

跳出关税看谈判：“7月9日”还重要吗？

2025年07月07日



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

➤ 对于一个在谈判中不守时的对手，我们真的还需要纠结于某个具体的时点吗？这是我们持续跟踪特朗普贸易政策以来最大的感受和疑问，从2月以来特朗普关税的起起伏伏、反反复复已经成为常态，TACO交易已经深入人心。7月9日，作为明面上第一阶段暂缓结束的时间节点，**说它重要，那是因为特朗普确实需要给民众和国际社会一个“交待”；说它不重要，则是很多事情的走向在4月以来的两个多月里已经埋下“草灰蛇线”，“7月9日”虽然给了市场短期更多的波动，但在特朗普重塑全球贸易的版图中可能并不重要。**

➤ **首先我们来说说特朗普的“交待”。**我们觉得核心就在于两个方面：一是要突出“胜利”；二是要展现强势和压迫感（至少在民众面前）。

➤ **强调“胜利”和成果，在阶段性收官阶段就要“抓大放小”。**这和我们在之前报告《以退为进？美国贸易谈判追踪分析框架》提到的**贸易谈判过程中是“抓大放小”，形成对比。**在4月初以来的大部分谈判时间内，美国贸易谈判的主要精力是花在日本、中国、韩国、欧盟、印度等大型经济体上的，主要的想法很明确，**争取在有限时间内，至少通过一、两个大型经济体的突破来“以点带面”，撬动尽可能多的成果。**

➤ **想法是好的，但是“事与愿违”。**到目前为止，美国和大型经济体的谈判成果比较有限，**大多还是往临时性、原则性协议或者谈判延期方向努力，达成正式全面贸易协议的可能性很低。**到了阶段性收官时刻，大型经济体搞不定，**就只能找“软柿子”，在小型经济体上以量取胜，比如越南、柬埔寨、印尼等。**

➤ **展现“强势”，这个市场都比较熟悉，但市场环境已经不一样。**过去的几个月里，市场已经见识到了特朗普的关税手段，包括口头威胁，中止谈判威胁，报复性关税威胁甚至可能短期内真的落地高关税（然后取消）。所以7月9日当周特朗普可能“故技重施”，市场波动也会比较大，尤其值得注意的是和4月初相比，当前的市场环境有明显不同，最典型的**就是美股，已经刷新历史新高，这是特朗普“上强度”的重要底气。“一波未平、一波又起”是特朗普的风格，需要保持警惕，比如“报复性税率”可以更高，比如提前公布232调查等。**

➤ **其次对于贸易协议的内容我们能有什么期待呢？**同样也可以从两个维度来看这个问题：**一是能够谈成的会是什么样的？二是没有谈成的会发展成什么样？**

➤ **能够谈成的，英国和越南是最具代表性的两种类型。**英国是“亲密盟友”而且在供应链上和中国直接关联相对较少；越南则是“软柿子”型的代表，对美国有极强的依赖，而在供应链上也和中国联系紧密。

➤ **盟友、有一定国家实力：相对低的基准关税+部分放开市场+行业出口限额。**英国最早和美国达成协议，虽然由于时间仓促（“庆祝”对等关税一个月）协议内容其实并不完备，但从基本雏形上看，关税税率会相对偏低，在市场放开上也比较有限，而行业上则主要通过限额的形式避免更高的关税、同时限制被征税国的出口。

➤ **国力相对偏弱的小国：相对更高的税率+更彻底的门户开放。**越南比较有代

相关研究

1.海外市场点评：关税大限将至，市场需不需要担心？-2025/07/06

2.海外市场点评：6月非农缘何大超预期？-2025/07/04

3.政策动态点评：“反内卷”的下一步-2025/07/03

4.海外市场点评：市场对降息过于乐观了吗？-2025/07/02

5.2025年6月PMI数据点评：PMI稳住了吗？-2025/06/30

表性：美国征收的关税是在基准的 10% 上额外增加 10%，同时要求越南对所有的美国进口实施零关税。而具体的行业关税上可能因为时间、精力问题，细化程度不会太高。

➤ **在限制中国上，参考目前已公布的贸易协议，可能会有两个不同的方式。一是可能使用海关监管等执法措施，并未设置明确的转口税，比如英美贸易协议中美国要求英国加大对第三方国家的海关审查；二是直接对转口贸易设置更高的关税，比如美国对所有通过越南转口的商品加征的 40%。**我们认为这种区别一方面和国家实力有关，一方面也与供应链上的相关性有关，因此我们倾向于认为欧洲、日、韩、印等会采取前一种方式，而对于亚洲的其他国家则可能会采取更加直截了当的关税方式。

➤ **对于短期内可能无法达成全面贸易协议的国家，“打”、“谈”结合，达成临时性协议后继续谈。**这主要集中在大国，所以特朗普的“恐吓”会大打折扣。从中国的例子中，大国们似乎都得到了不少灵感。我们在之前报告《以退为进？美国贸易谈判追踪分析框架》中提到，站在中国的视角，衡量美国第一阶段谈判的成果，关键就看和日本和欧盟的谈判进展如何。从目前看，**美国阶段性的贸易谈判是不成功的：**

➤ **美日：汽车关税的尴尬境地。**日本是美国在对等关税上最早开始谈判的国家，也是大国中除英国外，一度最接近达成协议的。而日本在农产品进口和限制中国上已经倾向于对美国作出让步，目前最大的问题在于汽车关税（25%）。解决的思路预计还是出口配额，问题在三个方面：多少配额？配额内的关税能否降到 0？以及超过配额的部分能否甚至在明显低于 25% 的水平。这里的难点在于，美国一方面要考虑国内市场的供需问题，另一方面，美英协议的汽车关税模板是“限额内 10%/限额外 25%”，美国如果让步，美英协议也得重新调整。

➤ **美欧：有限报复+大概率延期。**从当前欧盟的表态和美欧谈判的进展看：首先截至上周末，谈判依旧不顺利；其次，欧盟短期的核心诉求很明确，希望延长暂缓期（而不是取消所有关税），可以达成原则性协议；第三，欧盟也很强硬，对于报复持开放态度。我们倾向于认为，7 月 9 日美欧无法达成全面贸易协议；美国提高关税，欧盟大概率会相应征收报复性关税（7 月 14 日对 210 亿美国商品进口加税）；最终在 7 月底、8 月初双方会就延长暂停期（30-90 天）达成一致。

➤ **最后我们来说一说“7 月 9 日”以及之后重要走向和值得关注的事项。**

➤ **首先，虽然和中美协议的直接关系不大，但是会有重要线索。**关注美国对转口贸易设置的关税水平，**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。**我们倾向于认为美国设置转口关税更像是堵漏洞的“补丁”，目的不是封死中国出口，而是想在中国出口上收更多的钱，那么顺理成章，对中国借道他国出口美国的商品征收的关税，应该会比较接近美国直接对中国出口的关税。

➤ **以越南为例，转口关税 40%，考虑到今年加征关税前美国对华关税的平均税率在 12% 左右，本轮中美谈判美国的目标关税税率可能是 +30% 左右（可能会略高一些）。**

➤ **其次，美国贸易摩擦的范式可能要发生变化了，从全面关税逐步向供应链和国际税收转变，甚至未来可能进一步限制各国金融和在美投资。**全面/对等关税作为“主战武器”已经基本完成增收 10% 以上关税的任务，但作为谈判工具似乎过于单薄——对于推进此前特朗普全球“对等”的野心，在边际上的作用会越来越小。而从 4 月以来的情况看，出现了两条新的主线：**供应链和全球税收。**而围绕

的主题，无非是“多收钱、少付钱以及安全”。

➤ **供应链：围堵+重塑。**主要有三个方面：一是中美之间在稀土和科技产业链上的竞争和摩擦；二是在贸易谈判中附带限制中国的条款和内容；三是确有“近忧”的 232 调查，从特朗普不安分的本性来看，等贸易谈判阶段性收官后，很可能会顺势抛出，从目前看风险比较大的行业是铜、木材及其制品、半导体/半导体设备以及医药/药品成分。

➤ **全球税收：899 条款可能只是开始。**在对等关税的原始版本中，特朗普的设想是通过关税一次性解决不同国家之间的不公平问题，其中甚至包括贸易对手国内的税制，比如增值税（可参见我们之前的报告《注定不对等：对等关税分析指南》）。899 条款的初衷正在于此，而删除 899 条款也是因为白宫与 G7 达成一致，免除美国公司可能在 OECD 国家被加征的最低税收（OECD 第二支柱税制，美国已经退出），而这仅仅是解决了与 UTPR 原则（征税不足的利润原则）相关的主要问题。其他所谓的“不公平税收”问题，例如数字服务税（DST）的问题远远没有解决，6 月末特朗普正是因为数字服务税问题，单方面中止与加拿大的贸易谈判。而对于数字服务税同样盛行的欧洲，白宫同样不会就此而善罢甘休。

➤ **最后，对于市场的影响，需要跳出关税、更加立体的进行分析。**我们倾向于至少从贸易/外交，减税/财政和美联储三个维度去观察：

➤ **贸易/外交上：**跳过 7 月 9 日前后的动荡，后续重要的可能是 232 调查的推进，以及在 8、9 月中美之间在贸易和外交上很可能出现的进展。

➤ **减税/财政上：**减税方案生效后，美国债务上限问题阶段性解决，财政上的两大问题：财政账户补充资金，从市场上抽走多少钱？美债发行的期限结构，可能会发生调整。

➤ **美联储：**第三季度将是白宫和美联储关于独立性争论的高潮。而 9 月 18 日美联储议息会议很可能是“答案揭晓”的关键时刻。

➤ **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1：7月9日前后主要经济体和美国达成协议的可能性分析

主要国家贸易谈判最新进展和7月9日前通过协议概率评估					
经济体	占美国进口比重	美国对等关税税率	暂缓期间对等关税	达成协议概率	当前贸易谈判进展
英国	2.1%	10%	10%	达成贸易协议	- 对英10%的对等关税保留。 - 行业关税将采取“配额”思路：汽车小于10万台：10%关税；大于10万台，27.5%关税； - 英国增加50亿美元农产品进口，以及100亿美元波音采购订单。 - 落实原产地原则：避免其他国家利用协议进行转口。 - 巩固政府优先采购权，给予优先进口权：英国航空航天零部件；医药和相关原材料；以及其他面临232等调查的行业。
越南	4.2%	46%	20%	达成贸易协议	- 美方将对越南进口征收20%关税，并对“转运”产品征收40%的惩罚性关税； - 作为交换，越南将首次对美国产品全面开放市场，实施零关税政策。
泰国	2.0%	36%	10%	高	泰国称与美国的贸易谈判“进行得很顺利”，寻求在下周截止日期之前达成协议，一份根据美国反馈改进的提案正在筹备中。
印尼	0.9%	32%	10%	高	- 印尼发表声明，称有信心在即将到来的关税截止日期前与美国达成一项涵盖关键矿物、能源、国防合作和市场准入的大胆的贸易协议； - 将对超过1700种商品实施接近零水平的进口关税，覆盖近70%的美国进口商品，涵盖美国要求的关键领域，包括电子产品、机械、化学品、医疗保健、钢铁、农业和汽车等行业； - 此外，印尼将于7月7日周一签署价值340亿美元的谅解备忘录，在美国投资，并购买美国的农产品和价值155亿美元的能源产品。
印度	2.7%	26%	10%	中	- 美印努力在7月9日前敲定临时贸易协议； - 但印度计划对美国汽车及零部件关税报复的举动，以及在关键的农业和乳制品问题上不愿做出妥协，为协议达成增加不确定性。
日本	4.5%	24%	10%	低	- 日美七轮贸易谈判，未取得实质性进展（即将开展第八轮）； - 日方对25%汽车关税态度强硬，希望拖延关税截止日期； - 美方威胁对日征收30%-35%关税，特朗普称与日本达成协议“看起来很难”。
韩国	4.0%	25%	10%	低	韩国积极争取延长90天关税暂停期，当前谈判进度无法在既定期限内完成，希望获得额外磋商时间。
欧盟	18.5%	20%	10%	低	- 欧盟希望与美国达成一项原则性协议，表示愿意接受10%的基准关税，但希望美国承诺，降低对药品、酒类、半导体和商用飞机等关键行业产品的关税，并对汽车和钢铁产品提供配额和豁免； - 欧盟第二轮反制措施规模已从最初的950亿欧元缩减至720亿欧元； - 欧盟否认将在数字服务税等科技业监管法规上对特朗普政府让步。 - 欧盟表示若无法达成更广泛的贸易协议，希望确保美国暂缓加征关税的期限得以延长。

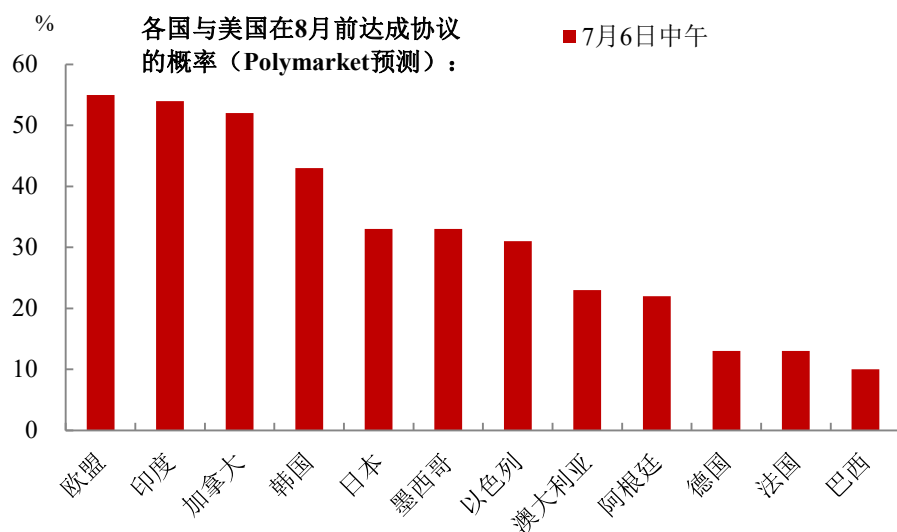
资料来源：华尔街见闻，金十数据，民生证券研究院

图2：美国、英国、越南协议的基本架构和内容

功能定位	美英协议（亲密盟友）	美越协议（“软柿子”）
收入	美英协议：保留10%的对等关税（即使贸易平衡和对美让步也未取消）。	美越：10%的对等关税保留，额外再加10%
谈判	- 美英协议： - 放开市场、尤其是农产品 - 在“限制中国”的政策上建立统一战线：经贸协调，投资安全，出口管制，政府采购规则，打击转口和避税。	- 美越： - 门户开放：对美国进口实施零关税。 “限制转口”：对转运出口征收40%关税/或者按国外成分占比分级征收关税。
供应链重构	- 美英协议： - 出口配额制度（配额之内低关税/零关税，超过配额行业关税） - 优先进口权：航空航天、医药等领域（可能仅适用于亲密盟友）	尚未看到细节

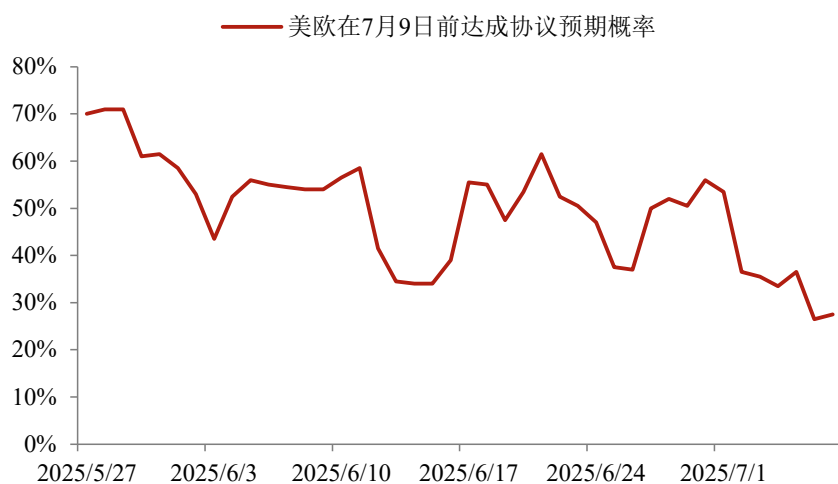
资料来源：USTR，环球时报，民生证券研究院整理

图3: Polymarket 对于 8 月前部分经济体与美国达成协议的概率预期



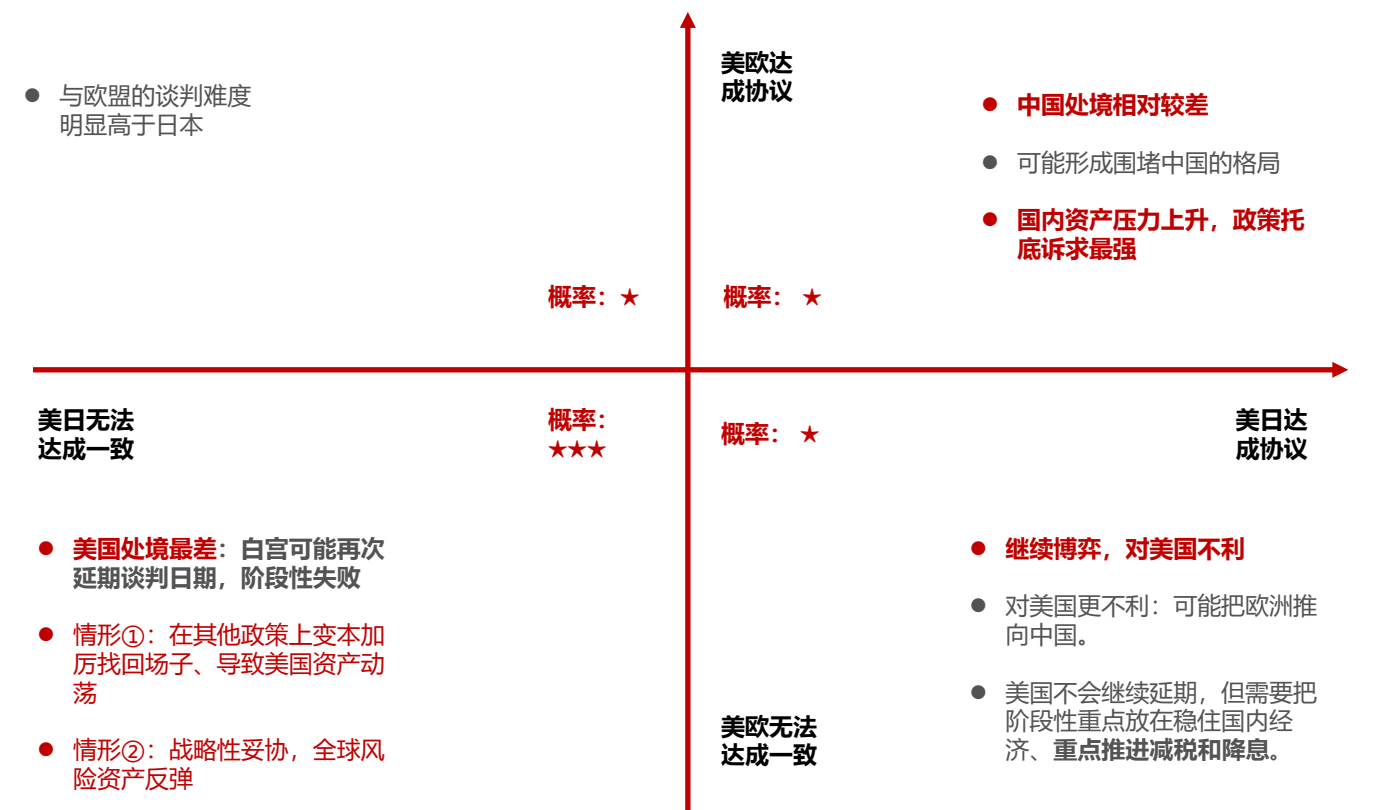
资料来源: Polymarket, 民生证券研究院

图4: Polymarket 对于 7 月 9 日前美欧达成协议的概率预期



资料来源: Polymarket, 民生证券研究院

图5：研判美国第一阶段谈判成果的框架



资料来源：民生证券研究院绘制

图6：美国重塑国家贸易的重心可能发生了变化



资料来源：民生证券研究院绘制

图7：美国重塑国家贸易的重心可能发生了变化：供应链

瑞士会谈后中美之间的主要摩擦				
时间	内容	关税	供应链	其他
5月13日	美国商务部工业安全局（BIS）宣布采取额外措施 加强全球半导体出口管制 ，规定在世界任何地方使用 华为昇腾（Ascend）芯片 均违反美国的出口管制。		★	
5月23日	白宫宣布对中国和其全球军事最终用户的 芯片设计EDA软件 实施新的出口管制		★	
5月28日	英国《金融时报》称，美国政府计划采取措施限制美国EDA公司向中国出售 设计芯片的软件 。		★	
5月28日	美国国务卿称，将继续收紧签证政策，宣布对那些被认定“参与审查美国公民的外国官员和个人”实施 签证禁令 。			★
5月28日	美国国务卿称，美国将开始吊销中国学生的签证，包括“与中国政府有联系或在关键领域学习”的学生。			★
5月28日	美国暂停向中国商飞出口 GE LEAP-1C发动机技术 ，企图扼杀C919大飞机产业链。		★	
5月30日	据路透社，美国计划将对台军售提升至超过特朗普首个任期的水平，以强化对中国大陆的威慑力。			★
5月31日	美国特朗普政府计划出台新规，扩大对中国 科技行业的限制 ，将受制裁企业的子公司一并纳入监管范围。		★	
5月	中国保持着对美国 稀土出口 的管控		★	
6月3日	特朗普签署行政令，将 钢铝关税 由25%提高至50%	★		
6月20日	据《华尔街日报》，美国计划取消允许三星电子、SK海力士、台积电等在中国大陆拥有晶圆厂的晶圆制造商在中国使用美国技术（主要是半导体设备）的豁免。		★	

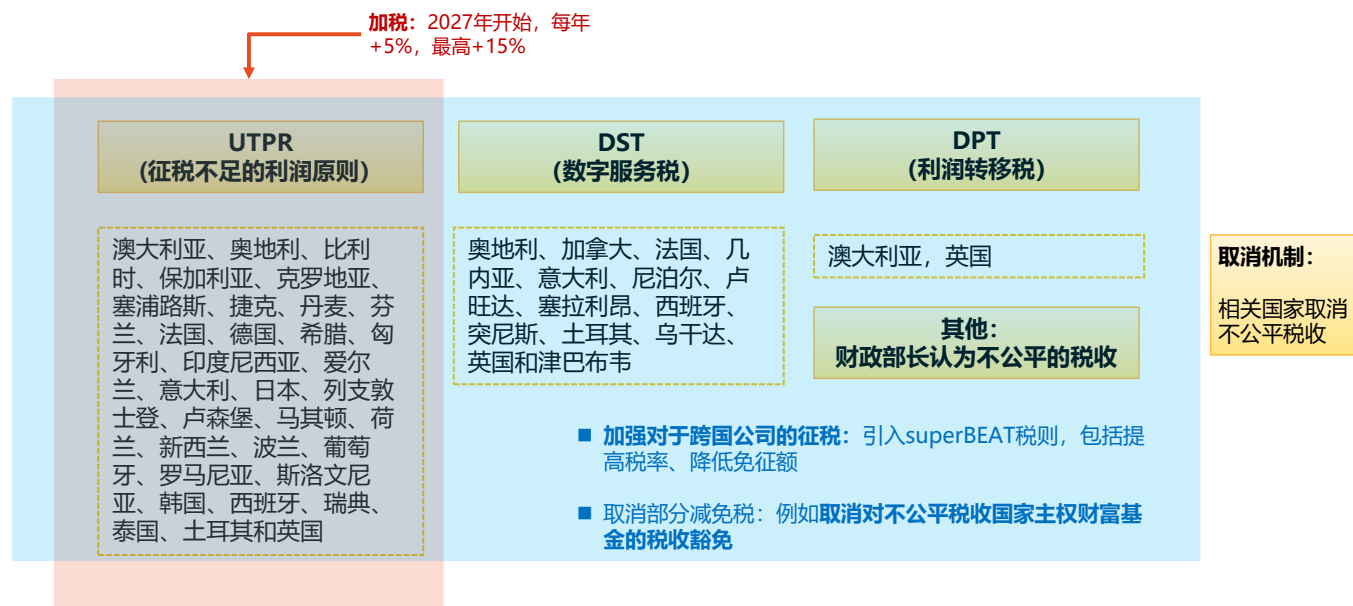
资料来源：腾讯，新浪，观察者网等，民生证券研究院

图8：正在进行的 232 调查及其常见流程



资料来源：BIS，白宫，新华网等，民生证券研究院整理

图9：特朗普对于对等税收的执念：被删除的 899 条款



资料来源：US Congress, KLgates, 民生证券研究院整理

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