

证券研究报告

宏观研究

专题报告

解运亮 宏观首席分析师

执业编号: S1500521040002

联系电话: 010-83326858

邮箱: xieyunliang@cindasc.com

麦麟玥 宏观分析师

执业编号: S1500524070002

邮箱: mailinyue@cindasc.com

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区宣武门西大街甲127号

金隅大厦B座

邮编: 100031

极端关税缓和下，未来可能的三种结果

2025年5月13日

- **中美极端关税出现实质性缓解，是现实需要的必然结果。**中美双方实施极端关税一个月后，双方在日内瓦经贸会议发布了联合声明，中美双方取消91%的关税，暂停24%的关税，保留10%的基础关税。中美极端关税出现实质性缓解或是基于现实需要的必然结果。因为特朗普“对等关税”的真正目的或在于获取关税收入，之前的极端关税下，相关产品进入双方市场的可能性很低，美国想要的关税收入也很难获得。下调极端关税对美国来说是获取关税收入的前提，也符合美国各方利益。再加上当前债务上限问题悬而未决，让关税收入的持续注入比继续实施极端关税更加稳健。
- **10%可能是美国对中国对等关税的下限。**我们认为，现在暂停的24%关税可能取消，10%可能是美国对中国对等关税的下限，后续该部分关税的调整可能在10%-30%的区间波动。一是美国对财政收入有需求，10%关税或是其平衡财政的重要工具，可能难以完全取消。二是特朗普存在中期选举压力，或不得不下调关税。持续对中国加征高额关税，或会对特朗普及其所在共和党的执政根基产生不利影响，动摇其选民基础。三是即使下调关税，美国也尚有取消对华最惠国待遇的关税筹码，不意味着特朗普放弃关税手段，不会给选民造成未实现竞选承诺的错觉。
- **超预期的贸易谈判结果对A股和基本面都是利好。**我们认为，此次中美日内瓦会议的经贸谈判进展将有利于经济基本面，一方面是关税下调后，中国对美出口面临的冲击风险显著降低，出口下行风险缓和；另一方面是美国经济和全球经济被关税拖向衰退的风险或也相应下调。短期来看，这次的贸易谈判结果对A股、港股或都将产生一定的提振效果。长期来看，在外部冲击减弱下，国内降准降息等政策持续发力利好经济，可能将加速经济修复的进程，进而带动A股上升。关税出现实质性下调，出口型企业有望进入盈利修复阶段，建议关注出口链反弹的机会。
- **风险因素：**地缘政治风险，国际油价上涨超预期，美国就业市场超预期走弱等。

目 录

一、极端关税缓和是美方现实需求下的必然结果	3
二、10%可能是美国对中国对等关税的下限	5
三、超预期的贸易谈判结果对 A 股和基本面都是利好	7
风险因素	8

表 目 录

表 1：中美极端关税出现实质性缓和	3
表 2：特朗普 1.0 时期，与多个国家签订了贸易协定	7

图 目 录

图 1：关税 1.0 下，美国关税收入在税收中占比提升	4
图 2：美国应对债务上限的层层工具	4
图 3：美国使用非常规措施应对债务上限问题	5
图 4：2017-2023 年期间，美国自华进口中受 301 关税影响的部分	5

一、极端关税缓和是美方现实需求下的必然结果

4月极端关税在历时一个月后，首次出现了实质性缓和。2025年5月12日，中美两国在瑞士日内瓦发布《中美日内瓦经贸会谈联合声明》，中美双方都对4月关税做出了调整，这是自4月关税战升级以来的首次实质性缓和。关税调整方面，美国暂停对中国商品加征的24%关税（为期90天），取消4月新增的91%关税，保留10%基础关税。中国也暂停对美国24%的反制关税，取消91%的反制关税，保留10%关税。

表 1：中美极端关税出现实质性缓和

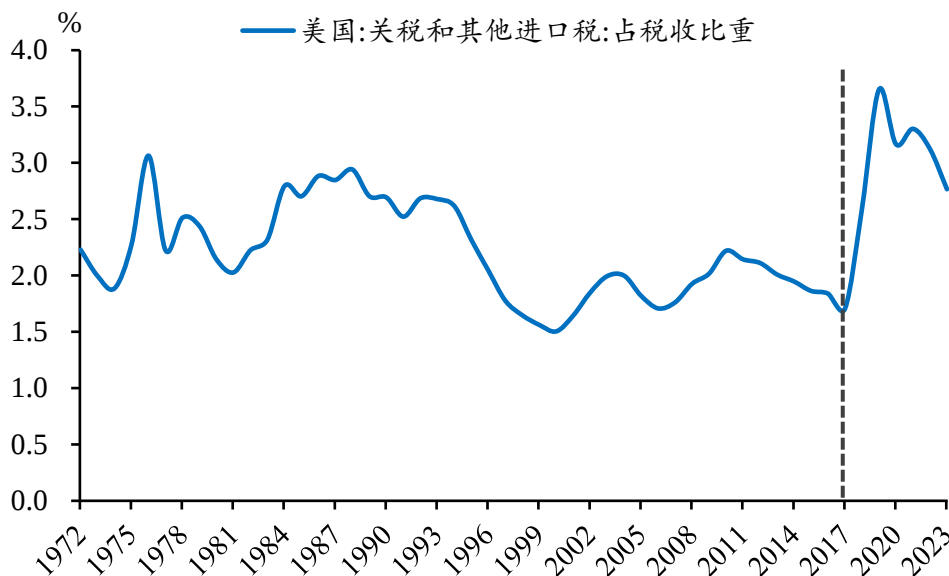
时间	美国关税措施	对华税率变化	中国反制措施
2025 年 2 月 1 日	特朗普签署行政令，以“芬太尼问题”为由对中国商品加征 10% 关税。	10%	中国宣布自 2025 年 2 月 10 日起，对美国煤炭、液化天然气加征 15% 关税，对原油、农业机械等加征 10% 关税。
2025 年 3 月 3 日	美国以“中国未履行贸易协议”为由，再次对中国商品加征 10% 关税。	20% (10%+10%)	中国宣布自 2025 年 3 月 10 日起，对美国鸡肉、小麦、玉米等农产品加征 15% 关税，对大豆、猪肉等加征 10% 关税。
2025 年 4 月 2 日	特朗普政府启动“对等关税”政策，对中国输美商品加征 34% 关税。	54% (20%+34%) 最新变化：34%→24%暂停+10%保留	中国宣布自 2025 年 4 月 10 日起，对所有美国进口商品加征 34% 关税，并将 6 家美国企业列入不可靠实体清单。 最新变化：34%→24%暂停+10%保留
2025 年 4 月 9 日	美国政府宣布对中国输美商品征收“对等关税”的税率由 34% 提高至 84%	104% (20%+34%+50%=20%+84%) 最新变化：50%→取消	中国将对美加征关税税率从 34% 提高至 84%，并追加起诉美国违反国际贸易规则。 最新变化：50%→取消
2025 年 4 月 10 日	美国政府宣布对中国输美商品征收“对等关税”的税率进一步提高至 125%	145% (20%+34%+50%+41%=20%+125%) 最新变化：41%→取消	中国宣布自 4 月 12 日起对美加征关税至 125%，并表示“若美方继续数字游戏，中方将不予理会”。 最新变化：41%→取消

资料来源：财政部，人民日报，上海证券报，信达证券研发中心

注：表中红色字体文字为 5 月 12 日的最新变化

中美极端关税缓和是美国现实需要下的必然结果。我们曾在已外发报告《对等关税与美国国内不同利益群体的博弈》中指出，美元霸权建立在美国的贸易逆差基础上，美国想要维持美元霸权，就需要接受贸易逆差存在；美国若要终结贸易逆差，可能就意味着同时终结美元霸权。我们认为，特朗普可能不会放弃美元霸权，不会真正终结贸易逆差，特朗普“对等关税”的真正目的或在于获取关税收入为美国国内减税创造条件。之前的极端关税下，相关产品进入双方市场的可能性很低，美国想要的关税收入也很难获得。下调极端关税使得中美贸易存在流量，对美国来说是获取关税收入的前提，因此对华关税下降才符合美国各方利益。

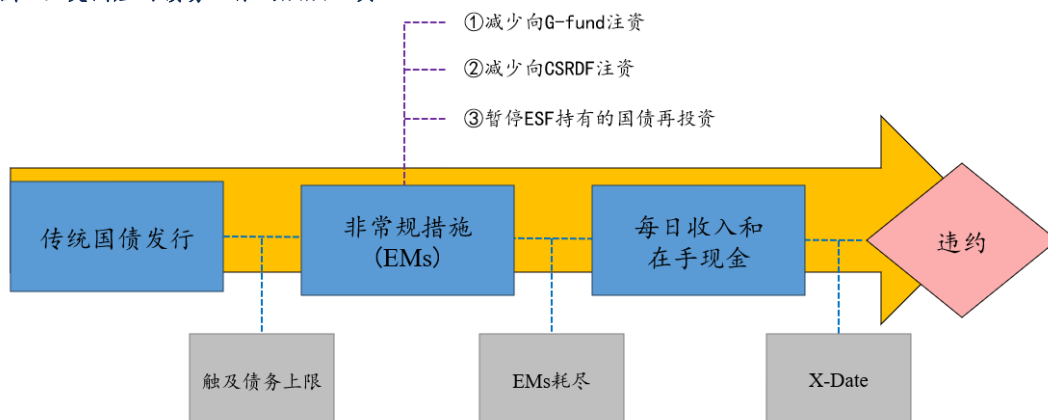
图 1：关税 1.0 下，美国关税收入在税收中占比提升



资料来源:ifind, 信达证券研发中心

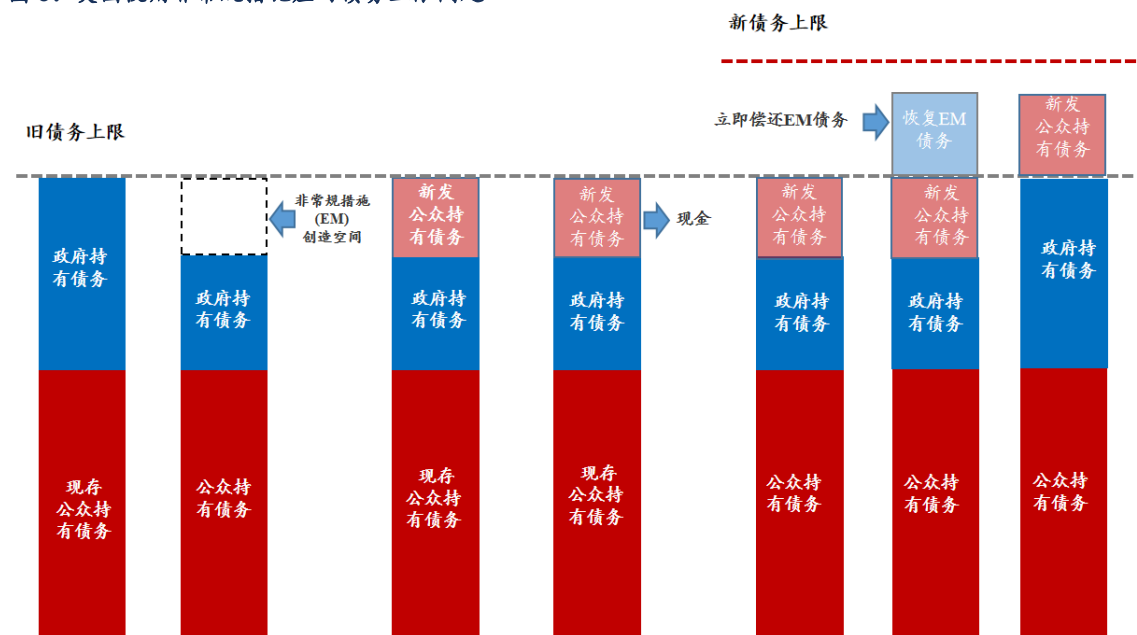
再加上当前债务上限问题悬而未决，关税收入的持续注入比极端关税更稳健。虽然美国共和党执掌参众两院，但两院在削减开支上分歧严重，截至 2025 年 5 月，美国债务上限谈判仍处于僵局状态。根据 2023 年 6 月通过的《财政责任法案》，债务上限仅暂停至 2025 年 1 月 1 日，现已恢复为 31.4 万亿美元的债务上限。而美国实际债务规模在 2025 年 4 月已突破 36 万亿美元，远超法定上限。为避免违约，美国财政部已自 1 月起通过暂停部分政府账户投资、动用外汇平准基金等“非常措施”来维持政府运转。根据美国预算和政策中心（BPC）监测并分析联邦现金流，预测 X 日期（政府面临耗尽可用资源的高风险时期）很可能在 7 月中旬到 10 月初之间。在这一背景下，让关税收入的持续注入比继续实施极端关税更加稳健。

图 2：美国应对债务上限的层层工具



资料来源: 信达证券研发中心

图 3：美国使用非常规措施应对债务上限问题



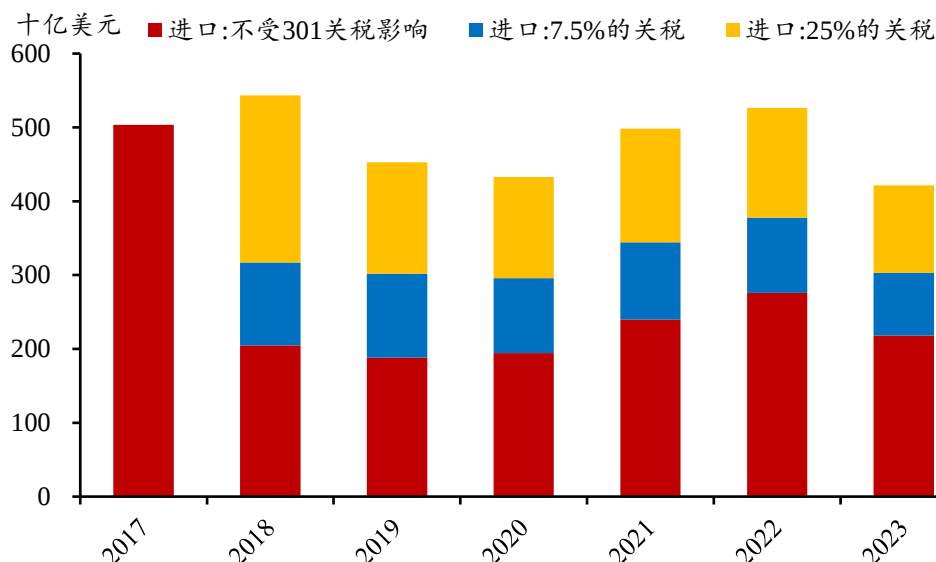
资料来源：信达证券研发中心

二、10%可能是美国对中国对等关税的下限

这次会议声明中，有两个未提及的关税，一个是年初美国加征的芬太尼关税，另一个则是特朗普 1.0 时期加征的关税。我们认为，特朗普 1.0 时期的关税距离时间较远，美国和中国可能都对相关的产品调整好了供应链的替代商或相关的产能布局，其关税黏性或已存在，下调的难度较大。

因此，我们认为，对于未提及的关税部分，更多的调整可能集中在芬太尼关税部分。

图 4：2017-2023 年期间，美国自华进口中受 301 关税影响的部分



资料来源：taxfoundation，信达证券研发中心

我们认为未来中美间关税演变有三种可能方向。经过这次中美双方调整关税后，在 90 天内，美国将其对中国加征的 145% 关税降至 30%（10% 的对等关税+20% 的芬太尼关税），中国将其对美国商品加征的 125% 反制关税大幅降至 10%。声明中 24% 的关税只是暂停，并非永久取消，90 天后双方暂停的 24% 关税有重新生效的可能，未来存在以下三种可能的演变：

- 1) 若双方暂停的 24% 关税重新生效，美国对中国加征的关税则为 54%（30%+24%），中国对美加征的关税则为 34%（10%+24%）。
- 2) 若暂停的 24% 关税永久取消，即维持当前的现状，美国对中国加征的关税为 30%，中国对美加征的关税则为 10%。
- 3) 若暂停的 24% 关税永久取消、芬太尼关税部分取消，美国对中国加征的关税降为 10%，中国对美加征的 10% 关税可能用以换取芬太尼关税调整。除此以外，参考特朗普 1.0 时期和多个国家贸易摩擦后的结果来看（表 2），中美之间也可能拟定新的贸易协定以换取关税。

我们认为，现在暂停的 24% 关税可能取消，10% 可能是美国对中国对等关税的下限，后续该部分关税的调整可能在 10%-30% 的区间波动。

一是美国对财政收入有需求。无论是美国当前的财政压力，还是特朗普尚未落地的减税政策，特朗普都不得不把财政影响纳入考虑。我们认为，10% 关税或是其平衡财政的重要工具，可能难以完全取消。不仅如此，特朗普没有全面取消对英国的关税，只是将美英汽车关税从 27.5% 降至 10%，我们认为，特朗普对全球征收 10% 的关税可能是新的底线，而不仅仅是 90 天“豁免关税”的优惠政策。

二是特朗普存在中期选举压力，或不得不下调关税。4 月 22 日，特朗普就宣称将“大幅下调”对华 145% 的高额关税。美国财政部长贝森特也表示，中美关税对峙难以为继，预计“不远的将来”将出现“降温”。特朗普政府从月初疯狂加征关税到突然“改弦更张”，其态度的转变或是受中期选举压力的影响。持续对中国加征高额关税，或会对特朗普及其所在共和党的执政根基产生不利影响，动摇其选民基础。

三是即使下调关税，美国也尚有取消对华最惠国待遇的关税筹码。早在今年 1 月，美国国会议员就提出了一项两党法案，要求撤销中国在美国的优惠贸易地位。尽管当前该法案仍在 introduce 阶段，但这意味着美国后续仍有工具在对话关税上做文章，当前特朗普政府基于美国自身形势下调关税，并不意味着特朗普放弃关税手段，不会给选民造成未实现竞选承诺的错觉。

表 2：特朗普 1.0 时期，与多个国家签订了贸易协定

区域	协定名称	协议变动/主要内容
墨西哥	《美墨加协定》(USMCA)	①零关税汽车 75%的零件必须来自北美地区，高于此前 62.5%的标准。
加拿大		②零关税汽车 40%-45%的零部件必须由时薪最低 16 美元的工人所生产。 ③加拿大在乳制品条款上做出让步，同意取消“7 级”的乳品定价协议，向美国开放约 3.5%的乳品市场份额。
韩国	《美韩自由贸易协定》	①韩国将每家美国车企对韩国出口配额从 2.5 万辆增至 5 万辆。 ②将美国对韩国皮卡征收出口关税的期限从 2021 年延长 20 年，至 2041 年。
日本	《日美贸易协定》	日本：逐步下调或取消对美农产品和食品的关税。总体上，日本将向美方开放约 72 亿美元农产品市场。
中国	《美国政府与中华人民共和国政府经济贸易协定》	中方扩大双方在农产品、制成品、能源、服务业等领域的贸易规模： ①制成品：中国 2020 年自美进口规模不少于 329 亿美元，2021 年自美进口规模不少于 448 亿美元。 ②农产品：中国 2020 年自美进口规模不少于 125 亿美元，2021 年自美进口规模不少于 195 亿美元。 ③能源品：中国 2020 年自美进口规模不少于 185 亿美元，2021 年自美进口规模不少于

资料来源：商务部，中国服务贸易指南网，环球时报，新华网，今日头条，经济参考报，信达证券研发中心

三、超预期的贸易谈判结果对 A 股和基本面都是利好

我们认为，此次中美日内瓦会议的经贸谈判进展将有利于经济基本面，一方面是关税下调后，中国对美出口面临的冲击风险显著降低，出口下行风险缓和；另一方面是美国经济和全球经济被关税拖向衰退的风险或也相应下调。

超预期的贸易谈判结果对 A 股而言是重要的利好。短期来看，这次的贸易谈判结果对 A 股、港股或都将产生一定的提振效果。长期来看，我们认为前期对关税冲突的定价可能会逐步转向对经济基本面的定价。在外部冲击减弱下，国内降准降息等政策持续发力利好经济，可能将加速经济修复的进程，进而带动 A 股上升。

关税出现实质性下调，出口型企业有望进入盈利修复阶段，建议关注出口链反弹的机会。我们认为，之前的极端关税意味着中美双方间的贸易几乎停滞，这种高税率难以持续。中美间关税从极端关税下调后，我们认为在美国市场订单回流的影响下，或将释放工业生产提升的空间。此外，部分转口成本得以节省，或将增厚出口企业的利润率，前期抢出口下出口交货值和盈利提升的行业或再次受益。

风险因素

地缘政治风险，国际油价上涨超预期，美国就业市场超预期走弱等。



研究团队简介

解运亮，信达证券宏观首席分析师。中国人民大学经济学博士，中国人民大学财政金融学院业界导师。曾供职于中国人民银行货币政策司，参与和见证若干重大货币政策制订和执行过程，参与完成中财办、人民银行、商务部等多项重点研究课题。亦曾供职于国泰君安证券和民生证券，任高级经济学家和首席宏观分析师。中国人民银行重点研究课题一等奖得主。2020 年“21 世纪最佳预警研究报告”获得者。2022 年 Wind 金牌分析师宏观研究第二名。2022 年云极“十大讲师”。2023 年东方财富 Choice 最佳宏观分析师。2023 年中国信达集团“金牌宣讲人”。2024 年 Wind 金牌分析师宏观研究第五名。

麦麟玥，信达证券宏观分析师。中山大学硕士，2022 年 7 月加入信达证券研究所，侧重于研究美国经济和出口。所属团队获得 2024 年 Wind 金牌分析师宏观研究第五名。

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分都不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其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，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深300指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起6个月内。	买入： 股价相对强于基准15%以上；	看好： 行业指数超越基准；
	增持： 股价相对强于基准5%~20%；	中性： 行业指数与基准基本持平；
	持有： 股价相对基准波动在±5%之间；	看淡： 行业指数弱于基准。
	卖出： 股价相对弱于基准5%以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。