



关税战风险暂缓，抢出口成色如何

摘要

5 月中美关税战有所缓和，但未来仍然存在较大变数。无论是处于政治目的还是经济目的，特朗普需要关税作为武器来创造业绩以及补充财政。特朗普的“大而美”法案包含把债务上限提高 4 万亿美元的条款，目前已经在众议院通过，其能否在参议院通过将对特朗普关税政策的激烈程度有较大影响。若“大而美”法案顺利通过，特朗普政府的财政绳索放松，其关税政策预计可能会稍微让步。但若“大而美”法案受阻，特朗普将关税政策作为其扩张财政收入的主要抓手，其激烈程度可能有所加剧。

关税战暂缓推动抢出口，外需改善带动制造业 PMI 环比回升。5 月制造业 PMI 环比回升。生产方面，PMI 生产指数回升 0.9 个点至 50.7，明显高于需求指数 0.6 个点的反弹幅度，也高于季节性。需求方面，新订单指数回升 0.6 个点，而新出口订单指数回升 2.8 个点，这说明本月的需求改善背后主要是外需支撑。不过我们注意到产成品库存指数延续下降趋势，继续大幅回落 0.8 个点，反应了企业对未来需求的担忧。

尽管关税战有所缓和，但在未来不确定性较高的情况下其负面冲击已经形成，贸易前景预期和利润预期已难回到原点，并将持续挤压企业主动生产、投资的意愿。并且从当前的贸易环境来看，关税战暂缓期在 7 月初到期，企业转向直接出口的意愿不高，更倾向于保持原有的转口贸易形式。

（仅供参考，不构成任何投资建议）

姓名：龙奥明

宝城期货投资咨询部

从业资格证号：F3035632

投资咨询证号：Z0014648

电话：0571-87006873

邮箱：longaoming@bcqhgs.com

时间：2025 年 6 月 9 日

作者声明：本人具有中国期货业协会授予的期货从业资格证书，期货投资咨询资格证书，本人承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

正文目录

1 关税战风险暂时缓和，但不确定性仍存.....	4
1.1 5月以来关税战新闻.....	4
1.2 对未来特朗普关税政策评估.....	5
2 关税战暂缓推动抢出口，5月制造业PMI环比回升.....	5
3 企业对美直接贸易仍持谨慎态度，更倾向于转口贸易.....	7
4 总结.....	9

图表目录

图 1 制造业 PMI 数据	6
图 2 制造业分项指标数据	6
图 3 交通部检测港口集装箱吞吐量	7
图 4 洛杉矶集装箱吞吐量数据	7
图 5 战略性新兴产业采购经理人指数 EPMI	8
图 6 BCI 指数.....	8
图 7 主要出口行业利润拆分	9

1 关税战风险暂时缓和，但不确定性仍存

1.1 5月以来关税战新闻

当地时间5月10日至11日，中美经贸中方牵头人、国务院副总理何立峰与美方牵头人、美国财政部长贝森特和贸易代表格里尔在瑞士日内瓦举行中美经贸高层会谈。当地时间5月12日上午9:00，双方发布《中美日内瓦经贸会谈联合声明》。

双方在联合声明中达成多项积极共识。双方认识到双边经贸关系对两国和全球经济的重要性，认识到可持续的、长期的、互利的双边经贸关系的重要性，本着相互开放、持续沟通、合作和相互尊重的精神，继续推进相关工作。双方同意共同采取以下措施：

美方承诺取消根据2025年4月8日第14259号行政令和2025年4月9日第14266号行政令对中国商品加征的共计91%的关税，修改2025年4月2日第14257号行政令对中国商品加征的34%的对等关税，其中24%的关税暂停加征90天，保留剩余10%的关税。相应地，中方取消对美国商品加征的共计91%的反制关税；针对美对等关税的34%反制关税，相应暂停其中24%的关税90天，剩余10%的关税予以保留。中方还相应暂停或取消对美国的非关税反制措施。

双方一致同意建立中美经贸磋商机制，就经贸领域各自关切保持密切沟通，开展进一步磋商。双方将定期或不定期轮流在中国、美国开展磋商，或在商定的第三国开展磋商。根据需要，双方可就相关经贸议题开展工作层面磋商。

本次中美经贸高层会谈取得的实质性进展主要包括两方面：第一，大幅降低双边关税水平；第二，确立了双边磋商机制。不过由于24%的对等关税只是在90天的暂缓期暂停实施，也即是7月9日之前若无法进一步达成协议，未来不排除关税战继续升级的风险。

当地时间5月28日，美国联邦法院阻止了美国总统特朗普在4月2日“解放日”宣布的关税政策生效，并裁定特朗普越权，对向美国出口多于进口的国家征收全面关税。当地时间5月29日，美国联邦上诉法院批准了特朗普政府的请求，暂时中止前一日一家下级法院禁止执行美政府多个关税行政令的裁决。当地时间6月3日，美国总统特朗普签署了一项行政命令，决定自6月4日起将钢铁和铝关税从25%提高至50%。

根据最新的新闻，美国内部对关税政策分歧加大，但特朗普坚持强硬的关税政策。特朗普可能是出于外交谈判的考虑，坚持强硬施压的态度，但这将令关税战前景充满变数。美国国内虽然对关税政策出现分歧，但是共和党目前仍然掌握国会和最高法院，且MAGA派系逐渐称为共和党的主要派系，因此美国司法权对行政权的影响预计有限。

1.2 对未来特朗普关税政策评估

我们认为特朗普的关税政策将是较为顽固的，这主要是从其政策初衷来说的。抛开用来吸引美国民众的支持的制造业回流、MAGA 等话术，特朗普实施关税战主要出于以下目的：

第一，打造政治遗产，顺便扩张家族资产。特朗普利用 MAGA 口号上台，其选民基础是铁锈带的失落美国人以及传统白人主义者。造成这种局面的不是全球化，不是中国，而是美国跨国资本在全球攫取利益之后没有很好地在美国国内分配，富了美国的华尔街金融资本，苦了普通美国百姓。但是美国没有资本与劳动者的阶级叙事基础，只能诉诸于身份政治，以及外部敌人叙事，这也是特朗普必须去迎合的民意需求。特朗普二次上台与美国建制派的矛盾已经实质化，为了避免卸任后被清算，也为了家族持续影响美国政治，特朗普继续创造“业绩”，打造政治遗产，最好能在中期选举前取得成效。我们从美国白宫网站对特朗普的歌功颂德就可以看出其急切心态。另外，在上台不到半年的时间里，利用总统决策，特朗普家族在美国股市、数字货币等领域实现了财富快速扩张。

第二，为财政创收，以便继续实施国内减税。因为特朗普的减税政策本质是富人获益，符合其自身的经济利益。目前美国政府债务规模已经突破 36 万亿美元，美国财政捉襟见肘。而特朗普一直希望推动美国延续其第一任期的减税方案，而仅仅是延长其 2017 年 TCJA 案中的日落条款就会提升 4.6 万亿美元政府开支。因此特朗普需要为财政创收，以便说服国会通过其减税法案。

总的来说，无论是处于政治目的还是经济目的，特朗普需要关税作为武器来创造业绩以及补充财政。特朗普的“大而美”法案包含把债务上限提高 4 万亿美元的条款，目前已经在众议院通过，其能否在参议院通过将对特朗普关税政策的激烈程度有较大影响。若“大而美”法案顺利通过，特朗普政府的财政绳索放松，其关税政策预计可能会稍微让步。但若“大而美”法案受阻，特朗普将关税政策作为其扩张财政收入的主要抓手，其激烈程度可能有所加剧。

2 关税战暂缓推动抢出口，5 月制造业 PMI 环比回升

5 月制造业 PMI 在贸易摩擦的缓和下反弹 0.5 个点至 49.5，仍然位于收缩区间。在抢出口效应的带动下，除价格相关指标与产成品库存以外，其它分项指标均有不同程度的回升。特别是生产指数快速回升，落在荣枯线以上。不过这一轮抢出口效应的强度偏温和，如果把 4 月制造业 PMI 以及各分项指数的回落解释为关税的冲击影响，那 5 月并未出现等比例的回升。

生产方面，PMI 生产指数回升 0.9 个点至 50.7，明显高于需求指数 0.6 个点的反弹幅度，也高于季节性。一般而言在金三银四的需求旺季之后，高基数

下 5 月制造业活跃度大多呈现弱势，近 10 年来 5 月生产指数平均环比回落 0.2 个点，而本月生产端逆势反弹显然与贸易摩擦的阶段性和缓有关。在前期 145% 的关税高压下，出口利润难以保障，生产商选择关停产线，降低开工。而在进入 90 天缓冲期，关税压力骤减但又伴随后期政策的不确定下，厂商更倾向于恢复产线加速生产，抢在窗口期出货。

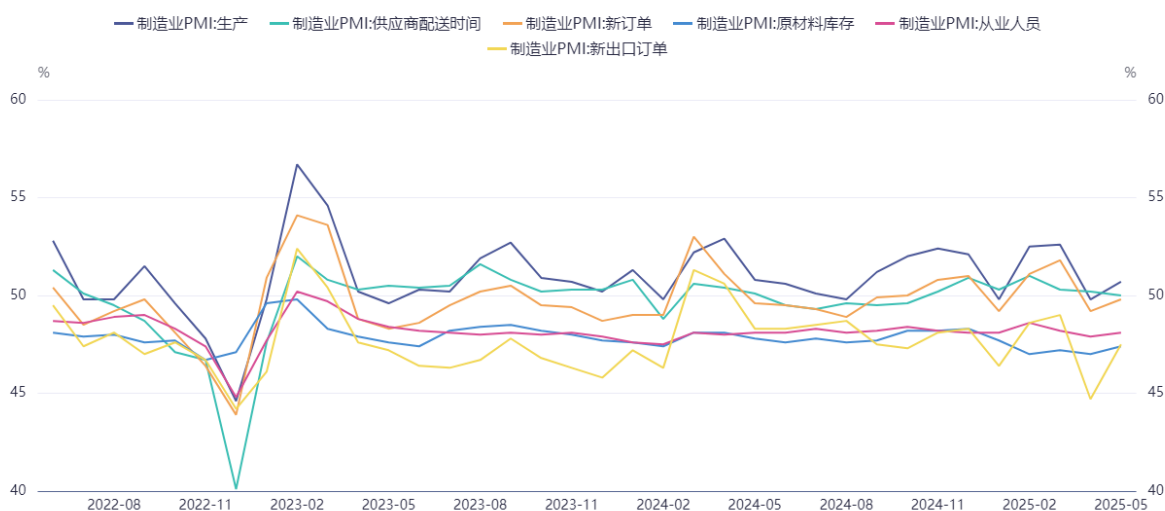
需求方面，新订单指数回升 0.6 个点，而新出口订单指数回升 2.8 个点，这说明本月的需求改善背后主要是外需支撑。不过我们注意到产成品库存指数延续下降趋势，继续大幅回落 0.8 个点，反应了企业对未来需求的担忧。这主要是因为暂缓期关税暂缓期只到 7 月初，后续外需的不确定下，企业生产按订单生产为主，以短期交付为主，不愿意累库。

图 1 制造业 PMI 数据



数据来源：iFind、宝城期货金融研究所

图 2 制造业分项指标数据



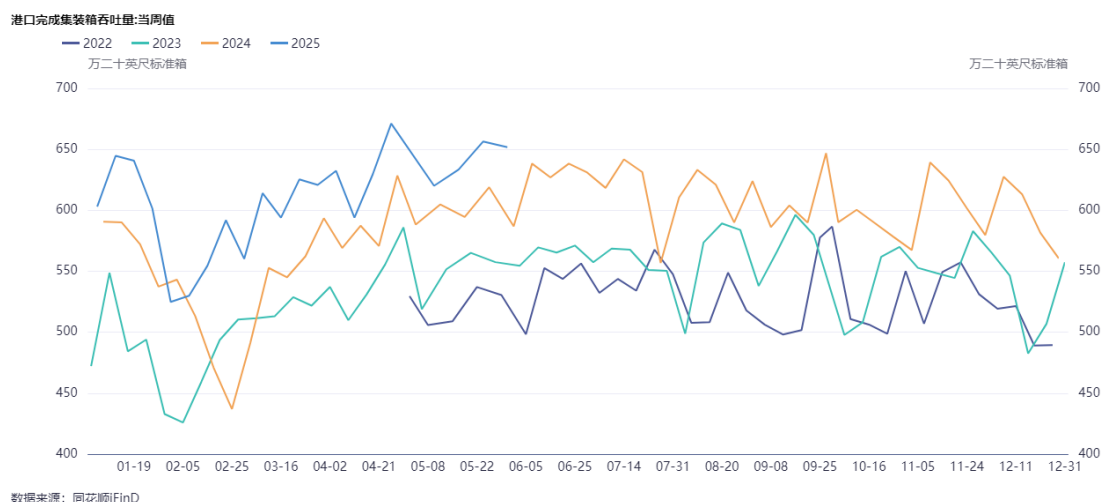
数据来源：iFind、宝城期货金融研究所

3 企业对美直接贸易仍持谨慎态度，更倾向于转口贸易

根据交通运输部数据，5 月前三周监测港口周均吞吐量为 637 万标准箱，较 4 月周均环比微升 0.76%，反映出抢出口特征，但并未出现超强度的上升；洛杉矶港进口集装箱数据也显示，美国进口正在不断恢复，5 月 7 日达到低点之后逐渐回升，不过回升的高度明显不及 4 月的高点，也不及历史同期水平。

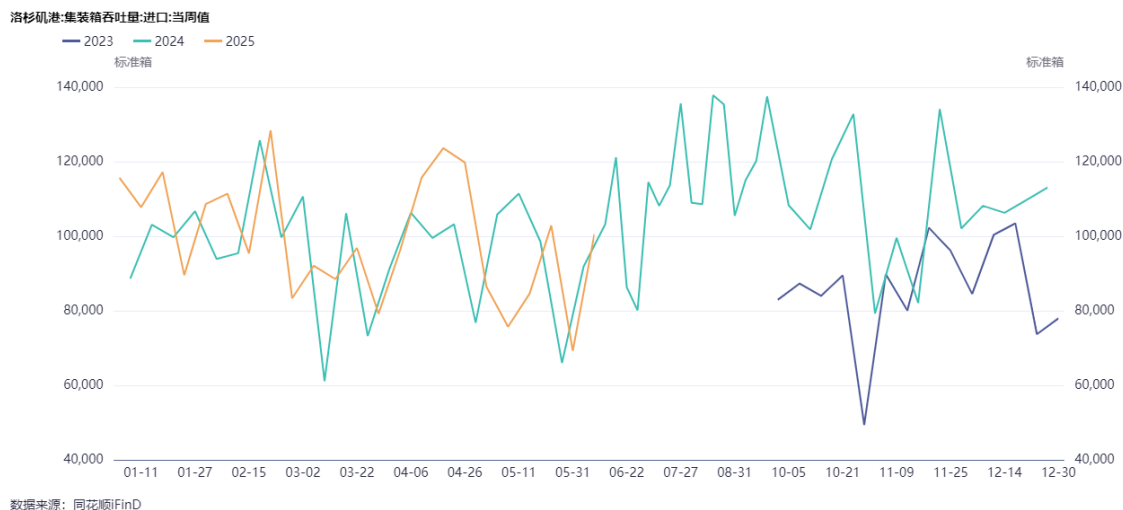
这一方面是因为日内瓦协定生效后中美关税水平明显下降，10%水平的对等关税看视可控，但在前期 30%-40%（特朗普第一任期以及拜登任期积累的历史加征关税，叠加美国在今年 2、3 月实施的所谓“芬太尼关税”）的基数水平上产生了叠加效应，越过了部分行业盈亏平衡点。另一方面，中美直接关税只有 90 天的暂缓期，将以往的转口方式转变为直接贸易仍然面临较高的切换成本和不确定性风险。因此企业更倾向于仍然需要通过转口方式完成对美贸易。

图 3 交通部检测港口集装箱吞吐量



数据来源: iFinD、宝城期货金融研究所

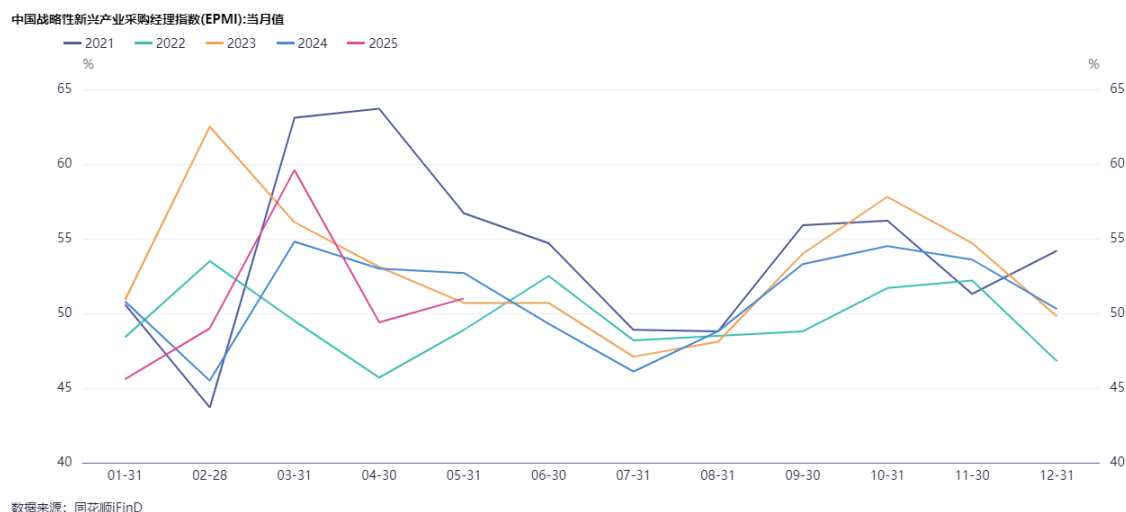
图 4 洛杉矶集装箱吞吐量数据



数据来源: iFinD、宝城期货金融研究所

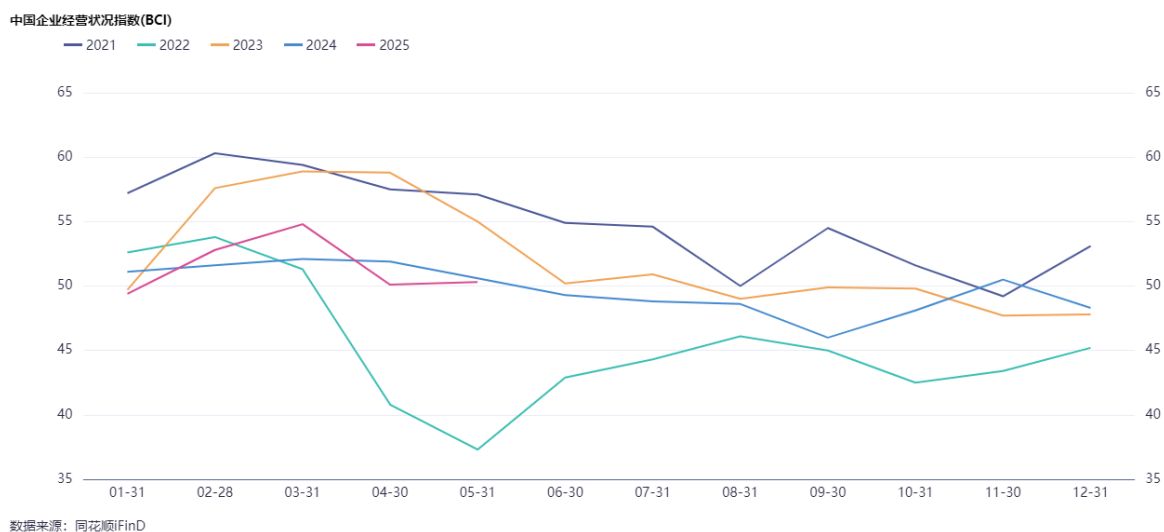
另外，从前瞻指标可以看出，不同行业受关税政策的影响明显不同，这主要和全球产业链分布中的可替代性有关。战略性新兴产业一方面受到国内政策扶持，另一方面在全球产业链具备集群优势，竞争力强，因此所受影响相对较小。而传统的劳动密集型外贸企业本身低薄的利润率以及新兴经济体的人力成本优势本就对其造成了冲击，在关税风险下扩大生产、投资的意愿不强。5月EPMI指数为51，环比上升1.6个百分点，低于季节性均值，出口订货分项大幅回升10.8个百分点提供主要支撑；而象征中小企业生产经营预期的BCI指数5月录得50.3，环比逆季节性回升0.2个百分点，但反弹高度有限，绝对值仍在历年季节性低位。其中企业销售前瞻指数较上月基本持平、投资前瞻指数仍有超季节性下滑，这说明企业实际生产经营修复节奏不及预期，贸易风险下企业稳健应对为主。

图 5 战略性新兴产业采购经理人指数 EPMI



数据来源: iFinD、宝城期货金融研究所

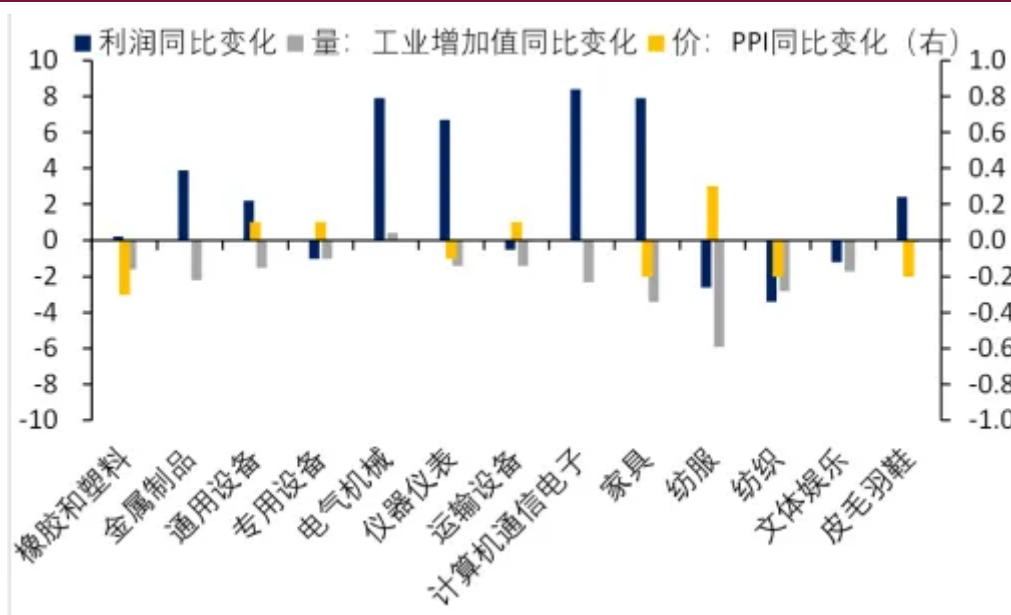
图 6 BCI 指数



数据来源: iFinD、宝城期货金融研究所

另外从企业的盈利情况分析，4月份，13个出口依赖度较高的行业中过半数利润改善，与工业企业利润整体改善的情况吻合。但进行价量拆分后，“量”的方面，多数行业受到显著冲击；“价”的方面，通用设备、专用设备等相关行业同时受内需政策带动，价格同比小幅收窄，其余各行业同比跌幅仍以持平或走扩为主，价量变化与利润修复存在一定背离。这主要是因为需求恐慌下上游行业价格持续下跌，成本降幅超过销售降幅，被动推升利润率，带来利润同比增速回升。而由成本端而非需求端驱动的利润改善难以为继，因此企业选择去库存而不是扩大生产累库。

图 7 主要出口行业利润拆分



数据来源：iFind、宝城期货金融研究所

总的来说，尽管关税战有所缓和，但在未来不确定性较高的情况下其负面冲击已经形成，贸易前景预期和利润预期已难回到原点，并将持续挤压企业主动生产、投资的意愿。并且从当前的贸易环境来看，关税战暂缓期在7月初到期，企业转向直接出口的意愿不高，更倾向于保持原有的转口贸易形式。

4 总结

5月中美关税战有所缓和，但未来仍然存在较大变数。无论是处于政治目的还是经济目的，特朗普需要关税作为武器来创造业绩以及补充财政。特朗普的“大而美”法案包含把债务上限提高4万亿美元的条款，目前已经在众议院通过，其能否在参议院通过将对特朗普关税政策的激烈程度有较大影响。若“大而美”法案顺利通过，特朗普政府的财政绳索放松，其关税政策预计可能会稍微让步。但若“大而美”法案受阻，特朗普将关税政策作为其扩张财政收入的主要抓手，其激烈程度可能有所加剧。

关税战暂缓推动抢出口，外需改善带动制造业 PMI 环比回升。5 月制造业 PMI 环比回升。生产方面，PMI 生产指数回升 0.9 个点至 50.7，明显高于需求指数 0.6 个点的反弹幅度，也高于季节性。需求方面，新订单指数回升 0.6 个点，而新出口订单指数回升 2.8 个点，这说明本月的需求改善背后主要是外需支撑。不过我们注意到产成品库存指数延续下降趋势，继续大幅回落 0.8 个点，反应了企业对未来需求的担忧。

尽管关税战有所缓和，但在未来不确定性较高的情况下其负面冲击已经形成，贸易前景预期和利润预期已难回到原点，并将持续挤压企业主动生产、投资的意愿。并且从当前的贸易环境来看，关税战暂缓期在 7 月初到期，企业转向直接出口的意愿不高，更倾向于保持原有的转口贸易形式。

（仅供参考，不构成任何投资建议）

获取每日期货观点推送

服务国家
知行合一

走向世界
专业敬业



诚信至上
严谨管理

合规经营
开拓进取

扫码关注宝城期货官方微信·期货咨询尽在掌握

免责条款

除非另有说明，宝城期货有限责任公司（以下简称“宝城期货”）拥有本报告的版权。未经宝城期货事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告的全部或部分内容。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议。宝城期货认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是宝城期货在最初发表本报告日期当日的判断，宝城期货可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但宝城期货没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。宝城期货不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

宝城期货建议客户独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

宝城期货版权所有并保留一切权利。