



分析师：陶川

执业证号：S0100524060005

邮箱：taochuan@mszq.com

分析师：邵翔

执业证号：S0100524080007

邮箱：shaoxiang@mszq.com

研究助理：武朔

执业证号：S0100125070003

邮箱：wushuo@mszq.com

➤ **当 8 月 1 日的“关税 2.0”大限只剩一周，特朗普又开始了“交易的艺术”。**先是利用日本执政党上议院选举失利的机会，顺势拿下美日协议；然后迫不及待宣布中美将在瑞典举行会谈（完全可以等到 8 月 1 日之后），利用中、日来“围猎”欧盟的意图昭然若揭。而对于中美而言，贝森特已经“明牌”定调本次会晤的关键词依旧是“缓”，降关税可能还得从长计议。那么，从 7 月初以来的“谈判 2.0”，特朗普的思路有哪些变化？从近期美国贸易谈判的进展，我们还能得到中美之间的哪些线索？

➤ **作为“特朗普 2.0”最标志性的政策，关税政策的走向似乎过于顺利？**在历时不到 4 个月的时间内，美国和日本、欧、以及东南亚部分国家在贸易关税上基本达成或即将达成共识。

➤ **与 4 月上中旬的“猛打猛冲”不同，特朗普在 7 月初以来的“谈判 2.0”呈现出明显的不同，**我们概括为三点：紧抓“中小”基本盘；聚焦“欧日”；更加讲究谈判策略：

➤ **紧抓“中小”基本盘，保证谈判必有成果。**在“谈判 2.0”初期把主要精力花在越南、印尼、菲律宾等东南亚小国身上，这些国家的特点是对美出口依赖高、因此易出成果，保证了向民众“交待”的基本盘。

➤ **在此基础上，攻克欧洲和日本两个“桥头堡”国家。**我们在之前报告《贸易谈判框架指南》中已经说明，从整体谈判全局来看，日本和欧洲才是美国贸易谈判的两个关键抓手，如果不能至少搞定一个，则基本可以宣告特朗普关税政策的失败。

➤ **利用时机和造势来掌握谈判主动。**例如利用日本上议院选举的时间窗口，抓住石破茂的软肋；通过中美会晤和美日协议来施压欧盟。而国际地缘政治的博弈是一直动态变化的，我们需要注意的是当美国阶段性“搞定”欧、日，他的下一个矛头会指向谁。

➤ **那么，从迄今美国拟达成的协议内容，我们能捕捉到什么信号？**

➤ **“中小”对手：占尽便宜，战略布局。**对于越南、印尼、菲律宾等经济体，美国无一例外是征收高于 10% 的关税（19%），并且要求“门户开放”。而从长远布局来看，有两点值得注意：一是 40% 的转口贸易关税；二是可能加强地缘合作（比如和菲律宾）。

➤ **再来看看美日、美欧的协议情况：**

➤ **日本协议：不止石破茂需要，特朗普也需要。**从新透露的协议内容来看，美国对日本征收 15% 的关税（包括汽车），相较此前特朗普发放信函公布的 25% 税率大幅缩小，此外日本则向美国投资 5500 亿美元，两方均作出了重要让步。

➤ **相较于此前的僵持不下，当前美日双方都有不得不达成协议的理由：**一方面，随着执政联盟在参议院的失败，日本首相石破茂急需借美日协议保住相位；而特朗普也迫切需要与日本达成一致，由于日本在美国贸易谈判中处于牵一发而动全身的地位，如果美日无法达成协议，美国和其他大型经济体（不含中国）的共识也

相关研究

1. 政策动态点评：7 月政治局会议的新期待-2025/07/22
2. “十五五”规划系列报告（四）：从金融强国看“十五五”规划-2025/07/21
3. 历史比较法之于美国困局——请回答 2025 系列报告（二）：美联储能保住自己的独立性吗？-2025/07/18
4. 经济动态跟踪：外卖补贴如何影响 7 月社零？-2025/07/18
5. 美国经济研究：关税“博弈”：谁是主要“受害者”？-2025/07/17

难以推进；相反，一旦美日达成协议，美欧、美韩等都会加速。

➤ **事实也是如此，日美协议消息公布后，欧盟随即释放拟与美国达成协议的信号。**但当前欧盟在谈判中处于极为不利的位置：一方面中美关系缓和、中欧关系降温，而且美日、美英已经达成初步协议；另一方面，今年欧元大幅升值，若再加上高额关税，欧元区经济社会将承受巨大压力。

➤ **因此，对欧盟而言能够达成和日本类似的协议是当前最好的结果，包括 15% 的关税（涵盖汽车）；以及对飞机、烈酒和医疗器械等部分产品免除关税。**但鉴于欧盟处境被动，而且和美国的摩擦、反制更多，因此特朗普可能索要更多的好处，影响谈判的顺利进展；此外欧盟内部也不是铁板一块，法国明显对美态度更加强硬（原因包括空客和波音的竞争以及数字服务税问题），这均为双方是否能达成一致带来了变数。

➤ **回到中美谈判，临近中美关税 3 个月暂缓期，并且在已经两轮谈判的铺垫下，这次谈判显得尤为重要。我们认为有三个重要关注点，相比关税，其中更重要的可能是供应链问题：**

➤ **首先，对于关税问题，**由于临近暂缓期，本次谈判或将更多涉及对于芬太尼关税和对等关税的讨论，但参考墨西哥在禁毒方面做了很多努力，而关税却不降反增。因此我们认为中美关税完全取消的难度较大，可能会维持现有水平进一步暂缓（或小幅调降）。

➤ **那么，最终的关税水平有多高？**我们在报告《跳出关税看谈判：“7 月 9 日”还重要吗？》中提到，关注美国对转口贸易设置的关税水平，当前美国对越南、印尼的协议中对转口贸易均设置 40% 的关税，这可能会是美国最终对中国出口设置关税水平的重要参考。我们认为可能的情景包括两个：一是 20% 的芬太尼关税和 24% 的对等关税均部分保留；二是 20% 的芬太尼关税全部保留，24% 的对等关税废除。

➤ **其次，更重要的是供应链方面的磋商，尤其是美国希望在稀土供应上得到进一步保障。**近期特朗普政府持续释放对中国的积极信号，一方面放松对中国 H2O 芯片出售，特朗普表示美国将会以“非常友好的方式”与中国在人工智能领域竞争；此外，贝森特一度表示，考虑到中方重要会议的召开，美方可以灵活调整会面时间，是否在第三国会面也可以商量。

➤ **这一系列操作可谓是给足了中国“面子”。**美国的持续妥协和退让也体现出来其需要与中国达成协议的急迫性，我们认为，本轮谈判中，美方可能需要中方在稀土供应上给出承诺。

➤ **最后，对于其他经贸外的潜在议题可能不在本次讨论中。**首先，贝森特表示希望将中国对俄罗斯和伊朗石油的采购纳入到谈判讨论范围中，这意味着中美谈判可能不仅局限于关税层面，或更多转向地缘政治等问题。但这更多是美国的“一厢情愿”，中国不太可能接受在谈判中安插经贸以外的问题，从而被美国“裹挟”。此外，元首会晤也不在本次经贸谈判的讨论内容之中。

➤ **风险提示：**美国经贸政策大幅变动；关税扩散超预期，导致全球经济超预期放缓、市场调整幅度加大。

图1：日本、越南、菲律宾多国与美国达成初步协议

特朗普税率变动一览（截止至7月23日）								
	2024年美国进口 (十亿美元)	2024年美国贸易差 额 (十亿美元)	4月对等关税/旧 关税 (%)	发函税率 (%)	(拟) 协议税 率 (%)	发函税率- 旧税率 (%)	(拟) 协议 税率-旧税 率 (%)	(拟) 协议 税率-发函 税率 (%)
欧盟	617.9	-246.8	20	30	--	10	--	--
墨西哥	510.0	-175.9	25	30	--	5	--	--
加拿大	422.2	-73.7	25	35	--	10	--	--
日本	152.1	-72.3	24	25	15	1	-9	10
越南	142.5	-129.4	46	--	20	--	-26	--
韩国	135.5	-69.9	25	25	--	0	--	--
美国	69.3	10.7	10	--	10	--	0	--
泰国	66.0	-48.3	36	36	--	--	--	--
马来西亚	53.8	-26.1	24	25	--	1	--	--
巴西	44.2	5.5	10	50	--	40	--	--
印度尼西亚	29.5	-19.3	32	32	19	0	-13	13
南非	14.9	-9.1	30	30	--	0	--	--
菲律宾	14.6	-5.3	17	20	19	3	-1	1
柬埔寨	13.4	-13.0	49	36	--	13	--	--
孟加拉国	8.8	-6.6	37	35	--	-2	--	--
伊拉克	7.7	-6.0	39	30	--	-9	--	--
斯里兰卡	3.2	-2.8	44	30	--	-14	--	--
阿尔及利亚	2.5	-1.5	30	30	--	0	--	--
哈萨克斯坦	2.4	-1.3	27	25	--	-2	--	--
利比亚	1.5	-0.9	31	30	--	-1	--	--
突尼斯	1.2	-0.7	28	25	--	-3	--	--
塞尔维亚	0.9	-0.6	37	35	--	-2	--	--
老挝	0.8	-0.8	48	40	--	-8	--	--
缅甸	0.7	-0.6	44	40	--	-4	--	--
文莱	0.2	-0.1	24	25	--	1	--	--
波斯尼亚	0.2	-0.1	35	30	--	-5	--	--
摩尔多瓦	0.1	-0.1	31	25	--	-6	--	--

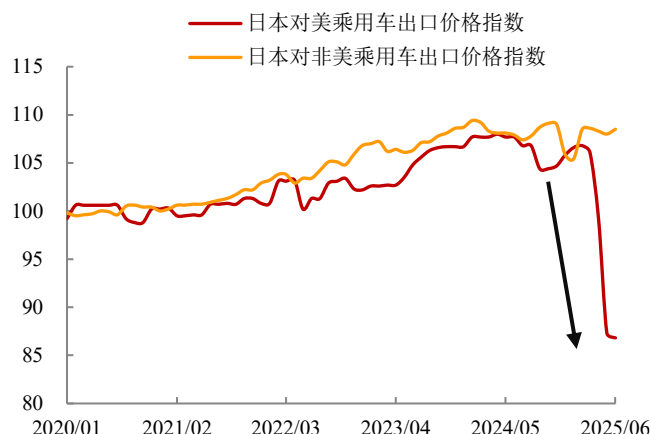
资料来源：trade map，白宫，华尔街见闻，金十数据等，民生证券研究院

图2：越南、印度尼西亚、菲律宾对美协议内容

东南亚主要国家对美贸易协议内容				
经济体	美国进口税率	美国对其转口税率	开放市场	其他
越南	20%	40%	对美国进口 零税率 ，全面开放市场	--
印度尼西亚	19%	40%	对美工业、食品、农产品 取消99%关税 ； 同意接受美国政府的“美国联邦机动车安全标准”（FMVSS）； 取消包括关键矿产在内工业产品向美国出口的限制； 将向美国采购价值 150亿美元 的LNG、原油和汽油，价值 45亿美元 的大豆、豆粕、小麦和棉花，价值 32亿美元 的美国飞机。	--
菲律宾	19%	--	菲律宾将对美国开放市场，并实行 零关税	展开地缘合作

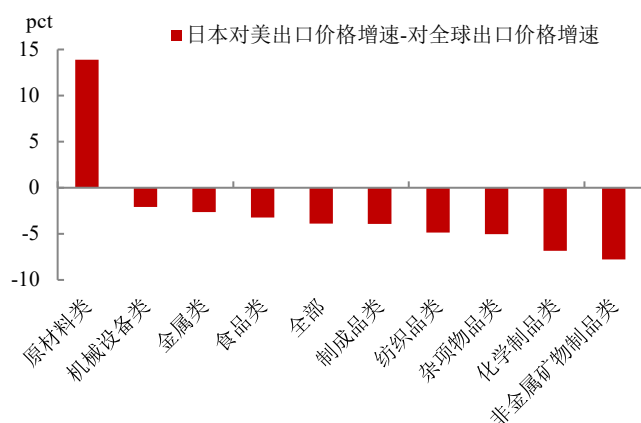
资料来源：华尔街见闻，路透社，民生证券研究院

图3：日本对美乘用车出口价格断崖式下降



资料来源：BOJ，民生证券研究院

图4：关税对日本国内出口商造成较大损害



资料来源：ifind，民生证券研究院

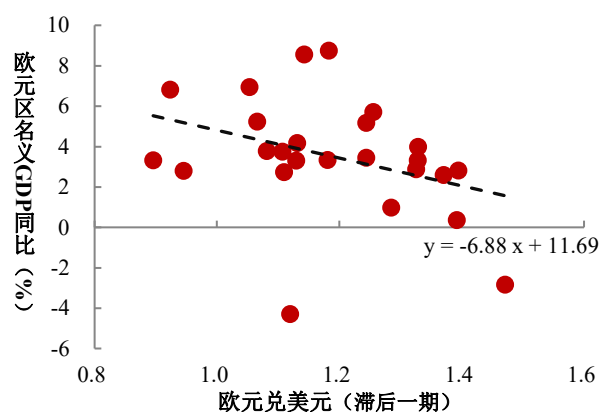
注：增速为2025年5月较2023年3月价格涨跌幅。

图5：欧元兑美元快速升值



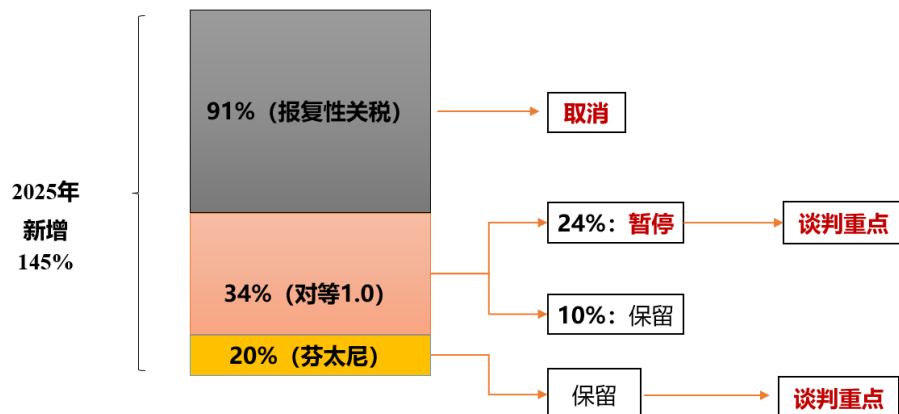
资料来源：ifind，民生证券研究院

图6：欧元升值一定程度上拖累 GDP 增长



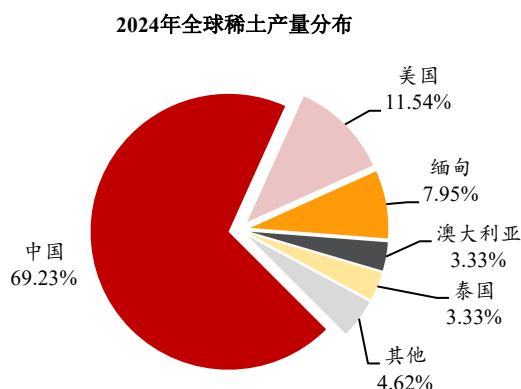
资料来源：ifind，民生证券研究院

图7：24%对等关税和 20%芬太尼关税是下一轮谈判重心



资料来源：中国政府网，民生证券研究院总结绘制

图8：中国在稀土供应领域影响力强



资料来源：ifind，民生证券研究院

图9：美方释放缓和信号

美国对华缓和言论及措施一览	
时间	内容
6月29日	特朗普谈及中美关税问题时表示， 美国与中国相处得很好。
7月3日	美国政府已经向两家能源公司发去了信函， 取消了此前对其向中国出口乙烷施加的限制。
7月3日	美国政府当天向美国通用电气航空航天公司表示， 可以重启向中国商飞公司供应喷气发动机。
7月13日	特朗普在内阁会议上称赞中国， 在对美贸易协议中“非常公平” ，还特意强调自己近期与中国保持着良好关系。
7月15日	英伟达创始人黄仁勋表示，已获得特朗普政府的批准， 将恢复H20在中国的销售。
7月15日	特朗普声称，美国将成为人工智能领域的第一超级大国，但 美国将会以“非常友好的方式”与中国等对手竞争。
7月15日	贝森特指出，两国谈判 处于“非常良好的状态” 。考虑到中方将举行大型会议，美方需灵活调整与中方会面的时间， 是否在第三国会面也可以商量。

资料来源：观察者网，腾讯新闻，网易等，民生证券研究院

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收到任何形式的补偿。

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客户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：上海市虹口区杨树浦路 188 号星立方大厦 7 层； 200082

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