

2025 年 4 月 3 日

## 全球宏观

### “对等关税”的不对等

2025 年 4 月 2 日，美国贸易办公室发布了《2025 年贸易估算报告—贸易壁垒》（2025 National Trade Estimate Report-Foreign Trade Barriers），随后美国总统特朗普在其声称的“解放日”宣布全球征税和对等关税，新一轮关税冲击超过此前市场预期。

李少金

Evan.Li@bocomgroup.com  
(852) 3766 1849

#### ④ 新一轮关税主要内容包括 10%的全球关税和差异化的国别关税

- \* 对所有进口商品加征 10%的基础性关税。这部分内容与此前特朗普宣称的全球加征关税一致，而此前已加征的钢铁以及汽车关税（25%）则不适用于此范围。
- \* 对等关税幅度超市场预期，加征方式简单粗暴。对等关税包括中国内地（34%）、中国台湾（32%）、韩国（25%）、日本（24%）、欧盟（20%）等多达 60 多个国家和地区。如我们在前述报告所提及，对等关税征收对象为美国的主要贸易逆差国家/地区。
- \* 特朗普列出的贸易国“对美征收关税税率”（Tariffs Charged to the U.S.A. Including Currency Manipulation and Trade Barriers），并不符合事实，而是简单的贸易国对美贸易逆差与美国相应进口额的比值。不仅如此，即便是美国的贸易顺差国，如英国、巴西等国也一律按照 10% 的关税征收，可见对等关税并不对等。
- \* 此前已宣布加征 25%关税的加拿大、墨西哥两个美国主要贸易逆差国不在此对等关税列表中，并表示符合《美加墨贸易协定》（USMCA 协议）的商品继续可以豁免，而不符合的商品仍需要加征 25%关税。
- \* 25%汽车关税于 4 月 2 号正式落地，特朗普还正式终止了 800 美元以下的小额关税豁免。此外，特朗普宣称未来还要对医药、半导体以及铜等商品加征关税。

#### ④ 对等关税为累加，即在已生效的关税上再加征

关税加征方式上，特朗普强调 10%关税和对等关税是在此前的关税基础上额外加征的，意味着特朗普此前已宣称加征的关税会继续有效，而对等关税只是在此前的基础上进行叠加，就简单的估计而言，特朗普意图加征的关税额度即为贸易逆差与美国相应进口的比值。按照这一比例估计，对华关税已达到 60%+，意味着对华关税冲击可能已经到位了。

#### ④ 10%关税落地在即，而对等关税仍有一周时间谈判

全球性的 10%基础关税预计在 4 月 5 号落地，而对等关税的执行时间为 4 月 9 号。从时间上来看，10%的关税会在未来几天内大概率执行，而对等关税则预留了近一周的时间，可能会有谈判的转机。与此同时，被加征关税国进行报复性关税的概率较大，尽管关税已落地，后续局势仍存较大不确定性。

我们在《[海湖协议魅影，特朗普的改革理想与现实约束](#)》中分析过，特朗普加征关税的执念源头在于不放弃美元霸权的前提下实现美国制造业的复兴。这种“既要又要”的诉求，就产生了通过关税等手段让其他国家为美国提供储备资产和安全保护承担更多成本。然而此一时彼一时，今时今日美国面临的贸易格局和经济环境都发生了较大变化，大规模复制此前的关税成果难度空前。

此外，特朗普政府过度简化关税经济效果。虽然提高关税可能在短期内增加一定的财政收入，但其长期效果高度不确定。一方面，关税提高可能导致贸易伙伴的报复性措施，损害美国出口；另一方面，关税成本最终很大程度上将转嫁给美国消费者和下游企业，形成事实上的隐性税负增加，与其减税刺激消费的目标相互矛盾。2018 年贸易战经验表明，关税收入远不足以抵消其对经济增长的负面影响。

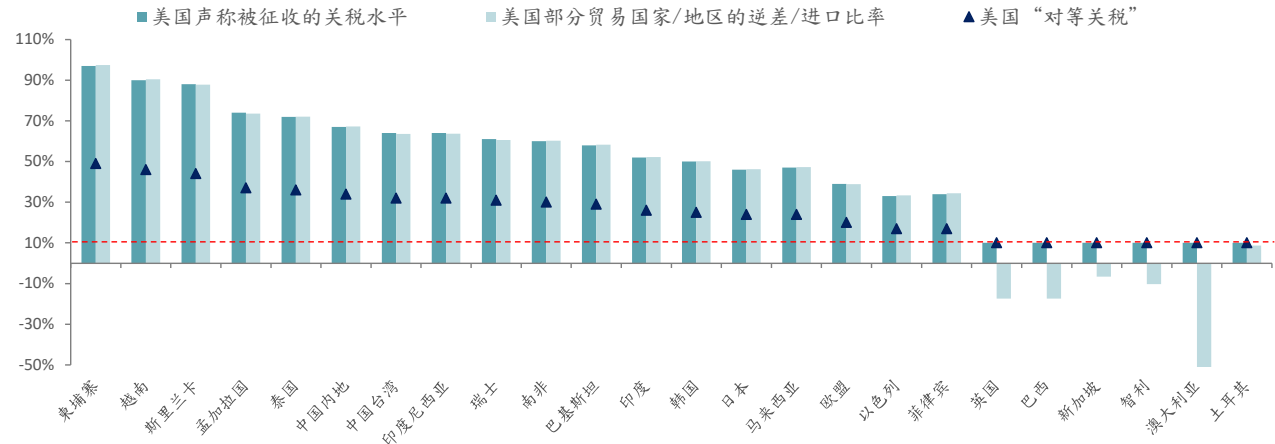
#### ⊕ 市场交易衰退，美联储操作空间极为有限

新一轮关税冲击下，美股期指出现大幅下跌，美元、美债 10 年期收益率双环回落，黄金现价上涨，而美联储降息预期有所增加（2025 年全年预期降息次数从关税宣布前的 3 次增加至 3.5 次），反映此次市场交易的并非“滞胀”，而是衰退。

尽管美国当前诸多经济指标与衰退阈值仍有距离，且主流预测模型未触发警报，然而就业市场与企业资本支出可能成为关键脆弱点。就业市场延续“放缓但不崩塌”的特征，但离职率下降、跳槽溢价消失等迹象显示活性正在降低；企业资本支出意愿在政策不确定下回落，若二者形成负向循环或将加速经济下滑。美联储面临通胀风险与就业脆弱性的政策两难，后续操作窗口极为有限。

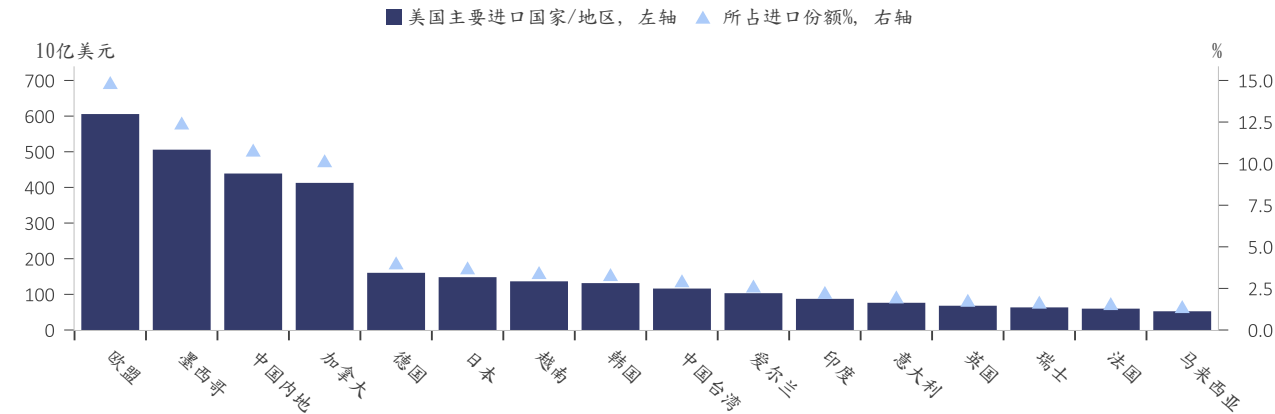
尽管短期经济数据显示韧性，但高利率环境与特朗普减赤字、弱美元和制造业回流的政策目标相悖，美联储面临降息压力，“软着陆”窗口收窄，浅衰退降息概率上升。展望后市，1）信用利差或随政策不确定性上升；2）美股可能继续波动，估值仍有回调压力；3）美债 10 年期利率预计维持在 4.0-4.5% 区间；4）美元指数短期或受政策不确定性和滞胀担忧压制，但若实际政策落地若低于市场担忧，可能引发反弹。

图表 1: 美国声称被征收的关税基本就是贸易国/地区的逆差与进口比值



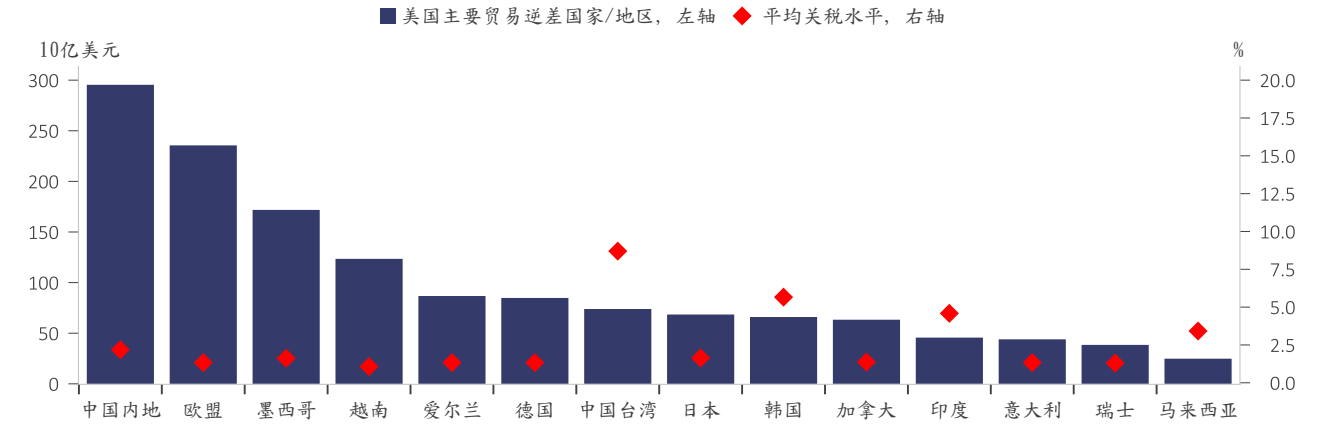
资料来源: Macrobond, 交银国际

图表 2: 美国主要进口国家及地区和其相应的份额



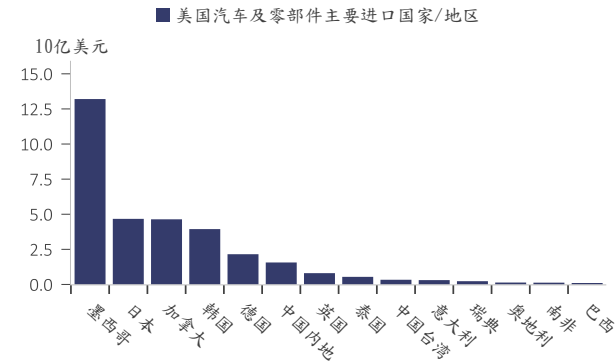
资料来源: Macrobond, 交银国际

图表 3: 美国主要贸易逆差国/地区及其相应的平均关税水平



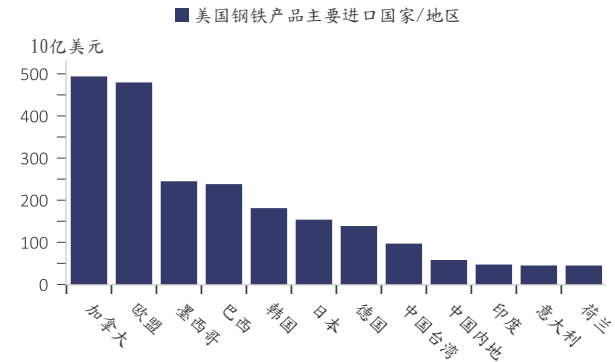
资料来源: Macrobond, 交银国际

图表 4: 美国汽车及零部件主要进口国/地区



资料来源: Macrobond, 交银国际

图表 5: 美国钢铁产品及主要进口国/地区



资料来源: Macrobond, 交银国际

交銀國際

香港中环德辅道中 68 号万宜大厦 10 楼  
总机: (852) 3766 1899 传真: (852) 2107 4662

评级定义

分析员个股评级定义：

**买入：**预期个股未来12个月的总回报**高于**相关行业。

**中性：**预期个股未来12个月的总回报与相关行业**一致**。

**沽出：**预期个股未来12个月的总回报**低于**相关行业

**无评级：**对于个股未来12个月的总回报与相关行业的比较，分析员**并无确信观点**。

分析员行业评级定义：

**领先：**分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现相对于大盘标杆指数**具吸引力**。

**同步：**分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现与大盘标杆指数**一致**。

**落后：**分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现相对于大盘标杆指数**不具吸引力**。

香港市场的标杆指数为**恒生综合指数**，A股市场的标杆指数为**MSCI 中国A股指数**，美国上市中概股的标杆指数为**标普美国中概股50（美元）指数**

## 分析员披露

本研究报告之作者，兹作以下声明：i) 发表于本报告之观点准确地反映有关于他们个人对所提及的证券或其发行者之观点；及ii) 他们之薪酬与发表于报告上之建议/观点并无直接或间接关系；iii) 对于提及的证券或其发行者，他们并无接收到可影响他们的建议的内幕消息/非公开股价敏感消息。

本报告之作者进一步确认：i) 他们及他们之相关有联系者【按香港证券及期货监察委员会之操守准则的相关定义】并没有于发表本报告之30个日历日前交易或买卖本报告内涉及其所评论的任何公司的证券；ii) 他们及他们之相关有联系者并没有担任本报告内涉及其评论的任何公司的高级人员（包括就房地产基金而言，担任该房地产基金的管理公司的高级人员；及就任何其他实体而言，在该实体中担任负责管理该等公司的高级人员或其同级人员）；iii) 他们及他们之相关有联系者并没有拥有于本报告内涉及其评论的任何公司的证券之任何财务利益。根据证监会持牌人或注册人操守准则第16.2段，“有联系者”指：i) 分析员的配偶、亲生或领养的未成年子女，或未成年继子女；ii) 某信托的受托人，而分析员、其配偶、其亲生或领养的未成年子女或其未成年继子女是该信托的受益人或酌情对象；或iii) 惯于或有义务按照分析员的指示或指令行事的另一人。

## 有关商务关系及财务权益之披露

交银国际证券有限公司及/或其有关联公司在过去十二个月内与交通银行股份有限公司、国联证券股份有限公司、交银国际控股有限公司、四川能投发展股份有限公司、光年控股有限公司、七牛智能科技有限公司、致富金融集团有限公司、湖州燃气股份有限公司、汉有机控股有限公司、上海小南国控股有限公司、Sincere Watch (Hong Kong) Limited、富景中国控股有限公司、天津建设发展集团股份有限公司、乐思集团有限公司、出门问问有限公司、趣致集团、宜搜科技控股有限公司、老铺黄金股份有限公司、中赣通信(集团)控股有限公司、地平线、多点数智有限公司、草姬集团控股有限公司、安徽海螺材料科技股份有限公司及北京赛目科技股份有限公司有投资银行业务关系。

交银国际证券有限公司及/或其集团公司现持有东方证券股份有限公司、光大证券股份有限公司及七牛智能科技有限公司的已发行股本逾1%。

## 免责声明

本报告之收取者透过接受本报告(包括任何有关的附件)，表示并保证其根据下述的条件下有权获得本报告，并且同意受此中包含的限制条件所约束。任何没有遵循这些限制的情况可能构成法律之违反。

本报告为高度机密，并且只以非公开形式供交银国际证券的客户阅览。本报告只在基于能被保密的情况下提供给阁下。未经交银国际证券事先以书面同意，本报告及其中所载的资料不得以任何形式(i)复制、复印或储存，或者(ii) 直接或者间接分发或者转交予任何其它人作任何用途。

交银国际证券、其附属公司、关联公司、董事、关联方及/或雇员，可能持有在本报告内所述或有关公司之证券、并可能不时进行买卖、或对其有兴趣。此外，交银国际证券、其附属公司及关联公司可能与本报告内所述或有关的公司不时进行业务往来，或为其担任市场庄家，或被委任替其证券进行承销，或可能以受托人身份替客户买入或沽售其证券，或可能为其担当或争取担当并提供投资银行、顾问、包销、融资或其它服务，或替其从其它实体寻求同类型之服务。投资者在阅读本报告时，应该留意任何或所有上述的情况，均可能导致真正或潜在的利益冲突。

本报告内的资料来自交银国际证券在报告发行时相信为正确及可靠的来源，惟本报告并非旨在包含投资者所需要的所有信息，并可能受送递延误、阻碍或拦截等因子所影响。交银国际证券不明示或暗示地保证或表示任何该等数据或意见的足够性、准确性、完整性、可靠性或公平性。因此，交银国际证券及其集团或有关的成员均不会就由于任何第三方在依赖本报告的内容时所作的行为而导致的任何类型的损失（包括但不限于任何直接的、间接的、随之而发生的损失）而负上任何责任。

本报告只为一般性提供数据之性质，旨在供交银国际证券之客户作一般阅览之用，而非考虑任何某特定收取者的特定投资目标、财务状况或任何特别需要。本报告内的任何资料或意见均不构成或被视为集团的任何成员作出提议、建议或征求购入或出售任何证券、有关投资或其它金融证券。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映交银国际证券或其集团的立场，亦可在没有提供通知的情况下随时更改，交银国际证券亦无责任提供任何有关资料或意见之更新。

交银国际证券建议投资者应独立地评估本报告内的资料，考虑其本身的特定投资目标、财务状况及需要，在参与有关报告中所述公司之证券的交易前，委任其认为必须的法律、商业、财务、税务或其它方面的专业顾问。惟报告内所述的公司之证券未必能在所有司法管辖区或国家或供所有类别的投资者买卖。

对部分的司法管辖区或国家而言，分发、发行或使用本报告会抵触当地法律、法则、规定、或其它注册或发牌的规例。本报告不是旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。本报告的发送对象不包括身处中国内地的投资人。如知悉收取或发送本报告有可能构成当地法律、法则或其他规定之违反，本报告的收取者承诺尽快通知交银国际证券。

本免责声明以中英文书写，两种文本具同等效力。若两种文本有矛盾之处，则应以英文版本为准。

**交银国际证券有限公司是交通银行股份有限公司的附属公司。**