

他山之玉，可以攻石——他们自己都怎么看关税？

2025 年 04 月 17 日



分析师：陶川

执业证号：S0100524060005

邮箱：taochuan@mszq.com

分析师：邵翔

执业证号：S0100524080007

邮箱：shaoxiang@mszq.com

分析师：林彦

执业证号：S0100525030001

邮箱：linyan@mszq.com

➤ 今年三月至今，我们一共撰写了 5 篇“美国不是例外”报告，旨在预测和分析美国债务周期开始拖累经济向下，Q2 债务到期高峰恐将带来流动性冲击。在此背景下，美元资产以及黄金将会如何演绎。时至今日，报告中预期的情况已基本全部兑现。但市场波动加大的催化剂在我们意料之外：特朗普的关税政策远超市场一致预期，各类资产表现出的交易逻辑不尽相同且变化很快。

➤ 被各类资产的交易趋势催生的各种各样“叙事”（“美国崩溃论”和“美元失信论”云云）一时间又甚嚣尘上，当前的市场充满了噪声。这中间，我们唯一能确定的是，美国的经济还会周期性走弱，后面几个月流动性环境也还会面临挑战。除此之外，我们能做的不比其他市场参与者多，唯适应尔。在我们看来，至少四月剩余时间里，市场的波动率是时候下降了，大家冷静冷静再决定方向，也等待特朗普后续的布局。

➤ 混乱的关税机制设计和朝令夕改的施政风格，让天生就是“J 人”（喜欢计划和定量）的宏观研究者们十分抓狂。但是，好在历史就是个十字路口，太阳底下也没什么新鲜事。混乱中，经验是无比珍贵的宝藏，尤其对于美股，我们是信息更不对称的海外投资者，因此我们决定梳理一下美国的顶级投资人、政客和学者对关税的看法。他山之石可以攻玉，我们将从关税的背景和目的，关税的演进逻辑和影响，以及对于资产配置的影响三个大方面去总结美国人自己的观点。

相关研究

1. 2025 年 3 月经济数据点评：5.4% 后如何破逆风局？-2025/04/16
2. 2025 年 3 月外贸数据点评：3 月出口：从已知看未知-2025/04/14
3. 美国政策点评：关税豁免的“减震”信号有多强？-2025/04/13
4. “美国不是例外”系列：如期而至的流动性危机——写在美股债汇三杀之时-2025/04/12
5. 2025 年 3 月通胀数据点评：消费和关税的“正、负反馈”-2025/04/12

为啥加？关税的背景和目的

➤ “不平衡”和“安全”是关税的关键词。主要的观点大多从现实的问题出发，从美国贸易和金融的不平衡，以及国家安全角度论证解释关税冲突发生的客观背景，同样也基本界定了关税的功能：增加收入、解决贸易不平衡、维护国家在国际竞争中的安全，以及作为在此谈判过程中的筹码。

➤ 不过，达里奥从大历史观，米兰（现任白宫经济顾问委员会主席）从 MAGA 经济学的视角对于关税的阐述提供了不同的视角。

➤ **达里奥：国家兴衰和全球秩序的必然**。债务周期和全球秩序的周期是关税冲突背后的必然性：传统的债务、货币、政治和地缘秩序已经发展到极限，处于大周期的拐点。具体而言，债务人（美国）负担巨大且不可持续（这往往是国家型衰退周期见顶的重要标志），最终需要以破坏性的剧烈方式打破不平衡；而这种不平衡在社会层面的映射则是阶层鸿沟和极致的贫富差距——民粹和强权人物兴起；在国际秩序的投射则是单极格局的结束，这反而会加剧单边强权逻辑的兴起——多极化并不意味着和平，而是更激烈的竞争。因此，关税摩擦和贸易冲突应运而生，除了增加收入之外，更重要的是重塑本国企业和生产能力，在大国摩擦过程中减少相互之间的依赖程度。

➤ **米兰：经济民粹主义的“脑回路”**。米兰观点的独特之处在于把全球尤其是美国贸易和金融的不平衡归咎于美元和美债的安全资产地位——美国以一国之供给满足全球的需求，导致美元长期被高估，而高估带来的成本由制造业、贸易

部门和中底层民众承受。因此，关税的核心作用在于：**一是分摊美元高估的成本，或者说安全资产这类公共品要全球一起出钱**（类似要求各国增加军事安全支出）；二是配合美元汇率政策重塑全球贸易体系。

后续怎么看？关税的演进和影响

➤ 关税的演进路径决定了会造成怎样的影响。路径上有多个维度，比如短期还是长期，关税本身对经济的伤害和关税带来的不确定性哪个更严重等等。

➤ **对于短期内的影响，市场人士和学界基本是悲观的，虽然关税不一定会带来衰退，但是美国自身的先天不足会带来滞胀。**例如达里奥承认全球会有滞胀风险；霍华德·马斯克直言特朗普关税可能演变为“英国脱欧”式的闹剧，由于制造能力不足、通胀重创消费；而保罗·克鲁格曼虽然不认为关税会直接导致衰退，但是关税背后不可预测的保护主义，会导致企业投资减少、削减支出最终带来衰退。

➤ **政界人士相对更加中立或者乐观。**比如财政部长贝森特简称关税会先带来更多收入，然后制造业回流带来更多的就业和繁荣，而这一观点在其真正出任财政部长前就已经形成，当时他认为**特朗普的政策组合会使得美国回到“咆哮的二十年代”**。

➤ “国师”米兰的讨论则更有技术性，但值得注意的是，**他最初对于关税的不少设想最终都落地了**，因此无论他的观点显得如何荒谬，依旧值得重视：

➤ 他主要从**关税和美元的不同组合**来探讨经济的演进和影响：

➤ **关税+汇率升值**：可以控制通胀，主要成本由被征税国实际购买力下降承担；出口会受负面影响、需要监管改革来相应降低出口的成本；同时，进口变化不大而财政增加了收入。但是主要的风险在金融市场——汇率（大幅贬值和升值）会带来剧烈的金融冲击和波动。

➤ **关税+没有汇率升值抵消**：通胀压力比较大，导致消费品价格上涨；被征税国的进口商品更贵，**贸易逐步往均衡方向调整；但是均衡是以进口萎缩为代价，关税收入逐步减少**。

➤ 而当前出现的是“**关税+美元大幅贬值**”，通胀压力无疑会更大，而美国关税收入的谋划也更容易落空。

➤ 同时他还讨论了**关税分阶段和分级的构想，很多已经落地**：

➤ **分阶段关税**：逐步提高关税；希望中国主动进行经济体制改革；允许关税超过 60%；为企业提供明确的关税实施路径，帮助规划供应链调整（比如近期考虑延缓汽车关税）；同时通过减少不确定性，降低市场波动。

➤ **分级关税**：对不同国家实施不同等级的关税，通过谈判最终形成**长期内既能增加财政收入、又能激励贸易伙伴提供更有利条件的关税体系**；其最高关税远高于 10%，仅适用于少数国家。适合用于构建围绕中国的多边关税机制。（和当前的对等关税已经很像）。

➤ 此外，**另一个比较有意思的分析来自花旗银行，花旗从美国减少双赤字的诉求和博弈去反推关税组合**，以及这些组合对于市场的影响：1) 场景 1：全面征收 45% 的关税，对中国征收 70% 的关税（消除贸易赤字，增加 1.4 万亿美元财政收入）；2) 场景 2：对中国征收 70% 的关税，对欧盟和德国征收 45% 的关税，对其他主要贸易伙伴征收 25% 的关税（贸易赤字下降至 2500 亿美元，增加 1 万亿美元财政收入）；3) 场景 3：对中国征收 70% 的关税，对世界其他地区征收 25% 的关税（贸易赤字下降至 4000 亿美元，增加收入 9000 亿美元）；4) 场景 4：

全面征收 25% 的关税（赤字下降至 6000 亿美元，增加收入 7090 亿美元）；5）关税税率低于 25% 不是最优解，无法达到降低双赤字的目的。

➤ **其实最差的不是极端情形，而是又想征税、又比较瞻前顾后的情形。**在极端税率场景下（如场景 1），双赤字大幅缩减，预计美元和美国国债将上涨，但关税力度过大下股票和信用市场可能下跌。而低于情景 4 的情况则是一个负面的美元情景，因为这意味着特朗普政府既扰乱了其贸易伙伴，但几乎没有取得任何成果：赤字没解决，资本还在外逃，导致“两头空”。

➤ **买什么？关税冲突背后的配置含义**

➤ 总结而言，**短期内取决于政策的节奏和布局，以及投资人自己捕捉 alpha 的能力；中长期则有一些确定性相对更高的线索。**以下是比较普遍的短期观点：

➤ **一般情况下，关税会使美元升值，但是其他国家的报复则是对冲因素，尤其怕海外资金抛售美元资产。**如果出现滞胀式衰退，美元将失去“安全避风港”的角色。

➤ **美股整体承压。**多数在美国开展业务的公司利润将受损，包括优质公司，而低质量公司可能面临破产风险。在美国本地生产商品且主要面临国外竞争的公司（如美国钢铁）会受益于关税，但这类公司占比小，而关税、消费走弱等综合影响对美国股票是负面的。

➤ **远离高收益债。**不确定性增加的情况下，高收益公司的破产和违约风险上升，而当前美国高收益债券的利差仍处于历史较低水平。

➤ 当然也有“艺高人胆大”的逆行者，作为不良资产投资的老手，**霍华德·马斯克认为会有加速配置信用机会**，他认为信用利差会大幅上升、补偿风险溢价，但是发行人真正违约的比例并不高；同时财务困境等也会提供很好的一级市场机会。

➤ 然而对于**美国国债的配置价值，缺少一致预期。**虽然比高收益债安全，但受到通胀和政策的影响会非常大：

➤ 例如**财政部长贝森特**在就任前就分析过，最令他担心的是**特朗普的政策可能会使得长端美债收益率大涨。**

➤ 而作为白宫经济顾问的**米兰**则处心积虑地**希望转嫁美元高估的成本**，而不同的政策会带来完全不同的市场组合：

➤ **“海湖庄园协议”、多边货币方案：**通过关税迫使其他国家同意抛售美元储备、本币升值，此外用剩余的储备购买美国超长期、低利率的国债。虽然是充满傲慢的一厢情愿，**但是如果做成了真的会使得美元贬值，同时长端美债收益率保持低位。**

➤ **单边货币方案 1：对外资持有的美债征收使用费/税费(收益抽水)，弥补汇率高估成本。**使用不当可能导致**美元暴跌、利率大涨**。缓解这一风险需要循序渐进实施；对不同国家征收不同的税率（盟友更低）；美联储积极配合、稳定利率市场、对收益率曲线进行控制。

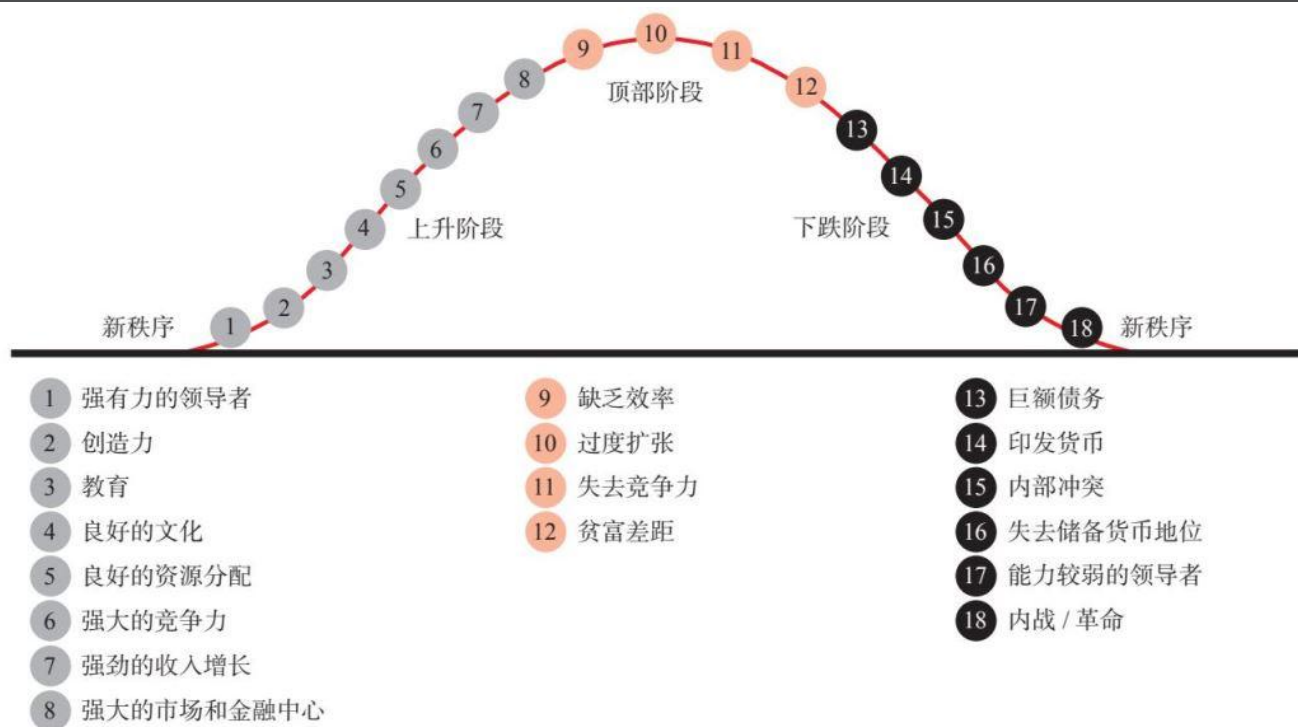
➤ **单边货币方案 2：建立外汇储备，购买其他国家货币。**但是财政部自有资金优先，要么抛售黄金来进行操作，或者和美联储配合（但这可能导致货币超发，或者其他国家采取相似的报复行为引发货币战）。

➤ **不过往中长期看，海外投资者依旧对美国股市保有期望。**一方面对于转型成功的美国有信心，**制造业复兴、民营经济发达将带来股市繁荣（贝森特）**；另一方面是对美国体制有信心，法制的基石、结果的可预测性还存在，虽然短期内被特朗普削弱，当然这建立在美国政府债务不暴雷的基础上（霍华德·马斯克，当然他也觉得未来美股的平均收益率会下降）。

➤ **而具有大历史观的人一般都支持黄金，比较典型的是达里奥。**他认为黄金、比特币的配置比例应该在 10%-15%，其中更多持有黄金。逻辑在于当前货币和债务存在供需问题，我们可能处于全球货币秩序的周期拐点，可以持有黄金和比特币来应对风险。但比特币有监管风险，且价格波动大；而黄金是唯一不构成他人负债的资产，在冲突时期，各国央行更倾向于持有黄金作为储备。**这与我们在《滞胀是基准情形，黄金是版本答案》中的结论不谋而合。**

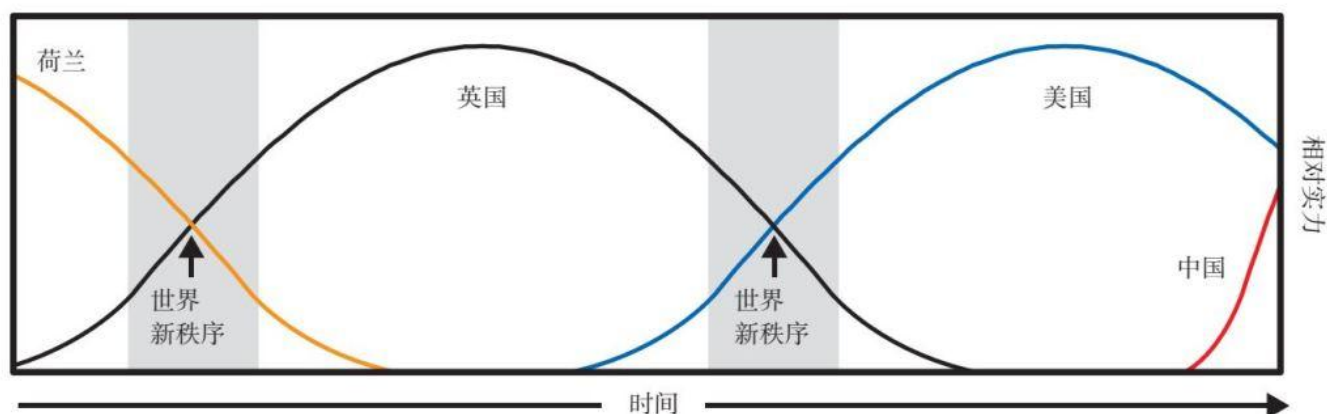
➤ **风险提示：**文中总结的海外观点本身也会存在偏差和误判；特朗普关税政策继续超预期加码，全球加速衰退、国际秩序急速动荡。

图1：国家兴衰模型



资料来源：达里奥《原则：应对变化中的世界秩序》，民生证券研究院

图2：全球秩序的拐点



注：新旧秩序的交替往往伴随着：债务重组和债务危机；国内革命/改革导致财富从富人向穷人大规模转移；外部战争；重大货币危机等。

资料来源：达里奥《原则：应对变化中的世界秩序》，民生证券研究院

图3：米兰（白宫经济顾问委员会主席）的“狂想”

领域	政策组合	主要内容和影响	是否落地
关税	关税+汇率升值	可以控制通胀优先上涨，主要成本由被征税国实际购买力下降承担；出口会受负面影响、需要监管改革来相应降低出口的成本，进口变化不大而财政增加了收入。但是通过汇率（大幅贬值和升值）会带来更加剧烈的金融冲击和波动。	
	关税+没有汇率升值	通胀压力比较大；被征税国商品更加昂贵，贸易往均衡方向调整；进口逐步萎缩， 关税收入逐步减少 （大幅贬值对市场影响也不小）。	✓
	分阶段关税	逐步提高关税；迫使中国主动进行经济体制改革；允许关税超过60%；为企业提供明确的关税实施路径，帮助规划供应链调整；通过减少不确定性，降低市场波动。	✓
	分级关税	对不同国家实施不同等级的关税， 通过谈判最终形成长期内既能地增加财政收入又能激励贸易伙伴提供更有利条件的关税体系，其最高关税远高于10%，仅适用于少数国家。适合用于构建针对中国的多边关税机制。	✓✓
金融	“海湖庄园协议”	通过关税迫使其他国家同意抛售美元储备、本币升值，此外剩余的储备购买美国超长期限、低利率的国债→ 美元贬值，长端美债收益率保持低位。	
	金融投资税	对外资持有的美债征收使用费/税费，弥补汇率高估成本， 使用不当可能导致美元暴跌、利率大涨。	
	外汇储备	建立外汇储备，购买其他国家货币。但是财政部自由资金优先， 要么抛售黄金来进行操作，或者和美联储配合（货币超发）。	

注：“是否落地”列的✓数量表示落地的程度，✓越多，表示落地程度越高。

资料来源：斯蒂芬·米兰《A User's Guide to Restructuring the Global Trading System》，民生证券研究院

图4：全球货币体系大周期


注：第二类硬通货债权的典型代表是布雷顿森林体系下挂钩黄金的美元。1971年尼克松冲击导致美元实质与黄金脱钩，全球逐步进入法币时代。

资料来源：达里奥《原则：应对变化中的世界秩序》，民生证券研究院

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、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收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准		评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	公司评级	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
		谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上
	行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑获取本报告的客户及个人的具体投资目的、财务状况、特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，进行独立评估，并应同时考量自身的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代自身的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 1 座 10 层 01 室； 518048