

美国对等关税：目的、可能演绎及影响

宏观点评

4 月 2 日特朗普对等关税落地，一是对所有国家设立 10% 的“最低基准关税”，于 4 月 5 日生效；二是对贸易逆差较大的经济体征收更高的关税，于 4 月 9 日生效。

美国对等关税的目的是多重的，包括引导制造业回流、维护美国国家安全、解决贸易失衡、消除所谓“贸易不公平”、增加税收弥补财政缺口等。此外，遏制中国也是重要目的。

对等关税未来可能的三种演绎。（1）**乐观情景：**美国对多数国家征收 10% 基准关税。特朗普有意愿进行关税谈判，乐观情景是绝大多数国家通过扩大对美投资、购买美国产品等方式换取美国调降关税。这种情景仍是有利于全球化的，全球经济能够承受冲击，基准关税拖累美国 GDP 将下滑约 0.5%，物价上升约 1%。（2）**谨慎情景：**“以牙还牙”、贸易反制下，全球关税率大幅上升，贸易急剧下滑。一方面，中国、欧盟等经济体对美国进行反制后，美国对中国、欧盟等再加征关税，局势持续升级。另一方面，遏制中国也是美国的重要目标，美国可能强迫越南等其他国家对中国加征关税，换取美国减免关税，中国也可能对这些国家进行反制。最终，全球主要经济体互相进行贸易报复，贸易额急剧下滑，全球产业链断裂，世界经济进入大萧条。（3）**中性情景：**美国对一些经济体关税率下调至 10%，对另外一些仍保持较高关税，美国整体有效关税率上升 10-20 个百分点。一方面，美国可能和制造业不强的经济体（不是美国贸易逆差主要来源）以及一些主要盟友达成协议，将关税率降低到 10% 或取消。另一方面，遏制中国仍是美国的重要目的，中美可能较难达成关税协议，同时美国还会以降低关税为交换，强迫越南、墨西哥等制造业经济体对中国产品加征关税。这种情况下，关税拖累美国 GDP 下滑约 1%，物价将上升 2%，通胀达到 5%。

对等关税对中国影响大但可控。若对所有产品均征收关税，美国对中国出口商品的平均关税将增至 76.1%。中性情景下，美国不进一步对中国加关税，但维持原有关税，对等关税将使中国 GDP 增速将下滑 2 个百分点。中国是超大规模经济体，面对美国的关税冲击，我们积累了丰富的应对经验，具有强大的抗压能力。

A 股策略：阶段性重视避险，中长期政策发力后有望展开新一轮行情。对中国股市来看，短期市场不确定性加强，风险偏好面临回落。后续中美贸易摩擦暂缓、展开谈判，还是进一步加剧仍不确定。**乐观情景：**中美等各方展开谈判，本轮关税最终延迟或执行力度低于预期；同时国内内需政策及时有效，经济韧性超预期，股市阶段性回落后展开新一轮行情。**谨慎情景：**中美贸易摩擦升级，逆全球化普遍展开。在此情景下，市场持续回落的时间或许更长。**中性情景：**对等关税落地后，贸易摩擦暂缓升级，在此情景下，股市企稳需要等待更多政策面增量信号，需更多拉动内需等增量政策出台，市场将经历阶段性调整。后续企稳需要关注降息落地时间，以及 4 月、7 月政治局会议等增量政策能否释放。

● **风险提示：**对等关税演化存在较大不确定性；全球贸易下滑；全球资本市场波动加大。

邢曙光（分析师）

xingshuguang@cctgsc.com.cn

登记编号：S0280520050003

钟 山（研究助理）

zhongshan01@cctgsc.com.cn

登记编号：S0280123070001

段雅超（研究助理）

duanyachao@cctgsc.com.cn

登记编号：S0280123070002

窦 凯（研究助理）

doukai@cctgsc.com.cn

登记编号：S0280124090001

相关报告

《美国经济滞胀风险有多大》2025-03-27

《积极有为，乘风破浪》2024-12-30



目 录

1、 美国对等关税范围广、规模大.....	3
2、 美国对等关税有多重目的.....	6
2.1、 引导制造业回流，维护美国国家安全	6
2.2、 解决贸易失衡，消除贸易不公平	6
2.3、 增加关税收入，弥补财政缺口	7
2.4、 遏制中国发展	8
3、 对等关税未来可能的三种演绎.....	8
4、 对等关税对中国影响大但可控.....	10
4.1、 中美关税水平大幅上升	10
4.2、 中国的反制为何如此迅速激烈？	12
4.3、 未来中美对等关税博弈的情景及其对中国的影响.....	12
5、 市场短期波动较大，长期取决于博弈结果.....	13
5.1、 全球资产价格取决于关税博弈结果	13
5.2、 A 股策略：阶段性重视避险，中长期政策发力后有望展开新一轮行情.....	16

图表目录

图 1： 特朗普对等关税主要内容.....	3
图 2： 部分国家或地区差异化对等关税税率	3
图 3： 对等关税机制.....	4
图 4： 部分国家或地区对美贸易差额与对等关税税率	5
图 5： 部分国家或地区对等关税税率计算结果	5
图 6： 2025 年美国关税率大幅上升	5
图 7： 各主要经济体对于美国加征对等关税回应	6
图 8： 2024 年美国商品贸易逆差达到 1.2 万亿美元	7
图 9： 减税与就业法案中部分重要政策（Tax Cuts and Jobs Act of 2017）	8
图 10： 中美双方关税率大幅上升（%）	11
图 11： 4 月 2 日前，美国已对所有中国的商品加征关税（%）	11
图 12： 实际 GDP-出口弹性为 0.2.....	13
图 13： 对等关税官宣后，10 年期美国债收益率整体回落	14
图 14： 对等关税官宣后，美元指数整体回落	14
图 15： 对等关税官宣后，标普 500 指数大幅回落	14
图 16： 对等关税官宣后，黄金整体回落	14
图 17： 对等关税官宣后，布伦特原油价格大幅回落	16
图 18： 对等关税官宣后，Comex 铜价格大幅回落	16

美东时间4月2日下午4时（北京时间4月3日凌晨4时），美国宣布对贸易伙伴征收对等关税，对等关税涉及面广、规模大，它的目的是什么？未来如何演绎？对中美经济以及资本市场有何影响？

1、美国对等关税范围广、规模大

4月2日，美国总统特朗普在白宫宣布对贸易伙伴征收对等关税措施并签署总统行政命令。特朗普签署的行政命令主要内容包括：

一是宣布美国进入国家紧急状态。特朗普称美国每年大量贸易逆差反映了贸易关系的不对等性，这导致了美国国内生产能力的萎缩，尤其是美国制造业和国防工业的产能萎缩，损害了美国的经济和国家安全。

二是实施互惠关税政策。特朗普援引《国际紧急经济权力法（IEEPA）》对所有国家或地区征收10%的关税，于美东时间4月5日生效。其中，已适用232条款征收25%关税的钢铝制品及汽车零部件，铜、药品、半导体和木材制品，美国境内无法自给的能源及特定矿产资源可以豁免关税。

三是对与美国贸易逆差最大的国家或地区征收更高的差异化对等关税。其他国家或地区将继续遵守10%的最低关税水平，于美东时间4月9日生效。具体而言，额外加征的对象包括中国大陆34%，欧盟20%，越南46%，中国台湾32%，日本24%，印度26%，韩国25%等。同时，自5月2日起，美国将终止中国内地及香港所有通过国际邮政渠道寄递的800美元以下小包裹的关税豁免政策，统一征收30%的关税或者每件25美元的关税，6月1日后上调至每件50美元，该计征方式将取代包括此前各类行政令规定的所有其他关税形式。

此外，特朗普对加拿大和墨西哥另有安排，现行的相关行政令继续有效，其中符合美墨加协定（USMCA）的商品不收取对等关税，维持零关税。非USMCA合规商品征收25%关税，其中能源及化肥类适用10%。若既有行政命令终止，USMCA合规商品仍享优惠待遇，非合规商品则将适用12%的互惠关税标准。

根据该行政命令，特朗普同时被赋予了对等关税的调整权，当贸易伙伴采取报复性措施时，总统可继续加征关税；若相关国家采取有效措施纠正非对等贸易措施，并在经贸及国家安全领域与美国协调立场，总统则可降低关税。

图1： 特朗普对等关税主要内容

税种	征收对象	税率	生效时间
互惠关税	所有国家	10%	2025年4月5日
对等关税	对美贸易逆差较大国家	税率依据给定公式计算	2025年4月9日
其他关税	中国大陆与香港	不再豁免关税，征收30%或每件25美元，6月1日后上调至每件50美元	2025年5月2日
豁免条款	已征收25%关税的钢铝制品及汽车零部件；铜、药品、半导体和木材制品；美国境内无法自给的能源和矿产 符合美墨加协定（USMCA）的商品维持零关税		

资料来源：美国白宫，诚通证券研究所

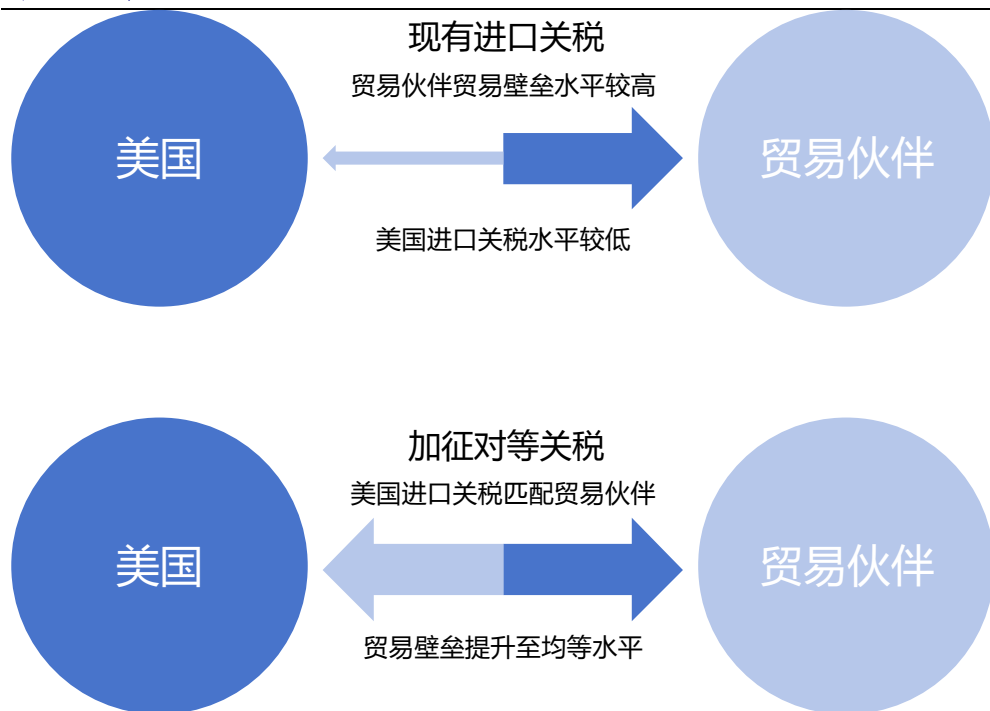
图2： 部分国家或地区差异化对等关税税率



资料来源：美国白宫，诚通证券研究所

具体而言，对等关税是指与另一国贸易壁垒相匹配的关税。例如，假设美国对某贸易伙伴进口商品征收 2% 的关税，而该伙伴对美国进口商品征收 7% 的关税，并且存在进口增值税等提升贸易壁垒的政策措施，总体进口贸易壁垒水平约 10%。美国的对等关税将意味着将 2% 的税率提高至 10% 以匹配对方，确保“对等”。如果贸易伙伴因此决定降低对美产品关税，美国可能取消对等关税。这种追求“对等”的关税政策的积极面在于，它可能促使美国贸易伙伴降低贸易壁垒，实现互利的市场开放，从而扩大美国企业的市场准入并降低消费者成本。但该政策的弊端在于，高进口关税将削弱消费者购买力和选择范围，且无法保证其他国家会让步并降低其关税和非关税贸易壁垒。

图3：对等关税机制



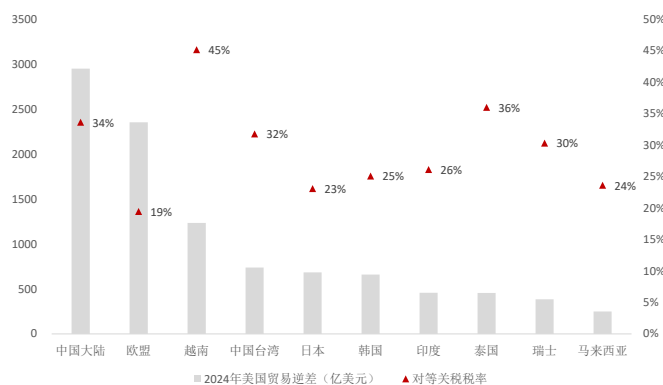
资料来源：美国白宫，诚通证券研究所

根据美国贸易代表办公室公布的对等关税计算方法，特定国家的关税增加值 $\Delta\tau_i$ 由公式

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

计算得出，其中 x_i 为美国对该国的出口， m_i 为美国对该国的进口， ε 为进口需求的价格弹性，在计算时取 4， φ 为进口价格相对于关税的弹性，在计算时取 0.25。所以，实际计算公式为美国对该国的贸易差额除以美国对该国的进口额再除以 2，即为最后征收的差异化对等关税税率。

图4： 部分国家或地区对美贸易差额与对等关税税率



资料来源：美国商务部，美国白宫，诚通证券研究所

图5： 部分国家或地区对等关税税率计算结果

国家或地区	进口 (亿美元)	出口 (亿美元)	贸易差额 (亿美元)	公式算出关税增加额	实际关税增加额
中国	4389	1435	-2954	67%	34%
欧盟	6058	3702	-2356	39%	20%
越南	1366	131	-1235	90%	46%
中国台湾	1163	423	-739	64%	32%
日本	1482	797	-685	46%	24%
韩国	1315	655	-660	50%	25%
印度	874	418	-457	52%	26%
泰国	633	177	-456	72%	36%
瑞士	634	250	-385	61%	31%
马来西亚	525	277	-248	47%	24%
印度尼西亚	281	102	-179	64%	32%
柬埔寨	127	3	-123	97%	49%
南非	147	58	-88	60%	30%
以色列	222	148	-74	33%	17%
孟加拉	84	22	-62	74%	37%

资料来源：美国商务部，美国白宫，诚通证券研究所

根据美国国际贸易委员会公布的数据，1891年至今美国进口关税经历了多轮调整，整体上税率自1934年互惠贸易协定法实施后呈下降趋势，直到2017年特朗普第一次上任后开始利用关税工具作为武器挑起贸易摩擦，关税税率有所抬升。根据惠誉国际的测算，美国整体进口税率在特朗普对等关税实施后将达到25%左右，提升至1946年水平。根据美国税务基金会的测算，对等关税使美国有效关税率上升至接近20%。

图6： 2025年美国关税大幅上升



资料来源：美国国际贸易委员会，惠誉国际，税务基金会，诚通证券研究所

在美国公布对等关税后，多国都有所表态，其中我国打出反制组合拳，有力回击美“对等关税”单边霸凌，并宣布自2025年4月10日12时01分起，对原产于美国的所有进口商品，在现行适用关税税率基础上加征34%关税，同时加强对稀土元素的出口管制。除此之外，欧盟发言人也表示“预计采取反制措施”。

图7： 各主要经济体对于美国加征对等关税回应

国家或地区	对等关税税率	反制措施	其他措施
中国大陆	34%	加征34%关税，加强稀土元素出口管制	--
欧盟	20%	预计采取反制措施	--
越南	45%	不寻求报复	取消对美关税，寻求近期会面
以色列	17%	不寻求报复	取消对美关税，寻求近期会面
韩国	25%	不寻求报复	提供产业支持
日本	24%	不寻求报复	表示失望，提供产业支持，寻求近期会面
印度	26%	不寻求报复	表示“喜忧参半而非挫折”
澳大利亚	10%基准关税	不寻求报复	批评对等关税政策

资料来源：路透社，诚通证券研究所

2、 美国对等关税有多重目的

美国对等关税的目的是多重的，包括引导制造业回流、维护美国国家安全、解决贸易失衡、消除所谓“贸易不公平”、增加关税收入弥补财政缺口等。此外，遏制中国也是重要目的。美国征收对等关税范围广、规模大，是将关税作为工具，为谈判留了较大空间，意图通过降低关税来达到上述目标。

2.1、 引导制造业回流，维护美国国家安全

白宫认为，增强国内制造业对美国国家安全、就业等至关重要¹。2023 年，美国制造业产出占全球制造业产出的份额为 17.4%，低于 2001 年的 28.4%。美国制造业规模的下降降低了美国的制造能力。在汽车、造船、制药、运输设备、技术产品、机床以及基本金属和金属制品等先进行业，保持有弹性的国内制造能力的需求尤为迫切，这些行业的产能损失可能会永久削弱美国的竞争力。

白宫着重强调了，制造业衰落对美国国家安全的影响。美国制造业的衰落，导致军用物资库存太低，无法满足美国的国防利益。如果美国希望维持一个有效的安全保护伞来保卫其公民和国土，以及盟友和伙伴，它就需要有一个庞大的上游制造和商品生产生态系统。这包括在生物制造、电池和微电子等关键领域开发新的制造技术，以支持国防需求。

白宫还认为，对外国生产商商品的日益依赖使美国供应链容易受到地缘政治中断和供应冲击的影响。这种漏洞在 COVID-19 大流行期间暴露出来，后来又随着胡塞武装对中东航运的袭击进一步显现。

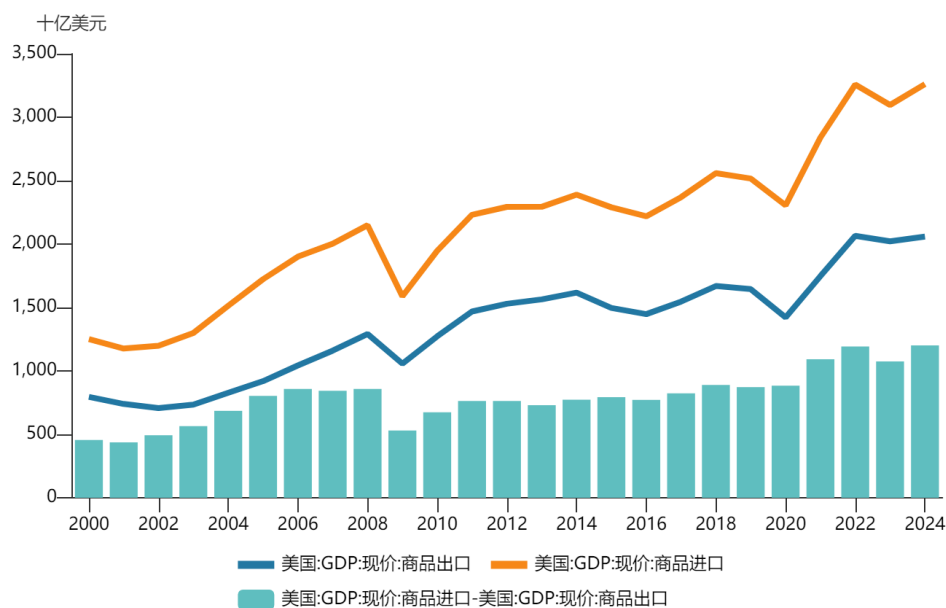
2.2、 解决贸易失衡，消除贸易不公平

2024 年美国商品贸易逆差达到 1.2 万亿美元，创下历史新高。对此，特朗普认为这种贸易逆差不仅损害了美国国家安全，还伤害了美国的中产阶级和小城镇。从 1997 年到 2024 年，美国失去了约 500 万个制造业工作岗位，并经历了历史上最大的制造业就业人数下降之一。

1 4 月 2 日美国总统行政命令 <https://www.whitehouse.gov/presidential-actions/2025/04/regulating-imports-with-a-reciprocal-tariff-to-rectify-trade-practices-that-contribute-to-large-and-persistent-annual-united-states-goods-trade-deficits/>

对于贸易逆差的原因，特朗普认为美国商品遭受了不公平对待。他认为，美国每年大量且持续的商品贸易逆差在很大程度上是由于双边贸易关系中缺乏互惠关系造成的；不同的关税税率和非关税壁垒（补贴、增值税、货币操纵、监管壁垒等）使得美国制造商更难在国外市场销售他们的产品；美国公司每年向外国政府缴纳超过 2000 亿美元的增值税（VAT），而其他国家出口商品不向美国缴纳增值税；美国主要贸易伙伴压低了国内工资和消费，从而抑制了对美国出口的需求，同时人为地提高了他们商品在全球市场上的竞争力；假冒商品、盗版软件和商业机密盗窃给美国经济造成的每年损失在 2250 亿至 6000 亿美元之间，假冒产品不仅对美国的竞争力构成重大风险，而且还威胁到美国人的安全、健康和安

图8： 2024 年美国商品贸易逆差达到 1.2 万亿美元



资料来源：Wind，诚通证券研究所

2.3、增加关税收入，弥补财政缺口

特朗普主张的减税和重振美国制造业都需要资金支撑。特朗普推行的 2017 年正式生效的《减税与就业法案》（TCJA 法案）将于 2025 年底到期，特朗普希望延长并争取永久化其中部分条款，包括降低个人所得税税率以及提高遗产税限额等政策。特朗普还计划进一步降低企业所得税税率，由现行的 21% 降低至 15%。这些减税措施预计未来十年将造成 4.5 万亿美元的财政缺口。此外，为了重振美国制造业，特朗普还将维持拜登政府的一些产业和基建政策。这些都需要资金，美国必须在其他地方通过开源节流来筹集。美国政府效率部（DOGE）在支出削减中担任了重要角色，但目前来看效果并不是很显著。2025 年 1 月、2 月财政支出同比增长 28.6%、6.4%，财政赤字分别为 1286 亿、3070 亿美元，财政赤字率（12 个月赤字之和/GDP）上升至 7% 以上。

关税成为增加财政收入的一个重要选项。2024 年美国商品进口额约为 3.3 万亿美元左右，如果关税税率提升 20% 左右，可每年创收约 7000 亿美元。美国商务部

部长 Howard Lutnick 也表示，特朗普针对他国税制和监管壁垒实施的“对等”关税每年可创收 7000 亿美元。特朗普的高级贸易顾问彼得·纳瓦罗（Peter Navarro）表示，特朗普的关税计划将在未来十年内筹集超过 6 万亿美元的收入。

图9： 减税与就业法案中部分重要政策（Tax Cuts and Jobs Act of 2017）

税种	政策	具体措施	有效期
个人所得税	税率	仍保持7档税率，最高税率从39.6%降至37%，35%的档次没有变化，33%的档次降至32%，28%的档次降至24%，25%的档次降至22%，15%的档次降至12%，最低档次保持在10%	持续至2025年12月31日
	标准扣除额	单身纳税人的标准扣除额为14600美元；对于共同报税的已婚夫妇，标准扣除额为29200美元	持续至2025年12月31日
	个人免税额	取消个人免税额	持续至2025年12月31日
	税收抵免额	儿童税收抵免额为1700美元	持续至2025年12月31日
	其他免税额	有学生贷款者可获10000美元免税额；有抵押贷款的夫妻可获75000美元免税额	持续至2025年12月31日
	遗产税	遗产税最高免税额调整为1360万美元	持续至2025年12月31日
企业所得税	税率	企业所得税由35%降至21%	永久生效
	合伙企业	包括独资企业、合伙企业和S公司的所有者可获得通过收入20%的税收抵免。为了防止高收入者将常规工资重新分类为通过收入，扣除额上限为工资收入的50%或工资收入的25%加上资产价值的2.5%	持续至2025年12月31日
	利息扣除	净利息扣除上限为息税前利润（EBIT）的30%	永久生效
	净经营损失	该法律取消了净经营损失（NOL）的回溯扣除，并将前期扣除的上限设定为应纳税所得的90%，下降至80%。	永久生效
	即时费用扣除	允许对短期资本投资进行全额扣除，而不是要求分期折旧，扣除上限翻倍至100万美元，且在设备支出超过250万美元后开始逐步取消	永久生效
	海外税收	引入了领土税制，只有国内收入需缴税，在美国公司将收入转向低税国家时征收基础侵蚀反滥用税（BEAT）	永久生效

资料来源：www.irs.gov, www.finance.senate.gov, 诚通证券研究所

2.4、遏制中国发展

特朗普从第一任期开始，就寻求通过关税等政策遏制中国经济、高科技发展。不仅通过加征关税全面打击中国出口，还以国家安全为由限制中国高科技产品进入美国。同时，通过扩大出口管制以及强迫其他国家等方式限制高科技产品和技术流向中国。特朗普第二任期遏制中国发展的策略没有改变，此次加征对等关税的重要目的之一就是遏制中国，未来不排除强迫其他国家对中国加征关税，换取美国对其关税下调。

3、对等关税未来可能的三种演绎

根据美国对等关税的目的，以及通胀等约束，未来美国对等关税可能存在以下几种演绎情景。

（1）乐观情景：美国对多数国家征收 10% 基准关税

对等关税长期持续下去，会导致美国通胀大幅上升，美国社会将严重不满。中期选举时，共和党可能失去对国会的控制。因此，特朗普有意愿进行关税谈判。最乐观的情景是，绝大多数国家通过扩大对美投资、购买美国产品等方式换取美国调降关税。当然，由于制造业回流、解决贸易失衡以及增加税收是美国重要目的，至少在初期，多数国家会被保留 10% 的基准关税。此外，一些对美国重要的产品以及少数核心盟友可能被豁免关税。中美也能停止关税摩擦升级，达成一定的协议。整体上，乐观情景下，美国有效关税率上升约 10 个百分点至 13% 左右。

这种情景仍是有利于全球化的，全球经济能够承受冲击。综合主流机构的预测，基准关税将使美国 GDP 将下滑约 0.5%，物价上升约 1%。耶鲁大学预算实验室（the Budget Lab）估计加征 10% 的全球基准关税、征收 60% 的中国关税情景下，美国 GDP 下降 0.5%，物价上升 1.6%；美国税收基金会（Tax Foundation）也预测该种情景下美国 GDP 下降 0.5%。美国彼得森国际经济研究所（PIIE）则预测，在不存在贸易报复下，美国 GDP 最高下降 0.4%，物价上升 0.6%；如果存在贸易报复，美国 GDP 最高下降 0.9%，物价上升 1.3%。

我们也可以自己粗略测算一下关税对美国通胀的影响。美国进口商品占消费的比重为 17% 左右，很多研究表明关税主要由美国消费者承担，假设加征关税全部由美国消费者承担，那么美国有效关税税率上升 10 个百分点，美国通胀率将上升 1.7 个百分点。当然，关税不会完全传导到物价，普遍认为关税税率上升 1 个百分点，美国通胀率将上升 0.1 个百分点。那么，10% 基准关税下，美国通胀将上升 1 个百分点，美国 CPI 通胀率从目前的 2.8% 上升至 4% 左右。

（2）谨慎情景：“以牙还牙”、贸易反制下，全球关税税率大幅上升，贸易急剧下滑

一方面，中国、欧盟等经济体对美国进行反制后，美国对中国、欧盟等再加征关税，局势持续升级。另一方面，遏制中国也是美国的重要目标，美国可能强迫越南等其他国家对中国加征关税，换取美国减免关税，中国也可能对这些国家进行反制。最终，全球主要经济体互相进行贸易报复。

这种情景下，全球贸易形势恐将回到 1930 年代，贸易额急剧下滑，全球产业链断裂，世界经济进入大萧条。1929 年，美国国会甚至在股市崩盘之前就开始着手大幅提高关税。1930 年 6 月颁布的《斯穆特-霍利关税法》在全球范围内引起了深深的不满和一些报复。1931 年，全球贸易加速恶化，各国为保护国内市场和维护国际收支而陷入混乱的争夺，主要国家进行大幅货币贬值、实施外汇限制，或大幅收紧进口关税并引入进口配额。1929 年至 1933 年间，全球贸易量下降了 25%，其中近一半的下降归因于更高的贸易壁垒²。与此同时，各国经济急剧恶化，1930-1932 年美国 GDP 分别下滑了 8.5%、6.4%、12.9%。

（3）中性情景：美国对一些经济体关税税率下调至 10%，对另外一些仍保持较高关税，美国整体有效关税税率上升 10-20 个百分点

一方面，美国可能和制造业不强的经济体（不是美国贸易逆差主要来源）以及一些主要盟友达成协议，将关税税率降低到 10% 或取消。另一方面，遏制中国仍是美国的重要目的，中美可能较难达成关税协议，同时美国还会以降低关税为交换，强迫越南、墨西哥等制造业经济体对中国产品加征关税。此外，美国和欧盟的关税争端也可能持续下去。整体上，美国有效关税税率上升幅度将为 10%-20%。

这种情况下，主流机构预测对等关税将使美国 GDP 下滑约 1%，物价将上升 2%，通胀达到 5%。耶鲁大学预算实验室（the Budget Lab）预测，截至 4 月 2 日，2025 年的关税政策，将导致美国 GDP 下降 0.9%，物价上升 2.3%；美国税收基金会（Tax Foundation）预测美国 GDP 下降 0.7%。如果关税上升 1 个百分点，通胀率将上升 0.1 个百分点，那么对等关税将导致美国通胀将上升 2 个百分点。综合来看，如果对等关税完全实施，美国 CPI 通胀率将从目前的 2.8% 上升至 5% 左右。当然，以上的预测都是基于 4 月 2 日公布的对等关税机械化计算的，通胀

² <https://www.imf.org/external/pubs/ft/fandd/2010/03/henn.htm>

的影响很复杂，中性情景下通胀可能远超过 5%。

可见，虽然白宫引用上一轮加征关税的研究，认为关税会促进美国经济增长、增加就业，同时并不会引起通胀，但是多数专家学者并不赞同。这一轮对等关税和上一轮加征关税有着明显不同。上一轮关税主要针对中国，美国有效关税仍只有 3% 左右。而此次美国对等关税是广泛征收，将美国有效关税率提升了约 20 个百分点，这对美国经济的影响远大于上一轮。萨默斯认为，关税的传导作用几乎是 100%，对等关税将推高美国消费者面临的价格。关税还会通过通胀预期、消费者和投资者信心、资产价格下跌、成本增加、贸易伙伴反制等多个渠道导致经济衰退。对等关税长期持续下去，美国经济将陷入滞胀。

此外，美国加征关税的其他目的也未必能实现。加征关税不能消除美国逆差。贸易差额是由一国的储蓄和投资之差决定，消费和投资模式不改变，关税无法解决贸易逆差。4 月 3 日，美国税收基金会认为，加征关税短期内会导致进口减少，但长期来看，要么通过汇率渠道，要么通过外国贸易报复，美国出口也会减少。而这些是由实证研究证明的。IMF 2019 年的一篇工作论文研究了关税的宏观经济后果³，发现从中期来看，关税增加会导致国内产出和生产率在经济和统计上显著下降；关税增加还会导致更多的失业、更高的不平等和实际汇率升值，但对贸易平衡的影响很小。

加征关税短期提高税收，但不可持续。关税不完全由出口商承担，关税在出口商、进口商和消费者之间分担。关税会损害美国消费者和企业的利益，制约它们在其他方面的支出，降低美国相应环节的税收。关税的价格传导效应还会使美国进口减少，加之美国一些贸易伙伴也会采取反制措施，从而导致全球贸易量螺旋下降，关税收入也会随之减少。

美联储陷入两难境地。对等关税推高美国经济滞胀风险，美联储可能长期维持观望状态。特朗普激进关税政策导致美国经济衰退概率增加，美股、商品价格、美债利率大幅下降，市场预期 2025 年美联储降息四次的概率增加。美国滞胀风险增加，在 4 月 2 日对等关税公布前，3 月密歇根大学一年期通胀预期就已上升至 5%，4 月通胀预期可能进一步上升，进而约束美联储降息次数。不过，如果美国资产价格急剧下跌，美联储可能紧急降息，此后随着通胀的上升，加息预期可能出现。

4、对等关税对中国影响大但可控

4.1、中美关税水平大幅上升

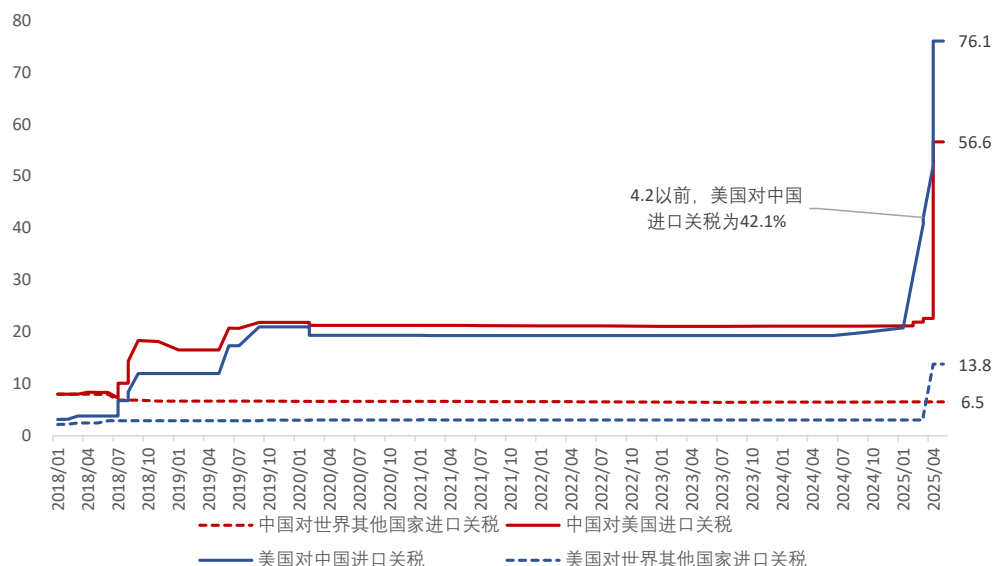
据 PIIE 测算，截至 4 月 2 日特朗普宣布对中国征收对等关税之前，美国对中国出口商品的平均关税为 42.1%。这是 2018 年中美贸易摩擦开始前，美国对中国关税的十倍以上。其中，20% 是第二届特朗普政府增加的，分两个阶段实施：2025 年 2 月 4 日提高 10 个百分点，3 月 4 日提高 10 个百分点。目前两届特朗普政府已根据 1974 年《贸易法》第 301 条或《国际紧急经济权力法》(IEEPA) 对中国征收特别关税，涵盖从中国进口的所有美国商品。作为对年初美国关税政策的回应，中国也进行了反制，将对美国出口的平均关税提高到 22.6%，同时将美国出口的覆盖范

3 Macroeconomic Consequences of Tariffs <https://www.imf.org/en/Publications/WP/Issues/2019/01/15/Macroeconomic-Consequences-of-Tariffs-46469>

围从 58.3% 提高到 63.0%。

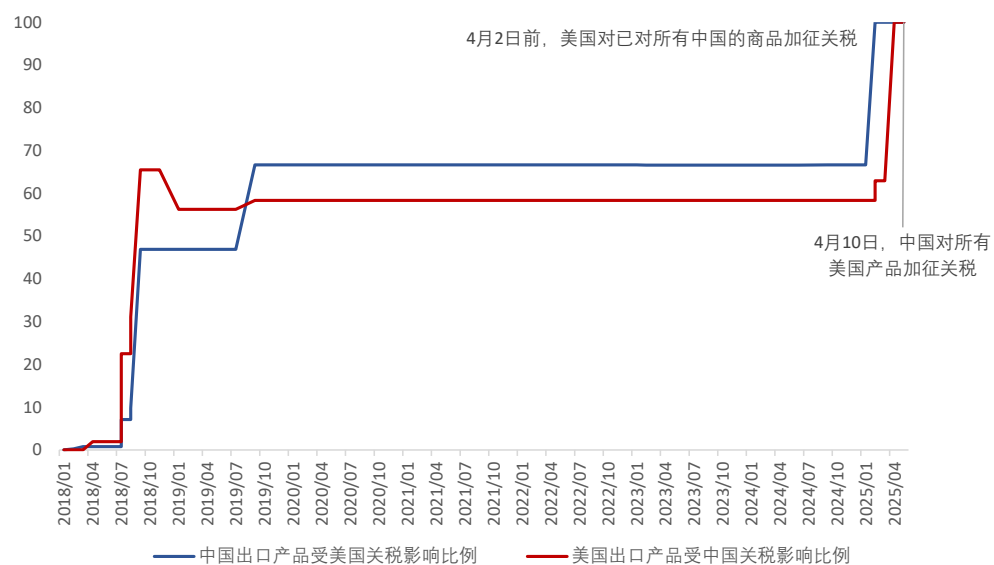
4 月 2 日，特朗普宣布将对中国加征 34% 的额外关税，并于 4 月 9 日凌晨生效。若对所有产品均征收关税，美国对中国出口商品的平均关税将增至 76.1%。还未等对等关税生效，中国就公布了反制措施，表示将于 4 月 10 日起，对原产于美国的所有进口商品加征 34% 关税。届时中国对美关税将升至 56.6%。

图10： 中美双方关税率大幅上升（%）



资料来源：PIIE，美国白宫，诚通证券研究所

图11： 4 月 2 日前，美国已对所有中国的商品加征关税（%）



资料来源：PIIE，中国国务院关税税则委员会，诚通证券研究所

4.2、中国的反制为何如此迅速激烈？

除了对美加征34%的关税外,4月4日当天,中国还进行了一系列的反制措施,如中国在世贸组织就美国对华产品加征“对等关税”措施提起诉讼;对进口医用CT球管发起产业竞争力调查;对中重稀土相关物项实施出口管制;将16家美国实体列入出口管制管控名单;将11家美国企业列入不可靠实体清单;对原产于美国、印度的进口相关医用CT球管发起反倾销立案调查等。中国反制如此迅速,力度如此之大,超出市场预期。与大部分国家表示妥协或谈判的表态不同,中国选择了针锋相对的策略,目前没有表现出丝毫妥协退让的意愿。

那么如何理解中国如此迅速和激烈的反制措施?首先,当下我们确实有实力维护正当权益。特朗普一直强调交易和谈判筹码,而目前我们手上确实有很多牌可以打。据ECONOVIS研究,2000年美国贸易总额为2.0万亿美元,是中国4740亿美元的四倍多。当时,中国只是少数几个国家的主要贸易伙伴,包括古巴、伊朗、利比亚、缅甸、蒙古、朝鲜、阿曼、苏丹、坦桑尼亚和越南。从2000年到2024年,美国贸易增长了167%(复合年增长率为4.2%),而中国贸易增长了1200%(复合年增长率为11.3%),贸易额在2012年超过美国。到2024年,美国贸易总额达到5.3万亿美元,中国达到6.2万亿美元。目前中国是亚洲、东欧、中东、大洋洲、南美洲和非洲大部分地区的主要贸易伙伴。

另一方面,我们确实有必要对美关税作出强势回应,否则可能面临被动局面。在特朗普宣布全球对等关税政策后,大部分国家选择与美国进行谈判。若美国运用减免关税作为条件,要求其他国家对中国进行加征关税或其他形式的遏制与打压,我们可能面临更加不利的局面。因此,针锋相对的策略不仅是给美国看,也是要给想要站队美国的国家一些威慑。如果这些国家在与美国的谈判中附加了对中国加关税等不利条款,也需要权衡一下来自中国的反制。这类似一个囚徒困境博弈,不过是更加动态的并且有着更加复杂主体,但针锋相对或者以牙还牙的策略确实是解决重复囚徒困境的一个非常有效的策略。

4.3、未来中美对等关税博弈的情景及其对中国的影响

目前来看,特朗普已经表态愿意就关税问题与各国谈判,可见其更希望用谈判来解决问题,这也符合其一贯的商人作风。从当前各国对特朗普对等关税的反应看,仅有中国进行了大规模的反制,而其他主要国家仍优先选择进行谈判。因此,当前全球对等关税博弈才刚刚开始,未来如何演进仍有较大不确定性,而中美的博弈则尤为重要。

下面我们重点对中美对等关税如何博弈进行一定的推理分析,新一轮博弈主要分为三种情景。

乐观情景:美国不进一步对中国加税,并与中国谈判,豁免部分关税。在此情景下,我们拥有更多的主动权,进可攻退可守。并且如果美国示弱,美国与其他国家谈判预计也将陷入僵局。这种情景下,美国对等关税对中国的影响预计是最小的。

谨慎情景:美国进一步对中国加征关税,中美贸易摩擦持续升级。在此情景下,其他国家也将卷入贸易摩擦泥潭。全球供应链以及贸易格局预计将出现大幅调整,世界经济也将面临滞胀。

中性情景:美国不进一步对中国加关税,但维持原有关税。在此情景下,我们大概率也会维持原有关税。此时,中美两国内部环境以及中美与其他国家的谈判情

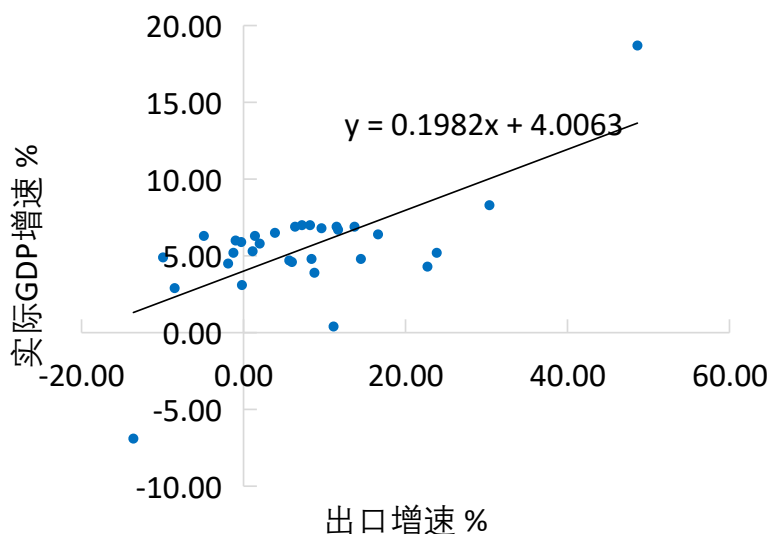
况便更为重要。我们目前处于经济周期底部，通胀位于低位，并且仍有较大政策空间。反观，美国处于周期顶部回落阶段，通胀仍在高位，政策上也面临诸多掣肘。相对而言，在这种相持阶段，我们的经济环境会更有利一些。

外部环境而言，在我们针锋相对的策略威慑下，美国利用关税谈判孤立、围堵中国制造的难度会加大。不过，双边谈判实现降低关税、加大进口、加大对美投资等协议的概率较大。由于各国在贸易结构、地缘战略等方面大相径庭，各国关税谈判结果也将面临极大不确定性，经济也将受到不同程度的影响。不过中长期看，中美长期持续的高关税并不可持续，演化方向也并不明确，可能偏向乐观情景，也可能偏向悲观情景。

在中性情景下，根据历史经验，假设出口关税弹性为-1.3，美国对中国加征 50% 左右的有效关税，中国对美出口将下降 65%，影响中国出口下降 10%。根据历史经验，如果 GDP 出口弹性为 0.2，中国 GDP 增速将下滑 2 个百分点。

但要看到，中国是超大规模经济体，面对美国的关税冲击，我们积累了丰富的应对经验，具有强大的抗压能力。同时，需要我们坚定不移办好自己的事，积极扩大内需，以国内经济结构调整应对外部环境调整。

图12： 实际 GDP-出口弹性为 0.2



资料来源：Wind，诚通证券研究所

5、市场短期波动较大，长期取决于博弈结果

5.1、全球资产价格取决于关税博弈结果

美东时间 4 月 2 日对等关税公布后当周，全球资产均出现不同程度的回落。10 年期美国国债收益率由 4.2% 附近最低降至 3.86%，跌幅超 34BP。4 月 4 日，中国宣布进行关税反制后，美国国债收益率有所反弹，这可能受通胀预期推动。

美元指数由 104 附近最低降至 101 附近，跌幅近 3%。不过，在持续回落 14 小时左右，美元指数便止跌企稳。这可能与特朗普表示愿意接受谈判，并且大多数国

家也表示不会报复，愿意接受谈判有关。特别是越南表示愿意取消美国产品进口关税，以避免美国对越南商品加征对等关税。4月4日，中国宣布进行关税反制后，美元指数有所回落，不过随后开始反弹并突破前高。

美股以及商品市场则出现较大跌幅。标普500、纳斯达克指数下跌均超10%，布伦特原油指数、Comex铜期货价格最大跌幅近15%。这反映出市场对“对等关税”可能带来全球经济衰退的担忧。

相对而言，黄金价格表现则相对坚挺。在4月4日中国宣布进行关税反制前，跌幅近2.5%，但其后实际利率提升影响持续回落，最大跌幅近5%。

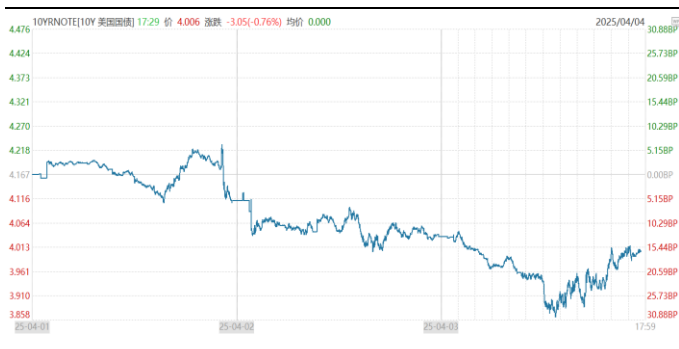
未来，全球关税博弈仍有较大不确定性，其具体走向将对全球大类资产产生重要的影响。下面我们分不同的情景进行分析。

若美国能持续与相关国家达成谈判协议，特别是同中国、欧盟等重要国家和地区达成实质性协议。这将有效修复此前的悲观预期，美债收益率、美元指数、美股以及商品价格均会有一定的修复。黄金价格受流动性修复以及实际利率双重因素影响，震荡偏弱的概率比较大。

若美国在关税谈判上进展偏慢，考虑到市场已经有大幅的调整，在没有其他重要经济以及地缘等因素影响下，美债收益率、美元指数、美股以及商品价格预计将维持窄幅震荡走势。黄金受流动性修复影响，价格反而可能有所修复。

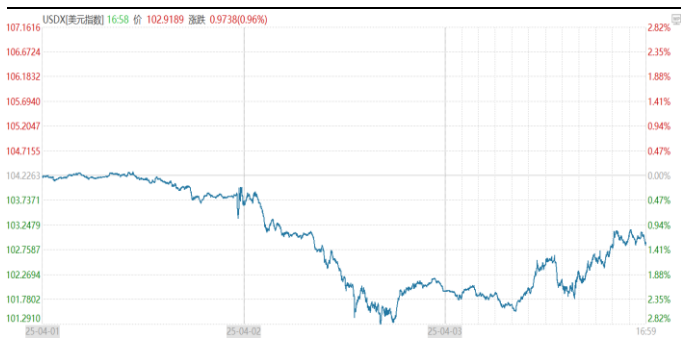
若美国无法与中国、欧盟等经济体达成协议，并受到报复，贸易摩擦升级，衰退预期将进一步导致全球大类资产价格回落。

图13：对等关税官宣后，10年期美国债收益率整体回落



资料来源：Wind，诚通证券研究所

图14：对等关税官宣后，美元指数整体回落

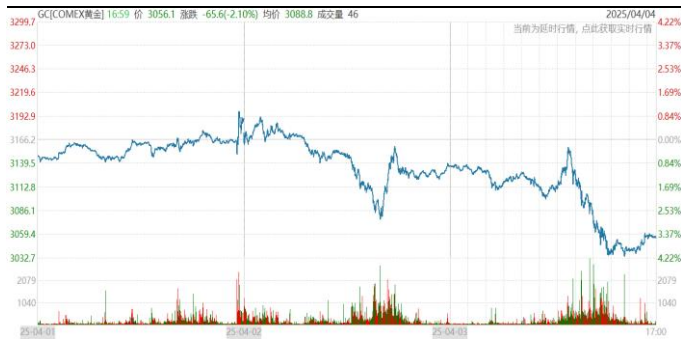


资料来源：Wind，诚通证券研究所

图15：对等关税官宣后，标普500指数大幅回落



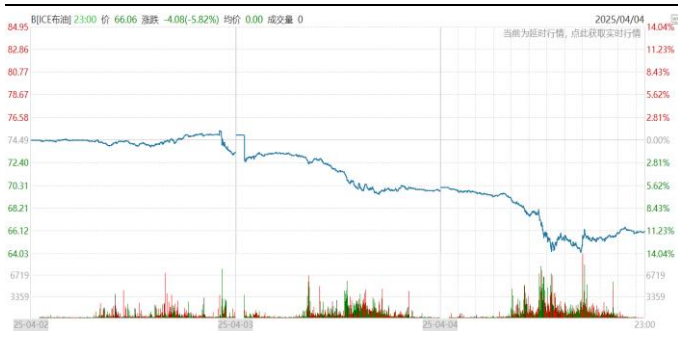
图16：对等关税官宣后，黄金整体回落



资料来源：Wind，诚通证券研究所

资料来源：Wind，诚通证券研究所

图17： 对等关税官宣后，布伦特原油价格大幅回落



资料来源：Wind，诚通证券研究所

图18： 对等关税官宣后，Comex 铜价格大幅回落



资料来源：Wind，诚通证券研究所

5.2、A 股策略：阶段性重视避险，中长期政策发力后有望展开新一轮行情

4月2日特朗普对等关税落地。“对等关税”主要包括两项行政令：一是对所有国家设立10%的“最低基准关税”，于4月5日生效；二是对贸易逆差较大的经济体征收更高的关税，于4月9日生效。应对关税政策，中国国务院关税税则委员会宣布，自4月10日起，对源自美国的所有进口商品实施34%的关税加征，涉及能源、农产品、高科技设备等多个领域。商务部将斯凯迪奥公司等11家美国企业列入不可靠实体清单，禁止其从事对华进出口活动并暂停在华新增投资；将高点航空技术公司等16家美国实体列入出口管制管控名单，禁止向其出口两用物项；宣布对7类中重稀土相关物项实施出口管制，对进口医用CT球管发起产业竞争力立案调查。同时海关总署暂停6家美国企业产品输华资质等。

对中国股市来看，短期市场不确定性加强，风险偏好面临回落。此前市场对特朗普加征关税幅度预期不足，对华关税34%幅度超过市场预期。后续中美贸易摩擦暂缓、展开谈判，还是进一步加剧仍不确定。

但同时也要看到，相比于上一轮贸易摩擦，我国准备更充分、政策储备空间充分。特朗普第二次上任以来，我国应对贸易摩擦的政策工具从单纯依靠关税政策转向政策组合拳，综合通过关税、出口管制、产业制裁等多维度施压，提升反制效能。提振经济方面，政策已经前置，后续财政政策方面专项债、超长期国债有望继续发力，货币政策方面降准降息有望落地。4月可观察是否降准，以及4月政治局会议定调，能否有增量政策出台。二季度降息也有望落地。目前市场预期美联储年内降息四次，预期首次降息是6月，届时海外降息可为国内降息提供较为宽松的外部环境。具体来看后续市场走势的几种情景：

乐观情景：中美等各方展开谈判，本轮关税最终延迟或执行力度低于预期；同时国内内需政策及时有效，经济韧性超预期，股市阶段性回落后展开新一轮行情。一方面，本次关税加征幅度较大，对美通胀形成显著压力。不排除美国通胀数据大幅走强、特朗普支持率降低后，对等关税延缓或落地幅度低于预期，中美开启谈判。参照2019年初，中美在持续加征关税后开启谈判，A股在利空消化充分后逐步回升。本轮对华关税将在4月9日关税落地，观察9日前后中美高层能否释放谈判信号、美国通胀数据何时大幅反弹，或者我国反制落地后美国暂缓加税等积极信号能否出现。另一方面，2024年中央经济工作会议、2025年两会均将提振内需放在经济工作首要位置，不排除加征关税落地后，提振政策更加宽松积极，经济修复超预期。若政策定调更为宽松、两重两新、就业、地产政策等超预期

期发力，内需持续强劲，则市场有望在政策发力后展开新一轮行情。

谨慎情景：中美贸易摩擦升级、本轮加征关税后继续提高关税税率，逆全球化普遍展开；国内内需政策出台稳健，内需提振阶段性难以抵消出口回落对经济的拖累。在此情景下，出口数据面临全面回落且持续性更长，年内经济增速目标实现的难度加大。摩擦升级加剧全球资金风险偏好快速降低，风险资产普遍抛售导致流动性冲击出现，进一步加剧资本市场的下行。同时，若国内经济增量政策的出台滞后于数据的回落、内需提振效果并不显著，则出口回落对经济的拖累更加明显。市场持续回落的时间或许更长。

中性情景：本轮对华 34%关税落地，各国对美展开谈判、贸易摩擦暂缓升级；国内政策发力稳健，一定程度上对冲出口负面影响。若此次关税落地，则 3 月对华连续加征 20%关税基础上再次加征 34%，出口受阻对经济增速的负面影响将加大。同时，各国谈判阶段不排除其他国家也以对华征税为手段，换取美国关税减免。在此情景下，股市企稳需要等待更多政策面增量信号，降准即便落地，还需更多拉动内需等增量政策出台。在货币财政政策并未大幅宽松、提振内需政策未见显著增量前，市场将经历阶段性调整。后续企稳需要关注降息落地时间，以及 4 月、7 月政治局会议等增量政策能否释放。

整体来看，无论本轮关税最终走向哪种情景，阶段性均面临市场风险偏好的回落。但中长期在国内增量政策落地下，我国有望体现出经济韧性与制度优势，市场仍会企稳修复。阶段性关税落地阶段，市场配置可以重视内循环板块、红利板块、自主可控主题，以及我国反制品种。内需（零食、白酒、教育、零售、旅游等）提振政策有望贯穿年内；红利（电力、高速公路、银行、动力煤）板块避险价值有望凸显；自主可控主题（半导体、军工等）也在 2018-2019 年上一轮贸易摩擦阶段有超额收益，可重点关注。关税反制品种可以关注农产品加征关税后加速产业出清的生猪养殖板块以及稀土等加税品种。科技板块或表现相对独立，我国目前在人工智能领域有一定政策优势与技术优势，年内政策仍有望持续向科技板块倾斜；并且 DeepSeek 为代表的泛科技领域不排除继续有新的技术应用、爆款产品出现。在降准降息预期下，流动性宽松有望带动板块超额收益。

特别声明

根据《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）》规定，诚通证券评定此研报的风险等级为 R3（中风险），适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为 C3、C4、C5 的普通投资者。若您为非专业投资者及风险承受能力低于 C3 的普通投资者，请勿阅读、收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

若因适当性不匹配，给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师声明

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，认真审慎、专业严谨、独立客观的出具本报告并对报告内容和观点负责。

分析师的薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均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。

投资评级说明

诚通证券行业评级体系：推荐、中性、回避

推荐： 未来6—12个月，预计该行业指数表现强于同期市场基准指数。

中性： 未来6—12个月，预计该行业指数表现基本与同期市场基准指数持平。

回避： 未来6—12个月，预计该行业指数表现弱于同期市场基准指数。

市场基准指数为沪深 300 指数。

诚通证券公司评级体系：强烈推荐、推荐、中性、回避

强烈推荐： 未来6—12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅在20%以上。该评级由分析师给出。

推荐： 未来6—12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅介于5%—20%。该评级由分析师给出。

中性： 未来6—12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数变动幅度介于-5%—5%。该评级由分析师给出。

回避： 未来6—12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数跌幅在5%以上。该评级由分析师给出。

市场基准指数为沪深 300 指数。

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。

免责声明

诚通证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批复，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告由诚通证券股份有限公司（以下简称诚通证券）供其机构或个人客户（以下简称客户）使用，诚通证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给诚通证券客户的，属于机密材料，只有诚通证券客户才能参考或使用，如接收人并非诚通证券客户，请及时退回并删除。

本报告所载的全部内容只供客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。诚通证券根据公开资料或信息客观、公正地撰写本报告，但不保证该公开资料或信息内容的准确性或完整性。客户请勿将本报告视为投资决策的唯一依据而取代个人的独立判断。诚通证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。诚通证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告所载内容反映的是诚通证券在发表本报告当日的判断，诚通证券可能发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但诚通证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。诚通证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

对于浏览过程中可能涉及的诚通证券网站以外的地址或超级链接，诚通证券不对其内容负责。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。

除非另有说明，所有本报告的版权属于诚通证券。未经诚通证券事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式更改、复制、传播本报告中的任何材料，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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，均为诚通证券的商标、服务标识及标记。诚通证券版权所有并保留一切权利。

联系我们

诚通证券股份有限公司 研究所
北京市朝阳区东三环北路27号楼12层
公司网址：<http://www.cctgsc.com.cn>

邮编：100020