



贸易专题分析报告

宏观专题研究报告
证券研究报告

宏观经济组

分析师：宋雪涛（执业 S1130525030001）

songxuetao@gjzq.com.cn

对等关税未完待续

在特朗普的经济政策工具箱中，关税无疑是他最为钟爱且频繁使用的工具。从第一任期内的“小试牛刀”，到第二任期中表现出的“游刃有余”，特朗普关税已成为其标志性政治遗产的一部分。步入第二任期，特朗普的关税战术已然升级，从过去的“精准打击”演变为一套层次分明、更具全局性的组合拳。其核心由四部分组成：实现所谓贸易平衡的对等关税、出于特定缘由对个别国家施加的惩罚性关税、打击第三方转口避税行为的转口关税，以及为保护本土产业而设置的行业壁垒。

虽然对等关税的基本框架已经形成，但美国贸易政策的核心变数仍然是特朗普本人。他倾向于将关税武器化，并确保自己拥有唯一的解释权和发动权，使其成为一种可以随时用于转移矛盾、满足财政需求或主导舆论的工具。因此，在未来两三年的任期内，这种高度争议性的关税策略料将屡见不鲜。

在特朗普 2.0 时代，全球贸易格局正经历一场向多极化发展的深刻变革。过往依赖中美两大经济体的全球化路径已然式微，取而代之的是一个更为分散的网络化结构，各国正积极地以自身为节点，构建多元化的区域性贸易联盟。在这一新兴格局中，任何国家若想掌握未来的话语权，就必须成为连接不同贸易圈的“最大公约数”——即扮演那个被最多贸易网络所需要、不可或缺的核心枢纽角色。

风险提示

为迫使贸易伙伴进一步让步，政府或将不断升级关税威胁，引发贸易摩擦螺旋式升级的风险；中期选举后，特朗普政府可能重启贸易谈判，为全球供应链和资本市场带来新的不确定性；新型关税工具可能给全球供应链带来更强且难以预测的冲击。



在特朗普的经济政策工具箱中，关税无疑是他最为钟爱且频繁使用的工具。从第一任期内的“小试牛刀”，到第二任期中表现出的“游刃有余”，特朗普关税已成为其标志性政治遗产的一部分。

一、 特朗普 2.0 关税体系

在第一个任期内，特朗普就以“美国优先”为核心，掀起了一场以关税为主要武器的贸易革命，主要表现为针对特定问题的“外科手术式”打击：依据《1962 年贸易扩展法》第 232 条款，以维护国家安全为名对全球钢铝产品加征关税；并援引《1974 年贸易法》第 301 条款，对数千亿美元的中国商品加征关税。这些行动点燃了全球范围的贸易争端，改变了国际贸易的既有格局。

步入第二任期，特朗普的关税战术已然升级，从过去的“精准打击”演变为一套层次分明、更具全局性的组合拳。其核心由四部分组成：实现所谓贸易平衡的对等关税、出于特定缘由对个别国家施加的惩罚性关税、打击第三方转口避税行为的转口关税，以及为保护本土产业而设置的行业壁垒。

(1) 对等关税：以美国为轴心的经贸同心圆

“对等关税”犹如一幅以美国为轴心的经贸同心圆，为世界各国划定了不同的关税边界。居于核心圈层的，是以英国、澳大利亚等贸易顺差国为主，他们享受着 10% 的基线税率。向外一环，是 15% 的次优税率区，但这并非唾手可得。日本、韩国与欧盟付出了切实的代价——削减贸易壁垒以示开放，增购美国能源、农产与武器以表诚意，并深化对美投资与产业捆绑。而部分南美、非洲的矿产资源国和中亚的地缘战略伙伴，则因其独特的战略价值，亦被准予进入这一梯队。再向外延伸，越南、马来西亚等东盟国家面临着 19% 至 20% 的中等税率壁垒。而所有其他未被归类的国家位于最外缘，需面对 25% 以上的高税率。

图表1：美国主要贸易伙伴贸易逆差与对等关税税率情况

区域	国家/地区	2024年贸易逆差(\$1B)	已生效新对等关税
东南亚	柬埔寨	12.34	19%
	老挝	0.76	40%
	缅甸	0.58	40%
	泰国	45.61	19%
	印度尼西亚	17.88	19%
	马来西亚	24.83	19%
	文莱	0.11	25%
	菲律宾	4.88	19%
东北亚	韩国	66.01	15%
	日本	68.47	15%
南亚	斯里兰卡	2.65	20%
	巴基斯坦	2.99	19%
	孟加拉国	6.15	20%
中亚	哈萨克斯坦	1.25	25%
西亚/中东	伊拉克	5.76	35%
	以色列	7.43	15%
	约旦	1.33	15%
	叙利亚	0.01	41%
	土耳其	1.45	15%
欧洲	塞尔维亚	0.60	35%
	摩尔多瓦	0.08	25%
	波斯尼亚和黑塞哥维那	0.13	30%
	欧盟	235.57	15%
	英国	(11.86)	10%
南美	巴西	(7.35)	10%
	委内瑞拉	1.76	15%
	玻利维亚	0.10	15%
北美	加拿大	64.19	暂未被征收对等关税
	墨西哥	171.81	暂未被征收对等关税
非洲	南非	8.84	30%
	阿尔及利亚	1.45	30%
	利比亚	0.90	30%
	突尼斯	0.62	25%
	赞比亚	0.06	15%
	津巴布韦	0.02	15%
大洋洲	澳大利亚	(17.91)	10%

来源：US Census、White House，国金证券研究所



根据特朗普 7 月 30 日签署的一项行政令，美国将从 8 月 29 日起取消对价值 800 美元及以下进口包裹的免税待遇。新规定要求，小额包裹在入境报关时需缴纳一定税费，但符合条件的国际邮政包裹可获豁免。具体的关税征收标准将依据包裹原产国的“有效 IEEPA 关税税率”¹分级：税率低于 16% 的国家，每件包裹征收 80 美元；税率在 16% 至 25% 之间的国家，每件征收 160 美元；而税率高于 25% 的国家，则每件征收 200 美元。

(2) 惩罚性关税：处理外交事宜的大棒

特朗普正越来越多地将惩罚性关税作为处理外交事务的核心工具，其理由五花八门，从打击跨国犯罪到施加地缘政治压力，不一而足。

其中以打击芬太尼等非法药物为名的行动尤为突出。今年 2 月，特朗普政府首先宣布对加拿大和墨西哥的商品征收 25% 的关税，同时对中国商品加征 10% 关税。白宫于 3 月再次追加对中国进口产品加征 10% 的关税。到了 7 月 31 日，美国以加拿大在遏制边境毒品贩运方面合作不力为由，将针对该国的关税从 25% 大幅提升至 35%。针对墨西哥原定 8 月 1 日生效的 30% 关税，则延期了 90 天。不过由于豁免了受美墨加贸易协定保护的商品，因此影响有限。

不仅如此，美国通过“次级关税”扩大其经济制裁的范围，将与美国对手方进行贸易的第三方国家也纳入惩罚目标。印度已成为该策略下的首个主要目标。根据 8 月 6 日发布的总统行政令，由于印度购买俄罗斯石油，其所有输美商品将从 8 月 27 日起被征收 25% 的额外从价税。

这项具体措施出台前，白宫已于 4 月 2 日设立一项更广泛的政策框架，规定任何进口委内瑞拉石油的国家，其出口到美国的商品也可能面临 25% 的附加关税。不过，这项针对委内瑞拉石油贸易的次级关税措施，目前尚未对任何特定国家启动。

值得注意的是，美国的关税“大棒”如今开始指向他国的内部事务。一个鲜明的例子是，美国对巴西部分商品加征高达 40% 的关税，其官方理由是巴西国内“前总统遭受政治迫害”的问题。此举表明，贸易壁垒正被用作干预别国内政的工具。

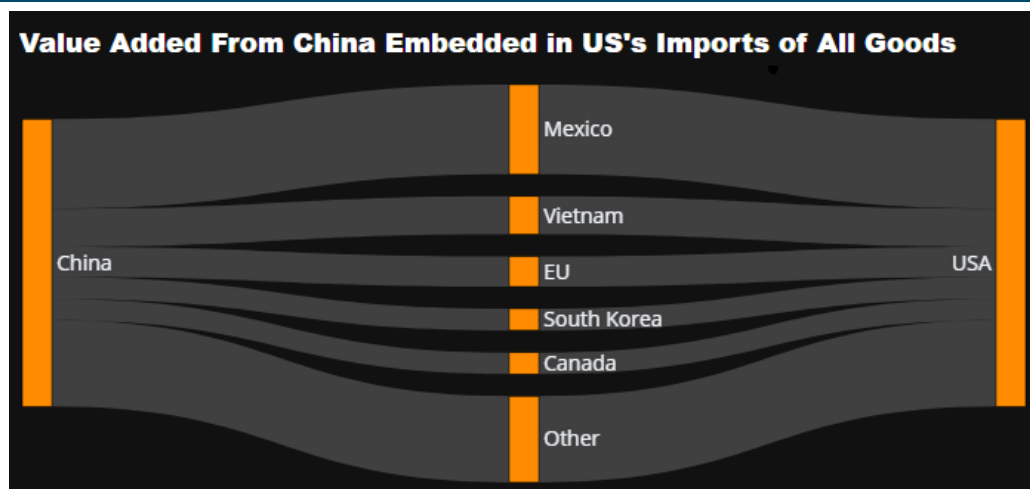
显而易见，关税已成为本届美国政府处理国际关系的首选武器。可以预见，未来每当出现不符合其利益的外交争端时，关税“大棒”将可能再次被挥舞，用以胁迫特定国家及其贸易伙伴，从而达成其目标。

(3) 转口关税：针对特定国家商品的关税墙

为了封堵其关税政策的潜在漏洞，特朗普政府在 7 月 31 日的行政令中设立了专门的“转运”条款。该条款直接授权美国海关对试图通过第三国转运来规避关税的商品征收 40% 税率。此外，作为配套的威慑与监督机制，行政令要求政府每 6 个月公布一份用于关税规避的“黑名单”，列出相关国家与设施，为政府和企业的风险评估提供直接参考，从而构建起一个“惩罚与公示”并行的监管体系。

尽管该行政令在文本上未明确指向任何国家，但结合美国官员的过往言论和媒体报道，其真正的矛头或指向中国。数据显示：2023 年，美国进口商品中经由第三国转运的中国附加值占比已从 2017 年的 14% 增至 22% 以上。这种间接贸易流量主要由少数经济体承接，其中墨西哥、越南、欧盟、韩国和加拿大是最大的五个中转枢纽。因此，这些国家很可能将成为美国下一阶段贸易审查和执法行动的重点对象。

图表2：2023 年中国附加值通过第三国间接贸易流入美国的前五个国家



来源：Bloomberg，国金证券研究所

目前，转口关税政策的关键挑战在于其对“转运”的界定标准模糊不清，这给美国实际执法带来了巨大的不确定性。

¹ 有效 IEEPA 关税税率包括芬太尼关税、对等关税和其他援引 IEEPA 加征的关税。



为解决这一难题，一种可行的路径是美国通过新的贸易协定，与伙伴国建立一套协同监管体系。在该体系下，审核和签发原产地证明的责任将转移给出口国政府，美国海关则主要依据这些经认证的文件来执行关税和清关。这一模式可以通过国际合作来平衡监管强度与贸易效率，从而减轻美国海关的直接审查压力。

然而，即便美国与其他国家之后有了合作框架，一个更根本的技术难题依然存在：原产地资格的认证标准是什么？“本地价值成分”可能是商品获得各国原产地证明的重要指标，但其计算方法正是当前政策的“黑箱”。

问题的症结在于，各方在“本地价值成分”的计算上缺乏一个统一、公认的标准。一方面，美国官方内部存在多种计算公式；另一方面，越南等东盟伙伴国也拥有各自的计算方法和标准。目前，美国并未指明应以何种标准为准绳，也未提出一个全新的、统一的量化指标。

这种“标准真空”导致了直接的后果：若随意设定过高的指标，将不切实际，扼杀企业的参与意愿。在这一核心技术难题澄清之前，贸易伙伴国无法制定认证细则，企业也无法据此调整供应链，整个合作监管框架因此停滞不前。路透社的报道也从侧面印证了这一点——东南亚企业的精力目前仍放在打击非法转运这类问题上，远未到精细化合规的阶段。

图表3：美国计算本地价值成分的不同公式

Build-Down Method	Build-Up Method	Net Cost Method
$RVC = \frac{AV - VNM}{AV} \times 100$	$RVC = \frac{VOM}{AV} \times 100$	$RVC = \frac{NC - VNM}{NC} \times 100$
RVC Regional value content of the good, expressed as a percentage AV Adjusted value of the good VOM Value of originating materials, other than indirect materials, acquired or self-produced and used by the producer in the production of the good. Originating materials may also include the costs of insurance, packing, transportation, duties and taxes (other than those waived or recoverable), and costs for waste and spoilage. VNM Value of non-originating materials, other than indirect materials, acquired or used by the producer in the production of the good. VNM does not include the value of the material that is self-produced. The costs of insurance, packing, transportation, duties and taxes (other than those waived or recoverable), and costs for waste and spoilage may be deducted from VNM. NC Net cost of the good. Net cost excludes costs for sales, marketing, royalties, profit, shipping, and all other after-sales product costs.		

来源：US Congress，国金证券研究所

(4) 行业关税：促进战略产业回流美国

美国援引1962年《贸易扩展法》中的“232条款”，以国家安全为由，对一系列其认为具有战略重要性的产业加征高额关税。这项政策的核心目的在于扭转长期以来的产业空心化趋势，通过关税壁垒作为压力工具，强力推动关键制造业回流本土，并最终增强国内供应链的韧性和自主性。

目前，已生效的“232条款”关税主要集中在基础工业领域。自今年6月4日起，进口钢铝产品以及衍生品的钢铝含量均被征收50%的关税。此外，汽车及铜产品也被纳入征税范围。

继钢铝、汽车及铜等行业之后，美国已将目光投向半导体和医药领域。近期，特朗普公开表示将对这两个领域的进口产品加征关税，并威胁对半导体产品的关税税率可能从100%逐步提升至200%甚至300%。然这项激进的关税威胁伴随着一个重要的“政策漏洞”。特朗普明确表示，对于已经承诺或正在美国境内投资设厂的企业，其产品将可以豁免高额关税。

在此背景下，全球半导体巨头如三星、SK海力士以及台积电这些年来已宣布在美国亚利桑那州、德克萨斯州等地投入巨资建设先进的晶圆制造工厂将不受未来芯片关税的冲击。这一豁免政策虽然有助于吸引关键产业的龙头企业落地美国，但也可能加剧行业内部的不公平竞争。规模较小、无力承担在美建厂高昂成本的外国企业将面临巨大压力，而已经布局美国的大型企业则能凭借这一政策漏洞巩固其市场地位。

除上述行业外，美国商务部正在对包括木材、卡车、关键矿物、商用飞机、多晶硅和无人机在内的多个行业进行“232调查”，预计在调查结束后也将面临新的关税壁垒。


图表4：特朗普 2.0 的 232 条款行业关税

商品	截至 8 月 18 日 最新状态	具体措施
钢铝	6 月 4 日生效	- 将钢铁产品及钢铁下游产品、铝产品及铝下游产品的进口关税税率从 25% 的从价税提高到 50% 的从价税，其中下游产品对钢铁和铝含量进行征税； - 路透社 8 月 15 日报道，BIS 扩大了 50% 钢铁和铝进口关税的征收范围，新增 407 个产品代码。
汽车	4 月 3 日生效	对汽车征收 25% 关税，仅适用于该汽车的非美国含量价值部分。
	5 月 3 日生效	- 对汽车零部件征收 25% 关税，暂不适用于根据 USMCA 有资格获得优惠待遇的汽车零部件； - 对于在美国组装的汽车，汽车制造商可获得适用于汽车零部件 232 条款关税的进口关税冲抵额：从 2025 年 4 月 3 日至 2026 年 4 月 30 日，汽车制造商可申请的进口关税冲抵额，等于其在美国组装的所有汽车的“制造商建议零售价”（MSRP）总值的 3.75%；从 2026 年 5 月 1 日至 2027 年 4 月 30 日，汽车制造商可申请的进口关税冲抵额，等于其在美国组装的所有汽车的 MSRP 总值的 2.5%。
铜	8 月 1 日生效	所有进口的铜半成品和高含铜量下游产品的铜含量部分须缴纳 50% 的关税。
木材产品	进行 232 调查	商务部启动调查，以确定木材产品（包括原木、锯材及其衍生产品）的进口对国家安全的影响。
半导体	进行 232 调查	商务部启动调查，以确定半导体和半导体制造设备及其衍生产品的进口对国家安全造成的影响。
药品	进行 232 调查	商务部启动调查，以确定药品和药品原料（包括药品制剂、医疗对策、活性药物成分等关键投入品、关键起始物料以及这些物品的衍生产品）的进口对国家安全造成的影响。
卡车	进行 232 调查	商务部启动调查，以确定中型卡车、重型卡车、中型和重型卡车零部件及其衍生产品的进口对国家安全造成的影响。
关键矿物	进行 232 调查	商务部启动调查，以确定关键矿物加工品及其衍生产品的进口对国家安全造成的影响。
商用飞机		
和喷气式发动机	进行 232 调查	商务部启动调查，以确定商用飞机、喷气式发动机及其零部件的进口对国家安全造成的影响。
多晶硅	进行 232 调查	商务部启动调查，以确定多晶硅及其衍生产品的进口对国家安全造成的影响。
无人机系统	进行 232 调查	商务部启动调查，以确定无人机系统（UAS）及其零部件的进口对国家安全造成的影响。

来源：Federal Register、White House、Reuters，国金证券研究所

二、 口头协议与执行分歧

关税只是美国近期贸易谈判的“开胃菜”，真正的“主菜”是其利用关税大棒，迫使他国在采购、投资、军事和地缘战略上做出的妥协。

特朗普政府对口头协议的普遍依赖，是这些谈判中的一个突出问题，并已引发多重争议。由于缺乏明确的书面协议，多项贸易谈判的成果陷入了“各说各话”的混乱局面，关键条款的解释权成为争议焦点。

这种认知鸿沟在美日谈判中尤为突出。尽管日方官员引述美方代表称 15% 为最终税率，但由于官方行政令并未修改，双方对于该关税究竟是最终税率还是附加税的争议依然存在。5500 亿美元的投资协议在特朗普口中是“签约奖金”，但在日本眼中却是企业主导的“贷款和担保”。同样，美韩之间 3500 亿美元的投资协议也因美方单方面提出“九成利润归美”的说法而引发争议，韩方对此否认。

这种分歧不仅限于对既有口头承诺的解读，甚至会直接阻碍协议的最终达成。例如，美欧贸易联合声明之所以推迟，正是因为双方在欧盟《数字服务法》的定性上无法达成一致——美方视其为打压本国科技企业的“非关税壁垒”。在此问题悬而未决之际，特朗普政府已明确表示，不会签署旨在降低欧盟汽车关税的行政令。

这种模式反映出特朗普政府的一种谈判策略：在会谈中提出口头要求，若对方未明确拒绝，便将其解读为默许。这种做法直接导致了事后双方在谈判成果、资金性质、投资方式及利润分配等核心问题上产生巨大争议。

虽然对等关税的基本框架已经形成，但美国贸易政策的核心变数仍然是特朗普本人。他倾向于将关税武器化，并确保自己拥有唯一的解释权和发动权，使其成为一种可以随时用于转移矛盾、满足财政需求或主导舆论的工具。因此，在未来两三年的任期里，这种高度争议性的关税策略料将屡见不鲜。



图表5: 美国与主要贸易伙伴进展

国家/地区	状态	新对等关税税率	美国贸易伙伴做出的部分妥协（尚未形成书面协议）
日本	特朗普口头协议，尚未签署贸易协定	15%	1) 为美国开放一系列工业和消费品准入 2) 取消对美国汽车和卡车的长期限制 3) 设立由日方支持的 5500 亿美元基金，用于投资振兴美国的战略工业基础，包括能源基础设施和生产、半导体制造和研究、关键矿物开采、加工和精炼、制药和医疗生产和商业和国防造船（日本称投资决策权在私营部门，政府不能强制企业履约，并澄清基金包括股权、贷款和担保，其中股权投资占 1-2%，股权投资回报的 90% 利润返还给美国） 4) 购买美国商用飞机（包括购买 100 架波音飞机的协议）、数十亿美元的美国国防设备、80 亿美元的商品（玉米、大豆、化肥、生物乙醇和可持续航空燃料）和能源，以及增加 75% 的美国大米进口量，并大幅扩大进口配额 5) 阿拉斯加液化天然气 (LNG) 承购协议
欧盟	特朗普口头协议，尚未签署贸易协定	15%	1) 消除欧盟对美各个行业的关税，并为其他产品提供有意义的配额，为美国商品创造市场准入机会 2) 解决美国关注的一系列欧盟提出的各种要求（给美国出口商，特别是中小型企业带来了负担），包括消除美国出口商在欧盟开展业务时面临的繁文缛节 3) 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奶制品卫生证书的要求 4) 解决不合理的数字贸易壁垒，包括不会采纳或维持网络使用费、对电子传输保持零关税 5) 2028 年前在美国进行 6000 亿美元的新投资（在每年超过 1000 亿美元的原有投资额度上） 6) 2028 年前购买 7500 亿美元的美国能源和美国军事装备 7) 建立严格的原产地规则 8) 增强供应链弹性和创新，与美在应对第三方非市场政策、入境和出境投资审查、出口管制和关税逃避进行合作 9) 在关键领域，包括能源和半导体，达成一系列重要的商业协议
印度尼西亚	特朗普口头协议，尚未签署贸易协定	19%	1) 取消对美国 99% 产品的关税 2) 削减工业品、农产品非关税壁垒和数字贸易壁垒 3) 取消对美国所有工业商品（包括关键矿产）的出口限制 4) 加入全球钢铁产能过剩论坛、解决过剩问题 5) 加强合作提高供应链弹性，包括解决关税逃避问题以及在出口管制和投资安全方面进行合作 6) 采纳并实施强制劳工进口禁令，并取消限制工人或工会行使结社自由和集体谈判权的条款 7) 购买 32 亿美元飞机、45 亿美元农产品、150 亿美元能源 8) 谈判促成性原产地规则
韩国	特朗普口头协议，尚未签署贸易协定	15%	1) 接受包括汽车和农产品在内的美国商品进入其市场，并且不对其征收任何进口关税。（韩方强调牛肉、大米未达成协议） 2) 改进水果蔬菜检疫规则 3) 讨论汽车安全规则 4) 向美国投资 3500 亿美元，1500 亿美元用于造船合作，而 2000 亿美元将包括芯片、核电、电池和生物技术（韩总统顾问针对美方将获 3500 亿美元项目 90% 利润称未讨论利润分配，希望收益“再投资”美国，以贷款、担保为主，股权投资有限） 5) 购买价值 1000 亿美元的能源产品（未来 3.5 年内进行，能源采购将包括液化天然气、液化石油气、原油和少量煤炭）

注：上述大多内容仅根据美国白宫官网披露的信息整理而得，在没有公布贸易协定文本前仍存在不确定性。

来源：White House、Bloomberg、Reuters、The New York Times，国金证券研究所



三、美国进入去库存周期

随着 8 月 7 日各项关税政策初步落地，美国正式迎来了高关税时代。若以“替代前”（即假设贸易伙伴的进口份额不变）的指标来衡量，2025 年迄今的关税调整，已将美国的平均有效关税税率推高了 16.2 个百分点。这意味着美国整体的平均有效关税税率已攀升至 18.6%，达到了自 1933 年大萧条以来的最高水平，标志着其贸易环境发生了根本性转变。

高关税的预期与落地，对美国进口数据造成了扰动。在关税实施前，企业纷纷“抢跑”进口以规避成本，导致 3 月份进口额环比激增 4.67%，相比去年同期更是大幅增长 26.36%。然而，这种提前采购的行为透支了未来的需求。进入 6 月份，进口额同比下降 1.39%，降至 2024 年 3 月以来的最低点，显示出“透支效应”。

与进口数据同步，美国企业已全面进入去库存周期。批发商库存数据显示，耐用品库存的同比增速已从 3 月份的 1.52% 大幅下滑至 6 月份的 0.17%；非耐用品的库存增速也从 4 月份的 4.07% 降至 6 月份的 3.35%。库存增速的普遍放缓，进一步印证了前期囤货高峰已过，美国国内的进口需求正趋于疲软。

美国进口需求的转变，主要源于两个核心因素。首先，随着 8 月 7 日关税大局已定，并且多数国家不再享有此前的 90 天缓冲期，企业在高关税成为常态后，失去了加急进口的必要性。其次，大部分企业已在关税落地前完成了采购，已经多余囤积了 1 到 2 个月的库存。这意味着后续的经营将基于消化现有库存，并逐步通过提价来转嫁更高的关税成本。因此，在未来没有新一轮更高关税预期的背景下，美国正从“抢跑进口”阶段，过渡到“消化库存”的新阶段。

总的来说，在特朗普 2.0 时代，全球贸易格局正经历一场向多极化发展的深刻变革。过往依赖中美两大经济体的全球化路径已然式微，取而代之的是一个更为分散的网络化结构，各国正积极地以自身为节点，构建多元化的区域性贸易联盟。在这一新兴格局中，任何国家若想掌握未来的话语权，就必须成为连接不同贸易圈的“最大公约数”——即扮演那个被最多贸易网络所需要、不可或缺的核心枢纽角色。

图表6：自 2025 年 1 月 1 日以来美国的平均有效关税税率（单位：%）

Policy through August 6, Pre-Substitution
Percent of goods import

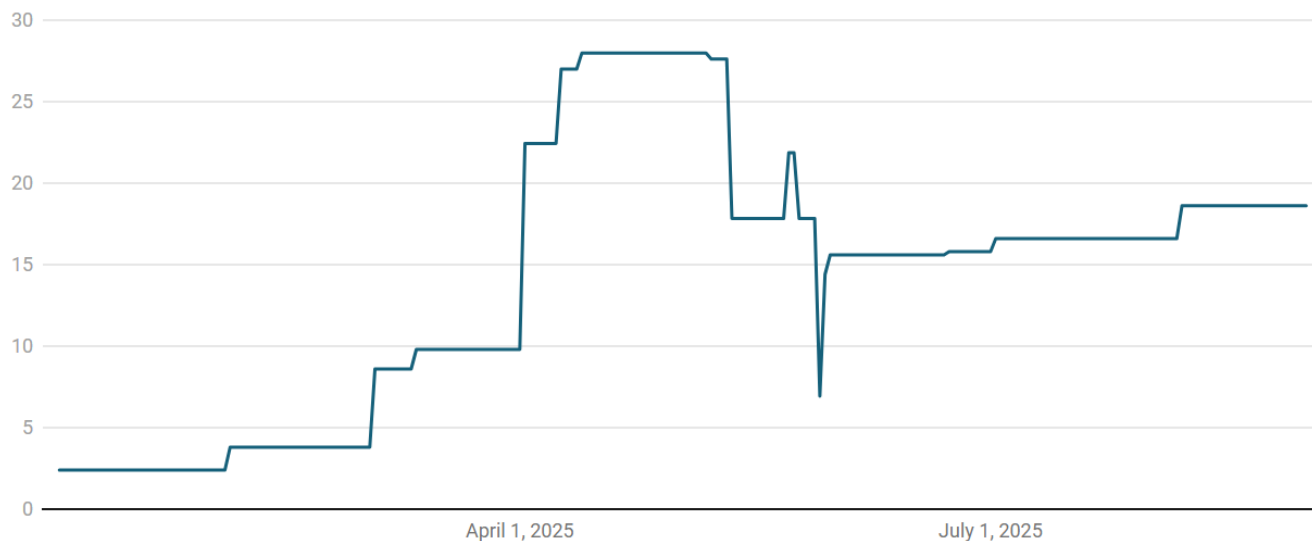


Chart: The Budget Lab • Source: The Budget Lab analysis. • Created with Datawrapper

注：pre-substitution metrics 是假设各国的进口份额保持 2024 年的水平。

来源：The Budget Lab at Yale，国金证券研究所

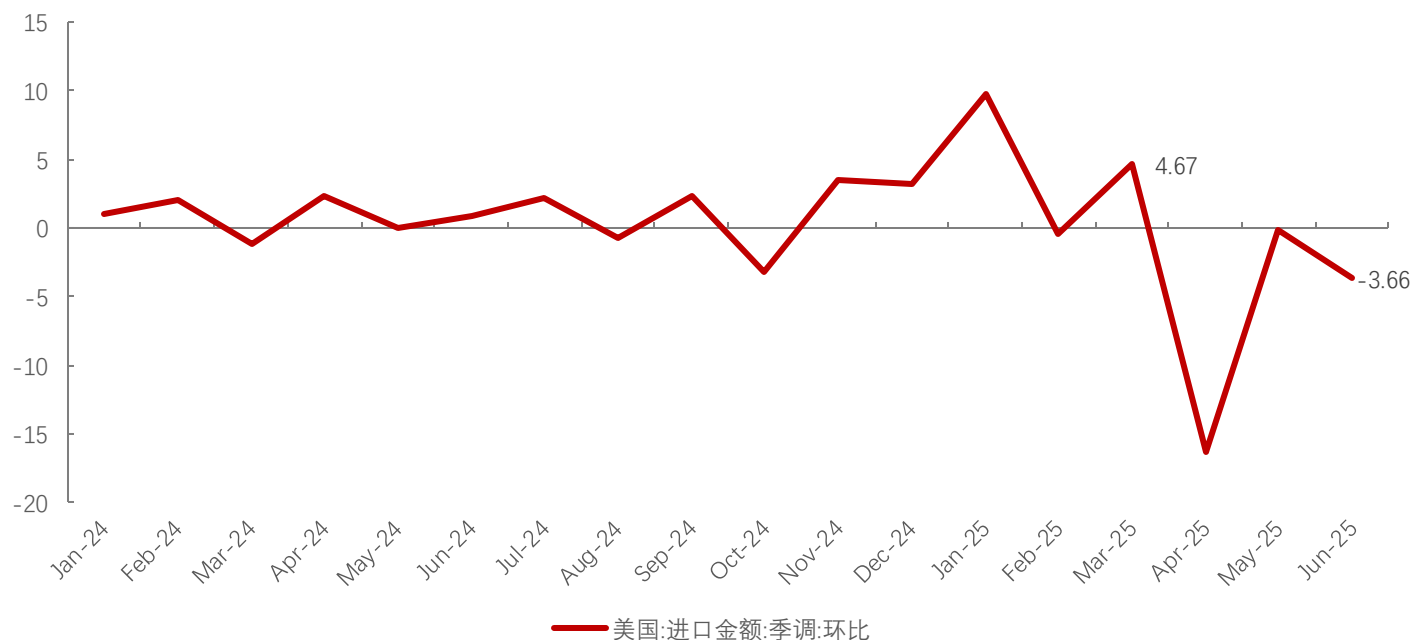


图表7：6 月份美国进口金额同比增速为 2024 年以来首次为负（单位：%）



来源：Wind，国金证券研究所

图表8：美国进口金额环比增速在 3 月份后转负（单位：%）



来源：Wind，国金证券研究所



图表9：美国耐用品批发商库存金额同比增速3月份后走弱（单位：%）



来源：Wind，国金证券研究所

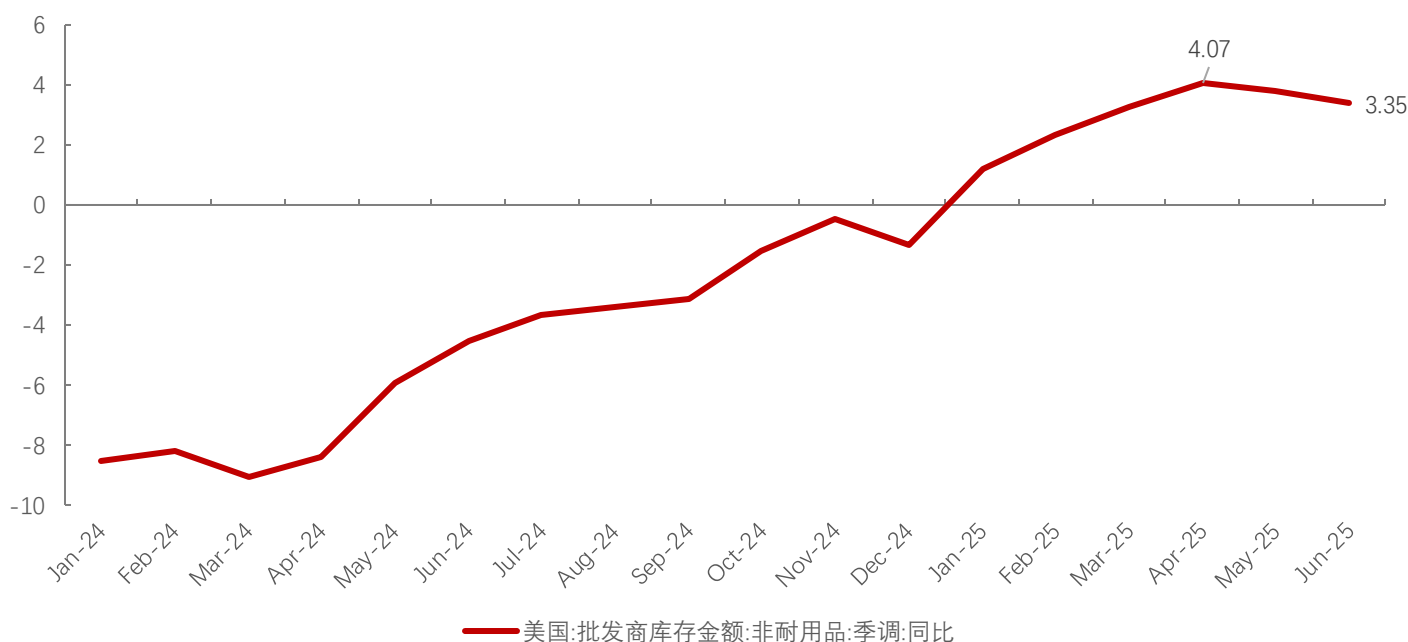
图表10：美国耐用品批发商库存金额环比3月份后走弱（单位：%）



来源：Wind，国金证券研究所

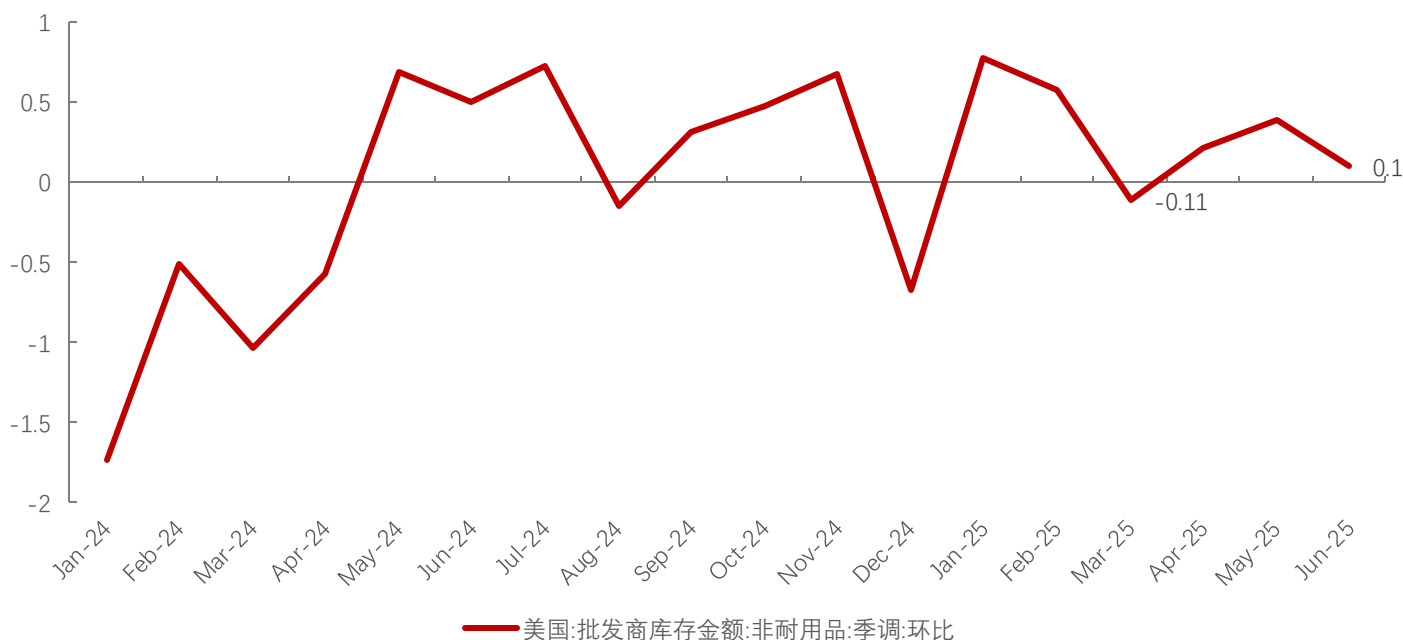


图表11: 美国非耐用品批发商库存金额同比增速 4 月份后走弱 (单位: %)



来源: Wind, 国金证券研究所

图表12: 美国非耐用品批发库存环比增速在 6 月份降至近六个月的次低点, 仅高于 3 月份的水平 (单位: %)



来源: Wind, 国金证券研究所

风险提示

在后续的贸易博弈中, 特朗普政府或将常态化地使用“极限施压”策略。通过不断抛出更高税率的威胁, 其目标是迫使贸易伙伴做出更大让步。这种策略将导致贸易摩擦螺旋式升级的风险显著增加, 并可能随时引爆更大规模的关税对抗与贸易报复。

需警惕中期选举后, 特朗普政府可能重启新一轮大规模贸易谈判。这不仅可能动摇现有贸易协议的稳定性, 还将引入



全新的变量和要求，导致全球供应链和资本市场面临新一轮的动荡与不确定性。

特朗普政府可能会采用创新型关税工具。这些新工具的触发机制和征收范围可能突破传统贸易争端的框架，其带来的冲击将比以往更强、更突然且更难预测，企业需防范突发性的供应链中断风险。



特别声明：

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

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建国门内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究