

# 关税战全面升级，市场避险情绪高涨

国贸期货 宏观金融研究中心 2025-04-07

郑建鑫

从业资格证号：F3014717

投资咨询证号：Z0013223

# 01

PART ONE

## 主要观点



影响因素	主要逻辑
回顾	本周特朗普“对等关税”落地，避险情绪明显升温，工业品普遍走弱，黄金大幅上涨，农产品多数走高。
海外	1) 4月2日特朗普宣布了他的“对等关税”方案，他称这一天是“解放日”，美国将开启黄金时代。一是，所有对美出口的国家征收10%的基础关税，于美东时间4月5日生效。二是，针对大约60个与美国贸易逆差较大的国家和地区，特朗普宣布征收“对等关税”，比如对越南征收46%，泰国36%，中国34%，印度尼西亚32%，中国台湾32%，韩国25%，日本和马来西亚24%，欧盟20%。以上“对等关税”将于美东时间4月9日开始实施。本次对等关税明显超出市场预期，预计将严重冲击现行的国际贸易体系，拖累全球经济增长。其中，中国面临高关税，预计出口将面临较大冲击，经济不可避免受到影响。同时，美国也将面临滞胀、甚至衰退的风险。2) 美国3月新增非农就业22.8万，高于预期值13.5万；1-2月两月合计下修4.8万；失业率4.2%，略高于预期值和前值4.1%；非农数据虽然部分有助于打消市场对美国经济的担忧，但若特朗普的政策（对等关税、政府减支、驱逐非法移民等）没有出现稳定预期，叠加减税政策尚无法快速推出，或依旧对市场风险偏好产生压制。
国内	1) 中国3月官方制造业PMI 50.5，较前值小幅回升。3月制造业PMI指数延续了此前的回升态势，反映出国内制造业维持较高景气水平。主要原因包括：首先，春节因素的全面消退使得生产活动进一步恢复常态化。其次，科技板块如DeepSeek和机器人等领域的火爆推动了3月战略性新兴产业景气度（EPMI）的显著提升，进而对整体制造业PMI指数产生了积极的拉动作用。此外，“两会”政府工作报告释放出积极的稳增长信号，前期一系列增量政策在促消费、稳投资方面仍具有一定的延续效应。展望未来，一方面，外需所面临的关税战压力将开始显现。一般来说，从接到海外订单到报关出口通常存在约2个月的间隔期。因此，2月起美国对我国输美商品连续大幅加征关税的影响，预计将在4月有较为明显的体现，可能导致市场需求和市场信心出现一定下行波动。另一方面，内需不足的问题仍有待进一步解决，尤其是春节后国内楼市量价均出现了回落的迹象，表明房地产市场止跌回稳基础仍不牢固。因此，4月制造业PMI指数可能出现一定幅度的下行，甚至不排除再次降至荣枯平衡线附近的可能。这意味着后续宏观政策将加大逆周期调节力度，预计二季度降息降准的窗口将再度开启。2) 针对美国的对等关税措施，中国采取了一系列有力的反制措施，主要包括对美加征关税：自2025年4月10日12时01分起，中国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。
大宗商品观点	关税战全面升级，避险情绪高涨。现阶段市场的重心放在了特朗普的对等关税政策上：特朗普宣布具体关税措施后，市场避险情绪明显升温，股市、商品纷纷大幅调整，而随着中国宣布采取反制措施，市场情绪进一步悲观，外盘股市、商品大面积走弱。往后看，一是，重点关注各国如何反制特朗普的关税政策，特朗普会否进一步升级关税战，即会否出现“加税-反制-加更高关税”的恶性循环；二是，观察政府会否采取更加积极有效的政策措施来对扩大内需，对冲关税战的负面影响。如果关税战不再升级，而是随着谈判的进展而逐步降温，同时，中国采取有力的措施扩大内需，美联储开启降息，那么将会是资本市场拨云见日的时刻。

# 02

PART TWO

## 海外形势分析



# 1.1、美国超预期兑现对等关税

- 4月2日特朗普宣布了他的“对等关税”方案，他称这一天是“解放日”，美国将开启黄金时代。
- 特朗普以2024年商品和服务逆差规模高达9180亿美元为由，宣布因美国贸易逆差进入国家紧急状态，依据《国际紧急经济权力法》对所有对美出口的国家征收10%的基础关税，于美东时间4月5日生效。
- 除此以外，针对大约60个与美国贸易逆差较大的国家和地区，特朗普宣布征收“对等关税”，比如对越南征收46%，泰国36%，中国34%，印度尼西亚32%，中国台湾32%，韩国25%，日本和马来西亚24%，欧盟20%。以上“对等关税”将于美东时间4月9日开始实施。
- 尽管特朗普声称美国所征收的是“对等关税”是各国对美关税税率的五折，但是从美国与各国互征关税的真实情况来看，这些数字有较大的问题。以韩国为例，韩国是美国的自贸协定伙伴，双方互征关税税率接近于零，但特朗普声称韩国对美的关税税率为50%。美国贸易代表办公室公布的互惠关税计算公式为：（美国对某国的贸易逆差额/美国从该国的进口总额）X 100%。由此可见，4月2日互惠关税方案的制定缺乏严谨测算。

国家/地区	进口	逆差	逆差/进口	美国宣称该国/地区 对美加征的关税	美国加征的对等关税
Cambodia	12.66	12.34	97%	97%	49%
Vietnam	136.56	123.46	90%	90%	45%
Bangladesh	8.37	6.15	74%	74%	37%
Thailand	63.33	45.61	72%	72%	36%
China	438.95	295.40	67%	67%	34%
Indonesia	28.08	17.88	64%	64%	32%
Taiwan, China (中国台湾)	116.26	73.93	64%	64%	32%
Switzerland	63.43	38.46	61%	61%	30%
South Africa	14.66	8.84	60%	60%	30%
Pakistan	5.12	2.99	58%	58%	29%
India	87.42	45.66	52%	52%	26%
Korea, South	131.55	66.01	50%	50%	25%
Malaysia	52.53	24.83	47%	47%	24%
Japan	148.21	68.47	46%	46%	23%
European Union	605.76	235.57	39%	39%	19%
Philippines	14.18	4.88	34%	34%	17%
Israel	22.22	7.43	33%	33%	17%
United Kingdom	68.08	-11.86	-17%	10%	10%
Brazil	42.32	-7.35	-17%	10%	10%
Singapore	43.20	-2.83	-7%	10%	10%
Chile	16.47	-1.70	-10%	10%	10%
Australia	16.69	-17.91	-107%	10%	10%

- 我们汇总了海外主流机构的模型对本次对等关税影响的测算结果。
- 美国GDP方面：耶鲁大学预算实验室认为将下降0.8%，世界大型企业联合会认为将下降1.2%，高盛认为将下降0.6%-1.9%，小摩、彭博均认为将下降2.0%；
- PCE通胀方面：世界大型企业联合会认为将上升1.0%，彭博认为将上升1.2%，耶鲁大学预算实验室和高盛均认为将上升1.3%。综合看，本次对等关税落地后，美国GDP可能下降0.8%-2.0%，PCE通胀可能上升1.0%-1.3%。

各机构测算下，对等关税将如何影响美国经济和通胀			
机构	测算假设	GDP影响	通胀影响
世界大型企业联合会	对等关税全部落地并实施一年，钢铁、铝等商品关税继续受对等关税豁免，无关税反制	1.2pp	1.0pp
耶鲁大学预算实验室	仅将对等关税纳入考虑范围，无关税反制	0.8pp	1.3pp
小摩	美国对全球关税提高20%，同时中国和欧盟采取关税反制	2.0pp	—
彭博	仅将对等关税纳入考虑范围，无关税反制	2.0pp	1.2pp
高盛	美国今年公布的所有关税均纳入考虑范围	0.6-1.9pp	1.3pp



- 出口方面，54%的新增关税中，实际有效税率大约在50%左右。其中包含今年3月初落地的20%关税，以及4月2日宣布的34%关税（剔除钢铝制品、汽车及零部件等行业关税后，有效税率约30%）。以静态的出口弹性计算，50%的新增关税大致拖累出口增速下行9.14个百分点，对应出口金额2.3万亿元，这一拖累规模占2024年全年中国对美出口总额的62.3%。
- 需要注意的是，若其他经济体（尤其是东盟等亚洲地区）未能通过谈判降低部分关税，我国对非美国家的出口转移也将受到明显抑制，这一拖累幅度可能更大。

对等关税落地对中国出口及GDP的潜在影响				
项目	符号	影响测算		
出口价格弹性 (资料来源)	a	-1.00 《THE ECONOMIST》	-1.40 《Review of International Economics》	-1.80 《世界经济》
新增关税前加权平均税率（%）	b	12.30	12.30	12.30
新增关税税率（%）		54.00	54.00	54.00
有效新增关税税率（%）	c	50.00	50.00	50.00
关税影响出口价格（%）	$d=1/(1+b)*c$	44.52	44.52	44.52
关税影响对美出口增速（%）	$e=a*d$	-44.52	-62.33	-80.14
	ave (e)	-62.33		
中国对美出口占总出口比重（%）	f	14.66	14.66	14.66
关税影响总出口增速（%）	$g=e*f$	-6.53	-9.14	-11.75
	ave (g)	-9.14		
出口占名义GDP比重（%）	h	18.87	18.87	18.87
关税对名义GDP影响（%）	$i=g*h$	-1.72		

- 1) 中国：4月4日针对美国的关税政策采取反制措施，宣布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。此外，中国还采取了一系列非关税措施：将斯凯迪奥公司等11家美国企业列入不可靠实体清单、将16家美国实体列入出口管制管控名单、对部分中重稀土相关物项实施出口管制等。
- 2) 加拿大：4月3日总理卡尼称将采取反制措施对抗美国“对等关税”，但未公布具体细节，同时强调加拿大需减少对美依赖，转向其他贸易伙伴。
- 3) 欧盟的反制措施。欧盟委员会主席冯德莱恩4月3日在声明中表示，美国“对等关税”与美方想要达成的目标背道而驰，将对全球经济造成“沉重一击”，损害全球消费者利益并引发保护主义进一步抬头，欧盟方面将采取反制措施。

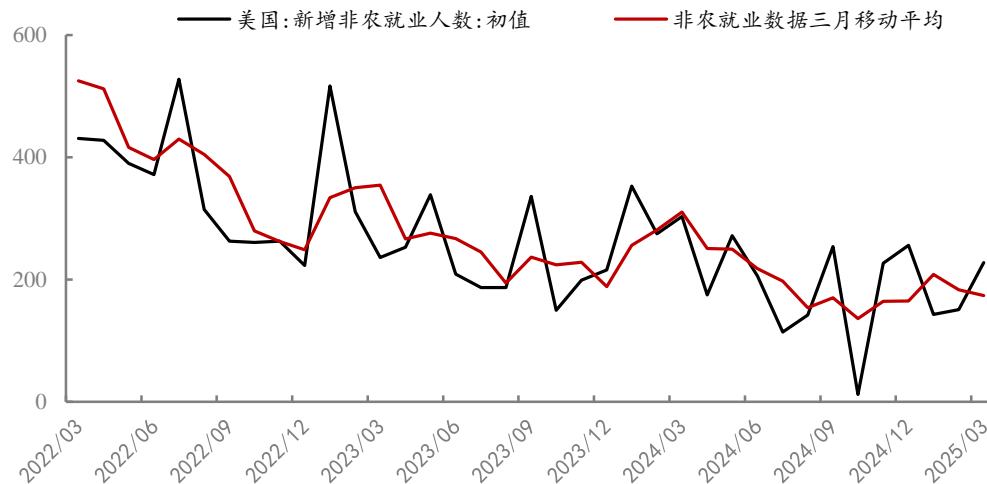
中国的反制措施汇总				
宣布日期	幅度	商品种类	商品规模(2024年中国从美国进口)	占中国2024从美国总进口比重
2月4日宣布反制关税	加15%	煤炭、液化天然气	44.7 亿美元	2.70%
	加10%	原油、农业机械、大排量汽车、皮卡	94.6亿美元	5.70%
3月4日宣布反制关税	加15%	鸡肉、小麦、玉米、棉花	34.3 亿美元	2.10%
	加10%	高粱、大豆、猪肉、牛肉、水产品、水果、蔬菜、乳制品	188.7 亿美元	11.40%
4月4日宣布反制关税	加34%	对原产于美国的所有进口商品		



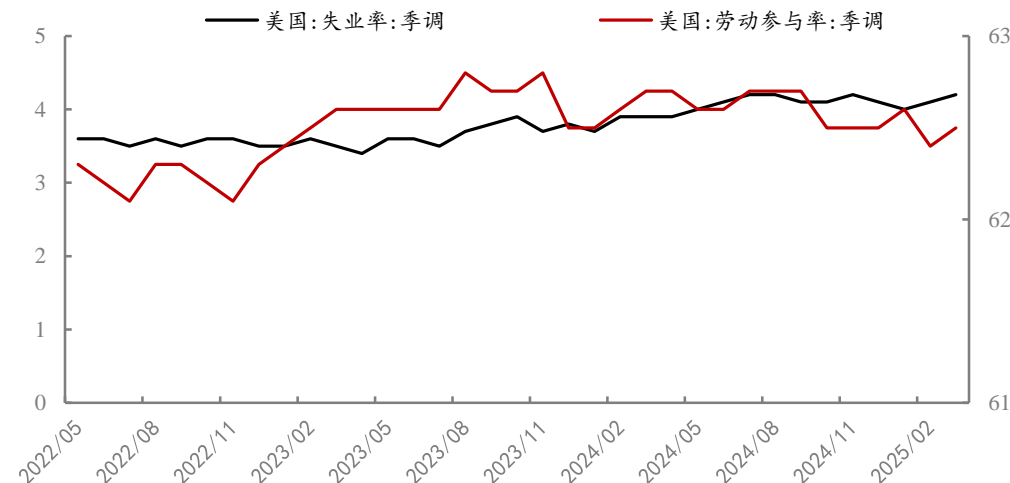
## 2、美国：非农就业数据好于预期

- 当地时间4月3日，美国公布3月非农就业数据：美国3月新增非农就业22.8万，高于预期值13.5万；2月数据由15.1万下修至11.7万，1月数据由12.5万下修至11.1万，两月合计下修4.8万。失业率4.2%，略高于预期值和前值4.1%；劳动参与率62.5%，略高于预期值和前值62.4%。每周平均工时34.2小时，持平预期值和前值。平均时薪环比0.3%，持平预期值和过去12个月均值0.3%，高于前值0.2%。
- 新增非农就业超过市场预期，但前值有较大下修。3月美国新增非农就业22.8万人，较2月份初值（15.1万）上升较多，且高于市场预期的14万。1月、2月新增非农就业分别下修1.4万、3.4万，两个月累计下修4.8万，总体修正幅度较大。趋势上看，近3个月平均新增就业15.2万人，较前值下行幅度不小。虽然3月非农数据相对较好，但1、2月就业数据的较大幅下修，可能意味着后续3月数据也将面临不小的下修。
- 劳动参与率、失业率略有上行。3月美国劳动参与率录得约62.5%，失业率为4.2%，均较2月略超预期上升。总就业人口增加20.1万，失业人口增加3.1万，劳动参与率上升0.04个百分点至62.48%。失业率上升0.013个百分点至4.152%，略超市场预期，年龄段来看，25-54岁区间劳动参与率处于在83.3%的较高水平区间，但略有下滑，其他年龄段劳动参与率均有上升。从3月劳动参与率以及失业率的表现来看，劳动参与率的上行主要由非主力劳动人群贡献，或显示在当前美国经济预期出现一定程度下降的背景下，青少年与老年人部分进入了劳动力市场。
- 薪资环比增速继续下行。3月美国非农就业时薪录得36.0美金，同比上升3.8%，环比上升0.3%，分别较2月下降0.2个百分点、上升0.1个百分点，教育和保健服务薪资环比增速较低，或是整体薪资环比增速边际下行的重要原因。此外，3月美国周工作时长较2月基本持平，维持在34.2个小时的相对低位，工作时长中枢整体下移。结合当前失业率的小幅回升来看，后续薪资增速有较大概率持续承压，居民消费持续上行的支撑作用也将逐渐下降。
- 非农数据虽然部分有助于打消市场对美国经济的担忧，但若特朗普的政策（对等关税、政府减支、驱逐非法移民等）没有出现稳定预期，叠加减税政策尚无法快速推出，或依旧对市场风险偏好产生压制。

新增非农就业人数（单位：千人）



美国:失业率（单位：%）



# 03

PART THREE

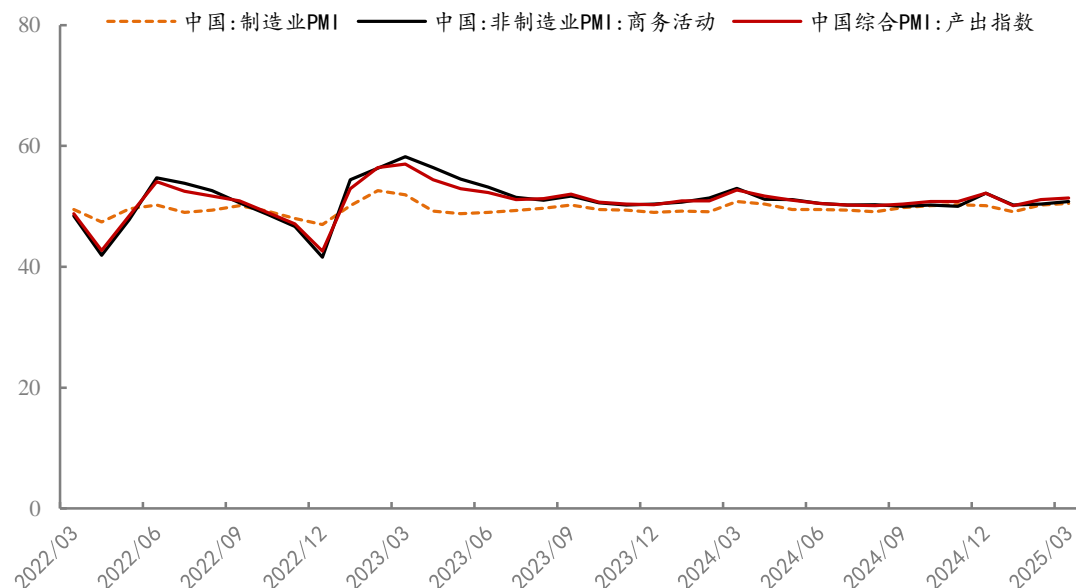
## 国内形势分析



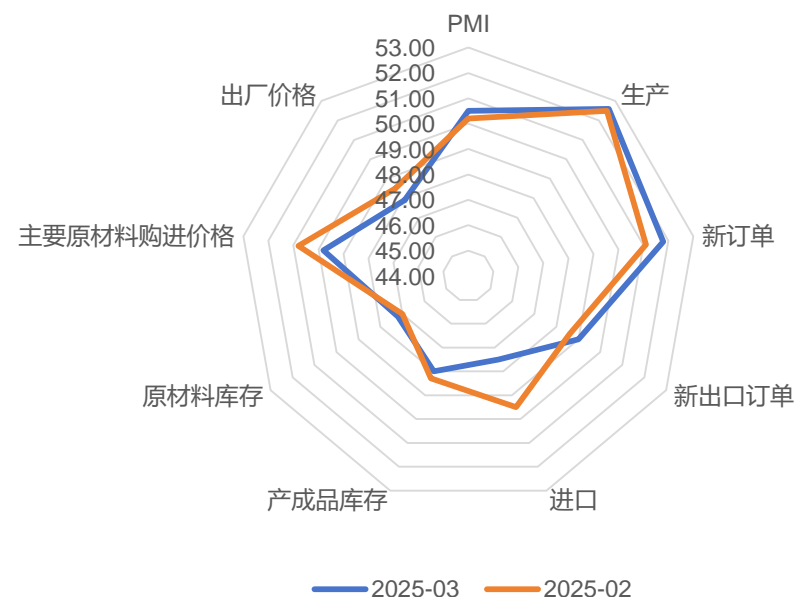
# 1、3月PMI指数延续回升势头

- 2025年3月31日，国家统计局公布的数据显示，中国3月官方制造业PMI 50.5，预期50.5，前值50.2。中国3月非制造业PMI 50.8，前值50.4。中国3月综合PMI 51.4，前值51.1。
- 3月制造业PMI指数延续了此前的回升态势，反映出国内制造业维持较高景气水平。主要原因包括：首先，春节因素的全面消退使得生产活动进一步恢复常态化。在过去10年（剔除疫情3年）中，3月制造业PMI指数有8次上升，仅2次下降。其次，科技板块如DeepSeek和机器人等领域的火爆推动了3月战略性新兴产业景气度（EPMI）的显著提升，进而对整体制造业PMI指数产生了积极的拉动作用。此外，“两会”政府工作报告释放出积极的稳增长信号，前期一系列增量政策在促消费、稳投资方面仍具有一定的延续效应。
- 展望未来，一方面，外需所面临的关税战压力将开始显现。一般来说，从接到海外订单到报关出口通常存在约2个月的间隔期。因此，2月起美国对我国输美商品连续大幅加征关税的影响，预计将在4月有较为明显的体现，可能导致市场需求和市场信心出现一定下行波动。另一方面，内需不足的问题仍有待进一步解决，尤其是春节后国内楼市量价均出现了回落的迹象，表明房地产市场止跌回稳基础仍不牢固。因此，4月制造业PMI指数可能出现一定幅度的下行，甚至不排除再次降至荣枯平衡线附近的可能。这意味着后续宏观政策将加大逆周期调节力度，预计二季度降息降准的窗口将再度开启。

中国官方PMI指数（单位：%）



中国官方制造业PMI指数的分项数据



■ 针对美国的对等关税措施，中国采取了一系列有力的反制措施，主要包括以下几个方面：

### ■ 关税反制

- 1) 加征关税：自2025年4月10日12时01分起，中国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。
- 2) 特定商品关税调整：此前，中国还对部分美国进口商品加征了不同比例的关税。例如，自2025年2月10日起，对煤炭、液化天然气加征15%关税；对原油、农业机械、大排量汽车、皮卡加征10%关税。

### ■ 出口管制

- 1) 稀土等关键物项管制：自2025年4月4日起，中国对钐、钐、铽、镝、镱、铕、钆等7类中重稀土相关物项实施出口管制。
- 2) 对特定美国实体出口限制：商务部将16家存在可能危害中国国家安全和利益行为的美国实体列入出口管制管控名单，禁止对其出口两用物项。

### ■ 不可靠实体清单

- 1) 列入不可靠实体清单：中国将斯凯迪奥公司等11家涉台军售美国企业列入不可靠实体清单，这些公司严重损害了中国的国家主权、安全和发展利益。

### ■ 法律与合规措施

- 1) 世贸组织诉讼：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，敦促美方立即纠正错误做法。
- 2) 反倾销与产业调查：商务部对原产于美国、印度的进口相关医用CT球管发起反倾销立案调查，并对进口医用CT球管发起产业竞争力调查。

### ■ 其他措施

- 1) 暂停部分美国企业资质：海关总署暂停了6家美国企业产品输华资质，涉及高粱、禽肉骨粉、禽肉产品等。
- 2) 市场监管与立案调查：市场监管总局对杜邦中国集团有限公司开展立案调查。
- 这些反制措施体现了中国在维护自身合法权益方面的坚定决心，同时也展现了中国在国际贸易中维护公平与规则的立场。

# 04

PART FOUR

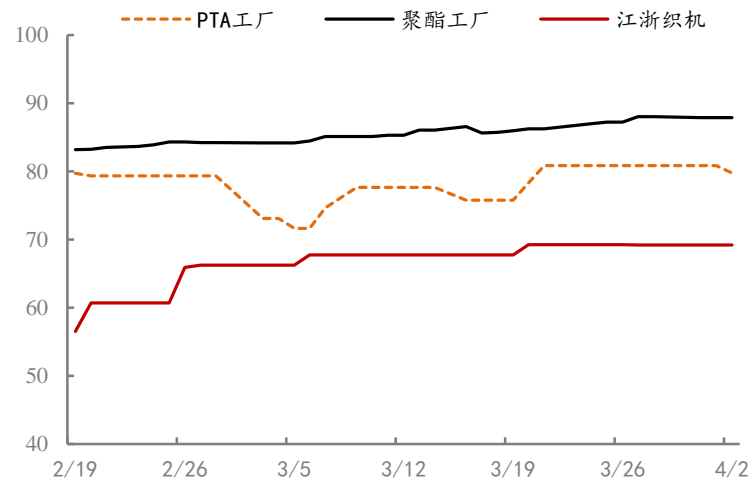
## 高频数据跟踪



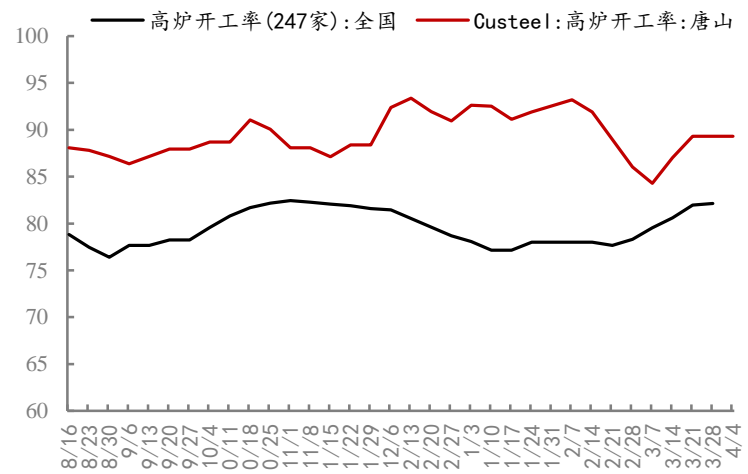
# 1、生产端：工业生产逐步恢复

- 化工：生产负荷稳中有升，产品价格有所回落。需求方面，聚酯产业链产品价格稳中有升，截至4月2日，涤纶POY价格小幅回落、而PTA价格和聚酯切片价格均小幅上涨。生产端，本周PTA产业链负荷率继续恢复，其中，PTA开工率小幅升至81%，聚酯工厂负荷率小幅升至88%，江浙织机负荷率持稳于69%。
- 钢铁：生产继续回升，需求逐步恢复。本周全国高炉开工率进一步回升至82.13%，终端需求逐步恢复，表需有所回升。本周钢联数据显示，钢材产量小幅回升，表需逐步回升，库存继续去化。

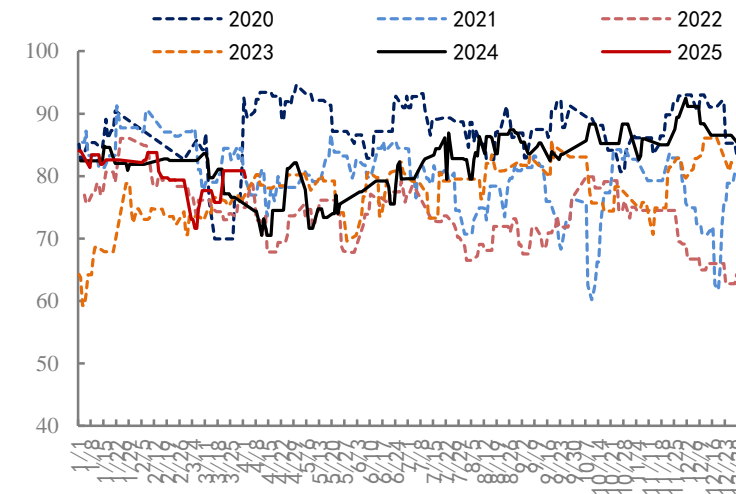
PTA产业链负荷率（单位：%）



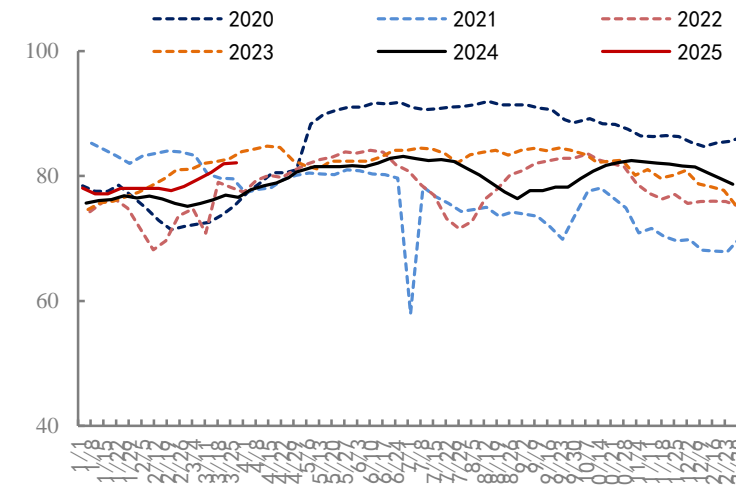
高炉开工率（单位：%）



PTA工厂负荷率（单位：%）



高炉开工率(247家):全国（单位：%）



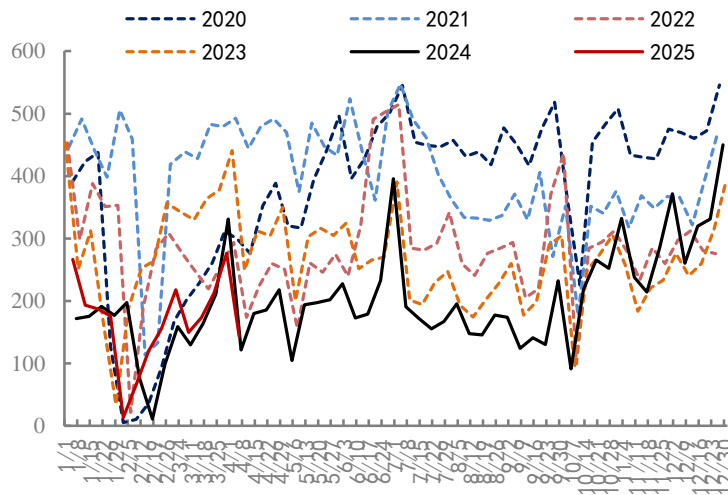


## 2、需求端：房地产销售周环比下降，乘用车零售同比增长

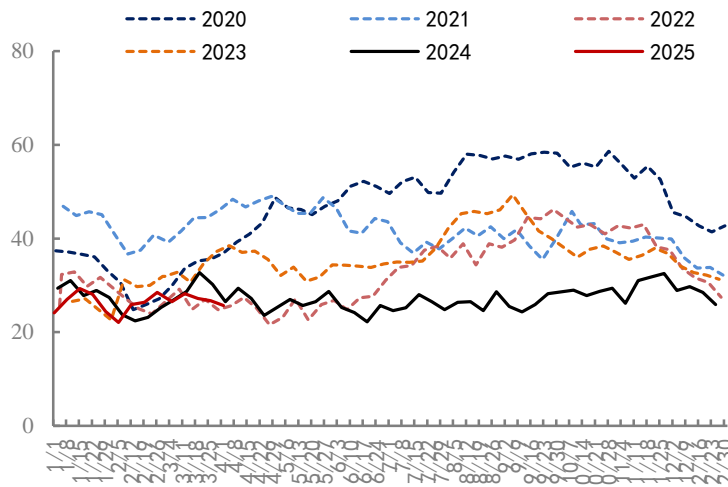
ITG 国贸期货

- 房地产销售周环比下降，乘用车日均零售销量同比增长。
- 房地产销售周环比下降。截至4月6日，本周30个大中城市商品房成交面积周环比下降47.9%，一线、二线、三线城市分别环比下降41.0%、46.2%、62.3%。
- 乘用车日均零售销量同比增长。据乘联分会初步统计数据显示，全国乘用车市场零售188.9万辆，同比去年同期增长12%，较上月增长36%，今年以来累计零售506.4万辆，同比增长5%；3月1-31日，全国乘用车厂商批发241万辆，同比去年同期增长10%，较上月同期增长37%，今年以来累计批发627.5万辆，同比增长12%。

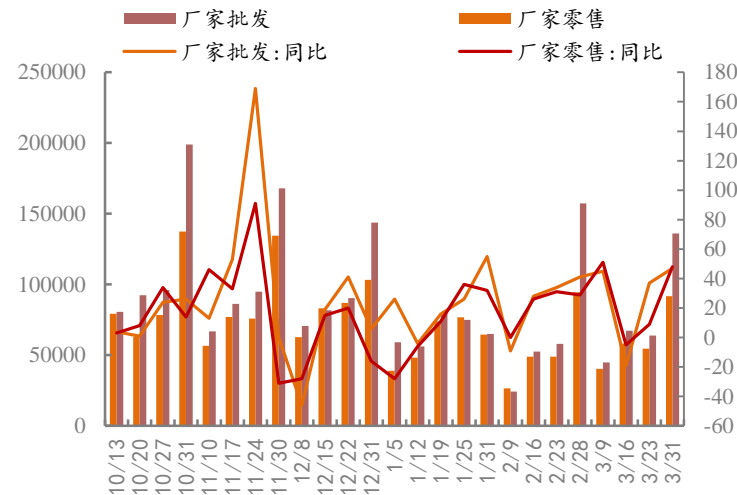
30大中城市:商品房成交面积 (单位: 万平方米)



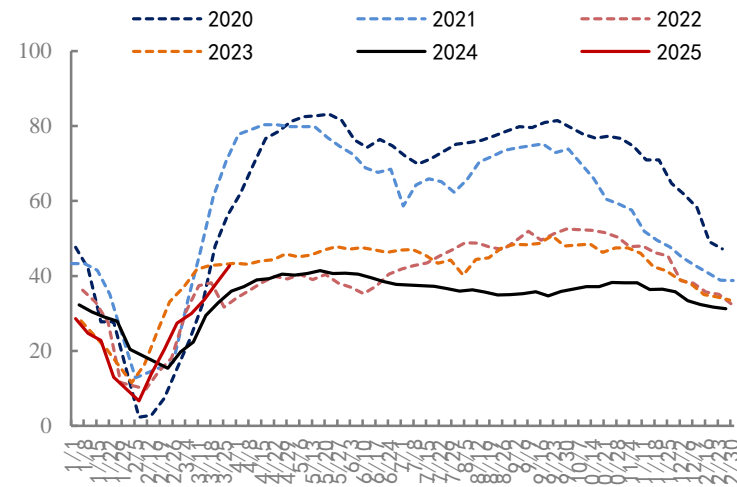
中国:开工率:石油沥青装置 (单位: %)



当周日均销量:乘用车 (单位: 辆, %)

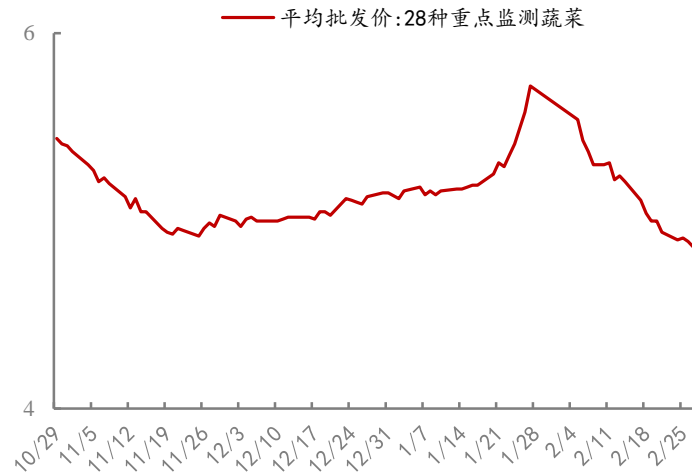


中国:发运率:水泥:当周值 (单位: %)

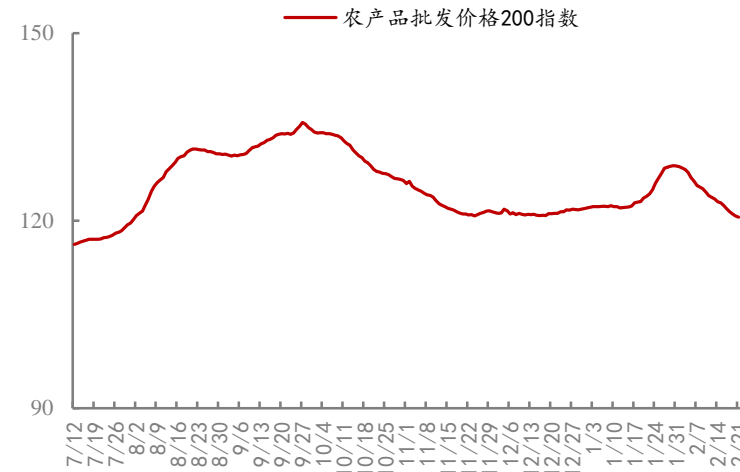


- (1) 本周食品价格多数上涨。本周（截至4月3日）蔬菜均价环比上涨0.71%，猪肉均价环比下跌0.12%，农产品批发价格200指数环比小幅上涨0.38%，水果价格环比上涨0.13%。
- (2) CPI同比有望回升转正，但幅度预计不会太大。推动物价回升的有利因素在于，一是政府工作报告将CPI目标增速从以往的3%左右下调为2%左右，有利于更好稳定预期，推动物价保持在合理水平；二是政府工作报告定调今年宏观政策将更加积极有为，加速释放消费潜力，全面扩大国内需求，将继续支撑核心CPI；三是3月份CPI尾因素影响为-0.2个百分点，对CPI同比带来较大支撑。不利的因素在于，一方面，不论供需基本面，还是市场情绪短期内尚未见明显改善，猪价或将延续震荡承压态势；另一方面，供应过剩风险与需求增长乏力构成主要挑战，油价或承压。
- (3) PPI同比降幅有望继续收窄。一是天气好转生产逐步复工，带动国内需求稳定复苏，对PPI回升带来支撑；二是政府报告定调2025年财政赤字率上调至4%，财政加码趋势显著且更多用于投资和支持全国性消费政策，有利于物价整体水平的回升；三是政府工作报告强调综合整治“内卷式”竞争，多部委强调综合整治“内卷式”竞争，积极化解一些行业供大于求的阶段性矛盾，并将解决行业竞争失序和“内卷问题与产业提质升级相结合，有利于部分行业

蔬菜价格（单位：元/公斤）



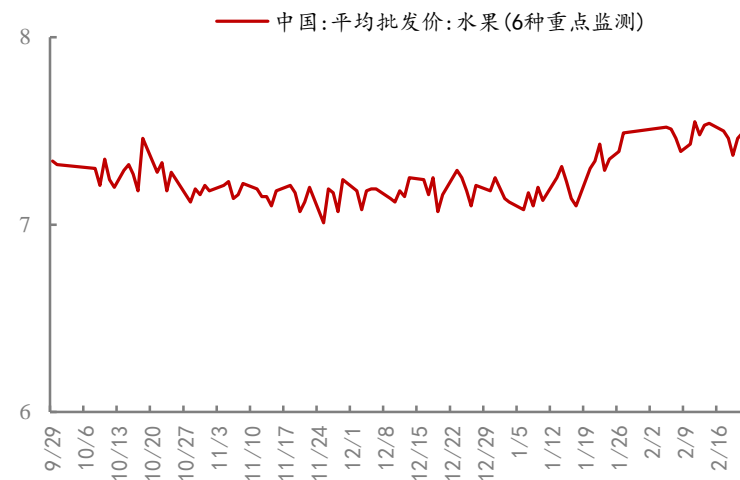
猪肉价格（单位：元/公斤）



农产品批发价格200指数



水果价格（单位：元/公斤）



附:品种观点评价体系

观点评级	短期（1个月以内）	中期（1-3个月）	长期（3个月以上）
强烈看多	上涨15%以上	上涨15%以上	上涨15%以上
看多	上涨5-15%	上涨5-15%	上涨5-15%
震荡	振幅-5%-5%	振幅-5%-5%	振幅-5%-5%
看空	下跌5%-15%	下跌5%-15%	下跌5%-15%
强烈看空	下跌15%以上	下跌15%以上	下跌15%以上

重要声明

分析师声明

本报告署名分析师具有中国期货业协会授予的期货投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告。分析师对信息来源的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和意见不会发生任何变化，本报告中的信息和意见仅供参考。

免责声明

国贸期货有限公司已取得期货投资咨询业务资格，投资咨询业务资格：证监许可【2012】31号。

本报告由国贸期货有限公司撰写及发布。本报告中的信息均来源于公开资料或合规渠道，国贸期货力求准确、客观、公正，但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的交易建议。在任何情况下，国贸期货不承诺交易者一定获利，不与交易者分享交易收益，也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。交易者务必注意，其据此做出的任何交易决策与国贸期货无关。

本报告仅供特定客户作参考之用，国贸期货不会因接收人收到本报告而视其为国贸期货的当然客户。未经国贸期货书面授权，任何引用、转载以及向第三方传播的行为均构成对国贸期货的侵权。如欲引用或转载本报告，务必联络国贸期货并获得书面许可，并需注明出处为国贸期货，且不得对本报告进行有悖原意的引用或删改。如未经国贸期货授权，私自转载或者引用本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或引用者承担，国贸期货保留追究其法律责任的权利。

风险提示

期货市场具有潜在风险，交易者在进行期货交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险，建议交易者应当充分深入地了解期货市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告提供的全部分析及建议内容仅供参考，不构成对交易者的任何交易建议及入市依据，交易者应当自主做出期货交易决策，独立承担期货交易后果。

期市有风险，投资需谨慎

ITG 国贸期货

感谢您的观看

THANKS FOR YOUR TIME

