

假期思考：谁是关税反复的“赢家”？

2025 年 06 月 02 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：shaoxiang@mszq.com

➤ **按“惯例”，特朗普又在假期给市场压力。**对于繁杂的特朗普政策，我们主要是从“关税—减税”两条线去分析，5月22日众议院通过后，减税进入参议院审议前的“蛰伏期”。我们可能又处在新一轮关税反复周期的起点，市场在迎接新的TACO交易（“特朗普总是临阵退缩”交易）。

➤ **“关税战没有赢家”。**在政策反复、法律“背刺”下，市场习惯于嘲笑特朗普“反复摇摆”的政治作秀，让美国在政策上、谈判上似乎越来越被动，**但是特朗普似乎没有“输”**。自4月底以来，特朗普整体工作支持率明显改善。根据Harvard-Harris民调统计，结构上，特朗普经济、外交、通胀、关税等政策的支持率均有所上升。**而对国际贸易法院判决的“反抗”，又将成为特朗普煽动“MAGA”基本盘、塑造“草根斗士形象”、打击民主党和司法精英的重要机会。**

➤ **往后看，对于关税，我们关注三个主要问题和线索：**

➤ **首先，中美谈判如何进一步推进？元首通话或是突破点。**自5月12日以来，中美谈判似乎再次陷入了僵持期，主要原因在于美方政策的“表里不一”，美国政府一边表现出希望和谈的意愿，一边又持续对华进行限制（包括近期的华为升腾芯片禁令、半导体设计软件限售、取消中国留学生签证等问题，详见图4）。这持续挑战中方的底线，中方态度也更加强硬。

➤ **后续中美谈判可能需要元首通话来破局。**由于稀土问题牵动着美国的核心利益，美方寻求与中国谈判的急迫性也越来越强。但僵持不下的中美谈判进展可能需要更高层级的对话解决。**近期美国官员也在持续透露与中方领导人接触的想法，其中哈塞特一度表示，中美领导人有望在未来一周内举行会谈，贝森特也声称可能很快看到相关进展。**这一幕在中美瑞士会谈前似曾相识——**彼时美方不顾中方的否认，一直强调在和中国接触、协商。**

➤ **其次，关税诉讼将会如何演绎？关税大棒依旧存在，但“抓大放小”的特征会更加明显。**

➤ **一方面，**美国联邦巡回上诉法院暂时搁置了暂停关税的相关裁决，这使得特朗普维持现有关税政策的窗口拉长，这为特朗普贸易谈判争取了更多时间。

➤ **另一方面，即使裁决最终恢复，但拥有充足“弹药库”的特朗普也不乏其他的替代方案。**例如进一步增加行业关税（232条款），这从计划将钢铝关税提升至50%已经初见端倪，后续半导体、医药、木材行业关税的陆续推出也是顺水推舟。

➤ **此外，特朗普可能采用“双轨”并行方案，但囿于时间和人力，新的关税设计上可能更加聚焦大国：**首先根据《1974年美国贸易法》第122条实行全面关税，作为短期内IEEPA的替代和缓冲，但为期150天，最高15%税率的限制并不能满足特朗普的“胃口”，因此在150天内特朗普或将进一步根据301和232条款为贸易伙伴定制“量身”关税（图7）。而这也意味着这场关税摩擦可能更加“旷日持久”，而定制化的关税模式也会更加聚焦。

➤ **最后，其余各国对美贸易进展如何？**临近7月9日关税暂缓的截止期，主要

相关研究

1. 2025年5月PMI数据点评：5月PMI：反弹成色-2025/05/31

2. 经济动态跟踪：渐行渐近的政策性金融工具-2025/05/30

3. 海外市场点评：关税“叫停”，几多利好？-2025/05/29

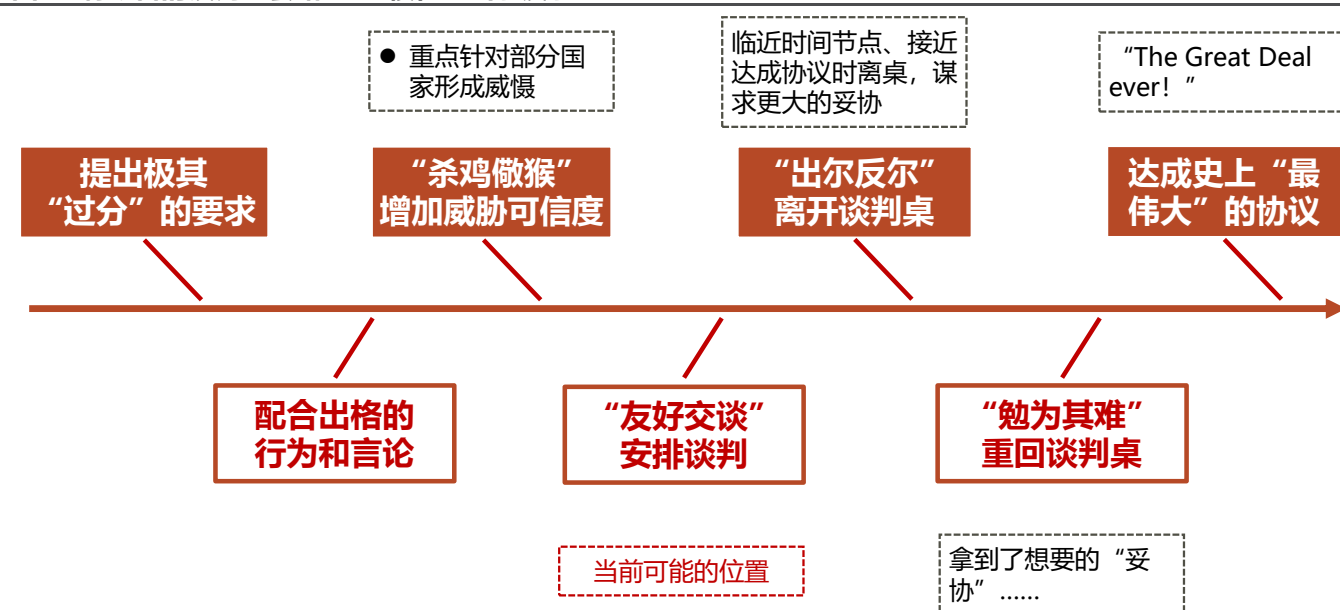
4. 2025年4月工业企业利润点评：中游行业缘何“逆流向上”？-2025/05/27

5. 海外市场点评：美债的症结：“强卖”之下如何“强买”？-2025/05/25

大国对美谈判进入了最后冲刺阶段, 6 月将是贸易协议达成的密集期。具体来看,

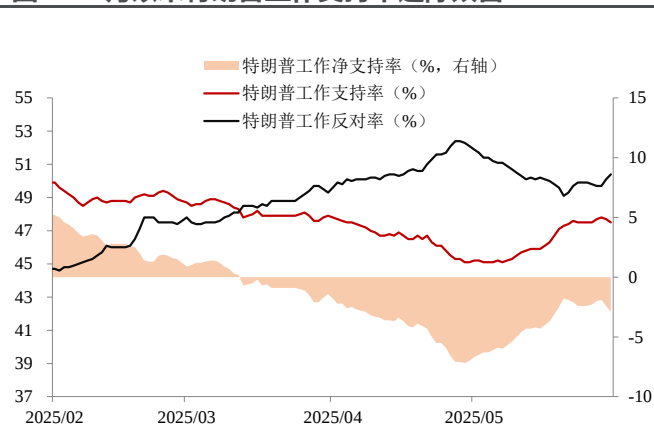
- **日本:** 5 月下旬日美连续进行两轮谈判, 进展加快。鉴于 7 月 20 日日本将举行上议院选举, 石破茂为避免外交失败受到指责, 寻求达成协议的紧迫性较高, 而 6 月中旬 G7 会议中的日美元首会面可能是破局点。
- **韩国:** 韩国国内政治问题一直是谈判的主要阻碍。在 6 月 3 日总统大选后, 预计美韩双方会举行第三轮谈判, 不过整体节奏和成果会慢于日本。
- **印度:** 印度可能是最接近与美达成协议的国家, 双方多次表态“谈判非常顺利”。考虑到美国贸易团队将于 6 月 5 日至 6 日访问印度, 届时可能有更多协议的细节公布。
- **欧盟:** 中美僵持、法院诉讼使得欧盟在谈判中又增加了些许底气, 在美国增加钢铝关税后欧盟进一步提出将对美反制, 这也给双方关系增加了更多不确定性。**后续关注两个时间点:** 一是美国贸易代表格里尔与欧盟贸易专员谢夫乔维奇 6 月初于巴黎会面, 其二是特朗普于 6 月 24 日参加北约峰会, 届时可能就贸易问题举行会晤。
- **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：特朗普的谈判“套路”：习惯性“出尔反尔”



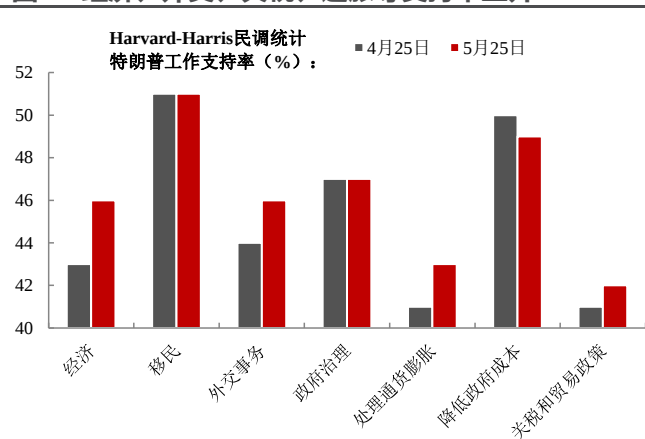
资料来源：民生证券研究院总结绘制

图2：5月以来特朗普工作支持率边际改善



资料来源：彭博，民生证券研究院

图3：经济、外交、关税、通胀等支持率上升



资料来源：Harvard-Harris，民生证券研究院

图4：瑞士会谈以来，美方加大对华限制

瑞士会谈以来美国对中国制裁	
时间	内容
5月13日	美国商务部工业安全局（BIS）宣布采取额外措施加强全球半导体出口管制，规定在世界任何地方使用华为昇腾（Ascend）芯片均违反美国的出口管制。
5月23日	白宫宣布对中国和其全球军事最终用户的芯片设计EDA软件实施新的出口管制
5月28日	英国《金融时报》称，美国政府计划采取措施限制美国EDA公司向中国出售设计芯片的软件。
5月28日	美国国务卿称，将继续收紧签证政策，宣布对那些被认定“参与审查美国公民的外国官员和个人”实施签证禁令。
5月28日	美国国务卿称，美国将开始吊销中国学生的签证，包括“与中国政府有联系或在关键领域学习”的学生。
5月28日	美国暂停向中国商飞出口GE LEAP-1C发动机技术，企图扼杀C919大飞机产业链。
5月30日	据路透社，美国计划将对台军售提升至超过特朗普首个任期的水平，以强化对中国大陆的威慑力。
5月31日	美国特朗普政府计划出台新规，扩大对中国科技行业的限制，将受制裁企业的子公司一并纳入监管范围。

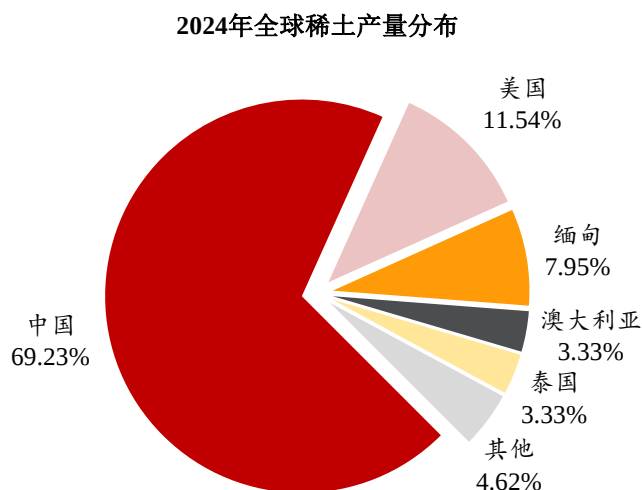
资料来源：腾讯、观察者、新浪等，民生证券研究院

图5：瑞士会谈后中美双方表态

经济体	核心问题	瑞士会谈后，中美双方表态	
		中国表态	美国表态
中国	● 20%的芬太尼关税和暂缓的24%对等关税	● 5月12日，玉渊谭天：中国稀土出口管制还在继续。中国开展了打击战略矿产走私出口专项行动，近期还将组织一系列行动，而此前实施出口管制的中重稀土就包含在其中。	● 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13日，外交部发言人林剑主持表示，关于芬太尼问题，中方多次表明， 芬太尼是美国的问题，不是中国的问题，责任在美国自身 。美方无视中方的善意，对中国无理加征芬太尼关税，这严重冲击中美在禁毒领域的对话与合作，也严重损害中方利益。“美方如果真心想同中方合作，就应该停止对华抹黑推责，以平等、尊重、互惠的方式同中方对话。”	● 5月12日，美国贸易代表格里尔表示，双方相互尊重和理解， 我们最终取得了一个对我们和中国都非常有利的结果。
		● 5月14日，外交部发言人林剑表示，美方以芬太尼为借口，对中国无理加征两轮关税，中方均第一时间采取包括关税和非关税措施在内的反制举措， 坚定维护自身正当权益，这些反制措施仍然有效。	● 5月13日，美国财长贝森特表示，1) 我们不希望全球两大经济体之间出现普遍脱钩，但是 战略性脱钩在所难免 ；2) 与中国在日内瓦的会谈达成了避免局势升级的机制；3) 预计几周内再次会面，推动更全面的协议 ，但具体时间未定；4) 后续谈判内容主要是非关税壁垒，包括稀土、市场准入、汇率等等；4) 10%的关税不太可能取消；5) 中国在芬太尼问题上表现出合作意愿，双方在日内瓦就阻止前体药物流动进行了深入讨论，双方诚意很足。
		● 5月15日下午，商务部新闻发言人何咏前：下一步，中美双方将依据中美日内瓦会谈共识，就经贸领域各自关切保持沟通；依据中美日内瓦会谈共识， 双方同意建立经贸磋商机制，就经贸领域各自关切保持沟通，中方将适时发布相关消息。	● 5月23日，贝森特表示，特朗普政府官员将再次与中国代表会面，就关税进行谈判， 本人将亲自再次与中国进行面对面谈判，在接下来的几周内会宣布“几项大型”贸易协议。
		● 5月16日，国家副主席韩正表示，中美之间拥有广泛共同利益和广阔合作空间。中美经贸会谈取得实质性进展， 两国应通过平等对话，妥善解决经贸合作中的分歧和摩擦。	● 5月30日，特朗普公开指责中国未能履行此前达成的贸易协议，称自己“不想再当好好先生”。
		● 5月20日，王毅见美国亚洲协会会长康京和表示，近期中美经贸高层会谈取得进展，这再次说明，平等对话、相互尊重、妥善处理彼此合理关切符合中美两国共同利益。 但与此同时，美方继续遏制打压中国的正当发展权利，近日竟然试图对中国芯片进行全面封杀，这是赤裸裸的单边霸凌，中方坚决反对。	● 5月30日，美国贸易代表格里尔声称， 中国在遵守该协议方面“行动迟缓”，并指出稀土矿产是一个症结所在。
		● 5月30日，外交部林剑表示， 中方出台的出口管制措施符合国际通行做法，是非歧视性的，不针对特定国家 。美方的有关做法是在泛化国家安全概念，将经贸科技问题政治化、工具化， 对中国进行恶意封锁和打压，我们对此坚决反对，并将坚决维护自身的正当权益。	● 6月1日，白宫国家经济委员会主任凯文·哈塞特周日表示，他 预计特朗普总统将在本周与中国国家主席习近平就关税进行交谈 。贝森特声称可能很快看到相关进展。

资料来源：华尔街见闻，中国外交部，白宫等，民生证券研究院整理

图6：稀土问题是中美谈判的症结



资料来源：Wind，民生证券研究院

图7：特朗普征收关税的法律依据

	Section 232	Section 201	Section 301	Section 122	Section 338	IEEPA
涉及主题	威胁国家安全	伤害国内工业	违反贸易协议或其他规则	国际支付问题	歧视美国商务	国家紧急状态
要求机构调查	商务部	美国国际贸易委员会ITC	美国贸易代表办公室USTR	无	无	无
制裁持续时长的上限	无	4年；可能延长，最多至总计8年	4年；可能延长，无上限	150天	无	无
加征关税幅度的上限	无	50%	无	15%	50%	无
举例	对钢铁、铝的关税，2018-	太阳能电池产品，2018-2026	特定中国商品，2018-	从未用于加征关税	从未用于加征关税	中国商品，2025-

资料来源：美国国会，民生证券研究院

图8：其他国家关税进展

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		
英国	2.1%	10%	10%	10%	达成贸易协议				- 汽车和金属（未来）关税 - 农产品和食品标准 - 英国数字服务税（2%）	- 对英10%的对等关税保留，但会有豁免。 - 行业关税将采取“配额”思路：汽车：≤10万台：10%关税；>10万台，27.5%关税 - 英国增加50亿美元农产品进口（并对牛肉进口等实施配额内免税），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。
日本	4.5%	24%	10%						- 驻日美军和军费 - 汽车关税和农产品进口 - 汇率和美德购买问题 - 日本首相“不急于达成协议”	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。
韩国	4.0%	25%	10%						- 驻韩美军和防务支出 - 汽车、钢铁关税，对美能源购买和投资 - 帮助美国重建造船业 - 韩国将于6月3日进行总统大选	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23日，据韩联社：韩国可能在大选后与美国举行第三轮贸易谈判。 5月29日，韩国央行行长李昌镛称，美韩之间举行的外汇会谈最终推动了亚洲货币升值。 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，印度和美国的双边贸易协定谈判取得积极进展。
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	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。 5月29日，美国贸易团队将于6月5日至6日访问印度。 5月30日，印度石油部长普里：将从美国购买更多的石油和天然气。
欧盟	18.5%	20%	10%						- 欧盟的抵制（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23日，美国总统特朗普威胁称，从6月1日开始，对来自欧盟的商品征收50%的关税，还抱怨称“我们与他们的讨论毫无进展”。 5月26日，特朗普与冯德莱恩通话后表示将欧盟关税截至期限延至7月9日，冯德莱恩表示，欧洲已准备好迅速果断地推进谈判。 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30日，美国贸易代表格里尔：计划在下周初会见欧盟贸易代表。 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。

资料来源：华尔街见闻，金十等，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机构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