



大公国际：“对等关税”飓风下的美国发展前景推演——基于数据复盘比较

国际合作部 孙璐

2025 年 4 月 9 日

4 月 9 日，美国对所有贸易伙伴征收不同水平的“对等关税”正式生效。本文通过对比特朗普两轮任期内贸易战下的相关数据，尝试结合新形势对本轮贸易战下美国发展前景进行推演：一是特朗普政府对外转移国内矛盾的诉求保持高位，贸易战持续加码的概率较高，美国政府内部分歧和国内政治经济压力将进一步加大。二是两轮贸易战美国在全球范围内具有加征关税行动的相对优势，但当前其相对优势已大幅减弱。三是超预期关税政策使本轮贸易战引发的市场悲观情绪以及对美国经济的冲击远高于第一轮，美国经济衰退概率高企和全球博弈加剧将削弱美国在本轮关税贸易战中的“议价权”。

一、美国关税武器解码：现实基础与政策逻辑

美国政府此次向全球加征“对等关税”是自特朗普首任总统任期起所施行经贸政策的延续与升级，关税决策反映的是美国政府对其国内政治经济问题的考量、对外施压以谋取谈判利益的目的以及遏制中国发展的战略意图。美国政府对全球挥舞关税“大棒”的核心支撑因素是其全球消费大国地位、金融霸权地位以及军事霸权地位。为解决产业空心化、高额贸易赤字、财政赤字和政府债务等经济痼疾，特朗普政府希望通过关税政策实现吸引制造业回流、增加财政收入缓解财政赤字、降低利率维系政府债务滚动、保持进口依赖度高的供应链稳定、遏制中国发展以及谋取国际谈判利益等目标。

图 1 美国关税政策逻辑框架



数据来源：公开资料整理，大公国际

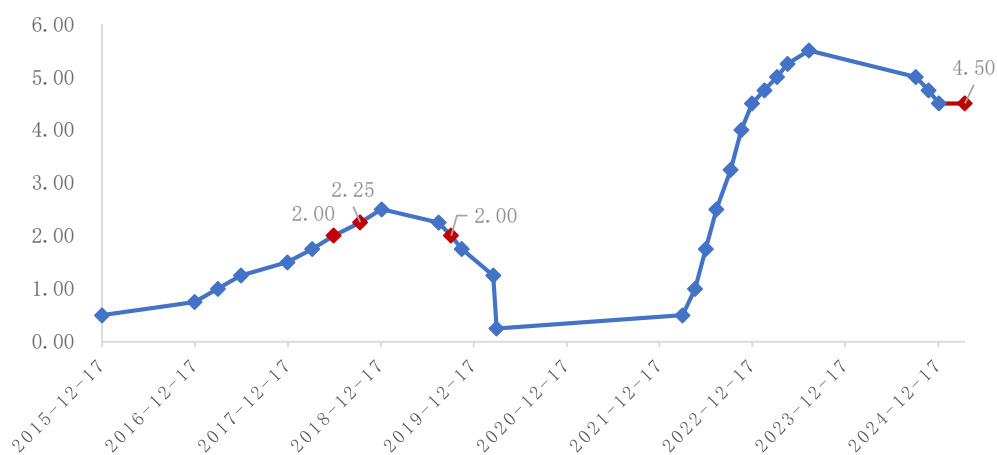


二、关税飓风的反噬推演：基于特朗普关税 1.0 与 2.0 的数据复盘与对比

本部分将通过若干维度对特朗普两轮任期内贸易战下的相关数据进行对比分析，尝试结合新形势对本轮贸易战下美国发展前景进行推演。

1、两轮贸易战均在美国经济增速放缓压力增大、经济结构性矛盾凸显、特朗普任职初期履行“MAGA”竞选承诺的背景下爆发，美国具有对外转移国内政治经济矛盾的动机。一方面，两轮贸易战的爆发均处于美国货币政策加息周期尾声至降息周期初的阶段内（图 2），表明经济因结构性矛盾凸显而面临较大的下行压力。另一方面，特朗普任职初期，国内政治竞争余波尚未完全平息，以减税、保护主义为核心论调的竞选承诺面临较大的履约压力。上述因素在关税 2.0 时期进一步强化。经济结构性矛盾叠加新冠疫情、俄乌冲突和巴以冲突等全球性因素，2024 年美国基本经济面相较于 2017 年恶化（图 3），表现为通货膨胀率、经常项目逆差占经济比重、财政赤字率和政府债务负担率的上行，以及国民储蓄率的下行。同时，2025 年特朗普履职以来对内政大刀阔斧的改革、对非法移民的驱逐、对美联储的施压以及结束俄乌冲突的进展迟滞均显著加深了其执政压力。因此，特朗普政府对外转移国内政治经济矛盾的诉求将保持高位，预计短期内贸易战持续加码的概率较高，同时贸易战也将进一步加大美国政府内部分歧和国内政治经济压力。

图 2 美国联邦基金目标利率 (%)



数据来源：Wind，大公国际



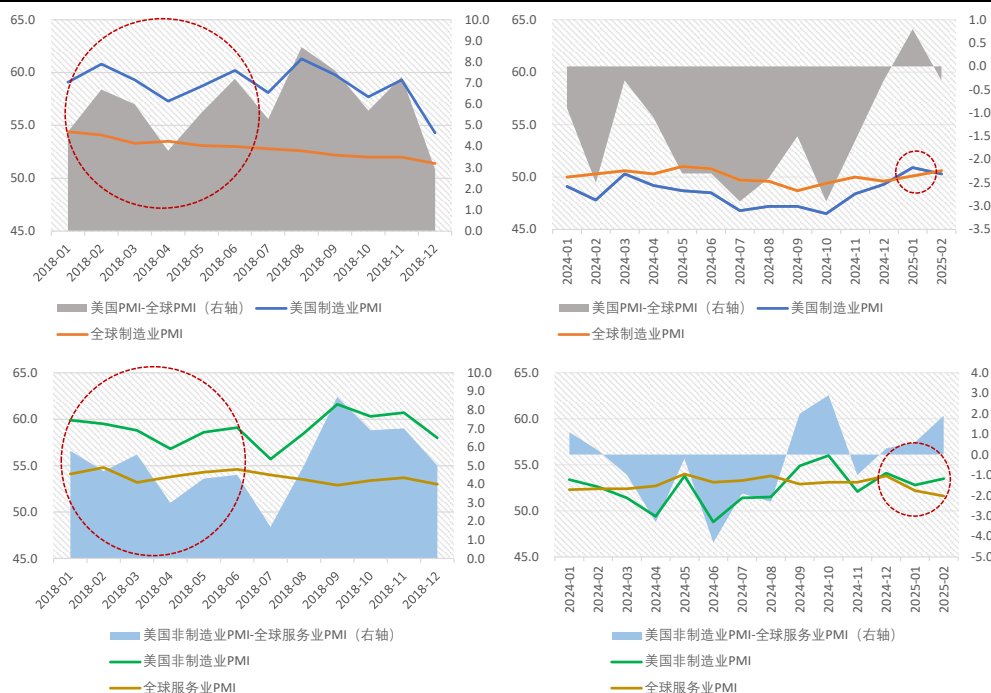
图3 2017和2024年美国经济基本面对比

指标(%)	2017年		2024年
经济增速	2.5	↑	2.8
国民储蓄率	18.9	↓	17.9
通货膨胀率	2.1	↑	3.0
失业率	4.4	↓	4.1
财政平衡/GDP	-4.8	↓	-7.6
各级政府净债务/GDP	80.1	↑	98.8
各级政府总债务/GDP	105.5	↑	121.0
经常项目平衡/GDP	-1.9	↓	-3.3

数据来源: Wind, 大公国际

2、两轮贸易战美国在全球范围内具有加征关税行动的相对优势,集中表现为美国制造业 PMI 和非制造业 PMI 均强于全球和美元指数上行,但关税 2.0 时期上述相对优势已大幅收窄,且连续时间更为短暂。以两轮贸易战中首批加征关税措施生效时间为截点(2018 年 6 月和 2025 年 2 月),2018 年美国制造业和非制造业 PMI 连续跑赢全球 5 个月,美国与全球的指数差均值分别为 5.4 和 4.7;2025 年 2 月关税生效日前,美国制造业和非制造业 PMI 仅连续跑赢全球 1 个月和 2 个月,指数差均值分别为 0.8 和 0.4(图 4)。美元指数方面,两轮贸易战加征关税措施生效前美元指数均表现为震荡上行,关税 2.0 时期美元指数区间短于关税 1.0 时期(图 5)。在关税 2.0 时期,美国加征关税的相对优势已大幅减弱。

图4 美国及全球主要 PMI 指标对比



数据来源: Wind, J.P.Morgan, 大公国际



图5 美元指数



数据来源：Wind，大公国际

3、超预期的激进关税政策使本轮贸易战引发的市场悲观情绪远高于第一轮。我们复盘对比两轮贸易战征税措施公布后市场情绪变化发现：两轮贸易战爆发后市场情绪的变化路径均直观表现为“标准普尔 500 波动率指数（恐慌指数 VIX）上升—主要股指下跌—经济政策不确定性上升”（图 6、图 7、图 8）；关税 2.0 在辐射范围、程度等方面的超预期使其引发的市场震荡显著高于关税 1.0。2018 年 6 月 15 日美国公布对价值 500 亿美元的中国高科技及工业产品加征 25%关税的清单，随后两日道琼斯指数、标准普尔 500 指数和纳斯达克指数均出现下跌，两日累计跌幅分别为 1.56%、0.61%和 0.27%。关税 1.0 数次措施公布后恐慌指数向上抬升，关税措施正式生效后美国经济政策不确定性指数快速上行。2025 年 4 月 2 日，美国公布对全球加征“对等关税”，加征关税税率幅度以及加征关税国家范围超预期使随后两日上述指数出现大幅下跌，两日累计跌幅高达 9.48%、10.81%和 11.79%。恐慌指数飙升至 45.31，大致与 2008 年全球金融危机爆发半月后的程度相当。美国经济政策不确定性指数飙升至 296.92，仅略低于 2020 年全球新冠肺炎疫情时期的峰值水平。综合来看，本轮贸易战引发的市场悲观情绪远高于第一轮。

图6 标准普尔 500 波动率指数（VIX）



数据来源：Wind，大公国际

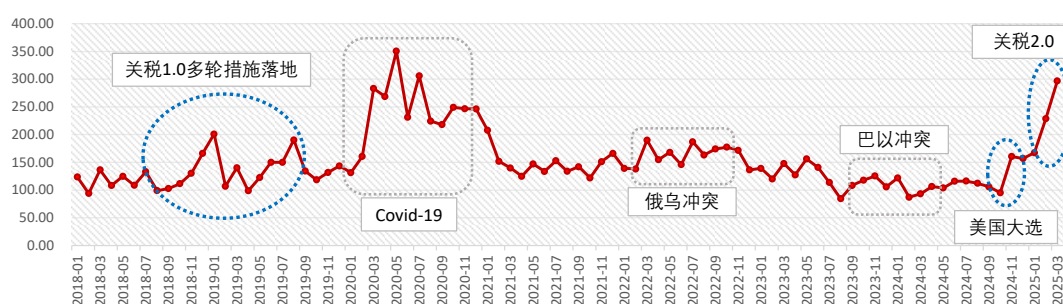


图 7 美国主要股指变化率（%）

关税 1.0	道琼斯	标准普尔	纳斯达克
2018-06-15	-0.34	-0.10	-0.19
2018-06-18	-0.41	-0.21	0.01
2018-06-19	-1.15	-0.40	-0.28
两日累计	-1.56	-0.61	-0.27
关税 2.0	道琼斯	标准普尔	纳斯达克
2025-4-2	0.56	0.67	0.87
2025-4-3	-3.98	-4.84	-5.97
2025-4-4	-5.50	-5.97	-5.82
两日累计	-9.48	-10.81	-11.79

数据来源：Wind，大公国际

图 8 美国经济政策不确定性指数



数据来源：Wind，大公国际

4、关税 2.0 对美国经济的冲击将显著高于关税 1.0，美国经济衰退概率高企和全球博弈加剧将削弱美国在本轮关税贸易战中的“议价权”。从历史数据看，关税 1.0 对美国经济形成显著冲击（图 9）。2018 年关税政策落地时间集中于第三季度，政策落地前后周期（二季度和四季度）的多数经济指标呈现恶化趋势，尤其体现在对经济增长、制造业新订单 PMI 和投资者信心的侵蚀。从关税 2.0 形成的经济预期看，市场高度关注美国的经济衰退，美国经济所面临的失业率上升、通胀加剧和经济失速风险上升，美国纽约联储预测未来 12 个月经济衰退概率已由关税 1.0 时期的不到 10%大幅飙升至 50%以上（图 10）。经济政策前景的高度不确定也加大了美联储货币政策路径的实施难度和可预见性。从全球范围看，关税 2.0 打击目标已由中国扩散至全球，美国以“对等”为名行霸权之实，牺牲各国正当利益，服务一己之私，将“美国优先”凌驾于国际规则之上，是典型的单边主义、保护主义和经济霸凌行径。受此影响，全球股市均出现剧烈下震（图 11）。“对等关税”将加剧全球博弈，美国频繁使用关税武器已严重破坏其与贸易伙伴、传统盟友之间的互信，其国际信任受损。同时，关税武器所引发的反制报复将进一步冲击美国经济，这均将削弱美国在关税贸易战中的“议价权”。

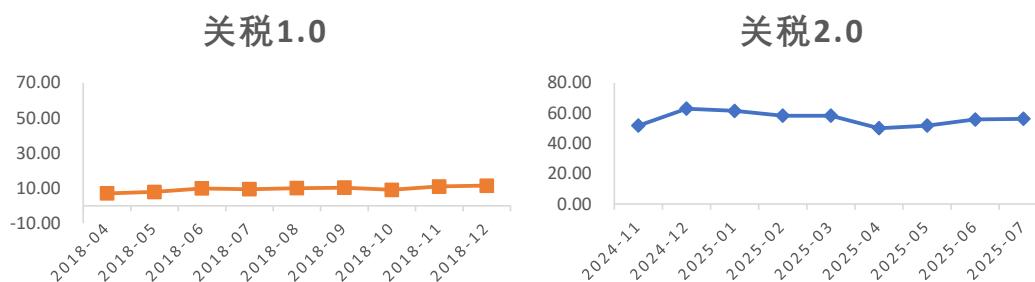


图 9 2018 年加征关税前后美国经济指标变化

	2018年Q1	2018年Q2		2018年Q3		2018年Q4	
	值	值	环比变化率	值	环比变化率	值	环比变化率
实际经济增速-季调 (%)	3.30	3.30	0.00	3.10	-6.06	2.10	-32.26
CPI-季调 (%)	2.27	2.70	19.12	2.60	-3.70	2.20	-15.38
制造业PMI	59.73	57.10	-4.41	59.73	4.61	58.73	-1.67
制造业PMI (新订单)	63.83	62.80	-1.61	62.37	-0.68	56.93	-8.72
失业率 (%)	4.03	3.93	-2.48	3.77	-4.24	3.83	1.77
消费者信心指数	98.93	98.33	-0.61	98.07	-0.27	98.13	0.07
投资者信心指数	30.93	20.73	-32.97	22.60	9.00	19.23	-14.90
中小企业乐观指数	106.40	106.60	0.19	108.20	1.50	105.53	-2.46

数据来源：Wind，大公国际

图 10 美国纽约联储预测未来 12 个月经济衰退概率 (%)



数据来源：Wind，大公国际

图 11 关税政策宣布时点后 3 日 MSCI 指数的累计变化率 (%)

时间	事件 (宣布)	MSCI全球指数 (本币)	MSCI美国指数 (本币)	MSCI中国A股在岸实时指数 (本币)	MSCI欧洲指数 (本币)	MSCI新兴市场指数 (本币)	MSCI发达市场指数 (本币)
2018-06-15	中国, 500亿美元	-0.76	-0.41	-3.70	-1.18	-1.62	-0.64
2018-07-10	中国, 2000亿美元	0.18	0.26	0.82	-0.20	0.08	0.19
2019-06-17	中国, 3000亿美元	2.22	2.26	4.54	1.76	3.14	2.10
2025-04-02	全球, “对等关税”	-10.85	-10.85	-8.34	-11.33	-9.60	-10.99

数据来源：Wind，大公国际

综合全文分析，为解决产业空心化、高额贸易赤字、财政赤字和政府债务等经济痼疾，特朗普政府希望通过关税政策实现吸引制造业回流、增加财政收入缓解财政赤字、降低利率维系政府债务滚动、保持进口依赖度高的供应链稳定、遏制中国发展以及谋取国际谈判利益等目标。当前，特朗普政府对外转移国内矛盾的诉求保持高位，贸易战持续加码的概率较高。然而，关税 2.0 时期美国在全球范围内加征关税行动的相对优势已大幅减弱，超预期关税政策使本轮贸易战引发的市场悲观情绪以及对美国经济的冲击远高于第一轮，叠加其经济结构性“痼疾”，美国经济衰退概率高企和全球博弈加剧将削弱美国在本轮关税贸易战中的“议价权”，美国政府内部分歧和国内政治经济压力的进一步加大均使得美国难以实现其政策目标，关税“回旋镖”将对美国形成反噬。



报告声明

本报告分析及建议所依据的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。我们已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，不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果，本公司概不负责。

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、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为大公国际，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。