

关税豁免的“减震”信号有多强？

2025 年 04 月 13 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

➤ **从“闪电战式”的极限征税，再到暂缓关税、推出豁免清单，还是熟悉的味道。**但特朗普真的“180 度”回头了吗？经过近两个月现实的“毒打”，恐怕都不敢轻易下这样的结论。特朗普继续着“跑两步、退一步”的施政风格，不过，从暂缓和或豁免的动作，我们可以勾勒出除特朗普关税的三条脉络（收入、谈判和供应链重构）；而从胜率和赔率上，关税对于市场的冲击可能几近高点，往后的重点是经济的验证，而豁免算是修正极端悲观预期的起点。

➤ **那么，如何解读本轮关税豁免？**

➤ **首先，豁免不是政策大转向。**根据美国白宫和海关文件，这一次豁免只是对 4 月 2 日对等关税豁免条款的进一步**细化和落地**：4 月 2 日文件中 3（b）条款明确说明“铜、药品、半导体、木材制品、某些关键矿物以及能源和能源产品”不征收对等关税。

➤ **从具体豁免的产品上看，主要是电子产品。**包括自动数据处理器、智能手机、计算机设备，以及芯片半导体等；此外，本轮关税豁免适用于所有受到特朗普“对等关税”影响的国家，对中国并没有区别对待、平等享受豁免。

➤ **当然值得注意的是，新公布的清单扩容了豁免内容。**我们对比 4 月 2 日文件的附件和美国白宫公布的最新豁免代码，图 2 中从**自动数据处理设备（计算机等）到显示器均为新增的内容**。这可能体现了来自美国国内压力的影响：企业游说、资本的力量，抑或担心对终端消费的影响（比如手机）。

➤ **其次，本轮清单豁免的规模整体不小。**我们从两种口径大致估算下，豁免产品规模约在 1000 亿美元左右：

➤ **1）根据美国海关数据，2024 年清单内商品美国从中国进口约 1002 亿美元，占美国从中国商品进口的 23%；**美国从全球进口清单商品 3857 美元，占其总商品进口的 12%；

➤ **2）而从中国海关口径来看，2024 中国对美清单内产品出口金额约 964 亿美元，占对美总出口的 18%左右，**是中国对美出口的核心产品。鉴于本轮对等关税税率已经高达 125%，税率的减免也意味着年内出口压力有一定程度的缓解。

➤ **仍需关注的是，豁免产品并不是完全取消税率，关税警报并未解除。**首先，由于豁免仅针对豁免 125%的对等关税，所以对于中国而言，今年 2 月和 3 月增加的 20%依然存在；其次，联想到本轮对等关税政策同样也豁免了被单独征收关税的行业，比如汽车、钢铝等，因此结合特朗普的增税计划，之后很可能会针对半导体、芯片等行业额外加征关税。

➤ **特朗普关税的拼图逐步清晰起来。**从 4 月 2 日对等关税以来特朗普和白宫的一系列操作，我们可以看到关税的三条主线开始落地显现：

➤ **收入功能：对等关税 10%的基准税率，即使 90 天暂缓也不取消。**这可能是关税的收入底线，大部分经济体很难通过谈判取消。

➤ **谈判功能：对等关税 10%以上的部分，突出一个筹码交换。**从进口美货、对美投资、到增加军费、地缘政策上统一战线等，谈判不仅局限于经贸。

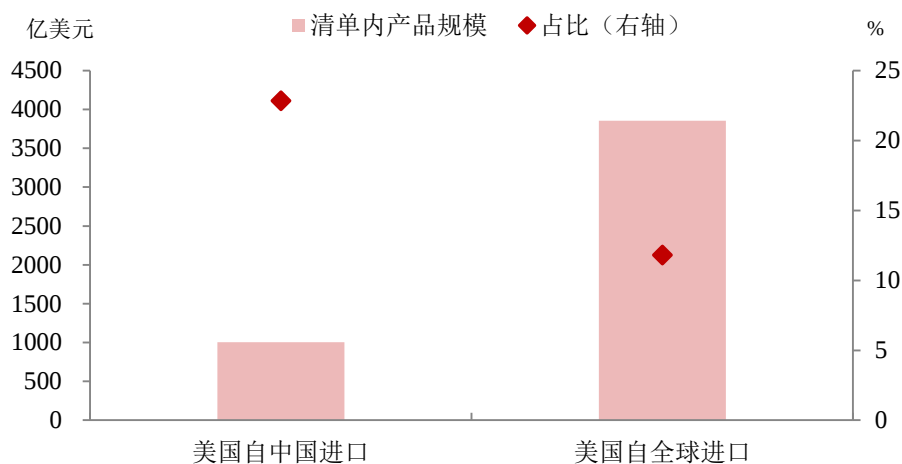
相关研究

- 1.“美国不是例外”系列：如期而至的流动性危机——写在美债债汇三杀之时-2025/04/12
- 2.2025 年 3 月通胀数据点评：消费和关税的“正、负反馈”-2025/04/12
- 3.经济动态跟踪：增量政策的愿望清单-2025/04/10
- 4.经济动态跟踪：政策前奏：三条主线-2025/04/06
- 5.美国政策前瞻：关税疑云：交易逻辑与终局-2025/04/06

➤ **供应链重构：针对重点行业的行业关税。**从前期的钢铝、汽车，到可能即将针对的医药、半导体、木材等，这些领域的关税不会低，而且更难谈判，因为筹码是产业链回流。

➤ **但往后看，我们或许可以以更乐观的态度来应对这场关税“闹剧”。**无论是对等关税的暂缓实行，还是进一步的产品豁免，特朗普态度的放松意味着其贸易政策的落实面临着较大的国内外压力，只能通过一再拖延来尽可能地争取谈判时间和利益交换，而中国的强硬反制也为后续谈判赢得了更多空间和筹码。整体而言，关税可能向着更加宽松的方向去演绎，市场可以更乐观一些。

➤ **风险提示：**关税测算误差；特朗普百日新政过于激进导致美国经济陷入滞胀甚至衰退；关税扩散超预期，导致全球经济超预期放缓甚至衰退、市场调整幅度加大。

图1：美国从全球进口清单商品占其总商品进口的 12%


资料来源：BEA，民生证券研究院

图2：本轮清单豁免的产品规模约占中国对美出口的 18%左右

本轮清单豁免产品出口规模测算					
代码	产品	2024对美出口金额 (亿美元)	占中国对美出口比重 (%)	占中国总出口比重 (%)	对美出口依赖度 (%)
8471	自动数据处理设备(如计算机、服务器)	412.2	7.9	1.2	25.7
8473.30	打印设备零件及附件	44.4	0.8	0.1	13.4
8486	半导体制造设备零件(如晶圆传输装置)	7.0	0.1	0.0	13.5
8517.13.00	有线电话通信设备	351.5	6.7	1.0	26.5
8517.62.00	无线通信设备(如基站组件)	70.8	1.3	0.2	18.0
8523.51.00	固态存储设备(如SSD硬盘)	2.9	0.1	0.0	15.4
8524	数据存储介质(如光盘、磁带)	10.8	0.2	0.0	2.4
8528.52.00	平板显示器(LCD/LED面板)	35.9	0.7	0.1	30.4
8541.10.00	二极管	1.2	0.0	0.0	4.7
8541.21.00	晶体管(耗散功率<1W)	0.5	0.0	0.0	3.7
8541.29.00	晶体管(其他类型)	1.7	0.0	0.0	2.7
8541.30.00	晶闸管、双向可控硅等半导体开关器件	0.1	0.0	0.0	1.8
8541.49.10	光敏半导体器件(如光耦)	0.4	0.0	0.0	5.7
8541.49.70	发光二极管(LED)				
8541.49.80	其他半导体光电器件				
8541.49.95	未列名半导体器件				
8541.51.00	集成电路(处理器/控制器)	0.1	0.0	0.0	13.1
8541.59.00	其他集成电路(存储器、逻辑电路等)	2.4	0.0	0.0	60.2
8541.90.00	半导体器件零件	0.1	0.0	0.0	1.1
8542	集成电路、电子组件及要件	22.2	0.4	0.1	1.4
汇总		964.3	18.4	2.7	16.0

资料来源：trade map，民生证券研究院

图3：对等关税豁免的主要行业 and 商品可能会面临其他关税

特朗普对等关税豁免相关行业单独加征关税概率		
产品	征税概率	相关政策和言论
钢铁	已征税	2月11日，特朗普签署行政令，对所有钢铁产品进口加征25%关税。
铝	已征税	2月11日，特朗普签署行政令，对所有铝产品进口加征25%关税。
汽车及其零部件	已征税	3月26日，特朗普签署行政令，对所有汽车产品进口加征25%关税。
铜	高	2月25日，特朗普签署行政令，指示商务部长对铜产品启动第 232 条调查。
药品	高	2月18日，特朗普称将会对药品进口征收约 25% 关税。
		4月8日，特朗普称将“很快”对药品征收关税，一旦对药品征收关税，制药公司将在美国开设工厂，因为美国是“最大的市场”。
半导体	高	1月28日，特朗普称将很快对半导体征收关税。
		2月18日，特朗普称可能会对半导体进口征收约 25% 关税。
		4月3日，美国商务部确定了值得考虑启动新的 232 条款调查的其他产品和行业，包括制药、半导体和某些关键矿物。
木材制品	高	2月18日，特朗普称正考虑对木材和林产品征收25%的关税，预计最早将于4月2日左右生效。
		3月1日，特朗普签署行政令，指示商务部长对进口木材、木材及其衍生产品启动第 232 条调查。
金银等贵金属	中	--
美国国内无法获取的能源及其他特定矿物产品	低	--
《美国法典》第50篇第1702（b）条款涵盖的商品，如人道主义捐赠物资、信息资料、个人行李等	低	--

资料来源：白宫，新浪，腾讯，环球网，民生证券研究院总结

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机构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