

2025年02月12日

## 关税对出口链行业影响的可能性测算

策略研究团队

——投资策略专题

韦冀星（分析师）

weijixing@kysec.cn

证书编号: S0790524030002

**● 关税落地的可能性路径初探**

1、从历史经验来看，特朗普政府加征关税的手段主要有三种：贸易调查、动用《国际紧急经济权力法》（即 IEEPA）和取消最惠国待遇。考虑到不同手段的触发机制不同，其生效时间及落地节奏也自然不同。从落地时间来看，我们认为本轮关税的落地节奏受两方面的影响：一是主观层面特朗普上任后，不同领域政策执行先后的权衡；二是客观而言，不同关税手段受到的限制性约束不同，时间存在天然差异。

2、结合实施路径和使用历史，我们认为关税手段的概率排序为：贸易调查 > 动用《国际紧急经济权力法》 > 取消最惠国待遇。

**● 不同关税路径落地后对A股行业影响拆解**

1、考虑到特朗普 1.0 时代，关税问题具有高度的不确定性和反复性，我们认为对于关税问题，相比于“预测”，更重要的是“应对”。基于此，我们以上述分析为基准，设立了三种可能性，并试图梳理不同可能性下的限制因素（流程与法律），并对上述可能性的结果进行推演，来初步判断在不同的可能性下，关税对我国行业分别有着怎么样的影响。

2、从预期角度看，我们认为即使特朗普正式上台，关税预期的扰动或仍存在反复。考虑到特朗普当下并未明确使用某种关税手段，且从近期公布的美国贸易优先政策备忘录来看，其仍将贸易政策视为国家安全的关键组成部分。基于此，我们认为在年内的前两个季度，关税预期压力或导致出口链行情出现反复。从现实角度看，我们认为前期市场过度交易“政策影响”，而相对轻视了基本面交易的权重。当下无论是供给端出口企业对美敞口的调整，还是需求端美国“软着陆”基准下的自然修复，均暗示关税对出口链的扰动无需过度悲观，重视调整后的结构性机会。

**● 展望后续，寻找“关税脱敏”的出海行业：**

1、往后看，我们认为 2025 年出口链仍有结构性行情。从经济底色来看，内需提振仍在路上，投资、消费需求长趋势向下的情况下，出海的重要性是长周期视角下的必然命题。尽管存在种种干扰因素，但趋势的方向从未改变。从节奏来看，全年中一、二季度或为特朗普关税政策带来扰动较大的承压阶段；应把握关税预期与关税现实的“间隙”，寻找被错估的出口链结构性行情。

2、配置上，建议关注：打破关税桎梏，布局全球发展——（1）出海规避关税，海外营收/资产利用率改善：消费电子、机械设备、汽车（商用车）和医疗服务（CXO）；（2）开拓海外市场，景气预期上修：家电、船舶和电力设备（电网）；（3）降低生产成本，出海扩张整合资源：钢铁、小金属和纺织制造。

**● 风险提示：**政策超预期变动；全球流动性及地缘政治风险；定价模型失效；特朗普关税政策范围扩大，出海国家亦可能被加征关税。

## 相关研究报告

《关税向左，AI 向右——投资策略专题》-2025.2.4

《开源金股，2 月推荐——投资策略专题》-2025.1.27

《市场短期的主要矛盾，和长期的投资思路——投资策略专题》-2025.1.12

## 目 录

1、 前言：特朗普 2.0 时代的变局 .....	4
2、 关税落地的可能性路径初探 .....	5
2.1、 关税路径的节奏梳理 .....	5
2.1.1、 可能性路径一：贸易调查 .....	5
2.1.2、 可能性路径二：动用《国际紧急经济权力法》 .....	8
2.1.3、 可能性路径三：取消最惠国待遇 .....	9
2.2、 关税落地的概率和时点测算 .....	11
3、 不同关税路径落地后对 A 股行业影响拆解 .....	12
3.1、 可能情景一：首次应用 IEEPA 路径下，行业影响梳理 .....	12
3.1.1、 流程和法律 .....	12
3.1.2、 情景推演下的关税弹性变化 .....	12
3.2、 可能情景二：取消最惠国待遇路径下，行业影响梳理 .....	15
3.2.1、 流程和法律 .....	15
3.2.2、 情景推演下关税扰动 .....	15
3.3、 可能情景三：重新启用 301 条款路径下，行业影响梳理 .....	18
3.3.1、 流程和法律 .....	18
3.3.2、 301 清单的历史与现状 .....	18
3.3.3、 301 清单变化分析 .....	20
3.3.4、 如果重拾 301，立即加征的空间有多大？ .....	24
4、 结合可能性和影响，本轮关税冲击下仍应“以我为主” .....	24
4.1、 关税预期与关税现实的“博弈” .....	25
4.2、 关税新进展：美对华加征 10% 关税 .....	27
5、 展望后续，寻找“关税脱敏”的出海行业 .....	30
6、 风险提示 .....	30

## 图表目录

图 1： 美国贸易法律体系中，“三大条款”占据重要位置 .....	5
图 2： “三大条款”的内容和通过步骤 .....	7
图 3： 2017 年关税冲突时三大条款的应用方向及规模 .....	8
图 4： 复盘 IEEPA 的使用历史可以发现，其并不像上述条款内容一样被常用于解决关税问题（截至 2022.3） .....	8
图 5： IEEPA 与 232 相比，存在诸多不同 .....	9
图 6： 美国取消最惠国的法律流程相对繁琐 .....	10
图 7： 复盘美国对俄罗斯的取消最惠国过程，两党共识是推动进程的主要动力 .....	10
图 8： 对比三条关税路径，实施贸易调查的可能性更高 .....	11
图 9： 关税加至 60%，一级行业下医药生物、电子等方向潜在抬升税率居前 .....	13
图 10： 关税加至 60%，二级行业下化学制药、电子制造等方向潜在抬升税率居前 .....	13
图 11： 关税加至 60%，一级行业下机械设备、电子等方向潜在增税规模居前 .....	14
图 12： 关税加至 60%，二级行业下专用设备、电子制造等方向潜在增税规模居前 .....	14
图 13： HTS 税率说明 .....	15
图 14： 取消 PNTR 后，一级行业下纺织服装、化工、钢铁等方向潜在税率居前 .....	16
图 15： 取消 PNTR 后，二级行业下塑料、服装纺织等潜在税率居前 .....	16

图 16: 取消 PNTR 后, 一级行业下机械设备、轻工制造等方向潜在增税规模居前	17
图 17: 取消 PNTR 后, 二级行业下家用轻工、专用设备等方向潜在增税规模居前	17
图 18: 2017 年美国从中国进口金额 301 清单对应一级行业中机械设备居前	18
图 19: 2017-2023 年 301 清单对应一级行业进口金额复合增速中建筑装饰居前	19
图 20: 2017 年美国从中国进口金额 301 清单对应二级行业中专用设备居前	20
图 21: 2017-2023 年 301 清单对应二级行业进口金额复合增速光学光电子居前	20
图 22: 2017 年到期、被豁免产品归属一级行业进口金额中电子行业居前	21
图 23: 2017 年到期、被豁免产品归属二级行业进口金额中消费电子行业居前	21
图 24: 2023 年新增产品归属一级行业进口金额中电子行业居前	22
图 25: 2023 年新增产品归属二级行业进口金额中光学光电子行业居前	22
图 26: 关税上调影响行业以先进制造为主	23
图 27: 一级行业下机械设备潜在增税规模居前	24
图 28: 二级行业下家用轻工潜在增税规模居前	24
图 29: 2024 年 9 月之后, 出口链走出结构性行情	25
图 30: 特朗普当选总统后的贸易政策行为相对鹰派	25
图 31: 2017 年以来中国对美出口敞口有所收敛	26
图 32: 12 月美国就业数据显示劳动参与率仍然稳健	27
图 33: 12 月美国就业数据显示平均时薪增速放缓	27
图 34: 加征 10% 关税后, 一级行业下地产链、汽车制造税率居前	27
图 35: 加征 10% 关税后, 二级行业下化工材料、机械设备税率居前	28
图 36: 加征 10% 关税后, 一级行业下机械设备、电子等方向潜在增税规模居前	28
图 37: 加征 10% 关税后, 二级行业下专用设备、电子制作等方向潜在增税规模居前	29

## 1、前言：特朗普 2.0 时代的变局

关税问题一直是研判国家经济变化和经济走势的重要问题。从历史周期视角来看，关税与西进运动、银行改革被认为是美国经济史上三大重要问题。随着世界贸易自由化的推进，学者们给予关税问题的关注减少，直到近年来美国屡次挑起的贸易争端将关税问题重新拉回我们的视野，关税问题重新成为众多研究者关注的焦点。

狭义来看，市场普遍认为本轮关税问题主要源于“逆全球化”进程的加速及特朗普政府的上台。在“特朗普 1.0”时期，特朗普将国内高失业率和国际收支逆差归咎于开放的自由贸易。秉承“美国优先”的原则，对美国的贸易政策进行了较大规模的调整。时隔 4 年，特朗普再次当选总统归来。相比于上一轮，本轮在其最新的贸易框架中，特朗普的关税“威胁”更甚，除了已经实施过的贸易制裁，围绕其他关税实施路径的讨论也逐渐变多。

本篇报告是我们出海系列的第二篇报告，旨在梳理清楚在特朗普新一届任期之下，出口链面临着怎样的关税影响：

### (1) 关税可以通过何种方式落地？

从历史经验来看，特朗普政府加征关税的手段主要有三种：贸易调查、动用《国际紧急经济权力法》(即 IEEPA)和取消最惠国待遇。考虑到不同手段的触发机制不同，其生效时间及落地节奏也自然不同。从落地时间来看，我们认为本轮关税的落地节奏受两方面的影响：一是主观层面特朗普上任后，不同领域政策执行先后的权衡；二是客观而言，不同关税手段受到的限制性约束不同，时间存在天然差异。结合实施路径和使用历史，我们认为关税手段的概率排序为：贸易调查 > 动用《国际紧急经济权力法》 > 取消最惠国待遇。

### (2) 不同落地方式之下，关税对于中国行业的影响几何？

考虑到特朗普 1.0 时代，关税问题具有高度的不确定性和反复性，我们认为对于关税问题，相比于“预测”，更重要的是“应对”。基于此，我们以上述分析为基准，按照可能性的三条路径，试图梳理不同路径下的限制因素（流程与法律），并对上述路径的结果进行推演，来初步判断在不同的实施路径下，关税对我国行业分别有着怎么样的影响。

### (3) 结合可能性与影响，如何看待本轮关税扰动下的出口链行情？

从预期角度看，我们认为即使特朗普正式上台，关税预期的扰动或仍存在反复。考虑到特朗普当下并未明确使用某种关税手段，且从近期公布的美国贸易优先政策备忘录来看，其仍将贸易政策视为国家安全的关键组成部分。基于此，我们认为在年内的前两个季度，关税预期压力或导致出口链行情出现反复。从现实角度看，我们认为因前期市场过度交易“政策影响”，而相对轻视了基本面交易的权重。当下无论是供给端出口企业对美敞口的调整，还是需求端美国“软着陆”基准下的自然修复，均暗示关税对出口链的扰动无需过度悲观，重视调整后的结构性机会。

## 2. 关税落地的可能性路径初探

在前期报告《关税问题的预期与现实》中，我们曾经讨论过关税预期实现的几种方式。然而对于关税问题的落地，不仅需要明辨存在的可能性路径，更需要去结合其法律规定和使用历史，去框定不同路径可能性下的节奏问题。

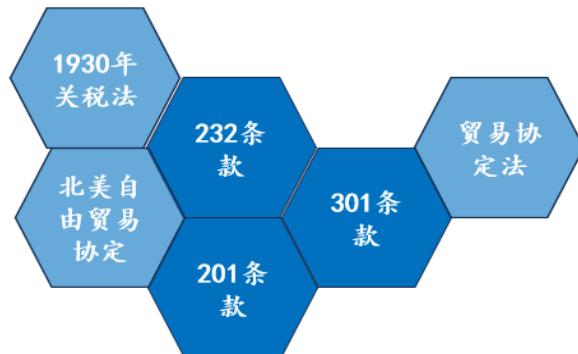
从历史经验来看，特朗普政府加征关税的手段主要有三种：贸易调查、动用《国际紧急经济权力法》(即 IEEPA) 和取消最惠国待遇。考虑到不同手段的触发机制不同，其生效时间及落地节奏也自然不同。

### 2.1、关税路径的节奏梳理

#### 2.1.1、可能性路径一：贸易调查

贸易调查是指，在现行的关税制度基础上，当美国认为本国的贸易市场受到了不公平的竞争环境时，美国总统会指示美国商务部和贸易代表办公室等部门进行贸易调查。而当相关调查结果显示贸易存在“损害美国国家利益”时，总统可援引美国贸易法律体系中的具体条款来对其他国家征收关税，或者施加其他的贸易限制。从实践中来看，有三大条款的援引概率较高，分别是《1974 年贸易法》的 201 条款、301 条款和《1962 年贸易扩展法》的第 232 条。

图1：美国贸易法律体系中，“三大条款”占据重要位置



资料来源：《美国贸易保护主义国内法源流评析》胡加祥、开源证券研究所

##### (1) 201 条款

201 条款全称为《1974 年美国贸易法》第 201 条款 (Section 201 of the Trade Act of 1974)。根据该法案，若美国国际贸易委员会 (以下简称 USITC) 认定某类进口商品的大量增加对美国国内产业造成严重损害，则美国总统有权采取临时性关税或配额等贸易措施，以提供短期保护并帮助相关产业调整以应对进口竞争。

**实施 201 条款的流程是什么？** 第 201 条款调查通常由美国产业的贸易协会、公司、工会或工人团体提交请愿书发起，也可通过国会决议、美国贸易代表要求，或 USITC 主动行动触发。请愿人需提交促进产业调整的计划。USITC 需在 120 天内调查进口商品是否导致严重损害，并在请愿书递交 180 天内将肯定结论及补救建议提

交总统；若为否定结论，调查终止。总统需在 60 天内决定是否采纳建议并实施措施，同时通知国会。如总统未采取行动或采纳不同建议，国会可在 90 天内通过联合决议否决。

2018 年 1 月 22 日，特朗普总统宣布对某些晶体硅光伏电池（CSPV）电池和组件的进口实施四年保障措施，对大型家用洗衣机实施三年保障措施。针对晶体硅光伏电池及组件，2017 年 4 月，美国贸易代表（USTR）请求美国国际贸易委员会（USITC）启动对晶体硅光伏电池及组件的 201 条款调查。9 月，USITC 调查认定进口产品对美国产业造成严重损害。2018 年 1 月 22 日，总统特朗普决定对进口光伏电池及组件加征关税，自 2 月 7 日起，第一年关税为 30%，随后逐年递减至第四年的 15%。

针对家用大型洗衣机，2017 年 11 月，由于进口洗衣机激增，三星和 LG 等公司被指对美国制造商造成冲击，USITC 启动 201 条款调查。2018 年 2 月，USITC 裁定进口洗衣机对美国产业构成严重损害。1 月 23 日，特朗普总统宣布对进口洗衣机加征关税，自 2 月 7 日起，第一年为 20%，第二年为 18%，第三年为 16%。

### （2）301 条款

301 条款全称为《1974 年美国贸易法》第 301 条款（Section 301 of the Trade Act of 1974）。根据该法案，美国贸易代表办公室（USTR）有权调查并采取行动，回应外国不公平的贸易行为或违反贸易协议的做法。如果 USTR 认为某些外国贸易行为损害了美国企业利益，特别是在缺乏有效的 WTO 争端解决机制时，USTR 可采取单方面的贸易报复措施，如征收关税。特朗普政府在其任期内广泛使用该条款。

**实施 301 条款的流程是什么？**第 301 条款调查可由 USTR 根据请愿书或自行发起。任何相关方可提交请愿书，USTR 需在 45 天内决定是否启动调查。若 USTR 确定某国为“特别 301 条款”优先外国国家，需在 30 天内启动调查。启动后，USTR 需与被调查国磋商，未达成解决方案时可请求争端解决程序。若认定外国行为违反贸易协议或不公平，USTR 可采取报复性措施，包括征收关税、施加进口限制或暂停协议让步，且优先选择关税。USTR 须在 30 天内实施措施，且可在四年后重新审查或重启措施。

**美国针对中国和欧盟采取 301 条款行动的具体案例包括：对中国技术转移限制的应对措施，以及对欧盟民用航空补贴问题的反制举措。**针对中国的技术转移、知识产权和创新政策/实践，2017 年 8 月，USTR 启动了针对中国技术转移、知识产权和创新政策/实践的 301 条款调查。经过调查，USTR 在 2018 年 3 月得出结论，于 2018 年 7 月宣布对约 3700 亿美元的中国进口商品加征 7.5% 至 25% 的附加关税。此外，美国还在 2018 年 4 月向世界贸易组织（WTO）发起了相关案件（DS542，另见 DS543、DS565、DS587），以寻求多边解决途径。

针对欧盟（包括英国）对大型民用航空器的补贴，2019 年 4 月，USTR 针对欧盟（包括英国）对大型民用航空器的补贴问题启动了 301 条款调查。2020 年 10 月，USTR 裁定，欧盟及部分成员国未能履行 WTO 协议义务，未将与 WTO 规则不符的补贴改为合规状态。美国于 2021 年 3 月对部分欧盟进口商品加征 15% 或 25% 的附加关税，涉及金额约为 75 亿美元。然而，为了缓解跨大西洋的贸易紧张局势，美国与欧盟及英国在 2021 年 7 月达成协议，暂停上述关税措施五年，为后续谈判创造空间。

### （3）232 条款

**232 条款是什么？** 232 条款全称为《1962 年贸易扩展法》第 232 条款 (Section 232 of the Trade Expansion Act of 1962)。根据该法案，如果美国商务部长认定某类进口商品对美国国家安全构成威胁，则总统有权采取进口限制措施，如关税或配额，以保护美国的国家安全。该条款特别关注对关键行业（如钢铁、铝业等）的依赖，以便美国具有足够的国内生产能力。特朗普总统发起了八项 232 调查，并最终在两项针对钢铁和铝的调查中征收关税。

**实施 232 条款的流程是什么？** 第 232 条款调查可由商务部 (Commerce) 根据部门负责人或“相关方”的请求发起，亦可由商务部自行启动调查。一旦接到书面请求，商务部需“立即启动适当的调查”，以评估特定进口是否对美国国家安全构成威胁。在与国防部长、其他相关美国政府官员和公众进行协商后，商务部需在 270 天内向总统提供调查结果和建议。调查涉及的关键因素包括现有国内生产能力、未来容量需求、满足国防需求所需的资源等。

如果调查结果认为进口商品对国家安全构成威胁，商务部会向总统报告并建议采取措施。总统需在接到报告后 90 天内决定是否接受调查结果并采取相应的行动。总统可选择征收关税、设定配额或采取其他行动，并需在 15 天内实施措施，同时在 30 天内通知国会并公开发布决定。

美国商务部 2017 年采用 232 条款调查，评估钢铁和铝进口是否对美国国家安全构成威胁，认为过度依赖进口可能削弱国内生产能力，影响国防和基础设施需求。

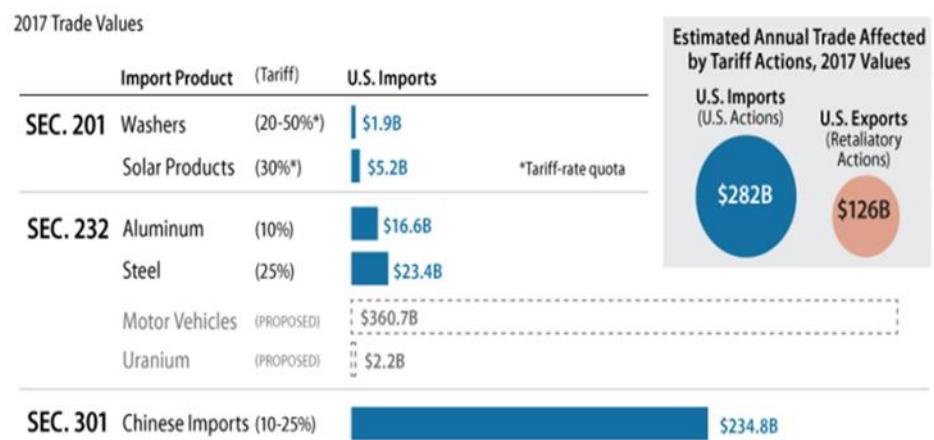
2018 年 7 月，美国商务部评估进口汽车及零部件对国家安全的影响，指出进口增加可能削弱美国汽车产业，进而影响经济和国防安全。2019 年 2 月，商务部得出结论，认为此类进口构成威胁。特朗普总统未加征关税，而是选择继续与相关国家磋商，寻求替代解决办法。

图2：“三大条款”的内容和通过步骤

使用条款	针对范围	法案内容	所需步骤
201 条款	特定商品	如果美国国际贸易委员会 (ITC) 认为进口激增是对美国行业造成严重伤害的实质性原因或威胁，则允许总统征收临时关税和其他贸易措施。	通过特定调查
232 条款	特定商品	如果商务部发现某些产品的进口数量或在可能损害美国国家安全的情况下，允许总统调整进口。	通过特定调查
301 条款	特定国家	允许美国贸易代表 (USTR) 在认定美国贸易伙伴违反贸易协定承诺，或从事歧视性或不合理的行为时，暂停贸易协定让步或施加进口限制。	通过特定调查

资料来源：Congressional Research Service、开源证券研究所

图3: 2017年关税冲突时三大条款的应用方向及规模



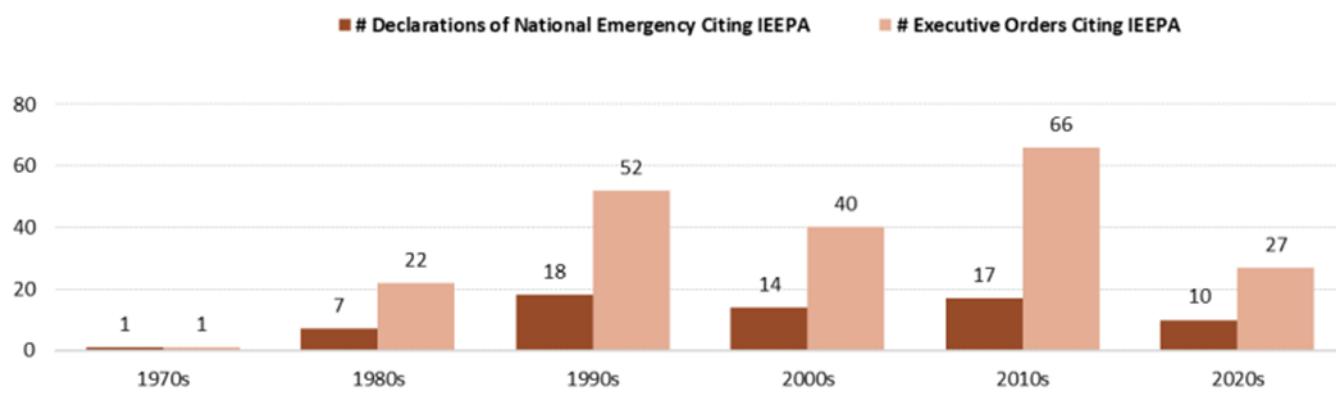
资料来源: Congressional Research Service

### 2.1.2、可能性路径二：动用《国际紧急经济权力法》

《国际紧急经济权力法》(International Emergency Economic Powers Act, 以下简称 IEEPA) 与其前身的《与敌贸易法》(TWEA) 一样，是美国现代制裁制度的核心。该法律赋予了总统在宣布进入国家紧急状态后管理各种经济事务的广泛权力。从本质上讲，该法令与其前身一样，都是国会通过法令对总统进行的权力让渡。

从限制因素来看，国会理论上会成为总统行驶 IEEPA 的最大掣肘。事实上，早在冷战时期，国会调查委员就发现 TWEA 中的“紧急状态”被滥用，美国已处于紧急状态超过 40 年。为了弥补制度缺口，国会于 1976-1977 年先后通过了《国家紧急状态法案》(NEA) 和《国际紧急经济权力法案》(IEEPA)，这两部法律对总统的紧急权力进行了新的限制。两者都包括报告要求，以提高透明度和跟踪成本。例如，《国家紧急状态法案》要求总统每年评估紧急状态并在适当的情况下延长紧急状态。

图4: 复盘 IEEPA 的使用历史可以发现，其并不像上述条款内容一样被常用于解决关税问题（截至 2022.3）

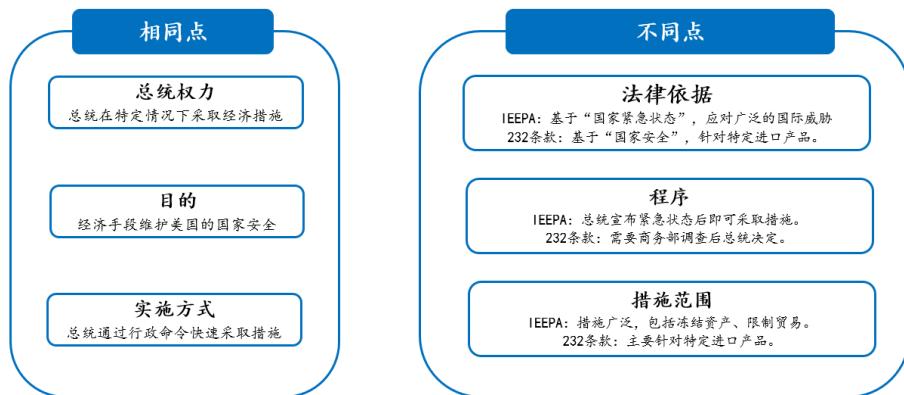


资料来源: Congressional Research Service

然而，时至今日，对于 IEEPA 的限制因素已愈发弱势，对于 IEEPA 的滥用情况则不断增加。限制因素层面，IEEPA 曾经为国会提供了通过两院共同通过决议来

终止国家紧急状态的手段。然而，最高法院裁定，使用共同决议来终止行政行动违宪。这导致国会将法案修改为“联合决议”，大大增加了终止紧急状态的难度。

图5：IEEPA 与 232 相比，存在诸多不同



资料来源：CRS、开源证券研究所

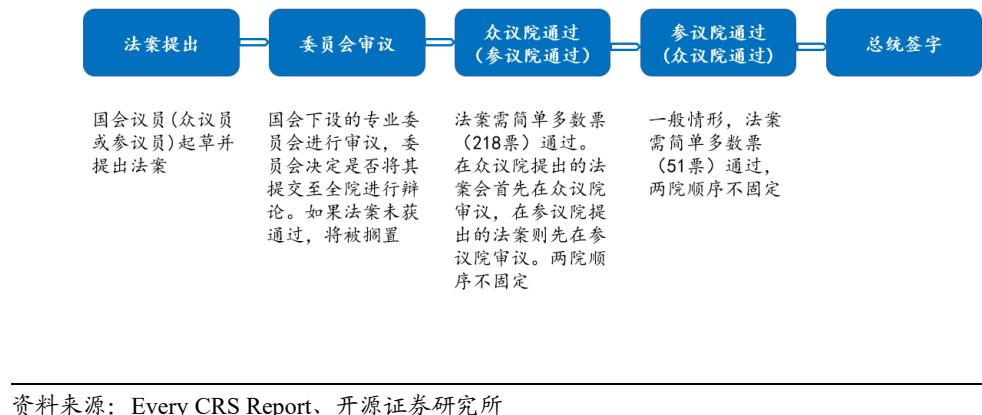
从使用历史来看，在特朗普 2.0 时代之前尚未有过总统使用 IEEPA 对特定的国家或产品征收关税。然而，早在 1971 年，尼克松总统曾利用 TWEA 对美国的所有进口商品征收 10% 的从价关税。考虑到 IEEPA 和 TWEA 的相似性，加上其相对频繁地用于禁止进出口，往 2025 年来看，其被应用到关税中的可能性越来越高。

### 2.1.3、可能性路径三：取消最惠国待遇

最惠国待遇是指加盟世界贸易组织的 165 个成员国通过承诺平等对待其他成员国，以便所有成员国都能享受彼此最低的关税、最高的进口配额和最少的商品和服务贸易壁垒。在 2001 年前，由于中国尚未加入 WTO，美国通过总统每年签署行政命令来给予中国最惠国待遇；而 2001 年之后，随着中国加入 WTO，中美之间的最惠国待遇即“常态化”。

美国政界对于取消中国最惠国待遇的争论一直便有，且近几年愈演愈烈。早在 2001 年，美国国会就有议员关于取消中国最惠国待遇的提案；而进入 2020 年之后，关于取消中国最惠国待遇的提案更为频繁。

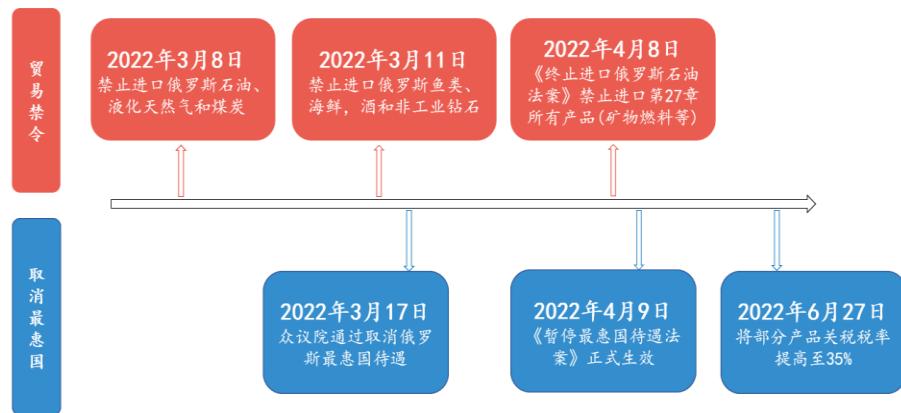
图6：美国取消最惠国的法律流程相对繁琐



资料来源：Every CRS Report、开源证券研究所

从实施路径来看，取消最惠国待遇或永久正常贸易关系 (PNTR) 地位的过程，需要通过美国国会的立法程序。首先，由国会议员 (包括众议员和参议员) 起草并提出取消 PNTR 的法案，法案提出后，将会提交至相关委员会进行初步审议。委员会成员会对法案进行讨论、修改和评估，如果委员会批准，则法案将进入下一阶段。法案会在众议院和参议院两院进行审议和表决，在两院的表决过程中，法案需要获得简单多数票才能通过，众议院通常需要 218 票，参议院则需要至少 51 票，若法案在两院均通过，将送交总统签署。总统可以选择签署该法案，使其成为法律，或行使否决权。如果总统否决法案，国会可以通过三分之二多数票推翻总统的否决，从而使法案生效。法案一旦通过并由总统签署或在国会推翻总统的否决后，PNTR 地位将被取消，永久正常贸易关系 (PNTR) 将不再适用。

图7：复盘美国对俄罗斯的取消最惠国过程，两党共识是推动进程的主要动力



资料来源：CRS、开源证券研究所

从使用历史看，取消最惠国待遇的历史上并未用于针对中国，之前的俄罗斯是一个典型的参考案例。2022 年 3 月 11 日，美国宣布禁止进口俄罗斯的石油和液化天然气，并在 3 月 17 日通过了《终止进口俄罗斯石油法案》，同时开始取消对俄罗斯

的最惠国待遇。取消最惠国待遇后，俄罗斯的实际平均税率从3%上升至约32%。

## 2.2、关税落地的概率和时点测算

梳理关税落地的三种可能性路径，可以发现路径的使用历史主要影响关税落地的概率，而实施路径则同时影响关税落地的概率与节奏。

从落地时间来看，我们认为本轮关税的落地节奏受两方面的影响：一是主观层面特朗普上任后，不同领域政策执行先后的权衡；二是客观而言，不同关税手段受到的限制性约束不同，时间存在天然差异。

具体来看，主观意愿层面，我们认为特朗普第二次执政阶段下，解决内部矛盾仍然大于外部矛盾。结合近期特朗普前期的发言及就职演讲来看，我们维持前期判断，即当下对于新政府而言，在“美国优先”的核心思路下，特朗普更倾向于兑现其内政方针的选举承诺（如驱逐非法移民、降低通胀等），对关税的重视程度和紧迫程度并没有前期声称的“上任首日即加征关税”那么严重，预期与现实直接存在较大差异。

而客观来看，不同的关税路径本身也存在着不同的实施难易。贸易调查经常被用来作为关税制裁的手段，且援引201/232/301条款在流程上也无需通过国会的审批，因此路径本身更为通畅；动用《国际紧急经济权力法》在特朗普2.0时代前尚未应用在关税方面，但从形式上来看并无阻碍，使用自由度较高；而取消最惠国则曾应用于俄罗斯，但其实施路径依赖于国会的立法和投票。

结合实施路径和使用历史，我们认为关税手段的概率排序为：贸易调查>动用《国际紧急经济权力法》>取消最惠国待遇。通过主观意愿和客观条件的拆解，我们可以将三种实施路径进行定向评级处理。结合经验视角和现实视角，我们认为站在当前的节点来看，贸易调查、动用《国际紧急经济权力法》和取消最惠国待遇的路径可能性分别为高、中高、中低。

图8：对比三条关税路径，实施贸易调查的可能性更高

政策	使用历史	实施路径	经验视角	现实视角	综合判断
贸易调查	2018年特朗普政府对中国超过2000亿美元商品加征关税	由USTR发起调查，45天内决定是否启动，30天内完成初步调查并协商，最终决定最长可在365天内完成	高	高	高
	2018年，特朗普政府依据该条款对进口钢铁和铝产品加征关税	由美国商务部调查并向总统提交报告，总统在90天内决定措施，最多15天内实施			
	2018年，特朗普政府对进口洗衣机和太阳能产品实施201条款关税	由美国国际贸易委员会（USITC）调查，120天内提交报告，总统在140天内做出最终决定			
IEEPA	1977年通过，赋予总统在紧急状态下广泛的经济管制权，特朗普曾依据此法对华为等企业实施出口管制	总统宣布紧急状态后可直接采取措施，但需定期向国会报告，国会可联合决议终止紧急状态	中	高	中高
取消最惠国	2024年9月，共和党议员提出法案要求取消中国PNTR	基于《国际紧急经济权力法》（IEEPA），总统可快速宣布取消中国PNTR地位，理由包括“国家安全”或“贸易不平衡”	中	低	中低

资料来源：CRS、开源证券研究所

### 3. 不同关税路径落地后对 A 股行业影响拆解

在之前的分析中，我们详细拆解了现行的三种美国加征关税方式，以及他们所对应的使用历史和实施路径，并由此推断出政策胜率。然而，考虑到特朗普 1.0 时代，关税问题具有高度的不确定性和反复性，我们认为对于关税问题，相比于“预测”，更重要的是“应对”。

基于此，我们以上述分析为基准，设立了三条路径，并试图梳理不同路径下的限制因素（流程与法律），并对上述路径结果进行推演，来初步判断在不同的实施路径下，关税对我国行业分别有着怎么样的影响。

#### 3.1、可能情景一：首次应用 IEEPA 路径下，行业影响梳理

##### 3.1.1、流程和法律

目前修订的《国际紧急经济权力法》( International Emergency Economic Powers Act, 简称 IEEPA ) 授权美国总统可以就源自美国境外对美国国家安全、外交政策或经济构成特殊威胁的事态宣布国家进入紧急状态，之后监管国际贸易以做出应对。理论上，“监管国际贸易”可以无需调查立刻增加关税，且不存在税率上限。存在的约束条件是总统在行使该法案赋予的权力后，需至少每六个月向国会提交一次报告。

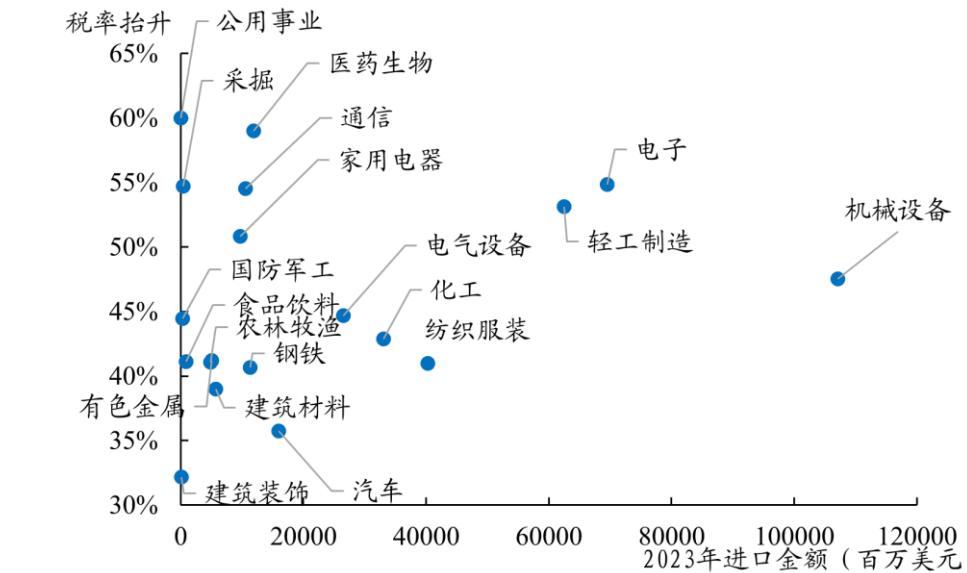
历史上，特朗普第一次担任总统期间尚未理由 IEEPA 加征关税。2019 年特朗普曾威胁要依据 IEEPA 对墨西哥商品征收 5% 的全面关税；同年威胁使用 IEEPA 进一步升级对华贸易摩擦，但最终都没有付诸实际行动。在 2025 开年之际，美国总统特朗普于 2 月 1 日签署行政令，对进口自中国的商品加征 10% 的关税，标志着 IEEPA 加税第一次落地。

如果特朗普决意以 IEEPA 赋予的权力来应对“威胁美国经济的紧急状态”，监管国际贸易，增加对中国关税，理论上可以短期内推升税率。在这种情境下，实现特朗普早期的政策宣告“对中国加征 60%、对全球加征 10% 关税”不存在缓冲过程，并会对中美经济均造成较大影响。结合前期判断，我们认为，特朗普的加征关税政策目的是：减小贸易逆差，引导制造业回流美国，创造就业岗位，制约中国高新技术产业发展。短期内大幅增加关税，会对美国国内造成极大通胀压力，也不符合特朗普承诺压制通胀的选举宣言。

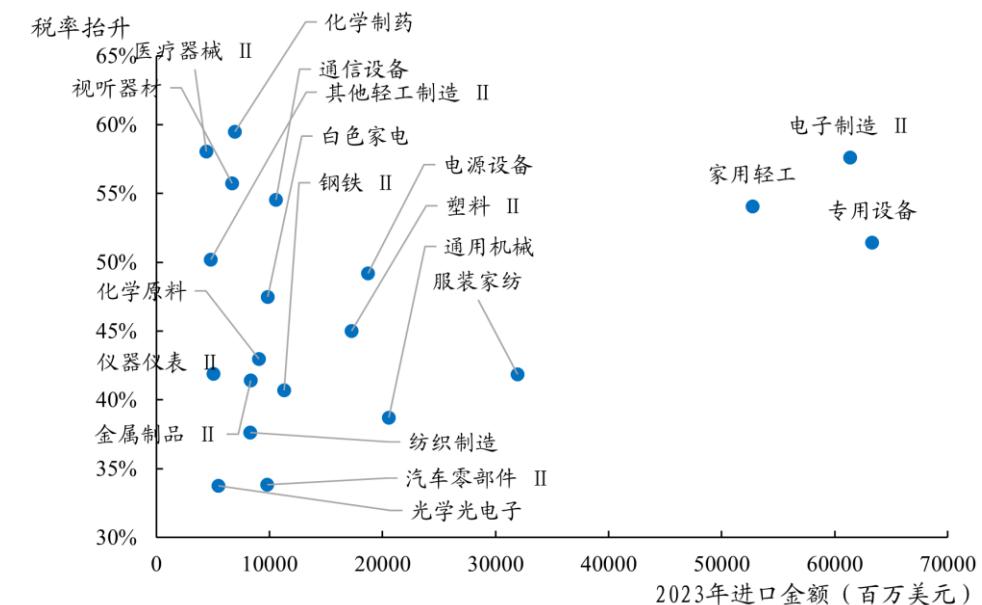
因此从理论角度分析，利用 IEEPA 短期大幅加税的情形，出现的概率较低；但是值得关注的是，特朗普政府一向存在“反传统、难预测、高度不确定性”的属性，且鉴于 10% 关税加征落地的实例，这一路径仍然存在落地可能。

##### 3.1.2、情景推演下的关税弹性变化

在该情景中，我们依据特朗普前期发言，即“美国统一对所有行业商品征收 60% 关税”来进行可能影响的推演。此情景下，多数行业的关税上升都在 40% 以上。在上一轮中美贸易冲突中受到的制裁程度低，关税上升幅度小的行业将面临更大幅度的税率上升，如医药生物 (58.98%)、电子 (54.86%)、轻工制造 (53.15%)、化学制药 (59.48%) 等行业。

**图9：关税加至 60%，一级行业下医药生物、电子等方向潜在抬升税率居前**


数据来源：USITC、开源证券研究所

**图10：关税加至 60%，二级行业下化学制药、电子制造等方向潜在抬升税率居前**


数据来源：USITC、开源证券研究所(选取 2023 年进口金额占总进口比重大于 1% 的二级行业)

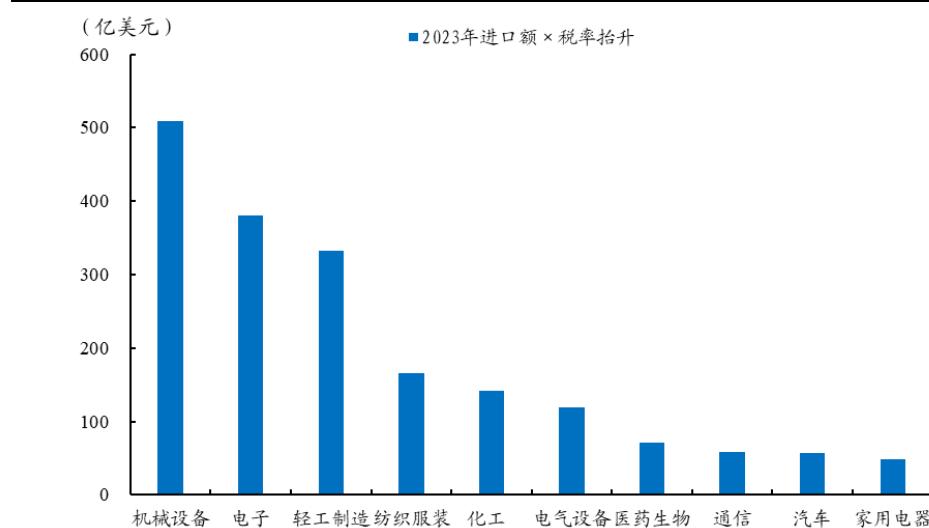
单从税率来看，生物医药及电子制造、轻工制造、专用设备等行业的现行税率较低，因此在全面加征关税的情景中上升空间较大。究其因素，医药是美国的相对优势产业，依赖关税构建贸易优势的需求较弱，关税征收低；电子制造、轻工制造、专用设备行业则是因为属于传统劳动密集型行业，美国对华依赖度高（2023 年进口金额占总进口比重分别为 14.37%、14.64%、14.83%），对于这类行业加征高关税，或推升美国通胀，因此现行税率不高。

该情景下，不同行业受到的影响力度存在多大差异？我们选取 2023 年美国从中

国进口额，计算通过 IEEPA 将各行业税率抬升至 60%后，对各行各业造成的影响。

从一级行业来看，机械设备（509 亿美元）、电子（381 亿美元）、轻工制造（332 亿美元）受到的影响力度断层领先其他行业，或是其进口量及税率抬升幅度同时作用的结果；医药生物（70 亿美元）、家用电器（49 亿美元）虽然进口额较低（税基较低），但是受到关税超额提升的扰动，影响或相对较大。

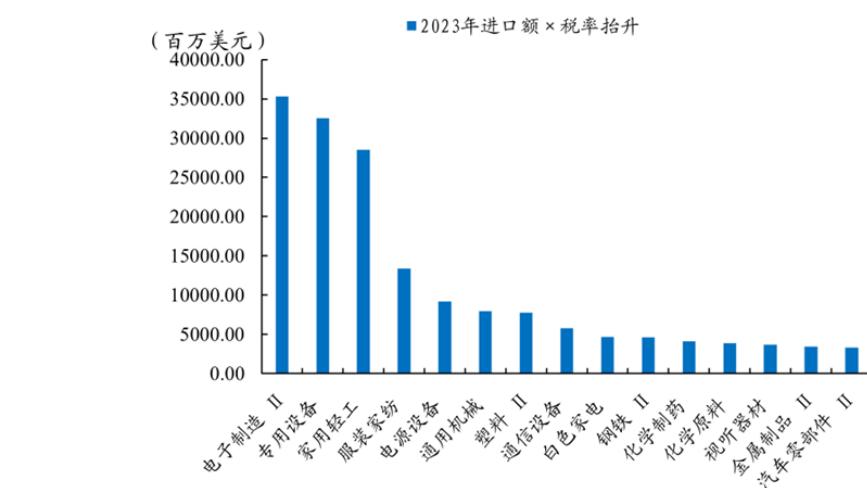
**图11：关税加至 60%，一级行业下机械设备、电子等方向潜在增税规模居前**



数据来源：USITC、开源证券研究所

从二级行业来看，散点图中右上角“三巨头”：电子制造Ⅱ（353 亿美元）、专用设备（326 亿美元）、家用轻工（285 亿美元）受到的影响最为显著，均超过 250 亿美元；通信设备（58 亿美元）、白色家电（47 亿美元）、汽车零部件（33 亿美元）等中国优势行业受到的影响亦难以忽视。

**图12：关税加至 60%，二级行业下专用设备、电子制造等方向潜在增税规模居前**



数据来源：USITC、开源证券研究所

### 3.2、可能情景二：取消最惠国待遇路径下，行业影响梳理

#### 3.2.1、流程和法律

取消永久正常贸易关系地位（最惠国待遇，PNTR）需要国会两院表决通过，相关法案通过后关税调整才能生效。该过程无明确时长，但流程也相对复杂，需要经历起草提案、讨论、投票等阶段。目前来看，仅俄罗斯、白俄罗斯、朝鲜和古巴四个国家不享受美国的最惠国待遇。

在特朗普第一任期内，未提出取消对中国的最惠国待遇，或出于流程复杂、关税抬升灵活度低、可操作空间小、贸易影响严重等考量。但是近年来持续有议会的提案尝试取消中国最惠国待遇，因此存在使用取消 PNTR 的可能性。

#### 3.2.2、情景推演下关税扰动

在美国协调关税表（HTS）中，共有 2 列关税规定，第 1 列细分为：（1）通用税率：适用于最惠国关系的国家；（2）特殊税率：适用于和美国签有自贸协定或普惠优惠等协议的国家。第 2 列适用于非最惠国关系的国家（朝鲜、古巴、白俄罗斯、俄罗斯）。取消 PNTR 即将税率从第 1 列中通用税率抬升至第 2 列。

图13：HTS 税率说明

Harmonized Tariff Schedule of the United States (2025)						
Heading/ Subheading		Stat- Suf- fix	Article Description	Unit of Quantity	Rates of Duty	
					1	2
1-2	HTS 编码		商品描述	数量单位		
0101	Live horses, asses, mules and hinnies: Horses: Purebred breeding animals.	10	No.	Free	适用于与美国保持“正常贸易关系”(即最惠国)的国家的进口	Free
	Males.....	20	No.	Free	适用于自由贸易协定或普惠制等特殊关税待遇计划	20%
0101.29.00	Females.....	10	No.	Free <sup>u</sup>	适用于对非最惠国的关税，包括白俄罗斯、古巴、朝鲜和俄罗斯	
	Other.....	90	No.	Free <sup>u</sup>		
0101.30.00	Imported for immediate slaughter.....	00	No.	6.8% <sup>u</sup>	Free (A+, AU, BH, CL, CO, D, E, IL, JO, KR, MA, OM, P, PA, PE, S, SG)	15%
0101.90	Asses.....		No.	Free <sup>u</sup>	Free	
0101.90.30 00	Other: Imported for immediate slaughter.....	00	No.	Free <sup>u</sup>	Free (A+, AU, BH, CL, CO, D, E, IL, JO, KR, MA, OM, P, PA, PE, S, SG)	20%
0101.90.40 00	Other.....	00	No.	4.5% <sup>u</sup>	Free (A+, AU, BH, CL, CO, D, E, IL, JO, KR, MA, OM, P, PA, PE, S, SG)	
0102	Live bovine animals: Cattle: Purebred breeding animals.	00	No.	Free <sup>u</sup>	Free	
0102.21.00	Dairy: Male.....	10	No.	Free <sup>u</sup>		
	Female.....	20	No.	Free <sup>u</sup>		
	Other: Male.....	30	No.	Free <sup>u</sup>		
	Female.....	50	No.	Free <sup>u</sup>		

资料来源：USITC、开源证券研究所

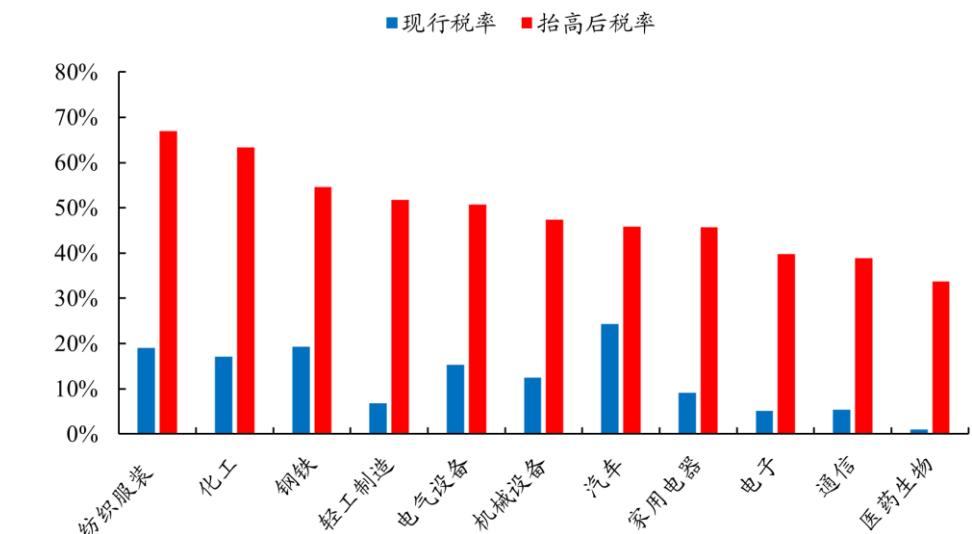
取消 PNTR 抬升总关税到哪一高度？重点影响中国哪些行业？落地的可能性几何？我们详细拆解了关税变化情况，在细分行业的维度上探索关税扰动。

在总量上，以 2023 年美国从中国进口金额计算，取消 PNTR 导致关税累计上涨 37%，加上当前美国对华平均关税 19.3% (PIIE 测算)，将推升总关税至 56.3%。

聚焦各行业，取消 PNTR 对不同行业的影响存在差异。从一级行业来看，纺织

服装 (47.96%)、化工 (46.22%)、轻工制造 (44.94%) 受到的影响较大，税率抬高超过 40%；汽车受到的影响相对较小，税率仅上升 21.53%。税率上升后，多个行业整体平均税率超过 45%，纺织服装 (66.99%)、化工(63.32%)更是高达 60%以上。

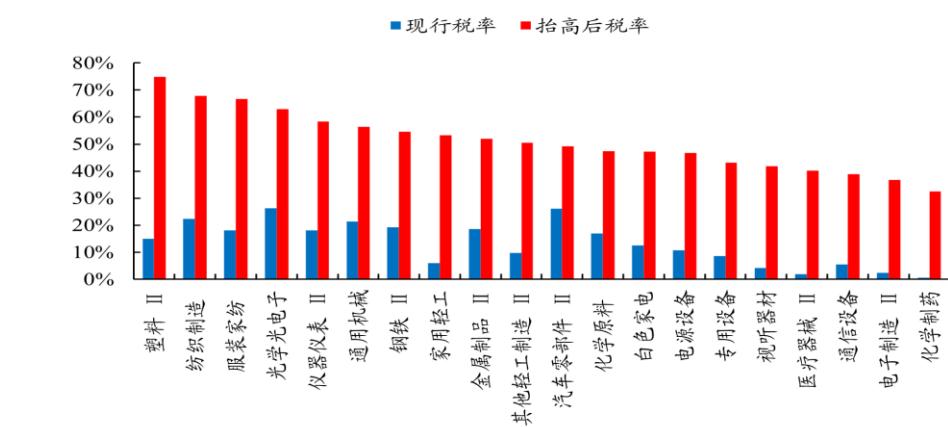
**图14：取消 PNTR 后，一级行业下纺织服装、化工、钢铁等方向潜在税率居前**



数据来源：USITC、开源证券研究所（选取 2023 年进口金额占总进口比重大于 2%的一级行业）

综合二级行业层次来看，化工行业中的塑料 (59.87%)，轻工行业中的家用轻工 (47.30%)，纺织中服装家纺 (48.60%) 关税加征上行明显，均超过 40%；光学光电子 (36.62%)、电源设备 (35.90%)、医疗器械 (38.30%)、通用机械 (35.10%)、钢铁 II (35.32%) 关税上升也超 35%，位居前列；汽车零部件 (23.07%) 受到的影响相对较低。税率整体上行后，塑料 II 的总平均关税达到 74.86%，纺织制造(67.90%)、服装家纺 (66.75%)、光学光电子 (62.87%) 紧随其后，均超过 60%。整体而言，与一级得出的结论是互相对照的。

**图15：取消 PNTR 后，二级行业下塑料、服装纺织等潜在税率居前**

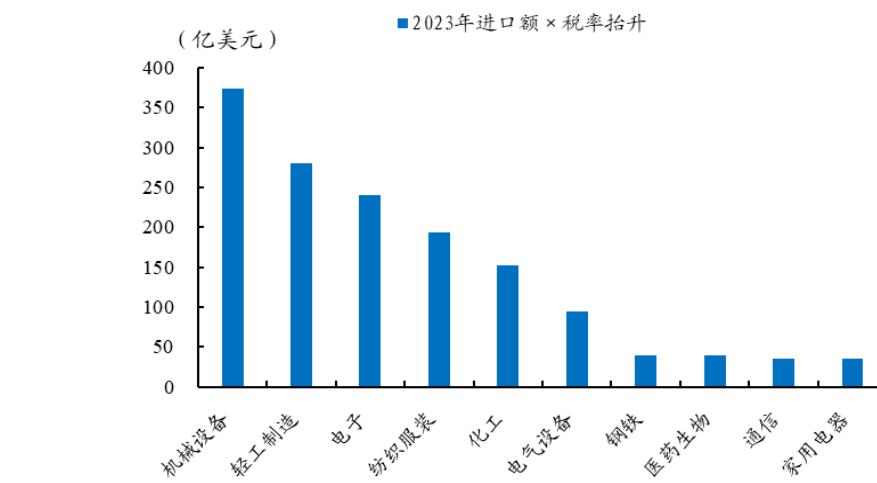


数据来源：USITC、开源证券研究所（选取 2023 年进口金额占总进口比重大于 1%的二级行业）

若特朗普真以取消最惠国的手段对全行业加征关税，哪个行业受到的影响小，韧性较强？综合取消 PNTR 后各行业不同税率抬升幅度以及不同行业的进口口径分析，可以发现：

一级行业中，受到高税基及税率抬升高斜率合力作用的机械设备（374 亿美元）、轻工制造（281 亿美元）、电子（240 亿美元）、纺织服装（193 亿美元）、化工（153 亿美元）受到的影响力度居前位。

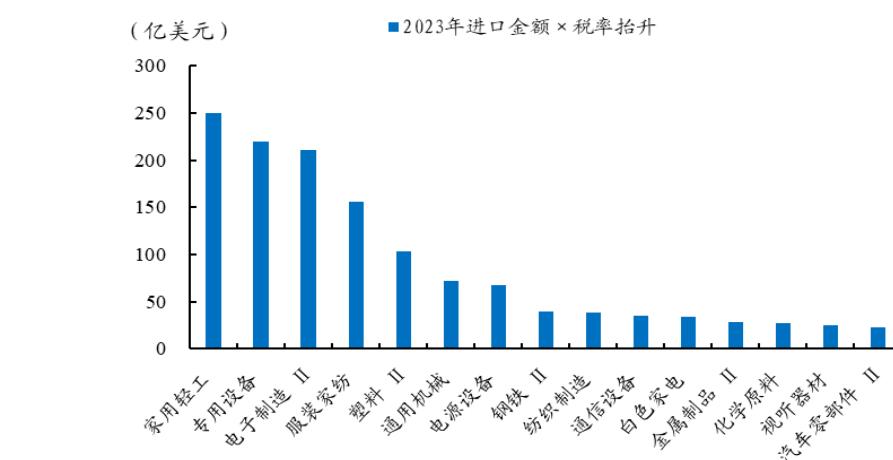
**图16：取消 PNTR 后，一级行业下机械设备、轻工制造等方向潜在增税规模居前**



数据来源：USITC、开源证券研究所

二级行业中，家用轻工（249 亿美元）、专用设备（219 亿美元）、电子制造 II（211 亿美元）、服装家纺（155 亿美元）、塑料（103 亿美元）行业受影响超百亿美元；纺织制造的进口额度低（2023 年占美国全行业进口的 1.95%），但税率抬升高达 45.53%，因此亦受到 37.87 亿美元的影响。

**图17：取消 PNTR 后，二级行业下家用轻工、专用设备等方向潜在增税规模居前**



数据来源：USITC、开源证券研究所

### 3.3、可能情景三：重新启用 301 条款路径下，行业影响梳理

#### 3.3.1、流程和法律

相比于通过 IEEPA 和取消对中国的最惠国待遇，通过 301 条款以实现加征关税无需国会立法，可操作性更高，这也是特朗普在第一任期内对中国使用过的方法，因此也具有一定的历史使用渊源。

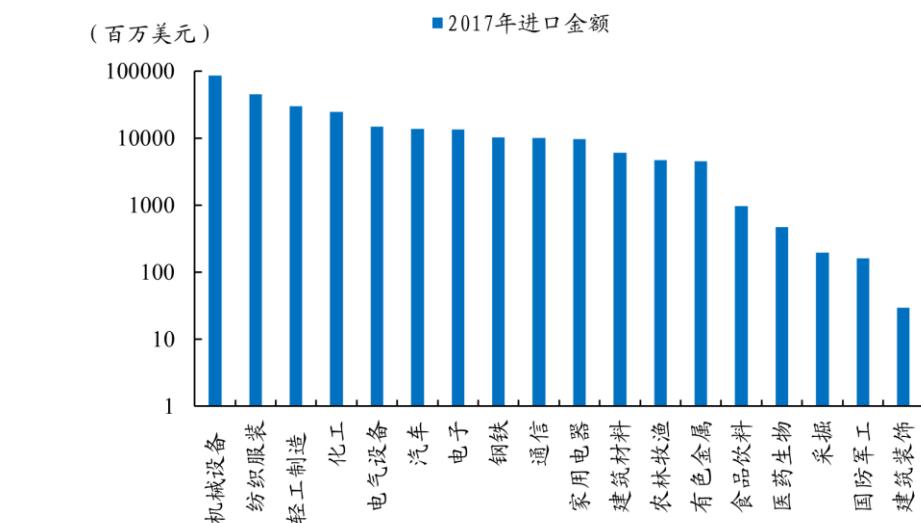
#### 3.3.2、301 清单的历史与现状

在一级层次，301 清单对机械设备、钢铁、电子、汽车、电气设备、化工、轻工制造、纺织服装的影响力度较大；通信、家用电器、采掘行业再被加征关税后的出口美国的年复合增长率低于-10%；汽车、电子顶住关税压力，实现了出口金额正向增长。

从覆盖规模上来讲，现如今的清单覆盖范围广，影响范围大。囊括了机械设备、纺织服装、轻工制造、化工、电气等 18 个一级行业，对一级行业覆盖比重高达 58%。

从影响力度上来讲，观察 2017 年该清单产品对应至一级行业美国自中国进口的金额来看可分为四个区间：(1) 500 亿以上：机械设备；(2) 100-500 亿：钢铁、电子、汽车、电气设备、化工、轻工制造、纺织服装；(3) 10-100 亿：有色金属、农林牧渔、建筑材料、家用电器、通信；(4) 10 亿以下：建筑装饰、国防军工、采掘、医药生物、食品饮料。

图18：2017年美国从中国进口金额 301 清单对应一级行业中机械设备居前



数据来源：USITC、开源证券研究所

从被加税行业的增长趋势来观察，统计美国自中国进口清单内相关行业产品金额增速，汽车、电子、国防军工、建筑装饰行业抵御关税的能力较强。

首先，对比 301 清单涉及行业近年来的进口金额变化可以发现，清单实施的前两年确实一定程度限制从中国进口的金额，但是在 2021、2022 两年，进口金额反而出现了正向的反弹上升，这或由于两个因素所导致：(1) 在疫情期间，中国拥有世

界上第一梯度的产能，占据了出口的主动权；（2）同时美国国内的刺激政策也带动了居民的消费需求。

观察 2017-2023 的年复合增速，可将行业分为 4 个大类：（1）行业抵御关税的能力较强，产品具有很强的竞争力，年复合增速高于 0%，实现正增长：汽车（+1.7%）、电子（+1.0%）、国防军工（+8.5%）、建筑装饰（+25.2%）；（2）受关税影响斜率较缓和，年复合增速-5%~0%：轻工制造（-4.7%）、化工（-1.7%）、电气设备（-1.5%）、钢铁（-2.9%）、农林牧渔（-1.6%）、有色金属（-2.8%）、食品饮料（-1.7%）、医药生物（-3.2%）；（3）受关税影响斜率适中，年复合增速-10%~5%：机械设备（-6.2%）、纺织服装（-8.3%）、建筑材料（-6.4%）；（4）受关税影响斜率陡峭，受到关税影响的风险敞口大，年复合增速低于-10%：通信（-13.2%）、家用电器（-10.7%）、采掘（-14.0%）。

**图19：2017-2023年301清单对应一级行业进口金额复合增速中建筑装饰居前**

进口金额同比增速 (%)	2018年	2019年	2020年	2021年	2022年	2023年	2017-2023 年复合增速
采掘	10.0%	-30.3%	-10.5%	9.2%	13.1%	-19.8%	-14.0%
通信	0.7%	-14.2%	-27.8%	12.7%	15.2%	-26.7%	-13.2%
家用电器	7.8%	-18.7%	-16.3%	26.6%	7.0%	-24.7%	-10.7%
纺织服装	8.8%	-23.4%	-1.0%	16.5%	14.7%	-25.2%	-8.3%
建筑材料	9.4%	-24.8%	-10.4%	15.9%	7.7%	-9.4%	6.4%
机械设备	8.6%	-24.6%	-11.2%	26.1%	25.4%	-11.9%	-6.2%
轻工制造	6.2%	-28.4%	-14.1%	22.2%	77.0%	-24.7%	-4.7%
医药生物	13.9%	-23.2%	-10.1%	27.8%	19.2%	-29.8%	-3.2%
钢铁	0.5%	-28.5%	-44.2%	-7.7%	52.9%	-24.4%	-2.9%
有色金属	0.0%	-28.3%	-12.6%	11.5%	-2.7%	-25.3%	-2.8%
化工	7.7%	-31.5%	-25.6%	26.3%	22.7%	-27.6%	-1.7%
食品饮料	6.2%	-29.9%	1.3%	1.6%	20.0%	-1.4%	-1.7%
农林牧渔	0.8%	-22.9%	-10.6%	35.8%	23.1%	-27.3%	-1.6%
电气设备	16.2%	-46.3%	-26.0%	1.3%	85.3%	-13.0%	-1.5%
电子	-0.8%	-16.5%	-10.0%	-2.8%	10.5%	2.6%	1.0%
汽车	2.4%	-33.6%	-48.8%	56.6%	-8.8%	-18.8%	1.7%
国防军工	3.1%	-10.1%	28.7%	52.7%	8.7%	-24.7%	8.5%
建筑装饰	-2.8%	-52.1%	-36.5%	17.8%	294.9%	30.4%	25.2%

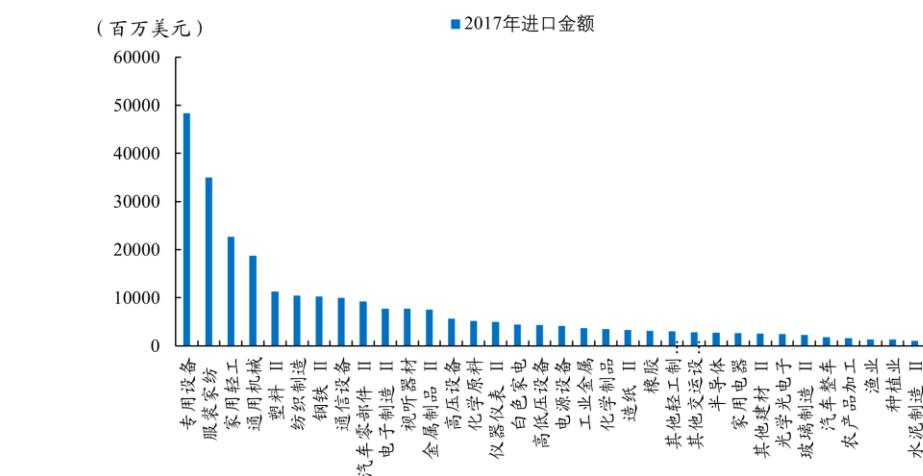
数据来源：USITC、开源证券研究所

在二级层次，专用设备、服装家纺、家用轻工、通用机械受到相对较强的影响，专用设备、纺织制造、通信设备的出口美国年复合增长率低于-10%；白色家电、电源设备、汽车整车实现了正向增长，抵御关税压力的能力强。

在二级行业的划分下，301 清单对专用设备、纺织制造、通信设备的影响力度较强，对应了中国的中高端制造业、新兴产业、传统劳动密集型产业。这也在一定程度上显示出美国对中国加征关税的侧重倾向于限制中国先进制造业及科技创新，以及减少自身贸易逆差。

从增长趋势上来看，专用设备（-10.2%）、纺织制造（-10.9%）、通信设备（-13.2%）受关税扰动较明显，年复合增长率低于-10%；白色家电（+1.7%）、电源设备（+5.0%）、汽车整车（+6.4%）仍保持正向增长，说明了此类中国产品竞争力强、价格弹性低，实现了对冲关税影响、逆流而上。

图20: 2017年美国从中国进口金额301清单对应二级行业中专用设备居前



数据来源: USITC、开源证券研究所 (选取2017年进口金额大于10亿美元的行业)

图21: 2017-2023年301清单对应二级行业进口金额复合增速光学光电子居前

进口金额同比增速 (%)	2018年	2019年	2020年	2021年	2022年	2023年	2017-2023年复合增速
水泥制造 II	14.9%	71.3%	31.4%	40.1%	5.6%	34.9%	-22.5%
视听器材	-4.7%	29.5%	32.4%	6.9%	-1.3%	26.4%	-15.9%
通信设备	0.5%	28.5%	44.2%	-7.7%	52.9%	24.4%	-13.2%
纺织制造	3.0%	29.0%	26.8%	14.8%	6.3%	23.6%	-10.9%
渔业	1.6%	40.1%	-7.4%	3.6%	12.7%	23.3%	-10.8%
专用设备	9.1%	40.4%	15.6%	3.1%	18.8%	21.9%	-10.2%
服装家纺	0.1%	-9.7%	28.0%	12.2%	17.5%	27.4%	-7.6%
半导体	15.6%	52.9%	11.4%	28.0%	21.6%	28.0%	-6.6%
其他建材 II	21.8%	26.8%	32.7%	21.7%	29.4%	30.3%	-6.3%
家用轻工	7.5%	20.3%	15.4%	20.1%	5.3%	27.0%	-5.4%
高压设备	9.2%	22.1%	13.8%	9.6%	10.0%	18.1%	-5.2%
工业金属	12.1%	21.5%	-5.1%	41.0%	16.6%	32.3%	-5.1%
高低压设备	8.9%	28.3%	12.3%	13.3%	15.7%	17.4%	-4.7%
橡胶	18.4%	38.8%	17.1%	24.3%	34.7%	24.2%	-4.4%
仪器仪表 II	1.9%	26.8%	9.5%	3.5%	7.1%	14.5%	-4.2%
造纸 II	10.1%	20.2%	18.8%	10.8%	21.0%	15.8%	-3.5%
电子制造 II	3.1%	20.8%	19.0%	15.3%	35.1%	21.4%	-3.5%
金属制品 II	15.1%	11.9%	-5.7%	13.7%	1.0%	24.9%	-3.2%
钢铁 II	13.9%	23.2%	10.1%	27.8%	19.2%	29.8%	-2.9%
化学制品	13.6%	30.4%	14.5%	-1.1%	17.4%	17.0%	-2.3%
通用机械	9.7%	18.2%	-9.2%	13.5%	16.0%	17.0%	-1.9%
其他轻工制造 II	7.5%	-9.4%	17.3%	24.6%	10.5%	18.2%	-1.6%
玻璃制造 II	14.9%	18.4%	16.0%	27.2%	17.9%	23.0%	-1.6%
种植业	5.0%	18.3%	2.2%	8.0%	19.2%	15.5%	-1.5%
化学原料	26.6%	35.1%	10.6%	48.9%	39.3%	36.8%	-0.6%
家用电器	18.9%	19.5%	12.5%	37.5%	6.9%	18.7%	0.0%
塑料 II	17.3%	-7.4%	4.7%	10.0%	1.3%	21.1%	0.0%
其他交运设备 II	28.4%	25.0%	10.2%	28.6%	1.9%	26.7%	0.3%
汽车零部件 II	16.4%	20.8%	19.5%	21.4%	33.2%	11.0%	1.1%
白色家电	18.0%	13.7%	20.1%	16.6%	-5.7%	17.8%	1.7%
农产品加工	9.6%	35.8%	11.6%	-5.7%	26.6%	35.1%	4.0%
电源设备	10.7%	25.7%	-4.7%	24.8%	28.9%	6.0%	5.0%
汽车整车	14.3%	42.4%	-1.2%	49.4%	39.4%	7.3%	6.4%
光学光电子	4.0%	21.3%	18.6%	27.0%	267.8%	29.0%	14.1%

数据来源: USITC、开源证券研究所 (选取2017年进口金额大于10亿美元的行业)

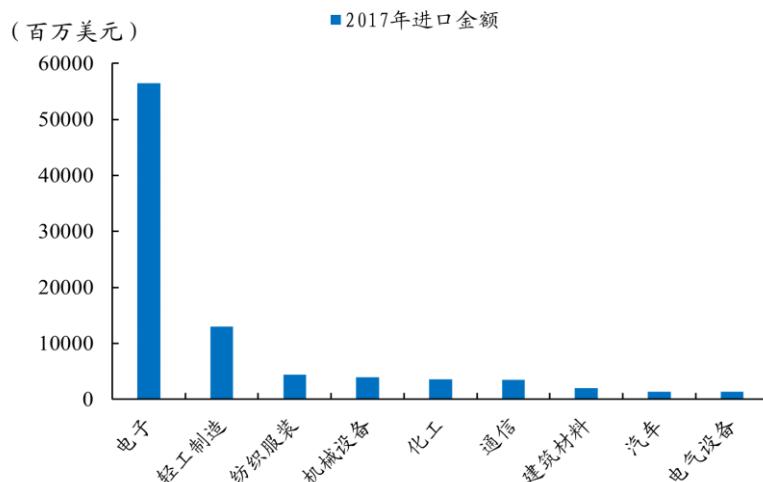
### 3.3.3、301清单变化分析

301清单的多轮豁免和扩容，背后隐藏着怎样的大国博弈逻辑？清单名录后续可

能出现怎样的更新衍化？我们对比了 301 清单最初版本与现如今版本的差距，从豁免到期与填充扩容两个维度，拆解其本质的经济目标追求。

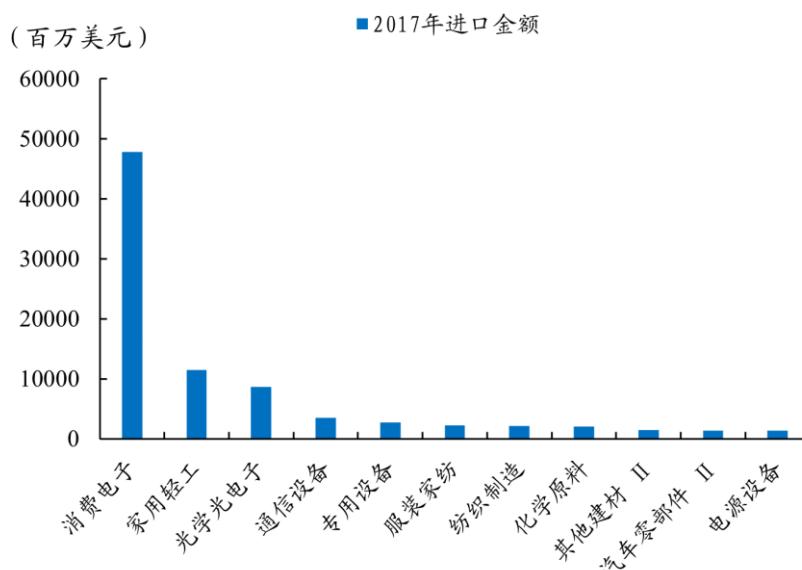
(1) 把最初清单内被豁免、到期的项目映射到 HTS4 位，划归到一级、二级行业。

图22：2017年到期、被豁免产品归属一级行业进口金额中电子行业居前



数据来源：USITC、开源证券研究所（剔除 2017 年进口金额小于 10 亿美元的行业）

图23：2017年到期、被豁免产品归属二级行业进口金额中消费电子行业居前



数据来源：USITC、开源证券研究所（剔除 2017 年进口金额小于 10 亿美元的行业）

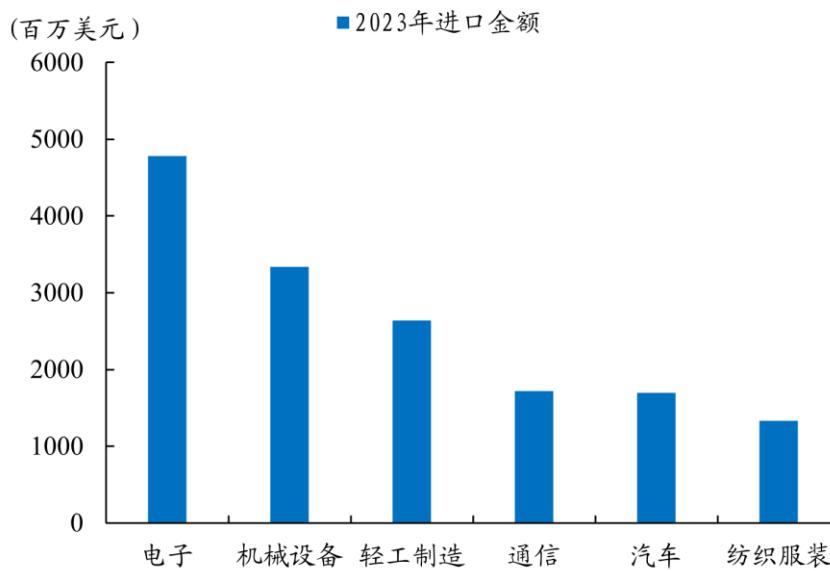
在一级行业：电子行业到期及被豁免的产品金额高达 564.99 亿美元，紧随其后的是轻工制造（129.76 亿美元）；进一步深入视角，在二级行业：消费电子（478.28

亿美元)、家用轻工(114.50亿美元)到期、被豁免的金额最高。

究其原因：①美国本土产能相对较弱，电子产品原材料仍依赖于全球经济，过高关税加征给产业链带来了较大影响，或带来较高的通货膨胀；②轻工初始加征规模大，贸易协商豁免的操作空间充足。

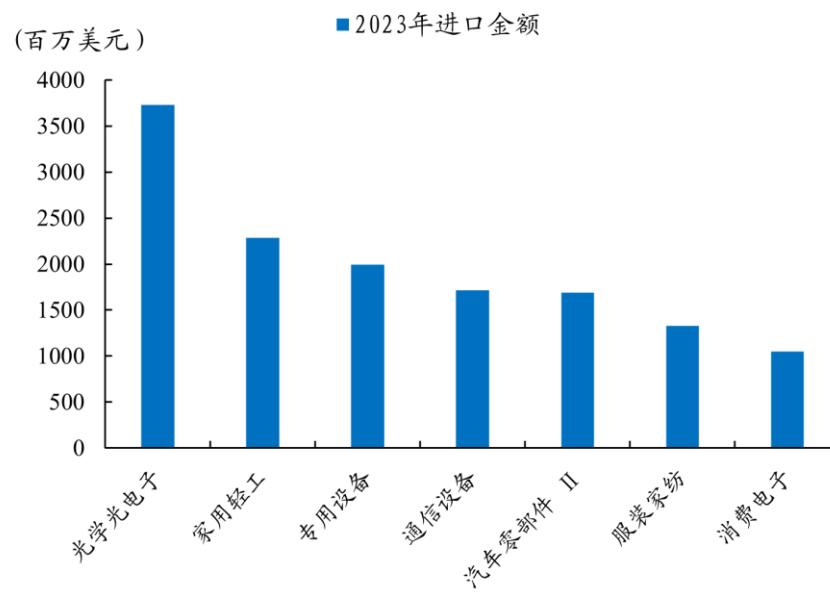
(2) 把清单公布后陆续扩充增加的项目映射到 HTS4 位，划归到一级、二级行业。

图24：2023年新增产品归属一级行业进口金额中电子行业居前



数据来源：USITC、开源证券研究所（剔除2023年进口金额小于10亿美元的行业）

图25：2023年新增产品归属二级行业进口金额中光学光电子行业居前



数据来源：USITC、开源证券研究所（剔除2023年进口金额小于10亿美元的行业）

在一级行业：电子行业清单新增产品金额 47.8 亿美元、机械设备新增 33.35 亿美元、轻工制造新增 26.36 亿美元；进一步深入视角，在二级行业：光学光电子（37.30 亿美元）、家用轻工（22.88 亿美元）新增金额较高。

值得注意的是，与到期、豁免产品分类一致，电子、轻工行业占据清单新增金额前列，但是绝对值低于前者，这进一步验证了上述结论：①轻工行业初始加征规模大，贸易协商豁免的操作空间充足；②轻工行业对美出口敞口大，清单项目的微调实现了杠杆效应，放大了对美国最终进口金额的扰动。

（3）此外，2024 年 9 月 13 日，美国贸易代表办公室（USTR）公布了有关 301 关税的几项更新，措施包括对新能源汽车电池、半导体、医疗用品等产品增加关税征收。这些关税变化于 2024 年 9 月 27 日或 2025、2026 年分批次上调。将涉及的产品对应行业，发现该轮关税额度调高主要影响中国先进高端产业链，以及拥有强劲竞争优势的新能源电池、光伏产品。

图26：关税上调影响行业以先进制造为主

关税上调针对行业简况	
对应一级行业	对应二级行业
电子	电源设备
纺织服装	汽车整车
有色金属	纺织制造
钢铁	橡胶
化工	其他采掘 II
汽车	化学原料
机械设备	钢铁 II
采掘	工业金属
电气设备	稀有金属
	金属非金属新材料
	光学光电子
	半导体
	仪器仪表 II

资料来源：USITC、开源证券研究所

总体来看，对部分商品的豁免可能基于以下原因：（1）该项产品的关税加征对美国带来的负面影响是其不愿意承受的；（2）在当时的世贸格局下，中国产品具有明显的优越性，美国做出取舍以扩大利益；（3）与中国进行会谈，双方达成了互利的贸易共识，是利益权衡博弈的结果。

对清单进行扩容，覆盖更多项产品或是提高关税征收额度可能是出于以下目的：

（1）限制中国高新技术产业，以筑牢美国高科技产业的壁垒；（2）以反击不公平贸易为说辞，以期实现缩小贸易逆差，并助力制造业回流美国，解决就业疲软，缓解

实体经济空心化的问题。

### 3.3.4、如果重拾 301，立即加征的空间有多大？

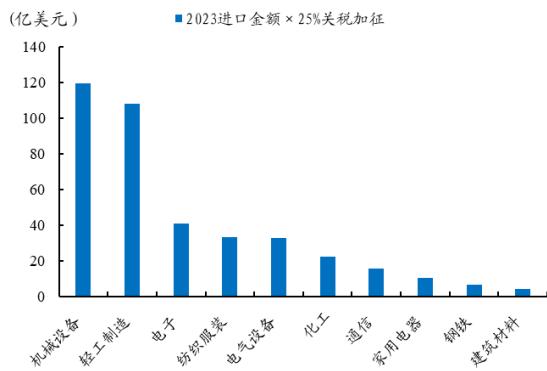
依据《贸易法》第 301 条加征关税，需要经过 USTR（美国贸易代表办公室）调查，出具行动方针，举行听证会，最后依总统指示经过 15 天公示期才能落地。参考 2018 年中美贸易摩擦期间，实际调查经历约 7 个月，听证和关税落地需 3 个月，共计约 10 个月。

可见重新开始调查行动流程，难以满足特朗普尽早对中国加征关税的政治宣言。而对之前经过调查，但是已经豁免、到期的商品加征关税需要的时间短，且理论上无税率上限。如果重拾 301，立即加征的空间几何？

我们提出这样的情景，恢复之前豁免、到期的清单项目，同时开始对当初已完成调查、暂停征收的 4B 清单征税。被新扩入清单的进口额为 1598.84 亿美元（依据 2023 年美国进口数据计算），如果依照清单 1、2、3 的税率加征规定，参考 2018 年经验，对新增项税率假设为 25%，最终或将推高美国对中国总进口税率 9.36%。

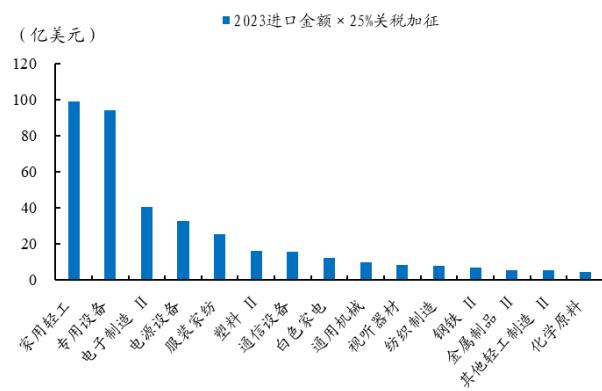
具体分行业来看，机械设备（120 亿美元）、轻工制造（108 亿美元）受到影响，税收差异达百亿美元以上，电子行业亦受到 41 亿美元的影响；二级行业维度，家用轻工（99 亿美元）、专用设备（94 亿美元）受到的影响近百亿。

图27：一级行业下机械设备潜在增税规模居前



数据来源：USITC、USTR、开源证券研究所

图28：二级行业下家用轻工潜在增税规模居前



数据来源：USITC、USTR、开源证券研究所

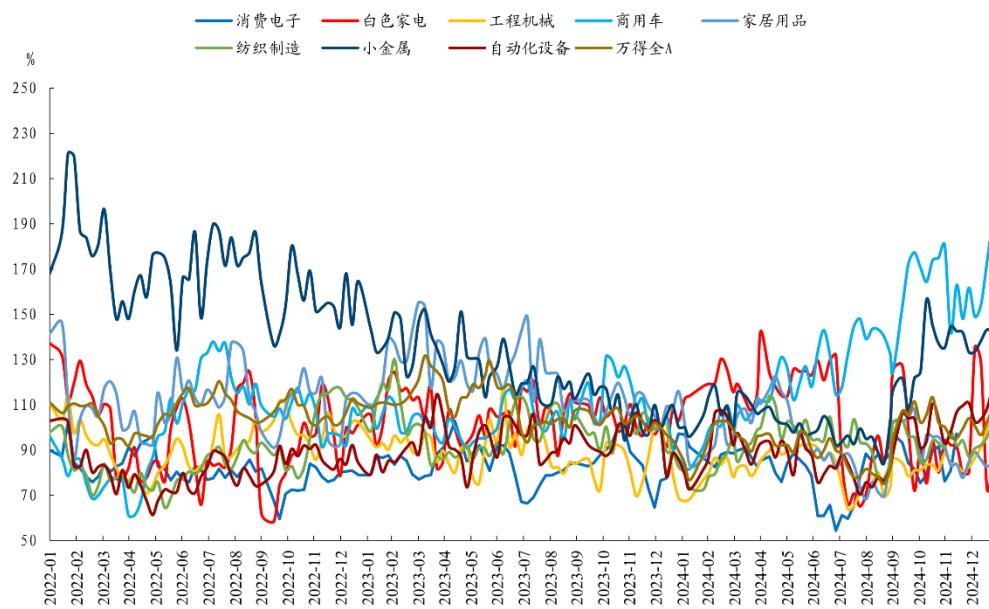
## 4、结合可能性和影响，本轮关税冲击下仍应“以我为主”

通过前期的梳理，我们沿着关税落地的三种可能方式，进行了不同可能性下潜在行业影响的情景推演及规模汇总。然而，如何将可能性和影响应用到当下的出口链行情交易中？我们认为，需要结合关税预期与关税现实的“博弈”来考量。

#### 4.1. 关税预期与关税现实的“博弈”

短期来看，关税预期扰动的不稳定因素仍存，但关税现实的落地仍不清晰，我们认为市场或在关税现实和关税预期的间隙之中折返跑。从股价角度出发，自2024年11月开始，随着特朗普的当选，出口链已经经历了较大的来自情绪面的“price in”，及风格调整带来的回摆。

图29：2024年9月之后，出口链走出结构性行情



数据来源：Wind、开源证券研究所

从预期角度看，我们认为即使特朗普正式上台，关税预期的扰动或仍存在反复。考虑到特朗普当下并未明确使用某种关税手段，且从近期公布的美国贸易优先政策备忘录来看，其仍将贸易政策视为国家安全的关键组成部分，并要求仔细审核与中国经济和贸易关系，考虑必要时进行潜在额外关税调整，评估与中国的永久正常贸易关系（PNTR）。基于此，我们认为在年内的前两个季度，关税预期压力或导致出口链行情出现反复。

图30：特朗普当选总统后的贸易政策行为相对鹰派

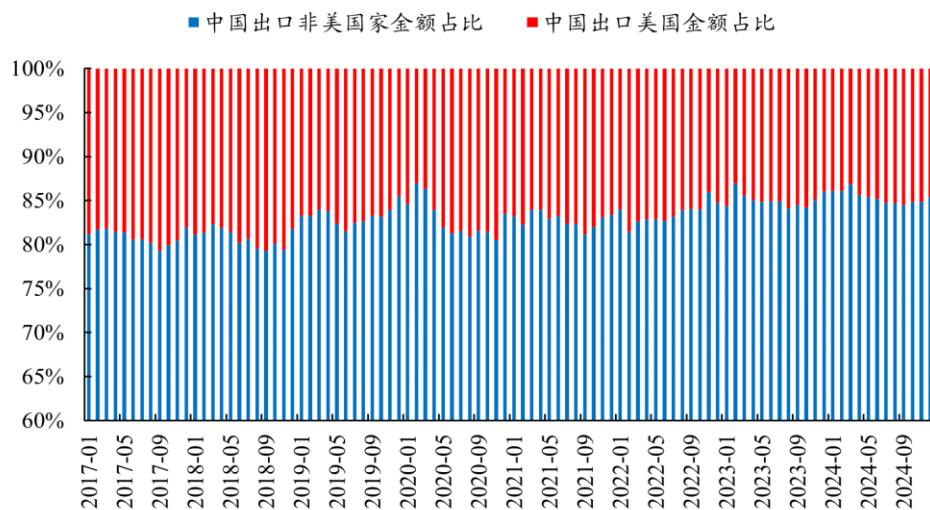
行政命令	具体内容	针对中国
美国优先贸易政策	审核美国与主要贸易伙伴之间的经济情况，并建议可能必要或适当的任何修订，以实现或维持与自由贸易协定伙伴国相互和互让步方面的总体水平。	审查美国与中国之间的经济和贸易协定。评估“对301调查中所采取的行动的四年审查”，考虑修改加征关税的潜在必要性，尤其针对工业供应链以及经第三国规避的情形。评估与中国建立永久正常贸易关系的立法提案。评估授予中国的专利、版权和商标等美国知识产权的状况。
退出全球税收协议	美国不再承认全球公司税协议（即OECD“双支柱”国际税改方案），并要求美国财政部长和常驻OECD（经济合作与发展组织）代表通知OECD上一届美国政府代表，美国就全球税收协议所作出的承诺在没有得到国会立法的情况下在美国不起作用或者无效。	特朗普计划最早于2025年2月1日对进入美国的中国制造商品征收10%的关税。

资料来源：毕马威公众号、美中国国际税务公众号、开源证券研究所

从现实角度看，我们认为前期市场或过度交易“政策影响”，而相对轻视了基本面交易的权重。在前期报告《关税问题的预期与现实》中，我们也有提及，相比于关税的“预期”与“现实”的博弈，前期市场上关税“预期”与政策“预期”的博弈更值得关注。相比于特朗普言论带来的“关税预期”，年底的中央经济工作会议及本轮的政策决心所带来的“政策预期”对于市场的定价或更重要。然而回到当下，随着海外首个政策明确交易节点（特朗普当选）的兑现和国内政策交易节点的接近，市场对于“政策预期”的关注或已阶段性拥挤。在此情况下，应关注潜在的实体线索及对美国的经济预期。

从供给角度来看，面对本轮关税“现实端”的影响，企业的“供给调结构”准备更充裕。近几年企业从出口走向出海，对关税扰动也有着一定的规避效果。和上一轮特朗普执政时相比，本轮现实因素出现的一点不同，在于企业本身也意识到了关税加征对自身业务的扰动。随着全球贸易保护主义的加剧和供应链的重新布局，企业也愈发意识到，出海不仅是对出口的补充，更是对未来市场波动的预防性措施。

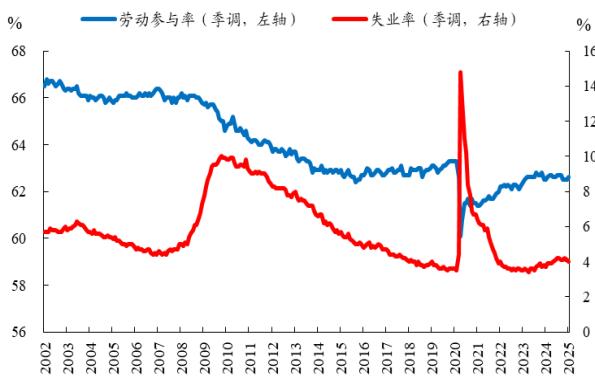
**图31：2017年以来中国对美出口敞口有所收敛**



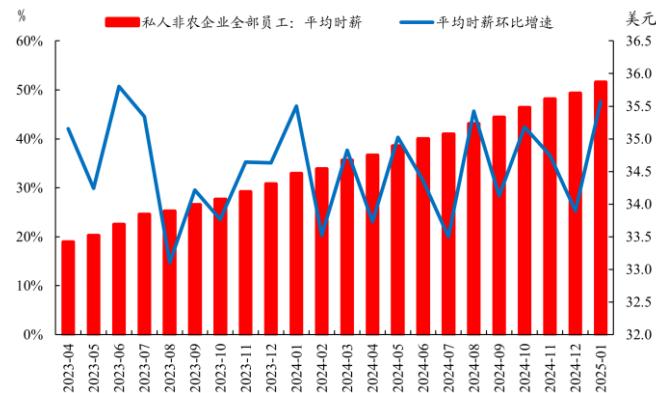
数据来源：Wind、开源证券研究所

从需求角度来看，当下美国仍处于“软着陆”假设的基准下，经济需求有望延续。从近期美国经济数据来看，美国基本面仍然保持坚挺。12月新增非农就业继续

反弹，且大幅高于市场预期，显示当前美国劳动力市场韧性较为充足，整体或处于充分就业区间。总的来看，在美国经济“软着陆”的假设下，海外真实需求仍在，对出口链也有一定的支撑。

**图32：12月美国就业数据显示劳动参与率仍然稳健**


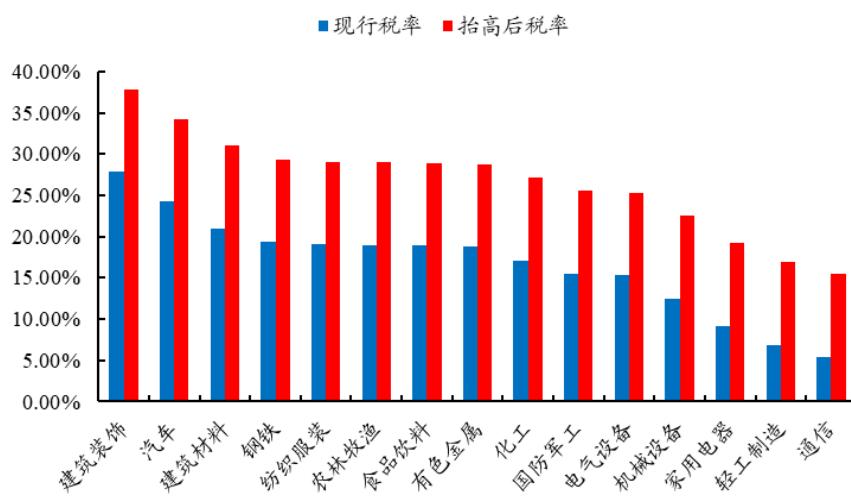
数据来源：Wind、开源证券研究所

**图33：12月美国就业数据显示平均时薪增速放缓**


数据来源：Wind、开源证券研究所

## 4.2、关税新进展：美对华加征 10%关税

基于上述讨论，我们可以得到一个相对系统的美国对华潜在关税加征路径指南。值得注意的是，进入 2025 年，特朗普新政府对华关税已有新进展。2025 年 2 月 1 日特朗普签署行政令，对进口自中国的商品加征 10% 的关税，此番系统性加征关税，将对美国从中国进口的全行业商品造成同等影响。

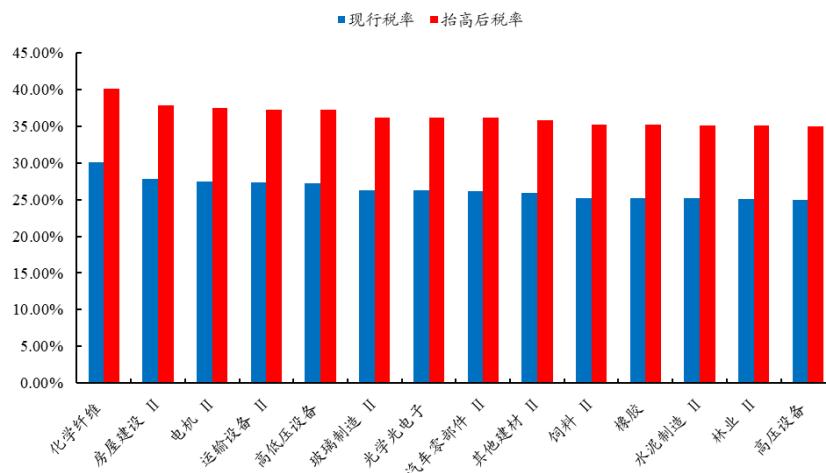
**图34：加征 10%关税后，一级行业下地产链、汽车制造税率居前**


数据来源：USITC、Wind、开源证券研究所

在一级行业层级，关税加征后，建筑装饰（37.84%）、汽车（34.27%）、建筑材料（31.02%）、钢铁（29.31%）、纺织服装（29.02%）的关税位居前五。此外，需要特别关注：家用电器（19.18%）、轻工制造（16.85%）、通信（15.46%）由于原税率较低，因此加征 10%后税率抬升的比例较高。

在二级行业层级，关税加征后，化学纤维（40.13%）、房屋建设（37.84%）、电机（37.49%）、运输设备（37.30%）、高低压设备（37.29%）、玻璃制造（36.25%）、光学光电子（36.25%）、汽车零部件（36.19%）的关税居前，且加征后的关税均处于较高水平（大于35%）。

图35：加征10%关税后，二级行业下化工材料、机械设备税率居前

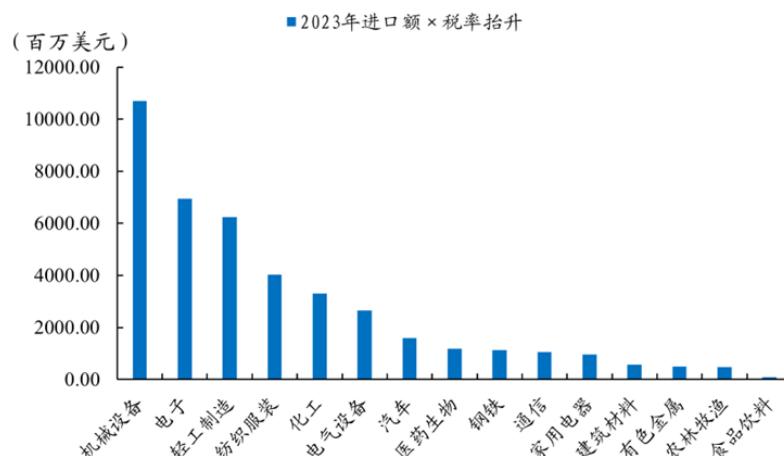


数据来源：USITC、Wind、开源证券研究所

此外，考虑到不同行业的对美出口敞口不同，仍需结合规模视角来细化关税加征对国内行业的影响。考虑到2024年美国从中国进口额分行业数据仍未公示，我们暂以2023年的行业出口口径作为衡量基准。

从一级行业来看，机械设备（107.11亿美元）、电子（69.47亿美元）、轻工制造（62.50亿美元）、纺织服装（40.28亿美元）的潜在增税规模断层领先其他行业。

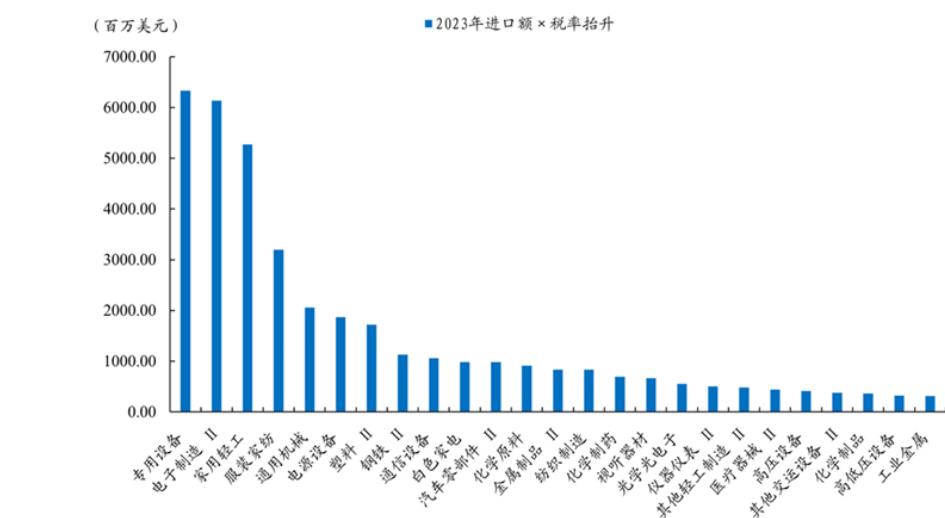
图36：加征10%关税后，一级行业下机械设备、电子等方向潜在增税规模居前



数据来源：USITC、Wind、开源证券研究所

从二级行业来看，专用设备（63.31 亿美元）、电子制造Ⅱ（61.36 亿美元）、家用轻工（52.71 亿美元）的潜在增税规模居前，均超过 50 亿美元；服装家纺（31.96 亿美元）、通用机械（20.55 亿美元）、电源设备（18.69 亿美元）、塑料（17.24 亿美元）紧随其后。

图37：加征 10% 关税后，二级行业下专用设备、电子制作等方向潜在增税规模居前



数据来源：USITC、Wind、开源证券研究所

## 5、展望后续，寻找“关税脱敏”的出海行业

往后看，我们认为 2025 年出口链仍有结构性行情。从经济底色来看，内需提振仍在路上。在前期报告《三种视角再看调整后的出海线索——出海投资方法论（一）》中，我们也有就出口链在长期经济转型中的意义进行分析。往后看，出海的重要性是长周期视角下的必然命题。尽管存在种种干扰因素，但趋势的方向从未改变。

基于此，我们认为随着恐慌情绪的退潮，市场或能重新注意到出海链的长期价值。从节奏来看，全年中一、二季度或为特朗普关税政策带来扰动较大的承压阶段；应把握关税预期与关税现实的“间隙”，寻找被错估的出口链结构性行情。此外，相比于出口，出海是基于长远维度，通过资产端（资本开支）的预先支出来应对关税和贸易壁垒等风险。

配置上，建议关注：

**打破关税桎梏，布局全球发展**——（1）出海规避关税，海外营收/资产利用率改善：消费电子、机械设备、汽车（商用车）和医疗服务（CXO）；（2）开拓海外市场，景气预期上修：家电、船舶和电力设备（电网）；（3）降低生产成本，出海扩张整合资源：钢铁、小金属和纺织制造。

## 6、风险提示

宏观政策超预期变动放大市场波动。特朗普政策具有较强的不确定性和波动性，其近期对于关税及政治问题的公开发言表态及政策实施均具有高度不确定性，甚至会出现短时间内较明显的政策反转。本次研究基于政策假设的判断具有一定主观性。

全球流动性及地缘政治恶化风险。本次研究主要基于关税问题的定价因子进行讨论，并未充分讨论股市拥挤度、市场流动性等问题，也较难衡量海外流动性恶化及潜在的地缘冲突引发的市场风险偏好下行。

测算的定价模型基于历史数据，不能代表未来。本次研究针对不同关税可能性下的测算均为假设，涉及到的行业影响也只是一种可能性，且使用的最新公开美对华进口数据为 2023 年数据，具有一定的时滞性。

特朗普关税政策范围扩大，出海国家亦可能被加征关税。近期美国对墨西哥、加拿大等国也存在关税加征倾向，只是暂时搁置。往后看，中国企业出海目的地国家亦有被加征关税的风险。

## 特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R4（中高风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为境内专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者。若您并非境内专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

## 分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入 (Buy)	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持 (outperform)	预计相对强于市场表现 5% ~ 20%；
	中性 (Neutral)	预计相对市场表现在 -5% ~ +5%之间波动；
	减持 (underperform)	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好 (overweight)	预计行业超越整体市场表现；
	中性 (Neutral)	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡 (underperform)	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的6~12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中A股基准指数为沪深300指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普500或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其实内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

## 开源证券研究所

### 上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号 楼3层  
邮编：200120  
邮箱：research@kysec.cn

### 深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号 楼45层  
邮编：518000  
邮箱：research@kysec.cn

### 北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层  
邮编：100044  
邮箱：research@kysec.cn

### 西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层  
邮编：710065  
邮箱：research@kysec.cn