所; 数据截至2025年4月2日

## 2024年美元在全球的外汇储备份额降至58% (%)

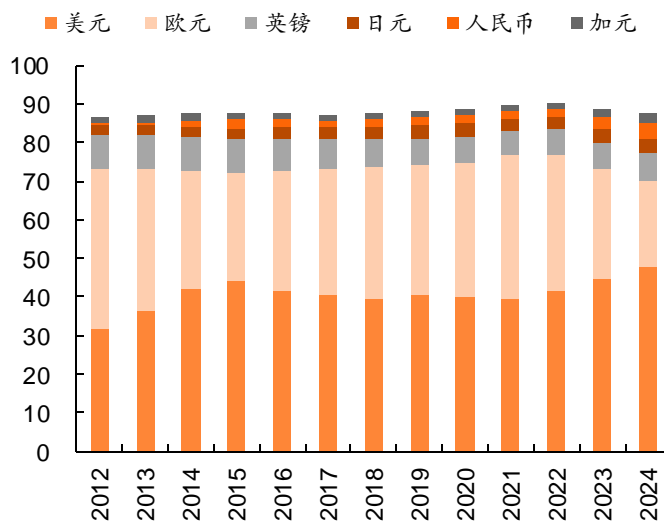


资料来源: Wind, 平安证券研究所; 数据截至2025年4月2日

# 美元信用体系基础是美国多领域的绝对优势

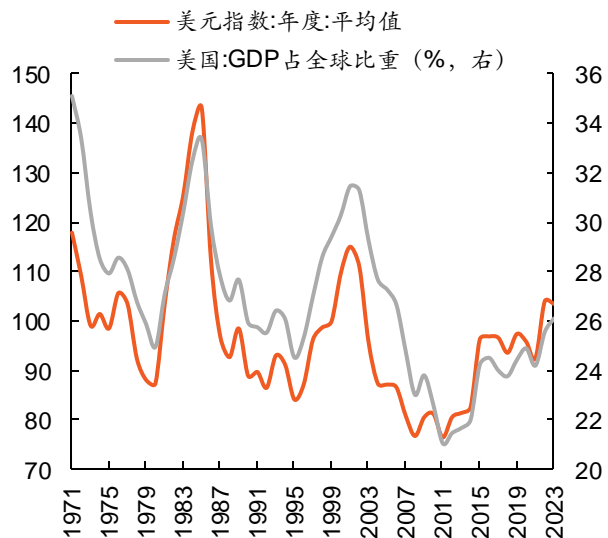
- 1977年布雷顿森林体系解体后，尽管美元与黄金脱钩，但其在国际货币体系中的地位并未动摇。以美国经济、金融、军事上的绝对优势为基础，美元成为国际货币体系的核心，并延续至今。
  - 1) 经济优势：美国庞大的内需市场长期充当了全球最后消费者角色，因而美国经济实力与美元强弱高度相关（1971-2023年美元指数与美国GDP份额的相关系数高达82%）。经济优势确保了美元在国际贸易结算体系中处于绝对优势地位
  - 2) 金融优势：美国控制国际资金清算系统（SWIFT）和纽约清算所银行同业支付系统（CHIPS），掌握全球美元交易结算权，巩固美元地位。
  - 3) 军事优势：其一，美国通过北约联盟和军事干预（如海湾战争）维护中东石油美元通道的稳定性，强化美元作为“安全资产”的属性。其二，北约成员国、五眼联盟等国家在安全上依赖美国，被动接受美元结算体系。

## 美元在国际支付中的份额长期位居第一 (%)



资料来源：Wind，平安证券研究所

## 美国经济实力与美元周期高度相关



资料来源：Wind，平安证券研究所

## 布雷顿森林体系解体以来美元霸权的巩固与发展

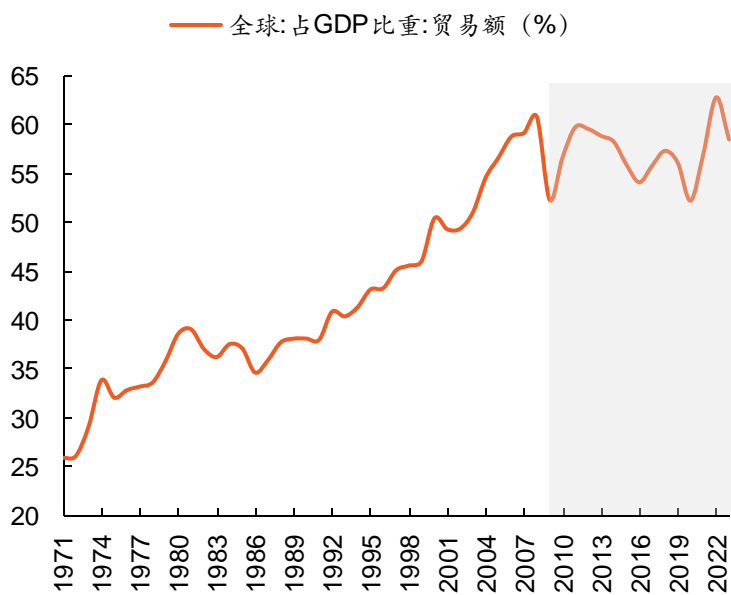
- 1971 -- 尼克松宣布美元与黄金脱钩，**布雷顿森林体系崩溃**
- 1973 -- 石油危机爆发，OPEC大幅提价，美国利用其在中东的影响力，推动石油交易以美元计价结算，**开启“石油美元”时代**
- 1980 -- 美国通过**高利率政策**吸引全球资本流入，同时里根政府大力推动**金融市场的自由化和国际化**，提高美元吸引力
- 1991 -- 苏联解体，美国经济和军事优势进一步巩固美元的国际地位
- 1994 -- 北美自由贸易协定 (NAFTA) 生效，美国加强与加拿大、墨西哥的经济一体化，进一步扩大美元的使用范围
- 1999 -- 欧元诞生，美国发动科索沃战争，**确保美元在欧洲的主导地位**
- 2001 -- 美国发动阿富汗战争，通过军事手段**维护在中东地区的影响力**
- 2003 -- 美国发动伊拉克战争，进一步**确保石油美元体系的稳定**
- 近年来 -- 美国利用SWIFT等系统频繁对俄罗斯、伊朗、朝鲜等国实施金融制裁，**美元武器化**

资料来源：华尔街日报，中国贸易救济信息网，平安证券研究所

# 特朗普政策正在冲击美元信用体系的基础

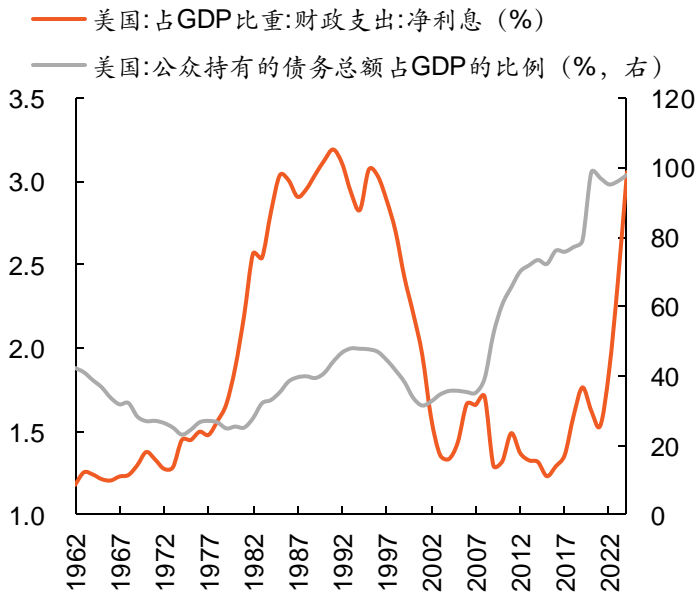
- 特朗普政府的贸易保护、对内减税、制造业回流、美国优先等政策主张正在全方位冲击美元信用体系的基础；这不仅可能使得美元指数年内的走势大幅弱于市场预期，也将为整个国际金融体系的前景带来巨大的不确定性。
  - 1) 贸易政策：特朗普推行贸易保护主义，对全球多国加征高额关税。其一，贸易成本上升，降低对美元结算的需求和依赖，加速非美元结算体系建立；其二，贸易摩擦加剧，破坏全球产供应链，削弱美元作为全球贸易货币的稳定性；其三，推升美国通胀，削弱美元购买力。
  - 2) 财政政策：特朗普主张对内减税，美国财政赤字或进一步扩大，主权信用风险加重，同时潜在的赤字货币化风险积累美元贬值压力。
  - 3) 货币政策：特朗普多次干预美联储决策，这将导致国际资本市场对美联储作为“全球央行最后贷款人”的质疑加深，冲击美元信用。
  - 4) 产业政策：特朗普推动制造业回流，加速全球产业链供应链重组，这可能减少美元在国际分工中的流动性优势。

## 近年来全球经贸合作趋缓



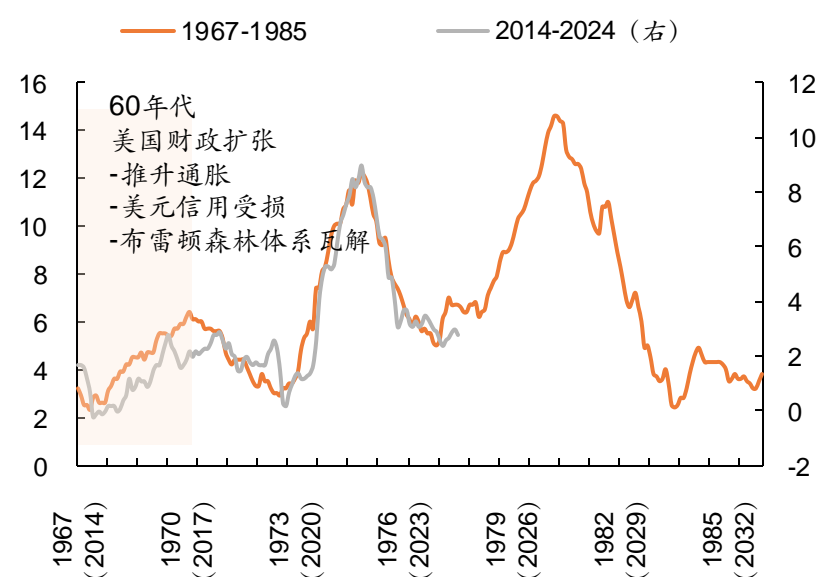
资料来源：Wind，平安证券研究所

## 美国政府债务水平高企



资料来源：Wind，平安证券研究所

## 特朗普或进一步推升通胀 (CPI当月同比, %)

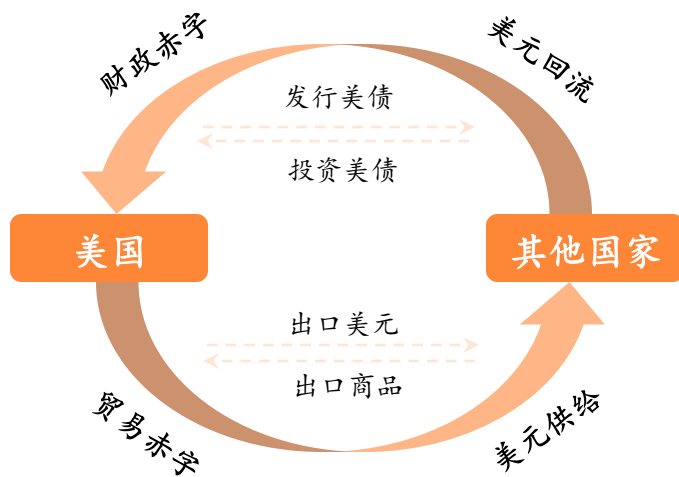


资料来源：Wind，平安证券研究所

# 强势美元或难实现

- **5) 外交政策：**特朗普推行美国优先与单边主义。一是退出多边合作框架，致使非美元主导的合作框架加速建立；二是特朗普“交易式外交”损害传统盟友关系，如对欧盟加征关税、强制北约盟友增加军费，北约功能空心化，美国军事霸权地位弱化。
- 此外，近年来在逆全球化、特朗普政府推进“美国优先”政策的背景下，各国意识到美元霸权和以美元信用为核心的体系，对其自身经济金融安全构成了巨大风险。因此，各国都在谋求建立脱离美元霸权的国家结算体系（例如，BIS香港创新中心、泰国央行、阿联酋央行、中国央行数字货币研究所和香港金管局自2022年起联合建设多边央行数字货币桥（mBridge）项目，致力于打造以央行数字货币为核心的跨境支付解决方案）。这样的趋势将进一步削弱美元作为国际货币体系核心的位置。
- 总体而言，特朗普政策致力于削减贸易赤字与财政赤字，而前者对应美国经常账户逆差，后者对应资本与金融账户顺差，是构成全球美元流动的基础。若从美元循环的角度来看，特朗普政策对于美元的全球流动都有显著的负面影响。在这样的背景下，强势美元或难实现。

① 双赤字下的美元循环



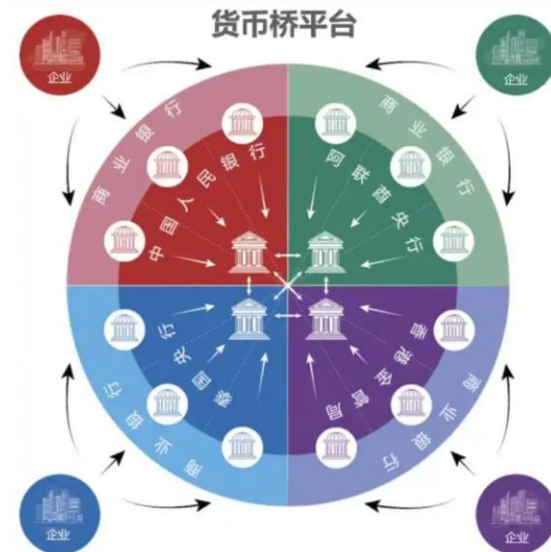
资料来源：Wind，平安证券研究所

② 特朗普政策下，强势美元或难实现



资料来源：Wind，平安证券研究所

③ 脱离美元体系：多边央行数字货币桥项目



资料来源：中国联通官网，平安证券研究所



# CONTENT 目录

- 特朗普关税政策的来龙去脉
- 关税对美国及美元体系的影响
- 各国的应对措施及影响分析
- 资本市场表现及后续关注点

## 各国反应不一，整体偏软

- 面对特朗普关税，各国反应不一。其中，中国立即实施反制，宣布自4月10日起对原产于美国的所有进口商品加征34%关税；欧洲态度强硬，主张优先谈判，但同时推出对部分美国商品分两批征收25%关税的反制计划；东南亚国家积极与美国谈判，例如越南愿意对美国进口商品实施零关税等；其余国家如日本、韩国等大多表态温和，未提及实施报复性关税。

### ◎ 各国和地区对特朗普关税政策的回应

发布日期	国家/地区	简要内容	具体表态
2025/4/2	以色列	取消所有对美关税	以色列政府发布声明，称以色列将取消迄今为止对所有自美国进口的商品征收的关税。
2025/4/4	中国	对美加征34%关税	中国国务院关税税则宣布自4月10日起对原产于美国的所有进口商品，在现行适用关税税率基础上加征34%关税。现行保税、减免税政策不变，此次加征的关税不予减免。
2025/4/7	欧盟	优先谈判并准备反制	欧盟委员会表示，已提出一项“零对零”关税协议，以避免与美国爆发贸易战，欧盟各国部长同意优先进行谈判，同时准备对部分美国进口商品分批征收25%的关税，第一批将于5月16日生效，其余将于12月1日生效。
2025/4/3	法国	投资暂停一段时间	法国总统马克龙表示，“只要与美国的局势没有得到解决，未来的投资、过去几周宣布的投资就应该暂停一段时间。”此外，法国财政部长称正在考虑对美国数字服务征税。
2025/4/7	德国	呼吁迅速采取行动	德国候任总理呼吁迅速采取行动，确保德国的竞争力，并称关税问题现在必须成为联合政府关注的核心。
2025/4/3	英国	提出削减对美关税	据消息人士透露，英国已经提出削减进口美国牛肉和鱼类的关税，此外，英国政府准备提出一个更大的条件：降低美国大型科技公司在英国缴纳的税款。
2025/4/3	日本	没有就报复行动表态	日本首相石破茂周四表示，他对日本未能获得特朗普的新关税豁免感到失望，并承诺采取措施帮助国内产业应对新关税带来的影响，日本官员没有就可能采取的报复行动作出任何表示。
2025/4/3	韩国	尽快赴美谈判	召开紧急会议后，韩国临时领导人韩德洙周四表示，韩国政府的目标是尽快派遣贸易部长赴美谈判。
2025/4/3	印度	不会征收报复性关税	印度官员透露，印度不会对美国进口产品征收报复性关税。
2025/4/4	越南	愿意实施零关税	越共中央总书记苏林与美国总统唐纳德·特朗普就越美关系通电话，越南愿意对从美国进口的商品实行零关税，并继续在越南有需求的前提下进口更多美国产品，同时鼓励美方企业扩大对越投资并为其创造便利条件。
2025/4/4	阿根廷	不会进行关税报复	阿根廷总统米莱表示，他不会特朗普的对等关税进行报复，并将确保阿根廷的出口符合要求。

资料来源：白宫，CBS News，NPR，新华网，国务院，越通社，环球时报，Buenos Aires Times，Politico，国会山报，CBC，平安证券研究所

# 美国重要贸易伙伴加拿大、墨西哥对特朗普关税态度不一

- 从与美国的贸易占比看，当前墨西哥（14.7%）、加拿大（13.7%）分别为美国前两大贸易伙伴。特朗普上任以来先后就墨、加25%关税，全球钢铝、汽车25%关税与两国展开三轮博弈，从反应来看，墨西哥较柔和，加拿大则在关税生效后立即反制。
- 第一轮针对加、墨25%关税：起初加拿大、墨西哥均即时配合美国进行边境管理以换取关税延期，但在针对加、墨25%关税于3月4日短暂生效时，加拿大立即对美国进口的300亿美元商品加征关税，尽管特朗普于3月7日再度推迟关税，加拿大也未停止关税报复。而对比之下，墨西哥口头宣称报复却从未公布具体细节。

## ◎ 加拿大、墨西哥针对第一轮25%关税的表态

国家	日期	政策内容	关税政策当前状态
美国	2025/2/1	特朗普宣布非法移民和芬太尼的威胁构成了《国际紧急经济权力法》（IEPEA）的国家紧急情况。2月4日起将对加拿大和墨西哥进口的进口征收25%的征收，其中来自加拿大的能源资源将降低为10%的关税。	符合美墨加协定的商品豁免
加拿大	2025/2/1	加拿大总理表示，将对包括啤酒、葡萄酒、木材和电器在内的1,550亿美元美国商品征收25%的关税，其中300亿美元将于周二开始生效，1,250亿美元将于21天后生效。	仅300亿美元商品关税于3月4日正式实施
墨西哥	2025/2/1	墨西哥总统称正指示其经济部长实施报复性关税，但未透露细节。	未实施
加拿大	2025/2/3	加拿大总理称美国关税将暂停，并表示加拿大政府将任命一位“芬太尼沙皇”并成立“加拿大-美国联合打击部队”，打击有组织犯罪、芬太尼和洗钱。	—
美国	2025/2/3	由于墨西哥、加拿大同意配合特朗普控制芬太尼与边境非法移民的计划，特朗普宣布将对墨西哥与加拿大实施的关税政策延后30天。	符合美墨加协定的商品豁免
墨西哥	2025/2/20	美国国防部表示，美国与墨西哥已经签署了一份联合谅解声明，将在各自边境一侧开展协调巡逻合作，并加强信息共享。	—
美国	2025/3/4	此前被延期一个月的对自墨西哥、加拿大的进口商品新征收的25%关税生效。	符合美墨加协定的商品豁免
加拿大	2025/3/4	加拿大总理表示特朗普对加拿大进口商品征收关税是“非常愚蠢的行为”，将立即对美国进口的300亿美元商品征收关税，如有必要，加拿大将在21天内再针对价值1250亿加元的商品征收关税。	仅300亿美元商品关税于3月4日正式实施
墨西哥	2025/3/4	墨西哥总统谴责特朗普对从墨西哥进口的商品征收25%的关税，并表示墨西哥政府将采取自己的应对措施，但没有立即提供细节。	未实施
美国	2025/3/6	3月7日起推迟对所有来自墨西哥、加拿大受美墨加自由贸易条约（USMCA）涵盖的产品征收关税，这项豁免将持续到4月2日。此次推迟是特朗普在与墨西哥、加拿大谈判之后采取的。同日，特朗普称赞墨西哥总统在边境管制方面的功劳但指责加拿大总理试图在政治上利用加拿大人对关税的焦虑。	符合美墨加协定的商品豁免
加拿大	2025/3/6	加拿大总理同样公开批评特朗普，称预计在可预见的未来，加拿大和美国将陷入贸易战。	—

# 美国重要贸易伙伴加拿大、墨西哥对美关税态度不一

- **第二轮钢铝25%关税：** 关税落地前，加拿大先通过对美提高电价进行反击，后因受到特朗普将把钢铝关税扩大至50%的威胁，取消提高电价计划。但在3月12日钢铝25%关税落地当天，加拿大宣布次日对200亿美元的美国商品征收报复性关税。而对比之下，墨西哥则表示不会对美国采取报复性关税措施。
- **第三轮汽车25%关税：** 尽管25%汽车关税对符合《美墨加贸易协定》进口汽车的“美国含量”部分实施了豁免，在4月3日政策生效当日，加拿大宣布将效仿美国的做法，对所有不符合《美墨加贸易协定》的美国进口汽车征收25%的关税，4月8日加拿大财政部宣布该关税于4月9日生效。而对比之下，墨西哥则表示正在与特朗普政府谈判以降低汽车关税的影响。

## 加拿大、墨西哥针对第二轮钢铁、铝25%关税的表态

国家	日期	政策内容	关税政策当前状态
加拿大	2025/3/11	加拿大一个向美国出口电力的省份将对美国三个州的电价上调了25%，以报复特朗普的关税。	未实施
美国	2025/3/11	特朗普表示他将把定于3月12日生效的关税对加拿大的钢铁和铝的计划关税从25%翻倍至50%，称这是对安大略省政府对出售给美国的电力价格上涨的回应。	未实施
美国	2025/3/11	特朗普下午取消对来自加拿大的钢铁和铝的关税翻倍至50%的承诺，这一转变发生在一名加拿大官员也放弃了对电力征收25%附加费的计划之后。	—
加拿大	2025/3/12	加拿大财政部长表示，将对价值298亿加元（约合200亿美元）的美国进口商品（126亿美元的钢铁、30亿美元的铝、额外142亿美元的美国商品）征收报复性关税，3月13日生效，以回应特朗普的钢铝关税。	已实施
墨西哥	2025/3/13	墨西哥总统表示，墨西哥不会立即对美国的钢铝进口关税采取报复措施，因为墨西哥正在等待美国计划于4月采取的全球互惠关税措施。如果美国的决定不是对等的，“因为墨西哥实际上没有对美国商品征收关税，那么我们将采取我们的措施，”她补充道。	—

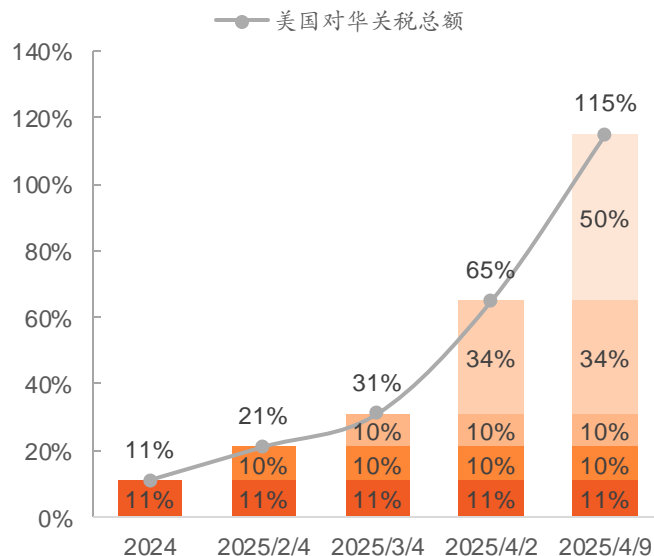
## 加拿大、墨西哥针对第三轮汽车25%关税的表态

国家	日期	政策内容	关税政策当前状态
美国	2025/3/26	4月3日起将对所有不在美国本土制造的汽车，以及特定汽车零部件加征最高25%关税。根据《美墨加贸易协定》进口汽车的企业将有机会证明其“美国本土含量”，25%的关税仅适用于非美国原产部分的价值。如果“非美国本土含量”有夸大，则25%的关税将适用于汽车的全部价值。	符合美墨加协定的汽车可豁免“美国含量”部分
加拿大	2025/4/3	加拿大总理表示，将效仿美国的做法，对所有不符合美墨加贸易协议的美国进口汽车征收25%的关税，这项新措施将适用于价值356亿加元（253亿美元）的进口商品。但新关税不适用于汽车零部件，也不会影响来自墨西哥的汽车零部件。	已实施
墨西哥	2025/4/3	墨西哥经济部长表示，墨西哥正在与特朗普政府谈判，以降低汽车零部件和成品车关税的影响，目标是在未来40天内达成协议。	—
加拿大	2025/4/8	加拿大财政部表示，4月9日起对所有不符合美墨加贸易协议的美国进口汽车征收25%的关税。此外，还将为汽车生产商制定一个减免框架，以激励在加拿大的生产和投资，具体细节将很快公布。	已实施

# 中国：迅速而有力地反制

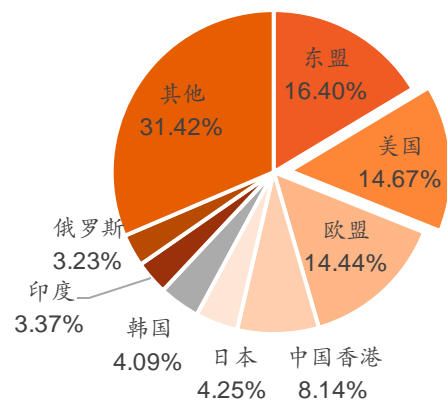
- 针对美国本轮加征关税，中国政府予以了迅速而有力的反制措施，主要体现在关税加征、出口管制、反垄断调查、诉诸多边机制等方面。
- 尽管在上一轮贸易战后至至今，中国出口国别结构中的美国占比已经从2017年的18.22%降至2024年的14.67%，但目前为止美国仍是中国第二大贸易伙伴，中美贸易顺差对国内增长的贡献仍然不可忽视。对中国而言，加征关税无疑将直接冲击中国对美出口、拖累整体出口，进而对经济增长造成负面影响。

## 美国对华关税税率将达115%



## 中国出口结构中的美国占比 (2024)

中国出口国别结构 (以美元计价, 2024)



## 2025年以来中国针对美国关税的反制措施

时间	类别	具体措施
2025年2月4日	对部分商品加征关税	2月4日，中国政府宣布自2025年2月10日起，对美国部分输华产品加征10%至15%关税，以反制美国政府对所有中国输美商品加征10%关税的决定，包括煤炭和液化天然气加征15%，原油、农业机械、大排量汽车等加征10%等。
2025年4月4日	稀土全链条管制	对钆、钇、铽、镝、铟、铋等7类中重稀土相关物项实施出口管制，限制美国军工和新能源产业获取关键原材料。
2025年4月4日	实体清单扩容	将16家美国实体（如高点航空技术公司）列入出口管制管控名单，禁止出口半导体设备、通信加密技术等两用物项。
2025年4月4日	不可靠实体清单	将11家涉台军售美企（如斯凯迪奥公司）列入清单，禁止在华投资及进出口活动。
2025年4月4日	非关税壁垒	暂停C&D (USA) INC.企业高粱输华资质（年进口量约50万吨）；暂停3家美国企业禽肉骨粉输华资质。
2025年4月4日	法律与行政措施	在WTO起诉美国“对等关税”违反国际贸易规则，要求美方取消相关措施。
2025年4月4日	产业竞争力调查	对原产于美国、印度的进口医用CT球管发起反倾销立案调查，并首次实施国内产业竞争力调查。
2025年4月10日	全面关税加征	中国自2025年4月10日12时01分起对原产于美国的所有进口商品加征34%关税，叠加原税率后综合税率达46%-54%，覆盖农产品、能源、汽车、半导体等全品类。
2025年4月10日	行业针对性加税	对美产新能源汽车（如特斯拉Model 3）加征34%关税，并限制其在华充电网络接入。

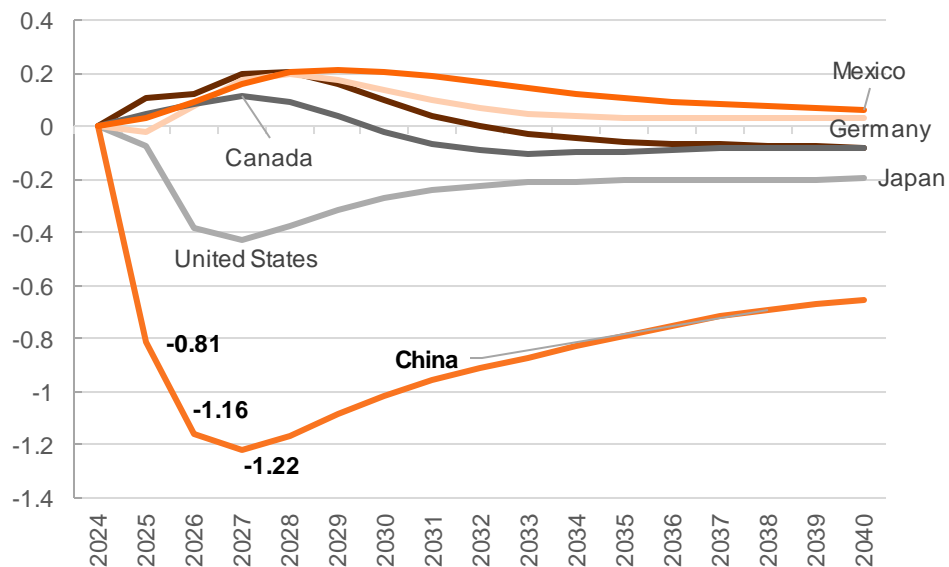
资料来源：白宫，Edition，平安证券研究所

资料来源：商务部网站，Wind，平安证券研究所

# 中国：出口和增长将受到关税影响

- 第一，关税对中国GDP增速的拖累可能接近1个百分点。
- 在本轮关税落地之前，已有大量研究对此进行了测算。考虑额外54%、再次加征50%、加总后约104%的额外关税幅度，已超出最悲观的市场预期（此前最悲观测算为60%关税）；且中国已相应宣布了34%关税的反制措施，这意味着双方关税生效之后，对出口和增长的负面影响可能大于此前的所有预测。

PIIE: 美国对中国加征60%关税+中国反制, 对各国GDP影响 (%)



资料来源：PIIE，平安证券研究所

## 学术机构及外资投行对关税冲击中国GDP增速的测算

研究机构	关税幅度	对GDP增速的拖累	具体阐述
高盛	20%	0.7	基本假设是明年美国对中国商品的关税增加幅度加权平均后为20%，若美国一季度就对中国加20%关税，对中国的影响可能会集中在二、三季度显现出来，全年对中国GDP增长将造成0.7个百分点的拖累
中国宏观经济论坛 (CMF)	20%	0.26	2024年，中国对美国出口占中国出口总额的比重为14.7%。根据对出口与关税弹性的测算，新增20%的关税将导致中国2025年整体出口下降2%。若不再加征关税，出口下降幅度为2%；而若实施“对等关税”，中国出口将下降3.5%。根据经济增长对出口弹性测算，新增20%的关税会使中国今年GDP增速下降0.15个百分点，如果特朗普征收“对等关税”GDP增速会下降 <b>0.26个百分点</b> 。
CF40	20%	0.50	在20%的关税冲击下，我国对美出口或将下降约6000亿元，对GDP的拖累接近0.5个百分点
清华大学中国与世界经济研究中心	25%	0.34	如果美方将关税提升至25%，中国对美出口量将下降11%，将拖累中国GDP增速0.4个百分点。如果中国采取反制措施，则中国净出口直接受到的影响将下降到400亿美元，对中国GDP增速的拖累也将从不加报复性关税的0.4个百分点下降到 <b>0.34个百分点</b> ，即反制措施可直接对冲GDP增速0.06个百分点。
彼得森国际经济研究所 (PIIE)	60%	0.81	根据海外智库PIIE2025年1月的研究，若美国对中国加征60%关税，且中国实施反制，对中国2025-2028年GDP增速的影响分别是 <b>-0.81、-1.16和-1.22个百分点</b> ；对通胀的影响在2025年最大，约提升0.4个百分点。

资料来源：高盛，CMF，CF40，清华大学中国与世界经济研究中心，PIIE，平安证券研究所

# 中国：对东南亚转口贸易影响较大

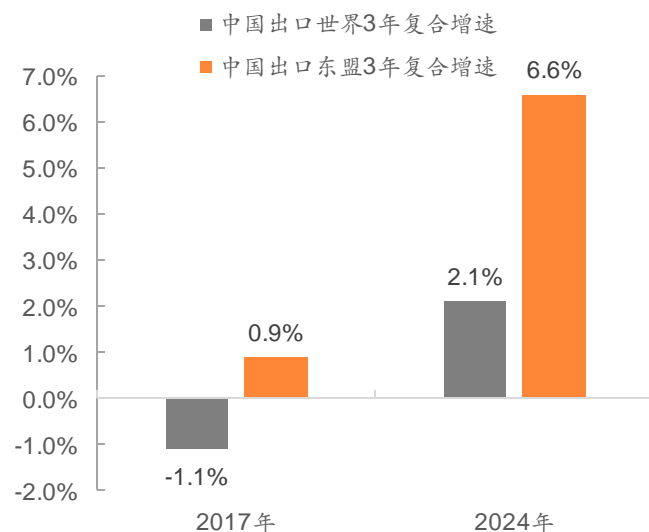
- 第二，关税对中国借道东南亚的转口贸易影响较大。
- 2018年上一轮中美贸易战之后，中国对美国出口额大幅下降，对东南亚国家的出口额大幅度上升。与此同时，我们此前的研究显示<sup>1</sup>，2018年之后，美国进口商品中，中国份额下降最多的主要是劳动密集型产品，与此同时，相应进口商品的越南、泰国、印度、马来西亚等国份额则有所上升。这意味着，中国可能有数量可观的商品通过东南亚的转口贸易销往美国。
- 近年来，中国企业加快了出海进程，新能源车、动力电池、光伏、消费电子等行业的龙头企业纷纷通过生产基地、供应链等出海；东南亚也是中国企业出海的重要目的地，因此，关税对出海东南亚的企业也将构成较大负面冲击。

## ◎ 各行业龙头公司出海目的地

行业分类	龙头公司	生产线/供应链出海
新能源整车	比亚迪	美国、摩洛哥、匈牙利、巴西、泰国
动力电池	中伟股份	印度尼西亚、摩洛哥、韩国、芬兰
	容百科技	韩国（投建）、欧美（计划）
	宁德时代	德国、印度尼西亚、匈牙利
光伏	晶科能源	马来西亚、越南、美国
	隆基绿能	越南、马来西亚
消费电子	Vivo	印度
	小米	印度

资料来源&注1：见报告《中国制造业产业链转移观察（下）：出口结构与龙头企业中的产业转型映射》，平安证券研究所

## ◎ 2017年后我国出口东盟增速提升明显



资料来源：Wind，平安证券研究所

## ◎ 东盟占我国出口份额明显增长但面临较高关税

国家/地区	出口份额变化（2024年较2017年）	4月2日针对国家的对等关税幅度
欧盟	-2.0%	20%
德国	-0.2%	—
荷兰	-0.4%	—
法国	0.0%	—
意大利	0.0%	—
美国	-4.3%	—
东盟	4.1%	—
越南	1.4%	46%
马来西亚	1.0%	24%
泰国	0.7%	36%
新加坡	0.2%	10%
印度尼西亚	0.6%	32%
菲律宾	0.0%	17%
日本	-1.8%	24%
中国香港	-4.2%	—
中国台湾	0.2%	32%
韩国	-0.4%	25%
澳大利亚	0.1%	10%
俄罗斯	1.3%	—
印度	0.4%	26%
英国	-0.3%	10%
加拿大	-0.1%	—
新西兰	0.0%	10%
拉丁美洲	2.0%	—
巴西	0.7%	10%
非洲	0.8%	—
南非	0.0%	30%

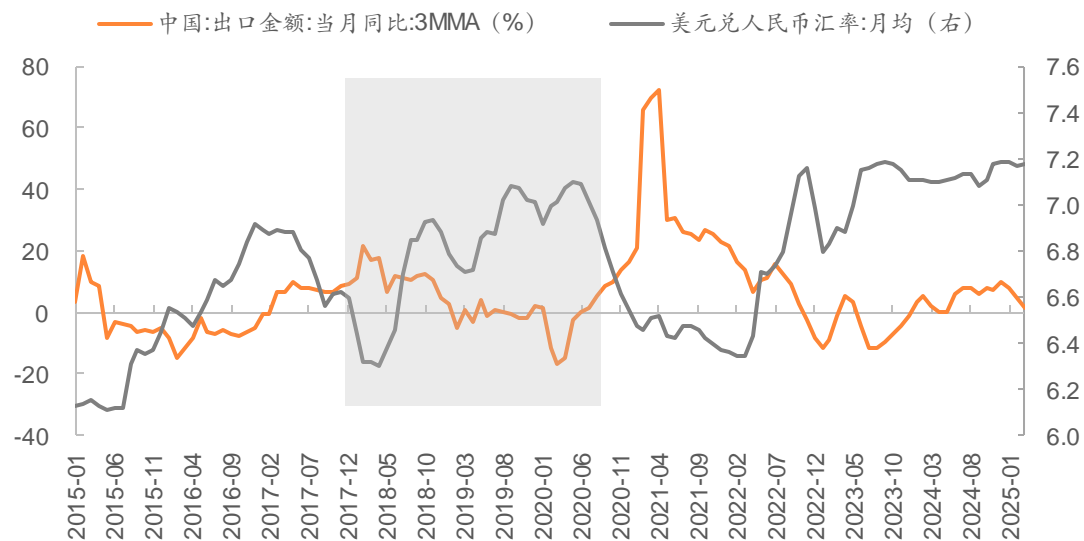
资料来源：Wind，平安证券研究所

# 中国：人民币汇率短期承压

- 第三，人民币汇率短期面临一定贬值压力。

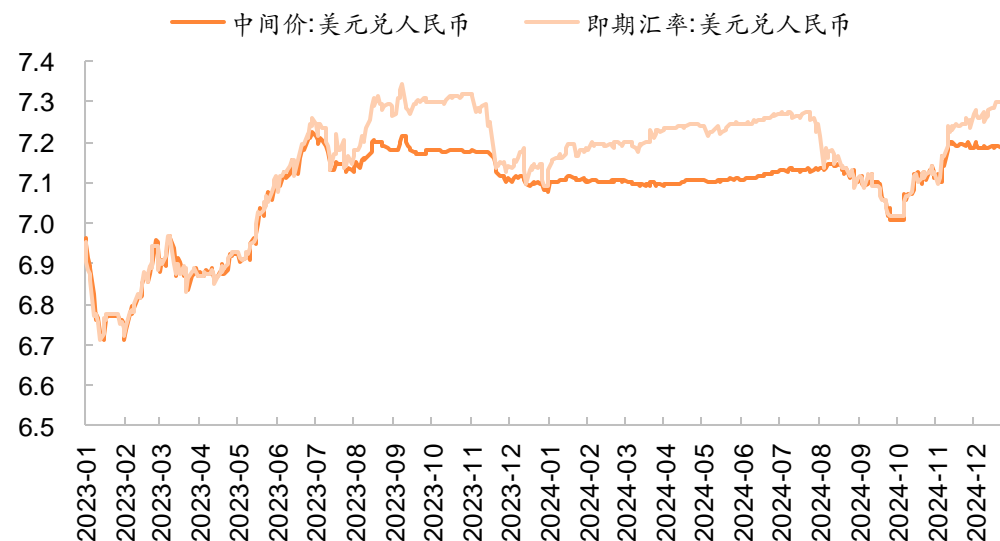
- 上一轮贸易战期间，加征关税引发的人民币汇率相对美元贬值，一定程度上对冲了出口部门在贸易摩擦中受到的负面冲击。从本轮的情况看，最近两个季度人民币汇率面临的贬值压力凸显，且央行有意通过中间价的调控稳住汇率。今年以来，中国人民银行也屡次强调“要坚定不移保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定”。如果政府将维稳汇率的目标放在较为重要的位置，则意味着汇率贬值对关税的缓冲作用可能比较有限。
- 但从理论上讲，两个大国之间互加关税，对双边汇率的影响存在不确定性。短期看，加征关税直接冲击两国贸易，对顺差国的汇率形成贬值压力，而短期的国际资本流动则可能助推这个趋势；但中长期看，汇率趋势最终取决于两国贸易品在全球的竞争力，以及中长期潜在经济增速的对比。

📍 2018年上一轮贸易战期间，人民币兑美元汇率贬值



资料来源: Wind, 平安证券研究所

📍 中间价与即期汇率之差显示，当前人民币面临的贬值压力较大



资料来源: Wind, 平安证券研究所



# CONTENT 目录

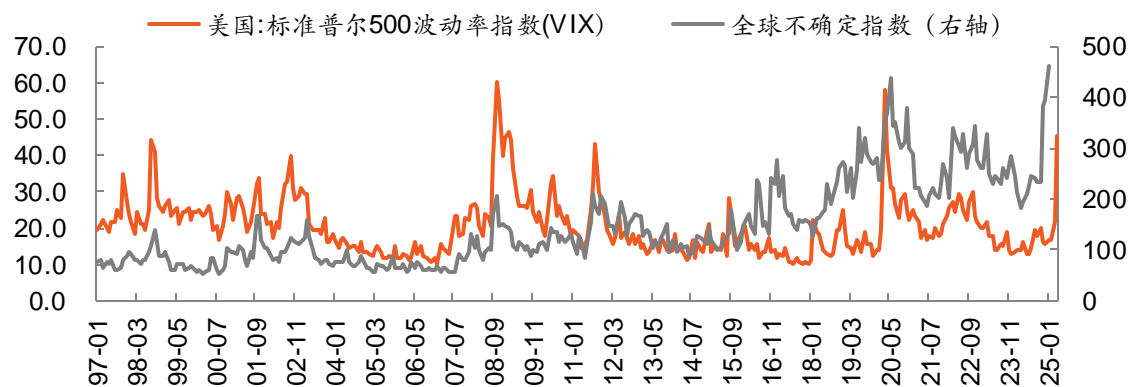
- 特朗普关税政策的来龙去脉
- ◎ 关税对美国及美元体系的影响
- ◎ 各国的应对措施及影响分析

资本市场表现及后续关注点

# 大类资产表现：关税政策颁布后全球资产开启risk off模式

- 特朗普关税冲击下，全球资产开启risk off模式。关税政策宣布后两日，各国权益市场均大幅下跌，VIX指数飙升；美股、美债利率、美元均下行；原油价格大幅下跌，黄金先后因避险情绪升温、Margin Call而先涨后跌。

## 风险指飙升至历史高位



资料来源：Policy Uncertainty，平安证券研究所；数据截至2025年4月4日

## 大类资产表现：债券、大宗商品与外汇

	近2周变动	月初至今	2025年初至今	近12个月走势
<b>债券</b>				
10Y中国国债	-12.78	-9.49	4.28	
10Y美国国债	-24.00	-22.00	-57.00	
<b>大宗商品</b>				
ICE布兰特原油	-7.83%	-11.58%	-11.72%	
COMEX黄金	0.92%	-3.21%	15.79%	
COMEX白银	-11.94%	-15.07%	0.80%	
COMEX铜	-14.02%	-13.15%	9.06%	
<b>外汇</b>				
美元指数	-1.19%	-1.22%	-5.13%	
美元兑人民币	0.76%	0.73%	0.08%	
美元兑日元	-1.56%	-1.99%	-6.49%	
英镑兑美元	-0.11%	-0.12%	3.09%	

资料来源：Wind，平安证券研究所；数据截至2025年4月4日；注：债券单位为bp

## 大类资产表现：主要经济体股票指数

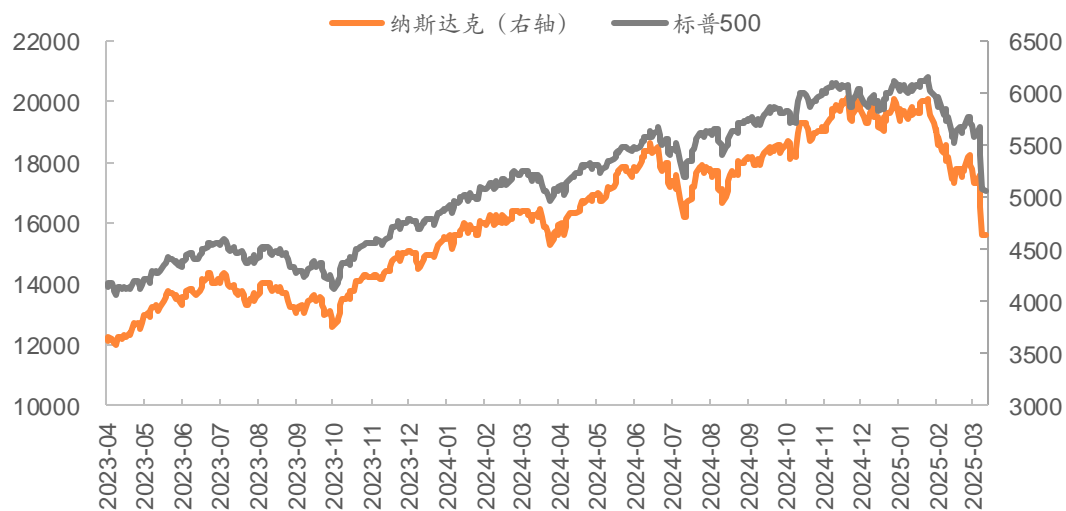
	近2周变动	月初至今	2025年初至今	近12个月走势
<b>股指</b>				
MSCI全球股票指数	-9.23%	-7.60%	-9.16%	
<b>发达市场</b>				
道琼斯工业指数	-8.74%	-8.78%	-9.94%	
标普500指数	-10.47%	-9.58%	-13.73%	
纳斯达克指数	-12.35%	-9.89%	-19.28%	
英国富时100指数	-6.84%	-6.15%	-1.44%	
德国DAX30指数	-9.83%	-6.87%	3.68%	
法国CAC40指数	-9.55%	-6.62%	-1.43%	
日经225指数	-10.34%	-5.16%	-15.33%	
富时新加坡STI	-2.56%	-3.69%	1.01%	
澳洲ASX200	-3.32%	-2.24%	-6.02%	
新西兰NZ50	0.92%	-0.36%	-6.75%	
恒生指数	-3.55%	-1.17%	13.91%	
<b>新兴市场</b>				
上证指数	-0.68%	0.19%	-0.29%	
沪深300	-1.36%	-0.66%	-1.87%	
创业板指数	-4.04%	-1.82%	-3.56%	
韩国综合指数	-6.72%	-0.63%	2.75%	
印度SENSEX指数	-2.00%	-2.65%	-3.55%	
越南胡志明指数	-7.09%	-6.11%	-4.78%	
台湾加权指数	-4.10%	2.91%	-7.54%	

资料来源：Wind，平安证券研究所；数据截至2025年4月4日；注：债券单位为bp

# 大类资产表现：美元资产交易衰退预期

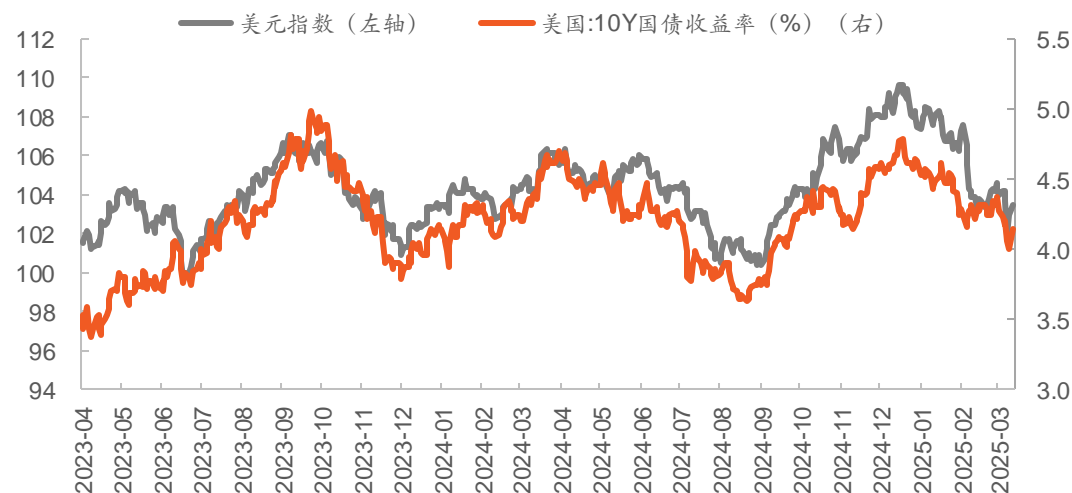
- 在美国经济放缓的大背景下，伴随通胀粘性持续，尤其是关税政策超预期，美元资产的风险偏好亦大幅度降低。关税政策宣布后两日，美股领跌，美元走弱，美债利率大幅下行。4月7日美元资产暂时止跌，当日有关4月9日特朗普将暂停大部分国家关税的谣言扰动市场，面对混乱的关税消息，市场等待4月9日关税落地情况。
- 股市方面，近2周（3月24日至4月4日）MSCI全球股指下跌9.23%，大部分国家股价大幅下行，标普500、纳指、道指分别下跌10.47%、12.35%、8.74%。4月7日纳指小幅收涨（0.1%），标普500（-0.2%）、道指（-0.9%）微跌。债市方面，近2周2年、10年期美债收益率分别下行26bp、24bp，4月7日分别回升5bp、14bp至3.73%、4.15%。商品及外汇方面，美元指数于4月3日下跌至101.9后反弹至4月7日的103.5；COMEX黄金在关税政策颁布后（4月3日至4月7日）因流动性回撤压力连续下行。
- 短期来看，关税政策的不确定性可能继续压制市场风险偏好，避险情绪或为主导，美股、美元继续受挫，利好美债、黄金。

📍 美国股票市场大幅度回落后短暂止跌



资料来源：Wind，平安证券研究所；数据截至2025年4月7日

📍 美元指数、美债利率回落后反弹



资料来源：Wind，平安证券研究所；数据截至2025年4月7日

# 大类资产表现：中国资产调整后企稳

- 4月7日，资金避险情绪浓厚，国债利率快速下行，A股、港股波动剧烈，其中，上证指数单日下跌7.34%，略逊于疫情后第一天；恒生指数单日下跌13.22%，为2000年以来最大单日跌幅，人民币汇率小幅贬值。4月8日，A股、港股均止跌企稳。
- A股方面，4月7日，大盘红利跌幅靠后，上证50、中证红利跌幅在7%内，小盘成长深度调整，北证50、中证2000分别下跌17.9%、12.8%；4月8日，A股企稳，北证50领涨（4.8%），中证红利亦表现不俗（2.6%）。
- 港股方面，4月7日，红利板块的公用事业、电讯业跌幅较小，科技相关医疗保健、非必需性消费、资讯科技业跌幅较大；4月8日，大部分行业上涨，仅综合业（-1.5%）、公用事业（-1.2%）小幅下跌，必需性消费（4.1%）、医疗保健（3.5%）领涨。
- 短期来看，新一轮关税贸易摩擦加剧，全球资金进入避险模式，叠加国内经济和上市公司业绩验证窗口到来，权益市场或延续震荡。结构上，建议关注稳健配置的红利策略、内需政策直接利好的部分顺周期和消费板块、自下而上业绩确定性更高的优质企业。中期维度，AI产业变革和国产科技自主可控的叙事仍将延续，继续看好国产AI科技创新主线，建议逢低布局。

## ● A股波动剧烈



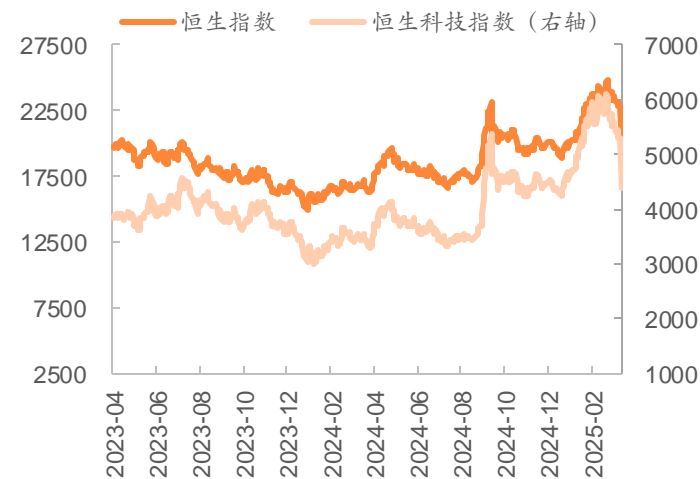
资料来源：Wind，平安证券研究所；数据截至2025年4月8日

## ● 国债利率快速下行，人民币小幅贬值



资料来源：Wind，平安证券研究所；数据截至2025年4月8日

## ● 港股波动剧烈



资料来源：Wind，平安证券研究所；数据截至2025年4月8日

## 后续关注点 (1/2)

---

- 围绕特朗普关税政策及后续的演绎，我们认为有三个方面值得持续关注。
- 第一，特朗普关税政策本身的变动。
  - 首先，特朗普本届上任至今，其在关税政策上已多次反复，例如对墨西哥、加拿大的关税多次变化。因此，并不排除本轮“对等关税”出现反复的情况。其次，从特朗普及其政府官员的表态来看，对等关税旨在缩小美国贸易逆差，并敦促其他国家与美国展开谈判。关税手段作为贸易谈判的工具，也存在跟随谈判变化的可能性。再次，特朗普4月7日已在其社交媒体上表态，由于中国发布34%的报复性关税，如果中国不在4月8日之前撤回34%的报复性关税，美国对中国加征关税幅度将从目前的34%升至84%（额外再加征50%的关税）。4月9日，白宫发言人宣布进一步对华加征50%的关税。总体而言，特朗普关税政策后续的演进及生效的情况，本身就存在巨大的不确定性。
- 第二，各国反制手段及落地情况。
  - 到目前为止，各国面对特朗普关税的反应存在较大差异。除中国立即实施对等反制之外，欧洲态度强硬、但并未出台具体反制计划；东南亚国家积极与美国谈判，甚至做出较大让步；其他国家如日韩大多表态温和，未提及实施报复性关税。
  - 各国后续的应对值得高度关注，若大部分国家对等反制和征收报复性关税，可能对全球贸易造成严重的负面冲击，参照1930年关税法案的历史教训，这可能将美国乃至全球经济拖入衰退。若大部分国家选择让步接受，特朗普政府顺利实现削减美国贸易逆差的目的，这对全球贸易的影响较小，但关税带来的出口价格攀升，要么蚕食本国贸易部门的利润，要么加大美国的通胀压力，同时，小国汇率也将面临较大的压力。从更长远的角度看，关税政策背后所代表的贸易保护主义、逆全球化趋势，将对全球产业链布局带来深远的影响。

## 后续关注点 (2/2)

---

- 第三，中国国内宏观调控、提振内需的政策措施。
  - 特朗普关税带来的外部冲击，无疑增大了市场对国内宽松政策及提振内需措施加快出台的预期。而从这两天官方表态来看，政府释放了维稳增长和资本市场的决心，且政策仍有空间。
  - 4月6日，人民日报发表评论员文章明确提出，“未来根据形势需要，降准、降息等货币政策工具已留有充分调整余地，随时可以出台；财政政策已明确要加大支出强度、加快支出进度，财政赤字、专项债、特别国债等视情仍有进一步扩张空间；将以超常规力度提振国内消费，加快落实既定政策，并适时出台一批储备政策；以实实在在的政策措施坚决稳住资本市场，稳定市场信心，相关预案政策将陆续出台”。
  - 4月7日，A股和港股市场大幅度下跌；当日下午临近收盘，中央汇金公司发布公告称：“中央汇金公司坚定看好中国资本市场发展前景，充分认可当前A股配置价值，已再次增持了交易型开放式指数基金(ETF)，未来将继续增持，坚决维护资本市场平稳运行”。
  - 4月8日，中国人民银行明确表示，将在必要时向中央汇金提供充足再贷款支持，确保其增持行为具备充足资金来源；国家金融监管总局发布《关于调整保险资金权益类资产监管比例有关事项的通知》，将部分偿付能力充足率对应的权益类资产比例上限上调5%，进一步拓宽险资投资空间。
  - 后续看，关税落地对中国出口和经济增长的拖累不可避免，宽松货币、加大财政支出、提振消费等一系列政策有望加速出台，有助于对冲外需的负面影响。而短期看，若关税影响进一步发酵并引起资本市场的剧烈波动，政府当局也有出台短期措施维稳资本市场的意愿和能力。

## 风险提示

---

- 1. 特朗普关税及其他政策变化超预期。**对特朗普关税及其他的政策分析，是基于当前的信息进行线性外推；如果关税及其他政策出现超预期的变动，则对各方面的影响需要重新评估。如果关税政策力度加大，则对全球经济和市场的负面冲击加大；如果关税政策力度降低或取消，则将缓解全球经济和资本市场面临的压力。
- 2. 美联储货币政策超预期。**当前美联储受制于美国经济短期的“类滞胀”表现而推迟降息节奏；如果美联储受到特朗普政府的干预，或考虑关税政策对资本市场的冲击，而提前降息，短期可能缓解资本市场的压力，但长期看可能进一步推升美国通胀水平。
- 3. 地缘局势超预期升级。**若地缘政治局势出现超预期的变化，例如俄乌冲突再度加剧，或中东地区地缘局势恶化，都将对市场交易情绪等造成较大影响。

## 股票投资评级：

强烈推荐（预计6个月内，股价表现强于市场表现20%以上）

推荐（预计6个月内，股价表现强于市场表现10%至20%之间）

中性（预计6个月内，股价表现相对市场表现±10%之间）

回避（预计6个月内，股价表现弱于市场表现10%以上）

## 行业投资评级：

强于大市（预计6个月内，行业指数表现强于市场表现5%以上）

中性（预计6个月内，行业指数表现相对市场表现在±5%之间）

弱于大市（预计6个月内，行业指数表现弱于市场表现5%以上）

## 公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险，投资需谨慎。

## 免责条款：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司2025版权所有。保留一切权利。