

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

对等关税与美国国内不同利益群体的博弈

2025年4月17日

- **特朗普“对等关税”反复多变或与美国国内博弈有关。**美国并非铁板一块，笼统地讨论美国如何可能并不确切，特朗普背后至少有红脖子劳工、金融资本、科技资本等几种不同利益群体，“对等关税”计划的反复多变可能是美国国内各利益群体博弈的结果。各利益群体对加征关税的态度并不一致，我们预计“对等关税”计划可能仍将出现多次反复。
- **结合特里芬难题看，美国在美元霸权和贸易顺差之间面临两难选择。**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，“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。
- **中美谈判和中国稳增长政策都有空间。**对华维持最高 245% 的关税并不符合美国各方利益的最大公约数，中美谈判有空间，但在白宫仍然狂躁的时候，急于接触并无意义。中国稳增长政策蓄势待发，可能的政策措施包括：短期内降准落地；更多促消费政策细则出台；推出提高赤字、增发国债、加大商品房收储等新的增量政策；扩大服务业对外开放等。
- **风险因素：**外部冲击继续恶化、国内政策对冲不及预期、未来关税变动风险等。

目录

一、特朗普“对等关税”反复多变或与美国国内博弈有关	3
二、制造业回流和缩减贸易逆差短期内都不现实	3
三、对等关税的真正目标可能是获取关税收入	4
四、中美谈判前景和中国政策展望	6
风险因素	8

图目录

图 1：美国制造业回流并未见效	4
图 2：美国贸易逆差并未收窄	4
图 3：关税 1.0 下美国关税收入明显增长	5
图 4：美国关税收入在税收中占比提高	6
图 5：美国联邦财政收入结构	6

美国并非铁板一块，特朗普背后至少有红脖子劳工、金融资本、科技资本等几种不同利益群体，“对等关税”计划的反复多变可能是美国国内各利益群体博弈的结果。

一、特朗普“对等关税”反复多变或与美国国内博弈有关

“对等关税”具有反复多变的特征。自4月初美国总统特朗普宣布实施“对等关税”政策至今，短短半个月时间，已多次出现反复。4月9日，特朗普宣布对75个未实施报复性关税的国家暂停“对等关税”计划90天，在此期间大幅降低关税至10%，至此“对等关税”计划仅仅实施了不到一天的时间。4月12日，美方公布相关备忘录，豁免计算机、智能手机、半导体制造设备、集成电路等部分产品的“对等关税”。但随后，特朗普又表示并无任何关税豁免，相关产品只是被转移到另一个关税类别。4月14日，美方宣布已经开启针对半导体和药品的“232条款调查”。4月15日，美方宣布对华关税最高加征至245%。美方这些操作使得“对等关税”呈现出扑朔迷离、反复多变、不确定极大的特征。

特朗普背后是几种不同的利益群体在博弈。应该看到，美国并非铁板一块，笼统地讨论美国如何可能并不确切，特朗普背后是美国国内几种不同的利益群体在博弈，“对等关税”的反复多变可能是这种博弈的结果。这些利益群体至少包括：

——**红脖子劳工。**以贸易顾问纳瓦罗、副总统万斯为代表。纳瓦罗素来对全球化持批评态度，对中国立场强硬。万斯出身于典型的“铁锈地带”劳工家庭，其著作《乡下人的悲歌》探讨了“铁锈地带”的衰落现象和美国劳工的生活困境。红脖子劳工是全球化的受害者，诉求是反全球化，制造业回流，大幅提高关税等。

——**金融资本。**以财政部长贝森特为代表。贝森特出身华尔街，曾是对冲基金公司Key Square Group的创始人。华尔街的金融资本是特朗普第二次当选总统的重要支持者。金融资本对全球化的态度更加温和，其核心诉求是保持美国金融市场稳定。

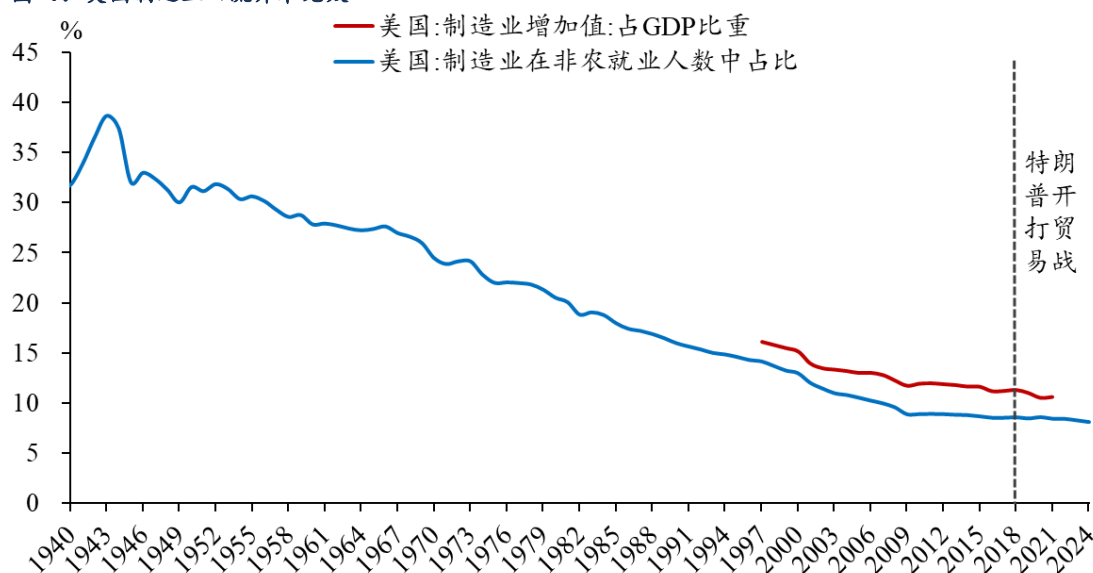
——**科技资本。**以政府效率部负责人马斯克为代表。特斯拉、苹果等美国科技巨头都属于该群体。科技资本在全球布局，是全球化的受益者，其诉求是反对全面否定全球化。

目前马斯克和纳瓦罗已经公开闹翻，代表的是科技资本和红脖子劳工群体的矛盾已经公开化。激进的对等关税计划仅仅照顾了红脖子劳工的利益，却侵犯了金融资本和科技资本的利益。金融资本和科技资本联合起来，共同向特朗普施压，使得激进的“对等关税”计划遭遇紧急叫停。但加征关税是特朗普竞选期间向红脖子劳工群体的核心承诺，也是特朗普试图裱糊美国制造业空心化的核心举措，我们预计“对等关税”计划可能仍将出现多次反复。

二、制造业回流和缩减贸易逆差短期内都不现实

制造业回流短期内并不现实。特朗普关税1.0就有推动制造业回流的重要考虑，但从实际结果来看，2018年特朗普开始加征关税后，制造业回流目标并未见效。一是美国制造业增加值占GDP比重，2017年贸易摩擦之前为11.2%，2018年加征关税后仍然延续此前下降态势，到2021年降至10.6%；二是美国制造业就业人数在占全部非农就业人数比重，2017年为8.5%，同样在2018年加征关税后继续下降，到2024年降至8.0%。两个指标彼此印证，都指向关税1.0推动制造业回流目标已经“破产”（图1）。深层原因是，美国制造业回流难，与其国内人工成本高企、基础设施老旧、制造业专业技能人才不足、生产流程默会知识断档等诸多因素都有关系，解决问题非短期之功。

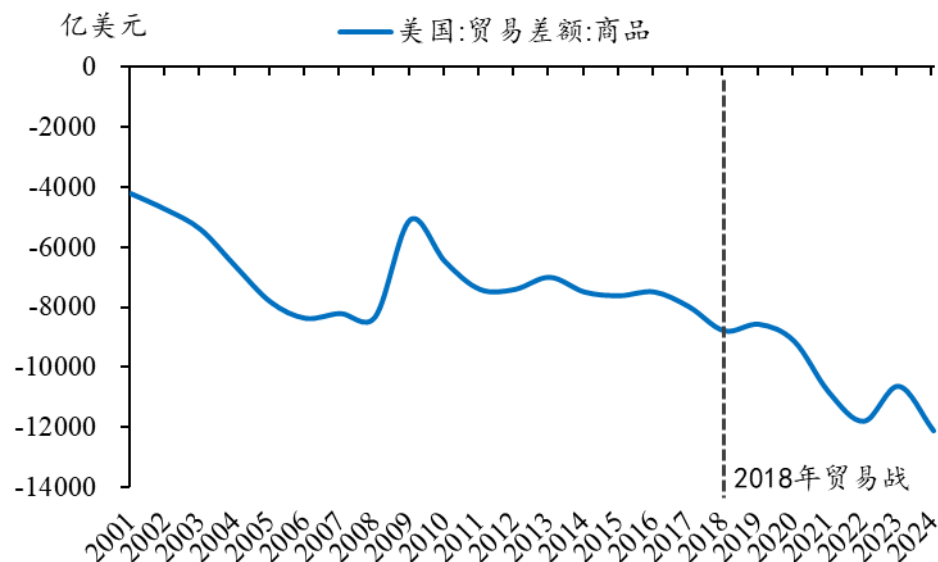
图 1：美国制造业回流并未见效



资料来源: iFind, 世界银行, 信达证券研发中心

缩减贸易逆差短期内同样不现实。从实际结果看，2018 年特朗普开始加征关税后，美国商品贸易逆差不但没有收窄，反而持续扩大。2017 年美国商品贸易逆差约为 8000 亿美元，2024 年继续扩大至 12000 亿美元（图 2）。主要贸易伙伴上，由于关税 1.0 重点针对中国，美国对华贸易逆差确实有所收窄，但逆差只是转移到了欧盟、墨西哥、加拿大等其他贸易伙伴，对这些贸易伙伴的逆差明显扩大。2024 年，美国对中国、欧盟、墨西哥、加拿大商品贸易逆差分别为 2954 亿美元、2356 亿美元、1718 亿美元、633 亿美元。缩减贸易逆差和制造业回流两个目标高度相关，制造业回流没有见效，伴随美国国内商品需求增长的，就只能是贸易逆差持续扩大。

图 2：美国贸易逆差并未收窄



资料来源: iFind, 信达证券研发中心

三、对等关税的真正目标可能是获取关税收入

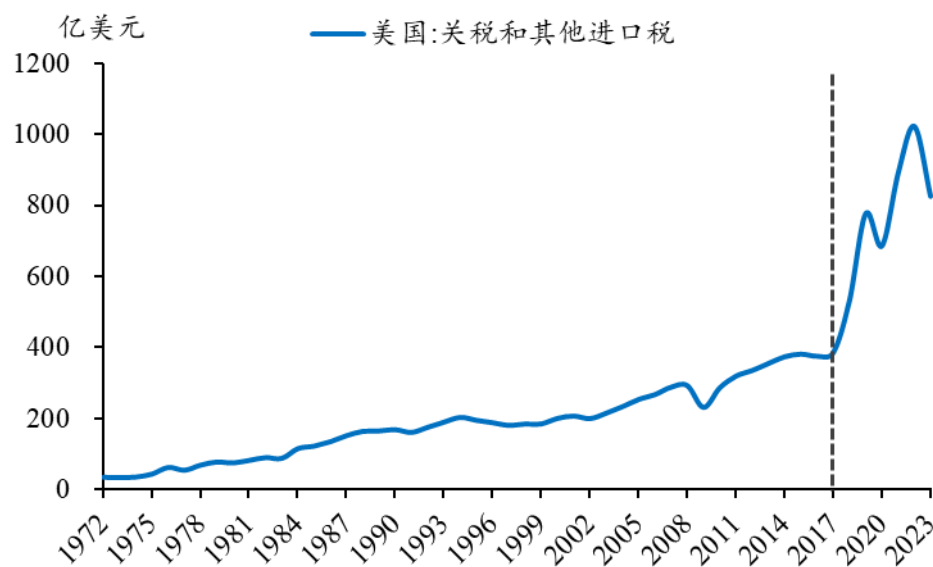
结合特里芬难题看，美国在美元霸权和贸易顺差之间面临两难选择。早在 1960 年代，美国经济学家特里芬就发现了美元作为国际核心货币的两难困境——美元虽然取得了国际核心货币的地位，但是各国为了发展国际贸易，必须用美元作为结算与储备货币，这样就会导致流出美国的货币在海外不断沉淀，对美国国际收支来说就会发生

长期逆差；而美元作为国际货币核心的前提是必须保持美元币值稳定，这又要求美国必须是一个国际贸易收支长期顺差国。不难看到，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，即，美国在美元霸权和贸易顺差二者之间只能择其一。

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。红脖子劳工群体的诉求是终结贸易逆差，但这会同时终结美元霸权，而这显然是美国金融资本和科技资本无法接受的。作为美国总统，特朗普需要综合考虑各方诉求，他能做的只是在各方中寻找最大公约数，即各方都能接受的方案，彻底终结贸易逆差并不在其中。

对等关税的真正目标可能是获取关税收入。虽然关税 1.0 在推动制造业回流和缩减贸易逆差上都失败了，但确实带来了美国关税收入显著增长。从美国联邦政府关税收入规模看，2017 年关税和其他进口税收入为 385 亿美元，2022 年一度超过 1000 亿美元，增幅超过 160%，后因美国对某些商品和贸易伙伴实施关税豁免，关税收入又有下降（图 3）。从关税和其他进口税占税收比重看，2017 年为 1.7%，关税 1.0 启动后，2019 年曾达到 3.7%，部分商品关税豁免后，2023 年回落至 2.9%，仍然比关税 1.0 启动前高出许多（图 4）。可见，2018 年特朗普加征关税后，真正的收效就是关税收入增长。

图 3：关税 1.0 下美国关税收入明显增长



资料来源: iFind, 世界银行, 信达证券研发中心

图 4：美国关税收入在税收中占比提高



资料来源: iFind, 世界银行, 信达证券研发中心

综合判断，特朗普对等关税的行为逻辑可能是短期获取关税收入，并对内减税，长期追求制造业回流和缩减贸易逆差。早在 2024 年 6 月，特朗普在与众议院共和党的会议上，已经提出用关税替代所得税的思想，即仿效 1900 年代时任美国总统麦金莱的做法，对外提高关税，对内减少其他税收，从而促进国内制造业发展。特朗普承诺进一步降低其第一任期已大幅削减的美国大企业所得税，一直致力于将共和党 2017 年的税法永久化，并呼吁延长该法案的关键部分，包括今年到期的针对个人和小企业的减税政策。截至 2024 年，在美国联邦财政收入中，关税收入仅占 1.6%，特朗普对外提高关税、对内减税的思想有较大实施空间（图 5）。若关税收入占比能够提高几个百分点，那么特朗普就可以对内减税几个百分点。

图 5：美国联邦财政收入结构

指标名称	2020 亿美元	2021 亿美元	2022 亿美元	2023 亿美元	2024 亿美元	2020 %	2021 %	2022 %	2023 %	2024 %
个人所得税	16087	20444	26321	21765	24261	47.0	50.5	53.7	49.0	49.3
工资税	13100	13141	14835	16145	17089	38.3	32.5	30.3	36.4	34.7
企业所得税	2118	3718	4249	4196	5299	6.2	9.2	8.7	9.4	10.8
消费税	868	753	877	758	1014	2.5	1.9	1.8	1.7	2.1
遗产及赠与税	176	271	326	337	316	0.5	0.7	0.7	0.8	0.6
关税	686	800	999	803	770	2.0	2.0	2.0	1.8	1.6
杂项收据	1177	1344	1367	406	432	3.4	3.3	2.8	0.9	0.9
合计	34212	40471	48974	44409	49181	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0

资料来源: iFind, 信达证券研发中心

备注: 左半栏为分项收入规模, 右半栏为在总收入中占比。

四、中美谈判前景和中国政策展望

第一，中美谈判有空间。对华维持最高 245% 的关税，意味着中美脱钩（部分豁免商品除外）。WTO 总干事伊维拉表示，当关税数字达到如此高水平时，实际上已经意味着贸易“脱钩”，数字本身已失去重要性。这种脱离实际的关税税率，既伤害美元霸权，又收不到关税收入，还会推高美国通胀。对华关税下降才符合美国各方利益的最大公约数，中美谈判有空间。

第二，中方坚持强硬反制是正确的。有观点认为，中方不顾特朗普多次警告，坚持实施反制，导致美国对华关税税率一加再加，而若保持克制，结果可能更好。我们不认同这种看法，一来中方服软没有用，不会换来美方的让步，从欧盟、日本、越南等经济体与美国接触的情况看，目前美方的诚意仍然不足；二来只有各国联合起来坚决反制，加剧美国市场动荡，动摇美元霸权地位，提高美国随意加征关税的代价和成本，才能达到以战止战的目的。

第三，中方暂不接触的策略也是正确的。据美国消费者新闻与商业频道报道，白宫承认“中方没有就关税打来过电话”。本周欧盟与美国就关税问题进行了磋商，但并未取得任何成果。在白宫仍然狂躁的时候，暂不接触的冷处理方式或许是更好的应对之道。

第四，中国稳增长政策蓄势待发，可能的政策措施包括：

- ✓ **短期可能有降准，但对降息不宜期待太高。**上次降准是去年9月，时隔已经半年，降准时机已经具备。降息空间有限，降息的制约因素包括稳息差、稳汇率、防止产能过剩进一步加剧等。
- ✓ **促消费政策已在储备，可能加快出台更多细则。**3月份中办国办印发《提振消费专项行动方案》，《方案》是一个牵头管总的综合性文件，相关部门正在积极加紧制定和推出实施细则，进一步细化和实化。在外需收缩和内需发力之下，消费在经济中所占比重预计将得到提升，利好股市消费板块。
- ✓ **及时推出新的增量政策，财政政策和房地产政策均有空间。**4月9日，国务院总理李强表示，根据形势需要及时推出新的增量政策，以有力有效的政策应对外部环境的不确定性。可能的措施包括提高赤字、增发国债、加大商品房收储等。
- ✓ **继续扩大对外开放，建立全球开放与合作的高地。**制造业开放程度已经很高，下一步主要看点可能在于服务业开放，包括放宽准入、减少限制、优化监管等。近期，国务院原则同意《加快推进服务业扩大开放综合试点工作方案》，更多城市纳入服务业扩大开放试点范围。

风险因素

外部冲击继续恶化、国内政策对冲不及预期等。

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。

本报告中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。