

关税大限将至，市场需不需要担心？

2025 年 07 月 06 日



分析师：陶川

执业证号：S0100524060005

邮箱：taochuan@mszq.com

分析师：林彦

执业证号：S0100525030001

邮箱：linyan@mszq.com

分析师：邵翔

执业证号：S0100524080007

邮箱：shaoxiang@mszq.com

➤ 四月对等关税带来的全球市场动荡犹在眼前，为什么似乎眼下的市场却没把对等关税豁免到期当回事儿？是“疼痛麻木”还是“心存侥幸”？

➤ 带着这样的疑问，我们讨论当前两个颠覆市场一致预期的交易，以及其胜率和赔率。

➤ 首先第一个一致预期，我们在报告 20250702《市场对降息过于乐观了吗？》就讨论过，市场前期的降息交易过于乐观了。当前特朗普的“TACO”成为市场的“肌肉记忆”，前期押注特朗普太“鹰”是风险，现在默认特朗普只会“鸽”难道不是更大的风险？有了“大美丽”法案作为底气，这次特朗普可不可以不“chickens out”？

➤ 美元和美债如我们在上述报告预测的一样，“大美丽”法案通过议会，叠加失业率下降、超预期的非农数据公布之后，降息预期小幅回吐，美元和美债利率开始反弹。

➤ 但美股却“好消息”和“坏消息”都能“喜办”，无论是好消息（减税）、还是坏消息（不降息）都影响不了美股的上升势头。

➤ 其实，降息预期在前面的报告已经做了充分讨论了，笔者不再赘述，结论就是市场对降息的路径和效果都太乐观了，这个市场一致预期偏离的概率不低（详见报告 20250629《如何理解美元和美股走势背离？》）。但对其更加敏感的美元和美债已经开始反应了，交易的赔率正在缩小。

➤ 本文主要讨论第二个一致预期——“TACO”交易是不是让我们大幅低估了市场重回四月的概率。

➤ “Trump Always Chickens Out trading”（“特朗普总是退缩”交易，简称“TACO”）是从五月开始的。它的起源是 4 月最后一周特朗普的净支持率创下上台新低。这之后，今年一季度常伴特朗普的“左右护法”，减支强硬派马斯克和关税强硬派纳瓦罗就开始淡出政治视野。而对关税和财政都更加“鸽派”的贝森特开始频繁出现在公众视野当中。

➤ 贝森特对于市场有着敏锐的嗅觉，对美股进行了 CRP（心肺复苏），让市场的“心脏”重新跳动，深 V 后创下新高。市场对这种反转喜闻乐见，且回过头来看。在一次次“压力测试”下，贝森特主导的这一系列政策方向利好市场的概率总非常高（关税迟迟没有谈成，经济还有了减税支撑，复苏的幅度弱到正好可以再次开始降息）。好像所有的好事都一起发生了，“TACO”交易也就成为了市场的“本能”。

➤ 我们具体回顾一下贝森特都做了什么：

➤ 一方面，其积极推进“大美丽法案”的国会审批，可以说是“奇迹般地”让法案在 7 月 4 日的截止日期之前通过了，重新让特朗普政府走进财政赤字扩张的道路上。

➤ 另一方面，关税上，他先扎住了“失血最多的主动脉”——和中国回到一个更加“讲道理”的对等关税水平。此后，再在深入贯彻特朗普“极限施压”精神

相关研究

1. 海外市场点评：6 月非农缘何大超预期？-2025/07/04

2. 政策动态点评：“反内卷”的下一步-2025/07/03

3. 海外市场点评：市场对降息过于乐观了吗？-2025/07/02

4. 2025 年 6 月 PMI 数据点评：PMI 稳住了吗？-2025/06/30

5. 海外市场点评：如何理解美元和美股走势背离？-2025/06/29

的原则下开始主导美国与其他国家的关税谈判。但从结果来看，他对于达成协议帮助并不大，目前只有英国、越南和柬埔寨达成了协议（图 4）。

➤ **放慢的关税与加快的财政挽救了岌岌可危的美国经济预期，但是也把特朗普的关税底线暴露无遗，从实现竞选承诺方面给他的领导造成了很大的阻碍。**更有甚者，回顾上台接近半年的政策组合，最终达成的貌似只有 10% 的关税（不足以覆盖赤字且没法促进制造业回流）+ 减税财政刺激。我们在报告《海外市场追踪：“减税法案”埋了哪些“雷”？》中也详细拆解了这套法案的受益人更多是中产及以上，而更高的通胀和更低的福利保障则让底层人民原本就捉襟见肘得生活更加雪上加霜。说这是对把特朗普推选上来的底层人民的“背叛”似乎都不为过。

➤ **贝森特的一通操作下来直接的后果就是，挽救了看中经济的中产及以上选民的支持率，但代价是牺牲了特朗普的摇摆州和红州基本盘。**且得不偿失的让六月底民调总支持率也跌破了四月底的前期低点。这应该是特朗普最不想看到的情况之一了，因此逆转这种“TACO”预期就变成眼下一种紧迫且合理的选择。

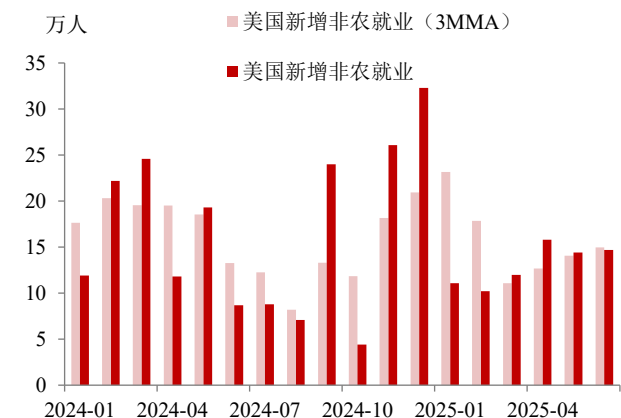
➤ **此外，对政治参与度和敏感度较高的埃隆马斯克，近期已经察觉到特朗普与底层人民的“离心离德”，开始想要“挖墙角”了。**一方面他在社交媒体上对减税政策口诛笔伐，另一方面呼吁被特朗普“伤透了心”的底层选民自发组织起来，和他一起成立所谓美国人优先的“美国党”。试图真正做到政府为人民服务，而不是为市场服务。这对特朗普来讲是个不小的冲击，所以在民调创下新低时，做出改变有其紧迫性。

➤ **那他会怎么改变呢？**我们认为走上四月份的老路的概率至少是中性的（50%）。**首先关税上一定要强调“胜利”，即使和实际不符，**7 月 9 日及之前的贸易谈判我们预计是注重“以量取胜”——重点突破“软柿子”，而对于最重要的几个贸易对手，或是达成临时协议或者继续暂缓；**其次是降息，**尽管我们之前也表达对于本轮降息诸多负面效果，但对于广大缺乏金融资产、背负债务的中底层民众而言，降息是收买人心的重要手段；**第三则是控制通胀，**特朗普在公开场合经常会提到的一个例子就是美国的鸡蛋价格在他上台之后大幅下降，作为回馈民众的重要政绩。因此压低食品、能源等必要支出的价格也会其重要的政策方向。

➤ **当然吃一堑长一智，改变政策取向的苦果特朗普也尝过。**因此能否下定决心“痛改前非”客观上来讲胜率没有大到能让我们下重注，但是考虑到在美元持续流出和分子端承压的背景下再创新高的美股，以及已经转负的权益风险补偿（图 8），此交易的赔率确实“令人垂涎”。或者说顺前期市场预期而下的下行风险不得不防。适当的做些对冲或者降级风险资产仓位是七月行稳致远的必备技能。

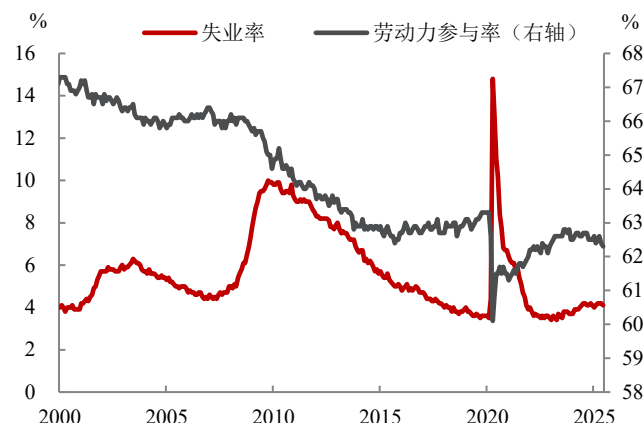
➤ **风险提示：**美国经贸政策大幅变动；关税扩散超预期，导致全球经济超预期放缓、市场调整幅度加大。

图1：6月非农超预期上行



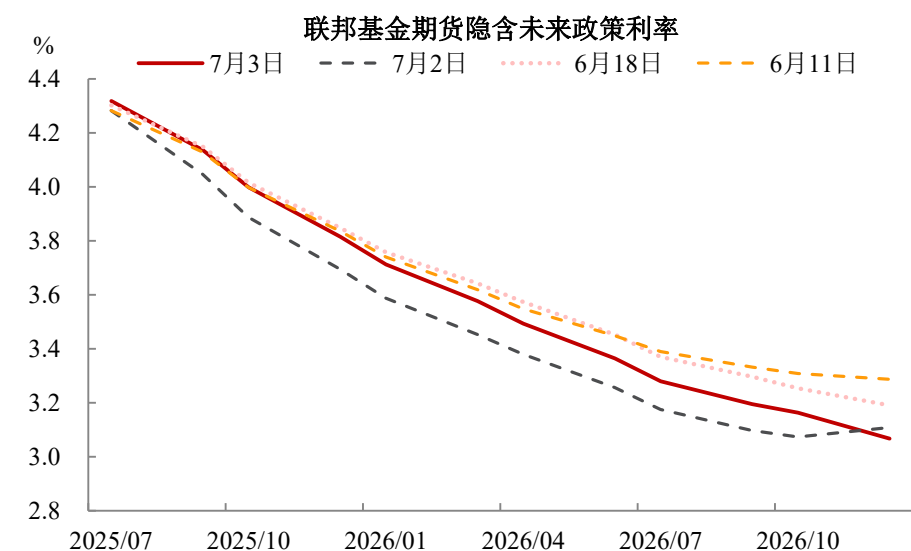
资料来源：ifind，民生证券研究院

图2：失业率边际走弱



资料来源：ifind，民生证券研究院

图3：美国降息预期回摆



资料来源：彭博，民生证券研究院

图4：美国贸易谈判进展

主要国家贸易谈判最新进展和协议通过概率评估						
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	
美国	2.1%	10%	10%	达成贸易协议	● 对美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； ● 美国增加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。	
柬埔寨	0.5%	49%	10%	达成贸易协议	● 双方就联合声明草案达成共识，将于近期发布关于对等关税的联合声明。	
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日下一签署价值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：金十数据，华尔街见闻，民生证券研究院

图5：“大美丽”法案结构和影响

“大美丽”法案对未来十年财政赤字影响（十亿美元）			
	参议院	众议院	差值
财政委员会	3545	2941	604
武装服务委员会	150	144	6
国土安全与政府事务委员会	129	112	17
司法委员会	9	-37	46
健康、教育、劳动与退休金委员会	-278	-283	105
农业、营养和林业委员会	-114	-237	123
商务、科学与运输委员会	-44	-96	52
能源与自然资源委员会	-27	-22	-5
环境与公共工程委员会	-3	-12	9
银行、住房和城市事务委员会	-2	-5	3
交互项或其它变动	3	11	-8
总债务	3366	2416	950
利息	713	551	162
总债务（包括利息）	4079	2967	1112

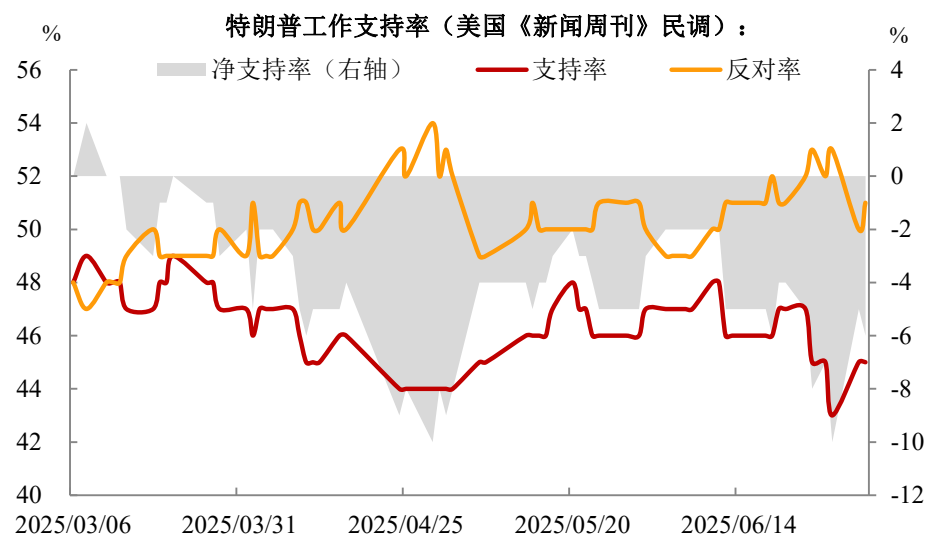
资料来源：CBO，CRFB，民生证券研究院

图6：特朗普在铁锈地区支持率下降

Civiqs各州民调								
州（标红为铁锈地区）	大选票仓	净支持率变动	7月3日调查			4月28日调查		
			支持率	反对率	净支持率	支持率	反对率	净支持率
伊利诺伊州	19	-3%	36%	61%	-25%	37%	59%	-22%
印第安纳州	11	-1%	54%	42%	12%	54%	41%	13%
艾奥瓦州	6	-2%	48%	49%	-1%	48%	47%	1%
密歇根州	15	-4%	43%	53%	-10%	45%	51%	-6%
纽约州	28	-1%	34%	63%	-29%	34%	62%	-28%
俄亥俄州	17	-2%	49%	47%	2%	50%	46%	4%
宾夕法尼亚州	19	-2%	44%	53%	-9%	44%	51%	-7%
西弗吉尼亚州	4	4%	66%	30%	36%	63%	31%	32%
威斯康星州	10	-3%	45%	52%	-7%	46%	50%	-4%
阿拉巴马州	9	-2%	57%	39%	18%	58%	38%	20%
阿拉斯加州	3	-7%	47%	50%	-3%	50%	46%	-4%
亚利桑那州	11	-2%	46%	51%	-5%	46%	49%	-3%
阿肯色州	6	1%	59%	37%	22%	58%	37%	21%
加利福尼亚州	54	-1%	31%	66%	-35%	31%	65%	-34%
科罗拉多州	10	1%	38%	59%	-21%	37%	59%	-22%
康涅狄格州	7	-3%	35%	62%	-27%	36%	60%	-24%
特拉华州	3	-7%	36%	61%	-25%	39%	57%	-18%
佛罗里达州	30	1%	49%	48%	1%	48%	48%	0%
佐治亚州	16	-2%	43%	53%	-10%	44%	52%	-8%
夏威夷州	4	-15%	25%	72%	-47%	37%	69%	-32%
爱达荷州	4	-4%	62%	34%	28%	64%	32%	32%
堪萨斯州	6	-8%	54%	42%	12%	58%	38%	20%
肯塔基州	8	-1%	59%	37%	22%	59%	36%	23%
路易斯安那州	8	0%	52%	44%	8%	52%	44%	8%
缅因州	4	-9%	41%	56%	-15%	45%	51%	-6%
马里兰州	10	3%	28%	69%	-41%	26%	70%	-44%
马萨诸塞州	11	-1%	31%	66%	-35%	31%	65%	-34%
明尼苏达州	10	6%	40%	57%	-17%	36%	59%	-23%
密西西比州	6	2%	55%	42%	13%	53%	42%	11%
密苏里州	10	2%	53%	44%	9%	51%	44%	7%
蒙大拿州	4	1%	58%	39%	19%	57%	39%	18%
内布拉斯加州	5	2%	57%	39%	18%	56%	40%	16%
内华达州	6	0%	47%	50%	-3%	46%	49%	-3%
新罕布什尔州	4	0%	38%	58%	-20%	38%	58%	-20%
新泽西州	14	5%	36%	61%	-25%	33%	63%	-30%
新墨西哥州	5	2%	39%	58%	-19%	37%	58%	-21%
北卡罗来纳州	16	-2%	45%	53%	-8%	45%	51%	-6%
北达科他州	3	-9%	58%	38%	20%	62%	33%	29%
俄克拉何马州	7	0%	62%	34%	28%	62%	34%	28%
俄勒冈州	8	-5%	33%	64%	-31%	35%	61%	-26%
罗德岛州	4	0%	35%	63%	-28%	34%	62%	-28%
南卡罗来纳州	9	5%	52%	45%	7%	49%	47%	2%
南达科他州	3	-2%	59%	37%	22%	60%	36%	24%
田纳西州	11	-3%	58%	38%	20%	59%	36%	23%
得克萨斯州	40	-3%	47%	50%	-3%	48%	48%	0%
犹他州	6	1%	58%	39%	19%	57%	39%	18%
佛蒙特州	3	0%	27%	71%	-44%	26%	70%	-44%
弗吉尼亚州	13	1%	38%	58%	-20%	37%	58%	-21%
华盛顿州	12	-2%	34%	63%	-29%	35%	62%	-27%
怀俄明州	3	-6%	69%	28%	41%	71%	24%	47%

资料来源：Civiqs，民生证券研究院

图7：特朗普总体民调支持率破前低



资料来源：美国《新闻周刊》，民生证券研究院

图8：美国权益风险溢价进入负区间



资料来源：彭博，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