



中美日内瓦经贸会谈点评

宏观经济点评

证券研究报告

宏观经济组

分析师：宋雪涛（执业 S1130525030001）

songxuetao@gjzq.com.cn

日内瓦协议背后的“众生相”

中美日内瓦经贸会谈达成重要突破，双方同意将中国对美反制关税从 125%降至 10%，美国对华加征关税从 145%降至 30%，其中 24%关税设 90 天缓冲期。这一结果远超市场预期，反映出美国在谈判中处于更被动立场，其急于取得成果源于国内经济压力和政治反噬风险，而中国通过与东盟、欧盟等非美国国家深化合作争取了谈判主动权。

谈判成功的关键在于中美双方的现实考量。美国面临关税持久战下的供应链中断风险和盟友拖延策略压力，中国则需避免高关税对出口的长期冲击，同时利用关税战窗口期完成与非美经济体的战略布局。双方在相互经济压力下选择阶段性妥协，既缓解了短期经贸摩擦，也为后续磋商机制奠定基础。

协议落地后，预计中国 6-7 月出口将因前期抢出口透支需求而回落，但降幅较 145%关税情景明显缓和。政策层面关注财政对冲工具，市场层面电子产品、纺织等出口链企业压力减轻，国产替代和出海逻辑仍具长期价值。全球风险偏好回升利好美股，黄金短期波动加剧，人民币贬值压力有所缓解。

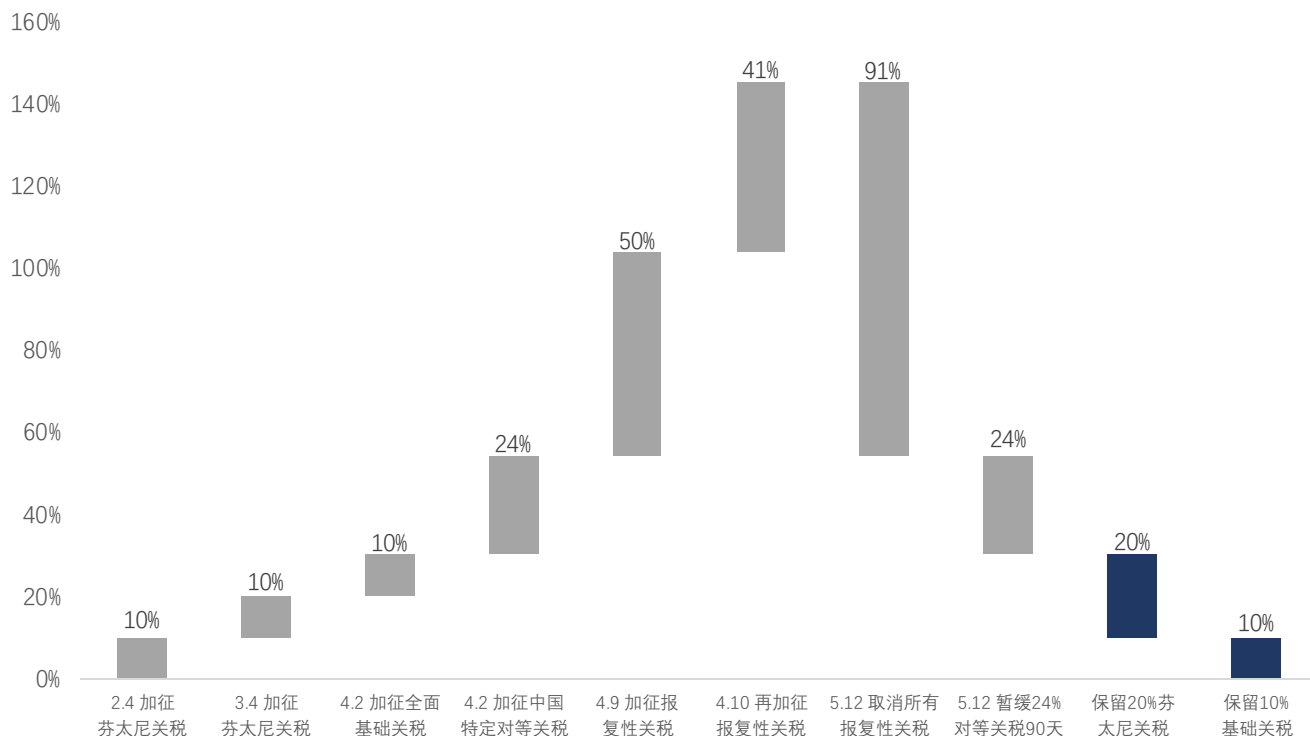
风险提示

中美贸易博弈磋商多次反复；美国经济下行加速超预期；国内出口放缓超预期。



中美关税超预期降级。5月12日，中美日内瓦经贸会谈联合声明发布，美方承诺取消4月8日对中国商品加征的91%报复性关税，并将4月2日对中国商品加征的34%对等关税中的24%暂缓90天，对剩余10%关税予以保留。中方也实施了相应的对等取消和暂缓措施，双方同意建立机制开展进一步经贸磋商¹。就当前时点而言，如何理解日内瓦协议背后的战略意义，其对于金融市场的影响几何？

图表1：2025年美国对华关税税率的变化（%）



来源：PIIE，国金证券研究所

一、中美各自的战略考量

就中美会谈而言，中国并不着急，美国显然是偏着急的一方。据中国外交部表态，本次会谈是中方“应美方请求²”在第三国瑞士举行的会谈（而非美国本土），这相较美方此前“希望中国主动打电话³”的傲慢态度已经大幅软化。中方立场坚定明确，坚决反对美国滥施关税，但对建立在平等、尊重、互惠的基础上的对话始终持开放态度。美国之所以态度发生变化，急于在关税方面实现突破，主要有以下原因：

第一，中国“以牙还牙”的博弈策略已初见成效。在关税谈判伊始，中国便采取强硬态度应对，不仅有效削弱了美国筹码，也给自身争得了宝贵的转口期和与其他国家的谈判期，最终为结束谈判而付出的代价已经远低于直接妥协。非美国国家也逐渐意识到拖延战略的有效性，例如日本从第一时间主动和美国谈判⁴，变成不着急要求与美国取消全部关税，甚至直接抵制美方提出的关税方案⁵。而关税战的始作俑者美国，其对外核心诉求是“一切向钱看”，战局越久越不利于经济要挟。

第二，内部政治与经济压力下，特朗普迫切需要关税战达成阶段性成果。按照美国《1974年国会预算法案》，每年6月30日前美国众议院需要完成新财年拨款预算法案的审议事宜⁶，其中对内减税是市场共识下最重要的内容之一。减税意味着财政收入下降，那么美国迫切需要以其他手段补充财政收入，以偏低的持续关税代替极端关税，可行性更高、政治压力更小。另一方面，每年夏季与秋季是美国传统的圣诞订货季，高关税已经导致了中美之间事实上的贸易禁运。若关税影响到圣诞季备货，极大可能将转化成美国国内巨大的政治压力，因此特朗普迫切需要就关税问题达成实质性突破。

¹ <https://baijiahao.baidu.com/s?id=1831900097566722183>

² <https://baijiahao.baidu.com/s?id=1831529275880942488&wfr=spider&for=pc>

³ <https://edition.cnn.com/2025/04/10/politics/trump-xi-china-tariffs>

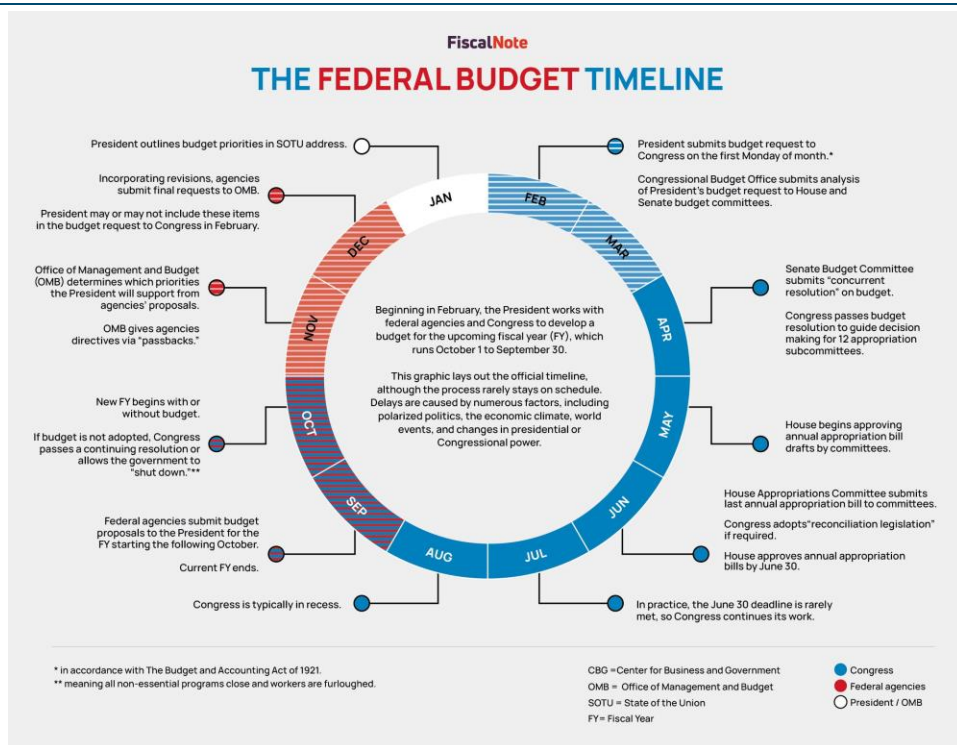
⁴ <https://www.scmp.com/news/asia/east-asia/article/3305597/japan-moves-front-queue-tariff-talks-us>

⁵ <https://www.japantimes.co.jp/business/2025/04/26/economy/japan-china-trade-ties-us/>

⁶ <https://www.congress.gov/crs-product/R47235>

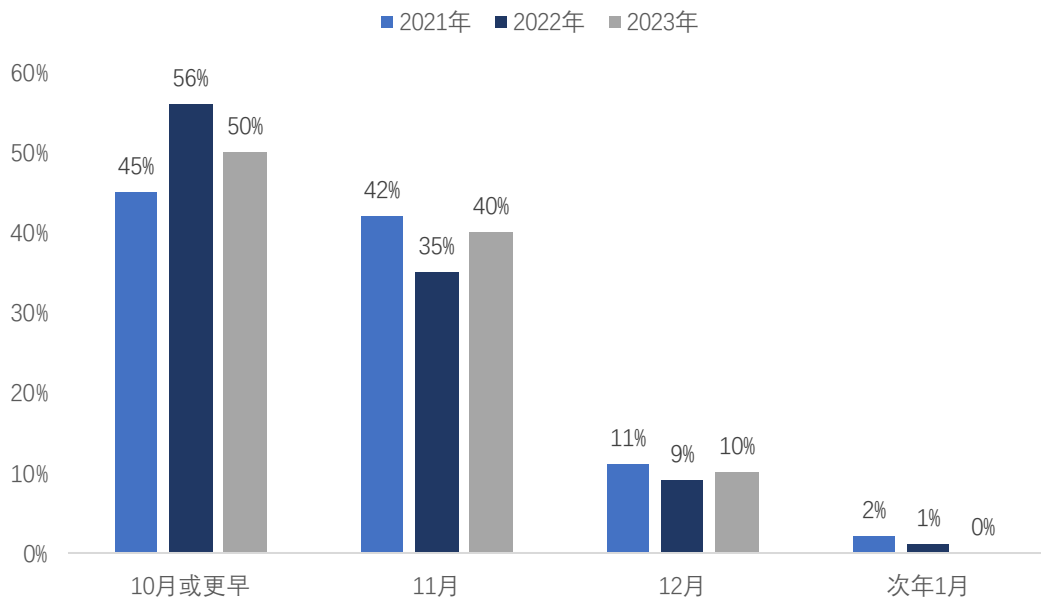


图表2：美国联邦预算时间轴



来源：CQ，CBO，国金证券研究所

图表3：问卷调查：美国消费者打算何时开始假日购物？（受访者百分比%）



来源：Statista，国金证券研究所

而站在我们自身的角度，中美达成协议也有实质性好处。

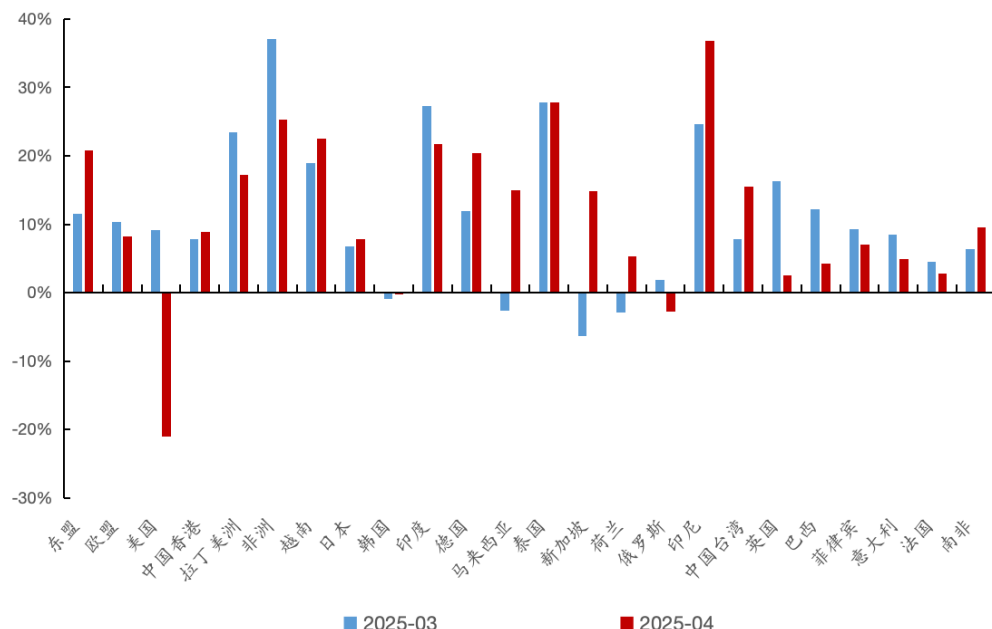
一方面，高关税对于出口的抑制作用迟早会显现。尽管短期来看，3-4月中国出口数据表现均超预期，但其中主要是企业抢出口、抢转口、强出海行为支撑。从国别看，4月对美出口同比下降21%；从商品类别看，4月出口增速最高的是中间品和资本品，分别为8.5%、8.2%，显著高于消费品的出口增速-4.1%。这表明中国在加大出海力度，回避美国的直接关税，对非美转口是4月出口数据的主要支撑。

然而，出口增速的真实压力可能从6-7月开始显现。一是从美国企业下订单到商品出口存在2个月左右的时间差，4



月 PMI 新出口订单大幅下滑 4.3 个百分点至 44.7%⁷，创 2023 年以来新低，预计从 6 月初开始出口增速可能开始减弱。二是前期的“抢进口”也一定程度透支了需求，叠加美国自去年下半年开始的补库周期持续到今年年中，之后继续购买商品的需求边际走弱，这可能也会冲击二季度末至三季度期间的中国出口。因此，尽快与美国降低关税，取得经济上的确定性，减少对出口的长期持续冲击，也存在较强的必要性。

图表 4：中国出口分地区增速情况(按出口地区金额占比排序，%)



来源：wind，国金证券研究所

图表 5：中国出口分商品增速(%)

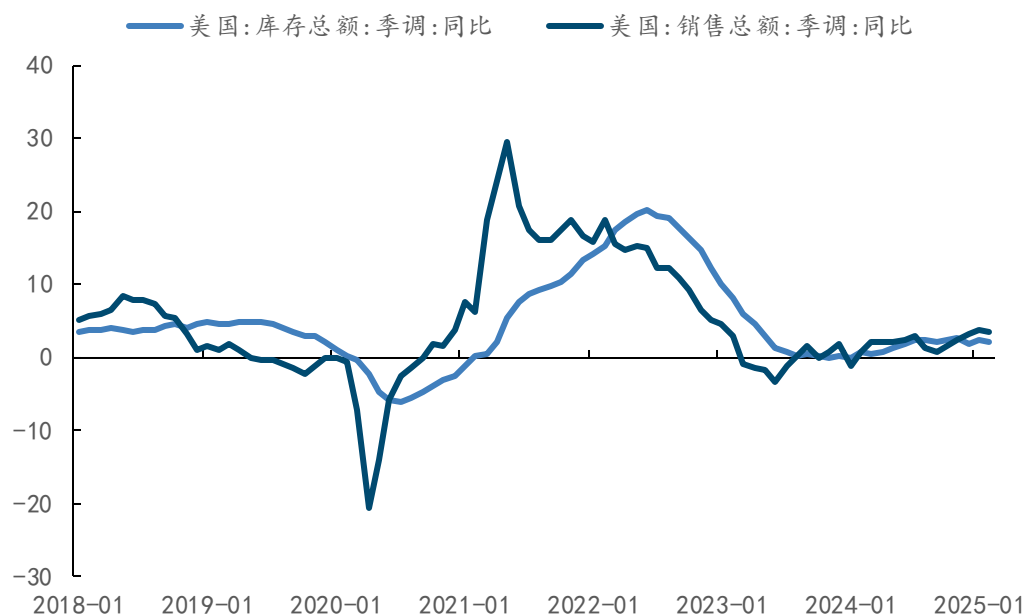
	占比	2024-12	2025-01	2025-02	2025-03	2025-04
农产品	2.9%	12.1%	2.6%	2.8%	10.4%	3.0%
成品油	1.2%	-31.2%	-30.2%	-21.0%	-20.8%	-2.0%
稀土	0.0%	-11.9%	19.2%	-24.6%	-24.9%	-34.3%
中药材及中式成药	0.0%	8.6%			-15.5%	-23.9%
肥料	0.2%	-1.1%	20.9%	98.7%	26.5%	-10.8%
塑料制品	3.0%	4.2%	0.2%	-23.0%	7.3%	-1.2%
箱包及类似容器	0.8%	-7.1%	-9.6%	-38.0%	-2.7%	-9.1%
纺织纱线、织物及制品	3.8%	17.2%	12.2%	-25.4%	16.1%	3.2%
服装及衣着附件	3.6%	6.2%	7.0%	-28.7%	8.8%	-1.2%
鞋靴	1.0%	-0.7%	-6.8%	-38.2%	9.5%	-0.2%
陶瓷产品	0.6%	-11.3%	-28.1%	-37.9%	6.9%	12.0%
未锻轧铝及铝材	0.6%	7.2%	-7.0%	-3.7%	4.9%	7.0%
家具及其零件	1.9%	3.1%	-8.1%	-29.8%	7.2%	-7.8%
玩具	1.0%	-2.9%	-3.1%	-26.7%	5.1%	-6.5%
机电产品	59.9%	12.1%	7.7%	-1.5%	13.4%	10.1%
通用机械设备	1.9%	29.0%	19.1%	-25.1%	24.9%	17.0%
自动数据处理设备	5.6%	9.5%	10.7%	9.5%	0.8%	-1.7%
手机	3.0%	-15.8%	-13.2%	10.6%	7.7%	-21.4%
家用电器	2.9%	14.1%	10.5%	-0.1%	12.5%	-2.9%
音视频设备及其零件	1.0%	5.5%	2.0%	-6.8%	11.9%	12.0%
集成电路	5.0%	5.3%	3.9%	19.5%	7.9%	20.2%
汽车包括底盘	3.1%	12.1%	7.8%	-3.7%	1.6%	4.4%
汽车零配件	2.7%	15.6%	6.2%	-7.5%	12.5%	6.3%
船舶	1.0%	10.5%	20.0%	-35.0%	1.9%	36.1%
液晶平板显示模组	0.8%	6.3%	-3.0%	17.4%	13.2%	16.0%
医疗仪器及器械	0.5%	16.3%	12.7%	-7.4%	9.7%	8.4%
灯具照明装置及其零件	1.0%	3.8%	-10.5%	-41.1%	22.7%	-3.1%
高新技术产品	24.8%	4.3%	2.6%	8.0%	7.3%	6.5%

⁷ <https://baijiahao.baidu.com/s?id=1830806399016835315&wfr=spider&for=pc>



来源：wind，国金证券研究所

图表 6：美国库存与销售(%)



来源：wind，国金证券研究所

另一方面，与非美谈判取得阶段性进展也是中方达成协议的一个重要前提。4月9日以来，在中美关税不断升级反制的同时，我们也在同步推进与东盟和欧盟的谈判。与东盟，4月中旬领导人在完成对越南⁸、马来西亚⁹、柬埔寨¹⁰三国的国事访问后，相继签署了多项双边合作文件，进一步推动区域战略协同和产业链整合，深化东盟基础设施建设，也为中国企业出海转口夯实基础。与欧盟，双方就研究国产电动汽车价格设定最低价格达成协议，取代2024年的电动车加征关税方案。同时，双方同意尽快启动磋商，讨论市场准入、营商环境等问题，为未来的中欧投资协定铺路¹¹。

在一个多月的宝贵窗口期内，中国和其他非美国国家取得里程碑式的谈判进展，既是对中国企业出海的长期利好，也是我们能在关税博弈中破局取胜的关键。

二、关税降温后，市场将如何演绎？

对于经济数据而言，今年出口前置带来的透支效应仍值得关注，6-7月后出口数据下行压力依旧存在，但显然好于145%高关税税率下的实质性禁运场景。

对于国内政策而言，425政治局会议特别提及“国内的经济工作要和外部的贸易斗争相结合¹²”，在外部贸易斗争第一阶段取得不错的成果后，国内经济工作压力也相应缓解。市场最大的关注点增量财政政策，预计将在6-7月出口增速下降后逐步落地，以对冲出口回落带来的经济与就业压力。

随着中美关税博弈降温，市场不确定性缓解，美股A股同涨，人民币汇率与美元指数反弹，黄金回调。此前投机资金快速涌入黄金并推高了后者的波动率，如今也是风险偏好改善后黄金调整放大的主要原因，但黄金作为稀缺避险资产上涨的长期驱动未变。

中美日内瓦协议的签署成为短期内美股的明确利好，高关税带来的经济衰退压力降低，美国与非美国国家的后续谈判也可能更加顺利，美股反弹在资金层面也提振了美元指数。

对A股市场而言，一方面机电、汽车等出口链企业压力减轻，另一方面半导体设备、工业母机等领域的国产替代加速进程不变，企业通过出海产能布局及技术升级对冲贸易风险的趋势不变，具备核心技术优势的出海企业仍是中长期的

⁸ <https://www.rmzxw.com.cn/c/2025-04-20/3711335.shtml>

⁹ https://www.gov.cn/yaowen/liebiao/202504/content_7019274.htm

¹⁰ <https://baijiahao.baidu.com/s?id=1829728940226732262&wfr=spider&for=pc>

¹¹

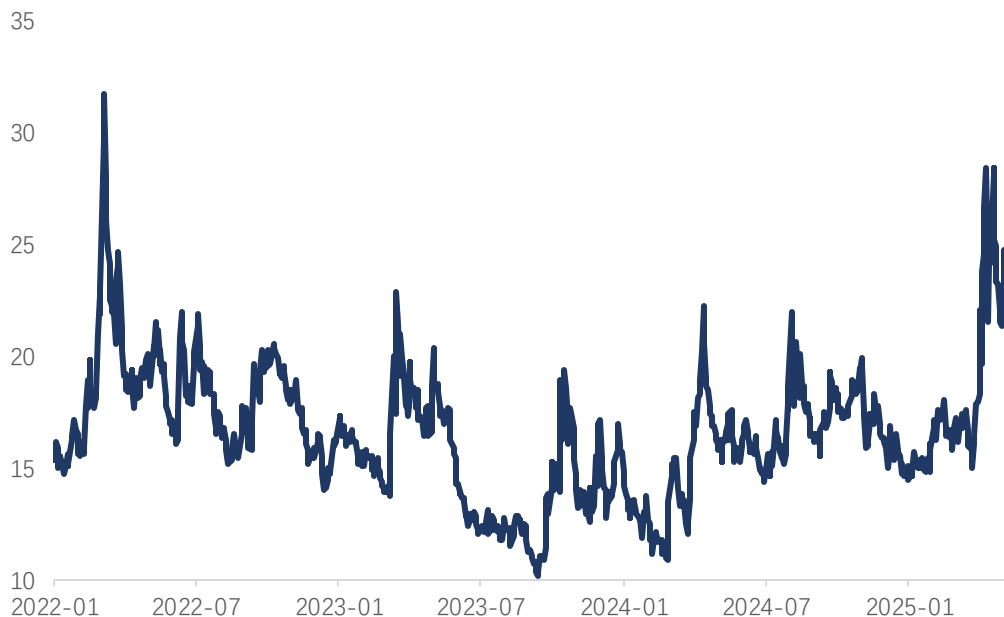
https://mp.weixin.qq.com/s?__biz=MzAwODYxNDUzNg==&mid=2651522489&idx=2&sn=8740788611a6175b3bfbec4d8f629431&chksm=8131d791e367d57c2d2839d9b2f4ce067a86c05df2935e329f61ad61923aedc7c8e3e0658845&scene=27

¹² <https://baijiahao.baidu.com/s?id=1830377020500792746&wfr=spider&for=pc>



投资主线。

图表 7：黄金ETF波动率指数



来源：wind，国金证券研究所

图表 8：5月12日，Polymarket 网站显示 2025 年美国衰退概率降低了约 10 个百分点



US recession in 2025?

\$5,237,479 Vol. ⌚ Feb 28, 2026

YES
41% chance ↓ 16%

Polymarket



来源：Polymarket，国金证券研究所

风险提示

中美贸易博弈磋商多次反复；美国经济下行加速超预期；国内出口放缓超预期。



特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海
电话：021-80234211
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn
邮编：201204
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号
紫竹国际大厦 5 楼

北京
电话：010-85950438
邮箱：researchbj@gjzq.com.cn
邮编：100005
地址：北京市东城区建内大街 26 号
新闻大厦 8 层南侧

深圳
电话：0755-86695353
邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：518000
地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心
18 楼 1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究