

短评：特朗普关税政策升级或受限于美债危机等现实约束



沈夏宜 分析师
Email:shenxiayi@lczq.com
证书:S1320523020004



杨见一 研究助理
Email:yangjianyi@lczq.com

核心观点：

特朗普出台“对等关税”仅仅一周后再次反转。4月2日，特朗普对外公布对等关税，对全球 185 个贸易伙伴加征 10%-50% 不等的关税税率，整体加征关税的范围和幅度大幅超出市场预期。4月9日，特朗普又对外宣布暂停所谓对等关税 90 天（中国除外），仅仅一周时间内关税政策再次反转。原先 4 月 2 日特朗普“对等关税”分为 10% 的基准关税和“一国一议”的对等关税两部分，后者是根据 2024 年美国与其他国家贸易逆差和进口额的比值逐一定制的。而 4 月 9 日特朗普暂停的正是这部分逐一定制的对等关税，而保留了对原先收对等关税影响国家 10% 的基准关税。本次对等关税暂停不包括中国；美国当前对华关税已达 145%。

4 月 11 日美国豁免电子、半导体产品对等关税，但两天后声明半导体关税即将落地。当地时间 4 月 11 日晚间，美国海关悄然发布通知，宣布暂时豁免手机、电脑、半导体零部件等 20 余类电子产品，免征对等关税，而且此次豁免关税的对象包括中国生产及组装的电子产品和半导体零部件。随后，4 月 13 日，美国商务部长卢特尼克（Howard Lutnick）威胁称，电子产品关税豁免是“暂时性的”，美国预计在 1-2 个月内推出新的半导体关税方案，预计将以 232 关税的形式落地。尽管短期内国内电子、半导体产品免受当前美国对中国加征的高额关税，但后续相关关税政策变化的风险仍强，需要持续关注。

近期特朗普关税连续“让步”或受到美债市场震动、政府债务危机影响。

4 月 2 日对等关税落地后，美国市场遭受严重冲击，甚至出现股债汇同步下跌的情形。4 月 8 日，美国 3 年期国债拍卖表现惨淡，尾部利差达 2.4bp，表现出市场美债需求低迷。4 月 11 日，10 年期美债收益率已经上行至 4.48%，较 4 月 4 日的 4.01% 上行 47bps。债市波动增加，海外对冲基金、美国国内养老金等关键买主开始抛售美债，严重动摇美债避险资产地位。另一方面，美国财政一直运行在收不抵支的边缘，美债市场波动将影响政府债务。当前，美国国债超过 36 万亿美元，占美国 GDP 的 125%，且美国政府每年的国债利息支出占财政收入的 30%。2025 年 6 月，美国将会有约 6 万亿美元的美债到期，届时美国政府将会面临借新还旧的压力。叠加近期美国参众两院先后通过了 2025 年政府预算议案，进一步放开后续减税、增赤议案落地的法律限制，因此如果美债利率进一步上行，美国政府进一步举债的成本将大幅上升。特朗普政府官员也承认，债券市场对关税的反对情绪反应影响了暂停关税的决定。短期内，债市震

相关报告

3 月 PMI 数据点评：制造业景气度连续改善

2025.04.02

特朗普 2.0 关税政策：进展、前景及影响测算

2025.03.31

1-2 月经济数据点评：供给强劲、需求改善

2025.03.25

动和政府债务风险的压力或为特朗普关税无法继续升级的现实约束。

截至 4 月 15 日，特朗普已经生效包括全球对等关税、重点商品关税、和芬太尼关税三方面关税政策。对等关税方面，中国当前面临 125%对等关税，除中国外，其他国家对等关税已调整为 10%，原本 10%-50%的对等关税延期 90 天执行。重点商品关税方面，当前已落地钢铁和铝 25%全面关税、汽车 25%关税，而铜、半导体、药品、木材板材、农产品的特定商品关税实施方案正在推进，暂未生效；所有已经生效和暂未生效的特定商品均豁免对等关税。芬太尼关税方面，美国对中国 20%和对墨西哥、加拿大各 25%的芬太尼关税持续生效中。目前，美国对中国加征关税整体税率至少达到 $10\%+10\%+125\%=145\%$ 。

下阶段仍不宜低估特朗普关税政策变化空间，但现实约束下特朗普关税政策或有阶段性放缓可能。对比特朗普《美国优先贸易政策备忘录》所描绘的“关税版图”，目前特朗普在“解决不对等贸易”和“经济安全”两方面取得较多进展，具体体现在对全球施加对等关税和对一系列特定商品加征关税或威胁加征关税。然而，当前暂未浮出水面的关税计划核心是对华关税。尽管当前美国对华关税已经达到了 145%的极值，但对照关税备忘录，特朗普拟定的一系列对华关税政策，包括最惠国关系调整、第一阶段贸易协议审查、301 关税的再审查、以及对华非关税限制（投资限制、出口限制、技术限制等），均未开始实施。同时，当前对等关税豁免的铜、药品、半导体等特定商品关税或在中期内逐步落地。因此，中长期来看，仍不宜低估特朗普关税政策的变化空间，及对华关税的影响上限。但是，考虑到近期特朗普政府面临美国国债、科技公司、美国经济衰退、美国选民情绪等多重政治、经济压力，短时间内，特朗普再次对全球高举关税大棒的风险或有所放缓，尽管当前仍然难以排除特朗普关税政策再次升级或出现反复的不确定性，需要持续跟踪观察。

风险提示：美国经济下行超预期，特朗普政策超预期。

目 录

相关图表	5
风险提示	7

图表目录

图 1	4 月 2 日后，特朗普对等关税最新变化及其他国家反制或谈判进展.....	5
图 2	2025 年特朗普关税政策一览表（截至 4 月 15 日）	5
图 3	特朗普《美国优先贸易政策》备忘录.....	6
图 4	4 月 2 日特朗普“对等关税”名单	7
图 5	特朗普 4 月 2 日“对等关税”部分征税税率与贸易逆差-进口比对比（%）	7

相关图表

图1 4月2日后，特朗普对等关税最新变化及其他国家反制或谈判进展

4月9日特朗普暂停除中国外其他国家“对等关税”90天，改为统一加征10%的基准关税				
特朗普4月9日宣布，对除中国外的其他国家实施为期90天的关税暂停期，并宣称：“鉴于超过75个国家已与美国代表（包括商务部、财政部和美国贸易代表办公室）联系，就贸易、贸易壁垒、关税、货币操纵和非货币关税等相关议题进行谈判，并寻求解决方案，且这些国家并未在我的强烈建议下以任何方式对美国进行报复，我已授权实施为期90天的关税暂停期，并在此期间将互惠关税大幅降低至10%，立即生效。”				
4月12日美国豁免所有手机、电脑、半导体零部件等电子产品“对等关税”				
美国海关和边境保护局于4月12日悄然发布通知，对进口到美国的约20种电子产品将免征“对等关税”，其中包括手机、电脑、半导体零部件、服务器、GPU、路由器、显示器等，中国生产的电子产品也在豁免之列，豁免产品价值约占中国对美出口总额的23%。其他主要收益国家和地区包括台湾（64%）、马来西亚（44%）、越南（30%）、泰国（29%）等。这项关税豁免将对苹果等科技巨头产生重大影响。				
反制		谈判		
中国	4.4宣布对美加征34%关税；美国威胁数次提升关税后最终提升至125%。并对稀土出口做了进一步限制，将27家美国企业列入限制清单等。	日本	持续与特朗普进行会谈，希望通过谈判降低美国对日本征收的24%关税。	
欧盟	4.9宣布对约230亿美国出口产品征税，现已延期90天执行。	越南	初次谈判请求被贸易顾问纳瓦罗驳回，之后仍在尝试与美国政府进行谈判。	
加拿大	4.9生效25%汽车反制关税，但不包括USMCA协议范围内容。	韩国	特朗普与韩国代理总统兼总理韩德洙进行了一次愉快的通话，并掌握了达成协议的条件和可能性。	
		台湾	4月11日与美方进行了对话，期待下一步沟通。	
		泰国	泰国将增加美国进口，降低部分美国商品的高额关税，并解决非关税壁垒问题。	

资料来源：美国海关和边境保护局、美国白宫、中国政府网、CNN、CBS，联储证券研究院

图2 2025 年特朗普关税政策一览表（截至 4 月 15 日）

目标		日期	受影响进口额	适用税率	授权法源
特定国家/地区	加拿大	2月1日宣布；原定2月4日实施但延迟30天；3月4日生效；3月5日、6日追加30天豁免期	2530亿美元（豁免生效期间）	非能源类25%；能源与钾肥10%	《国际紧急经济权力法》(IEEPA)
	墨西哥	2月1日宣布；原定2月4日实施但延迟30天；3月4日生效；3月5日、6日追加30天豁免期（针对USMCA贸易协定商品和汽车及汽车零部件）	2360亿美元（豁免生效期间）	25%	《国际紧急经济权力法》(IEEPA)
	中国	2月1日宣布；2月4日生效（10%）；3月4日加码（共20%）	4300亿美元	初始10%；后提升至20%	《国际紧急经济权力法》(IEEPA)
全球	对等关税	2月13日宣布；4月1日提出建议；4月2日签署；前10%于4月5日生效；除中国外，特定国家/地区的增幅将于4月9日推迟90天	2万亿美元，不包括汽车、钢铁、铝、能源和加拿大、墨西哥商品	10%；对中国125%	《国际紧急经济权力法》(IEEPA)
特定行业/产品	钢铁与铝	2月10日宣布；3月12日生效	290亿美元钢铁、120亿美元铝关税豁免被取消；新增衍生品440亿美元	25%	《贸易扩展法》第232条
	汽车	2月12日宣布；4月2日生效	汽车1530亿美元；汽车零部件2790亿美元	25%	-
	铜	2月25日启动调查；11月22日提交报告	170亿美元	-	《贸易扩展法》第232条
	半导体与药品	1月27日宣布；2月18日明确税率；生效日期未定	-	25%以上	-
	木材及衍生品	3月1日宣布；报告11月26日提交	木材及木制品229亿美元	-	《贸易扩展法》第232条
	农产品	3月3日宣布；4月2日生效	-	-	-

资料来源：Tax Foundation，联储证券研究院

图3 特朗普《美国优先贸易政策》备忘录

章节	政策	有关部门
Section 1. 背景介绍		
Section 2. 解决不公平和不平衡贸易		
a	调查货物贸易逆差原因及影响，建议采取措施如全球补充关税等。	商务部、财政部、贸易代表
b	建立外部税务署征收关税等来自外国收入的现金。	财政部、商务部、国土安全部
c	美国贸易代表审查识别他国不公平贸易行为，依据法规建议采取行动纠正。	贸易代表、财政部、商务部、贸易和制造业高级顾问
d	美国贸易代表启动 USMCA公开协商程序，评估其对美国的影响并报告运作及相关事项。	贸易代表
e	审查评估主要贸易伙伴货币汇率政策做法，打击货币操纵行为，确定货币操纵国家。	财政部
f	审查现有贸易协定并建议必要修改，以实现与贸易国之间的互惠互利。	贸易代表
g	确定可谈判协议国家，为美国相关群体争取出口市场准入。	贸易代表
h	审查反倾销和反补贴相关政策法规及核查程序，	商务部
i	酌情考虑修改评估 800 美元或以下免税最低限度豁免制度造成的关税损失及违禁品风险。	商务部、财政部、国土安全部、贸易和制造业高级顾问、贸易代表
j	调查外国对美国公民或公司的歧视性或域外税收情况。	财政部、商务部、贸易代表
k	审查所有贸易协定，确保所有贸易协定的利于美国工人和制造商而非他国家。	贸易代表、贸易和制造业高级顾问
Section 3. 与中国的经济贸易关系		
a	审查中美经济贸易协定，确定中国是否按协定行事，必要时征收关税。	贸易代表、贸易和制造业高级顾问
b	重新评估2024年5月结束的 301关税4年审查报告，考虑额外关税修改，特别是关于工业供应链和通过第三国规避关税的行为。	贸易代表
c	调查中国其他不合理或歧视性的行为、政策和做法，并建议应对行动。	贸易代表
d	评估与中国建立永久正常贸易关系（最惠国关系）的立法提案及修改建议。	商务部、贸易代表
e	评估美国授予中国个人知识产权现状，确保实现互惠平衡待遇。	商务部
Section 4. 其他经济安全事项		
a	对美国工业和制造业基础进行经济和安全审查，评估是否需要启动相关调查，调整威胁美国国家安全的进口。	商务部、国防部
b	审查钢铁和铝实施的排除、豁免和其他进口调整措施的有效性	总统经济政策助理、商务部、贸易代表、贸易和制造业高级顾问
c	审查出口管制制度	国务卿、商务部
d	审查 ICTS 制定的联网汽车规则，考虑扩大对ICTS交易的管制	商务部
e	评估“关于美国在相关国家对某些国家安全技术 and 产品的投资的规定”是否包含足够的控制措施以应对国家安全威胁	财政部、商务部
f	评估外国政府财政捐助或补贴对美国联邦采购的扭曲影响，提出打击扭曲的建议。	管理和预算办公室
g	评估来自加拿大、墨西哥、中国等地的移民和芬太尼流动情况，并提出解决这一问题的适当措施。	商务部、国土安全部
Section 5. 报告（要求2, 3, 4节相关研究和调查报告于4月1日完成并递交总统）		
Section 6. 一般规定（备忘录不具有法律效力）		

资料来源：美国白宫，联储证券研究院

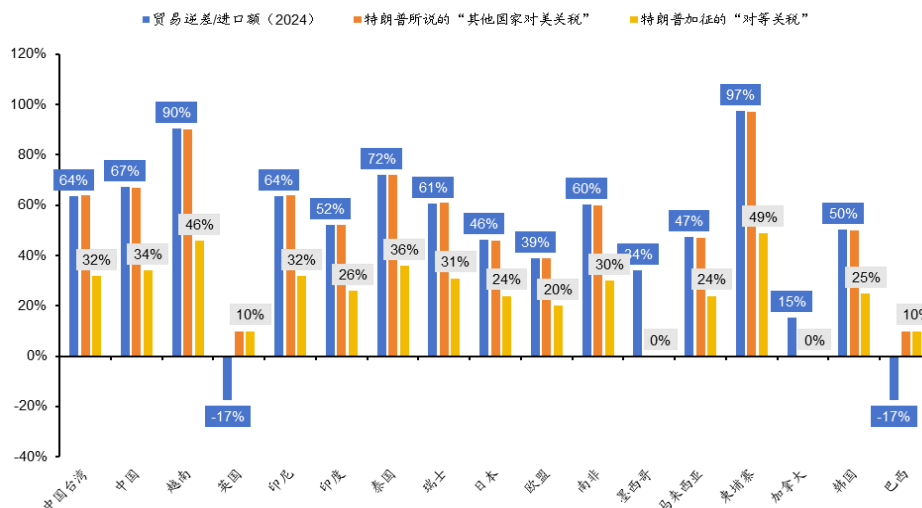
图4 4月2日特朗普“对等关税”名单

Reciprocal Tariffs		
Country	Tariffs Charged to the U.S.A. Including Currency Manipulation and Trade Barriers	U.S.A. Discounted Reciprocal Tariffs
Algeria	59%	30%
Oman	10%	10%
Uruguay	10%	10%
Bahamas	10%	10%
Lesotho	99%	50%
Ukraine	10%	10%
Bahrain	10%	10%
Qatar	10%	10%
Mauritius	80%	40%
Fiji	63%	32%
Iceland	10%	10%
Kenya	10%	10%
Liechtenstein	73%	37%
Guyana	76%	38%
Haiti	10%	10%
Bosnia and Herzegovina	70%	35%
Nigeria	27%	14%
Namibia	42%	21%
Brunei	47%	24%
Bolivia	20%	10%
Panama	10%	10%
Venezuela	29%	15%
North Macedonia	65%	33%
Ethiopia	10%	10%
Ghana	17%	10%

Reciprocal Tariffs		
Country	Tariffs Charged to the U.S.A. Including Currency Manipulation and Trade Barriers	U.S.A. Discounted Reciprocal Tariffs
Moldova	61%	31%
Angola	63%	32%
Democratic Republic of the Congo	22%	11%
Jamaica	10%	10%
Mozambique	31%	16%
Paraguay	10%	10%
Zambia	33%	17%
Lebanon	10%	10%
Tanzania	10%	10%
Iraq	78%	39%
Georgia	10%	10%
Senegal	10%	10%
Azerbaijan	10%	10%
Cameroon	22%	11%
Uganda	20%	10%
Albania	10%	10%
Armenia	10%	10%
Nepal	10%	10%
Sint Maarten	10%	10%
Falkland Islands	82%	41%
Gabon	10%	10%
Kuwait	10%	10%
Togo	10%	10%
Suriname	10%	10%
Belize	10%	10%

资料来源：美国白宫，联储证券研究院

图5 特朗普4月2日“对等关税”部分征税税率与贸易逆差-进口对比比（%）



资料来源：同花顺 iFinD，联储证券研究院

风险提示

美国就业下行超预期，特朗普政策负面影响超预期。

免责声明

联储证券股份有限公司（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。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“联储证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“联储证券研究院”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在 5%~10%之间
		中性	相对同期基准指数涨幅在 -5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 5%以上
	行业评级	看好	相对表现优于市场
		中性	相对表现与市场持平
		看淡	相对表现弱于市场

联储证券研究院

青岛

地址：山东省青岛市崂山区香港东路 195 号 8 号楼 11、15F
 邮编：266100

上海

地址：上海市浦东新区滨江大道 1111 弄 1 号中企国际金融中心 A 栋 12 层
 邮编：200135

北京

地址：北京市朝阳区安定路 5 号院中建财富国际中心 25F
 邮编：100029

深圳

地址：广东省深圳市南山区沙河街道深云路 2 号侨城一号广场 28-30F
 邮编：518000