

2025 年 08 月 20 日

对等关税 2.0 后，行业关税或将成关键新变量

宏观研究团队

——宏观经济专题

何宁（分析师）

hening@kysec.cn

证书编号：S0790522110002

潘伟桢（分析师）

panweizhen@kysec.cn

证书编号：S0790524040006

● 已达成贸易协定：阶段性框架协议为主，实质内容不多

1. 特朗普政府在贸易谈判上取得了一定成果。截至 8 月 18 日，特朗普政府与英国、欧盟、日本、韩国等国家和地区达成了贸易协定，这些国家和地区占 2024 年美国商品总进口的比例为 38.6%，占美国 2024 年商品逆差的 49.8%（不含英国）。但除了英国与美国达成的贸易协定相对具体外，其他国家的贸易协定更像是一个临时性质的框架协议，缺乏具体的内容安排。且无论美国对贸易伙伴是顺差/逆差，美国都是单方面征收关税，所有协定均存在明显的关税税率不对等。

2. 美英贸易协定：10%普征关税叠加行业出口配额。美英双方于 5 月 8 日达成美英经济繁荣协议一般条款（EPD）：一是部分行业关税税率的相互降低，但设定了不同程度的限额；二是非关税壁垒的放宽，主要涉及市场准入标准以及共同监管问题；三是增加数字贸易；四是加强经济安全方面的协调与合作。协定在保留 10%基础关税税率的前提下，对美国从英国进口较多的行业关税进行了一定程度的配额豁免（主要涉及 232 条款），双方尚有诸多谈判仍在进行之中。

3. 美越贸易协定：20%普征关税、40%转口关税与放开市场。美越之间的贸易协定则非常粗糙，甚至可能还未谈拢。主要内容有 2 个方面：一是对越南出口至美国的商品征收 20%的关税，对转口商品征收 40%的关税；二是越南将会给予美国商品（包括大型引擎汽车）在内的美国产品提供优惠市场准入（免关税）。整个协议中美越之间的关税税率呈现出高度不对等（20% VS 零关税）。

4. 美日、欧、韩贸易协定：15%基础关税叠加巨额对美投资及商品购买。美日于 7 月 22 日达成协议：美国将对日本出口商品征收 15%关税，但不包含半导体、药品、钢铝等行业关税；此外日本向美国投资 5500 亿美元，用于增加美国国内工业生产，其中美国将获得 90%利润；日本将向美国开放市场。随着美日谈判破局，美欧也达成阶段性协议：除去相同的 15%关税税率外，欧盟被要求在特朗普本届任期内向美国新投资 6000 亿美元，且 2028 年前购买 7500 亿美元的美国能源，从而减少美国与欧盟的逆差。美韩贸易协定也基本类似。但上述协议在税率的适用范围、增加投资金额的强制性、购买商品金额方面存在较大争议。

● 对等关税 2.0 后，行业关税或将成特朗普关税政策的新核心

我们认为，对等关税的征收并不是特朗普关税政策的唯一手段，虽然其已经部分达成了通过关税政策来补充美国财政的目标（2025 年 4-7 月共征收关税 947.19 亿美元），但这并不是特朗普关税政策的最关键考量。其核心诉求一是减少美国贸易逆差；二是促进制造业产业回流，从而增加美国本地制造业就业。迫使欧日韩等国家购买大量美国产品，可以减少美国的贸易逆差，但无法促使制造业产业回流，因此后续以 232 条款为代表的行业关税或成为其后续关税政策的核心。

特朗普已宣布了对钢铁、铝、铜等行业征收 25%-50%不等的关税，充分反映了其通过征收行业关税促进制造业回流的决心。据我们测算，钢铝铜被征金额约 707 亿美元（2024 年），但钢铝衍生品金额约 718 亿美元，范围进一步扩大。汽车及零部件、药品、半导体等行业关税 2024 年合计进口额更是超过 6600 亿美元。2025 年 4-7 月美国制造业就业的环比负增，有可能促使特朗普继续加强行业关税的征收，以迫使制造业回流美国。主要手段可能一是继续提升现有关税的税率；二是加快调查进度并扩大范围，如药品、半导体、飞机、稀有矿产等行业关税调查将会加快，涵盖范围可能也会扩大。往后看，特朗普后续任期内的关税谈判与冲突或将始终存在，并对市场形成持续扰动，值得我们持续关注。

● 风险提示：特朗普关税政策超预期，美国经济超预期下行/通胀超预期上行。

相关研究报告

《广义财政收入压力边际缓解——宏观经济点评》-2025.8.19

《建筑需求同比下行速度放缓——宏观经济专题》-2025.8.19

《强化利率政策执行——宏观经济点评》-2025.8.16

目 录

1、 已达成贸易协定：阶段性框架协定为主，缺乏实质内容.....	3
1.1、 美英贸易协定：10%普征关税叠加行业出口配额	4
1.2、 美越贸易协定：20%普征关税、40%转口关税与放开市场	5
1.3、 美日、美欧贸易协定：15%基础关税叠加巨额对美投资及商品购买.....	7
1.3.1、 美日贸易协定：15%基础关税叠加 5500 亿美元对美投资.....	7
1.3.2、 美欧贸易协定：15%基础关税叠加 6000 亿美元投资及 7500 亿美元商品采购.....	9
2、 对等关税 2.0 后，行业关税或将成特朗普关税政策的核心	13
4、 风险提示	17

图表目录

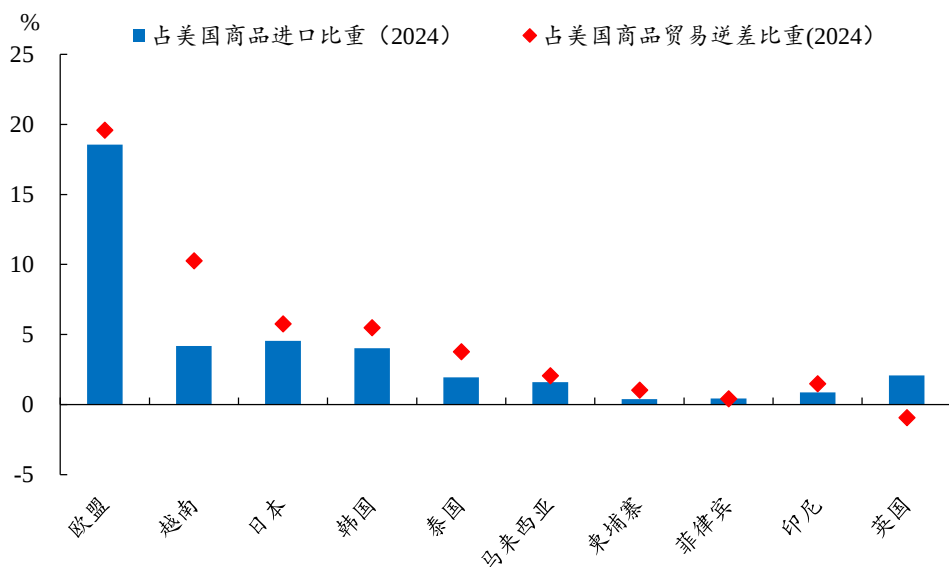
图 1： 欧盟、日本等 2024 年与美国贸易往来、逆差均较大.....	3
图 2： 美英贸易协定（EPD）主要内容一览.....	5
图 3： 2024 年美国对英国录得较多顺差	5
图 4： 英国 2024 年向美国出口的机械运输设备较多.....	5
图 5： 越南对美出口占总出口比重约 30%.....	6
图 6： 越南商品出口中外资成分占比较高	6
图 7： 泰国、马来西亚对美出口占其出口比重相对较高.....	7
图 8： 日本执政联盟在众议院占比为 47%	9
图 9： 日本执政联盟在参议院占比为 48%	9
图 10： 乘用车为日本向美国出口最大品类.....	9
图 11： 日本进口美国商品中食品占比较高.....	9
图 12： 医药产品、药品与汽车是欧盟主要对美出口商品.....	10
图 13： 德国是欧盟对美出口金额最多的国家.....	10
图 14： 欧洲不同国家主要对美出口商品差别较大.....	10
图 15： 欧盟 2023 年商品进口零关税比重较高.....	11
图 16： 大部分国家都将经历关税税率的继续提升.....	13
图 17： 美国进口总体关税税率 6 月超过 10%	14
图 18： 美国 2025 年 7 月关税收入超过 280 亿美元.....	14
图 19： 美国钢铝衍生品的金额相对较多	15
图 20： 墨西哥是美国 2024 年进口冰箱较多的国家.....	15
图 21： 墨西哥、加拿大是美国主要汽车进口国.....	16
图 22： 爱尔兰、瑞士是美国主要药品进口国.....	16
图 23： 南非和加拿大是美国关键矿产的主要进口国.....	16
图 24： 美国制造业就业占比持续下降	17
表 1： 日美关于贸易协定之间的口径存在较多不一致.....	8
表 2： 欧美关于贸易协定之间的口径存在较多不一致.....	12
表 3： 特朗普目前已宣布对缸体、铝、铜等征收行业关税.....	14

引言：随着特朗普政府与部分国家达成贸易“协定”，其于8月7日开始征收新对等关税，并宣布了数量繁多的行业关税（主要涉及232条款）。如何看待目前达成关税协定的“含金量”及行业关税的可能变化，是本篇报告关注的要点。

1、已达成贸易协定：阶段性框架协定为主，缺乏实质内容

根据特朗普政府宣布的信息，截至8月18号，与美国达成贸易协议的国家地区分别是英国、越南、柬埔寨、泰国、印尼、日本、菲律宾、欧盟、韩国、马来西亚。此外，对墨西哥的关税延长90天，在此期间墨西哥的芬太尼关税（25%）、汽车关税（25%）、钢铝铜关税（50%）继续征收。中美在瑞典斯德哥尔摩经贸会谈后，亦将关税豁免期继续延长90天。从国家数量上来看，目前与美国达成“贸易协定”的国家数量并不多；但从与美国的贸易金额上来看，2024年上述10个国家和地区占美国商品总进口的比例为38.6%，占美国2024年商品逆差的49.8%（不含英国），总体占比相对较高，特朗普政府在贸易谈判上客观上取得了一定的成果。

图1：欧盟、日本等2024年与美国贸易往来、逆差均较大



数据来源：US Census Bureau、开源证券研究所

但除了英国与美国达成的贸易协定相对具体外，其他国家的贸易协定更像是一个临时性质的框架协定，缺乏具体的内容安排。事实上，虽然这些国家与美国达成了“协议”，后续执行仍然面临非常大的挑战。一则如何界定转口商品，存在非常大的操作空间；二则很多协议细则需要本国/地区议会批准，或将面临非常大的不确定性；三则协议中有很多的对美投资协定，也存在很多的变数（无法强制企业投资）。目前来看，达成贸易协定的国家可以分为三个类型，但无论美国对其是顺差/逆差，美国都是单方面征收关税，所有协定均存在明显的关税税率不对等：

第一类以英国为代表的顺差国，2024年美国对英国录得约114亿美元贸易顺差，协定规定美国对英国商品征收10%的基础关税，叠加行业出口配额（汽车等），此外涉及232条款的行业关税需额外谈判；

第二类是越南为代表的逆差国，马来西亚、印尼等均属于此类型。这些国家对美顺差较高，但整体经济体量较小，如越南2024年对美国顺差录得1235亿美元。

双方协议规定美国对越南征收 **20%基础关税**，**叠加 40%转口关税**。马来西亚、印尼则是 19%关税，同时这些国家需要对美国放开市场，甚至可能需要购买部分商品；

第三类是欧盟、日韩等逆差国/经济体，这些国家/经济体本身体量大，是美国贸易逆差的主要来源。美国对这些国家征收 **15%的基础关税税率**，并要求这些国家**向美国投资几千亿美元，并购买大量的美国商品**。此外，涉及 232 条款的行业关税（如汽车、半导体等已有安排的行业除外）亦需要额外谈判。

1.1、美英贸易协定：10%普征关税叠加行业出口配额

英国在特朗普宣布对等关税后便积极开展谈判，双方于 5 月 8 日达成美英经济繁荣协议一般条款（U.S.-UK Economic Prosperity Deal, EPD），成为第一个达成的贸易协定（但不具备法律约束力）。此后，双方于 6 月 16 日进行了进一步的确认，对前期框架协议内容进行了更新，并正式实施¹，其内容主要包含**四个方面**：

一是部分行业关税税率的相互降低，但设定了不同程度的限额。其中美国自英国进口的汽车关税税率从 27.5%降至 10%（10 万辆配额），英国则取消对美国进口牛肉的 20%关税（1.3 万吨/年免税配额）、14 亿升的乙醇优惠免税配额。此外，英国还将满足美国对钢铝行业、药品及药物成分的进口要求，并将进一步商谈相关的配额；

二是非关税壁垒的放宽，主要涉及市场准入标准以及共同监管问题。英美两国将进一步合作以提升农业市场准入，并给予合格评定机构不低于双方境内的待遇；

三是增加数字贸易，即对货物流动的无纸化贸易、抵达前处理和数字化程序的规定进行谈判；

四是加强经济安全方面的协调与合作，其中最关键的是协调解决第三国的非市场政策，以及通过谈判来打击逃税计划和从受到反倾销、反补贴、保障措施等措施的国家非法转运货物。

从上述内容来看，双方之间的协定并未提及取消美国对全球征收的 10%基础关税，更多的是在保留基础关税税率的前提下，对美国从英国进口较多的行业关税进行了一定程度的配额豁免（主要涉及 232 条款）。根据英国汽车制造商和贸易商协会（SMMT）数据，2024 年美国从英国进口车辆约为 10.2 万辆，基本与协议中的豁免数量相匹配²，超出部分则仍适用于 25%关税。

此外需要注意的是，**2024 年美国对英国录得贸易顺差**，且英国对美出口的钢铁等产品仍然面临 25%的 232 条款关税，双方仍在就相关产品的出口税率进行谈判。而双方协议中涉及的汽车出口，2024 年英国向美国出口大约 90 亿英镑。**因此目前美英之间的贸易协定，也是一个阶段性的未完成协定，很多细节仍有待后续谈判。**

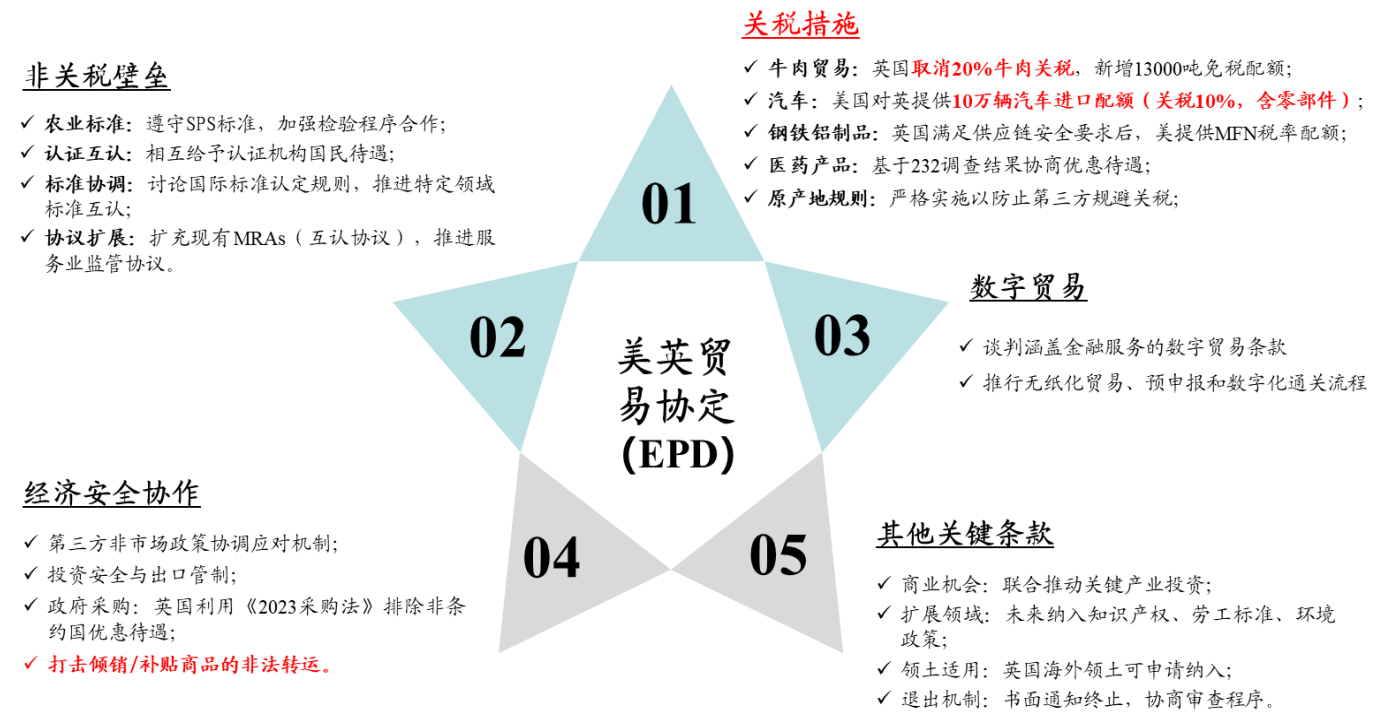
1

<https://www.gov.uk/government/publications/us-uk-economic-prosperity-deal-epd/update-on-the-uk-us-economic-prosperity-deal-epd-web-accessible-version>

2

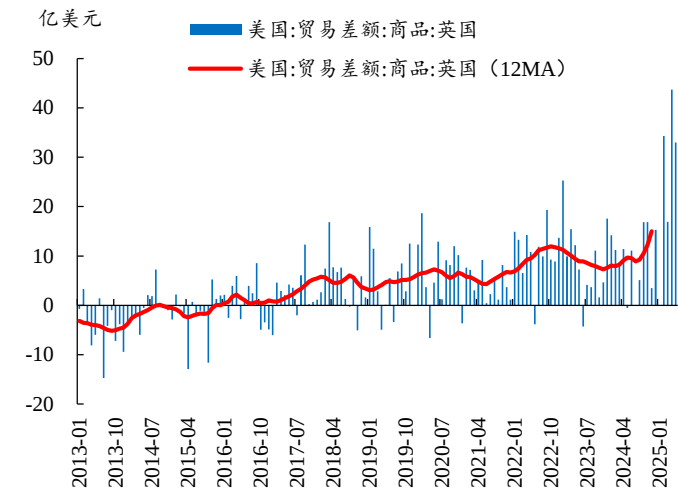
<https://www.automotivelogistics.media/nearshoring/us-uk-auto-trade-deal-lowers-vehicle-import-tariffs-to-10-but-caps-uk-exports-at-100000-vehicles/200336>

图2：美英贸易协定（EPD）主要内容一览



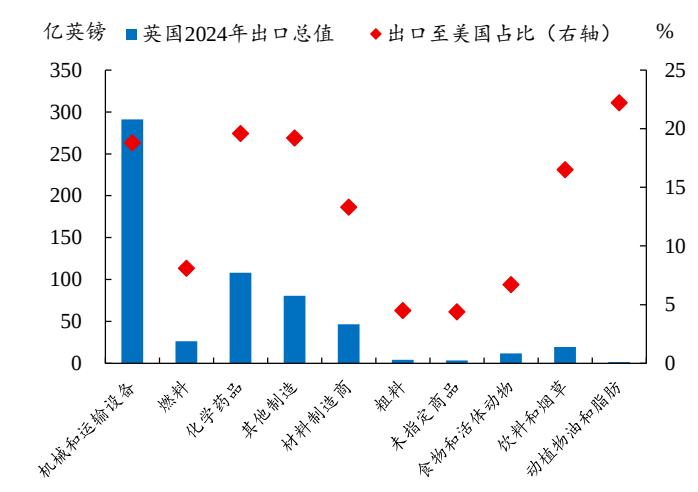
资料来源：白宫、开源证券研究所

图3：2024年美国对英国录得较多顺差



数据来源：Wind、开源证券研究所

图4：英国2024年向美国出口的机械运输设备较多



数据来源：英国国家统计局、开源证券研究所

1.2、美越贸易协定：20%普征关税、40%转口关税与放开市场

相较于美英之间的贸易协定，美国 and 越南之间的贸易协定则更加粗糙，仅拟定了大概的税率以及谈判的方向，缺乏谈判细节，甚至可能双方还并未谈拢。综合特朗普政府与越南官方的信息来看，协议主要内容或有两方面：

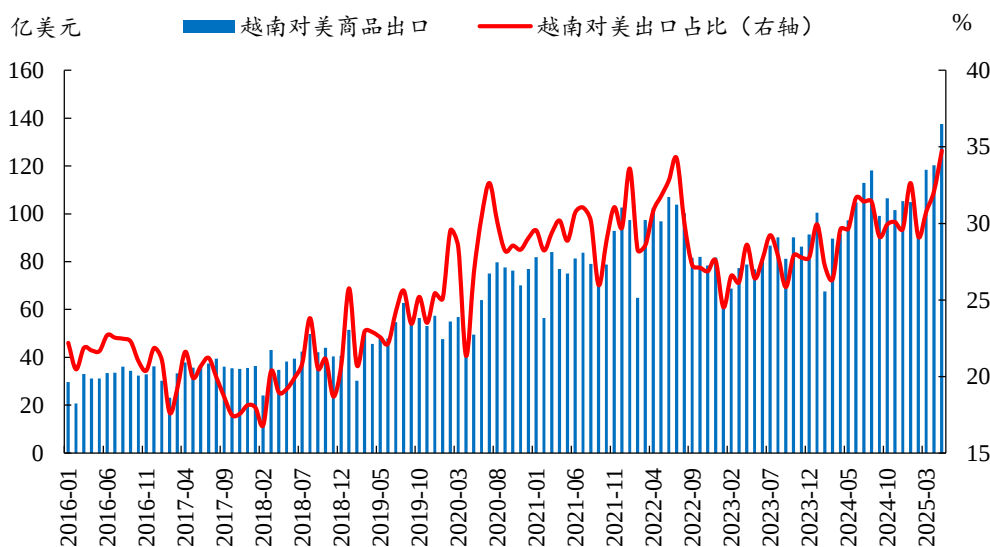
一是对越南出口至美国的商品征收20%的关税，对转口商品征收40%的关税；

二是越南将会给予美国商品（包括大型引擎汽车）在内的美国产品提供优惠市场准入（免关税）。

此外，双方还就《关于制定公平、平衡的美越互惠贸易协定框架的联合声明》达成了共识。

不难发现，美越之间的贸易协定更像是一个谈判框架，且美越之间的关税税率高度不对等(20% VS 零关税)，这背后反映的是越南出口高度依赖美国的无奈现实。数据上看，2024 年越南向美国出口商品约 1195 亿美元，占全部出口的约 30%，对美贸易顺差则高达 1044 亿美元。相较之下，越南 2024 年对欧盟商品出口约 517 亿美元，贸易差额为约 350 亿美元。在美国前期征收的 46%对等关税税率下，越南出口与经济增长均面临巨大压力，其对于促成谈判的意愿相对较强。

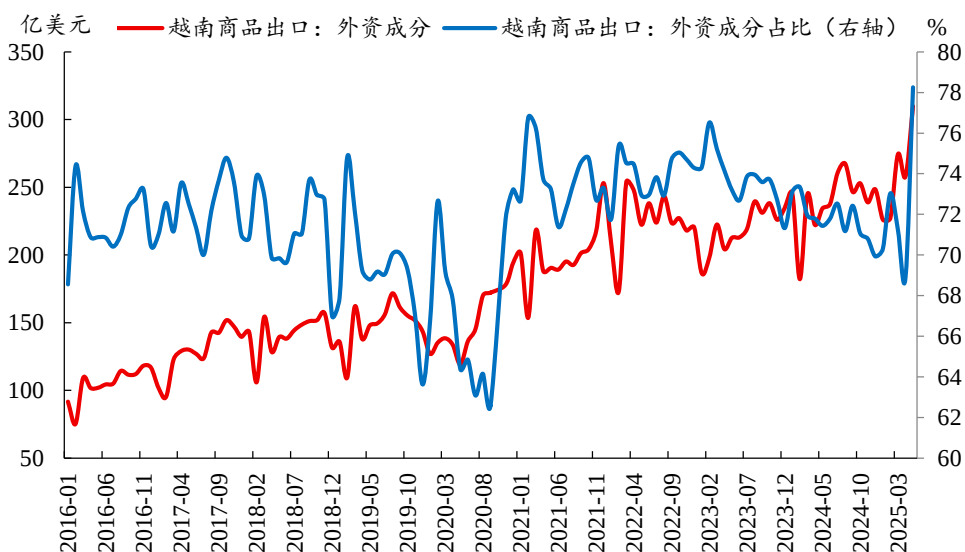
图5：越南对美出口占总出口比重约 30%



数据来源：Wind、开源证券研究所

但由于协议仅商议了一些原则性的关税，其后仍有诸多问题尚待解决：一则参照美英关税协定，符合 232 条款的越南对美出口商品是否也按照 20%关税征收；二则越南出口中规定了转口商品征收 40%关税，该类商品的认定规范尚未说明。

图6：越南商品出口中外资成分占比较高



数据来源：Wind、开源证券研究所

再来看与越南处境相似的印尼、马来西亚、泰国等国，这些国家均面临 19% 的关税税率，但目前特朗普政府披露了与印尼的贸易协定细节，主要包括以下方面：

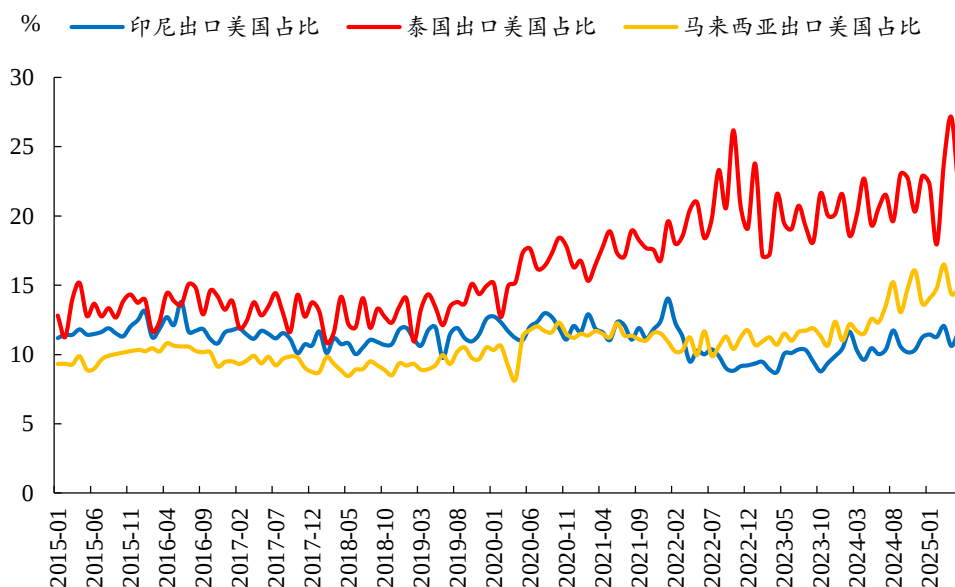
一是对美国放开市场，消除对美国出口商品的关税壁垒与非关税壁垒，协议称印度尼西亚将在优惠基础上消除美国 99% 的出口产品关税壁垒，涵盖所有行业。此外，还将打破对美国工业、农产品出口的非关税壁垒；

二是加强原产地原则，协议称将协商便利化的原产地规则，确保协议的收益归美国 and 印度尼西亚所有，而非第三方国家，类似于越南的转口商品关税；

三是消除数字贸易壁垒及聚焦经济安全，并提升劳工标准等规定。

需要注意的是，上述协定并不具备法律约束力。泰国与美国的贸易协定也处于相似状态，目前泰国政府正在准备详细条款提交给泰国议会，且确定原产地的标准尚在谈判之中。

图7：泰国、马来西亚对美出口占其出口比重相对较高



数据来源：Wind、开源证券研究所

1.3、美日、美欧贸易协定：15%基础关税叠加巨额对美投资及商品购买

1.3.1、美日贸易协定：15%基础关税叠加 5500 亿美元对美投资

日本 2024 年对美国的贸易顺差约 694 亿美元，占美国总进口的比重约为 4.5%。在 4 月 2 日对等关税发布之初，日本便积极与美国开展关税谈判。但双方在汽车关税与农产品进口等领域存在较为突出矛盾，叠加 7 月 20 日日本参议院大选，双方谈判一度陷入僵局。随着选举结束，特朗普宣布美日双方于 7 月 22 日达成贸易协定：

1. 关税税率方面，美国将对日本出口商品征收 15% 关税，但不包含半导体、药品、钢铝等行业关税；

2. 日本向美国投资 5500 亿美元，用于增加美国国内工业生产，其中美国将获得 90% 利润；

3. 日本将向美国开放市场，包括汽车、卡车及农产品。

但随着 8 月 7 日关税开始征收，美日双方就协议的很多具体细节内容产生了诸多冲突。一是关税税率的执行标准，日本方面认为是基础关税统一至 15%，但在特朗普政府的行政令中为**额外加征 15%关税**³；二是特朗普认为日本向美投资的 5500 亿美元将会足额履行，主要投资于美国的核心产业，且美国获取 90% 的利润。但日本方面认为 5500 亿美元为最高额度，包含出资、贷款及贷款担保，只有 1%-2% 为投资；三是在日本扩大自美农业进口方面，日本明确表示幅度由其自行决定，美国则要求扩大大米进口量 75%。

表1：日美关于贸易协定之间的口径存在较多不一致

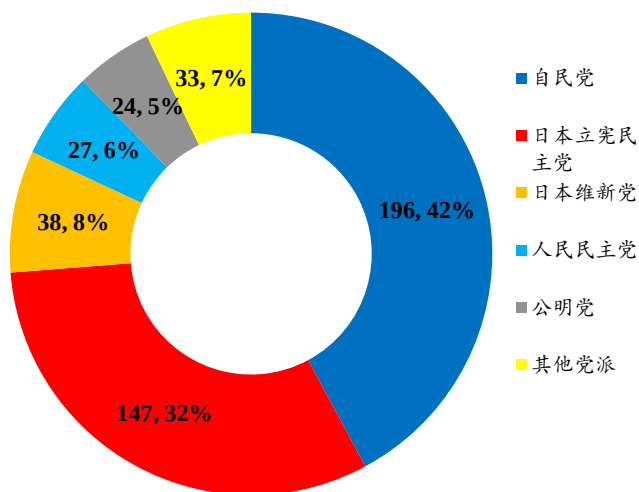
协议内容	美方口径	日方口径
关税税率	现有税率上额外加征 15% 税率（不含行业关税）	全部产品统一为 15% 税率（不含药品、半导体、钢铝等行业关税）
日本对美投资	日本 对美投资 5500 亿美元 ，用于重建和扩大美国核心产业： 能源基础设施和生产； 半导体制造业和研究； 关键矿产开采加工和精炼； 药品和医疗生产； 商业以及国防造船； 美国将确保这项投资的 90% 利润 保留在美国。	5500 亿美元为最高额度，包含出资、贷款及贷款担保 ，其中有 1%-2% 为投资。日方指定了日本国际协力银行 (JBIC) 和日本贸易保险 (NEXI) 作为主导项目融资的政府支持机构。在投资时，日美双方利益分配的比例将根据各自承担的贡献和风险程度，定为 1: 9。
日本对美放开市场	1. 农业和食品方面， 日本增加美国大米进口量 75% ，并购买 80 亿美元的美国商品（玉米、大豆、化肥等）； 2. 能源方面：大幅扩大美国对日本的能源出口，探讨购买阿拉斯加液化天然气 (LNG)； 3. 制造业和航空航天：购买 100 架波音飞机，额外每年数十亿美元的国防采购； 4. 汽车和工业产品：取消对美国汽车和卡车的长期限制，让美国汽车制造商进入日本。	1. 扩大对美国农产品（包括生物乙醇、大豆、玉米及肥料等）和半导体、飞机等美国产品的采购； 2. 考虑日本国内玉米的供需情况等，确保必要的玉米采购。具体从哪个国家进口多少何种商品， 由日本自行裁量决定 ； 3. 长期稳定购买美国能源 (LNG)，研究阿拉斯加 LNG 项目； 4. 日本允许美国生产的乘用车，无需额外测试即可运行（需确保安全）。

资料来源：白宫、日本政府官网等、开源证券研究所

我们认为日美双方目前的“协定”是一个不具法律效应的意向，双方还有很多细节问题未谈妥，后续在执行中还存在较大的不确定性。一则石破茂政府目前是少数执政（自民党与公明党形成执政联盟，在参议院与众议院占比均小于 50%），若后续其被迫下台，新首相是否会继续完全执行相关的谈判成果，存在一定的不确定性。

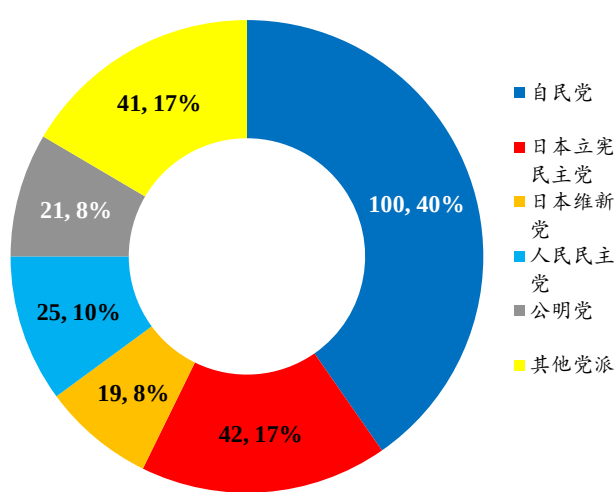
³ 根据路透社报道，此分歧为美国内部事务处理所致，应该对日进行 15% 基础关税征收，后续美国称会进行修正。

图8：日本执政联盟在众议院占比为 47%



数据来源：日本众议院、开源证券研究所

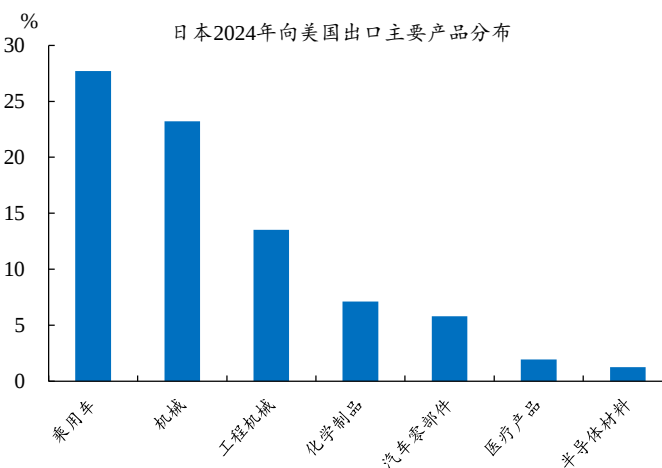
图9：日本执政联盟在参议院占比为 48%



数据来源：日本参议院、开源证券研究所

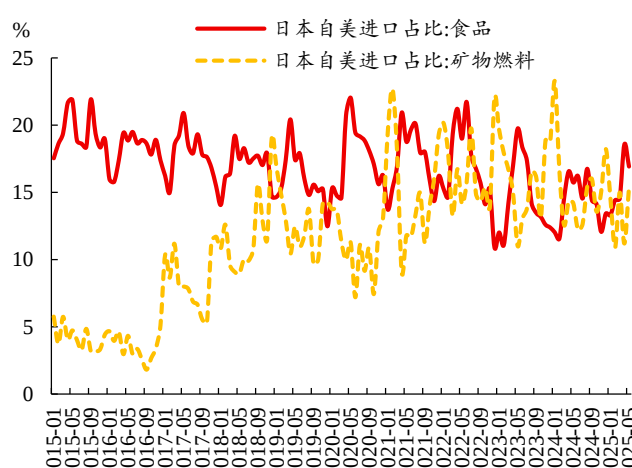
二则农业进口、汽车市场放开执行过程中可能也存在一定的国内阻碍。2024 年日本向美国出口了约 390 亿美元乘用车，占日本对美全部商品出口金额约 28%，占日本全部乘用车出口金额约 36%，汽车行业对日本至关重要。虽然日本汽车出口的关税也同步定为 15%，但仍较前期 2.5% 税率上行 12.5 个百分点。农业问题亦是如此，如前所述，若日本迫于国内压力，在农产品扩大进口问题上犹豫不决，美国很可能会重拾关税。

图10：乘用车为日本向美国出口最大品类



数据来源：Wind、开源证券研究所

图11：日本进口美国商品中食品占比较高



数据来源：Wind、开源证券研究所

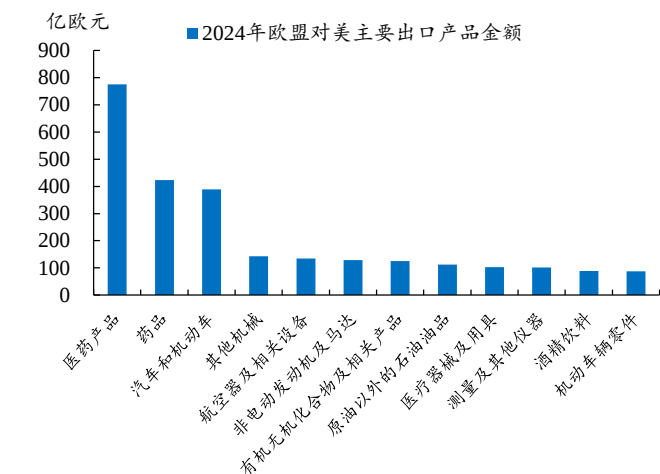
1.3.2、美欧贸易协定：15%基础关税叠加 6000 亿美元投资及 7500 亿美元商品采购

欧洲一直是美国重要的贸易谈判对象。在 4 月 2 日特朗普的对等关税开启后，欧洲也采取了基本对等的反制措施。在前期谈判过程中，双方一直面临相当多的阻碍：

一是欧盟由 27 个国家组成，每个国家对美国的出口品类均有些许差异，贸易差额也不尽相同，导致在谈判时利益诉求不完全一致。2024 年欧盟向美国出口商品金额约 5300 亿欧元，并录得约 1970 亿欧元的贸易顺差，在美国主要的贸易逆差国中

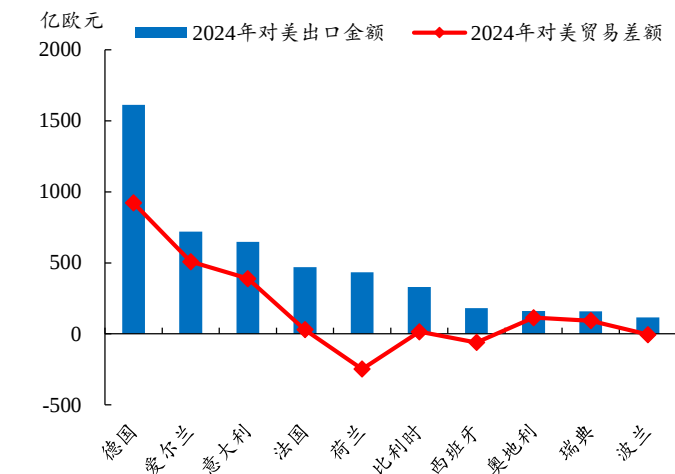
仅次于中国。分结构来看，2024 年欧盟对美出口商品中，金额最大的品类为医药产品 (Medicinal and pharmaceutical products)、药品 (Medicaments)、汽车和机动车 (Motor cars and motor vehicles)，分别为 775 亿欧元、423 亿欧元、389 亿欧元，占全部出口的约 30%；分国家来看，2024 年对美出口金额最多的国家分别为德国 (1612.15 亿欧元)、爱尔兰 (720.85 亿欧元)、意大利 (647.59 亿欧元)，这三个国家也都录得较多的贸易顺差。但如荷兰、法国等对美出口较多的国家，对美国贸易顺差较少，甚至有较大的贸易逆差，因此在与美国的谈判过程中，利益诉求并不完全一致。

图12：医药产品、药品与汽车是欧盟主要对美出口商品



数据来源：Eurostat、开源证券研究所

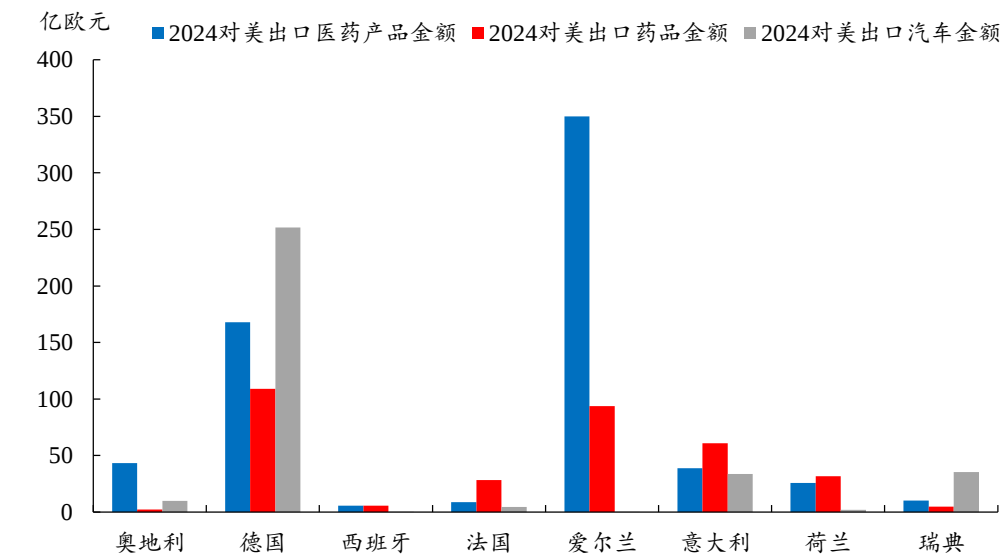
图13：德国是欧盟对美出口金额最多的国家



数据来源：Eurostat、开源证券研究所

进一步观察不同欧洲国家的对美出口品类，不难发现，在 2024 年的主要欧盟对美出口商品中，德国在前三大主要出口品类中的金额都相对较高，2024 年的出口额分别为 168、109、251.7 亿欧元，特别是汽车，占欧盟 2024 年对美汽车出口金额比重更是超过 60%。而爱尔兰在医药产品及药品中的占比较高，但对美汽车出口则几乎为零。法国与意大利的对美出口商品也是各有不同。因此在前期与美国的谈判中，欧洲在关税层面一直难有好的谈判方案出现。

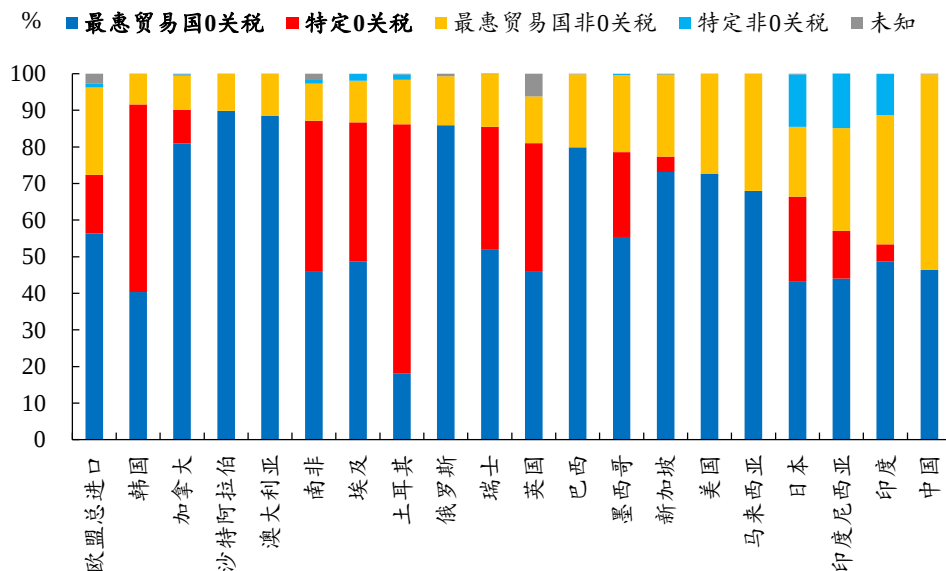
图14：欧洲不同国家主要对美出口商品差别较大



数据来源：Eurostat、开源证券研究所

二是美欧之间作为传统的盟友，其经济政治一直密切相关，且欧洲一直倡导对工业商品实行零关税，2023 年约有 73% 的美国商品以零关税进入欧盟。因此部分欧洲人谈判的积极性并不高。

图15：欧盟 2023 年商品进口零关税比重较高



数据来源：Eurostat、开源证券研究所

但随着美日谈判的破局，特别是日本对美国进行巨额投资，以换取较低的关税税率（15%），美欧贸易谈判也迎来了破局。但由于美欧之间贸易金额更高，美国对欧逆差也更大，因此欧洲面临的非贸易条件相较于日本也更加苛刻。根据特朗普政府发布的事实清单（Fact Sheet），美欧之间达成的贸易协定主要有以下几个方面：

1. 美国对欧盟征收 15% 的关税，包括汽车、药品和半导体，但不包含钢铁、铝以及铜（继续征收 50%）；
2. 在特朗普本届任期内，欧盟向美国投资 6000 亿美元，且全部为新投资（目前欧盟公司每年向美国投资约 1000 亿美元）；
3. 到 2028 年前，欧盟将购买 7500 亿美元的美国能源，从而减少美国与欧盟的逆差。此外，欧盟还将购买大量美国军事装备；
4. 降低美国工业与农业出口的非关税壁垒，并建立严格的原产地规则，避免第三方获利。

但与美日贸易协定情况类似，双方的贸易协定也是一个意向性的原则协议，尚未具备法律效应，特别是欧盟内部对于该份协定存在较多异议。如果我们对照欧美双方关于关税协定的文本说明，可以发现双方在关税税率的适用范围、欧盟对美增加投资金额的强制性、欧盟自美购买商品金额等方面均有不同程度的差别。此外还需要注意的是，若想要相关协议生效，欧盟方面尚需要欧盟议会批准，在此期间欧美双方还需要进一步磋商，预计在一些执行规范、部分行业关税等方面还将会出现较多矛盾。

表2：欧美关于贸易协定之间的口径存在较多不一致

协议内容	美方口径	欧盟口径
关税税率	15%税率（不含钢铝铜等关税），高于 15%关税商品（适用于 MFN）仍按原税率征收。	15%税率（含汽车、汽车零部件等），在 232 条款关税未决定前，药品、半导体等关税维持在 15%。若 MFN 税率大于 15%，则按照原关税税率征收。此外， 飞机、某些化学品、药品提供特殊待遇（适用 2025 年 1 月前关税）。钢铝将会建立欧盟出口关税配额，削减 50%关税。
欧盟对美投资	欧盟在特朗普本届任期内，向美国投资 6000 亿美元。这项 新投资 在欧盟公司每年向美国投资超过 1000 亿美元的基础上进行。	促进大西洋两岸相互投资。欧盟企业已表示 有兴趣到 2029 年在美国各行业投资至少 6000 亿美元 （约合 5500 亿欧元），进一步推动现有的 2.4 万亿欧元投资规模。
欧盟自美购买	- 到 2028 年，欧盟将购买 7500 亿美元的美国能源出口，这将加强美国的能源主导地位，减少欧洲对敌对来源的依赖，并缩小美国与欧盟的贸易逆差。 - 美国和欧盟承认在能源和半导体等关键领域达成一系列重大商业协议，这将进一步扩大美国对欧洲市场的出口。 - 欧盟同意采购大量美国军事装备。	- 欧盟计划在未来三年内采购价值 7500 亿美元（约合 7000 亿欧元）的美国液化天然气、石油和核能产品。这将有助于在欧盟市场上取代俄罗斯天然气和石油。但最终石油、LNG 和核燃料及燃料服务的数量和构成将取决于不同因素，包括商品价格、汇率、项目发起人作出的 FID 决策等，这些将由商业交易决定。 - 欧盟还打算购买价值 400 亿欧元的 AI 芯片，这对于维持欧盟的技术优势至关重要。
减少非关税壁垒及其他	- 关税壁垒：欧盟将与美国合作消除各行业的关税，并为其他产品提供有意义的配额； - 工业出口的非关税壁垒：欧盟将努力解决美国出口商在欧盟经营中面临的与欧盟各种要求相关的美国关切； - 农业出口的非关税壁垒：共同解决影响食品和农产品贸易的非关税壁垒，包括简化美国猪肉和乳制品的卫生证书要求； - 美国和欧盟将建立严格的原产地规则，以确保该协议的惠益直接流向美国和欧盟，而不是第三国； - 数字贸易壁垒：美国和欧盟打算解决不合理的数字贸易壁垒。	- 取消已较低的工业产品关税。欧盟将取消剩余的进口自美国的低水平工业产品关税； - 提供美国渔业产品有限数量（配额）进入欧盟市场的更好机会； - 提供价值 75 亿欧元的非敏感性美国农业出口产品的更好市场准入； - 减少非关税壁垒，包括通过合作汽车/汽车标准以及 SPS（卫生和植物卫生）措施，并促进在额外工业部门相互承认合格评定。

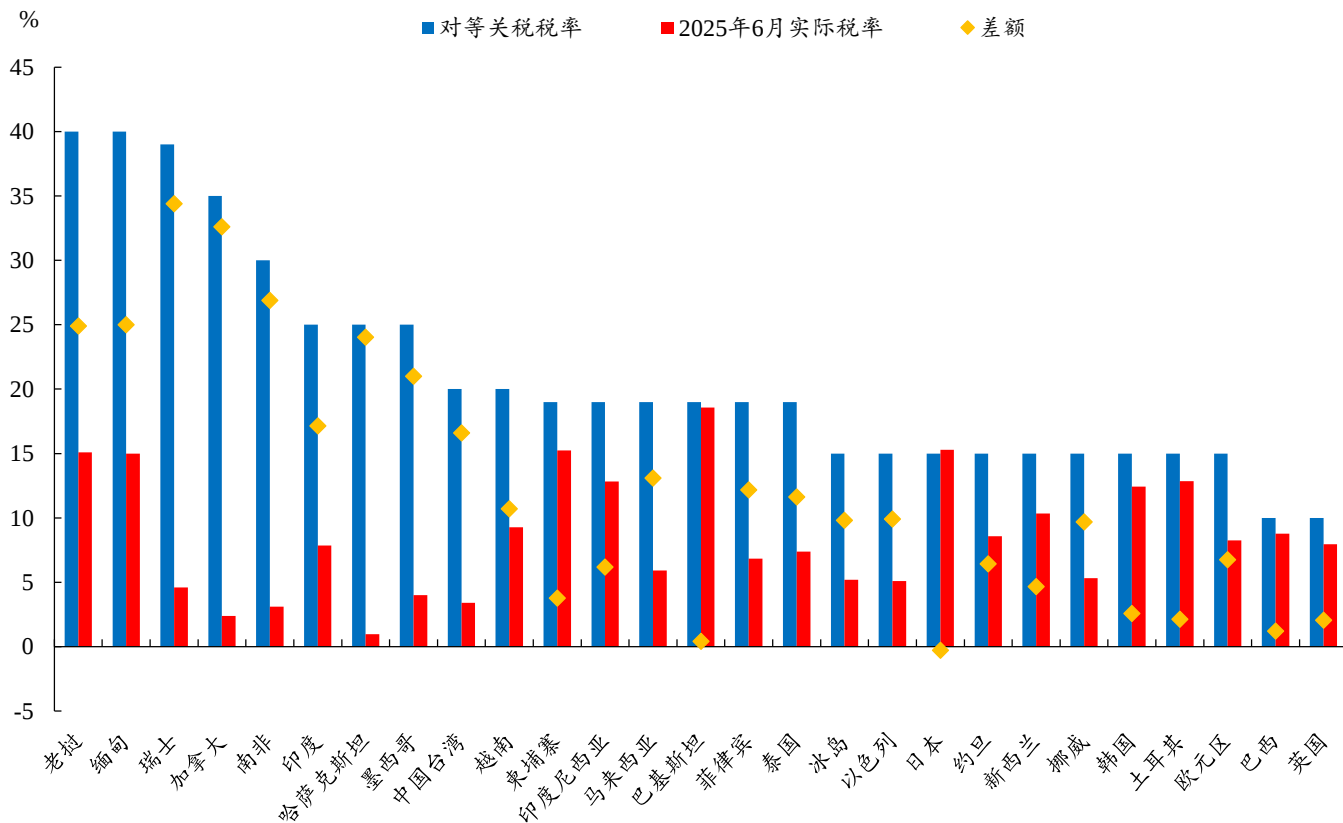
资料来源：白宫、欧盟委员会、开源证券研究所

除去欧盟、日本之外，韩国亦在 7 月 31 日与美国达成协议，贸易协定框架也与欧日基本保持一致。根据特朗普的声明，美国将向韩国征收 15%关税税率，韩国则向美国开放市场（包含汽车、卡车与农业），对美商品不征收关税。此外，韩国还将向美国投资 3500 亿美元（项目由特朗普亲自选定），并购买 1000 亿美元的液化天然气或其他能源产品。不过需要注意的是，此份协定也如美欧、美日协定一样，后续如何执行还存在很多的不确定性。

总的来看，我们认为**对等关税已进入全面征收的 2.0 时代**，虽然部分国家仍未和

美国达成协议，但一定程度的关税征收不可避免。相关的博弈和谈判虽然会持续，也大概率不太会成为博弈的主要变量。根据特朗普政府 7 月 31 号颁布的行政令 (EO 14326)，其对部分国家的最终对等关税税率进行了修正，并于 8 月 7 日开始征收，大部分国家税率落在 10%-40% 之间。结合最新的 2025 年 6 月关税数据来看，大部分国家后续都将面临关税税率的提升。

图16：大部分国家都将经历关税税率的继续提升



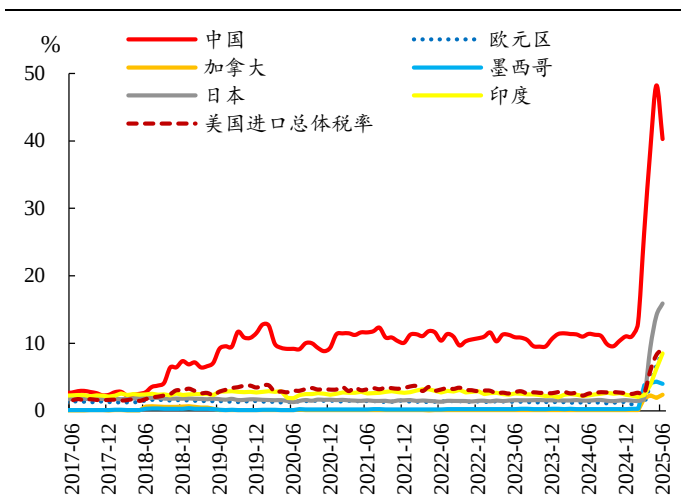
数据来源：白宫、US Census Bureau、开源证券研究所。注：巴西部分商品将会额外增加 40% 关税。

2、对等关税 2.0 后，行业关税或将成特朗普关税政策的核心

如前所述，虽然还存在较多执行上的不确定性，但对特朗普而言，其所需要的是在一定的时限之内达成某种程度的协议，不断宣传“胜利”以满足国内政治需要。因此即使后面在谈判过程中出现波折，但考虑到其已较为成功的收取了较高的关税，在政治上处于相对有利地位。

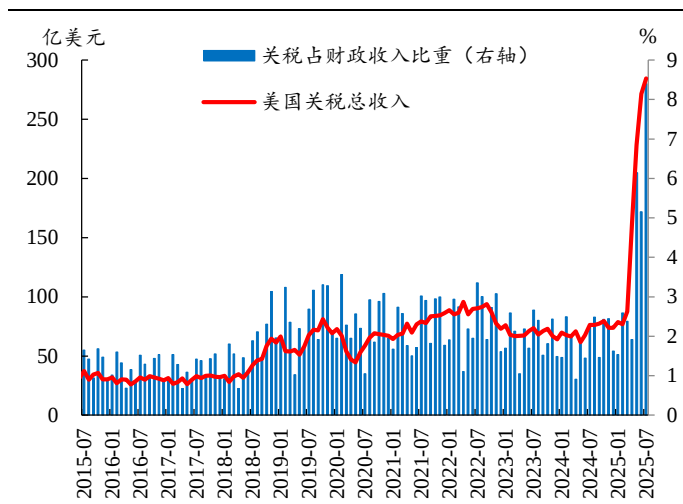
数据上来看，截至 2025 年 6 月，美国总商品进口关税税率已经超过 10%，其中中国税率最高，为 37.36%，日本为 15.28%，在美国主要的贸易国家中处于较高水平。再看关税收入，7 月美国关税总收入为 284.4 亿美元，4-7 月共征收关税 947.19 亿美元。相较而言，2024 年 7 月美国关税收入为 76.28 亿美元，4-7 月关税收入为 276.42 亿美元。关税收入占美国财政收入的比重在 2025 年 7 月达到 8.4%，已经成为美国财政收入的重要一环，部分达成了特朗普希望通过关税来补充美国财政的目标。

图17：美国进口总体关税税率 6 月超过 10%



数据来源：US Census Bureau、美国财政部、开源证券研究所

图18：美国 2025 年 7 月关税收入超过 280 亿美元



数据来源：美国财政部、开源证券研究所

但对等关税的征收并不是特朗普关税政策的唯一手段，补充美国财政收入也不是特朗普关税政策的最关键考量。在前期报告中，我们曾指出关税是手段，而不是最终目的，其核心诉求一是减少美国贸易逆差；二是促进制造业产业回流，从而增加美国本地制造业就业。（《从 1.0 到 2.0：特朗普施政路径及影响的不变与变》）从当下的情况看，迫使欧日韩等国家购买大量美国产品，可以减少美国的贸易逆差，但无法促使制造业产业回流，因此后续以 232 条款⁴为代表的行业关税或成为其后续关税政策的核心。其已经宣布了对钢铁、铝、铜等行业征收 25%-50% 不等的关税。

表3：特朗普目前已宣布对钢铁、铝、铜等征收行业关税

行业	涉及关键行业	关税税率（%）	调查启动时间	关税征收时间
钢铁、铝	钢铁、铝及“衍生”产品，包括冰箱、冰柜、洗衣机、烘干机、洗碗机、炉灶等	50	2018	2025.06.04
汽车及零部件	汽车及零部件	25	2019.2.17	2025.04.29
铜（不含铜原料）	半成品铜产品（如铜管、线、棒、板和管）和铜含量高的衍生产品（如管件、电缆、连接器和电气元件）	50	2025.3.1	2025.8.1
木材	木材和原木进口	待定	2025.3.1	待定
药品	药品和药品成分	待定（号称 150%-250%）	2025.4.1	待定
半导体	半导体和半导体制造设备	号称最高 300%，在美生产可免征	2025.4.1	待定
关键矿物和衍生品	关键矿产、稀土元素、加工关键矿产及其衍生产品	待定	2025.4.15	待定
卡车及零部件	中型和重型卡车、零部件及衍生产品的进口	待定	2025.4.22	待定
飞机	商用飞机、喷气发动机和零部件	待定	2025.5.1	待定

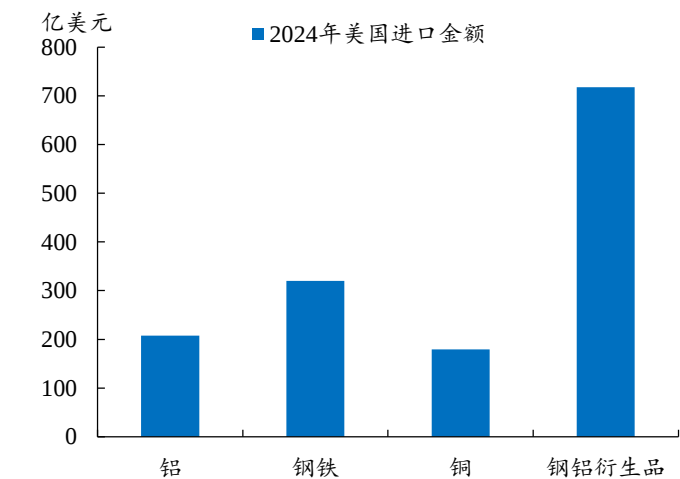
⁴ 所谓 232 条款，指的是 1962 年《贸易扩展法案》第 232 条，如果美国商务部在调查后认定进口的数量或其他情况“威胁要损害”美国国家安全，总统可以实施对商品进口的限制或与贸易伙伴进行谈判，这是美国国会授予总统的权力。

多晶硅	多晶硅及其衍生物	待定	2025.7.1	待定
无人机	无人机系统（UAS）及其零部件和组件	待定	2025.7.1	待定

资料来源：白宫、PIIE、央视新闻等、开源证券研究所。注：根据行政令要求，与美国达成贸易协定的国家，按照贸易协定征收关税。

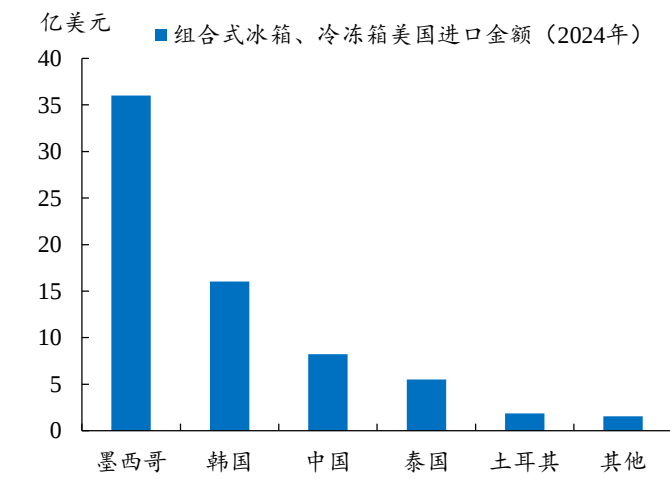
由上表可知，目前美国确定征收的 232 条款行业关税为钢铁、铝、铜及其衍生品。数据上来看⁵，特朗普政府规定征收关税的品类中，钢铁、铝、铜在 2024 年进口的品类分别为 319.72 亿美元、207.4 亿美元、179.72 亿美元，在美国总进口商品中的占比并不高。但钢、铝衍生品的范围则明显扩展，事实上，由于特朗普政府含钢、铝量相对较高的冰箱、金属家具等产品均纳入钢铁、铝衍生品，导致衍生品的进口金额超过了钢铁、铝等商品本身。以组合式冰箱、冷冻冰箱（HS841810）为例，作为钢铁衍生商品，2024 年美国进口该商品金额为 69.22 亿美元，几乎达到钢铁进口金额的 22%，其中墨西哥、韩国、中国为前三大进口国。

图19：美国钢铝衍生品的金额相对较多



数据来源：US Census Bureau、开源证券研究所

图20：墨西哥是美国 2024 年进口冰箱较多的国家



数据来源：US Census Bureau、开源证券研究所

此外，汽车、药品、半导体等行业关税波及的商品进口金额更大。2024 年美国进口汽车及零部件（HS87）约 3856.47 亿美元，医药产品（HS30）约 2118 亿美元，半导体⁶（HS8541&8542）约 627.4 亿美元。虽然美国主要进口汽车的国家中，日本、韩国、德国均按照 15% 的关税征收，英国按照 10% 的关税征收，但加拿大与墨西哥均是 25% 的关税税率⁷，而这两者占据了美国汽车进口的约 48.5%。后续如何谈判尚未可知。

药品方面亦是如此，美国药品的主要进口国家是爱尔兰、瑞士及德国，虽然美欧之间达成了关税协定，但如前所述，药品关税还需要再进行谈判，而瑞士则被执行了 39% 的关税税率。

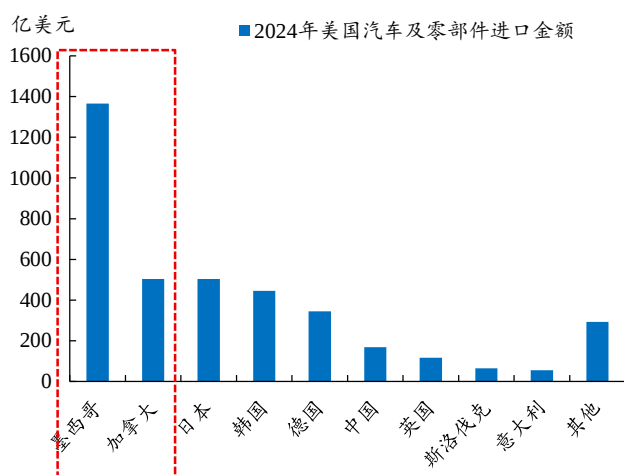
半导体方面，特朗普表示如果在美国生产则可以豁免，否则将会被最高征收 300% 关税，但未说明何时开启征收，范围也不确定，后续存在非常大的不确定性。

⁵ 根据特朗普政府的行政令，钢铁、铝、铜等商品及其衍生品种类繁多，且其公布的商品 HS 码颗粒度不一。由于 US Census Bureau（美国人口普查局）仅公布 HS2 位码、HS4 位码、HS6 位码、HS10 位码级别的商品进口金额，部分商品进口数据难以准确估计。我们在数据处理过程中，主要使用 HS4 位码及 HS6 位码商品进口金额，因此估算的进口金额可能存在一定高估。

⁶ 此处半导体进口金额仅考虑了集成电路、晶体管等，实际涵盖范围可能更广，但具体范围尚未知，该数据存在一定低估。

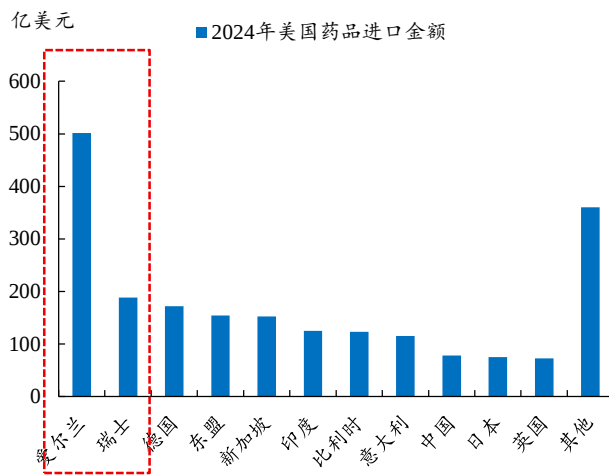
⁷ 美国从墨西哥进口的整车需征收 25% 关税，零部件可以获得减免，但实际流程复杂，导致墨西哥实际税率仍然较高。详见 <https://m.gasgoo.com/news/70430862.html>

图21：墨西哥、加拿大是美国主要汽车进口国



数据来源：US Census Bureau、开源证券研究所

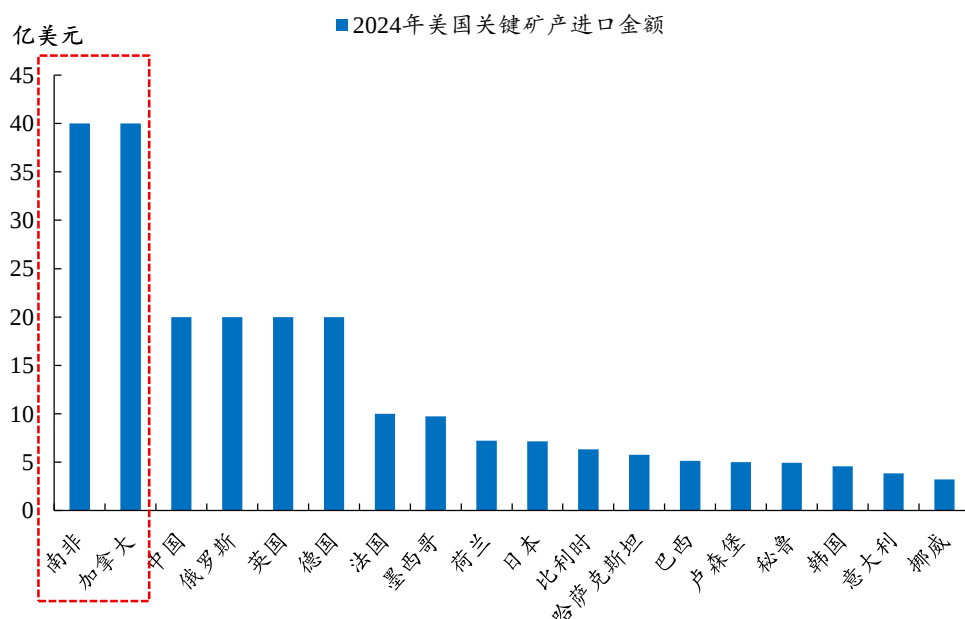
图22：爱尔兰、瑞士是美国主要药品进口国



数据来源：US Census Bureau、开源证券研究所

而其他正在接受调查的商品，由于特朗普政府仅描述了一个大概的商品范围，只能依据现有品类做大概估算。其中木材(HS4403&4407)2024年的进口额约为74.48亿美元（主要从加拿大进口），飞机（HS8411）进口额为306.8亿美元（主要进口国为欧盟和英国，税率则暂时按照相关贸易协定执行关税）。最后则是稀有矿产、多晶硅与无人机。根据CFR的数据，美国有12种关键矿产完全依赖进口，另外28种关键矿产中，美国有一半依赖进口。分国家来看，南非（铂、铑和钯）和加拿大（铀、锌）是美国关键矿产的主要进口国，中国虽然占比相对不高，但占据了美国近70%的稀土进口，以及近一半的砷、锑和钽进口。无人机和多晶硅等产品目前来看金额或不高，2024年美国多晶硅（HS280461）进口金额仅有1.02亿美元，其中主要进口自欧洲。无人机等产品由于品类较新，美国人口普查局暂时没有对应HS码数据，尚无法获取进口数据。

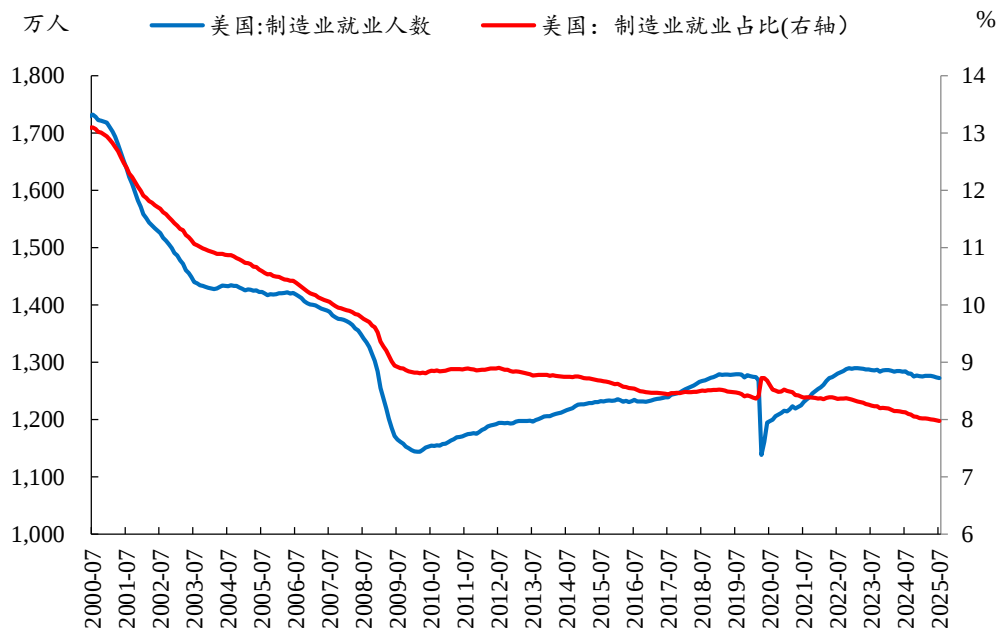
图23：南非和加拿大是美国关键矿产的主要进口国



数据来源：CFR、开源证券研究所

总结来看，目前特朗普政府所推动的 232 关税涉及到的行业进口金额不等，且钢铁、铝等关税的征收贯穿其 2 个任期，充分反映了特朗普政府对征收行业关税的坚持，背后则是特朗普政府希望利用关税政策来迫使美国制造业回流，增加本土相关就业。而我们也看到了苹果等公司宣布扩大在美投资，并将相关产业链带回美国本土⁸。但数据上来看，美国制造业就业并未有回流，自 2025 年 4 月对等关税征收以来，美国制造业就业环比新增均为负数。6 月在总就业中的占比更是跌破 8%，且不断创下历史新低，充分显示了美国制造业回流的困难。

图24：美国制造业就业占比持续下降



数据来源：Wind、开源证券研究所

往后看，我们认为特朗普政府有可能继续扩大行业关税的范围，亦或者继续提升关税税率，背后原因是其可能认为制造业回流受阻是因为关税征收政策力度不够。考虑到美国与主要贸易国家对等关税政策的协议谈判尚未结束，行业关税的调查与谈判也需要较多时间，特朗普后续任期内的关税谈判与冲突或将始终存在，并对市场形成持续扰动，值得我们持续关注。

4、风险提示

1. 特朗普政府关税政策反复，导致其他国家进行更大程度的反制，从而导致市场风险偏好大幅下行。
2. 如果美国经济超预期下行，亦或通胀超预期上行，特朗普的经济政策或将面临更大不确定性，从而对市场造成冲击。

⁸ <https://wallstreetcn.com/articles/3752784>

特别声明

《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）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其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。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将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。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

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。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，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、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及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、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，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。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼3层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn