

风险趋于收敛，后续成果可期 ——评中美日内瓦经贸会谈联合声明

2025 年 5 月 12 日

民银国际研究团队

温彬 应习文 李鑫

联系人：应习文

电话：+852 3728 8180

Email: xiwenying@cmbcint.com

【内容摘要】

事件：当地时间 5 月 12 日上午 9:00，中美双方发布《中美日内瓦经贸会谈联合声明》，双方均取消 91% 的关税至 34%，并对其中 24% 的部分暂停 90 天征收，仅保留剩余 10% 的关税。双方表示将建立机制，继续就经贸关系进行协商。

本次《声明》后的关税最终版本为：美国对中国加征 30%=20%（芬太尼）+10%（基准） vs. 中国对美国加征 10%（反制），同时均保留 90 天后互征 24% 的空间用于谈判。关税上有顶（34%），下有底（10%），降幅超市场预期，风险趋于收敛。

从加征关税以来中美两国各自的表现看，美国受到关税的冲击更大，特别是美国债券市场所表现出的“去美元化”问题是特朗普政府不可承受之重，与其初衷背道而驰，从而迫使特朗普率先向中国频繁递出橄榄枝。中国经济在关税冲击下虽然表现整体稳健，但也难免受到不利影响。因此中方本着“打则奉陪到底，谈则敞开大门”原则，以打促谈的策略是双方多轮博弈的最优解。

中美双方能够相向而行，尽管有美国的主动因素，但也符合两国的共同利益。双方都达成了一定预设目标，这是中美能够继续保持谈判的重要基础，也意味着后续谈判成果可期。

对全球大类资产的影响研判。联合声明发布后，中美贸易谈判达成重要共识推动继续短期乐观情绪。未来几天内避险情绪或继续释放，风险趋于收敛，大类资产延续当前走势。长期来看，即使特朗普关税政策或会有反复，但“上有顶下有底”，市场对关税影响的反映逐渐钝化，大类资产回归经济基本面。美债利率波动区间收窄，下行幅度有限；美元走弱符合特朗普团队的意愿，但下行至阻力位后或转为震荡；黄金在短期调整后预计转为震荡；人民币将保持平稳双向波动格局。

风险趋于收敛，后续成果可期

——评中美日内瓦经贸会谈联合声明

1. 事件：中美日内瓦会谈后发布联合声明

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。双方围绕落实今年1月17日中美元首通话重要共识进行了坦诚、深入、具有建设性的沟通，在经贸领域达成一系列重要共识。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》。

《声明》表示：中美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；鉴于双方近期的讨论，相信持续的协商有助于解决双方在经贸领域关切的问题；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；双方承诺将于2025年5月14日前采取以下举措：

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。

采取上述举措后，双方将建立机制，继续就经贸关系进行协商。中方代表是国务院副总理何立峰，美方代表是财政部长斯科特·贝森特和美国贸易代表贾米森·格里尔。协商可在中国、美国，或双方商定的第三国进行。根据需要，双方可就相关经贸议题开展工作层面磋商。

2. 《声明》的实质内容是什么？是否超预期？

2.1 关税实质性降至 10% 的基准水平，力度超预期

双方取消 91% 的加征关税幅度，回归对等关税最初版本。根据 4 月 2 日特朗普对等关税的最初方案，美国将对中国征收 34% 的关税，而中国迅速反制了同等水平的关税。此后双方经过多轮升级，到达互征 125% 的水平（中国不包括 20% “芬太尼” 关税），升级幅度恰好是 91 个百分点。本次《声明》后关税回归 34%（含 24% 的暂停部分），意味着退回到 4 月 2 日的原点。

90 天暂停期的设定又将关税版本推进至 4 月 9 日。随后，双方约定在 34% 的关税中，仅保留 10% 的基准水平，剩余 24% 暂停并预留 90 天的谈判期。这与 4 月 9 日特朗普对其余未反制国家的处理方案基本一致，相当于再将关税版本推进至 4 月 9 日。因此，最终版本为：

美国对中国加征 30% = 20% (芬太尼) + 10% (基准) vs. 中国对美国加征 10% (反制)，同时均保留 90 天后互征 24% 的空间用于谈判。

关税上有顶（34%），下有底（10%），降幅超市场预期。原本市场最乐观的预期版本是下调至 34%，但最终结果超预期。《声明》发布后风险资产上涨，避险资产下跌的表现也体现了这一点。

2.2 中国的强硬表现最终获利，符合多轮博弈原理

相较于其他国家 4 月 9 日的版本，中国仍相对“占便宜”。

一是保留 10% 的反制关税。其他国家在 90 天内将被美国征收 10% 的基准关税，但并没有相应的反制措施。相反，中国对美国反制征收的 10% 关税予以保留，相当于中国通过强硬所获得的成果。在博弈论中，退让往往是单次博弈的均衡解，相反强硬则是多轮博弈的最优解，中国的策略恰恰符合博弈论原理。

二是谈判时间更长。其他国家从 4 月 9 日开始计算，需要在 3 个月后的 7 月 9 日前达成谈判。但对中国而言，若以 5 月 14 日开始计算，90 天的到期日则为 8 月 13 日。意味着中美谈判有更加充裕的时间，留给双方的准备期和经济承受缓冲期更长。同时中国在谈判策略上也将有更多其他国家的经验可以借鉴。

2.3 《声明》中的原则性表述为后续协商开了个好头

《声明》明确了双方要就经贸关系进行进一步的协商。《声明》对中美经贸关系的重要性进行了阐述，并确定了“相互开放、持续沟通、合作和相互尊重的精神”，为后续谈判开了个好头。

《声明》同时明确了后续谈判牵头人：中方代表是国务院副总理何立峰，美方代表是财政部长斯科特·贝森特和美国贸易代表贾米森·格里尔。贝森特在特朗普的团队中专业性相对较高，深谙美债风险，也更为理性和温和，作为日内瓦会谈的牵头人有政策连续性，将有助于推动中美的下一步沟通。

3. 中美走向缓和有基础，后续成果可期

从加征关税以来中美两国各自的表现看，美国受到关税的冲击更大，特别是美国债券市场所表现出的“去美元化”问题是特朗普政府不可承受之重，从而迫使特朗普率先向中国频繁递出橄榄枝。中国经济在关税冲击下虽然表现整体稳健，但也难免受到不利影响。因此中方本着“打则奉陪到底，谈则敞开大门”的原则，以打促谈的策略符合合理性假设。

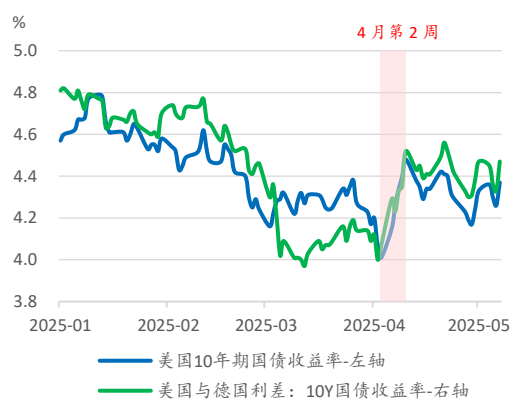
由此可见，中美双方能够相向而行，尽管有美国的主动因素，但也符合两国包括中方的共同利益。双方都达成了一定预设目标，这是中美能够继续保持谈判的重要基础，也意味着后续谈判成果可期。

3.1 特朗普的软化源于加征关税对并未达预设目标

一是关税战引发市场巨震，全球投资者一度逃离美元资产

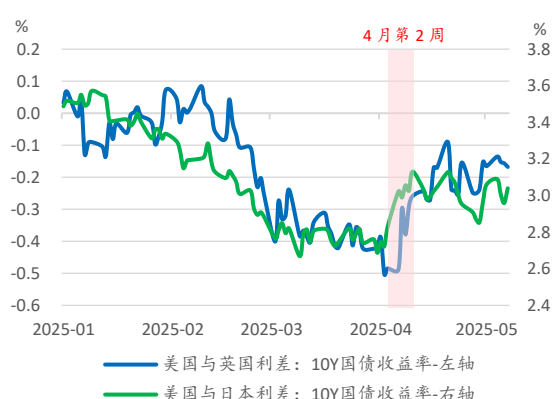
在特朗普上任初期，加征关税引发的忧虑导致全球市场“衰退交易”特征明显，具体表现在股市、商品价格和债券收益率的下跌。但4月4日以来的美债急速反转，将全球由“衰退交易”扭转为“去美元交易”。4月第二周（4月7-11日），10年期美债收益率在五个交易日内从前期低点3.8%附近，突然转向并持续拉升至最高接近4.5%的水平，引发市场对美国债务可持续性的强烈担忧，由此开启了全球“去美元交易”的进程。

图 1：10 年期美债与美德国债利差



数据来源：WIND

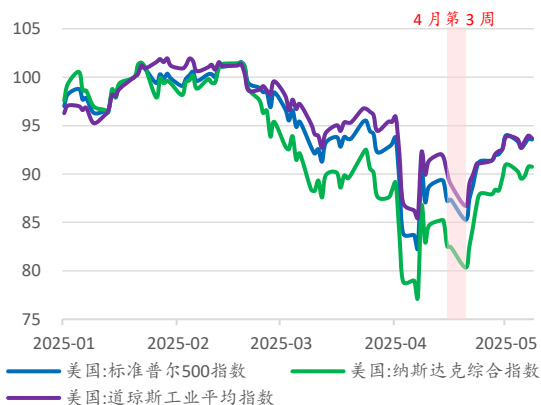
图 2：10 年期国债美英、美日利差



数据来源：WIND

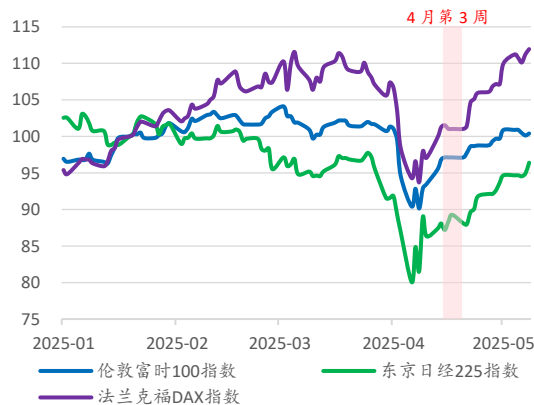
股票方面，在美债戏剧性反转的后一周（4 月 14-17 日），全球股票市场也出现分化，当周纳斯达克、道琼斯和标普 500 指数分别下跌 2.6%、2.7%和 1.5%，但伦敦、巴黎、法兰克福、东京、香港的股市均恢复上涨，显示出强烈的“去美元资产”倾向。

图 3：美国三大股指（2025.1.20=100）



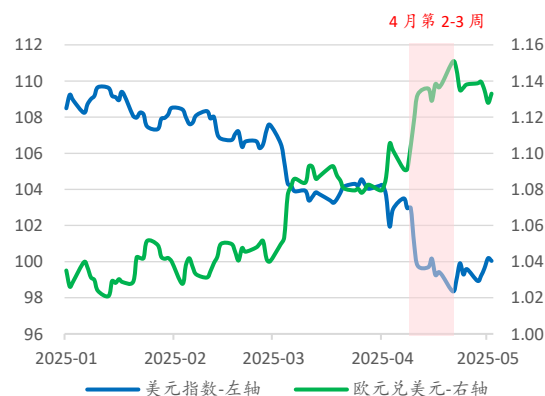
数据来源：WIND

图 4：英日德股指（2025.1.20=100）



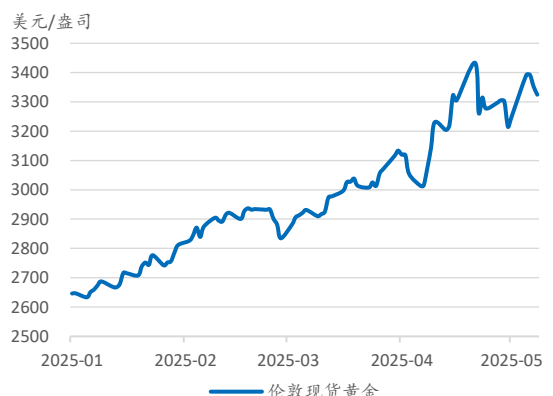
数据来源：WIND

图 5：美元指数与欧元兑美元汇率



数据来源：WIND

图 6：伦敦现货黄金价格



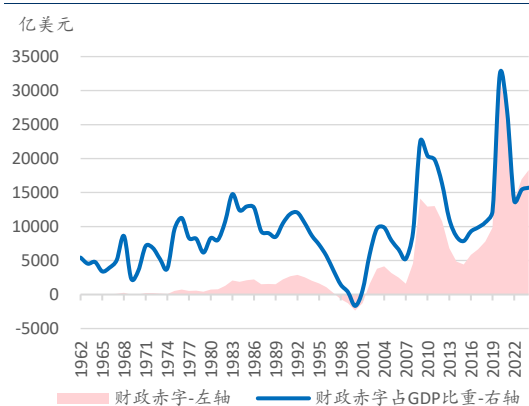
数据来源：WIND

汇率方面，美元指数贬值并跌破 100，主要货币对美元均在升值。受益于美元贬值，黄金价格在也一度屡创历史新高。在特朗普明显软化关税态度后，全球市场才逐步恢复稳定，“去美元化交易”也暂告一段落。

二是美债的反常下跌背离了特朗普的“化债”初衷

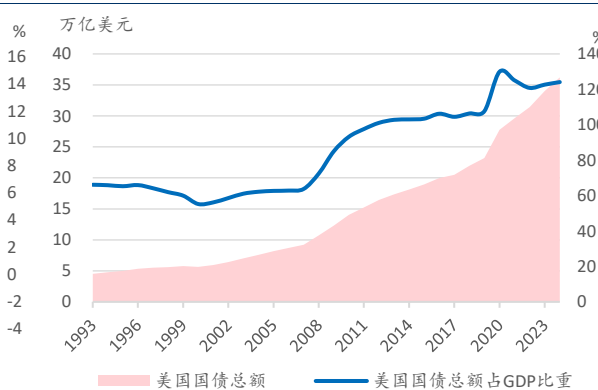
2025 年美债将面临到期和新发行高峰，过快增长的债务压力使市场对美债可持续性产生怀疑。特朗普 1 月上台时的美国国债余额达到了惊人的 36.2 万亿美元，相比 2019 年末增加了 57%。其中有不少 5 年期债务发生在 2020 年因疫情导致的超低利率期间（票息多在 0.125%-0.375%之间），这部分债券将面临当前 5 年期国债收益率 4%左右的新发成本，进一步增加利息支出压力。据美国财政部数据，美国联邦财政的利息支出逐年升高，已经由 2020 年的略高于 5000 亿美元，升高至 2024 年的 1.1 万亿。

图 7：美国财政赤字及占 GDP 比重



数据来源：美国财政部，WIND

图 8：美国国债余额及 GDP 比重



数据来源：美国财政部，WIND

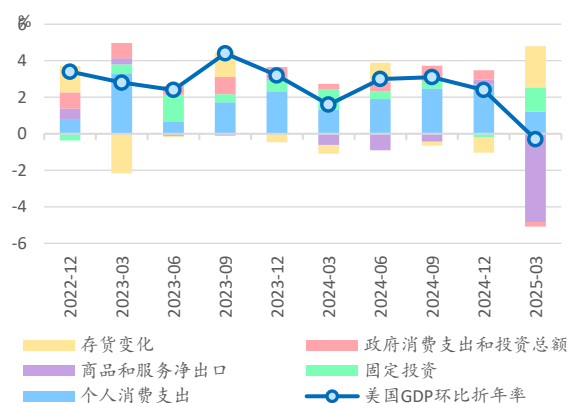
在特朗普原本的执政思路中，上任初期通过政府改革压缩开支，通过关税政策增收并促使资本回流，同时施压美联储降息，这套“组合拳”的最终目标是平衡财政和减轻债务压力。完成以上两项后，再过度到后期通过减税刺激经济增长，以便为 2026 年的中期选举打下良好的基础。但从强硬关税政策的实际效果来看，各国与美国的关税谈判磕磕绊绊，效果不佳。市场的大幅波动，反而令美元体系受损，美债的“无风险”性质发生动摇，与特朗普初衷背道而驰。

三是关税冲击美国经济，导致特朗普支持率下降

在经济增长方面，一季度 GDP 出现了两年多来的首次收缩，其中出于关税预期下的“抢进口”效应对 GDP 造成了巨大拖累。此外，美国消费者对于未来经济的信心受损，即便考虑关税形成恐慌性提前消费，依然未能阻止消费对一

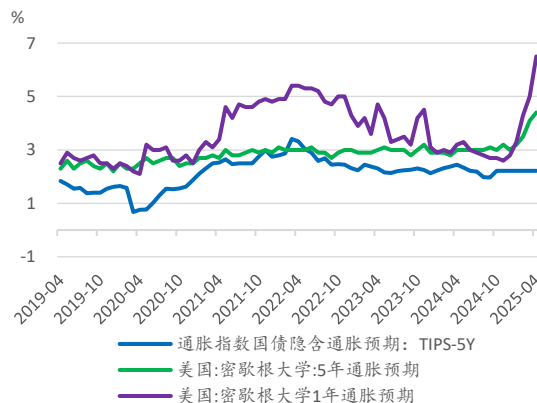
季度 GDP 贡献的下滑。特朗普在采访中也承认美国经济正在过渡期，并表示不排除经济收缩的可能。

图 9：美国 GDP 结构分解



数据来源：美国经济分析局，WIND

图 10：美国 1、5、10 年通胀预期



数据来源：美国财政部，密歇根大学，WIND

在通胀领域，尽管 3、4 月份美国通胀保持相对平稳，但密歇根大学调查的通胀预期大幅攀升。当前由于多数商家提前准备的库存尚未耗尽，关税对相关商品供给的影响有限，但从美国重要港口到港量大幅下跌来看，若关税持续不变，可能导致未来数周后的商品供给产生重大影响。由于市场波动和经济收缩，美国媒体发布的数据显示，特朗普以 39% 的支持率创下过去 80 年美国总统百日执政的最低纪录，较今年 2 月再跌 6 个百分点。

3.2 中国经济表现相对稳健，遵循“谈则敞开大门”原则

一是中国经济体量大、内需足、韧性强

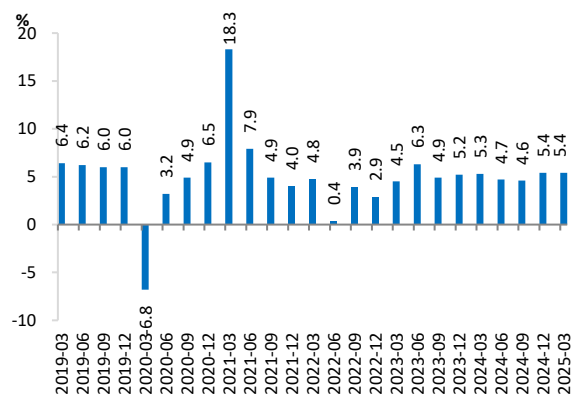
今年一季度，中国经济实现 5.4% 的超预期增长，在最引人瞩目的内需领域，一季度社会消费品零售总额同比增长 4.6%，较去年全年增速升高 1.1 个百分点，无论从结构和总量来看都持续向好。今年现象级的动画电影《哪吒 2》，仅依靠 95% 以上的国内票房，即能登顶全球影史动画电影票房之巅，并挤入全类型电影票房前五。这恰恰表明，中国单一市场的消费潜力巨大。

二是 4 月出口表现出足够的韧性

海关总署发布的数据显示，4 月中国出口 3156.9 亿美元，同比增长 8.1%，表现再超预期，规模再创历史同期新高。在关税影响下，尽管对美国出口下降 21%，但“抢转口”热度飙升，4 月份，我国对东盟、拉美、中国香港三大转口地区出口分别增长 20.8%、17.3%、8.8%，尤其是对东盟出口增速达到 24 个月以来

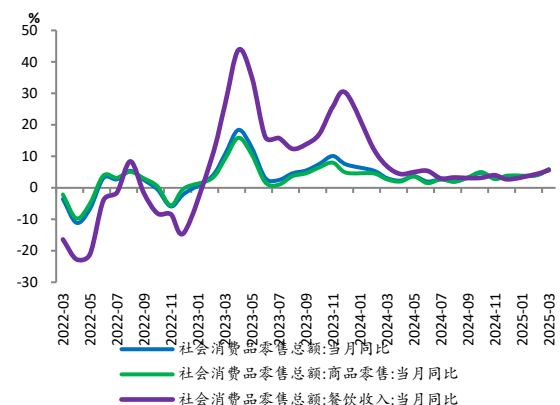
高点，东盟占我国出口份额创下 19.1% 的最高纪录。此外，中国还在加强与非美国国家贸易联系。4 月份，我国对东盟出口同比增长 8.3%，近期中欧关系已有缓和迹象，包括欧盟取消对华电动汽车关税、与西班牙签署农业协议、同步取消交往限制等。4 月我国对日本出口同比增长 7.8%，连续两月回升，3 月下旬以来，中日政商界接触不断，达成了多项共识，中日合作前景日趋明朗。

图 11：中国 GDP 季度环比增速



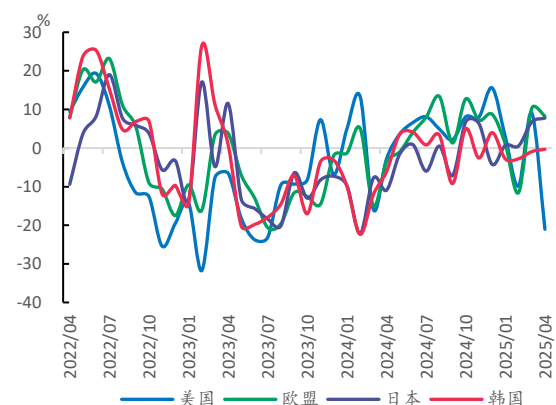
数据来源：国家统计局，WIND

图 12：中国月度社零消费同比



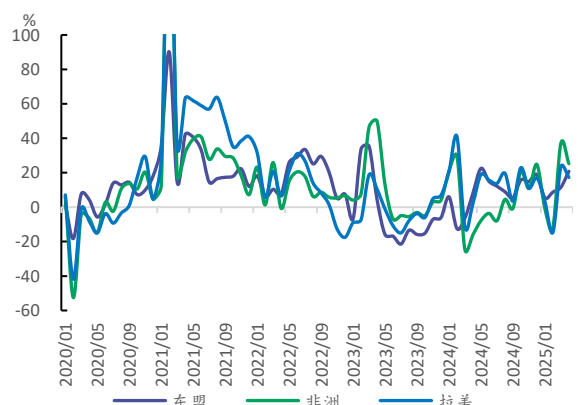
数据来源：国家统计局，WIND

图 13：我国对发达地区出口增速（美元计）



数据来源：国家统计局，WIND

图 14：我国对发展中国家出口增速（美元计）



数据来源：国家统计局，WIND

三是中国应对贸易战的政策储备充分

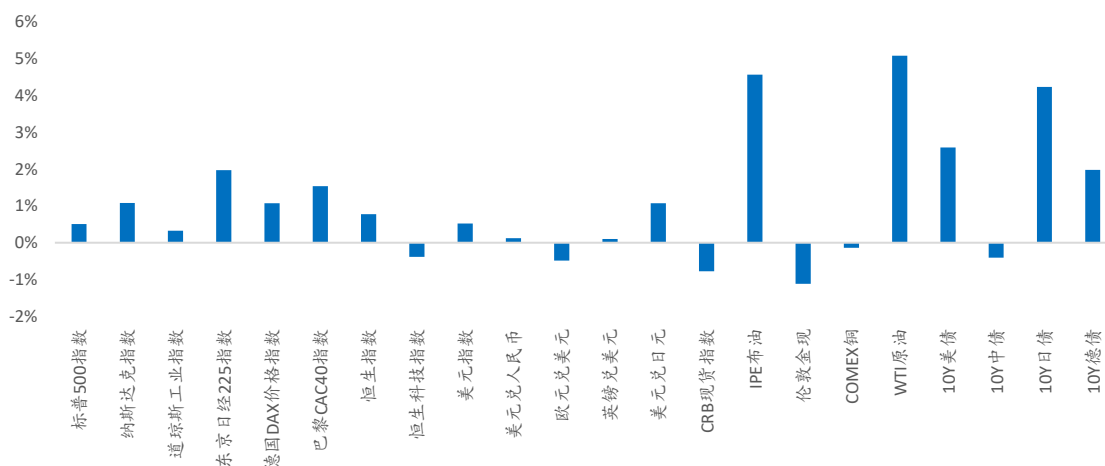
5 月 7 日央行、金融监管总局、证监会公布一系列增量政策，包括降准、降息、结构性工具增量降价、稳地产、稳股市、稳企业、强化科技创新支持等，力度超出市场预期，坚定维护汇市、债市、股市等金融市场平稳运行。后续看，若内外形势需要、政策空间进一步打开，增量政策工具仍会进一步丰富并陆续推出，以政策和高质量发展的确定性应对外部环境急剧变化的不确定性。

不过，中美之间的高额关税导致中美经济脱钩加剧，也对中国经济特别是外贸出口企业产生不利影响。不同行业受到的影响差异较大，比如4月份对美出口占比较高的商品，如箱包、服装、鞋靴、塑料、家具、玩具等，对美出口占比均达10%以上，出口增速下滑幅度由-9.1%至-0.2%不等。部分对美依赖度较大的企业也遭遇了一定经营困难。长期高关税势必对出口和相关就业产生不利影响。因此，不论是从自身经济角度，还是从维护全球经济稳定的角度，此次中国欣然接受美国的关税谈判请求，都是一个负责任大国的应有之义。

4. 大类资产：风险趋于收敛

前期中美经贸谈判消息释放，利好风险资产，避险资产回调。5月7日中美将于日内瓦举行会谈消息释放后，市场预期中美贸易摩擦存在较大缓和概率，风险偏好修复，避险情绪释放已部分计价，表现为全球权益资产多数收复前期跌幅，黄金等避险资产出现回调。

图 15：大类资产走势（5月7日-5月9日）



数据来源：国家统计局，WIND

数据来源：国家统计局，WIND

联合声明发布后，中美贸易谈判达成重要共识推动继续短期乐观情绪。美股期货涨幅扩大，道指、标普500指数期货涨超2%，纳斯达克100指数期货涨超3%；美元和人民币同时走强，离岸人民币跳涨百点；避险情绪显著消退，十年期美债和黄金遭重挫，现货黄金5分钟内下跌约20美元/盎司，日内跌超2%，美国10年期国债收益率攀升至一个月高点。

展望后市，未来几天内避险情绪或继续释放，风险趋于收敛，大类资产延续当前走势；长期来看，即使特朗普关税政策或会有反复，但市场对关税影响的反映逐渐钝化，大类资产回归经济基本面。

美债利率波动区间收窄，下行幅度有限。当前美债已较充分计入“特朗普溢价”，后续美债波动率或有所回落，并回归基本面定价逻辑。美国经济基本面降温，带动美债利率下行，特朗普关税的通胀效应显现，支撑美债利率。

美元或震荡偏弱。关税政策弱化美元循环，特朗普政策不确定性削弱美元避险属性，美国例外论动摇带动资金流出，加之美国与非美国国家经济差距收窄，美元震荡偏弱。不过美国经济仍有韧性，美债利率相对偏高，美元指数下行至阻力位后或转为震荡。

黄金预计维持高位震荡。当前避险情绪释放，黄金震荡回调。中长期地缘风险、通胀、央行增持等因素都难以扭转，以及美国经济走弱下美联储降息幅度增加，均利好黄金，金价预计高位震荡。

原油或震荡偏弱。特朗普关税政策增加全球衰退概率，OPEC+加快原油增产步伐，供需基本面利空，预计原油二季度油价或在较大幅震荡中整体偏弱。

人民币将保持平稳双向波动格局。随着中美贸易摩擦缓和，人民币贬值压力将有所减弱。同时在4月下旬政治局会议提出要着力稳就业、稳企业、稳市场、稳预期后，国内政策也将陆续发力显效，为外汇市场的平稳运行奠定良好基础。预计人民币汇率大概率将在合理均衡水平上维持基本稳定。

附录：中美关税战 2.0 时间线

特朗普上任以来，以芬太尼和全球“对等关税”为由对我国加征关税，对我国累计加征 145% 关税，试图以极限施压、威胁讹诈的方式来逼迫我国做出损害自身发展权益的妥协让步。我国始终保持战略定力，统筹国内经济工作和国际经贸斗争，多次表态“中方的态度很明确，我们不愿打，也不怕打。打，奉陪到底；谈，大门敞开。”关税战加剧美国陷入“滞胀”风险、加速美元霸权瓦解，迫于压力，美方近期不断表示，希望与中方进行谈判。5月7日，外交部发布消息，何立峰副总理于5月9日-12日访问瑞士，应美方请求，期间与美

方举行经贸高层会谈；5月10日，中美双方在日内瓦进行会谈；5月12日，中美联合发布《中美日内瓦经贸会谈联合声明》。

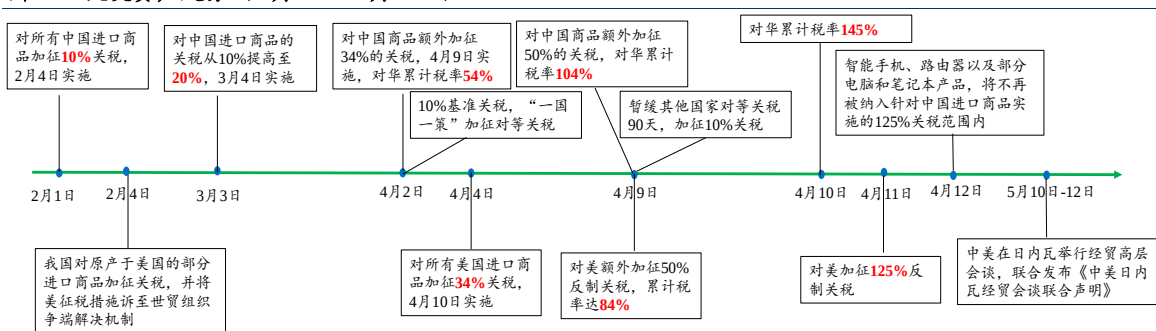
梳理中美关税时间线，中美关税战经历了“公告和反制-升级和僵持-有限和解”三个阶段：

第一阶段（公告和反制阶段，2月1日-4月1日）：特朗普上任后，以芬太尼为由连续对中国加征两次关税，累计20%税率；鉴于美方单边加征关税的做法严重违反世界贸易组织规则，不仅无益于解决自身问题，也对中美正常经贸合作造成破坏，我国在2月4日对原产于美国的部分进口商品加征关税，并将美征税措施诉至世贸组织争端解决机制。

第二阶段（升级和僵持阶段，4月2日-5月6日）：4月2日，特朗普宣布“对等关税”，对中国加征34%的对等关税，于4月9日生效；此后特朗普不断加码，将对中国加征的“对等关税”税率由最初的34%，提高至84%，最后落地于125%，特朗普以反复多变的商人思维，按照“提出惊人的目标，大肆宣传造势”的方式，“对等关税”税率已然成为数字游戏。我国始终保持理性克制，对美方关税加码行为进行逐一对等反制，最后对美加征反制关税税率提高至125%，并表态“鉴于在目前关税水平下，美国输华商品已无市场接受可能性，如果美方后续对中国输美商品继续加征关税，中方将不予理会。”

第三阶段（有限和解阶段，5月7至-至今）：5月10日，中美双方在日内瓦举行经贸高层会谈，为时两天；5月12日，中美联合发布《中美日内瓦经贸会谈联合声明》，声明指出中美双方“24%的关税在初始的90天内暂停实施，对这些商品加征剩余10%的关税。”

图 16：大类资产走势（5月7日-5月9日）



资料来源：民银研究团队整理

表 1：中美关税战三阶段

阶段	事项	美国征加关税情况	中国反制
公告和反制	以芬太尼为由加征关税	2月1日，对所有中国进口商品加征10%关税，2月4日实施。	2月4日，对自美国进口的煤炭和液化天然气加征15%关税；对原油、农业机械、大排量汽车等商品加征10%关税；将钨、锑、铋、钼等部分稀有金属纳入出口管制范围；基于《反垄断法》对美国谷歌公司展开调查；正式在世贸组织起诉美国。
		3月4日，对中国进口商品的关税从10%提高至20%，3月4日实施。	
升级和僵持阶段	对等关税	4月2日，对中国商品额外加征34%的对等关税，4月9日实施。	4月4日，对所有美国进口商品加征34%关税，4月10日实施；将16家美国实体列入出口管制管控名单；启用“不可靠实体清单”对11家涉台军售企业实施制裁；对中重稀土相关物项实施出口管制等。
		4月9日，对中国征收对等关税税率提高至84%。	4月9日，对美加征反制关税税率提高至84%。
		4月10日，对中国征收对等关税税率提高至125%。	4月11日，对美加征反制关税税率提高至125%，强调“鉴于在目前关税水平下，美国输华商品已无市场接受可能性，如果美方后续对中国输美商品继续加征关税，中方将不予理会。”
有限和解阶段	中美经贸高层会谈	5月12日发布中美两国发布《中美日内瓦经贸会谈联合声明》，中美双方24%的关税在初始的90天内暂停实施，对这些商品加征剩余10%的关税	

资料来源：民银研究团队整理

免责声明

此报告只提供给阁下作参考用途，并非作为或被视为出售或购买或认购证券的邀请或向任何特定人士作出邀请。此报告内所提到的证券可能在某些司法管辖区不能出售或分发。

此报告由民生商银国际控股有限公司（“民银国际”）的附属公司民银证券有限公司（“民银证券”）编写和发布。民银证券持有香港证券及期货监察委员会第1，4类牌照。此报告所载资料的来源皆被民银证券认为可靠。此报告所载的见解、分析、预测、推断和期望都是以这些可靠数据为基础，只是代表观点的表达。民银国际和任何附属公司（包括民银证券，统称“民银集团”）或任何个人不能担保其准确性或完整性。

此报告所载的资料、意见及推测反映民银证券于最初发表此报告日期当日的判断，可随时更改而毋须另行通知。

此报告内所提到的任何投资都可能涉及相当大的风险，包括但不限于市场波动、流动性限制及汇率波动等。若干投资可能不易变卖，而且也可能不适合所有的投资者。

此报告中所提到的投资价值或从中获得的收入可能会受汇率影响而波动。过去的表现不能代表未来的业绩。此报告没有把任何投资者的投资目标，财务状况或特殊需求考虑进去。

民银证券及其高级职员、董事、员工，可能不时地，在相关的法律、规则或规定的许可下（1）持有或买卖此报告中所提到的公司的证券，（2）进行与此报告内容相异的仓盘买卖，（3）与此报告所提到的任何公司存在顾问、投资银行或其他金融服务业务关系，（4）又或可能已经向此报告所提到的公司提供了大量的建议或投资服务。（5）民银集团的投资银行或资产管理团队可能作出与此报告相反投资决定或持有与此报告不同或相反意见。（6）此报告的意见亦可能与销售人员、交易员或其他民银集团成员专业人员的意见不同或相反。（7）民银集团的一位或多位董事，高级职员和/或员工可能是此报告提到的证券发行人的董事或高级人员，及（8）可能涉及此报告所提到的公司的证券进行自营或庄家活动。投资者应注意其可能存在影响本报告客观性的潜在利益冲突，并独立判断相关信息。

投资者不应仅依靠此报告，而应按照自己的判断作出投资决定。投资者依据此

报告的建议而作出任何投资行动前，应咨询独立的专业意见。民银集团不会对因使用此报告内之材料而引致任何人士的直接或间接或相关之损失负上任何责任。

此报告对于收件人来说是完全机密的文件。此报告的全部或任何部分均严禁以任何方式再分发予任何人士，尤其（但不限于）此报告及其任何副本均不可被带往或传送至日本、加拿大或美国，或直接或间接分发至美国或任何美国人士（根据 1933 年美国证券法 S 规则的解释），民银证券也没有任何意图派发此报告给那些居住在法律或政策不允许派发或发布此报告的地方的人。

报告受到版权和资料全面保护。除非获得民银证券的授权，任何人不得以任何目的的复制、派发或出版此报告。民银证券保留一切权利。