

研究所

分析师:袁野
SAC 登记编号:S1340523010002
Email:yuanye@cnpsec.com
研究助理:苑西恒
SAC 登记编号:S1340124020005
Email:yuanxiheng@cnpsec.com

近期研究报告

《海外宏观周报：市场静待贸易靴子落地》 - 2025.05.12

宏观研究

释放诚意的部分完成，步入实质性阶段

● 投资要点

(1) 中美贸易谈判取得实质进展，平均关税税率仍高于非最惠国待遇水平。

按照中美经贸会谈联合声明，本次中美谈判取得实质性进展，美国对我国加征关税税率从 145%调降至 30%，其中，24%的关税在初始的 90 天内暂停实施。中美经贸会谈前，美国对我国商品加征关税达到 145%，扣除明确取消的 91%反制关税和暂停加征的 24%关税，2025 年美国对我国加征关税税率为 30%。鉴于 2025 年之前，美国对我国的平均关税税率在 21%左右，叠加 2025 年加征 30%关税税率，美国对我国加征的平均关税税率达到 51%。美国非最惠国待遇的平均关税税率为 42%，意味着当前美国对我国加征平均关税税率已经高于非最惠国待遇的平均水平。

我们理解，良好的开端展示了双方沟通的诚意，关税从 145%的非理性水平降至目前相对理性水平，这应是双方正常经贸合作的基本，或是中美经贸谈判的开始，后续谈判或将进入实质性环节。考虑美国特朗普政府过往的一贯行事风格，后续谈判或存在反复的可能。从美国特朗普竞选主张，以及美国特朗普政府相关官员的发言，美国特朗普政府对我国的贸易政策并非基于对等关税政策，而是典型的贸易保护主义，美国特朗普政府一再扬言，要取消中国最惠国待遇。年初特朗普团队提名国务卿公布的法案，宣称取消中国最惠国待遇。仅从本次中美经贸会谈结果来看，在 90 天的豁免期内，美国对我国加征关税税率已经达到 51%，高于最惠国待遇的平均关税税率；若 90 天的豁免期结束后，美国继续加征 24%的关税，那么美国对我国商品加征的平均关税税率则高达 75%。整体来看，目前中美双方或进入实质性谈判阶段，后续或仍存在谈判空间，最惠国待遇的平均关税税率或是双方谈判的关键分水岭。考虑美国特朗普政府过往的一贯行事风格，后续谈判或存在反复的可能，值得关注。

(2) 中美贸易摩擦影响边际弱化，外贸动能或好于预期。

按照我们测算，在 90 天豁免期内，美国对我国加征关税税率在 30%，假设其他条件不变，我国对美国出口增速或回落 21.6%-27.6%。4 月我国对美国出口增速为-21.03%，年内我国对美国出口或不会进一步恶化。此外，我们理解，美国旨在进行贸易保护的关税政策的行为，或并不能达到其目的，反而促进非美国国家合作加强，支撑我国出口增速韧性。

从行业来看，价格弹性高的行业，对关税税率的反应更为敏感，加征关税或对其负向冲击更大，反之，降低关税对其正向影响亦会更大。光学、医疗等仪器；钟表；乐器（HS2 第十八类）、机电、音像设备及其零件、附件（HS2 第十六类）、木及制品；木炭；软木；编

织品（HS2 第九类）、车辆、航空器、船舶及运输设备（HS2 第十七类）、鞋帽伞等（HS2 第十二类）、植物产品（HS2 第二类）、塑料及其制品（HS2 第七类）7 个行业出口价格弹性较高。

（3）短期利好市场风险偏好修复，后续谈判或进入实质性环节。

本次中美经贸会谈好于预期，第一轮谈判取得实质性进展，短期有助于提升市场风险偏好，且我国国内政策定调全面宽松，“425”中共中央政治局会议强调“加紧实施”“用足用好”，政策取向更为积极，二季度或进入存量政策加速落地期，有望带来国内经济实质性改善，利好资本市场，短期成长风格或占优。再次强调，本次中美贸易谈判或是开始，后续或步入更为实质性的谈判阶段，不排除后续存在反复的可能，更值得关注。

● **风险提示：**

后续谈判不及预期；政策效果不及预期；地缘政治风险。

目录

1 中美贸易谈判取得实质进展，平均关税税率仍高于非最惠国待遇水平	5
2 中美贸易摩擦影响边际弱化，外贸动能或好于预期.....	7
2.1 从总量层面看，中美贸易摩擦影响边际弱化	7
2.2 从行业来看，七大高出口价格弹性行业对关税调整敏感性凸显.....	8
3 短期利好风险偏好修复，后续谈判或进入实质性环节.....	9
风险提示	10

图表目录

图表 1： 2025 年美国对我国加征关税情况.....	6
图表 2： 特朗普第一任期对我国加征关税变化	7
图表 3： HS2 分类下行业出口价格弹性	9

事件：中美日内瓦经贸会谈联合声明。中华人民共和国政府（“中国”）和美利坚合众国政府（“美国”），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：美国将（一）修改 2025 年 4 月 2 日第 14257 号行政令中规定的对中国商品（包括香港特别行政区和澳门特别行政区商品）加征的从价关税，其中，24%的关税在初始的 90 天内暂停实施，同时保留按该行政令的规定对这些商品加征剩余 10%的关税；（二）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 号行政令对这些商品的加征关税。中国将（一）相应修改税委会公告 2025 年第 4 号规定的对美国商品加征的从价关税，其中，24%的关税在初始的 90 天内暂停实施，同时保留对这些商品加征剩余 10%的关税，并取消根据税委会公告 2025 年第 5 号和第 6 号对这些商品的加征关税；（二）采取必要措施，暂停或取消自 2025 年 4 月 2 日起针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。

1 中美贸易谈判取得实质进展，平均关税税率仍高于非最惠国待遇水平

按照中美经贸会谈联合声明，本次中美谈判取得实质性进展，美国对我国加征关税税率从 145%调降至 30%，其中，24%的关税在初始的 90 天内暂停实施。5 月 12 日中美日内瓦经贸会谈联合声明内容，中美双方达成协议主要包括“两个取消、一个暂停、一个维持不变”，其中，“两个取消”是取消根据 2025 年 4 月 8 日第 14259 号行政令和 2025 年 4 月 9 日第 14266 号行政令对这些商品的加征关税，合计取消对中国商品加征的 91%的关税；“一个暂停”是修改 2025 年 4 月 2 日第 14257 号行政令中规定的对中国商品（包括香港特别行政区和澳门特别行

政区商品)加征的从价关税,其中,24%的关税在初始的90天内暂停实施;“一个维持不变”是根据美国2025年4月2日第14257号行政令,对中国商品(包括香港特别行政区和澳门特别行政区商品)加征的10%关税维持不变。按照协议内容,美国取消对中国商品加征的共计91%的反制关税;针对美国对等关税的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。

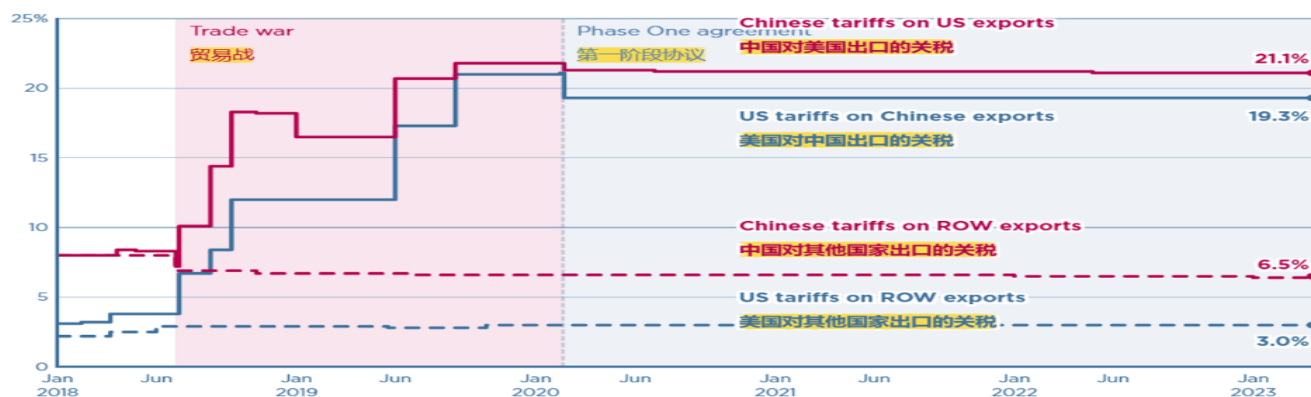
图表1: 2025 年美国对我国加征关税情况



资料来源:新浪财经,中邮证券研究所

90天豁免期,美国对我国加征平均关税税率为51%,高于非最惠国待遇的平均关税税率。中美经贸会谈前,美国对我国商品加征关税达到145%,扣除明确取消的91%反制关税和暂停加征的24%关税,2025年美国对我国加征关税税率为30%。鉴于2025年之前,美国对我国的平均关税税率在21%左右,叠加2025年加征30%关税税率,美国对我国加征的平均关税税率达到51%。美国非最惠国待遇的平均关税税率为42%,意味着当前美国对我国加征平均关税税率已经高于非最惠国待遇的平均水平。

图表2：特朗普第一任期对我国加征关税变化



资料来源：PIIE，中邮证券研究所

我们理解，良好的开端展示了双方沟通的诚意，关税从 145%的非理性水平降至目前相对理性水平，这应是双方正常经贸合作的基本，或是中美经贸谈判的开始，后续谈判或将进入实质性环节。考虑美国特朗普政府过往的一贯行事风格，后续谈判或存在反复的可能。美国将关税从 145%的非理性水平降至目前相对理性水平，这应是双方正常经贸合作的基本，体现了本次谈判的基本诚意。但从美国特朗普竞选主张，以及美国特朗普政府相关官员的发言，美国特朗普政府对我国的贸易政策并非基于对等关税政策，而是典型的贸易保护主义，美国特朗普政府一再扬言，要取消中国最惠国待遇。年初特朗普团队提名国务卿公布的法案，宣称取消中国最惠国待遇。仅从本次中美经贸会谈结果来看，在 90 天的豁免期内，美国对我国加征关税税率已经达到 51%，高于最惠国待遇的平均关税税率；若 90 天的豁免期结束后，美国继续加征 24%的关税，那么美国对我国商品加征的平均关税税率则高达 75%。整体来看，目前中美双方或进入实质性谈判阶段，后续或仍存在谈判空间，最惠国待遇的平均关税税率或是双方谈判的关键分水岭，考虑美国特朗普政府过往的一贯行事风格，后续谈判或存在反复的可能，值得关注。

2 中美贸易摩擦影响边际弱化，外贸动能或好于预期

2.1 从总量层面看，中美贸易摩擦影响边际弱化

我们前期在报告《美国关税靴子落地，加征 10%关税好于预期》《出口可能出现的变化及应对》详细论述美国加征关税对我国出口的影响，基于总量视角和行业视角，我国对美国出口价格弹性在 $(-0.72, -0.92)$ 左右，即其他影响因素不变，出口价格上涨一个百分点将带动出口数量下降 0.72-0.92 个百分点。若按照本次中美经贸会谈的结果，在 90 天豁免期内，美国对我国加征关税税率在 30%，假设其他条件不变，我国对美国出口增速或回落 21.6%-27.6%。

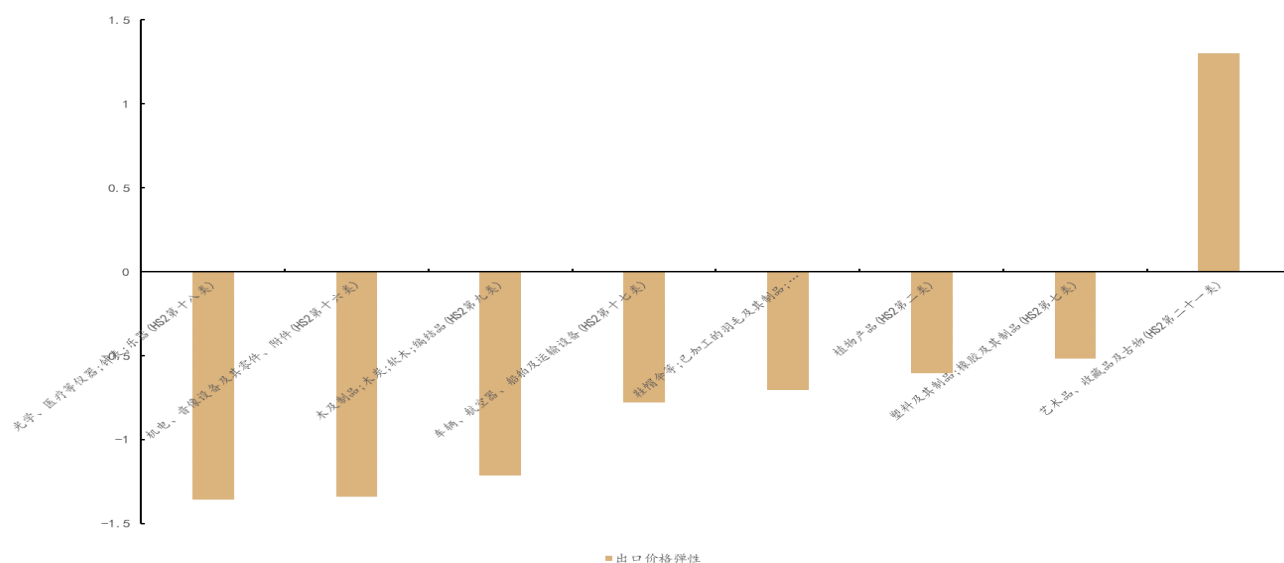
再次提示，短期不用对我国出口过于悲观。我们在报告《非美国国家合作加强，短期不必对出口过于悲观》中明确了，短期不用对出口过于悲观，若中美贸易谈判能取得合意的结果，或支撑出口超预期。按照我们测算，在 90 天豁免期内，美国对我国加征关税税率在 30%，假设其他条件不变，我国对美国出口增速或回落 21.6%-27.6%。4 月我国对美国出口增速为-21.03%，年内我国对美国出口或不会进一步恶化。

此外，我们理解，美国旨在进行贸易保护的关税政策的行为，或并不能达到其目的，反而促进非美国国家合作加强，支撑我国出口增速韧性。经济全球化本质是资本全球化，资本的逐利性会引导资本流向存在超额利润的地区或行业，而非行政力量可改变。美国滥施关税政策行为，或促进非美国国家合作强化，从 4 月我国超预期出口数据亦有所体现，我国与东盟、欧盟贸易合作明显有所加强。因此，即使美国对我国的关税政策不能进一步下调，若美国与其他贸易伙伴达成“合意”贸易协定，我国出口商品具有相对价格优势，仍会支撑我国出口增速韧性。

2.2 从行业来看，七大高出口价格弹性行业对关税调整敏感性凸显

价格弹性高的行业，对关税税率的反应更为敏感，加征关税或对其负向冲击更大，反之，降低关税对其正向影响亦会更大。从行业来看，光学、医疗等仪器；钟表；乐器（HS2 第十八类）、机电、音像设备及其零件、附件（HS2 第十六类）、木及制品；木炭；软木；编织品（HS2 第九类）、车辆、航空器、船舶及运输设备（HS2 第十七类）、鞋帽伞等（HS2 第十二类）、植物产品（HS2 第二类）、塑料及其制品（HS2 第七类）7 个行业出口价格弹性较高，出口价格弹性分别为-1.36、-1.34、-1.22、-0.78、-0.71、-0.60、-0.52。中美经贸会谈取得实质利好，或对其影响更为明显。

图表3：HS2 分类下行业出口价格弹性



资料来源：Wind，中邮证券研究所

3 短期利好风险偏好修复，后续谈判或进入实质性环节

本次中美经贸会谈好于预期，第一轮谈判取得实质性进展，短期有助于提升市场风险偏好，且我国国内政策定调全面宽松，“425”中共中央政治局会议强调“加紧实施”“用足用好”，政策取向更为积极，二季度或进入存量政策加速落地期，有望带来国内经济实质性改善，利好资本市场，短期成长风格或占优。值得注意的是，本次中美贸易谈判或是开始，后续或步入更为实质性的谈判阶段，不排除后续存在反复的可能，更值得关注。

风险提示

后续谈判不及预期；政策效果不及预期；地缘政治风险。

中邮证券投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的 6 个月内的相对市场表现，即报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	预期个股相对同期基准指数涨幅在 20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在 10%与 20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 5%与 10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与 5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

中邮证券可发出其它与本报告所载信息不一致或有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

中邮证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供中邮证券客户中的专业投资者使用，若您非中邮证券客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为专业投资者。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本声明具有最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司，2002 年 9 月经中国证券监督管理委员会批准设立，注册资本 50.6 亿元人民币。中邮证券是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

公司经营范围包括：证券经纪；证券自营；证券投资咨询；证券资产管理；融资融券；证券投资基金销售；证券承销与保荐；代理销售金融产品；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问。此外，公司还具有：证券经纪人业务资格；企业债券主承销资格；沪港通；深港通；利率互换；投资管理人受托管理保险资金；全国银行间同业拆借；作为主办券商在全国中小企业股份转让系统从事经纪、做市、推荐业务资格等业务资格。

公司目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西、上海、云南、内蒙古、重庆、天津、河北等地设有分支机构，全国多家分支机构正在建设中。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长，努力成为客户认同、社会尊重、股东满意、员工自豪的优秀企业。

中邮证券研究所

北京

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com
地址：北京市东城区前门街道珠市口东大街 17 号
邮编：100050

上海

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com
地址：上海市虹口区东大名路 1080 号邮储银行大厦 3 楼
邮编：200000

深圳

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com
地址：深圳市福田区滨河大道 9023 号国通大厦二楼
邮编：518048