



宏观研究

【粤开宏观】中美互降关税：为何要降？还有哪些没解决？未来会如何？

2025 年 05 月 12 日

投资要点

分析师：罗志恒

执业编号：S0300520110001

电话：010-83755580

邮箱：luozhiheng@y kzq.com

分析师：马家进

执业编号：S0300522110002

电话：13645711472

邮箱：majiajin@y kzq.com

研究助理：孙文婷

邮箱：sunwenting1@y kzq.com

近期报告

《【粤开宏观】本轮物价低迷与前两轮有何不同：特征、原因和应对》2025-05-11

《【粤开宏观】新一轮一揽子金融政策：重现 924 及增量举措》2025-05-07

《【粤开宏观】“内卷式”竞争：风起何方？潮归何处？》2025-05-05

《【粤开宏观】博弈视角看“关税战”：特朗普的意图与各经济体的不同反应》2025-04-27

《【粤开宏观】政治局会议释放的七大信号》2025-04-25

事件

5 月 12 日，中国和美国发布《中美日内瓦经贸会谈联合声明》，要点包括：

1) 美国将本轮对华加征的 125% 的“对等关税”降至 4 月 2 日初始公布时的 34%，其中，24% 的关税暂停加征 90 天，保留剩余 10% 的关税。在“对等关税”生效的 90 天内，美对华关税下降了 115%，美对华目前平均关税税率为：特朗普上台前的加权平均关税税率约 10%+ 芬太尼关税 20%+ 对等关税 10%= 约 40%。“对等关税”生效 90 天之后，即 7 月 9 日之后关税税率如何，取决于未来一段的谈判进程。

2) 中国对等操作，将对美反制的 125% 的关税降至 34%，暂停其中 24% 的关税 90 天，剩余 10% 的关税予以保留。此外，中国暂停或取消自 4 月 2 日起针对美国的非关税反制措施，包括钐、钐、铽、镝、钕、钐等 7 类中重稀土的对美出口管制和对部分美国企业的制裁等。在反制关税生效的 90 天内，中国对美关税下降了 115%，中国对美目前平均关税税率为：特朗普上台前的加权平均关税税率 15% 左右+ 芬太尼反制关税 5% 左右+ 对等反制关税 10%= 约 30%。

3) 建立中美经贸磋商机制，就经贸领域各自关切保持密切沟通，开展进一步磋商。

中美经贸关系缓和超市场预期，联合声明发布后，纳斯达克指数期货、富时中国 A50 期货、恒生科技指数直线拉升，反映出市场信心得到有效提振。

本文包括四部分内容：一是全面梳理会谈之后，美国对华加征关税及中国反制的现状，解决了什么问题，还有哪些问题没有解决，有待进一步谈判；二是深入分析本轮中美经贸会谈结果超预期的原因，既有特朗普面临美国国内经济、金融、政治等多方面压力，也有中国对美坚决反制，增加了谈判筹码；三是判断下阶段中美谈判或将长期拉锯，提示应重点关注四大因素；四是此次会谈结果对资本市场的影响及未来展望。

风险提示：美国贸易政策变化超预期、全球关税博弈持续升级



目 录

一、美国对华加征关税及中国反制的现状：解决了什么？还有哪些没有解决？	3
（一）会谈之后，本轮美国对华加征关税情况	3
（二）中国对美国的反制情况	3
（三）还有哪些问题没有解决？	3
二、为何本轮中美经贸会谈结果超预期？	4
（一）特朗普面临美国国内经济、金融、政治等多方面压力	4
（二）中国对美坚决反制，增加了谈判筹码	6
三、下阶段中美谈判或将长期拉锯，重点关注四大因素	7
四、对中国经济和资本市场的影响及未来展望	8

图表目录

图表 1： 美国消费者信心指数显著回落	5
图表 2： 美元指数持续走弱	6
图表 3： 2024 年美国对中国出口规模较大的商品	6



一、美国对华加征关税及中国反制的现状：解决了什么？还有哪些没有解决？

（一）会谈之后，本轮美国对华加征关税情况

其一，美方下调了 115% 的关税税率（取消了 91% 的税率，24% 的“对等关税”暂停实施 90 天，视后续谈判情况再做调整），但相比特朗普本届上台前，当前美国对华仍加征了 30% 的关税（20% 的“芬太尼关税”和 10% 的“对等关税”）。2024 年美国对中国的加权平均关税为 10.7%，意味着当前中国出口美国的商品面临 40% 左右的平均关税税率。

其二，“对等关税”方面，美国对中国的“对等关税”与其他经济体相同，保留 10% 的全球基准关税，超出部分暂停实施 90 天。

（二）中国对美国的反制情况

其一，针对“对等关税”，中国对美国实施“一对一”同步操作。美国对华相继加征 34%、84%、125%，中国也对美加征 34%、84%、125%；美国对华加征关税降至 34%，并暂停实施 24% 关税 90 天，中国对美也降至 34%，暂停实施 24% 关税 90 天。

其二，针对 20% 的“芬太尼关税”，中国对美国的农产品、能源、农业机械等商品加征 10% 或 15% 的关税，涉及 2024 年自美进口约 400 亿美元的商品，占自美总进口的 30% 左右。

其三，非关税反制方面，中国虽然将暂停或取消 4 月出台的钐、钆、铽、镝、钕、铟等 7 类中重稀土的对美出口管制，但仍保留 2 月出台的钨、锑、铋、钼、铌等关键矿物的对美出口管制，以及 2024 年 12 月出台的镓、锗、锑、超硬材料相关两用物项对美国出口管制。

（三）还有哪些问题没有解决？

“对等关税”以外，中国仍受到美国的刻意针对和打压，还有以下没有被提及和解决。

1、美国以芬太尼问题为借口，对华加征 20% 的关税，没有在本次会谈声明中提及。

2、美国取消了中国的“小额包裹关税豁免”待遇，按价值征收（货物价值的 30%），或按件征收（5 月为每件 25 美元，6 月起为每件 50 美元）。

3、特朗普 1.0 时代对华加征了四轮“301 关税”，前三轮分别加征 25%，第四轮加征 7.5%，据美国智库彼得森国际经济研究所（PIIE）测算，2020 年初美国对华平均加权关税税率为 19.3%，但伴随中国对美出口占比下降以及出口商品类别调整，到 2024 年底加权平均关税为 10.7%，仍未得到妥善解决。

4、对芯片、新能源汽车、光伏等高科技行业的封锁和打压。2018 年，特朗普签署《出口管制改革法案》，美国商务部将多家中国企业、科研院所等机构列入出口管制清单，涉及航空航天、5G、半导体、芯片、人工智能等科技领域。2024 年 9 月，拜登大幅度上调了电动车、锂电池、太阳能电池等中国产品的进口关税；2024 年 10 月，拜登签署行政命令，禁止在半导体、量子技术和人工智能领域的对华投资；2025 年 2 月，特朗普签署《美国优先投资》备忘录，全面收紧中美之间的投资。



此次中美经贸会谈的结果以及5月8日美国和英国达成的贸易协议框架来看，验证了我们前期对于特朗普的三大关键诉求的判断：一是对全球加征10%的基准关税，意图削减贸易逆差并增加财政收入；二是对汽车等重点行业加征保护性关税，意图促进制造业回流美国，保护美国就业；三是重点针对中国、加拿大和墨西哥三国，意图遏制中国和整合北美。（详见《博弈视角看“关税战”：特朗普策略与各经济体不同反应》）

中国对美反制在前期仍保持相对克制，仅对美国的重点行业 and 商品进行针对性打击，防止贸易摩擦激化升级，并尽可能避免对中国经济的不利冲击。但随着特朗普“变本加厉”，中国有必要、有能力、有底气坚决反制；打，奉陪到底；谈，大门敞开。中国是全球所有经济体中，对美反制态度最坚决、决策最快速、力度也最大的国家。

二、为何本轮中美经贸会谈结果超预期？

市场原本相对乐观的预期是美国将对华加征的“对等关税”从125%重新降至初始的34%，没有预料到会谈结果还包括暂停实施24%关税的“意外之喜”，因此资本市场反应强烈，联合声明发布后，纳斯达克指数期货、富时中国A50期货、恒生科技指数直线拉升。

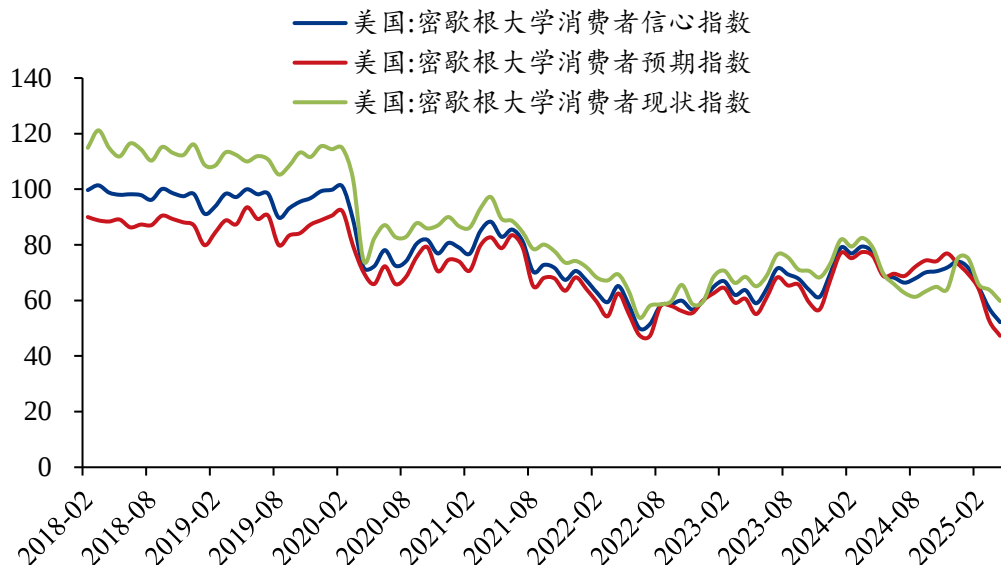
此次会谈结果揭露了美国色厉内荏的“纸老虎”的本质，是美国面对中国坚定反制态度下的被迫退让，美国暂时放下了“只许州官放火，不许百姓点灯”的傲慢，“极限施压”阶段性破产。

（一）特朗普面临美国国内经济、金融、政治等多方面压力

其一，美国经济“滞胀”风险上升，衰退预期发酵，通胀压力加大。2025年一季度，美国实际GDP季调环比折年率为-0.3%，为2022年第二季度以来首次收缩。从消费端看，2025年4月，密歇根大学消费者信心指数连续4个月回落，跌至近3年内新低。从生产端看，受特朗普关税政策影响，美国企业面临供应链中断风险，美国全国零售商联合会（NRF）预测，2025年下半年美国集装箱进口量将同比下滑超过20%；4月美国ISM制造业PMI为48.7%，位于荣枯线以下，制造业生产持续低迷。美国对全球尤其是中国加征关税，将显著推高进口商品价格，加剧美国国内通胀压力，增加居民生活成本。特朗普试图以长期经济代价换取短期政治利益，但随着美国经济“滞胀”风险升高，特朗普也不得不做出让步。



图表1：美国消费者信心指数显著回落



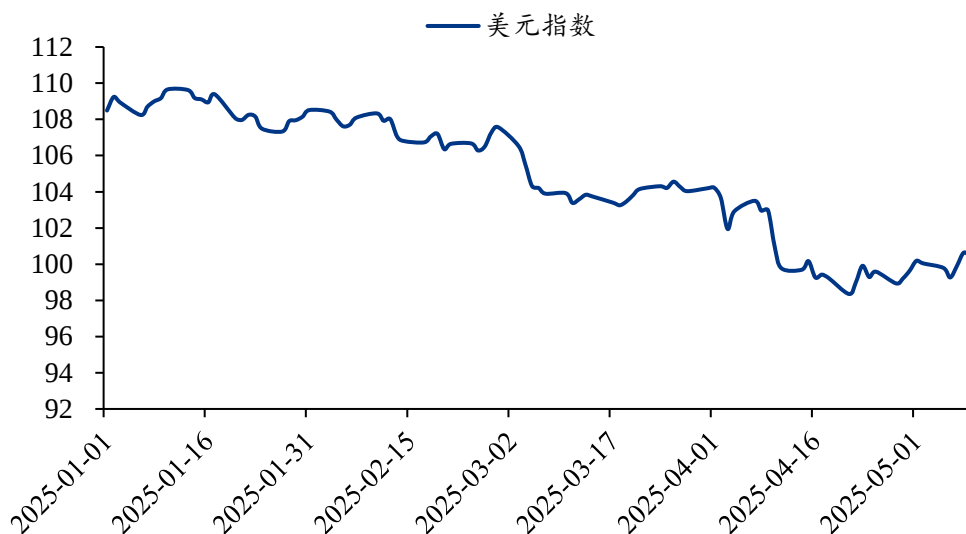
资料来源：Wind、粤开证券研究院

其二，多数美国民众对特朗普关税政策不满，华尔街、硅谷接连向特朗普政府施压，国内政治压力逐步显现。一方面，特朗普最新民调支持率大幅下降，或将影响共和党在2026年中期选举的表现。5月4日，特朗普接受电视专访时表示，将不谋求连任总统，更关注2026年国会中期选举。但当前民众对特朗普执政的不满加剧，共和党丢失国会控制权的可能性加大。根据美国民调整合网站 RealClearPolitics（RCP），特朗普第二届任职满百天之际，民众对特朗普施政满意度跌至45.3%，不赞成率达52.4%。其中，特朗普在经贸领域的政策是其支持率下降的主要原因，根据ABC新闻、华盛顿邮报和IPSOS联合发布的民意调查，截至4月27日，64%的受访者不赞同特朗普的关税政策。随着关税对美国民生成本、就业市场的冲击逐步显现以及农产品持续滞销，特朗普的民调支持率或进一步下滑。另一方面，“中美贸易脱钩”不符合华尔街、硅谷等精英阶层利益。关税政策导致美国金融市场剧烈震荡，苹果等大型公司面临供应链中断风险，而在利益集团的游说下，特朗普也率先于4月11日豁免了中国部分商品的进口关税。

三是美国金融市场全面承压，一度遭遇罕见的“股债汇三杀”。4月2日“对等关税”公布后的两个交易日，美股市值蒸发超6万亿美元；美元持续快速贬值，美元指数一度跌破99；4月4日至11日，10年期美国国债收益率从4.01%飙升至4.48%，五个交易日内上涨了47个基点，美债收益率上涨将导致美国政府债务融资成本显著抬升，对特朗普政府形成实质性压力。虽然特朗普在本届任期对资本市场关注的优先级下降，但如果美国股市表现不佳或美债市场出现不稳定，特朗普也会调整政策来应对金融市场的动荡。4月以来，特朗普多次通过社交媒体发声，呼吁投资者购买美国股票。在此前美债市场剧烈波动之际，特朗普宣布对除中国以外的经济体超过10%的“对等关税”暂停实施90天。



图表2：美元指数持续走弱



资料来源：Wind、粤开证券研究院

（二）中国对美坚决反制，增加了谈判筹码

其一，美国无法做到与中国进行实质性“脱钩”，中国对美加征反制关税的效果显现。中国固然离不开美国市场，但美国企业和居民同样离不开中国，中国是全球第二大消费市场和全球第一货物贸易大国。中美贸易摩擦持续升级，只会加剧美国国内的通胀和经济衰退风险。在中国并未退让的情况下，当地时间4月11日晚，美国政府突然修改关税细则，将智能手机、笔记本电脑、硬盘等电子产品排除在“对等关税”之外，且未指定国家，反映出美国对中国供应链产业链的高度依赖。此外，2024年美国对中国出口占其总出口的7%左右，其中，大豆、棉花、肉类等农产品及药品等对中国市场依赖度较高。而农产品是特朗普“票仓”所在州的主要产业，中国提高关税将对美国农业造成较大冲击，加剧特朗普在国内的政治压力。

图表3：2024年美国对中国出口规模较大的商品

商品	出口规模（亿美元）	占美国此类商品出口比重	占中国此类商品进口比重
电机、电气设备及其零件等	153	7.1%	3.1%
矿物燃料、矿物油及其蒸馏产品等	147	4.6%	4.6%
大豆等含油子仁及果实；杂项子仁及果实等	134	44.5%	20.5%
核反应堆、锅炉、机器、机械器具及其零件	129	5.1%	8.8%
航空器、航天器及其零件	115	8.6%	50.0%
光影、计量、检验、医疗或外科用仪器、精密仪器及设备	112	10.6%	17.5%
药品	95	10.1%	14.6%
塑料及其制品	75	9.3%	13.2%
车辆及其零件、附件	64	4.4%	14.4%
有机化学品	40	7.7%	10.6%
杂项化学产品	33	8.8%	18.8%
铜及其制品	29	24.0%	5.3%
肉及食用杂碎	28	12.5%	11.2%



特殊交易品及未分类	23	2.9%	5.0%
谷物	22	8.8%	19.5%
木及木制品；木炭	16	17.0%	9.0%
棉花	15	24.1%	19.9%
无机化学品；贵金属、稀土金属等	13	9.1%	6.0%

资料来源：ITC、粤开证券研究院

其二，中国对稀土实施严格的出口管制，精准打击美国军工、高科技等领域的供应链。中国逐步升级对稀土等关键矿物进行出口管制，2月4日，对钨、碲、铋、钼、铟相关物项实施出口管制，4月4日，对钐、钆、铽、镝、钕、铕和铈等7类中重稀土实施新的出口管制。美国军工产业高度依赖从中国进口稀土，中国的出口管制禁令将对美国军工复合体造成冲击。据美国智库战略与国际研究中心披露，在被美国地质调查局列为关键矿产的50种矿产中，中国是其中26种矿产的最大供应方。美国军工企业面临关键原材料“卡脖子”问题，迫使特朗普政府通过外交、经济甚至军事手段向乌克兰和格陵兰岛寻求替代资源。但由于稀土开采和冶炼分离工艺较为复杂，存在较强的技术壁垒，目前仅有中国拥有全套稀土开采和冶炼分离生产工艺，美国仍面临稀土加工依赖中国的局面，短期内稀土供应链无法实现“去中国化”。因此此次中美经贸会谈后，中国暂停或取消自4月2日起针对美国的非关税反制措施，关键就是对钐、钆、铽、镝、钕、铕、铈等7类中重稀土的出口管制，应是美国重点争取的结果。

三、下阶段中美谈判或将长期拉锯，重点关注四大因素

中美之间将建立经贸磋商机制，就关税问题开展进一步谈判。但最终谈判结果如何，归根结底取决于中美双方的筹码和底气。关键是做好自己的事，唯有夯实自身实力，才能在博弈中争取主动。

下一步，中美关税谈判或将开启长期拉锯战。**第一**，特朗普削减贸易逆差的目标与中美客观的比较优势是不可调和的，目标和效果的背离将导致特朗普提高全球关税战的烈度，贸易战的长期性和严峻性也是必然结果。要深刻认识到贸易摩擦的严峻性和持续性，正视困难，迎接挑战。**第二**，特朗普的关税立场频繁变化，削弱了双方谈判的信任基础。2019年8月，特朗普公然违背两国元首大阪会晤重要共识要求，对中国输美商品再度加征关税。鉴于特朗普在关税问题上的反复无常，要做好中美谈判反复、艰巨、持久的准备。**第三**，中美对现存关税和非关税壁垒的分歧较大，谈判难度增加。双方可能进一步调降民生商品、关键零部件等商品的税率，但短期难以一次性取消或下调现有关税，并且在稀土、半导体等战略领域也难以取得实质性突破。

未来中美关税博弈的走向受到特朗普政府政策选择的影响，应重点关注以下四大因素：

一是美国经济，特朗普试图以长期经济代价换取短期政治利益，但美国经济能否维持韧性，将成为特朗普决定关税政策的关键考量因素。若短期内美国通胀数据未显著恶化，就业市场保持韧性，特朗普可能忽视长期经济风险，继续以关税作为收窄贸易逆差和增加财政收入的手段，保持强硬表态。若美国经济衰退信号显现，特朗普将进一步做出妥协和让步。

二是美国国内政治压力，特朗普的政治力量很大程度上依赖于核心选民的支持，尤



其是认为全球化和自由贸易让美国制造业受损的工人阶层。若选民基本盘持续稳固，特朗普不需要为了争取更多的选票或政治支持而做出妥协。若核心选民对关税政策的支持率下降，特朗普可能通过局部降税，例如豁免消费品，换取选票。

三是美国资本市场，股市是美国经济的晴雨表，美股的暴跌可能会迫使特朗普重新审视关税政策。相较美股，美债市场将更大程度上影响特朗普的关税政策。美国联邦政府债务以短期债务为主，联邦政府需频繁进行借新还旧的展期操作。若市场流动性紧缩或投资者信心下降，在美债海外和国际投资者持有占比较高的情况下，海外持有者集中抛售美债可能导致美债市场剧烈波动，放大美国债务风险。

四是国际压力，若各经济体联合起来共同对美国施压，美国将面临全球孤立风险，特朗普可能会知难而退；若各经济体在美国的威胁、利诱下逐步妥协和大幅退让，特朗普也将保持更加强硬的姿态。（详见《博弈视角看“关税战”：特朗普策略与各经济体不同反应》）

四、对中国经济和资本市场的影响及未来展望

（一）对中国经济的影响

中美关税税率互降后，与前期极端情况下中美贸易事实脱钩和禁运状态下相比，中国出口增速要好于预期，对经济增长、企业盈利和就业形势的压力有所缓解。但是仍然要看到相比去年底，短短几个月时间，特朗普对华仍然加征了 30% 的关税，将显著拖累中国对美出口和总体出口；还要看到特朗普行为的反复无常，未来 90 天谈判是否顺利、特朗普是否会再度撕毁会谈成果都具有高度的不确定性。短期政策仍有必要把扩大总需求、救助纾困和稳定就业作为高度重要的目标，即“稳就业、稳企业、稳市场、稳预期”；中长期仍是要把中国构建成为全球最大的消费市场。（具体建议详见《财政如何应对关税战？》和《重新理解特朗普行为逻辑：中国应对的三大原则和五大建议》）

（二）对资本市场的影响

短期看，超预期的贸易谈判结果将对 A 股、港股产生一定提振效果，有利于估值、风险偏好的进一步修复。截至港股收盘，恒生指数涨 2.98%，恒生科技涨 5.16%，预计 A 股也会跟涨。不仅是 A 股、港股，事实上压制全球权益类资产的因素都得到部分缓解，纳斯达克 100 指数期货短线快速拉高，涨逾 3%。短期内，或可关注出口链条的反弹机会，进行波段操作。

长期看，A 股、港股将从集中定价关税冲突的阶段，逐步转向定价经济基本面的阶段，外部冲击逐步减弱、科技叙事持续演绎加上国内政策持续发力，将会加速经济复苏进程，进而带动 A 股、港股长期上涨。一是出口拖累或将减弱。二是“科技叙事”逻辑越来越清晰，将会有更多优质标的进入资本市场，为市场注入源头活水。三是降准降息、1.1 万亿元结构性货币政策工具的带动，以及提振消费的各项政策持续发力，国内有效需求不足的问题也将缓解。四是无论 A 股还是港股的股债性价比都较高，配置价值凸显。上证指数股债性价比（1/市盈率-中证 10 年期国债收益率）为 5.24%，处于上市以来 87.8% 的分位点水平，恒生指数为 8.12%，处于上市以来 85.3% 的分位点水平。五是资本市场长期制度建设纵深推进。A 股方面，上市、发行等制度的包容性愈发增强，公募基金改革加快落地，长期资金持续入市；港股方面，市场开放程度不断提高，港交所“科企专线”等制度加速优化。

未来一年内，建议以公共事业、银行等类债的红利资产作为底仓，一方面，关注具



备盈利修复基础和政策加持的服务消费标的，特别是宠物经济、首发经济、IP 经济相关的新消费领域标的；另一方面，关注 AI、自主可控等产业链，视情况适度增配相关标的。



分析师简介

罗志恒，2020 年 11 月加入粤开证券，现任总裁助理，兼首席经济学家、研究院院长，证书编号：S0300520110001。

马家进，经济学博士，2021 年 7 月加入粤开证券，现任首席宏观分析师，证书编号：S0300522110002。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观地出具本报告，结论不受任何第三方的授意或影响。本报告反映了本人的研究观点，不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

与公司有关的信息披露

粤开证券具备证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：10485001。

本公司在知晓范围内履行披露义务。

股票投资评级说明

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。

股票投资评级标准

报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

买入：相对大盘涨幅大于 10%；

增持：相对大盘涨幅在 5%~10%之间；

持有：相对大盘涨幅在-5%~5%之间；

减持：相对大盘涨幅小于-5%。

行业投资评级标准

报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

增持：我们预计未来报告期内，行业整体回报高于基准指数 5%以上；

中性：我们预计未来报告期内，行业整体回报介于基准指数-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来报告期内，行业整体回报低于基准指数 5%以下。



免责声明

本报告由粤开证券股份有限公司（以下简称“本公司”）向专业投资者客户及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者客户（以下统称客户）提供。若您并非上述类型的投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研究报告中的任何信息。公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的公开信息和资料，但本公司不保证信息的准确性和完整性，亦不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。本公司力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或询价，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。在任何情况下，本公司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。投资者据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在允许的范围内使用，并注明出处为“粤开证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖意愿的引用、删节和修改。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。本公司并不对其他网站和各类媒体转载、摘编的本公司报告负责。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，本公司不承担任何法律责任。

联系我们

广州市黄埔区科学大道 60 号开发区控股中心 19、22、23 层

北京市西城区广安门外大街 377 号

网址：www.ykzq.com