



**上海证券**  
SHANGHAI SECURITIES

## 政策有保障，转型有成效

——中国对美加征 125%关税点评

日期： 2025年04月18日

分析师： 张河生

Tel: 021-53686158

E-mail: zhanghesheng@shzq.com

SAC 编号: S0870523100004

相关报告：

《中国对等反制，降息降准或加速落地》

——2025年04月07日

《拥抱科技，新质助力破局》

——2025年04月02日

《聚焦消费能力、意愿提升，供给创造需求》

——2025年03月18日

### ■ 事件

2025年4月11日，国务院关税税则委员会发布公告：对原产于美国的进口商品加征关税税率由 84%提高至 125%；同时鉴于在目前关税水平下，美国输华商品已无市场接受可能性，如果美方后续对中国输美商品继续加征关税，中方将不予理会。

### ■ 主要观点

#### 1、大幅加征关税后中美经济均可能受负面影响

**中国加征 125%关税，美国加征 145%关税。**

由于特朗普先于 4 月 10 日将对中国输美商品征收 125%关税，中国采取对等强硬回击。如果美方后续对中国输美商品继续加征关税，中方将不予理会。截至目前，美国对中国商品征收 145%关税。

**对美国影响：消费市场涨价压力，跨国企业经营困难增加。**

对中国进口商品大幅加征关税对美国的影响也很大。根据 2024 年数据，中国对美国出口 5246.56 亿美元，占美国进口总额的 12.77%，且以机电音像、杂项制品、纺织服装等为主，三者 2024 年占比 63.4%，我们认为美国的消费市场会面临涨价压力。

其次，根据 2024 年数据，美国对中国出口 1636.24 亿美元，商品结构以机电音像、矿产品、植物产品、化工用品、运输设备、光学医疗等为主，六者 2024 年占比 79.0%，农业、能源等行业也会受损。

最后，我们认为美国那些在中国具有生产基地的跨国企业如特斯拉，它们的经营可能受到影响。

**对中国影响：短期有压力，不改长期向好大势。**

中国对美出口占中国出口总额的 14.67%，虽然美国占比近几年有所下滑，但是 2024 年依然是我国第二大出口对象。美国东部时间 4 月 11 日深夜特朗普签署备忘录将智能手机、路由器以及部分电脑和笔记本等产品豁免 125%关税。

中国对美出口产品中机电音像、杂项制品、纺织服装、塑料等都是劳动力密集型民营企业生产为主。从短期来看，美国加征高额关税会对我国经济和外贸带来一定压力，但是改变不了中国经济持续长期

向好的大势。

## **2、资本市场影响：美国股债汇三杀，中国债牛股跌**

### **美国股市有所恢复整体下跌，债市大跌。**

虽然4月9日美国暂停对多个国家实施“对等关税”90天后美股有一定程度上涨恢复，但4月10-11日美股整体依旧下跌，而且比较4月11日收盘与4月2日收盘，美国三大股指下跌4-6%，可见对等关税政策对美国股市整体是负面效应。

美债市场在4月2日发布对等关税后的两个交易日是走牛的，但是4月7日开始大幅走熊，截至4月11日，10年美债收益率大幅提升47BP，且5年及以上期限美国国债普遍提升40BP以上。我们认为美债从4月7日转熊的原因是中国强硬对等加关税反制后美国继续升级加关税的态势提升了美国通胀预期。

### **美元贬值，人民币兑美元小幅升值，黄金大幅走强再创新高。**

美元指数在4月7日至11日间贬值，下跌3.06%，但同时期在岸人民币兑美元汇率提升0.28%，贬值至7.32。期间离岸人民币兑美元汇率波动更大，在4月8日一度贬值至7.43，但随后升值，截至4月11日为7.28。黄金价格在这样的背景中大幅走强，伦敦金现货价格在4月7日至11日间上涨5.76%，COMEX黄金期货上涨6.50%，且均在4月11日达到历史最高位。

### **国内债市走牛，权益市场4月7日大跌后有所恢复。**

国内债市走牛，10年期国债期货主力合约在4月7日至11日间上涨0.35%，同期10年国债活跃券收益率下降6.12BP至1.6568%。权益方面，A股与港股在4月7日大跌后有所上涨，但是整体收跌。

### **资本市场构筑坚实底部，自主科技板块是重要方向。**

我们认为本轮贸易战中国强硬对等回击体现了我国强大的战略定力，具备完整产业体系支撑的信心。资本市场在中央汇金增持、上市公司回购等组合拳支持下，构筑坚实底部，我们认为投资者风险偏好有所提升，有望形成“慢牛、长牛、健康牛”趋势。

我们认为关税战也更激发了中国持续增强科技自主创新能力的斗志与意志，通过新质生产力，引领未来高质发展，自主科技板块仍可能是资本市场的重要投资方向之一。

## **3、中国应对：政策有保障，转型有成效。**

### **宏观政策更加积极有为，及时推进增量政策。**

针对当前的外部变化，中央经济工作会议已经进行了充分的预

判，宏观政策更加积极有为，及时推出更加积极的财政政策和适度宽松的货币政策。从一季度来看，政策效应持续显现，对推动国民经济实现良好开局发挥了重要作用。我国将会根据外部形势的变化及时推出增量政策，丰富的政策工具箱是应对外部的冲击和挑战的保障。

#### **依靠内需和创新驱动共同推动经济增长的新格局正在形成。**

我们认为中美贸易关系乃至全球贸易关系出现变局，需从长远角度考虑。2023 年中国最终消费支出占 GDP 的比重仅 51%，明显低于其他 GDP 排名靠前的国家，如美、日、英均在 75%以上，法国为 72%、德国是 67%。我们测算，如果中国消费比重提升 15-25%，增量消费为 2.7-4.6 万亿美元，而 2023 年美国进口金额仅为 2.6 万亿。

我们认为中国可以提高消费与服务业在经济中的比重，这有利于我国在未来新的全球贸易格局重塑中获得优势。事实上，党的十八大以来，中国经济一直在持续推动转型升级和高质量发展，原来依靠投资和出口带动的发展模式发生了根本改变，依靠内需和创新驱动共同推动经济增长的新格局正在形成。过去五年，三大需求中内需对经济增长的平均贡献率超过 80%。

#### **■ 风险提示**

- 美国加征关税行动或升级；
- 其他国家应对措施不一；
- 美国的科技封锁与打压升级。

### 分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询资格或相当的专业胜任能力，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告，并保证报告采用的信息均来自合规渠道，力求清晰、准确地反映作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响。此外，作者薪酬的任何部分不与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

### 公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

### 投资评级体系与评级定义

<b>股票投资评级：</b>	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起 6 个月内公司股价相对于同期市场基准指数表现的看法。
买入	股价表现将强于基准指数 20%以上
增持	股价表现将强于基准指数 5-20%
中性	股价表现将介于基准指数±5%之间
减持	股价表现将弱于基准指数 5%以上
无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
<b>行业投资评级：</b>	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准指数表现的看法。
增持	行业基本面看好，相对表现优于同期基准指数
中性	行业基本面稳定，相对表现与同期基准指数持平
减持	行业基本面看淡，相对表现弱于同期基准指数
相关证券市场基准指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；港股市场以恒生指数为基准；美股市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	

#### 投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

### 免责声明

本报告仅供上海证券有限责任公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告版权归本公司所有，本公司对本报告保留一切权利。未经书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。如经过本公司同意引用、刊发的，须注明出处为上海证券有限责任公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

在法律许可的情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券或期权并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供多种金融服务。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见和推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值或投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见或推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，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责，投资者据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的唯一参考因素，也不应当认为本报告可以取代自己的判断。