

浦银国际宏观观点：暂缓期大限将至，个性化“对等关税”会卷土重来吗？

金晓雯，PhD，CFA

首席宏观分析师

xiaowen_jin@spdbi.com

(852) 2808 6437

2025 年 7 月 3 日

个性化“对等关税”暂缓期将在 7 月 9 日结束，各国加快与美国展开贸易磋商。美方迄今为止仅宣布与英国和越南两个国家达成贸易协议。特朗普在 7 月 2 日宣布美越达成贸易协议，决定将对越南商品征收 20% 关税，并对“转自第三国”的商品征收 40% 关税。该关税税率远高于“对等关税”10% 的基准线，但低于 4 月 2 日美方给越南制定的 46% 关税线。而根据早在 5 月 8 日就宣布的英美协议，双方保留了除航空领域外的大部分商品的 10% 基准关税线，但仍未就钢铝方面的关税达成共识——美方继续保留 25% 钢铝关税，但对英国延长至 7 月 9 日前不执行 50% 更高税率（图表 1）。从已经达成的贸易协议来看，即便美国最终没有全面执行此前的个性化“对等关税”，在达成双边贸易协议后，美国对除中国以外的国家的加权平均关税水平相比当前水平或较难下降，上行风险或高于下行风险。

往前看，我们认为美国与日本、欧盟的贸易谈判仍有相当不确定性，而和印度、中国台湾等地区或有望在关税暂缓期结束前达成协议。特朗普在 7 月 2 日表示非常接近达成印美贸易协议，并正稳步推进具体条款设置。中国台湾当局在 6 月 29 日表示与美国的第二轮贸易谈判已“取得建设性进展”。而韩国则正式向美国提出“延长 90 天关税暂停期”的申请，因谈判无法在 7 月 9 日之前达成协议。然而，除了中美之外的另外两大经济体——日本和欧盟与美国的贸易谈判进展仍不顺利。在和日本的谈判中，汽车关税成为核心争议点。在美国执行 25% 的汽车进口关税后，日本对美汽车出口单价在 5 月同比下降约 20%，但出口量仅减少 3.9%。日本车企的这种选择吸收成本、降低利润的状态或并不可长期延续。日本首席贸易谈判代表赤泽亮正在 7 月 2 日表示不能为了仓促达成协议而放弃国家利益，而特朗普则表示不会延长 7 月 9 日关税暂停期限，并暗示将对日本商品征收高达 30%-35% 的关税（原先的个性化“对等关税”水平为 24%）。双方谈判陷入僵局。欧盟和美国的谈判进展有限：继 5 月下旬特朗普突然宣布对欧盟征收 50% 关税（原先的个性化“对等关税”水平为 20%）、而后延期到 7 月 9 日之后，英国《金融时报》在 7 月 2 日报道，随着欧美贸易谈判最后期限临近，欧盟成员国政府对美谈判立场趋于强硬，坚持要求将美国取消对欧盟关税作为任何框架协议的一部分。

虽然特朗普一再强调不会延长关税暂缓期，但是我们认为美国大概率会至少延长谈判进展顺利国家的关税暂缓期。这主要是考虑到个性化“对等关税”对美国本身经济的显著伤害——或拉低美国 GDP 1.1 个百分点，拉高通胀率 1.4-2.9 个百分点（具体参见：[2025 年中期宏观经济展望：关税进展仍是中美经济关键因素](#)）。不过考虑到特朗普政策的多变性，我们亦不能排除特朗普先宣布执行新的双边关税、再宣布暂缓的可能性，尤其是对谈判最为焦灼的日本和欧盟。这种悲观情况或对金融市场造成一定冲击。而从英国和越南的案例来看，通过贸易协议来使关税从现有水平进一步降低的可能性正在减弱。

风险提示：90 天关税暂缓期结束后美国选择全面实施个性化“对等关税”政策；降息过慢引起经济衰退。



扫码关注浦银国际研究

浦銀國際

宏观观点

暂缓期大限将至，个性化“对等关税”会卷土重来吗？

图表 1：美国发起“对等关税”后的双边谈判进展一览

时间	谈判进展
中国	
4月4日	中国国务院关税税则委员会宣布，自4月10日起对所有美国产品加征34%关税，限制稀土出口，管制部分美国企业。
4月9日	特朗普签署总统令，将对中国的“对等关税”从34%提高到84%，立即生效。中国再加征50%关税至所有美国进口商品。
4月10日	特朗普将对中国商品关税提升至125%，结合此前芬太尼制品的20%关税，总体对中国关税高达145%。
4月11日	中国宣布将对美国商品的关税增至125%，并表示不再回应美国加征关税。
4月22日	特朗普政府放风对华高关税可能会降低，具体取决于双方谈判情况。
5月12日	中美发表联合声明，宣布“对等关税”以来的加征关税幅度将暂时（90天）下调至10%。双方承诺建立机制，继续就经贸关系进行协商。
5月14日	中美90天关税暂停协议正式生效日，美国对中国商品关税暂停24%、保留10%，中国对美国商品关税下调至10%。
6月5日	双方领导人通话，尽快开展新一轮磋商。
6月10-11日	中美双方在伦敦召开新一轮高级别谈判，聚焦关税，稀土出口与科技出口管制等结构性议题，并且宣布达成“框架性贸易协议”。特朗普表示美方会将对中国商品的平均关税维持在55%，而中方将放开稀土的出口管制。
6月27日	中美达成协议，加快稀土以及稀土磁体的出口，以缓解全球供应链压力，美方配合调整某些出口管制。
7月2日	美方取消对华芯片设计软件和乙烷出口许可证要求，显示双方落实稀土协议后职能部门同步执行。
欧盟	
4月3日	欧盟表示计划反制措施，对某些商品征收25%关税。
4月7日	欧盟提出“零对零”方案，欲在达成全面互免。
4月9日	欧盟首批报复性关税获批。
4月25日	德国财长Kukies：美国与欧盟双方都有意愿谈判贸易协议。零关税将是最有效的结果。如果美方不达成协议，欧盟将实施反制。
4月26日	欧盟经济专员Valdis Dombrovskis表示，他与美国财长斯科特·贝森特进行了会谈，欧盟愿意达成双方都能接受的解决方案。
5月6日	有媒体报道，若谈判失败，欧盟将对1000亿欧元美国商品加征关税。
5月24日	特朗普在社交媒体上宣布，因与欧盟的贸易谈判“毫无进展”，他将建议从2025年6月1日起对欧盟商品征收50%的关税。而后在26日特朗普称对欧盟征收50%关税实施时间延后至7月9日。
6月4日	欧盟贸易专员与美方代表在巴黎会谈，取得“技术层面进展”，但并未达成突破。
6月16日	路透社称欧盟提出愿意接受10%美国关税条件，作为交换，希望美国在汽车与医药关税问题作出让步。但这一报道遭到了欧盟的否认。
6月17日	特朗普当面批评欧盟“尚未提出公平协议”，并重申如果谈判达不成，将恢复关税。
6月19日	欧盟经济事务委员Valdis Dombrovskis表示，欧盟正与美国在7月9日关税期限前继续进行密集式的贸易谈判，并且已取得进展，希望达成一个双方都能接受的解决方案。不过，他警告，若无法找到解决方案，将准备采取保护欧盟经济利益及企业的措施。
7月1日	英国《金融时报》报道，随着7月9日欧美贸易谈判最后期限临近，欧盟成员国政府对美谈判立场趋于强硬，坚持要求将美国取消对欧盟关税作为任何框架协议的一部分。
7月2日	美国贸易代表在与爱尔兰贸易部长会谈时表示，美方欢迎就医药产品开展“创造性解决方案”，并已准备就支持欧盟与美方在航空、半导体与农业等领域的议程展开。
日本	
4月16日	日本经济振兴部长赤泽亮正赴美进行首轮关税谈判，未立即获豁免。
4月21日	日本首相石破茂强硬表态，不会在美国关税谈判中一味让步。
5月2日	日本多家媒体报道称，美国和日本之间的第二轮关税谈判无果而终。据报道，美国对日本提出的框架协议以“对等关税”为中心，包括不愿降低汽车、钢铁和铝的关税。日本谈判代表坚决反对美国的提议。
5月11日	石破茂不满足于英美模式，誓言追求“零关税”，全面取消汽车关税。他亦转达了“没必要急于（与美方）达成协议”的想法。
5月23日	日本首相石破茂与特朗普通话，谈及关税与G7峰会安排，日本坚持撤除关税。
5月27日	日本提出大额采购美国半导体，或者国防装备作为谈判筹码以减少贸易逆差。
6月7日	日本宣布在东京的关税谈判中取得积极进展，双方正朝协议方向努力。
6月18日	石破茂在G7闭幕记者会上指出，日美未能达成关税协议，强调贸易谈判仍需继续，25%汽车关税和即将生效的24%商品关税仍未解决。
7月1日	特朗普表示不会延长7月9日关税暂停期限，并暗示将对日本商品征收高达30%-35%的关税。

英国

4月3日	英国政府公布清单列出了可能对美国产品加征关税的商品，启动一个月公众咨询来决定是否实施报复性关税。
5月8日	英美达成经济繁荣协议：1. 美国对英国出口的汽车关税降至 10%（限额 10 万辆）； 2. 取消对英国钢铁和铝产品 25%的关税； 3. 英国同意对美国牛肉和乙醇的进口实行低关税配额。
6月4日	美国对大多数国家钢铁和铝产品加征 50%关税，英国豁免。
6月16日	特朗普与英国首相斯塔莫在加拿大 G7 峰会期间正式签署英美贸易协议：汽车关税降至 10%，航空零关税，钢铝关税暂维持 25%。
6月17日	特朗普在公开场合称协议限于汽车和航空产品，钢铝问题仍待谈判；协议已在 G7 现场签署并递交联邦公报程序。
6月30日	英美协议生效执行：英国对美汽车进口自动执行 10%关税，航空零关税；美方继续保留 25%钢铝关税，但对英国延长至 7 月 9 日前不执行 50%更高税率。

韩国

4月2日	美国宣布对韩国征收 25%对等关税。
4月25日	美国财政部长贝森特表示，两国可能最早于下周（4 月 28 日到 5 月 4 日）就贸易达成“谅解协议”。
4月30日	韩方重申不会急于推进谈判，否认美韩即将达成贸易协议。
5月26日	美国施压解决贸易逆差，韩国对美出口下降超过 8%，促使韩方加快谈判进度。
6月6日	韩国新总统李在明与特朗普通话，达成快速谈判共识。
6月17日	韩方贸易部长称谈判将“在数周内”进入实质阶段。
6月30日	韩国正式向美国提出“延长 90 天关税暂停期”的申请，因谈判无法在 7 月 9 日之前达成协议。
7月3日	韩方总统在记者会上公开表示是否能在 7 月 8 日到 9 日前达成协议仍不确定，认识到谈判非常复杂。

印度

4月22日	美国副总统万斯在新德里与印度总理莫迪举行贸易会谈，称美印贸易谈判取得“重大进展”，双方敲定启动贸易协定谈判的路线图。
5月9日	印度提议将平均关税差降至 4%以下，并对 60%产品线实施零关税，同时寻求美国配套减税措施。
5月13日	印度突然向 WTO 提交正式申诉，计划对部分美国商品加征关税，以回应美国对印度钢铝产品征收的长期关税措施。
5月20日	彭博社报道印度打算在 7 月前和美国达成三阶段的贸易协议。
6月10日	印美在新德里完成“结构性初步协议”谈判，达成农产品降税、电子产品白名单、政府采购开放等初步共识，构成“临时协议”框架基础。
7月2日	特朗普宣布非常接近达成印美贸易协议，并正稳步推进具体条款设置。

中国台湾地区

4月23日	经过 12 日磋商后，中国台湾代表表示将大量采购美国农产品，液化天然气以及军事装备，以缓解贸易摩擦影响。
6月3日	中国台湾地区行政管理机构回应路透提问时表示台美双方仍就关税问题保持密切沟通，期待协议进展。
6月29日	中国台湾地区“行政院经贸办公室”发布新闻稿，表示与美国的第二轮贸易谈判已“取得建设性进展”。

越南

4月4日	美越领导人通话，越方领导人希望将对美商品的关税降为零，以换取美国降低或者取消对越南的关税。
4月6日	越南方面请求美国延期本将于 4 月 9 日实行的关税增加至少延期 45 日。
5月7日	越南和美国进行了首次谈判。
5月20-22日	双方进行了第二次贸易谈判。
6月9-12日	双方第三轮谈判在华盛顿召开，取得部分进展，但是仍有关键议题未解决（包括“去中国化”和非关税壁垒）。
6月16日	越南企业签署购买美国 20 亿美元农产品以展现达成贸易协议的诚意。
7月2日	特朗普宣布美越达成贸易协议，决定将对越南商品征收 20%关税（原本 46%），并对“转自第三国”的商品征收 40%关税。此外越南给予美国零关税进入权，并承诺加强原产地规则防止“挂中国牌出口”。特朗普称越南对美零关税，并将为美国提供完全的市场准入。

澳大利亚

6月3日	澳美在巴黎重启谈判，澳大利亚贸易部长强调对等关税“无正当性”，寻求牛肉等产品放宽进口规则。
6月5日	澳大利亚总理表态拒绝让步，重申不为换取关税豁免而放松农业生物安全标准。
6月17日	G7 峰会期间谈判继续，但澳美计划会面取消。
7月3日	澳大利亚宣布采购美国 13 亿美金高超音速导弹，旨在缓解贸易紧张与战略不确定性。

资料来源：新闻整理、浦银国际

图表 2：近期相关报告列表

日期	报告标题和链接
2025 年 6 月 20 日	月度美国宏观洞察：暂缓期大限将至，关税政策或再引关注
2025 年 6 月 19 日	美联储 6 月继续暂停降息，关税对通胀的影响仍是降息关键
2025 年 6 月 12 日	美国 5 月 CPI 超预期回落，料降息至少延迟至 9 月
2025 年 5 月 24 日	2025 年中期宏观经济展望：关税进展仍是中美经济关键因素
2025 年 5 月 14 日	美国 4 月 CPI 回升但不及预期，尚未体现关税影响
2025 年 5 月 8 日	美联储 5 月如期继续暂停降息，并排除“先发制人”可能性，降息还需“边走边看”
2025 年 5 月 7 日	月度美国宏观洞察：“对等关税”下美国经济濒临衰退
2025 年 4 月 11 日	美国 3 月 CPI 再超预期回落，但难抵关税阴霾
2025 年 4 月 3 日	政策解读：美国“对等关税”远超预期，而后或有部分减免可能
2025 年 3 月 25 日	月度美国宏观洞察：新一轮关税风暴或一触即发
2025 年 3 月 20 日	美联储 3 月如期继续暂停降息，强调经济不确定性增加
2025 年 3 月 13 日	美国 2 月 CPI 超预期回落，关税战影响尚未显现
2025 年 2 月 25 日	月度美国宏观洞察：关税大棒逐渐落下，美国经济何去何从？
2025 年 2 月 13 日	美国 1 月 CPI 超预期反弹，进一步拉低近期降息可能
2025 年 1 月 30 日	美联储 1 月如期暂停降息，3 月或继续暂停降息
2025 年 1 月 22 日	月度美国宏观洞察：特朗普 2.0 拉开帷幕
2025 年 1 月 16 日	美国 12 月核心 CPI 微降，或不影响本月美联储暂停降息
2024 年 12 月 12 日	美国 11 月核心环比通胀率大致稳定，或不影响 12 月降息
2024 年 11 月 25 日	2025 年宏观经济展望：在特朗普 2.0 的不确定性中寻找确定性
2024 年 11 月 14 日	美国 10 月核心环比通胀率如预期微跌
2024 年 11 月 8 日	11 月美联储会议点评：如期降息，短期内货币政策不受大选影响
2024 年 10 月 29 日	月度美国宏观洞察：大选结果揭晓在即，将如何影响美国经济和金融市场？
2024 年 10 月 10 日	美国 9 月核心环比通胀率再超预期，11 月降息幅度或锁定在 25 个基点
2024 年 9 月 26 日	月度美国宏观洞察：后续降息幅度和经济衰退讨论仍悬而未决
2024 年 9 月 19 日	美联储 9 月超预期降息 50 个基点，年内或还有单次 50 个基点降息
2024 年 9 月 12 日	美国 8 月核心环比通胀率略超预期，基本锁定 9 月 25 个基点降息
2024 年 8 月 27 日	月度美国宏观洞察：衰退尚未到来，降息时点已至
2024 年 8 月 24 日	杰克逊霍尔全球央行年会点评：鲍威尔基本确认 9 月降息
2024 年 8 月 23 日	宏观主题研究：哈里斯经济政策愿景渐清晰，对美国影响几何？
2024 年 8 月 15 日	符合市场预期的美国 7 月环比通胀率上升大概率不会影响 9 月降息决议
2024 年 8 月 1 日	月度美国宏观洞察：迎接降息和美国大选
2024 年 8 月 1 日	7 月美联储会议点评：9 月剑指降息
2024 年 7 月 30 日	宏观主题研究：特朗普 2.0 将如何影响美国经济和金融市场？
2024 年 7 月 12 日	美国 6 月通胀数据再次超预期放缓，9 月降息预期获进一步确认
2024 年 6 月 25 日	月度美国宏观洞察：经济向右，美联储向左？
2024 年 6 月 13 日	偏鹰的美联储会议或未计入 5 月通胀数据的超预期放缓
2024 年 5 月 30 日	2024 年中期宏观经济展望：平波缓进，渐入佳境
2024 年 5 月 16 日	4 月美国通胀放缓，或有助于美联储提升降息信心
2024 年 5 月 6 日	月度宏观洞察：探究美联储的降息逻辑变化
2024 年 5 月 2 日	5 月美联储会议点评：何时降息取决于经济数据
2024 年 4 月 11 日	3 月通胀数据和美联储会议纪要点评：降息或被延迟至三季度
2024 年 3 月 26 日	月度宏观洞察：美联储预计的软着陆可以实现吗？
2023 年 12 月 1 日	2024 年宏观经济展望：中美经济周期错位进入下半场

资料来源：浦银国际

免责声明

本报告之收取者透过接受本报告(包括任何有关的附件),表示及保证其根据下述的条件下有权获得本报告,且同意受此中包含的限制条件所约束。任何没有遵循这些限制的情况可能构成法律之违反。

本报告是由从事证券及期货条例(香港法例第 571 章)中第一类(证券交易)及第四类(就证券提供意见)受规管活动之持牌法国-浦银国际证券有限公司(统称“浦银国际证券”)利用集团信息及其他公开信息编制而成。所有资料均搜集自被认为是可靠的来源,但并不保证数据之准确性、可信性及完整性,亦不会因资料引致的任何损失承担任何责任。报告中的资料来源除非另有说明,否则信息均来自本集团。本报告的内容涉及到保密数据,所以仅供阁下为其自身利益而使用。除了阁下以及受聘向阁下提供咨询意见的人士(其同意将本材料保密并受本免责声明中所述限制约束)之外,本报告分发给任何人均属未经授权的行为。

任何人不得将本报告内任何信息用于其他目的。本报告仅是为提供信息而准备的,不得被解释为是一项关于购买或者出售任何证券或相关金融工具的要约邀请或者要约。阁下不应将本报告内容解释为法律、税务、会计或投资事项的专业意见或为任何推荐,阁下应当就本报告所述的任何交易涉及的法律及相关事项咨询其自己的法律顾问和财务顾问的意见。本报告内的信息及意见乃于文件注明日期作出,日后可作修改而不另通知,亦不一定会更新以反映文件日期之后发生的进展。本报告并未包含公司可能要求的所有信息,阁下不应仅仅依据本报告中的信息而作出投资、撤资或其他财务方面的任何决策或行动。除关于历史数据的陈述外,本报告可能包含前瞻性的陈述,牵涉多种风险和不确定性,该等前瞻性陈述可基于一些假设,受限于重大风险和不确定性。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映浦银国际证券的立场。浦银国际控股有限公司及其联属公司、关联公司(统称“浦银国际”)及/或其董事及/或雇员,可能持有在本报告内所述或有关公司之证券、并可能不时进行买卖。浦银国际或其任何董事及/或雇员对投资者因使用本报告或依赖其所载信息而引起的一切可能损失,概不承担任何法律责任。

浦银国际证券建议投资者应独立地评估本报告内的资料,考虑其本身的特定投资目标、财务状况及需要,在参与有关报告中所述公司之证券的交易前,委任其认为必须的法律、商业、财务、税务或其它方面的专业顾问。惟报告内所述的公司之证券未必能在所有司法管辖区或国家或供所有类别的投资者买卖。对部分的司法管辖区或国家而言,分发、发行或使用本报告会抵触当地法律、法则、规定、或其它注册或发牌的规例。本报告不是旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。

美国

浦银国际不是美国注册经纪商和美国金融业监管局(FINRA)的注册会员。浦银国际证券的分析师不具有美国金融监管局(FINRA)分析师的注册资格。因此,浦银国际证券不受美国就有关研究报告准备和分析师独立性规则的约束。

本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法规则 15a-6 定义的“主要机构投资者”,不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人士。接收本报告的美国收件人如想根据本报告中提供的信息进行任何买卖证券交易,都应仅通过美国注册的经纪交易商来进行交易。

英国

本报告并非由英国 2000 年金融服务与市场法(经修订)(「FSMA」)第 21 条所界定之认可人士发布,而本报告亦未经其批准。因此,本报告不会向英国公众人士派发,亦不得向公众人士传递。本报告仅提供给合格投资者(按照金融服务及市场法的涵义),即(i)按照 2000 年金融服务及市场法 2005 年(金融推广)命令(「命令」)第 19(5)条定义在投资方面拥有专业经验之投资专业人士或(ii)属于命令第 49(2)(a)至(d)条范围之高净值实体或(iii)其他可能合法与之沟通的人士(所有该等人士统称为「有关人士」)。不属于有关人士的任何机构和个人不得遵照或倚赖本报告或其任何内容行事。

本报告的版权仅为浦银国际证券所有,未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用,浦银国际证券对任何第三方的该等行为保留追述权利,并且对第三方未经授权行为不承担任何责任。

权益披露

- 1) 浦银国际并没有持有本报告所述公司逾 1%的财务权益。
- 2) 浦银国际跟本报告所述公司在过去 12 个月内并没有任何投资银行业务的关系。
- 3) 浦银国际并没有跟本报告所述公司为其证券进行庄家活动。

评级定义

证券评级定义:

“买入”: 未来 12 个月, 预期个股表现超过同期其所属的行业指数

“持有”: 未来 12 个月, 预期个股表现与同期所属的行业指数持平

“卖出”: 未来 12 个月, 预期个股表现逊于同期其所属的行业指数

行业评级定义 (相对于 MSCI 中国指数):

“超配”: 未来 12 个月优于 MSCI 中国 10%或以上

“标配”: 未来 12 个月优于/劣于 MSCI 中国少于 10%

“低配”: 未来 12 个月劣于 MSCI 中国超过 10%

分析师证明

本报告作者谨此声明: (i) 本报告发表的所有观点均正确地反映作者有关任何及所有提及的证券或发行人的个人观点, 并以独立方式撰写; (ii) 其报酬没有任何部分曾经, 是或将会直接或间接与本报告发表的特定建议或观点有关; (iii) 该等作者没有获得与所提及的证券或发行人相关且可能影响该等建议的内幕信息 / 非公开的价格敏感数据。

本报告作者进一步确定 (i) 他们或其各自的关联人士 (定义见证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则) 没有在本报告发行日期之前的 30 个历日内曾买卖或交易过本报告所提述的股票, 或在本报告发布后 3 个工作日 (定义见《证券及期货条例》(香港法例第 571 章)) 内将买卖或交易本文所提述的股票; (ii) 他们或其各自的关联人士并非本报告提述的任何公司的雇员; 及 (iii) 他们或其各自的关联人士没有拥有本报告提述的证券的任何金融利益。

浦银国际证券机构销售团队

杨增希

essie_yang@spdbi.com
852-2808 6469

浦银国际证券财富管理团队

王玥

emily_wang@spdbi.com
852-2808 6468

浦银国际证券有限公司

SPDB International Securities Limited

网站: www.spdbi.com

地址: 香港轩尼诗道 1 号浦发银行大厦 33 楼

