

伦敦会谈：贸易谈判的“分水岭”？

2025 年 06 月 11 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：shaoliang@mszq.com

➤ **伦敦会谈，依旧不能算是“正式”的贸易谈判，更像是日内瓦谈判的“补缺”。**从瑞士到英国，中美谈判的反复透露出促成协议的核心前提：**实质性的进展必须建立在两国元首的共识之上**。因此，从 5 月 10 日日内瓦会谈发表联合声明，到 6 月 5 日两国元首通话，再到当下的伦敦会谈达成落地框架，**才算是一轮完整的谈判周期**，而这可能也会是后续中美两大国之间谈判的基本模式。

➤ **伦敦会谈，正式宣告中美谈判进入稀土“威慑纪元”。**本轮谈判周期最大的发现是“稀土”这张牌的威力。由于难以寻找替代来源，我们预计美国的稀土“卡脖子”问题只会是阶段性解决，后续中国的“稀土牌”仍会在关税和地缘等问题上发挥重要作用。同样，美国对于中国出口管制的放松也是可逆的。**我们倾向于认为本轮谈判创造的缓和窗口期，可能会持续到 8 月初、中美关税暂缓结束**，在此期间中美可以推进芬太尼等关税协商，但对于美国而言，**更重要的是能腾出手来专注于和其他贸易对手的谈判，以及解决国内的动荡时局、减税难题**。

➤ **对于本次谈判，我们认为主要关注三个方面的不同：**

➤ **和日内瓦会谈不同，主要体现在参会人员和美方的态度上。**与日内瓦相比，伦敦会谈的中方参会人员多了商务部长王文涛，但是少了财政部和公安部的相关高级官员；与之对应，此前没有参会的美国商务部长卢特尼克也赫然在列。鉴于进出口管制是商务部主要职能之一，结合市场关注的热点，缓解进出口管制摩擦自然是本次会谈的重点。而缺少公安或禁毒领域高级官员参与，或意味着在本次会议上芬太尼关税难有进展。

➤ **而且美方在态度上，明显更急于释放积极信号。**日内瓦谈判期间，主要是特朗普通过自媒体表示“达成很多共识”，而本次伦敦会谈，从谈判开始前，到谈判中、会谈结束后，白宫一众相关官员一有机会就透露积极信号。这可能从侧面体现出美国的相对“被动”和“心虚”。

➤ **与此前不同，美国的动作有些“变形”。**本次谈判的内容很不“美国”：历史上美国很少用出口管制作为筹码来进行谈判。白宫在此前的贸易谈判中自带“优越感”逻辑——美国庞大的需求和金融市场就是其处于主动最大的筹码，不允许反驳。伦敦谈判的一个重要成果是**向全球展示美国也有软肋，而一旦被抓住软肋，美国也不得不好好坐下来谈、摆出自己实实在在的筹码**。

➤ 所以，中国很可能是用稀土出口的阶段性放松换取美国在科技领域的对等放松，我们预计可能包括芯片（例如解除华为芯片的全球禁令、放松中低端芯片对华出口）、DEA 软件等之前不会轻易妥协的战略性商品（见图 2）。**当然对于关税的内容可能涉及的不多，这是下一阶段谈判的主要内容。**

➤ **与美国和其他经济体的谈判不同，更像是阶段性求稳，而不是急于达成贸易协议。**我们持续跟踪美国的贸易谈判，如图 3 所示，美国和其他主要贸易对手的谈判模式的特点是：高频率接触；谈判重点围绕市场准入、贸易平衡和关税税率，而且往往会出现摩擦分歧、“不欢而散”的局面。中美伦敦会谈明显不同，除了谈判主题不大相同外，美国似乎生怕透露出负面的信号。

相关研究

1. 贝森特“化债”的招靠谱吗？（一）：SLR 的“来龙去脉”-2025/06/11
2. 2025 年 5 月外贸数据点评：5 月出口：贸易放缓的三个信号-2025/06/09
3. 海外市场点评：中美元首通话的“留白”-2025/06/06
4. “十五五”规划系列报告（一）：产业变局下的涨薪与降薪-2025/06/04
5. 海外市场点评：关于美国这次流动性危机的思考-2025/06/02

对此，我们有三点结论，供各位投资者参考：

➤ **首先，对于美国而言，中国不是当前贸易谈判的重点。**可能采取的“底线思维”，重在稳定双边关系、回归正轨。根据我们的时间划分，7月8日之前中美会谈主要是为美国与其他贸易对手谈判创造稳定环境；7月8日之后，中美之间的谈判重要性可能才会逐步上升。

➤ **对外方面，本周最重要的是和日本达成协议。**当前日方在对等关税和汽车关税的态度上比较强硬，日美五轮谈判仍存在较多分歧，因此对特朗普来说，G7峰会上双方如何达成有效共识可能是当前最“棘手”的问题。

➤ **与其他国家如韩国、印度和欧盟谈判的计划，也比中国优先。**主要大国均进入谈判的关键期，韩国总统选举后其与美国的谈判将会加速，印度则宣称月底或将达成的临时协议，而留给欧盟和美国的时间也不多了，这些相对与中国的初步谈判都更为紧急。

➤ **对内方面，还要处理“后院失火”。**国内洛杉矶因为移民问题出现了社会动荡、甚至不得不动用军队；减税法案也进入了参议院的审议的关键时期。

➤ **其次，对于中国而言，要利用好稀土“威慑纪元”的筹码和时间窗口。**中国不可能一次性把“稀土牌”出完，在此后的关税谈判甚至地缘问题上，都可能发挥重要作用。此外，“威慑纪元”的时间窗口不会短，美国短期内可能可以在稀土矿上寻找替代，但是在精炼和磁体生产上则难以做到。

➤ 所以我们倾向于认为中国给予美国的稀土出口放松会是阶段性的，同时在总量上控制（避免囤货），而且随时可以因为对方“违规”取消，所以中美在进出口上的摩擦并没有一劳永逸地解决，而是需要寻找新的筹码。

➤ **最后，市场的反应相对于瑞士会谈明显更加平淡。**一方面，相比于瑞士会谈中美首次破冰，伦敦会谈的急迫性和重要性有所减弱，此外中美元首通话，以及美国官员的频发表态也部分透支了本次谈判的预期；另一方面，从可能达成的结果上，市场的预期也有所下降，相比于瑞士会谈，本轮更多聚焦于筹码交换和制裁措施的妥协，对关税影响不大。

➤ **因此市场普遍反应相对平淡，**相比于5月7日确定瑞士会谈地点后的资产表现，本轮美股、A股、美元走势都偏弱，黄金回调幅度也明显收窄。

➤ **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：日内瓦和伦敦会谈前后美方表态对比

瑞士和伦敦会谈结束前美方表态对比	
瑞士会谈	伦敦会谈
●5月10日，特朗普在社交媒体Truth Social上发文表示，双方讨论了很多事情，达成了很多共识，“我们以友好但建设性的方式就全面重启谈判进行了谈判”，“美国希望看到中国对美国企业开放，这符合中美两国的利益。取得了巨大进展。” ●5月12日，格里尔表示，这是“非常具有建设性的两天”，两国之所以能迅速达成协议，也就说明双方之间的分歧，“可能并没有想象中那么大”。 ●5月12日，贝森特通告媒体，在这场“非常重要的贸易谈判”中，中美两国已经取得了“实质性进展”。	●6月7日，美国财长贝森特向记者首次通风受访，中美现在的首要目标是解决紧张关系问题，关键在于“必须首先缓和局势，然后才能向前推进”。 ●6月8日，美国副总统万斯称特朗普政府的这次谈判目标是“为了美国工人的利益以及美国生产商的利益而重塑贸易平衡”，现在对华谈判必须要减少双边的贸易逆差。 ●6月10日，首日会谈结束后，贝森特表示，进行了一次“良好的会谈”，而卢特尼克则称讨论“富有成果”； ●6月10日，特朗普在白宫对记者表示，双方谈判进展顺利，其收到了好消息，但也承认“中国是个不好对付的谈判对手”。 ●6月10日，哈塞特接受CNBC采访时称，美国的出口管制将放松，而中国也将释放稀土。 ●6月11日，贝森特表示，目前已经进行了两天富有成效的会谈，会谈仍在继续，但他本人将率先返回华盛顿，出席既定的国会听证会。 ●6月11日，卢特尼克称，和中国谈得“非常好”，双方“投入了大量的时间、精力和能量——每个人都埋头苦干，密切合作”，谈判“可能”明天继续；格里尔同样表示，双方将在明天和后天保持联系。

资料来源：华尔街见闻、腾讯、网易等，民生证券研究院整理

图2：伦敦会谈中中美双方的谈判筹码

伦敦会谈中美双方的谈判筹码		
国家	谈判方向	具体内容
美国	可谈判	中国先进芯片封锁，中低端芯片设计软件（EDA），乙烷，核电站设备，其他如飞机发动机、化学品、机械、半导体等技术
	不可谈判	半导体制造设备，高端芯片，其他高技术软件、设备、军用材料、先进制造材料等
中国	可谈判	民用稀土
	有限/不可谈判	军用稀土

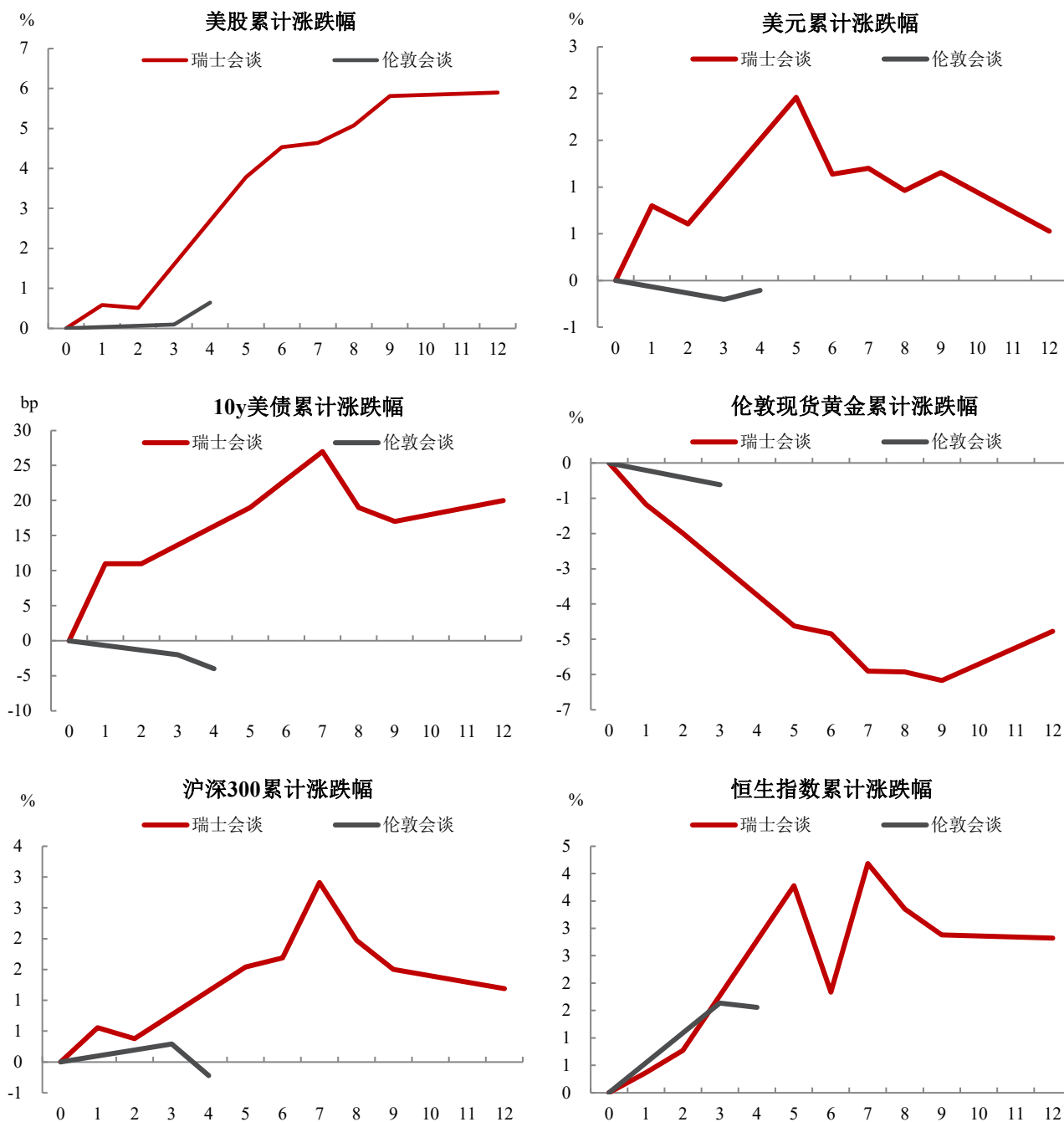
资料来源：腾讯，新浪等，民生证券研究院总结

图3：美国与其他主要贸易对手的关税谈判进展

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	最终对等关税	流程					核心问题	进展
					接触	第一轮谈判	第二轮谈判	第三轮谈判	四轮以上谈判		
日本	4.5%	24%	10%							- 驻日美军和军费 - 汽车关税和农产品进口 - 汇率和国债购买问题	5月23日，日本首相石破茂与美国总统特朗普通电话，就美国关税措施等话题进行了讨论，石破茂表示日本在关税问题上的立场没有改变，将继续寻求取消额外的美国关税。双方同意协调日程，于6月中旬在加拿大举行的七国集团首脑峰会期间，进行面对面会谈。 5月24日，日本与美国在华盛顿举行第三轮部长级关税谈判。赤泽亮正与美国贸易代表格里尔、商务部长卢特尼克会面，就扩大贸易、非关税壁垒以及经济安全合作等议题交换了意见。赤泽亮正表示，此次会谈较之前“更加坦诚深入”，日美正着眼以6月七国集团（G7）峰会的领导人线下会面为契机，敲定协议。 5月31日，日美第四轮谈判，赤泽亮正表示，已同意在七国集团峰会之前加快与美国的贸易谈判进程；美国包括汽车零部件在内的关税政策立场未变，如果美国不同意取消包括对等关税和汽车关税在内的所有关税，就很难达成协议；稀土等关键矿产是重要的经济安全议题之一；目标是补充美国、日本在芯片方面的优势。 6月6日，围绕美国总统特朗普的关税政策，日本和美国在华盛顿举行了第五轮部长级谈判。赤泽亮正透露，谈判取得一定进展，但两国依然没有在关税问题上达成一致，双方还存在许多分歧。赤泽在会后表示，本次谈判主要涉及贸易、非关税壁垒和经济安全三个领域，但拒绝透露谈判的具体细节。
韩国	4.0%	25%	10%							- 驻韩美军和防务支出 - 汽车、铜铝关税，对美能源购买和投资 - 帮助美国重建造船业 - 汇率问题	5月16日，韩国贸易部长称，1) 与格里尔的会谈未提及外汇议题；2) 仍寻求获得全面关税豁免，美国看起来执意想维持10%的基础关税；3) 就韩国与美国的造船合作进行了深入讨论，向格里尔介绍了扩大美国船舶生产基地和技术转让的计划 5月16日，产业通商资源部长官安德根表示，1) 已与美国建立了正式的谈判框架，代表团将于下周访美进行技术会谈，作为关税谈判的一部分；2) 下一场部长级贸易谈判可能在6月3日新一届总统选举后举行，美国理解因韩国大选而推迟谈判；3) 与美国的贸易协议可能会在7月8日截止日期之后达成；4) 在与美国贸易代表格里尔的会谈中强调汽车和钢铁行业的重要性。 5月29日，韩国央行行长李昌镛透露，亚洲国家与美国进行了外汇谈判，日韩之间举行的外汇会谈最终推动了亚洲货币升值。 6月6日，韩国新任总统李在明与美国总统特朗普进行首次电话交谈，同意迅速解决关税谈判事宜，两者将在近期举行会晤。
印度	2.7%	26%	10%							- 农业进口关税和壁垒 - 电子商务、数据存储和关键矿产 - 可能有非经贸诉求，比如地缘、军费等 - 贝森特：印度可能最先和美达成双边协议	4月28日，贝森特表示，印度很可能成为首批与美国签署贸易协议的国家之一。印度政府同样表示，印度和美国的贸易协定谈判取得积极进展。 5月15日，特朗普表示，印度提出了一项协议，基本上是“零关税”。 5月29日，印度商业和工业部长戈雅尔：印度与美国的贸易谈判进展顺利。 6月4日，印度已向世界贸易组织(WTO)提出申诉。根据一份通知，印度告知WTO称，美国对进口乘用车、轻型卡车及部分汽车零部件征收的25%关税属于“保障措施”（即贸易限制措施），并影响其出口商。印度已寻求与华盛顿就关税问题进行“磋商”。 6月5日，美国贸易代表团在印度新德里进行为期两天的会谈。消息人士称，谈判代表可能最终敲定关税削减和市场准入问题，作为临时协议的一部分。一位印度政府消息人士表示：“在本轮谈判中，谈判代表正在讨论削减农业和汽车等特定行业的关税，以及为印度公司提供的益处。”另一名官员表示，该协议可能会在月底正式宣布，在特朗普总统设定的7月9日最后期限之前，预计声明将在周日之前发表。
欧盟	18.5%	20%	10%							- 欧盟的反击（减分项） - 欧盟的增值税 - 农产品进口，数字市场法案 - 欧盟官员：不知道华盛顿的诉求是什么	5月29日，欧盟贸易主管将于周四与美国商务部长卢特尼克及美国贸易代表格里尔通话。欧盟已同意每隔一天与格里尔和卢特尼克进行通话，内容包括关税政策以及在航空、半导体、钢铁等领域的合作。 5月31日，欧盟委员会发言人：我们对美国宣布提高钢铁进口关税表示强烈遗憾，欧盟已准备好对美国提高关税采取反制措施。 6月4日，美国贸易代表格里尔：在贸易问题上与欧盟进行建设性接触；与欧盟的谈判正在迅速推进；欧盟委员会副主席谢夫乔维奇表示，与美国贸易代表格里尔进行了实质性和建设性的讨论，认为我们正朝着正确的方向和速度前进；我们讨论了我们认为可以与美国更好合作的事项，例如人工智能芯片、半导体、关键材料和能源安全；应尽最大努力在7月9日之前达成协议。 6月5日，美国商务部长卢特尼克：如果欧盟达成协议，就放松对科技公司的压力；数字市场是欧盟谈判中的一个关键话题。 6月6日，欧盟农业专员：欧盟愿意与美国讨论对葡萄酒征收对等关税；欧盟在与美国的贸易谈判中不会降低食品安全标准。

资料来源：华尔街见闻，金十等，民生证券研究院整理

图4：瑞士和伦敦会谈后资产表现对比



注：以宣布谈判地点日期为 t0，瑞士会谈为 5 月 7 日，伦敦会谈为 6 月 6 日；

资料来源：同花顺，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