



宏观研究

【粤开宏观】中美关税博弈下一步：特朗普的底气与约束

2025 年 06 月 08 日

投资要点

分析师：罗志恒

执业编号：S0300520110001
电话：010-83755580
邮箱：luozhiheng@y kzq.com

分析师：马家进

执业编号：S0300522110002
电话：13645711472
邮箱：majiajin@y kzq.com

研究助理：孙文婷

邮箱：sunwenting1@y kzq.com

近期报告

《【粤开宏观】如何发展服务消费？中国服务消费的特征事实、制约因素和提振路径》
2025-06-02《【粤开宏观】“十五五”时期中国财政政策展望：财政政策转型的必要性与可能路径》
2025-05-27《【粤开宏观】化债成绩、挑战及建议——基于对 2025 年地方化债部署的分析》
2025-05-20《【粤开宏观】关税冲击的宏观时滞与微观分化——4 月经济数据解读》
2025-05-19《【粤开宏观】中美互降关税：为何要降？还有哪些没解决？未来会如何？》
2025-05-12

摘要

6 月 5 日，中美元首开启特朗普本届任期执政以来的首轮通话，两国元首同意双方团队继续落实好日内瓦共识，尽快举行新一轮会谈。

6 月 9 日，中美经贸团队将在伦敦开启第二轮贸易谈判，也是中美经贸磋商机制建立后的首次会议。在中美关税博弈的关键阶段，伦敦会谈的启动，既承载着日内瓦首轮会谈的初步成果，也背负着一个月来双方新增摩擦的复杂压力。日内瓦会谈中美双方达成了互降关税等一系列关键共识，但之后中国仍受到美国的刻意针对和打压。例如，日内瓦声明签署次日美国便发布 AI 芯片出口管制指南，之后又陆续出台了停止对华芯片设计软件（EDA）销售、取消中国留学生的签证等多项歧视性限制措施。

此次元首通话为持续升温的中美博弈提供了阶段性缓冲，但鉴于特朗普重点打压中国的立场没有实质性改变，双方对现存问题的分歧较大，中美博弈将呈现长期性和严峻性。所以有必要透过纷繁的表象，理清特朗普在中美博弈中的筹码和约束，以此推演未来中美关税博弈的可能情景。

一、四大因素将影响中美关税博弈的走向

（一）美国经济：重点关注美国物价和就业市场压力

当前美国物价温和回落、就业市场仍较稳健，经济的韧性表现是特朗普对关税问题保持强硬态度的底气。4 月美国 CPI 同比增长 2.3%，较上月回落 0.1 个百分点，核心 CPI 同比增速与上月持平；5 月失业率维持在 4.2%，连续 3 个月持平。

但“抢进口”对物价的缓冲效应不可持续，随着前期库存消耗殆尽，关税成本将逐步向消费终端传导，通胀压力可能在 5、6 月逐步显现，目前市场对美国经济滞胀风险担忧升温。根据密歇根大学 5 月民调数据，消费者对美国未来一年的通胀预期升至 6.6%，创 1981 年以来的最高值。劳动力市场走弱风险上升，截至 5 月 31 日，美国当周首次申请失业救济人数达 24.7 万人，创年内新高。

展望未来，美国经济或逐步从特朗普关税政策的底气变成约束。自特朗普发起全球“关税战”以来，市场普遍下调美国 2025 年 GDP 增速预期，若美国维持 4 月 2 日宣布的关税政策，IMF 预测 2025 年美国经济增长速率为 1.8%，较之前下调 0.9 个百分点。一旦美国经济触发衰退信号，特朗普或将做出妥协或让步，调降关税或延长关税暂停期限。

（二）美国资本市场：重点关注美股、美债和美元的表现

美国资本市场受“对等关税”政策影响，一度遭遇罕见的“股债汇三杀”，这对特朗普政府形成实质性压力。在此前美债市场剧烈波动之际，特朗普宣布



对除中国以外的经济体暂停实施“对等关税”90天。若未来特朗普关税政策导致美国资本市场剧烈震荡，再现“股债汇三杀”，可能会迫使特朗普重新审视其关税政策。

对于美股，美股暴跌将通过财富缩水效应直接冲击消费信心。美联储公布，截至2024年底，金融资产占美国家庭总财富的68%，其中，近30%金融资产配置股票。

对于美债，未来特朗普反复无常的关税政策可能导致美债市场剧烈波动，放大美债风险。国债收益率上涨将导致美国政府债务融资成本显著抬升。

对于美元，特朗普关税政策可能会动摇美元信用根基，削弱美元霸权地位。在特朗普贸易战和经济基本面削弱的双重打击下，美元显著承压，截至5月31日，美元指数较年初下降8.3%，或进一步加速全球“去美元化”。

（三）美国国内政治压力：重点关注关税的法律博弈，特朗普民调支持率以及税收、移民法案在国会的推进情况

关税政策遭遇重大法律挫折，但特朗普不会实质性改变其关税立场，可能转向通过其他法案重新对华加征关税。例如，通过援引122条款、301条款或232条款，特朗普政府可快速重建关税工具。

特朗普意图通过加征关税讨好核心选民，但加征关税是把“双刃剑”，若未能快速兑现“美国胜利”承诺，反而可能转为政治风险，成为共和党的中期选举“毒药”。目前共和党在国会仅占据微弱多数席位，特朗普力推的减税法案迟迟未在国会通过。截至5月31日，共和党在众议院席位分别为219:215，参议院席位分别是53:47。这意味着在2026年的国会中期选举中，共和党的“容错率”较低，即使小部分摇摆州的中间选民转投民主党，也可能导致共和党失去国会控制权。若选民对关税政策的不满加剧，特朗普可能通过局部降税，例如豁免消费品，以换取选票。

若其他政治承诺未兑现，特朗普可能继续通过加征关税，维持其“行动派”形象，缓解民众对改革滞后的不满。特朗普力推的税收、移民等关键法案需要国会批准，在民主党全面抵制、共和党党内分裂的局面下，其政策议程在国会遭遇的压力远超预期。

（四）国际压力：重点关注美国与欧盟、日本等主要经济体的谈判进程

美国与各经济体的贸易谈判并非是特朗普政府预期的“速战速决”，反而进展缓慢，甚至陷入僵局。截至5月底，除英国、中国外，美国至今未与其他主要经济体就关税问题达成谈判。在中国通过强硬的反制措施取得有力的谈判成果后，其他主要经济体也开始采取相对谨慎的态度，放慢与美国的谈判进程。例如，日本方面表示，在日美贸易谈判中，日本不会因时间限制而损害自身利益。这种情况增加了美国与各经济体之间谈判的复杂性和困难。然而，如果其他经济体在美国的威胁、利诱下逐步妥协和大幅退让，甚至配合美国遏制中国，特朗普政府也将在中美谈判中保持更加强硬的姿态。

二、未来中美博弈的路径推演

（一）当前中美关税博弈进入“相持阶段”



未来中美关税谈判将展开长期拉锯，进一步互降关税的难度增加，进一步提高关税的风险仍在。

第一，特朗普通过加征关税削减贸易逆差的目标难以实现，目标和效果的背离将导致特朗普提高全球关税战的烈度，并有可能指责和甩锅中国，关税博弈的长期性和严峻性是必然结果。美国对华货物贸易逆差是中美各自比较优势以及美国低储蓄高消费经济模式决定的，中国的比较优势在制造业、美国的比较优势在服务业，自然中国对美货物贸易是顺差、服务贸易是逆差。

第二，特朗普的关税立场频繁变化，可能会违背承诺，未来谈判仍具有高度不确定性。在特朗普 1.0 时期，特朗普公然违背中美两国元首大阪会晤重要共识要求，对中国输美商品加征第四轮“301 关税”。本届总统任期内，特朗普在关税问题上的“反复无常”更是成为常态。例如，4 月 9 日，美国暂缓对欧盟等经济体征收“对等关税”90 天，只保留 10% 的基准关税；5 月 23 日，特朗普却威胁自 6 月 1 日起对欧盟加征 50% 关税。

第三，中美对现存关税和非关税壁垒的分歧较大，谈判难度增加。美国对华加征 20% 的芬太尼关税、10% 的“对等关税”以及对华小额包裹加征 54% 关税仍未在日内瓦谈判联盟声明中被提及或解决。中美在产业补贴、技术标准、数据安全、产业链安全等领域的根本分歧未消除。

（二）未来中美博弈的可能情景

下阶段中美将开启多轮贸易谈判，“边打边谈”或成为主线。但最终谈判结果如何，归根结底取决于中美双方的筹码和底气。从关税幅度看，美国对华加征 20%-50% 关税将是可能性较大的区间；从时间上看，中美达成阶段性协议将耗时 1-2 年，可能在美国中期选举前达成框架性协议；分商品看，关税清单可能出现结构性调整，美国对华依赖度高的商品关税税率有望进一步调降、战略性商品的关税税率有进一步提高的风险。

若中美关税博弈持续升级，美国可能进一步打击中国的转口贸易，关税博弈有可能进一步扩展至金融、科技领域。特朗普上届任期提出的《贸易执法强化法案》可能会重启，可能对转口贸易实施连带处罚。对于科技战，美国可能进一步扩大对华技术禁运范围，从半导体扩展到生物技术、新材料、人工智能等更多领域，例如对华关闭核心数据库、限制中国获取或使用专利技术等。对于金融战，美国可能采取将中国银行剔除出 SWIFT 国际结算系统，限制美元和人民币交易；禁止美国企业向中国直接投资；强制要求中国企业在美股退市等措施。

风险提示：美国对华关税政策超预期、国际经济政治局势变化超预期



目 录

一、四大因素将影响中美关税博弈的走向.....	5
（一）美国经济：重点关注美国物价和就业市场压力.....	5
（二）美国资本市场：重点关注美股、美债和美元的表现.....	7
（三）美国国内政治压力：重点关注关税的法律博弈，民调支持率以及税收、移民法案在国会的推进情况.....	8
（四）国际压力：重点关注美国与欧盟、日本等主要经济体的谈判进程.....	8
二、未来中美博弈的路径推演.....	9
（一）当前中美关税博弈进入“相持阶段”.....	9
（二）未来中美博弈的可能情景.....	10

图表目录

图表 1： 美国通胀边际回落.....	5
图表 2： 美国就业市场较为稳健.....	6
图表 3： 美国消费者信心指数显著回落.....	6
图表 4： 2024 年美国家庭和为住户服务的非营利机构的资产结构.....	7
图表 5： 欧盟、日本、韩国对特朗普关税政策的相关回应.....	9



一、四大因素将影响中美关税博弈的走向

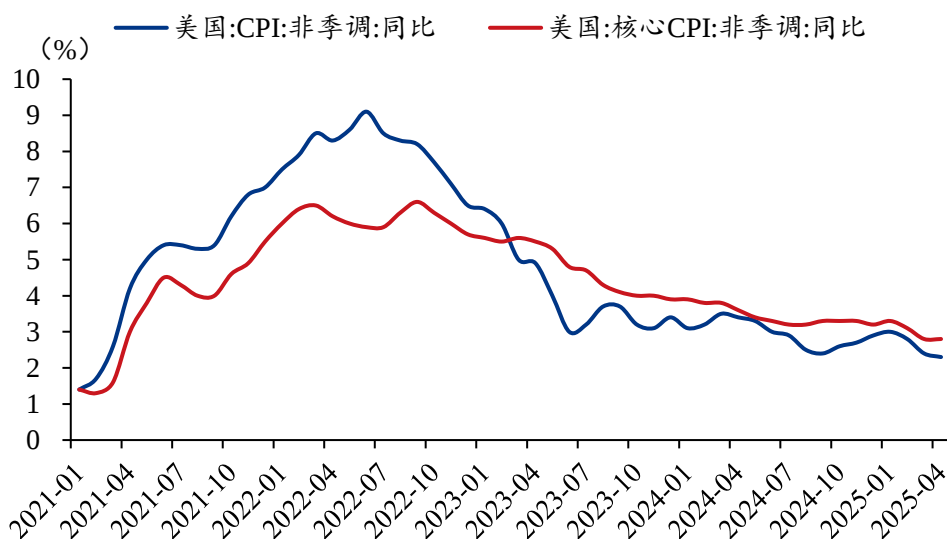
美国是“关税战”的主动发起方，中国的态度十分明确；打，奉陪到底；谈，大门敞开。下一步中美关税博弈的走向取决于特朗普政府的政策选择，而特朗普对华贸易政策受到多方面因素的影响，包括美国经济、金融市场、国内民意、国际压力等。在不同情境下，这些因素可能推动或抑制中美关税摩擦的升级。特朗普需要在维护其政治立场和应对经济现实之间找到平衡，以制定可持续的贸易政策。

（一）美国经济：重点关注美国物价和就业市场压力

特朗普长期表现出对美国经济的高度关注。特朗普提出的“让美国再次伟大”口号，实际上包含了对美国经济复兴的承诺，特别是创造就业机会和推动经济增长。特朗普经济政策的核心是通过减税来刺激经济，而要想大幅减税，让国会通过的前提条件是不能大幅增加美国财政赤字和债务，因此特朗普希望通过加征关税的方式予以对冲，实现财政平衡。但关税作为贸易保护工具，长期将降低经济效率、推高物价、抑制增长。根据美国税务基金会测算，截至5月31日，“特朗普2.0”加征的关税将会拖累美国GDP 0.8个百分点。特朗普试图以长期经济代价换取短期政治利益，美国经济能否维持韧性是特朗普关税政策的关键考量因素。

当前美国物价温和回落、就业市场较为稳健，经济的韧性表现是特朗普对关税问题保持强硬态度的底气。4月美国物价温和回落，CPI同比增长2.3%，较上月回落0.1个百分点，核心CPI同比增速与上月持平，主要得益于企业前期大规模囤货，关税成本暂未传导至消费端。2025年一季度，美国进口金额超1.2万亿美元，创历史新高，同比增长23.2%，零售业库存同比增长5.1%。就业市场较为稳健，5月美国新增非农就业13.9万人，较上月减少0.8万人，但仍超出预期的12.6万人，失业率维持在4.2%，连续3个月持平。

图表1：美国通胀边际回落



资料来源：Wind、粤开证券研究院



图表2：美国就业市场较为稳健



资料来源：Wind、粤开证券研究院

但“抢进口”对物价的缓冲效应不可持续，随着库存消耗，关税压力向消费终端传导，通胀压力可能在5、6月逐步显现，受关税冲击较大的行业已出现大范围裁员。根据耶鲁预算实验室，中美日内瓦声明生效后，美国平均有效关税税率为17.8%，较特朗普上任前增加15.4个百分点。**对于物价**，受关税上涨影响，沃尔玛、亚马逊等美国主要零售商和电商平台均宣布开启大规模涨价，计划将成本转嫁给消费者。根据密歇根大学5月民调数据，消费者对美国未来一年的通胀预期升至6.6%，创1981年以来的最高值。美联储担忧关税将驱动通胀，持续推迟降息。**对于就业**，劳动力市场走弱风险上升，截至5月31日，美国当周首次申请失业救济人数达24.7万人，创年内新高。受关税冲击的行业已出现大规模裁员，以零售、仓储行业为例，根据美国就业咨询公司挑战者，5月以来，零售和仓库企业累计裁员近11万人，远超以上行业去年全年裁员总数。特朗普关税政策也已显著冲击消费者信心，2025年5月，密歇根大学消费者信心指数连续5个月走弱，跌至近3年内新低。

图表3：美国消费者信心指数显著回落





资料来源: Wind、粤开证券研究院

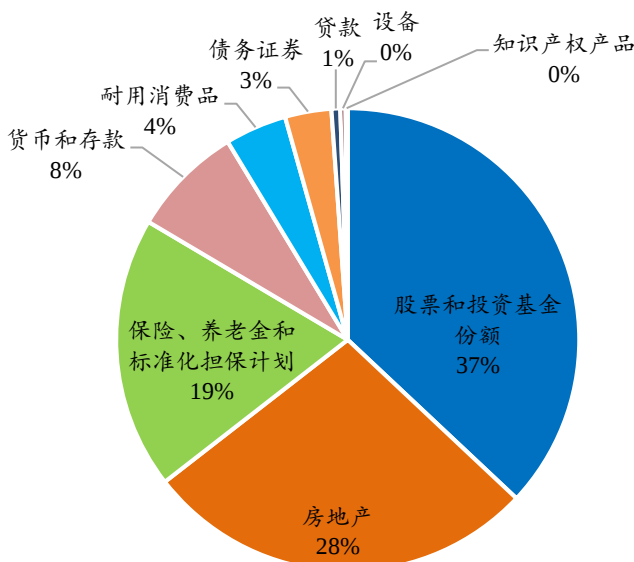
展望未来, 短期内美国经济维持韧性, 但中长期美国经济滞胀风险升温, 美国经济或逐步从特朗普关税政策的底气变成约束。短期内, 由于特朗普前期宣布暂停加征“对等关税”90天, 避免了美国经济的突然恶化, 物价可能维持温和上涨。因此, 在美国与其他经济体的90天关税谈判期内, 特朗普对关税政策的态度或不会受经济约束。中长期看, 美国经济滞胀风险升温。自特朗普发起全球“关税战”以来, 市场普遍下调美国2025年GDP增速预期, 若美国维持4月2日宣布的关税政策, IMF预测2025年美国经济增长速率为1.8%, 较之前下调0.9个百分点。一旦美国经济触发衰退信号, 特朗普或将做出妥协, 调降关税或延长关税缓和期限。

(二) 美国资本市场: 重点关注美股、美债和美元的表现

美国资本市场受“对等关税”政策冲击, 一度遭遇罕见的“股债汇三杀”, 对特朗普政府形成实质性压力。4月2日“对等关税”公布后的两个交易日, 美股市值蒸发超6万亿美元; 美元快速贬值, 美元指数一度跌破99; 4月4日至11日, 10年期美国国债收益率从4.01%飙升至4.48%, 五个交易日内上涨了47个基点。4月以来, 特朗普多次通过社交媒体发声, 呼吁投资者购买美国股票。在此前美债市场剧烈波动之际, 特朗普宣布对除中国以外的经济体暂停实施“对等关税”90天, 仅保留10%的基准关税。

特朗普反复无常的关税政策导致美股剧烈震荡, 或通过财富缩水效应直接冲击消费信心。美联储公布, 截至2024年底, 金融资产占美国家庭总财富的68%, 其中, 股票和投资基金资产占美国家庭总财富的37%。关税政策直接冲击股市, 引发财富缩水效应。5月23日, 特朗普威胁对苹果加征25%关税, 并要求企业回迁生产线, 导致苹果股价单日下跌3%, 市值蒸发超910亿美元。尽管特朗普通过喊话短暂提振股市, 但随着投资者逐渐脱敏, 喊话的边际效应也将减弱。

图表4: 2024年美国家庭 and 为住户服务的非营利机构的资产结构



资料来源: 美联储、粤开证券研究院

美债面临历史性危机, 特朗普关税政策将放大美债风险。截至2025年3月, 美国联邦债务余额突破36万亿美元。鉴于美国债务风险攀升, 财政状况恶化, 5月16日, 国际信用评级机构穆迪下调美国主权信用评级。未来特朗普反复无常的关税政策将导致美债市场剧烈波动, 国债收益率上涨将导致美国政府债务融资成本显著抬升。



特朗普关税政策可能会动摇美元信用根基，削弱美元霸权地位。在特朗普贸易战和经济基本面削弱的双重打击下，美元显著承压，截至 5 月 31 日，美元指数较年初下降 8.3%，或进一步加速全球“去美元化”。

若美国资本市场再现“股债汇三杀”，可能会迫使特朗普重新审视其关税政策。“股债汇三杀”的本质是市场对特朗普关税政策“不可持续”的集体投票。若特朗普考虑进一步升级关税政策，美国可能再现新一轮“股债汇三杀”，金融市场压力可能对特朗普的关税政策形成有力约束。

（三）美国国内政治压力：重点关注关税的法律博弈，民调支持率以及税收、移民法案在国会的推进情况

关税政策遭遇重大法律挫折，博弈筹码被削弱，但特朗普不会实质性改变其关税立场，可能转向通过其他法案重新对华加征关税。当地时间 5 月 29 日，美国国际贸易法院裁定特朗普政府援引《国际紧急经济权力法》（IEEPA）实施的关税政策越权无效。在本届任期，特朗普偏好援引 IEEPA 法案加征关税，相比其他法律条款，援引 IEEPA 加征关税的流程更简单、时间更快、范围更广。若最终裁决否定 IEEPA 依据的关税，将显著削弱特朗普的博弈筹码。但是法律挫折不会改变特朗普强硬的关税立场，通过援引 122 条款、301 条款或 232 条款，特朗普政府可快速重建关税工具。例如，援引“301 条款”针对主要经济体重新加征关税，援引“232 条款”加征行业关税，援引“122 条款”加征临时性关税。

特朗普意图通过加征关税讨好核心选民。特朗普的政治力量很大程度上依赖于核心选民的支持，尤其是认为全球化和自由贸易让美国制造业受损的工人阶层。特朗普要想巩固权力，必须回应这部分选民的呼声，那就必须采取对外强硬、对内“让美国再次伟大”的姿态以及发动全球关税战的举动。除了对全球加征关税以外，特朗普已经或计划对钢铁、铝、汽车、木材等重点商品单独加征关税，同样有利于美国的蓝领工人。

但加征关税是把“双刃剑”，若未能快速兑现“美国胜利”承诺，反而可能转为政治风险，成为共和党的中期选举“毒药”。加征关税直接提高进口商品成本，推高居民的生活成本，侵蚀中低收入家庭可支配收入。选民对短期经济阵痛的容忍度建立在对“关税反哺经济”的预期之上，一旦政策承诺落空将引发多重风险，可能直接冲击特朗普选民基本盘，尤其在摇摆州、农业州中形成“信任赤字”。目前共和党在国会仅占据微弱多数席位，特朗普力推的减税法案迟迟未在国会通过。截至 5 月 31 日，共和党与民主党众议院席位分别为 219:215，参议院席位分别是 53:47。在 2026 年的国会中期选举中，共和党的“容错率”较低，即使小部分摇摆州的中间选民转投民主党，也可能导致共和党失去国会控制权。

若其他政治承诺未兑现，特朗普可能继续通过加征关税，维持其“行动派”形象，缓解民众对改革滞后的不满。美国国会掌控税收立法权，但通过多项立法将部分权力让渡给了总统，总统可在一定程度上绕过国会自行决定加征关税。而特朗普力推的税收、移民等关键法案则需要国会批准，在民主党全面抵制、共和党党内分裂的局面下，其政策议程在国会遭遇的压力远超预期。

（四）国际压力：重点关注美国与欧盟、日本等主要经济体的谈判进程

特朗普发动的全球关税战，引发广泛的国际反弹。与第一届任期只针对中国加征关税不同，本届任期特朗普关税政策覆盖范围显著扩大，甚至包括加拿大、欧盟、日本等



传统盟友。国际社会的反击也相应升级，不仅中国对美国予以坚决反制，加拿大、欧盟等经济体也对美国的关税政策出台反制措施，日本的态度也意外强硬。与各经济体的贸易谈判并非是特朗普政府预期的“速战速决”，反而进展缓慢，甚至陷入僵局。截至5月底，除英国、中国外，美国至今未与其他经济体就关税问题达成谈判。其中，英国是美国的贸易顺差国，中美互加125%的对等关税和反制关税不可持续，中美、英美的谈判结果也难以成为其他经济体与美国谈判的参考模板。

最理想情景是各经济体联合起来共同对美国施压，美方可能会知难而退。尽管其他经济体由于在经济、政治、外交、军事等领域不同程度上依赖美国，在与美方的关税谈判中缺乏足够的底气和话语权，但在中国通过强硬的反制措施取得有效的谈判成果后，其他主要经济体也开始采取相对谨慎的态度，放慢与美国的谈判进程。这种情况增加了美国与各大经济体之间谈判的复杂性和困难。韩国总统李在明表示，没必要急于与美国尽早达成贸易协议；日本首相石破茂表示，在日美贸易谈判中，日本不会因时间限制而损害自身利益。

图表5：欧盟、日本、韩国对特朗普关税政策的相关回应

经济体	美国对其加征“对等关税”税率	时间	相关回应
日本	24%	5月12日	日本首相石破茂表示，不能接受在不包含汽车领域的情况下与美方达成协议，也不会为了汽车产业而牺牲农业、以扩大进口美国大米作为谈判筹码。
		5月20日	日本谈判代表表示，日本要求美国取消对日本的所有关税，包括“对等关税”、汽车、钢铝关税等行业关税，并强调日本不会急着和美国达成协议。
欧盟	20%	5月31日	欧盟委员会发布声明，声明宣布考虑对美国提高进口钢铝关采取反制措施，如果未能达成双方均可接受的解决方案，欧盟现有反制措施和附加措施将于7月14日自动生效，或根据需要提前生效。
韩国	25%	5月18日	韩国总统李在明在总统竞选时表示，与美国关税谈判时要将韩国的利益放在首位，没有必要急于与美国达成贸易协议。

资料来源：公开资料整理、粤开证券研究院

若其他经济体在美国的威胁、利诱下逐步妥协和大幅退让，甚至配合美国遏制中国，特朗普政府也将在中美谈判中保持更加强硬的姿态。例如，部分经济体配合美国加强商品原产地溯源，打击中国商品通过第三方转出口或通过简单加工再出口至美国的行为；部分经济体可能会对华加征关税以换取美国对其的豁免；部分发达经济体配合美国构建“去中国化”技术联盟等。

二、未来中美博弈的路径推演

（一）当前中美关税博弈进入“相持阶段”

中美激烈的关税交锋阶段性趋缓，进一步互降关税的难度增加，进一步提高关税的风险仍在，未来中美关税谈判将展开长期拉锯。5月12日，中国和美国发布《中美日内瓦经贸会谈联合声明》，宣布互降“对等关税”和“反制关税”，彼此从125%的关税税率降至34%，其中，24%的关税暂停加征90天，保留剩余10%的关税。同时，双方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。但最终谈判结果如何，归根结底取决于中美双方的筹码和底气。

第一，特朗普削减贸易逆差、促进制造业回流的目标与中美客观的比较优势是不可调和的，目标和效果的背离将导致特朗普提高全球关税战的烈度，中美关税博弈的长期性和严峻性也是必然结果。特朗普发动全球关税战的目标在于削减贸易逆差、促进制造



业回流，但美国巨额贸易逆差的根源不在外部，而是中美各自比较优势以及美国低储蓄高消费经济模式决定的，中国的比较优势在制造业、美国的比较优势在服务业，自然中国对美货物贸易是顺差、服务贸易是逆差。此外，由于美国存在劳动力成本较高、配套产业不够完善等问题，美国制造业回流也未按预期顺利展开，特朗普通过关税政策威胁企业加大在美投资。以苹果产业链为例，在上届任期，特朗普就持续施压苹果，要求其将产业链从中国迁回美国，但苹果的应对策略却是将部分产业链从中国迁移至印度。2025年5月23日，特朗普在社交媒体再次喊话，威胁对在美国以外制造的苹果手机加征25%关税，若企业承诺在美国建厂则可免征关税。

第二，特朗普的关税立场频繁变化，可能会违背承诺，未来谈判仍具有高度不确定性。在特朗普 1.0 时期，特朗普公然违背中美两国元首大阪会晤重要共识要求，对中国输美商品加征第四轮“301 关税”。本届总统任期内，特朗普在关税问题上的“反复无常”更是成为常态。例如，4月9日，美国暂缓对欧盟等经济体征收“对等关税”90天，只保留10%的基准关税；5月23日，特朗普却威胁自6月1日起对欧盟加征50%关税。鉴于特朗普在关税问题上的反复无常，要做好中美谈判反复、艰巨、持久的准备。

第三，中美对现存关税和非关税壁垒的分歧较大，谈判难度增加。对于关税，美国对华加征20%的芬太尼关税、10%的“对等关税”以及对华小额包裹加征54%关税仍未解决。结合美英谈判结果和特朗普之前的关税缓和政策，对全球加征10%的基准关税大概率是特朗普的心理底价，进一步让步的可能性较低。对于非关税壁垒，中美在产业补贴、技术标准、数据安全、产业链安全等领域的根本分歧未消。例如，美国认为中国对光伏产业的补贴违背自由竞争原则，并以此为由加征关税。同样，中方反对美方《芯片和科学法案》对美本土芯片产业提供巨额补贴和税收优惠等带有明显歧视性的条款。此外，在5G、人工智能、物联网等领域，中美也在持续争夺技术标准制定权。

（二）未来中美博弈的可能情景

下阶段中美将开启多轮贸易谈判，“边打边谈”或成为主线。特朗普政府对关税政策的态度并未彻底转向，只是迫于国内外压力放松贸易政策，当前中美达成90天内暂停24%关税的措施具有临时性，若后续谈判未果可能迅速反弹。但最终谈判结果如何，归根结底取决于中美双方的筹码和底气。最坏情形已经出现，即中美互加超100%关税，中美贸易出现实质性“脱钩”，事实证明无法持续。**从关税幅度看，本轮美国对华加征20%-50%关税将是可能性较大的区间。从时间上看，参考“特朗普 1.0”中美贸易谈判进程，中美达成阶段性协议将耗时1-2年，可能在2026年11月的美国中期选举前达成框架性协议。**

分商品看，关税清单可能出现结构性调整，美国对华依赖度高的商品关税税率有望进一步调降、战略性商品的关税税率有进一步提高的风险。相比一次性下调或取消所有商品的现有关税，关税的结构性调整更可能出现，主因中美双方都希望降低关税对国内民生的冲击，同时保护本国战略性关键产业。例如，在中国并未退让的情况下，当地时间4月11日晚，美国政府突然修改关税细则，将智能手机、笔记本电脑、硬盘等电子产品排除出“对等关税”范围。对于钢铝、汽车、药品、半导体、木材等部分商品，虽不在此次“对等关税”的征收范围内，但美国已经或计划通过援引232条款，对以上行业加征保护性关税。

美国将加强进口商品溯源审查，打击中国商品通过第三方转出口至美国的行为。4月15日，美国海关和边境保护局正式启用全新的原产地数字核查系统，严厉打击转口贸易和规避关税的行为，越南、泰国等东盟经济体配合行动，后续其他经济体可能在美国的威胁、利诱下，配合美国对中国转口贸易展开围堵。若中美关税博弈持续升级，美国可能进一步打击中国的转口贸易，特朗普第一届任期提出的《贸易执法强化法案》可能



会重启，该法案包括将“关税欺诈”列为联邦重罪，企业高管最高可判处 20 年监禁，对转口贸易实施连带处罚等条例。

中美关税博弈有可能进一步扩展至“科技战”、“金融战”。对于科技战，美国可能进一步扩大对华技术禁运范围，从半导体扩展到生物技术、新材料、人工智能等更多领域，例如对华关闭核心数据库、限制中国获取或使用专利技术等。同时，美国可能要求盟友实施更严格的技术出口管制，形成对华科技全面围堵的格局。**对于金融战**，美国可能采取将中国银行剔除出 SWIFT 国际结算系统，限制美元和人民币交易；禁止美国企业向中国直接投资；强制要求中国企业在美股退市等措施。



分析师简介

罗志恒，2020 年 11 月加入粤开证券，现任总裁助理，兼首席经济学家、研究院院长，证书编号：S0300520110001。

马家进，经济学博士，2021 年 7 月加入粤开证券，现任首席宏观分析师，证书编号：S0300522110002。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观地出具本报告，结论不受任何第三方的授意或影响。本报告反映了本人的研究观点，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接收到任何形式的报酬。

与公司有关的信息披露

粤开证券具备证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：10485001。

本公司在知晓范围内履行披露义务。

股票投资评级说明

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。

股票投资评级标准

报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

买入：相对大盘涨幅大于 10%；

增持：相对大盘涨幅在 5%~10%之间；

持有：相对大盘涨幅在-5%~5%之间；

减持：相对大盘涨幅小于-5%。

行业投资评级标准

报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

增持：我们预计未来报告期内，行业整体回报高于基准指数 5%以上；

中性：我们预计未来报告期内，行业整体回报介于基准指数-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来报告期内，行业整体回报低于基准指数 5%以下。



免责声明

本报告由粤开证券股份有限公司（以下简称“本公司”）向专业投资者客户及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者客户（以下统称客户）提供。若您并非上述类型的投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研究报告中的任何信息。公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的公开信息和资料，但本公司不保证信息的准确性和完整性，亦不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。本公司力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或询价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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所引致的任何损失负任何责任。投资者据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在允许的范围内使用，并注明出处为“粤开证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖意愿的引用、删节和修改。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。本公司并不对其他网站和各类媒体转载、摘编的本公司报告负责。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，本公司不承担任何法律责任。

投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

联系我们

广州市黄埔区科学大道 60 号开发区控股中心 19、22、23 层

北京市西城区广安门外大街 377 号

网址：www.ykzq.com