

两个太阳（续）：齿轮开始转动

➤ **当下：美国“关税大棒”落地。**目前美国仅对中国征收高额关税对中国向美国的直接出口带来明显影响，但对中国向美国的间接出口影响较小。本文在前期报告《两个太阳：被重塑的全球化》的基础上，测算了当下的关税政策对中国总增加值增速及主要部门的影响。根据我们测算，本次特朗普关税政策对中国总增加值的冲击约是2018年的4倍，或拖累中国总增加值增速1.47%；当美国对中国加征对等关税超过70%后，关税对于中国向美国出口的影响变得不显著。从部门来看，受特朗普关税影响较大的部门：电气和光学设备、木材及木制品、基础金属和金属制品、采矿业、机械设备、皮革制品和鞋类。与此同时，中国也发布了强硬的反制措施，反制效果最好+对中国需求影响最小的部门：农林牧渔、水上运输、化学品、酒店和餐饮、采矿业、橡胶和塑料。此外，我们发现美国通过进口来满足自身最终使用的占比仍较高，这意味着美国现阶段无法实现自给自足。从部门来看，美国在皮革制品和鞋类、纺织和纺织制品、其他非金属矿物、电气和光学设备、基础金属和金属制品等部门高度依赖向中国进口。美国的关税政策极大地提高了美国通胀上行+部分产业链断裂的风险。往后看，结合特朗普4月2日的关税政策，以及4月9日对其他国家的关税暂缓存在时间限制，特朗普依旧有较大可能对全球其他国家加征关税。若该假设成立，则可能促使全球贸易格局发生新变化，我们对未来可能的路径进行了推演，并进一步测算其影响。

➤ **推演一：“两个太阳”的割裂加剧，贸易格局聚焦于中美。**若特朗普再次对全球加征关税，中国向美国间接出口的部分也将受到影响，这将进一步加剧中美之间的割裂，在这一场景下：1) 中国贸易圈包括俄罗斯+东南亚+澳大利亚；2) 美国贸易圈包括欧洲+加拿大；3) 两个贸易圈的交集包括日韩+墨西哥+印度。根据我们测算，由于中国向美国直接+间接出口同时受到影响，关税冲击强度扩大至2018年的4.5倍，中国总增加值增速或被拖累1.72%。相对于当下场景，推演一的场景下，运输设备、纺织和纺织制品、木材及木制品、皮革制品和鞋类、基础金属和金属制品、电气和光学设备等部门将会进一步明显受损。

➤ **推演二：中国主导新的贸易圈。**对于中国而言，美国并不是唯一的需求国，大量亚洲+欧洲国家均对中国有较高的进口依赖。若其他国家选择反制美国，中国在这些国家的份额有望进一步抬升，中国也可能迎来最好的场景：1) 印度+日韩+欧洲均加入中国贸易圈；2) 墨西哥加入美国贸易圈；3) 俄罗斯+东南亚+澳大利亚+加拿大保持不变。最终仅墨西哥+加拿大+美国形成一个贸易圈，而中国主导了由其他国家构成的新贸易圈。根据我们测算，欧洲和日韩能替代美国为中国总增加值带来明显增长，中国总增加值增速或仅被拖累0.09%，中国外需不会受到美国关税的明显影响。相对于当下场景，推演二的场景下，空运、机械设备租赁、皮革制品和鞋类、电气和光学设备、机械设备、运输设备等部门将迎来最明显的改善。

➤ **推演三：最差的场景。**若其他国家以向中国加征关税作为与美国谈判条件，则中国可能迎来最差的场景：1) 中国贸易圈中仅剩俄罗斯；2) 其余国家均属于美国贸易圈。根据我们测算，主要国家中除俄罗斯以外，其他国家均对中国总增加值增速形成拖累。从部门来看，多数部门通过外需带来的增长也均转负，相对于当下场景，在推演三的场景下，皮革制品和鞋类、机械设备、木材及木制品、纺织和纺织制品、电气和光学设备、运输设备等部门将进一步明显受损。

➤ **推演四：接受、求和与反制并存。**随着特朗普关税政策的不断出台，各国也逐渐表达了对于特朗普关税的态度。目前，已出具具体反制美国措施的国家主要有中国和欧盟；东南亚和印度表现出明显求和的态度；其他国家多数选择接受。根据各国近期的表态，东南亚和欧洲是最可能变换所属贸易圈的：1) 中国贸易圈包括俄罗斯+澳大利亚；2) 美国贸易圈包括墨西哥+加拿大；3) 欧洲+东南亚均进入中美贸易圈的中间地带。根据我们测算，中国总增加值增速或被拖累1.43%，与当下场景的影响类似。从部门来看，相对于当下场景，在推演四的场景下，皮革制品和鞋类、纺织和纺织制品、橡胶和塑料、机械设备租赁、水上运输、机械设备等部门受益较明显。

➤ **破局之道：需求的构建与新的循环。**当美国主导的全球化秩序正在被自我解构，新的需求体系构建将是未来重要命题。中国的内需是我们当下推荐的重点，但不是问题的全部。在新格局构建过程中，中国通过供需两端的发力最终将突围形成新的贸易秩序才是A股牛市的基础，优质制造业出口公司仍然是重要受益方向。设备类（机械设备、运输设备、电气设备、通信设备）、纺服、皮革制品和鞋类等制造业在全球的优势值得重视。全球实物消耗的提升也将拉动大宗商品的需求。

➤ **风险提示：**1) 国内外政策大幅转向；2) 海外经济大幅下行；3) 测算误差。


 分析师 **牟一凌**

执业证书：S0100521120002

邮箱：mouyiling@mszq.com

 研究助理 **季宏坤**

执业证书：S0100124070013

邮箱：jihongkun@mszq.com

相关研究

1. 资金跟踪系列之一百六十四：ETF与北上共振买入，个人投资者内部分化扩大-2025/04/14

2.A股策略周报 20250413：旧秩序的瓦解与新秩序的构建-2025/04/13

3. 市场温度计系列之二十七：机构情绪引领市场企稳回升-2025/04/12

4. 资金跟踪系列之一百六十三：个人投资者继续退潮，ETF阶段成为主要买入力量-2025/04/07

5. 2025年3月行业信息跟踪月报：四问消费：当前消费的基本面走向及配置方向-2025/04/07

目录

| | |
|-----------------------------------|----|
| 1 当下：美国“关税大棒”落地 | 3 |
| 2 推演一：“两个太阳”的割裂加剧，贸易格局聚焦于中美 | 8 |
| 3 推演二：中国主导新的贸易圈 | 10 |
| 4 推演三：各国以向中国加征关税来与美国缓和 | 12 |
| 5 推演四：接受、求和与反制并存 | 14 |
| 6 风险提示 | 16 |
| 插图目录 | 17 |

美国当地时间 2025 年 4 月 9 日，特朗普对等关税政策发生新变化：90 天内对多数国家关税降至 10%，但对中国仍加征 125% 的关税。本篇报告在前期报告《两个太阳：被重塑的全球化》的基础上，利用全球投入产出表和价值链理论，测算了对中国增加值增速（以 2010 年为基准的不变价），以及对各部门的影响。与此同时，若美国再次对全球加征关税，可能会带来全球贸易格局的改变。本文对未来可能的路径进行了推演，并测算了不同推演下的影响。

1 当下：美国“关税大棒”落地

目前美国的关税政策仅向中国加征高额关税，对中国向美国的直接出口影响较大。但由于其他国家存在豁免，中国仍可向美国进行间接出口（转口贸易+加工贸易）。为测算当下美国关税政策对我国增加值增速的影响，我们进行了以下假设：1) 参考 2023 年全球 GDP 增速相较于 2022 年下降 0.5%，我们假设全球 GDP 增速继续下降 0.5%（本文全部测算均适用这一假设）；2) 我们通过特朗普加征关税的税率、加征关税的覆盖商品范围、中国向美国的出口依赖度三个维度对比了本次和 2018 年关税所对中国带来的冲击强度，我们估算了本次冲击强度约为 2018 年的 4 倍。

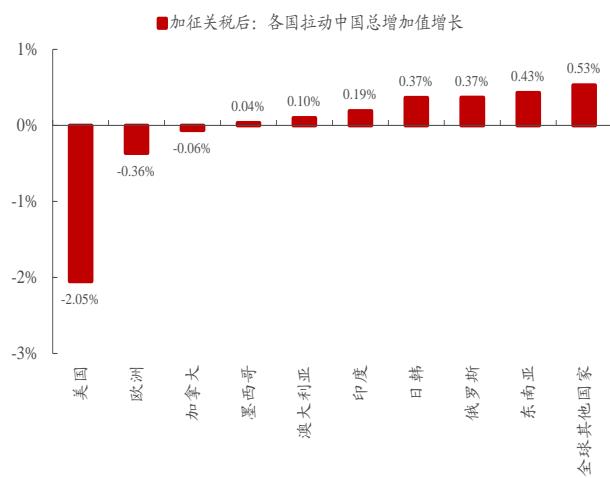
图1：2025 年以来，特朗普主要关税政策概览

| 时间 | 事件 |
|------------|--|
| 2025/01/20 | 特朗普发布《美国优先贸易》备忘录，明确关税政策三大执行思路：全球/中美/特定产品 |
| 2025/02/01 | 特朗普动用 IEEPA，宣布 2 月 4 日对中国、墨西哥、加拿大加征关税 |
| 2025/02/04 | 暂缓对墨西哥、加拿大加征 25% 关税，延期 30 天；对中国加征 10% 关税生效 |
| 2025/02/13 | 发布《对等贸易和关税》备忘录，计划对所有国家施加对等关税 |
| 2025/02/25 | 启动进口铜贸易调查，要求 270 日内完成调查 |
| 2025/03/04 | 对中国进口商品再次额外加征 10% 的关税 |
| 2025/03/04 | 对加拿大、墨西哥不符合美加墨协定的商品加税 25%。如果未来现有的芬太尼/移民 IEEPA 命令被终止，不符合美加墨协定的商品加税 12% |
| 2025/03/12 | 对进口钢铁、铝加征 25% 关税，取消对部分贸易伙伴的钢铝免税配额和豁免政策 |
| 2025/03/25 | 宣布 4 月 2 日开始对从委内瑞拉进口石油的国家加征 25% 关税 |
| 2025/03/26 | 宣布 4 月 2 日开始对所有汽车征收 25% 关税 |
| 2025/04/02 | 1) 4 月 5 日起，对所有国家征收 10% 的关税；2) 4 月 9 日起，对与美国贸易逆差最大的国家征收对等更高关税；3) 不受对等关税约束的包括：受 IEEPA 50 USC 1702(b) 约束的物品；已受第 232 条款关税约束的钢、铝制品和汽车、汽车零部件；铜、药品、半导体和木材制品；所有可能未来受第 232 条款关税约束的物品；金条；美国没有的能源和其他某些矿物。4) 对于加拿大和墨西哥，现有的芬太尼/移民 IEEPA 命令仍然有效，不受影响。符合 USMCA 的商品继续征收 0% 的关税，不符合 USMCA 的商品将征收 25% 的关税，不符合 USMCA 的能源和钾肥将征收 10% 的关税。如果现有的芬太尼/移民 IEEPA 命令被终止，符合 USMCA 的货物将继续获得优惠待遇，而不符合 USMCA 的货物将按 12% 的互惠关税。 |
| 2025/04/02 | 通过国际邮政网络从中国寄往美国的国际邮政包裹（价值低于 800 美元），从 2025 年 5 月 2 日开始，承担所有适用的关税 |
| 2025/04/05 | 北京时间 4 月 5 日 12 点 01 分，特朗普对美国所有进口商品征收 10% 的关税正式生效 |
| 2025/04/09 | 北京时间 4 月 9 日 12 点 01 分，特朗普对等关税政策已正式生效 |
| 2024/04/09 | 90 天内对多数国家关税降至 10%，但对中国仍要加征 125% 的关税 |

资料来源：Bloomberg，美国白宫，民生证券研究院

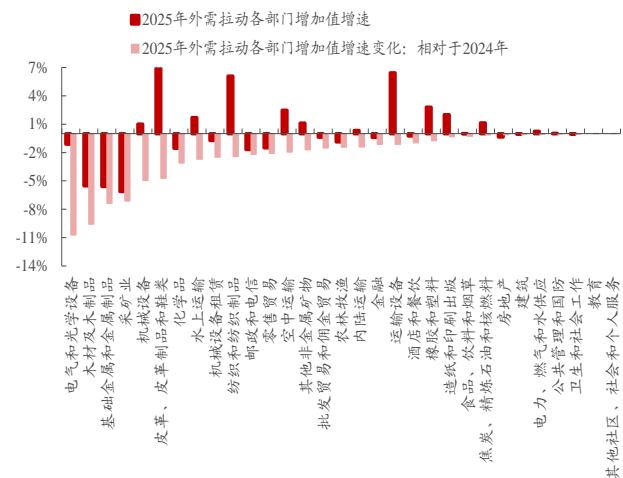
根据我们测算，美国关税政策或拖累中国总增加值增速 **1.47%**（外需拉动中国总增加值增速从 1.02% 变为 -0.45%），**并且美国对中国加征的对等关税超过 70%**后，中国向美国出口受关税影响变得不再敏感。从部门来看，受特朗普关税影响较大的部门：**电气和光学设备、木材及木制品、基础金属和金属制品、采矿业、机械设备、皮革制品和鞋类**。

图2：从当下来看，关税或导致美国拖累中国总增加值 2.05 个百分点



资料来源：ADB，民生证券研究院测算

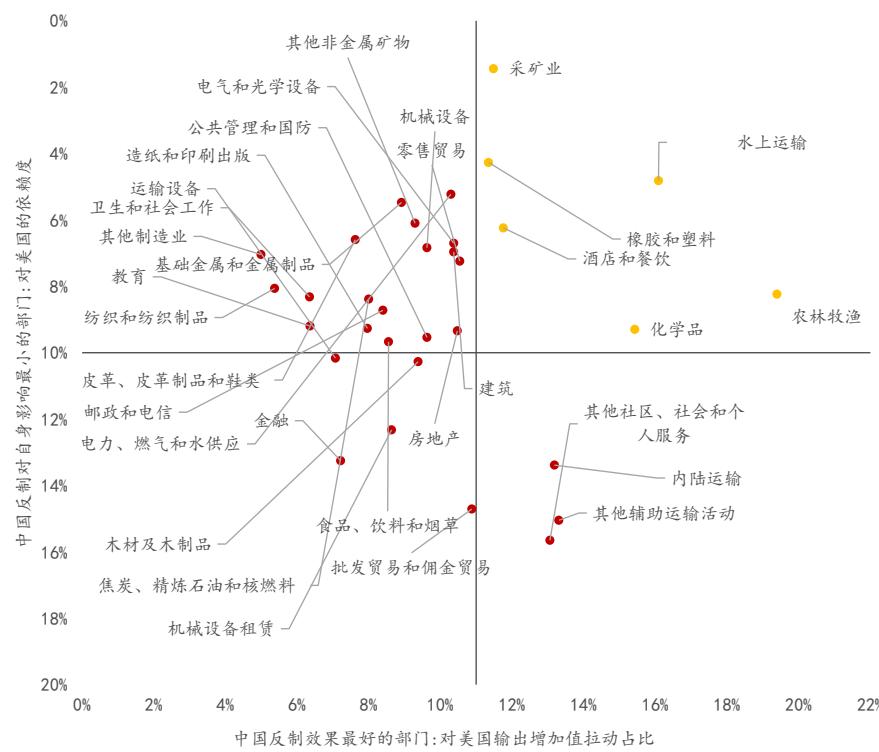
图3：电气和光学设备、木材及木制品、基础金属和金属制品、采矿业、机械设备、皮革制品和鞋类等部门受本次特朗普关税影响较大



资料来源：ADB，民生证券研究院测算

与此同时，中国也发布了强硬的反制措施：自北京时间 2025 年 4 月 12 日起，对原产于美国的进口商品在现行适用关税税率基础上加征 125% 关税。我们从反制效果（中国进口对美国部门增加值的拉动）和对中国自身需求影响（中国对进口美国产品的依赖）两个维度测算了**反制效果最好+对中国需求影响最小的部门**：农林牧渔、水上运输、化学品、酒店和餐饮、采矿业、橡胶和塑料。

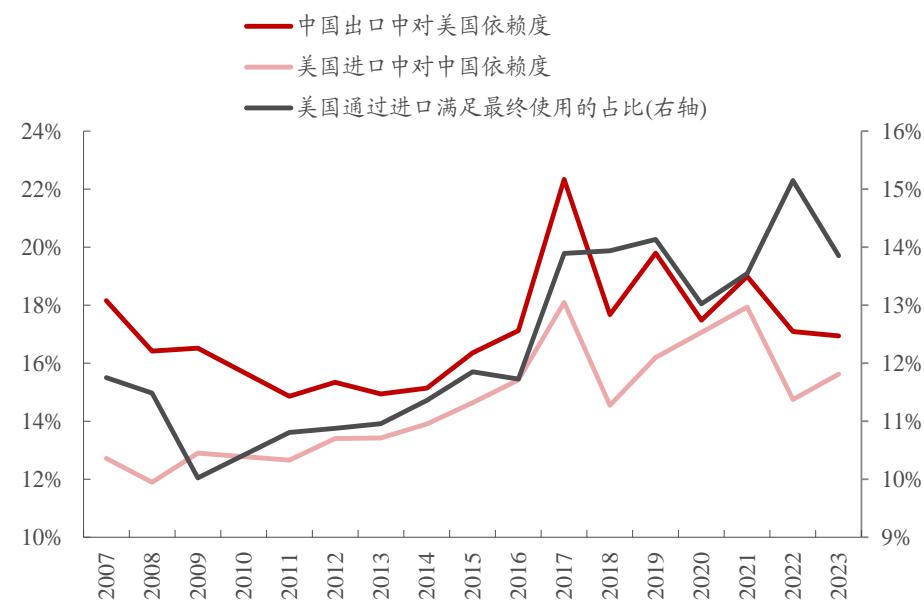
**图4：农林牧渔、水上运输、化学品、酒店和餐饮、采矿业、橡胶和塑料等部门
是中国反制效果最好+反制对中国需求影响最小的部门**



资料来源：ADB，民生证券研究院

此外，美国的关税政策或将反噬自身。虽然 2018 年以来，美国一直在朝着制造业回流努力，但我们发现，美国通过进口来满足自身最终使用的占比仍较高，这意味着**美国现阶段无法实现自给自足，美国依旧是一个高度依赖进口的国家**。并且，美国对中国的进口依赖度并没有像中国对美的出口依赖度下降的那么明显。从部门来看，美国在纺织和纺织制品、皮革制品和鞋类、电气和光学设备、机械设备、运输设备、基础金属和金属制品、其他非金属矿物等部门均十分依赖进口。尤其是在皮革制品和鞋类、纺织和纺织制品、其他非金属矿物、电气和光学设备、基础金属和金属制品等部门高度依赖向中国进口。**美国的关税政策极大地提高了美国通胀上行+部分产业链断裂的风险。**

图5：美国仍需大量进口才能满足自身最终使用；同时，美国对于中国的进口依赖下降不明显，而中国对于美国的出口依赖却明显下降



资料来源：ADB, 民生证券研究院

图6：美国在纺织和纺织制品、皮革制品和鞋类、电气和光学设备、机械设备、运输设备、基础金属和金属制品、其他非金属矿物等部门均十分依赖进口

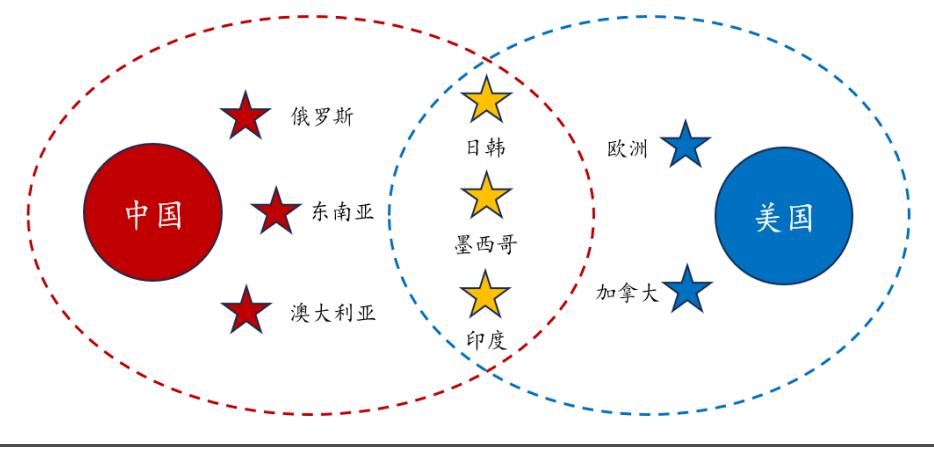
| 美国：部门 | 美国各部门对主要国家或地区的依赖度 | | | | | | | | | | |
|-----------------|-------------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|-------|-------|--------|--------|
| | 中国 | 欧洲 | 东南亚 | 日韩 | 墨西哥 | 加拿大 | 印度 | 俄罗斯 | 澳大利亚 | 全球其他国家 | 合计 |
| 农林牧渔 | 0.94% | 3.03% | 1.10% | 0.91% | 16.58% | 3.24% | 1.64% | 0.10% | 0.13% | 7.12% | 34.80% |
| 采矿业 | 0.78% | 2.18% | 0.33% | 1.09% | 0.48% | 1.87% | 0.39% | 0.13% | 0.11% | 1.89% | 9.24% |
| 食品、饮料和烟草 | 1.77% | 5.47% | 2.21% | 1.51% | 2.63% | 4.63% | 1.17% | 0.14% | 0.55% | 4.75% | 24.83% |
| 纺织和纺织制品 | 37.05% | 4.54% | 8.43% | 1.36% | 6.66% | 1.16% | 14.51% | 0.04% | 0.08% | 15.05% | 88.87% |
| 皮革、皮革制品和鞋类 | 46.70% | 10.68% | 15.72% | 0.76% | 2.88% | 0.82% | 5.37% | 0.04% | 0.09% | 4.37% | 87.43% |
| 木材及木制品 | 10.35% | 2.93% | 1.90% | 1.04% | 0.83% | 3.06% | 4.83% | 0.14% | 0.11% | 2.70% | 27.89% |
| 造纸和印刷出版 | 3.41% | 4.82% | 0.71% | 1.57% | 0.96% | 1.92% | 0.64% | 0.13% | 0.15% | 2.28% | 16.59% |
| 焦炭、精炼石油和核燃料 | 1.29% | 4.58% | 0.56% | 2.98% | 1.32% | 14.98% | 1.29% | 0.78% | 0.27% | 11.46% | 39.52% |
| 化学品 | 3.31% | 9.64% | 0.78% | 3.66% | 2.37% | 2.84% | 1.34% | 0.19% | 0.28% | 3.51% | 27.91% |
| 橡胶和塑料 | 6.59% | 7.23% | 1.93% | 2.86% | 3.55% | 3.44% | 1.79% | 0.23% | 0.27% | 5.08% | 32.97% |
| 其他非金属矿物 | 28.62% | 3.57% | 0.85% | 1.30% | 1.44% | 0.96% | 0.56% | 0.09% | 0.11% | 2.43% | 39.92% |
| 基础金属和金属制品 | 22.66% | 5.44% | 0.91% | 4.47% | 4.56% | 2.63% | 2.02% | 0.29% | 0.29% | 5.75% | 49.02% |
| 机械设备 | 13.60% | 11.47% | 1.18% | 10.27% | 3.36% | 4.27% | 0.90% | 0.24% | 0.23% | 5.43% | 50.94% |
| 电气和光学设备 | 24.39% | 8.48% | 4.92% | 12.53% | 6.63% | 1.95% | 1.01% | 0.08% | 0.19% | 8.97% | 69.16% |
| 运输设备 | 3.72% | 10.13% | 1.29% | 12.38% | 10.60% | 5.43% | 0.99% | 0.29% | 0.32% | 5.06% | 50.21% |
| 其他制造业 | 30.67% | 7.27% | 2.97% | 5.21% | 3.62% | 3.46% | 1.03% | 0.12% | 0.15% | 3.87% | 58.37% |
| 电力、燃气和水供应 | 0.39% | 1.29% | 0.25% | 0.72% | 0.23% | 1.18% | 0.24% | 0.07% | 0.07% | 1.03% | 5.48% |
| 建筑 | 1.54% | 3.03% | 0.64% | 1.82% | 0.93% | 1.92% | 0.59% | 0.18% | 0.17% | 2.62% | 13.44% |
| 汽车和摩托车的销售、维修和保养 | 0.50% | 2.50% | 0.30% | 0.87% | 0.36% | 1.43% | 0.33% | 0.05% | 0.06% | 1.12% | 7.52% |
| 批发贸易和佣金贸易 | 1.17% | 6.36% | 1.82% | 3.41% | 0.41% | 1.68% | 0.51% | 0.07% | 0.31% | 2.18% | 17.91% |
| 零售贸易 | 0.85% | 1.82% | 0.38% | 0.71% | 0.34% | 0.55% | 0.57% | 0.05% | 0.11% | 1.25% | 6.62% |
| 酒店和餐饮 | 0.65% | 2.10% | 0.75% | 0.78% | 0.40% | 1.05% | 0.40% | 0.07% | 0.12% | 1.74% | 8.05% |
| 内陆运输 | 0.96% | 3.11% | 0.35% | 0.96% | 0.38% | 2.27% | 0.28% | 0.10% | 0.20% | 2.08% | 10.70% |
| 水上运输 | 1.84% | 15.95% | 1.27% | 4.74% | 0.26% | 1.44% | 0.42% | 0.19% | 0.08% | 8.90% | 35.08% |
| 空中运输 | 0.76% | 2.51% | 0.31% | 1.07% | 0.48% | 2.00% | 0.38% | 0.22% | 0.10% | 3.10% | 10.94% |
| 其他辅助运输活动 | 1.10% | 11.57% | 1.42% | 1.26% | 0.35% | 4.07% | 0.50% | 0.15% | 0.27% | 5.15% | 25.84% |
| 邮政和电信 | 0.75% | 2.67% | 0.51% | 1.18% | 0.27% | 1.00% | 0.65% | 0.08% | 0.12% | 1.64% | 8.87% |
| 金融 | 0.28% | 4.30% | 0.43% | 0.42% | 0.10% | 0.72% | 0.47% | 0.05% | 0.14% | 1.75% | 8.66% |
| 房地产 | 0.19% | 0.92% | 0.16% | 0.25% | 0.10% | 0.30% | 0.16% | 0.03% | 0.05% | 0.51% | 2.66% |
| 机械设备租赁 | 0.55% | 3.91% | 0.45% | 0.77% | 0.22% | 0.72% | 1.35% | 0.06% | 0.12% | 1.44% | 9.59% |
| 公共管理和国防 | 0.63% | 1.82% | 0.33% | 0.94% | 0.38% | 1.00% | 0.34% | 0.10% | 0.09% | 1.44% | 7.07% |
| 教育 | 0.25% | 1.64% | 0.36% | 0.52% | 0.12% | 0.45% | 0.15% | 0.03% | 0.90% | 0.91% | 5.33% |
| 卫生和社会工作 | 0.48% | 1.92% | 0.32% | 0.65% | 0.25% | 0.50% | 0.37% | 0.05% | 0.08% | 1.00% | 5.61% |
| 其他社区、社会和个人服务 | 0.72% | 3.82% | 0.81% | 0.95% | 0.29% | 0.92% | 0.80% | 0.08% | 0.10% | 1.56% | 10.04% |
| 有雇员的私人家庭 | 0.00% | 0.03% | 0.00% | 0.20% | 0.00% | 0.00% | 0.00% | 0.01% | 0.02% | 0.11% | 0.37% |

资料来源：ADB，民生证券研究院

2 推演一：“两个太阳”的割裂加剧，贸易格局聚焦于中美

4月2日，特朗普公布了美国要加征关税的国家清单以及详细税率，并且4月9日特朗普的发言也只是暂停关税90天，往后看依旧有较大可能美国继续向全球加征关税，在这一场景下，中国向美国间接出口的部分也将受到影响。我们的推演一：美国向全球加征关税，加剧中美之间的割裂。我们有以下假设：1) 由于中国向美国直接+间接出口均受到影响，我们估算关税冲击强度约为2018年的4.5倍（本文剩余内容均适用这一假设）；2) 除美国以外，其他国家拉动中国总增加值增长不变（不包括全球GDP增速下降的影响）。

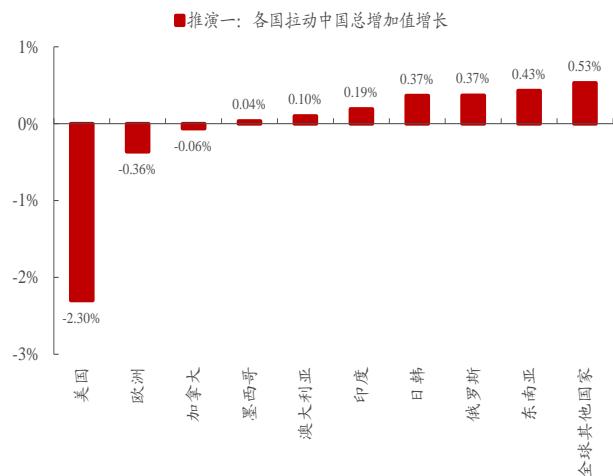
图7：以中美为核心的两大贸易圈



资料来源：民生研究院绘制

根据我们测算，关税之后美国由拉动变为拖累中国总增加值2.3个百分点，中国总外需或将拖累中国总增加值增速1.72%（外需拉动中国总增加值增速从1.02%变为-0.7%）。从部门角度来看，若从当下的场景变为推演一的场景，运输设备、纺织和纺织制品、木材及木制品、皮革制品和鞋类、基础金属和金属制品、电气和光学设备等部门将会进一步明显受损。

图8：在推演一的场景下，关税或导致美国拖累中国总增加值 2.3 个百分点



资料来源：ADB，民生证券研究院测算

图9：相比于当下，在推演一的场景下，运输设备、纺织和纺织制品、木材及木制品、皮革制品和鞋类、基础金属和金属制品、电气和光学设备等部门进一步明显受损



资料来源：ADB，民生证券研究院测算

3 推演二：中国主导新的贸易圈

特朗普若向全球加征关税，其他各国或将重新选择贸易圈。在《两个太阳：被重塑的全球化》中我们提到，过去印度等新兴经济体受中国投资等影响，与中国已建立较紧密的贸易伙伴关系；同时中日韩自贸协定也在加速谈判中。对于中国而言，美国并不是唯一的需求国，大量亚洲+欧洲国家均对中国有较高的进口依赖。若印度和日韩等国向美国实施反制措施，印度和日韩将进一步提高对中国的进口份额。与此同时，欧盟已通过对美国进口产品征收 25%关税的反制措施，虽然阶段暂停，但也反映了欧盟对美反制的态度，因此欧洲也或将被美国推向中国。

图10：对于中国而言，美国并不是唯一的需求国，大量亚洲+欧洲国家均对中国有较高进口依赖

| 国家 | 部分重点国家对外依赖度 | | | | | | | | | | | | | | | |
|-------|-------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|-------|--------|--------|--------|
| | 澳大利亚 | 印度尼西亚 | 印度 | 马来西亚 | 菲律宾 | 泰国 | 越南 | 柬埔寨 | 俄罗斯 | 韩国 | 日本 | 巴西 | 德国 | 法国 | 英国 | 意大利 |
| 中国 | 16.53% | 20.34% | 10.97% | 19.07% | 24.79% | 18.87% | 27.70% | 38.16% | 19.85% | 17.69% | 12.82% | 13.23% | 6.08% | 4.68% | 5.27% | 5.66% |
| 美国 | 12.61% | 6.78% | 7.60% | 8.82% | 8.08% | 6.43% | 5.55% | 3.95% | 5.12% | 10.73% | 16.74% | 16.38% | 8.31% | 8.33% | 13.14% | 6.25% |
| 韩国 | 6.18% | 3.71% | 2.44% | 3.52% | 5.61% | 2.38% | 10.14% | 2.17% | 3.68% | 0.00% | 3.31% | 1.75% | 1.40% | 0.95% | 1.04% | 0.99% |
| 日本 | 5.53% | 12.53% | 5.56% | 11.48% | 13.46% | 18.30% | 11.59% | 6.07% | 3.47% | 14.48% | 0.00% | 4.46% | 3.71% | 2.68% | 3.53% | 2.48% |
| 英国 | 4.94% | 1.51% | 2.29% | 2.35% | 1.36% | 1.67% | 1.07% | 1.09% | 3.30% | 2.02% | 2.99% | 2.20% | 4.94% | 6.12% | 0.00% | 3.88% |
| 印度 | 4.75% | 5.30% | 0.00% | 3.54% | 2.72% | 2.21% | 2.78% | 1.81% | 1.92% | 2.19% | 2.12% | 4.18% | 1.87% | 1.92% | 4.66% | 2.89% |
| 德国 | 4.23% | 2.15% | 2.42% | 2.80% | 2.12% | 2.14% | 2.16% | 2.17% | 4.79% | 4.10% | 3.18% | 4.37% | 0.00% | 13.28% | 8.91% | 11.50% |
| 新加坡 | 3.37% | 3.69% | 1.01% | 5.30% | 2.57% | 2.81% | 1.38% | 1.93% | 0.48% | 1.19% | 2.26% | 0.52% | 0.41% | 0.61% | 0.90% | 0.41% |
| 法国 | 3.09% | 1.80% | 2.27% | 1.32% | 1.14% | 1.45% | 1.13% | 1.47% | 4.33% | 1.91% | 1.28% | 3.35% | 6.29% | 0.00% | 6.13% | 8.32% |
| 印度尼西亚 | 1.94% | 0.00% | 3.59% | 7.14% | 7.33% | 2.64% | 3.38% | 3.05% | 0.88% | 2.05% | 3.53% | 0.96% | 0.46% | 0.41% | 0.44% | 0.67% |
| 荷兰 | 1.90% | 1.18% | 1.18% | 1.04% | 0.91% | 1.25% | 0.64% | 0.63% | 3.80% | 1.53% | 1.41% | 2.46% | 5.47% | 4.95% | 4.57% | 3.54% |
| 马来西亚 | 1.76% | 2.41% | 1.21% | 0.00% | 2.53% | 2.25% | 2.67% | 1.76% | 0.37% | 1.24% | 1.61% | 0.51% | 0.51% | 0.30% | 0.37% | 0.28% |
| 意大利 | 1.59% | 0.90% | 0.99% | 0.79% | 0.78% | 1.03% | 0.83% | 0.55% | 2.23% | 1.42% | 0.76% | 1.86% | 4.52% | 7.47% | 2.75% | 0.00% |
| 泰国 | 1.49% | 2.49% | 0.87% | 2.58% | 1.82% | 0.00% | 1.87% | 6.46% | 0.43% | 0.99% | 1.20% | 0.72% | 0.46% | 0.27% | 0.35% | 0.30% |
| 瑞士 | 1.37% | 0.81% | 1.26% | 0.92% | 0.69% | 1.09% | 0.58% | 0.49% | 2.42% | 0.97% | 0.75% | 1.27% | 3.27% | 2.76% | 2.04% | 4.28% |
| 爱尔兰 | 1.25% | 0.69% | 1.14% | 0.84% | 0.60% | 0.74% | 0.72% | 0.39% | 1.14% | 1.06% | 0.82% | 0.97% | 1.76% | 2.36% | 6.63% | 2.68% |
| 加拿大 | 1.22% | 1.13% | 1.01% | 0.68% | 0.93% | 0.60% | 0.52% | 0.42% | 0.55% | 1.15% | 2.01% | 1.42% | 0.96% | 0.93% | 1.63% | 0.61% |
| 西班牙 | 1.07% | 0.60% | 0.79% | 0.63% | 0.62% | 0.69% | 0.49% | 0.38% | 1.20% | 0.80% | 0.57% | 1.83% | 2.85% | 6.39% | 3.13% | 3.96% |
| 俄罗斯 | 0.90% | 1.16% | 4.18% | 1.34% | 1.03% | 0.86% | 1.32% | 0.68% | 0.00% | 2.05% | 2.44% | 3.51% | 1.82% | 1.74% | 1.92% | 1.73% |
| 瑞典 | 0.83% | 0.49% | 0.57% | 0.41% | 0.36% | 0.56% | 0.30% | 0.24% | 1.13% | 0.62% | 0.59% | 0.95% | 2.14% | 1.55% | 2.00% | 1.45% |
| 巴西 | 0.77% | 2.56% | 1.52% | 1.94% | 1.39% | 1.68% | 1.72% | 1.11% | 0.91% | 1.39% | 1.27% | 0.00% | 0.83% | 1.02% | 0.91% | 1.17% |
| 丹麦 | 0.73% | 0.33% | 0.46% | 0.31% | 0.35% | 0.40% | 0.27% | 0.96% | 0.63% | 0.47% | 0.42% | 0.63% | 1.73% | 0.97% | 1.33% | 0.77% |
| 比利时 | 0.68% | 0.38% | 0.49% | 0.41% | 0.33% | 0.39% | 0.33% | 0.28% | 1.11% | 0.46% | 0.68% | 0.80% | 2.49% | 5.06% | 2.13% | 2.17% |
| 土耳其 | 0.63% | 0.51% | 0.80% | 0.47% | 0.40% | 0.42% | 0.36% | 0.28% | 4.49% | 0.52% | 0.40% | 0.83% | 1.98% | 1.46% | 1.54% | 2.45% |
| 文莱 | 0.56% | 0.17% | 0.04% | 0.18% | 0.15% | 0.15% | 0.08% | 0.03% | 0.01% | 0.05% | 0.35% | 0.01% | 0.01% | 0.01% | 0.01% | 0.00% |
| 菲律宾 | 0.55% | 0.60% | 0.29% | 0.72% | 0.00% | 0.65% | 0.47% | 0.18% | 0.15% | 0.74% | 0.74% | 0.23% | 0.28% | 0.17% | 0.23% | 0.24% |
| 挪威 | 0.53% | 0.29% | 0.37% | 0.30% | 0.22% | 0.35% | 0.32% | 0.17% | 0.70% | 0.50% | 0.40% | 0.73% | 2.94% | 2.14% | 6.15% | 0.98% |
| 奥地利 | 0.52% | 0.30% | 0.31% | 0.37% | 0.21% | 0.26% | 0.30% | 0.13% | 0.92% | 0.40% | 0.28% | 0.52% | 4.00% | 1.23% | 0.92% | 2.44% |
| 波兰 | 0.49% | 0.26% | 0.40% | 0.27% | 0.22% | 0.30% | 0.24% | 0.17% | 1.45% | 0.43% | 0.31% | 0.50% | 4.80% | 2.21% | 1.64% | 2.15% |
| 越南 | 0.46% | 0.48% | 0.27% | 0.76% | 0.58% | 0.45% | 0.00% | 3.02% | 0.33% | 0.72% | 0.57% | 0.26% | 0.39% | 0.25% | 0.27% | 0.20% |
| 希腊 | 0.34% | 0.23% | 0.19% | 0.14% | 0.11% | 0.13% | 0.10% | 0.07% | 0.25% | 0.21% | 0.16% | 0.25% | 0.39% | 0.39% | 0.41% | 0.77% |
| 墨西哥 | 0.28% | 0.23% | 0.36% | 0.25% | 0.23% | 0.24% | 0.24% | 0.14% | 0.19% | 0.52% | 0.64% | 0.80% | 0.25% | 0.20% | 0.19% | 0.17% |
| 澳大利亚 | 0.00% | 4.54% | 3.41% | 4.13% | 3.16% | 2.44% | 3.26% | 1.56% | 0.71% | 3.81% | 7.63% | 1.34% | 0.79% | 0.89% | 1.00% | 0.53% |

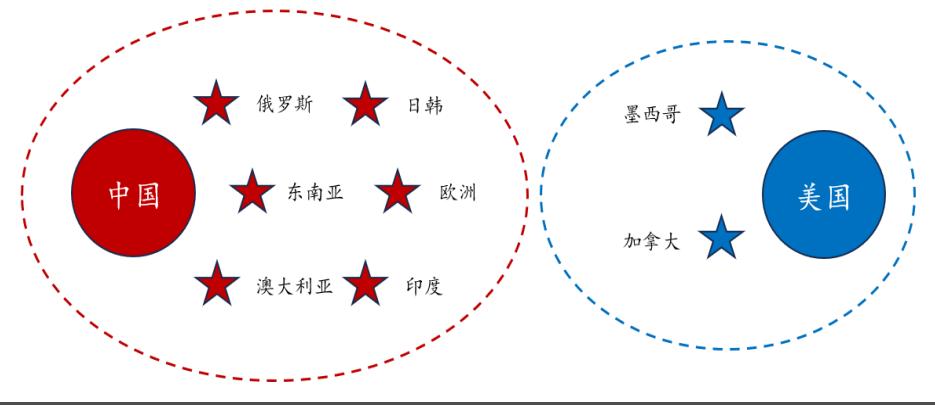
资料来源：ADB，民生证券研究院。注：对外依赖度测算方法为其他国家体现在本国最终使用中的增加值占比。

在最好的一种情景下，我们的推演二：1) 印度+日韩+欧洲均加入中国贸易圈；2) 墨西哥加入美国贸易圈；3) 俄罗斯+东南亚+澳大利亚+加拿大保持不变。

我们有以下假设：1) 由于印度+日韩加入中国贸易圈，中国将取代美国在这些国家的 20%份额，欧洲从美国贸易圈加入中国贸易圈后，不仅不会再拖累中国总增

加值，同时中国也将取代美国在欧洲的 20% 份额；2) 美国取代中国在墨西哥的 20% 份额；3) 澳大利亚、东南亚、俄罗斯、加拿大对中国影响不变。

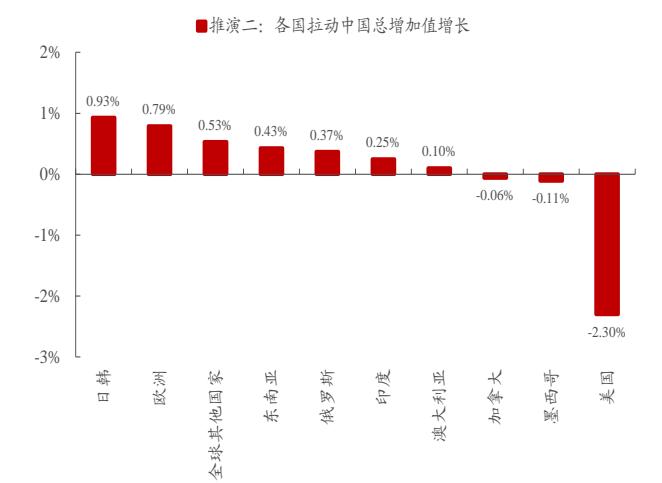
图11：当下处于贸易格局中间地带的日韩和印度选择中国贸易圈，欧洲同样被推向中国，而墨西哥则选择美国贸易圈



资料来源：民生研究院绘制

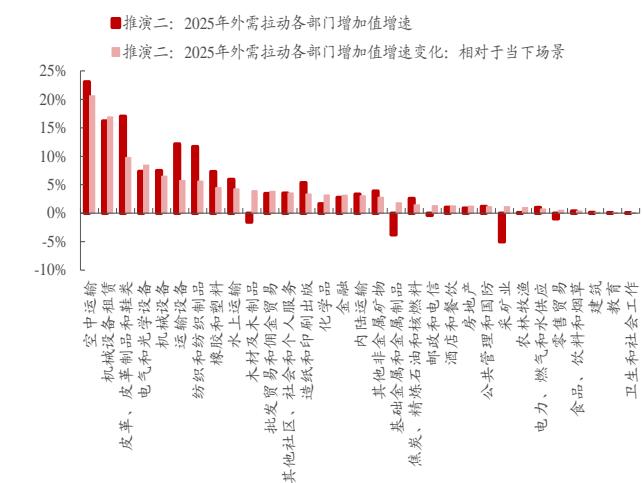
根据我们测算,日韩和欧洲能为中国带来明显增长,分别为0.93%、0.79%。**中国总外需仅拖累中国总增加值增速0.09%** (外需拉动中国总增加值增速从1.0%变为0.93%),**中国外需不会受到美国关税的明显影响**。从部门来看,若从当下的场景变为推演二的场景,**空运、机械设备租赁、皮革制品和鞋类、电气和光学设备、机械设备、运输设备**等部门将迎来最明显的改善。

图12：在推演二的场景下，日韩和欧洲能为中国带来明显增长，从而有效抵消美国对中国增加值的施压



资料来源：ADB，民生证券研究院测算

图13：相比于当下，在推演二的场景下，空运、机械设备租赁、皮革制品和鞋类、电气和光学设备、机械设备、运输设备等部门将迎来最明显的改善

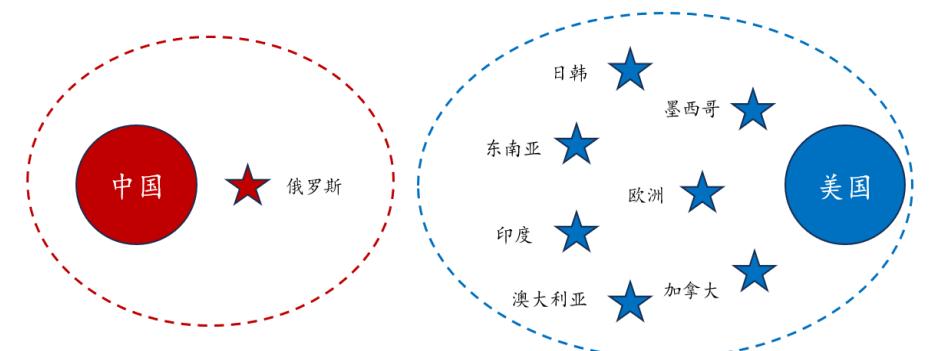


资料来源：ADB，民生证券研究院测算

4 推演三：各国以向中国加征关税来与美国缓和

接下来，我们讨论一种**最差的情况**，在报告《两个太阳：被重塑的全球化》中提到，美国有可能把其他国家向中国加征关税当作谈判条件。若其他国家均向美国妥协，即向中国加征关税，其他国家也将加入美国贸易圈，我们的**推演三**：1) 墨西哥+印度+日韩+东南亚+澳大利亚均加入美国贸易圈；2) 欧洲+加拿大+俄罗斯保持不变。我们有以下假设：1) 美国取代中国在日韩+印度+墨西哥的 20% 份额；2) 东南亚+澳大利亚不仅不会再给中国带来新的增长，同时美国还会取代中国在东南亚+澳大利亚的 20% 份额；3) 俄罗斯、加拿大对中国的影响不变。

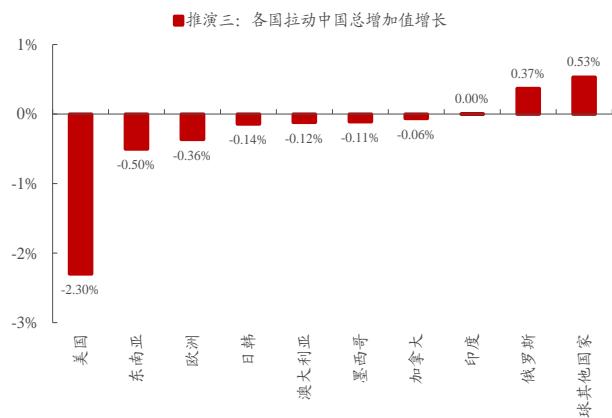
图14：中国的贸易伙伴除俄罗斯外，其他国家均选择加入美国贸易圈



资料来源：民生研究院绘制

根据我们测算，在这种最差的情况下，**主要国家中除俄罗斯以外，其他国家均对中国总增加值增速形成拖累**。从部门来看，若从当下的场景变为推演三的场景，多数部门通过外需带来的增长也均转负，其中，**皮革制品和鞋类、机械设备、木材及木制品、纺织和纺织制品、电气和光学设备、运输设备**等部门将进一步明显受损。

图15：在推演三的场景下，主要国家中除俄罗斯以外，其他国家均对中国总增加值增速形成拖累



资料来源：ADB，民生证券研究院测算

图16：相比于当下，在推演三的场景下，多数部门通过外需带来的增长也同样转负，其中，皮革制品和鞋类、机械设备、木材及木制品、纺织和纺织制品、电气和光学设备、运输设备等部门将进一步明显受损



资料来源：ADB，民生证券研究院测算

5 推演四：接受、求和与反制并存

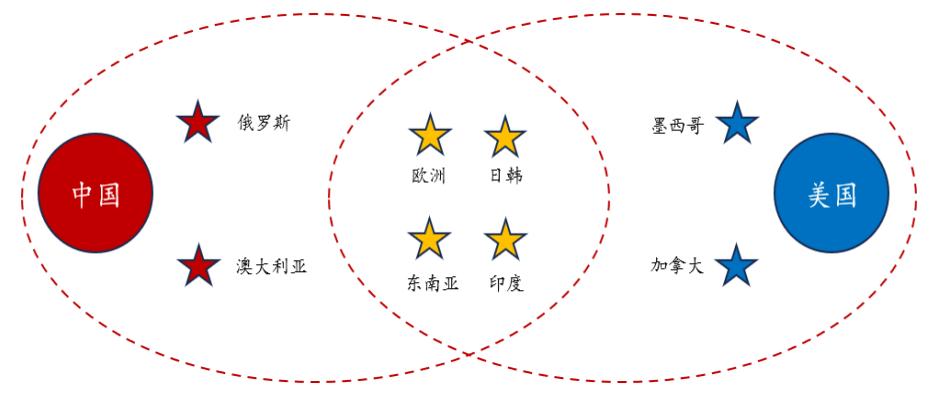
特朗普上台后，各国逐渐表达了对于特朗普关税的态度。其中，中国对美加征125%的关税；欧盟整体倾向于先与美国谈判，但也出台了对于美国的反制措施，同时欧洲内部不同国家的态度存在分化；墨西哥、澳大利亚、韩国等国则倾向于选择接受；东南亚、印度等国则表达出明显想与特朗普谈判以降低关税的诉求。从表态来看**最有可能变换贸易圈的是东南亚和欧洲**，但他们的转变可能并不极端，只是从原属贸易圈变为两个贸易圈的中间地带。我们的**推演四：1) 中国贸易圈包括俄罗斯+澳大利亚；2) 美国贸易圈包括墨西哥+加拿大；3) 东南亚+欧洲+日韩+印度均处于中美贸易圈的中间地带**。我们有以下假设：1) 东南亚对中国带来的增速放缓；2) 欧洲不再拖累中国总增加值，并带来小幅正增长；3) 美国取代中国在墨西哥的20%份额；4) 其他国家对中国影响不变。

图17：主要国家对特朗普关税政策的表态概览

| 国家 | 态度 | 事件 |
|-------|----|--|
| 中国 | 反制 | 对美征收125%对等关税 |
| 巴西 | 反制 | 巴西国会通过经济对等法案，反制美国贸易单边行为 |
| 德国 | 反制 | 德国总理：如美坚持加征关税 欧盟已做好反制准备 |
| 法国 | 反制 | 法国总统马克龙：将分阶段出台对美反制措施 |
| 加拿大 | 反制 | 加拿大总理卡尼：将对从美国进口的所有不符合美墨加协定的汽车征收25%的关税 |
| 欧盟 | 反制 | 暂停对美国进口产品征收25%关税的反制措施，暂停期限为90天，以期进行谈判 |
| 墨西哥 | 接受 | 墨西哥总统辛鲍姆：将努力推动与美关税磋商，但不排除对等报复 |
| 澳大利亚 | 接受 | 澳大利亚总理：不是对待朋友应有的方式，排除报复措施 |
| 韩国 | 接受 | 韩国政府就特朗普相关表态回应称，韩国对美征收4倍关税主张与事实不符 |
| 瑞士 | 接受 | 瑞士政府：目前没有设想任何对策 |
| 东盟 | 求和 | 东盟承诺不对美国关税采取报复性措施 |
| 土耳其 | 求和 | 土耳其希望与美国就取消10%的额外关税进行谈判 |
| 印度尼西亚 | 求和 | 将派高级代表团赴美谈判 |
| 越南 | 求和 | 越南领导人表示有兴趣与美国达成一项新的贸易协议，将美国商品关税降至零 |
| 以色列 | 求和 | 在特朗普公布关税措施前一天，以色列宣布取消对美国进口产品的所有剩余关税 |
| 柬埔寨 | 求和 | 柬埔寨将把部分来自美国的进口商品关税从35%下调至5% |
| 泰国 | 求和 | 泰副总理：泰国承诺增加从美国进口能源、飞机和农产品以促进贸易合作 |
| 印度 | 求和 | 印度政府：印度和美国贸易团队正在进行讨论，以迅速达成互利的多部门双边贸易协定 |
| 英国 | 求和 | 斯塔默政府准备拿出一个更大的奖励：降低美国大型科技公司在英国缴纳的税收 |
| 意大利 | 求和 | 与美国的关税谈判应该旨在消除所有关税，而不是增加关税 |

资料来源：wind，新华网，民生证券研究院

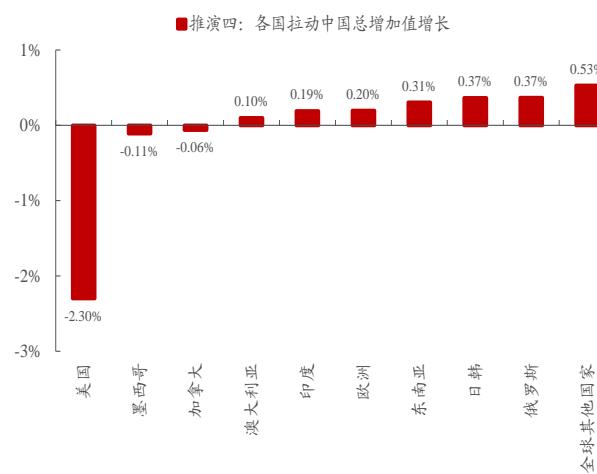
图18：俄罗斯、澳大利亚以中国为中心形成新的贸易圈，墨西哥、加拿大以美国为中心形成新的贸易圈，两个贸易圈的中间地带有欧洲、日韩、东南亚、印度



资料来源：民生研究院绘制

根据我们测算，**中国总外需或拖累中国总增加值增速 1.43%**（外需拉动中国总增加值增速从 1.02% 变为 -0.41%）。从部门来看，若从当下的场景变为推演四的场景，**皮革制品和鞋类、纺织和纺织制品、橡胶和塑料、机械设备租赁、水上运输、机械设备等部门受益较明显，而运输设备、食品饮料和烟草、零售贸易、农林牧渔、采矿业等部门受损较明显。**

图19：在推演四的场景下，中国总外需或拖累中国总增加值增速 1.43%，略好于当下的场景



资料来源：ADB，民生证券研究院测算

图20：相比于当下，在推演四的场景下，皮革制品和鞋类、纺织和纺织制品、橡胶和塑料、机械设备租赁、水上运输、机械设备等部门受益较明显，而运输设备、食品饮料和烟草、零售贸易、农林牧渔、采矿业等部门受损较明显



资料来源：ADB，民生证券研究院测算

6 风险提示

- 1) **国内外政策大幅转向。**如果后续国内外关税等政策大幅转向，那么文中关于各国家变换贸易圈的假设可能失效。
- 2) **海外经济大幅下行。**如果海外经济超预期下行，那么衰退预期之下海外需求预期将会大幅下行。
- 3) **测算误差。**数值模型是对历史的拟合，拟合本身存在误差，另外，统计样本本身也可能造成测算结果的误差。

插图目录

| | |
|--|----|
| 图 1: 2025 年以来, 特朗普主要关税政策概览..... | 3 |
| 图 2: 从当下来看, 关税或导致美国拖累中国总增加值 2.05 个百分点 | 4 |
| 图 3: 电气和光学设备、木材及木制品、基础金属和金属制品、采矿业、机械设备、皮革制品和鞋类等部门受本次特朗普关税影响较大..... | 4 |
| 图 4: 农林牧渔、水上运输、化学品、酒店和餐饮、采矿业、橡胶和塑料等部门是中国反制效果最好+反制对中国需求影响最小的部门..... | 5 |
| 图 5: 美国仍需大量进口才能满足自身最终使用; 同时, 美国对于中国的进口依赖下降不明显, 而中国对于美国的出口依赖却明显下降..... | 6 |
| 图 6: 美国在纺织和纺织制品、皮革制品和鞋类、电气和光学设备、机械设备、运输设备、基础金属和金属制品、其他非金属矿物等部门均十分依赖进口 | 7 |
| 图 7: 以中美为核心的两大贸易圈 | 8 |
| 图 8: 在推演一的场景下, 关税或导致美国拖累中国总增加值 2.3 个百分点 | 9 |
| 图 9: 相比于当下, 在推演一的场景下, 运输设备、纺织和纺织制品、木材及木制品、皮革制品和鞋类、基础金属和金属制品、电气和光学设备等部门进一步明显受损 | 9 |
| 图 10: 对于中国而言, 美国并不是唯一的需求国, 大量亚洲+欧洲国家均对中国有较高进口依赖 | 10 |
| 图 11: 当下处于贸易格局中间地带的日韩和印度选择中国贸易圈, 欧洲同样被推向中国, 而墨西哥则选择美国贸易圈 | 11 |
| 图 12: 在推演二的场景下, 日韩和欧洲能为中国带来明显增长, 从而有效抵消美国对中国增加值的拖累 | 11 |
| 图 13: 相比于当下, 在推演二的场景下, 空运、机械设备租赁、皮革制品和鞋类、电气和光学设备、机械设备、运输设备等部门将迎来最明显的改善..... | 11 |
| 图 14: 中国的贸易伙伴除俄罗斯外, 其他国家均选择加入美国贸易圈 | 12 |
| 图 15: 在推演三的场景下, 主要国家中除俄罗斯以外, 其他国家均对中国总增加值增速形成拖累 | 13 |
| 图 16: 相比于当下, 在推演三的场景下, 多数部门通过外需带来的增长也同样转负, 其中, 皮革制品和鞋类、机械设备、木材及木制品、纺织和纺织制品、电气和光学设备、运输设备等部门将进一步明显受损 | 13 |
| 图 17: 主要国家对特朗普关税政策的表态概览..... | 14 |
| 图 18: 俄罗斯、澳大利亚以中国为中心形成新的贸易圈, 墨西哥、加拿大以美国为中心形成新的贸易圈, 两个贸易圈的中间地带为欧洲、日韩、东南亚、印度 | 15 |
| 图 19: 在推演四的场景下, 中国总外需或拖累中国总增加值增速 1.43%, 略好于当下的场景..... | 15 |
| 图 20: 相比于当下, 在推演四的场景下, 皮革制品和鞋类、纺织和纺织制品、橡胶和塑料、机械设备租赁、水上运输、机械设备等部门受益较明显, 而运输设备、食品饮料和烟草、零售贸易、农林牧渔、采矿业等部门受损较明显 | 15 |

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。本报告清晰准确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受到任何形式的补偿。

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。 | 公司评级 | 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