

中美经贸会谈联合声明解读

中美积极寻找共识，合作明显改善两国经济前景

◆ 经济研究 · 宏观快评

证券分析师：	季家辉	021-61761056	jijiahui@guosen.com.cn	执证编码：S0980522010002
证券分析师：	李智能	0755-22940456	lizn@guosen.com.cn	执证编码：S0980516060001
证券分析师：	田地	0755-81982035	tianti2@guosen.com.cn	执证编码：S0980524090003
证券分析师：	董德志	021-60933158	dongdz@guosen.com.cn	执证编码：S0980513100001

事项：

中美经贸高层会谈 5 月 10 日至 11 日在瑞士日内瓦举行，5 月 12 日中美日内瓦经贸会谈联合声明发布。

根据联合声明，中美双方将于 5 月 14 日前采取以下举措：（1）美国 4 月 2 日对中国加征 34%对等关税中 24%的部分在 90 天内暂停实施；（2）中国保留对美国商品加征 34%的对等关税，其中 24%的部分亦在 90 天内暂停实施；（3）中美均取消 4 月 2 日之后关税反制。整体来看，5 月 14 日开始，美国对中国加征 30%关税，包括 20%芬太尼关税和 10%对等关税；中国对美国加征 10%对等关税。综合来看，中美贸易谈判整体朝积极化方向发展。

解读分析：中美积极寻找共识，合作明显改善两国经济前景

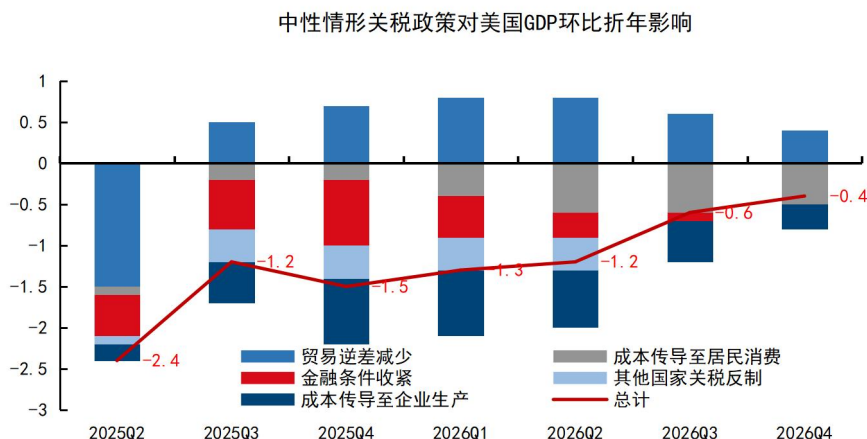
对美国经济影响：贸易谈判“积极化”方向发展，美国经济前景将有所改善。

近期美国与多个国家进行贸易谈判，并取得了一些积极进展，除了中美贸易会谈外，5 月 8 日，美国 and 英国宣布达成贸易协议。协议显示，每年从英国出口到美国的前 10 万辆汽车将按照 10%的额外关税税率征税，超过部分则按 25%的额外关税税率征税。英国将削减或者取消非关税壁垒，对美国牛肉、乙醇、谷物等产品及一些工业产品扩大市场准入。

在贸易摩擦缓和的背景下，我们调整了此前对美国经济前景“悲观情形”的预测，转为“中性情形”。**经济增长方面，我们认为关税谈判进展积极降低了美国经济衰退风险。**一方面，美国企业在“90 天窗口期”抢进口情绪将有所降温，中性情形下我们大幅下调贸易逆差在二季度对美国 GDP 增长拖累程度。另一方面，贸易摩擦缓解将弱化进口成本增加对居民消费和企业生产的负面影响，中性情形下我们下调了成本传导至居民消费和企业生产对美国 GDP 增长的拖累程度。此外，关税谈判较为积极，预计美国贸易逆差将迎来显著改善，中性情形下我们上调了贸易逆差减少对美国 GDP 增长的拉动作用。

整体来看，排除“90 天窗口期”抢进口因素影响，中性情形下，我们预计关税政策在 2025 年四季度对美国实际 GDP 环比年化增长拖累程度最深，为 1.5 个百分点，2026 年后关税冲击逐渐缓解，2026 年四季度关税政策仅拖累美国实际 GDP 环比年化增长 0.4 个百分点。

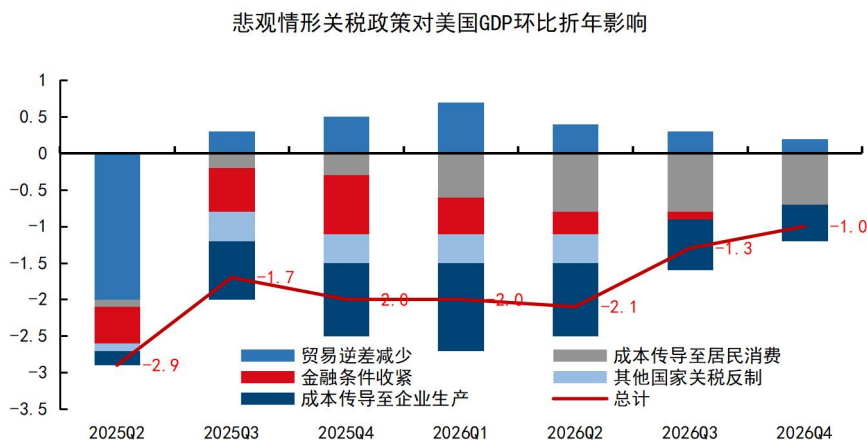
图1：中性情形下 2026 年关税摩擦对美国经济增长拖累程度逐渐缓解



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

与之相比，之前的悲观情形下，我们预计关税政策对美国经济增长冲击将延续至 2026 年二季度，对实际 GDP 环比年化增速最大拖累幅度为 2.1 个百分点。

图2：悲观情形下关税政策在 2026Q2 对美国经济增长冲击最大



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

结合上述关税冲击对美国 GDP 的预测，中性情形下，我们预计美国实际 GDP 增长将在 2026 年迎来复苏，预计 2026 年底美国实际 GDP 增速重回 2% 的水平。

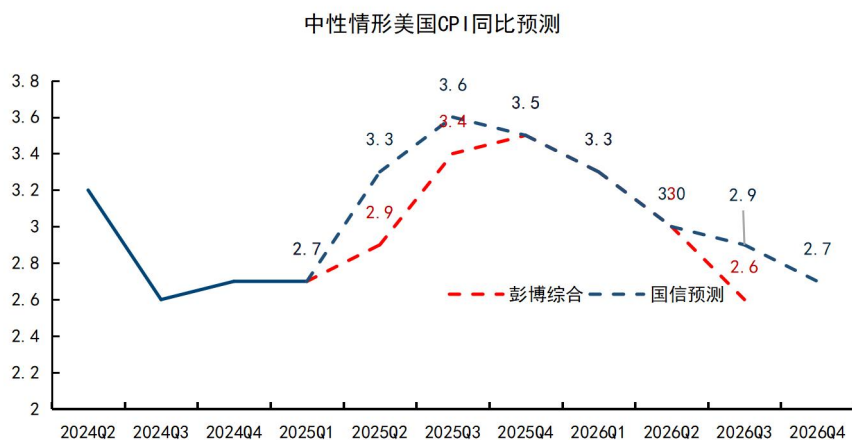
图3：中性情形下美国实际 GDP 年化环比将于 2026 年持续回升



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

通货膨胀方面，中性情形下美国“再通胀”预计存在短期性。随着关税摩擦缓和，预计进口成本上升对美国物价上涨的持续性影响有限。具体来看，我们预计美国 CPI 同比将大幅上升两个季度，在 2025 年三季度升至 3.6%，随后逐渐降温，在 2026 年三季度降至 3% 以下水平。

图4：中性情形下预计美国 CPI 同比最高升至 3.6%



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

货币政策方面，我们认为美国关税政策方向性逐渐清晰，缩短美联储“观望窗口期”。美联储 5 月会议表态“可以等待，在明确的时候再行动”（we can wait and move when it is clear what the right thing to do is）。目前制约美联储货币政策调整有两大不确定性：一是美国正在进行关税谈判，关税政策实施的方向性不明确；二是美国关税政策对经济的影响不明确。我们认为随着关税谈判朝积极的方向发展，关税政策的确定性正逐渐加强。预计美联储还需要等待两到三次经济数据发布，对关税冲击充分评估后即可作出决定。整体来看，我们预计美联储 6、7 月份大概率不进行货币政策操作，最早在 9 月作出降息决定。

对中国经济的影响：顺利完成 5.0% 增长目标的概率明显增加，政策进入观察期

中美关税摩擦升级对中国出口带来较大的负面影响。极端情形下，2025 年后三个季度中国对美出口金额归零将拖累中国出口同比下降 14.8 个百分点。由于出口对中国经济的影响权重约为 20%，因此 2025 年后三个季度中国对美出口金额归零将拖累中国 GDP 同比回落约 3.0 个百分点。

但中美经济高度相互依存，中美经济完全脱钩会给双方都带来巨大的伤害，在此背景下，中美双方有较强的意愿去努力寻找共识以达成合作，从而避免极端情形的发生。

考虑到美国“对等关税”的官方诉求是减少贸易逆差，因此在中国对美进口金额之内的对美出口大概率比较容易达成合作共识，该比例约为 31.2%，即中国对美 31.2% 的出口恢复正常贸易状态是大概率事件，剩余 68.8% 的出口可能会进入较艰难的谈判协商进程，不确定性较大。

在上述非极端但偏悲观的情形下，2025 年后三个季度中国对美 68.8% 的出口金额归零，这将拖累中国 GDP 同比回落约 2.0 个百分点。

中性情形下，假定中美双方达成一定的共识并形成初步合作，2025 年后三个季度中国对美 50% 的出口金额归零，这将拖累中国 GDP 同比回落约 1.5 个百分点。

实际上，为了应对 2025 年外部环境的不确定性，中国政府在年初已经通过扩张财政赤字来对冲可能存在的出口回落。2025 年中国政府广义财政赤字规模较 2024 年增加了 2.4 万亿元，其中 1.3 万亿是正常情况下保持 5.0% 的经济增速所需规模，1.1 万亿则是为了对冲外部不确定性而增加的金额。1.1 万亿元相当于 2024 年 GDP 总量的 0.8%，即 2025 年中国政府应对外部不确定性已经扩张的财政赤字可以对冲 0.8 个百分点的经济增速下行（不考虑乘数效应）。

图5：中国政府广义财政赤字规模走势一览



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理（注：2023 年 1 万亿元特别国债中 5000 亿元转移到 2024 年使用，因此 2023 年和 2024 年的广义财政赤字规模与利率债净发行规模不一致）

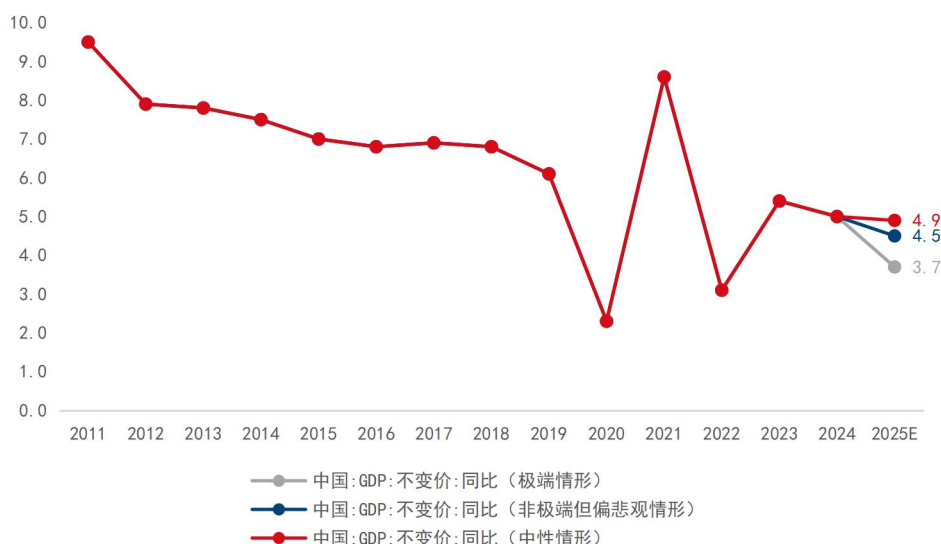
考虑了中国政府已经扩张的财政赤字后，极端情形下，2025 年后三个季度中国 GDP 同比将回落至 3.2%，全年 GDP 同比约为 3.7%；非极端但偏悲观的情形下，2025 年后三个季度中国 GDP 同比将回落至 4.2%，全年 GDP 同比约为 4.5%；中性情形下，2025 年后三个季度中国 GDP 同比将回落至 4.7%，全年 GDP 同比约为 4.9%。

此次中美发表《中美日内瓦经贸会谈联合声明》显示两国已达成一定的共识并形成初步合作，两国的贸易摩擦明显降温，前述中性情形甚至好于中性情形发生的概率明显增加，在此情况下，即使后续中国政府不

再新增财政赤字，2025 年中国或仍能顺利完成 5.0%左右的经济增长目标。

政策方面，4 月 25 日的政治局会议强调“要强化底线思维，充分备足预案，扎实做好经济工作”，显示中国为了应对外部环境不确定性，除了年初扩张财政赤字的政策之外还有更多的政策储备。5 月 7 日金融三部委联合新闻发布会释放了一部分政策储备。当前随着中美贸易摩擦降温，短时间内中国逆周期调节政策进一步加力的紧迫性有所下降，政策或再次进入观察期。

图6: 不同情景下的中国 GDP 同比预测



资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

◆ 风险提示

美国通胀超预期反弹；国际地缘政治形势紧张超预期；

相关研究报告：

- 《中国通胀数据快评-4 月国内 CPI 同比延续企稳态势，PPI 同比降幅继续走阔》——2025-05-11
- 《进出口数据快评-关税压力下四月出口大超预期》——2025-05-11
- 《美国 5 月 FOMC 会议点评-政策观望窗口期延长，短期重心仍在通胀》——2025-05-08
- 《以稳促进-5 月 7 日金融三部委联合新闻发布会解读》——2025-05-07
- 《宏观经济数据前瞻-2025 年 4 月宏观经济指标预期一览》——2025-05-07

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032