

4 月的新关税如何演绎？

2025 年 03 月 24 日



分析师：裴明楠

执业证号：S0100524080002
邮箱：peimingnan@mszq.com

分析师：陶川

执业证号：S0100524060005
邮箱：taochuan@mszq.com

分析师：林彦

执业证号：S0100525030001
邮箱：linyan@mszq.com

分析师：邵翔

执业证号：S0100524080007
邮箱：shaoliang@mszq.com

➤ **“对等关税日”渐近，4 月份特朗普的新关税或分两部分：一是“对等关税”；二是针对性的行业关税。**关税本身的不确定性主要在于“非关税壁垒”将被多大程度纳入计算；经济后果的不确定性在于对手国是否愿意妥协对美降关税。对中国而言，加征对等关税的“纸面”空间料有限。另外，近期美国参议员戴安斯访华，中美二季度有望推进沟通。

➤ **从当前特朗普团队表态来看，对等关税或有 3 点特征需关注：**

➤ **1) 针对重点对象“一国一议”。**3 月 18 日美国财长贝森特表示“4 月 2 日每个国家都将有一个关税数字...对一些国家而言关税可能较低...15%的国家将占据大部分被征收关税的份额”。可见特朗普团队仍希望尽量“精准打击”，挑重点国家制定“对等关税”的可行性更高。

➤ 特朗普团队将对美征收高关税且高贸易量的国家称为“dirty 15”，但没有明说具体名单。结合图 1 和图 2，我们预计包括：爱尔兰、德国、意大利、法国（欧盟亦有可能被作为一个整体来对待）、瑞士、日本、韩国、印度、越南、马来西亚、加拿大、墨西哥、中国等国家和地区。

➤ **2) 计算公式考虑“非关税壁垒”。**“对等关税”总统备忘录指出“非对等贸易关系”不仅是关税，还有增值税、数字服务税、补贴、监管要求、汇率操纵、压低工资、市场准入限制等。目前最大的不确定性在于这些将被多大程度纳入计算公式。若按“关税+增值税”计算（图 2），那么印度、巴西、爱尔兰、意大利、法国的“对等关税数字”或较高；加拿大和日本的或较低；而墨西哥、韩国、越南的“对等关税数字”水平相对居中。

➤ **3) 动态灵活，旨在谈判。**我们在报告《沙盘推演：特朗普关税的原点与终点》指出关税的三大定位：**谈判手段、平衡贸易、平衡财政**。目前看**“对等关税”还是更偏向于第一个定位**。3 月 21 日，特朗普表示将在对等关税方面表现出灵活性“灵活性这个词很重要”，可见让对手国降低对美关税才是真实目的。“对等关税”白宫简报里重点列出的“关税不对等”的商品有欧盟的汽车和贝类、印度的农产品和摩托车、巴西的乙醇等。

➤ **因此，“对等关税”的经济后果或有 2 种走向：情况一，各地区顺应美国“心愿”降低对美国的关税，“对等关税”也随之调低。**这种情景有利于美国通胀回落经济回升。但问题是，关税本身就是为了保护本土产业，如果放低对美国的关税门槛导致“美国货”加速流入市场，可能严重破坏本土企业利益（例如欧洲的汽车产业）。

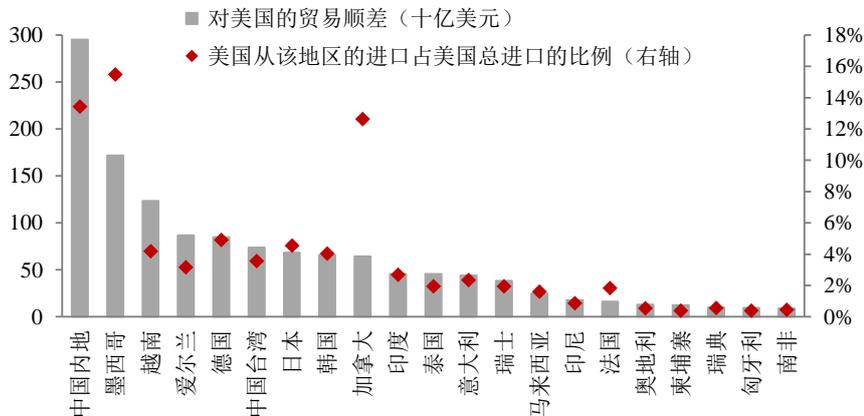
➤ **情况二，各地区拒绝降低关税，而是对美采取反制。**这种情况将是特朗普不愿意看到的、将进一步把美国经济拖入“滞胀”的泥潭；各国之间的关税博弈“战线”越来越长。

相关研究

1. “美国不是例外”系列报告：美元的归宿：破百的条件和时机？-2025/03/23
2. 财政动态观察系列（七）：生育补贴促消费的经济账-2025/03/20
3. 美联储 2025 年 3 月议息会议前瞻：美联储：犹豫的代价？-2025/03/19
4. 2025 年 1-2 月经济数据点评：经济“开门红”：预期与现实-2025/03/17
5. “美国不是例外”系列报告：美国滞胀或是基准，黄金是“版本答案”-2025/03/16

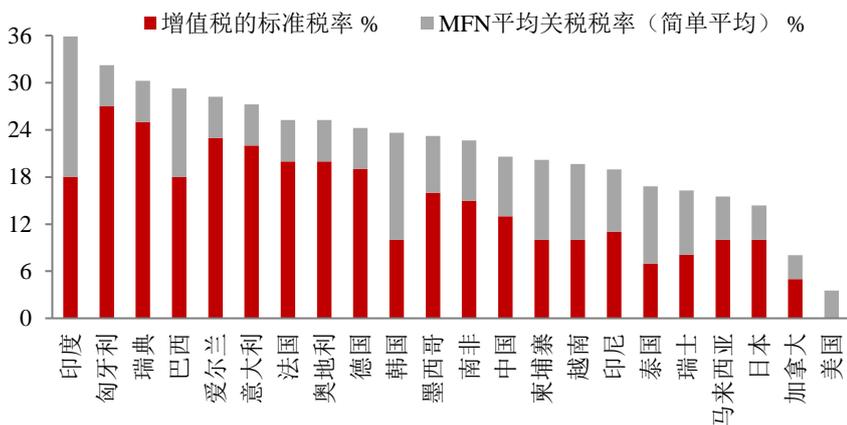
- 相应地，4月2日“关税日”后的市场表现也是不确定的。若是情况一，关税的不确定性落地意味着风险释放，美股有望转涨；但情况二或意味着风险资产的波动加剧，市场朝“滞胀”方向演绎，美股或还有较大幅度调整。
- 各地区自降关税的可能性大吗？目前来看，加拿大、欧盟、中国的反制立场较强硬，加拿大表示反制将是“一元对一元 (dollar-by-dollar)”，欧盟也有类似表态；而日韩、印度、墨西哥的态度灵活。越南和马来西亚等东南亚国家，其对美国出口占本国 GDP 比值较高（图 3），可能也很难有强硬立场。
- 除对等关税之外，4月或还有更多针对性的行业关税落地。特朗普曾多次威胁 4 月将对汽车、半导体、药品、芯片、木材加征普遍关税，还表示将对农产品征收普遍关税，让美国农民“准备好开始生产大量农产品”。我们认为，类似于目前已经生效的钢铝 25% 关税，这些特定行业关税或也难有豁免，主要目的在于推动生产回流、加强供应链安全。
- 美国汽车主要进口自墨加和日韩；半导体主要进口于马来西亚、中国台湾、越南和韩国；药物制剂从爱尔兰和瑞士进口较多；农产品从加墨和欧洲进口较多。若行业性关税落地，对这些地区的影响或相对更大。
- 于中国而言，4月需要关注什么？
- 加征对等关税的“纸面”空间有限，关注非税壁垒。目前中国对美平均关税 16.0%，算上中国 13% 的增值税共计 29%，仍略低于美国对中国平均关税 32.3%（包含今年新增的 20%），美国对华加征的“纸面”空间有限，但若美方将非税壁垒纳入计算，仍有对中国征对等关税的理由。
- 关注中美推进沟通。依据《美国优先贸易政策》备忘录，4月初美方将发布对中国经贸审查的结果（包括第一阶段贸易协议、PNTR 等内容）；4月5日又是 TikTok 禁令的期限。中美沟通的必要性上升，当前基于 IEEPA(理由芬太尼问题) 征收 20% 的关税或有谈判可能，同时也需关注可能有其他基于 301 调查/232 调查的关税落地。
- 风险提示：美国经济基本面变化超预期，特朗普政策超预期。

图1：对美国贸易顺差额最高的 20 个国家及地区（2024 年）



资料来源：美国普查局，民生证券研究院

图2：各国的 MFN 关税税率、增值税标准税率



资料来源：世界银行，World Population Review，民生证券研究院

注：增值税的标准税率为 2025 年数据；MFN 关税为 2022 年数据（世界银行披露的最新数据）

图3：上述 20 个国家及地区：对美国出口额占 GDP 的比例（2023 年）



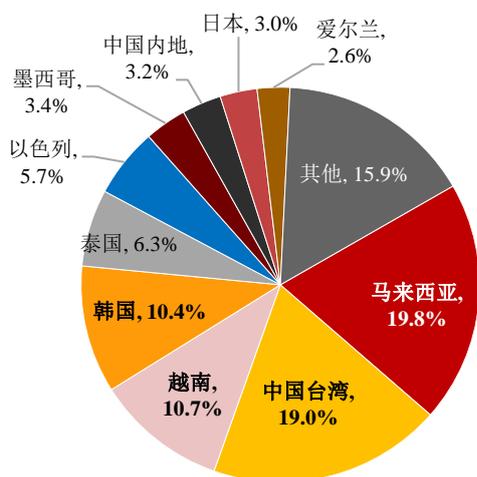
资料来源：美国普查局，ifind，民生证券研究院

图4：美国总统加征关税的法律授权依据

	Section 232	Section 201	Section 301	Section 122	Section 338	IEEPA
涉及主题	威胁国家安全	伤害国内工业	违反贸易协议或其他规则	国际支付问题	歧视美国商务	国家紧急状态
要求机构调查	商务部	美国国际贸易委员会ITC	美国贸易代表办公室USTR	无	无	无
制裁持续时长的上限	无	4年；可能延长，最多至总计8年	4年；可能延长，无上限	150天	无	无
加征关税幅度的上限	无	50%	无	15%	50%	无
举例	对钢铁、铝的关税，2018-	太阳能电池产品，2018-2026	特定中国商品，2018-	从未用于加征关税	从未用于加征关税	中国商品，2025-

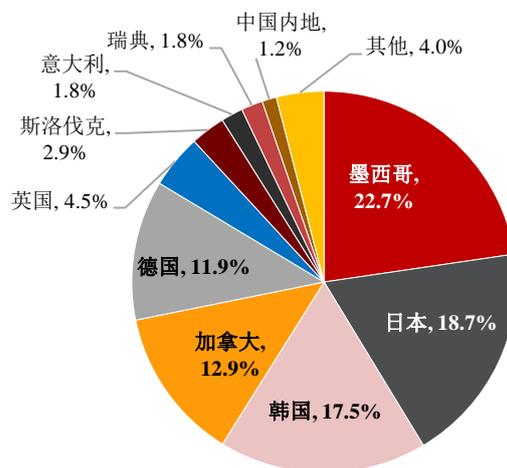
资料来源：美国国会，民生证券研究院

图5：美国半导体的进口来源地（2024年）



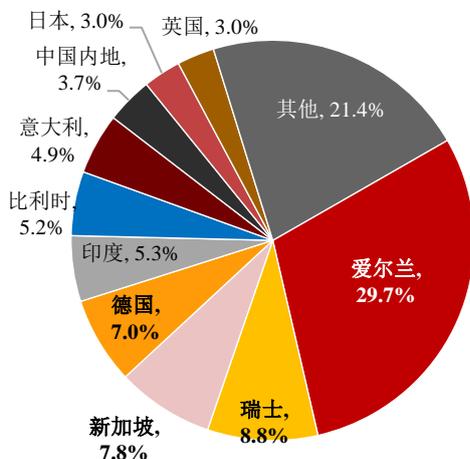
资料来源：美国普查局，民生证券研究院

图6：美国乘用车的进口来源地（2024年）



资料来源：美国普查局，民生证券研究院

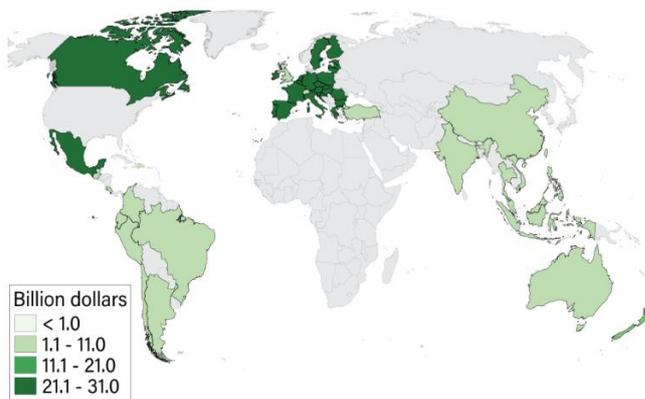
图7：美国药物制剂的进口来源地（2024年）



资料来源：美国普查局，民生证券研究院

图8：美国农产品的进口来源地（2023年）

Top 25 U.S. agricultural import sources, 2017-21 average



资料来源：美国农业部（USDA），民生证券研究院

图9：特朗普 2.0 关税政策的进展梳理

状态	对象	关税措施/计划的内容
已落地	北美	对来自加墨的 不符合“美墨加协定”（USMCA） 的商品征收25%普遍关税（其中加拿大能源10%、加墨的钾肥10%关税）。
	中国	对来自加墨的 符合USMCA 的商品征收25%普遍关税，推迟至4月2日。
	全球	对中国所有商品额外征收20%关税。
调查中	全球	全球 钢铁和铝 征收25%关税，3月12日生效。
	北美	《美国优先贸易政策》备忘录（1月20日发布）发起评估“美墨加协定”，4月1日发布调查报告。
	中国	《美国优先贸易政策》备忘录（1月20日发布）发起对中国的贸易审查，4月1日前完成审查报告。计划对所有中国制造或悬挂中国国旗的船舶船队收取美国港口停靠费用。
	全球	《互惠贸易和关税》备忘录（2月13日发布）发起“ 对等关税 ”调查，计划4月2日宣布“对等关税”的具体措施。 2月25日签署行政令，启动对 铜 进口威胁美国国家安全的232调查。 3月1日签署行政令，启动对 木材和木制品 进口威胁美国国家安全的232调查。
口头威胁		4月开始对加拿大 木材、乳制品 等商品征收高额关税。
		对 汽车、半导体、药品、芯片、木材 加征普遍关税。
		对“外部” 农产品 征收普遍关税，让美国农民“准备好开始生产大量农产品在美国国内销售”。 威胁对 欧盟 的商品加征25%关税。

资料来源：财联社，金融界，白宫，民生证券研究院

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑获取本报告的机构及个人的具体投资目的、财务状况、特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，进行独立评估，并应同时考量自身的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代自身的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，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、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 1 座 10 层 01 室； 518048