



宏观经济点评报告

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

名为关税战，实为博弈论

中国采取“以牙还牙”策略，既通过强硬反制增加美国经济衰退风险，又通过争取 90 天转口贸易窗口降低了博弈成本，同时为全球展现抗衡美国霸权的“大国范本”。

传统上受制于美国市场依赖、军事绑定和美元霸权的非美国国家，在中国示范效应下开始重构博弈策略。中国展现的制衡能力使非美意识到过度倒向美国可能丧失中国市场，从而提升其与美国谈判的议价信心。

G2 关税的博弈实为多方、动态的博弈，中国通过强化与日韩、东盟、欧盟的合作，构建非美国家的经贸协同体系。这种外部破局路径不仅削弱美国关税壁垒的实际效力，更可能通过第三方国家的集体行动打破博弈平衡，成为取胜之匙。

风险提示

美国超预期关税引发贸易伙伴反制，并升级贸易战；美国以内部政府效率改革为优先事项，并淡化对外策略。



博弈论告诉我们，在经典的多人重复博弈场景中，最优的策略其实是最简单的“以牙还牙”，英文叫“Tit for Tat”，也就是中国古话说的“人不犯我，我不犯人；人若犯我，我必犯人”。

特朗普“对等关税”的税率诞生于荒诞的算法，所以本质不是贸易问题，而是博弈问题，接下来的核心是谈判。对于美国而言，与中国这样的大国谈判并没有太多实际好处，更多是寻求面子上的让步，以便在政治上有所交代。向大国兜住“面子”后，向小国则要力争“里子”，关注更实际的经济利益。这也是整个关税问题的核心目的，并非像纳瓦罗、莱特希泽等理想主义者所期望的那样，通过一堵高高的关税墙来推动美国制造业回流和自主产业化，而是通过获取经济利益解决美国内部的财政问题，让美国政府债务可持续。

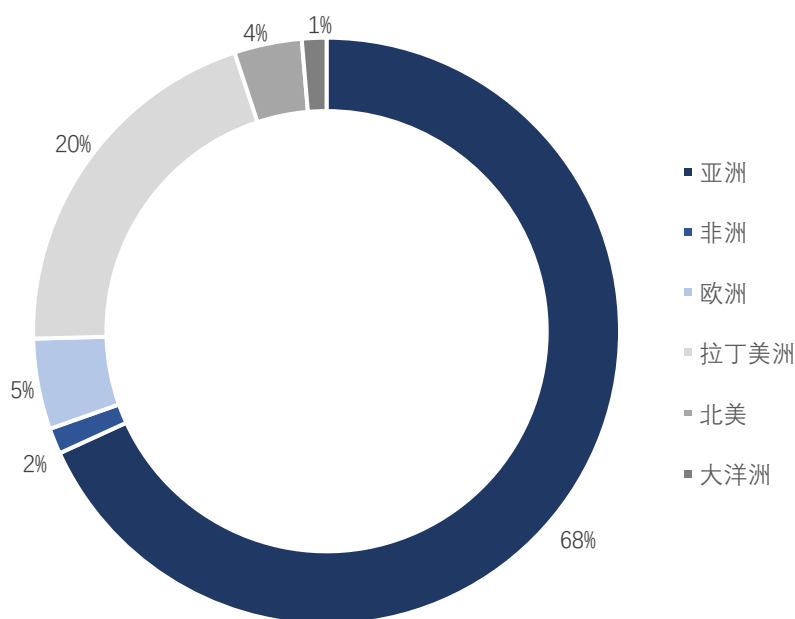
一、中国“以牙还牙”的艺术

美国挑起关税战之后，中国“以牙还牙”的博弈策略，不仅给美国经济带来了额外的衰退担忧，也在破解美国的谈判筹码。

今年4月，多家华尔街投行下调了美国经济增长预测，上调了美国经济衰退和美股下跌概率，因为美国的破坏性政策将引发报复性关税，从而对商业情绪和供应链构成重大打击¹。

另一方面，“以牙还牙”策略为其他国家赢得了90天的缓和期，实则为中国企业争取到90天的转口贸易时间窗口。在“压力测试期”内，制造业企业可制定贸易摩擦背景下的应对策略，并与供应商及客户们进一步探索拓展出口转口的可能性。于中国而言，拉长博弈的战线意味着更低的博弈成本和代价。

图表 1：2023 年中国对外直接投资存量（ODI）地区分布（\$blns）



来源：Wind，国金证券研究所

二、非美国国家从“被迫服软”，到“权衡利弊”

特朗普的底牌有三张：一是利用其他国家对美国经济的依赖度，美国市场是许多经济体量较小的非美国国家的主要外需依靠。二是利用美国的军事力量作为筹码，通过掌控部分国家的军事安全要求其增加军费开支。三是使用美元霸权，借助美元这一全球主要储备货币来做文章。面对特朗普的极致施压，部分非美缺乏有力的谈判筹码，原本不得不付出实际的经济利益。

¹ <https://mp.weixin.qq.com/s/JMHqKeCknoCVfexhaHfePg>



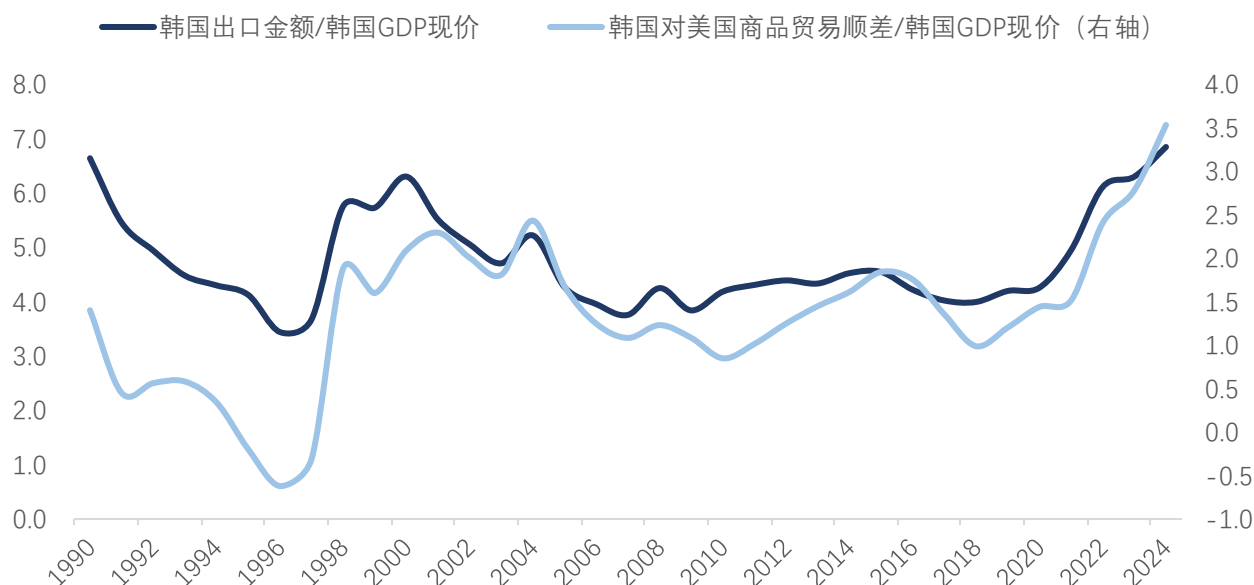
韩美之间的谈判就是一个典型的“非美小国范本”：

一是韩国可以增加购买美国商品。据悉韩国有意增加美国能源产品采购，并在近期考虑投资阿拉斯加液化天然气项目（Alaska LNG），日本也可能加入该协议，共同承担修建管道的费用、服务费用²。

二是韩国可以直接投资美国造船业。为实现北美经济大循环中的船只自主可控，美国希望在韩国的帮助下控制如巴拿马运河等全球重要经贸航线。韩国的造船业市场份额受到中国造船业挤压，也存在帮助美国实现这一目的的意愿。

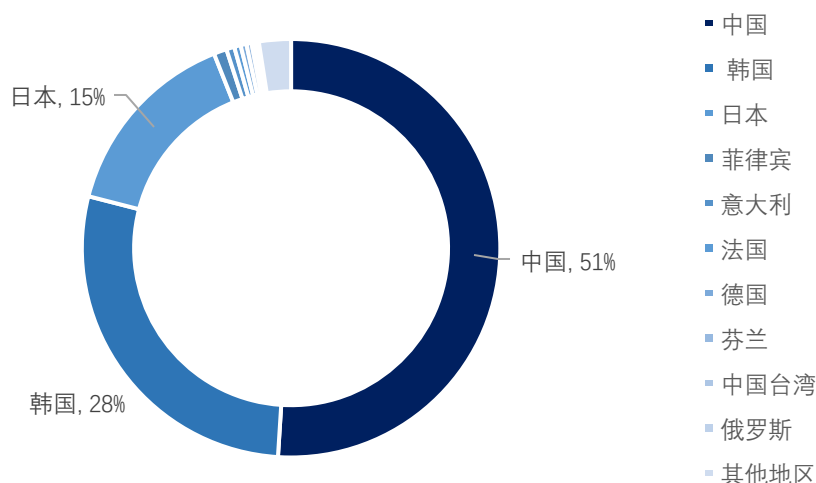
三是韩国可能被迫承担更多驻韩美军费用。现行的《韩国军事协议》经过八轮谈判才达成，韩国最终同意将驻韩美军的军费贡献提高到 1.52 万亿韩元（约合 11.3 亿美元），并持续到 2030 年。如今距离这一协议签订仅过去 6 个月，特朗普再次呼吁韩国扩大国防费用分摊，并将其与关税问题挂钩³。

图表 2：韩国出口占 GDP、对美贸易顺差占 GDP (%)



来源：Wind，国金证券研究所

图表 3：2023 年全球造船业市场份额结构（以总吨位测算，%）



² <https://www.cnbc.com/2025/04/20/trump-tariffs-push-asian-partners-to-weigh-investing-in-alaska-lng-project.html>

³ <https://www.chosun.com/english/national-en/2025/04/10/5JRK405TBDG5N6DEPV3Q3YERY/>



注：不包括军舰、游艇、渔船、海上平台和驳船。

来源：UN Trade and Development，国金证券研究所

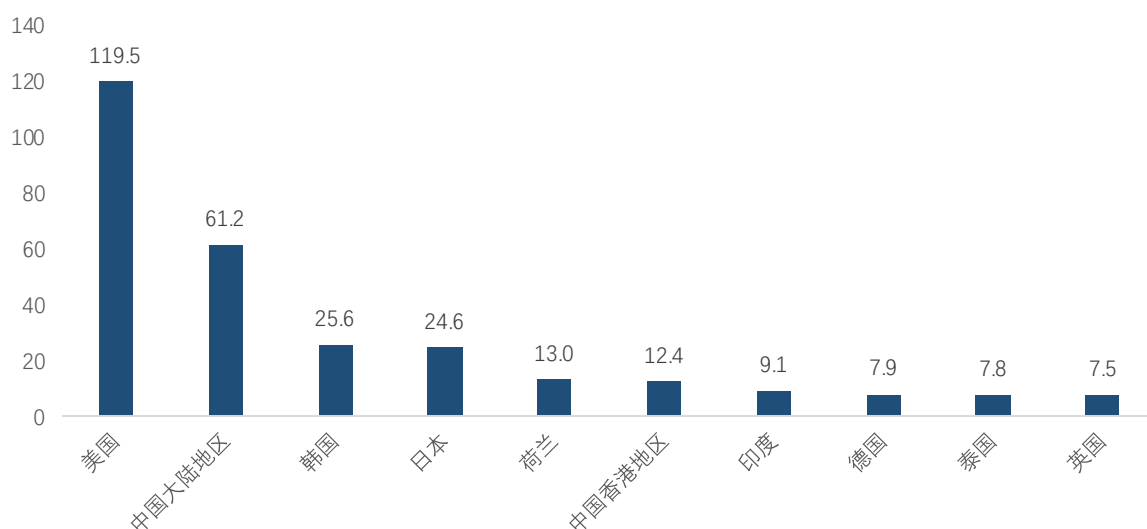
因此，中国释放出来的“以牙还牙”博弈策略，给予非美国国家一个认清时势的机会。中国在展现“大国范本”的同时，也给非美国国家释放出新信号：

第一，中方强硬的态度能使美国的谈判筹码逐渐减少，最终为了结束谈判而付出的代价或远低于直接妥协。

第二，一些国家不仅与美国有经贸关系，与中国也存在密切往来。如果因过度倒向美国而损失了中国供应链或者市场，结果可能得不偿失。

以越南为例，美国是越南最大的单一出口国，2024 年越南对美出口占其全部出口额的 30%，对美出口贡献了其当年 GDP 的 26%，这种高度依赖使得越南在与美国的贸易谈判中处于相对弱势的地位。然而越南的第一大进口国是中国，2024 年越南从中国进口占其全部进口的 39%，其中九成以上为生产性原材料⁴。为满足美国胃口而伤害中国，于越南经济是无法承受的。对于非美国国家来说，制衡特朗普关税霸权的筹码，也包括了与具备韧性和广度的中国制造业更广泛的合作。

图表 4：2024 年越南前十大出口目的地 (\$blns)

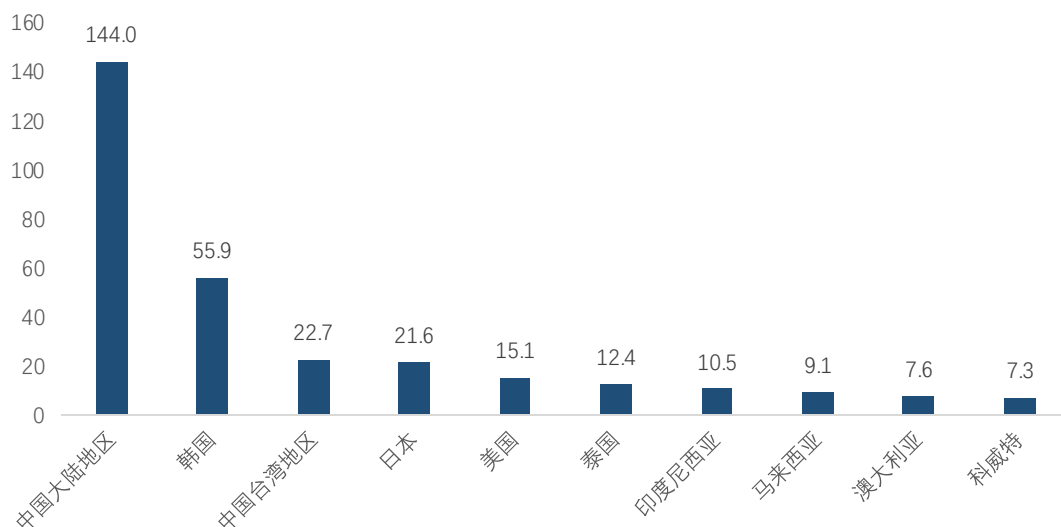


来源：越南国家统计局，国金证券研究所

⁴ https://vn.mofcom.gov.cn/jmxw/art/2024/art_79adb8f11164c9b8e7fad136afd669.html



图表 5：2024 年越南前十大进口来源地 (\$blns)



来源：越南国家统计局，国金证券研究所

三、关税博弈，本质上是多方动态博弈

与中国谈判，是第三方国家改变与美国谈判处境的关键。一旦各国从中国获得更多基础设施和制造业支持，便会影响到他们与美国之间的博弈处境，不仅能减轻其被美国“敲诈”的痛苦，还能提升当地的基础设施建设，深化产业链的深度和广度。

反过来对中国而言，如果能与其他国家的关系在贸易领域取得突破，G2 的关税攻守之势也就发生逆转。因此，中国政策的思路顺序清晰，先“外”后“内”，时下与周边国家的谈判和外交是我们的首要任务。中央周边工作会议于 2025 年 4 月 8 日召开，其规格之高足见外交的重要性。

在实践上，中国正与日韩、东盟和欧盟积极改善贸易关系：

与日韩，中国正在深化“面向未来的战略性协作”，在 RCEP 既有成果基础上，探索更高标准的制度型开放体系⁵。

与东盟，中国通过出海、制造业和技术输出，减轻东盟与美国谈判的痛苦，加强中国与东盟之间经济合作的同时，也降低了中国与美国谈判的门槛和难度。

与欧盟，双方谈判进展迅速，拜登曾怂恿欧盟对中国新能源车整车出口加征关税，但目前看来取消的概率很大，最终可能达成“最低价格”协议，既照顾到欧洲本土新能源车生产的竞争力，也尊重了市场经济规律。接下来，中国新能源车企业可能会在欧洲建厂，通过技术输入带动欧洲传统汽车制造就业，解决产能过剩问题，实现双赢。

对等关税本质上是一个多方动态博弈，评估关税战前景的核心也绝不是计算税率。这是因为“对等关税”关税税率充满随意性的计算方式，鉴别商品豁免与否的难度之高，以及实际执行层面海关人力欠缺的客观事实，均注定了“对等关税”不可能持久存在。将阶段性关税税率作为前提假设来推算中国静态出口的变化，价值会非常有限。

透过特朗普漫天要价、极限施压“谈判艺术”，我们的注意力还是应当回归到关税的本质——博弈之上。未来，需要观察的是美国还有无牌可打，是 G2 各自的经济耐受力 and 政策储备，以及各自与第三方国家的谈判进展。

关税博弈的平衡，也许将在非美国之间打破。

风险提示

美国超预期关税引发贸易伙伴强烈反制，引发贸易战升级；美国以内部政府效率改革为优先事项，并淡化对外策略。

⁵ https://sd.china.com/cjzx/20000936/20250415/25958382_all.html



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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、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	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建国门内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	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