

证券研究报告
宏观专题报告
2025年4月7日

分析师 李怀军
执业编号：S1080510120001

美国发动“对等 关税战”的影响

www.firstcapital.com.cn

本材料可能含有特权或未公开信息（含保密信息），任何未经第一创业授权之阅读、使用、披露或转发均被禁止。



 第一创业
FIRST CAPITAL

/01

核心观点&风险提示



- 特朗普发起对所有国家加征“对等关税”，表面上是为了解决财政赤字，使制造业回流美国，但实际上是想以关税作为筹码，以解决美国巨额债务负担问题
- 随着美国国债偿付风险的增加，美元信用受到较大影响，而特朗普的关税政策更加动摇了美元主要国际货币的地位，国际贸易体系开始瓦解，金融市场动荡加剧，长此以往有爆发经济危机的风险
- 美国经济将不可避免地陷入“滞胀”，中美相互加征巨额关税将导致中美经济完全脱钩，以美国科技股为代表的美国股市盈利水平将大幅度下滑，加之无风险收益率的下行，美国风险溢价将大幅度收窄
- 从进出口世界占比看，关税战对中国GDP增速的影响在0.1-0.48个百分点之间；若以净出口影响计算在0.1-0.5之间；综合平均值应在0.3个百分点左右
- 根据“特里芬悖论”：美国巨额贸易逆差是美国作为主要国际货币的代价，特朗普的关税政策对于美元在国际贸易和美股在全球市场上的垄断地位，构成致命冲击，是不亚于美元与黄金脱钩的重大历史性事件
- 近年来，中国证券市场的国际化水平有所下降，国际贸易和国际金融市场将进入“春秋战国”时代，对于人民币国际化和提升中国股市的国际地位具有积极作用，中国股市具有较大发展空间

风险提示：

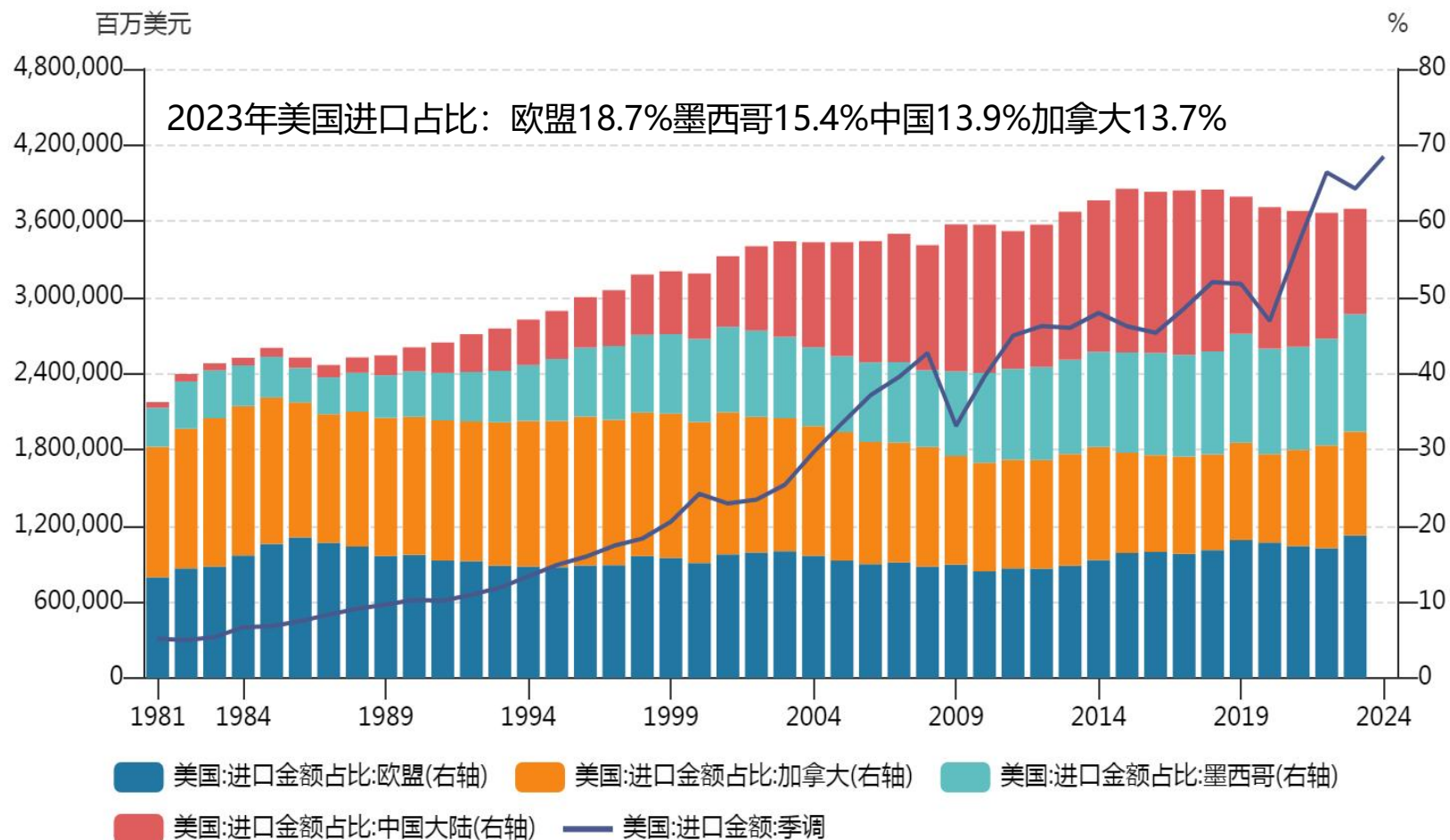
对上述事件发展趋势的点评，存在由于经济增长、行业竞争、外部经济环境和政策等变化，而不如预期的可能。

/02

正文如下



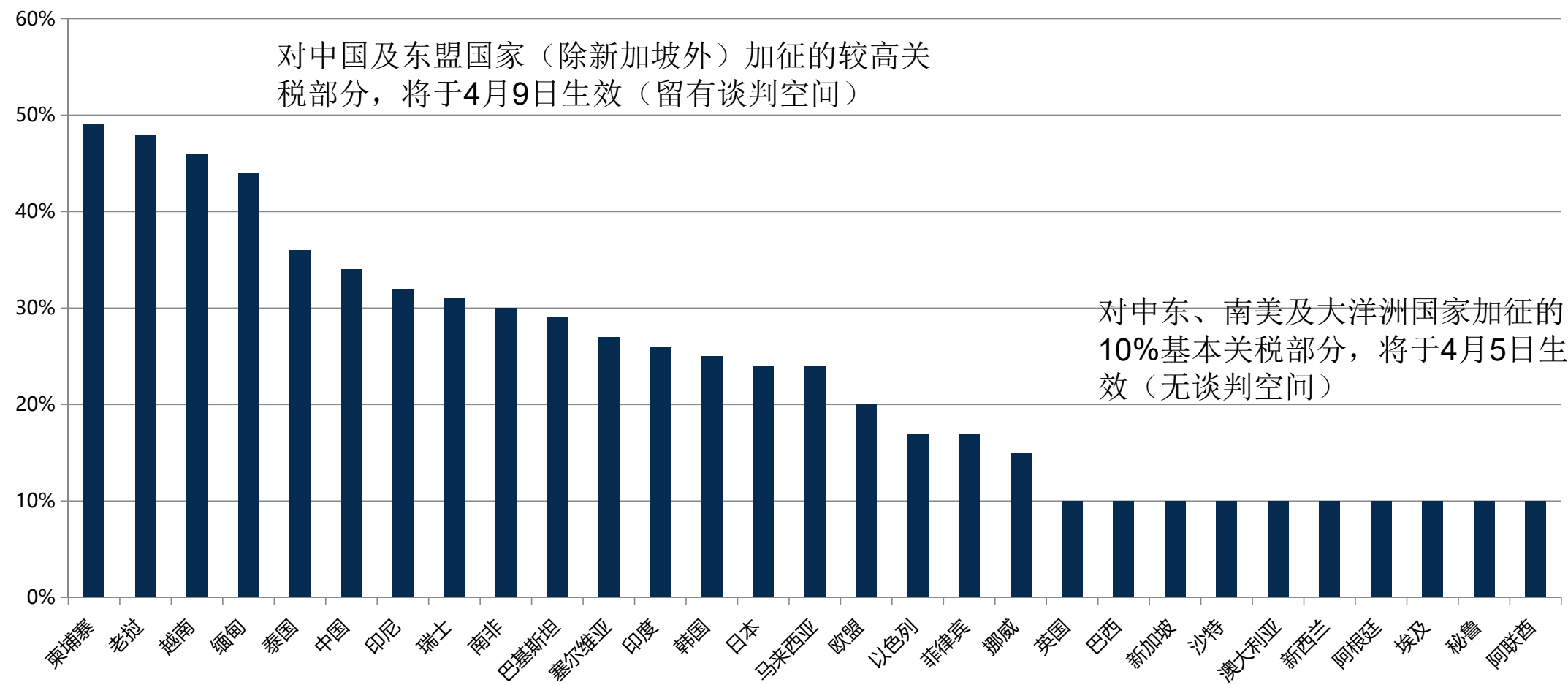
在特朗普2.0的背景下：2025年美国掀起的关税战将使全球贸易更加碎片化



数据来源：Wind

- 2月1日对中国加征10%关税
- 3月4日对中国再加10%关税
- 3月12日起对所有进口钢铁和铝征收25%关税
- 4月2日美国对加拿大和墨西哥（USMCA产品降外）加征25%的关税
- 4月3日对所有汽车产品征收25%的关税
- 4月5日美国对美国所有贸易伙伴加征10%基本“对等关税”

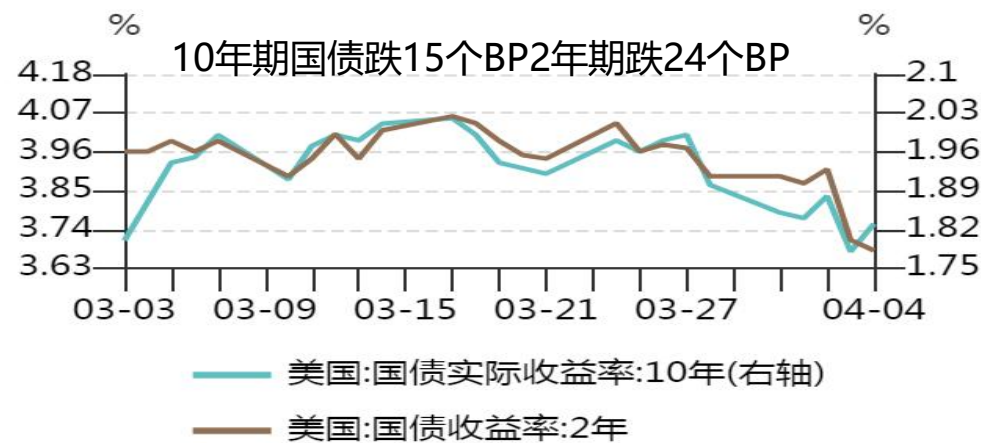
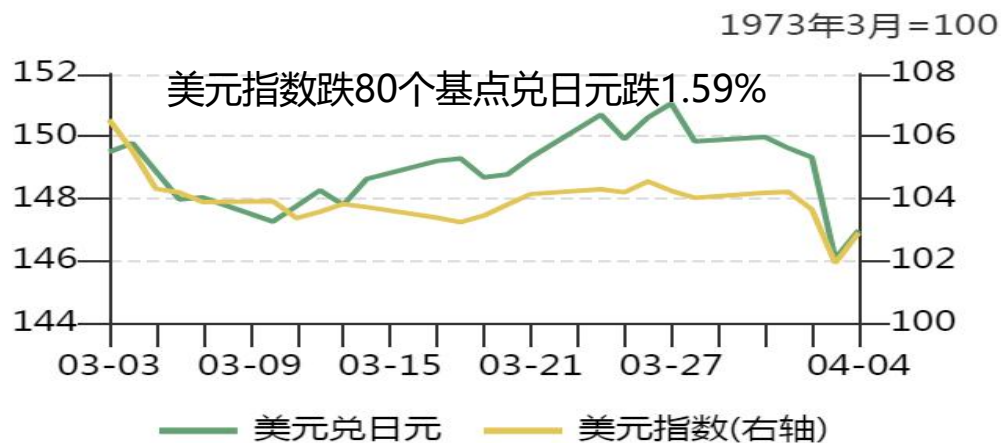
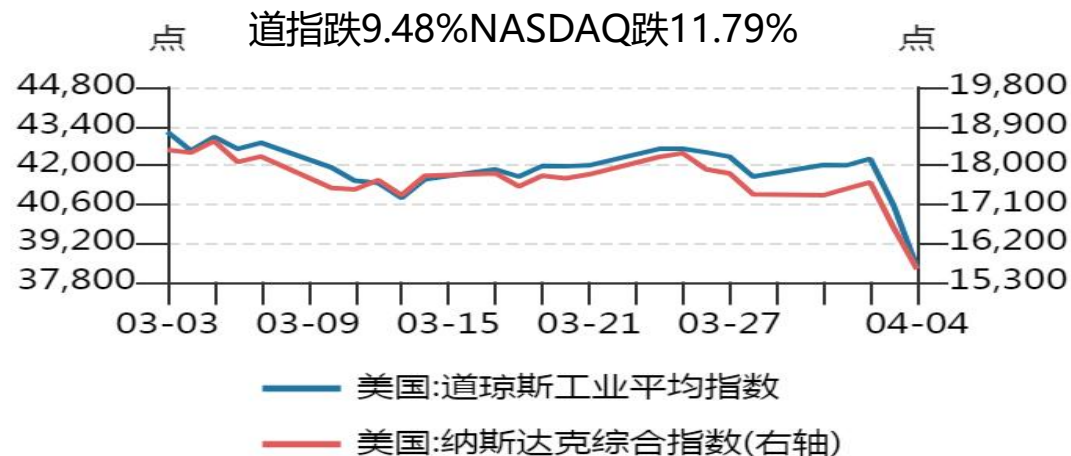
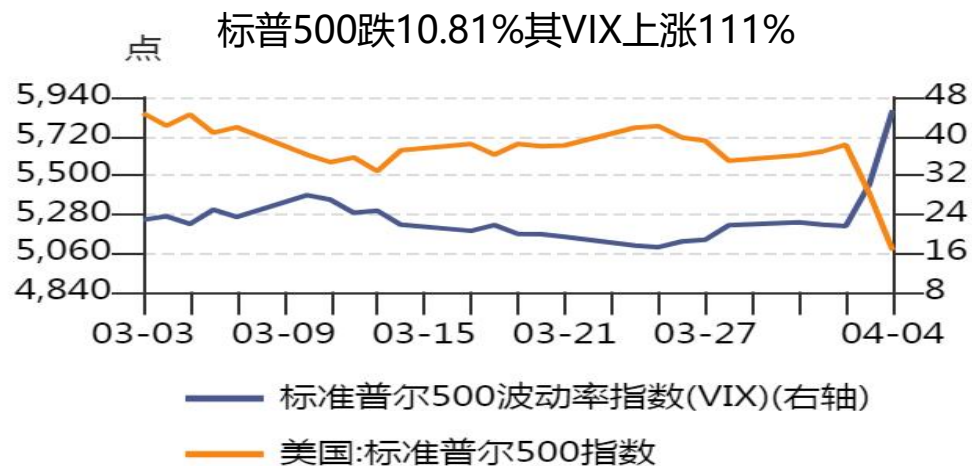
4月2日特朗普对全部贸易伙伴加征“对等关税”成为市场波动的“导火索”



资料来源：第一创业证券

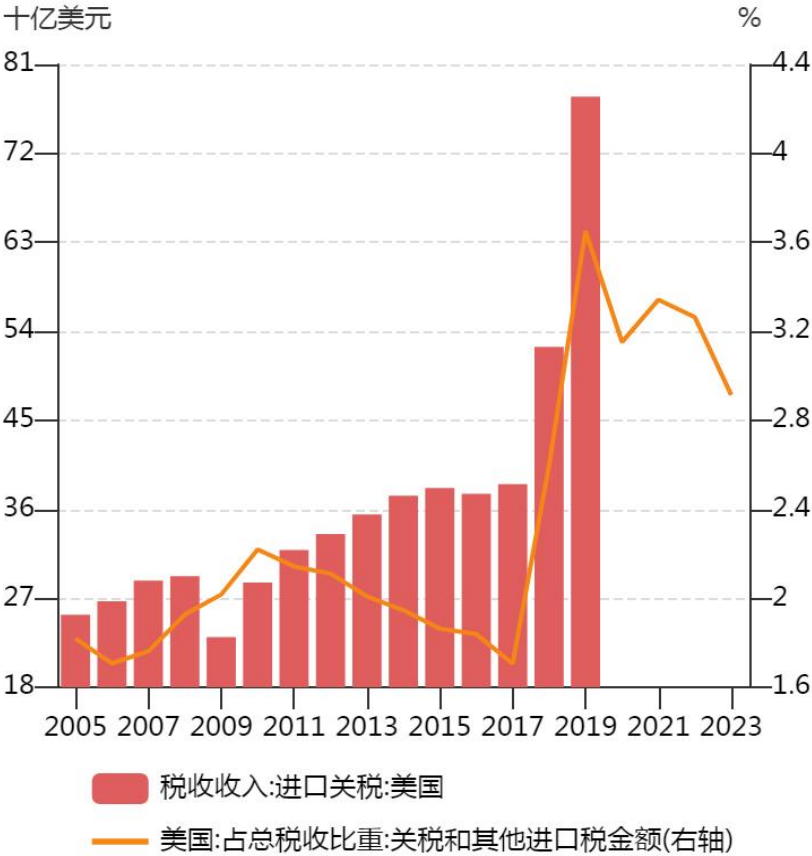
注：美国对中国的关税水平：34%+10%+10%=54%

4月2日特朗普的“对等关税冲击”所造成的3-4日美国市场反映



数据来源：Wind

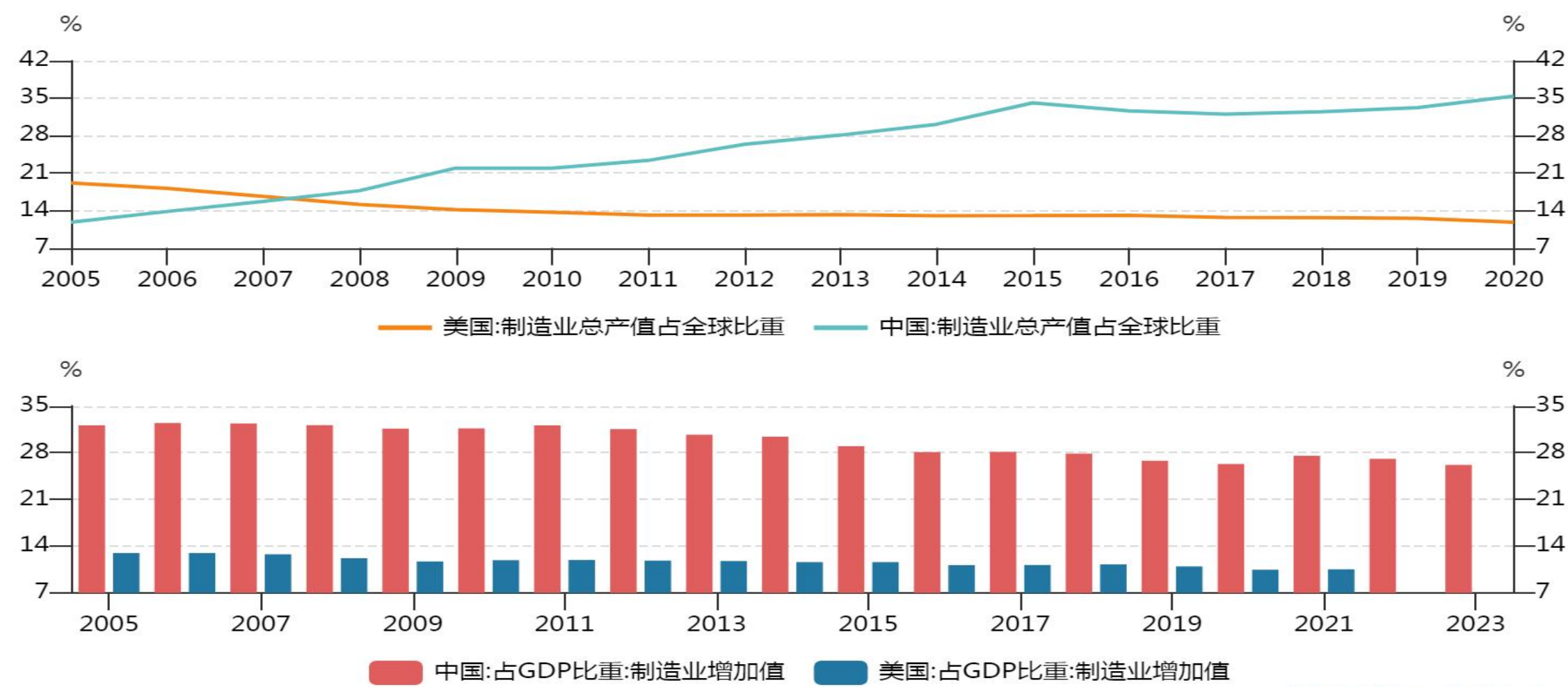
特朗普关税战的短期目标：大幅度提高关税在财政收入中的比例



数据来源：Wind

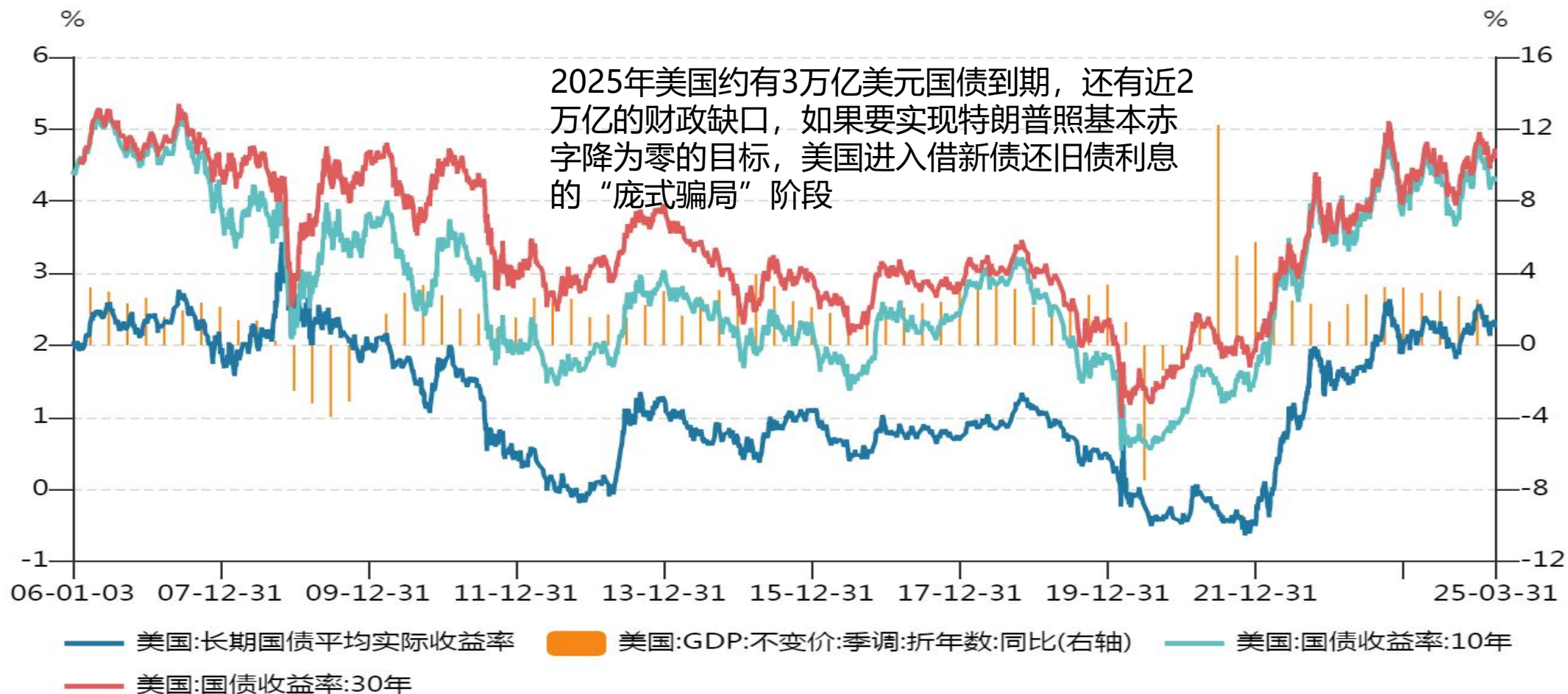
美国2024年进口额4.11万亿美元，对所有贸易伙伴加征“对等关税”后，美国平均关税水平从之前略高于2%上升至22%，创百年以来的新高，增加的关税约9000亿元，加上马斯克宣称节约的1万亿美元支出，可基本弥补2024年的财政赤字

特朗普关税战的长期目标：改变中美制造业在GDP中比重和全球占比



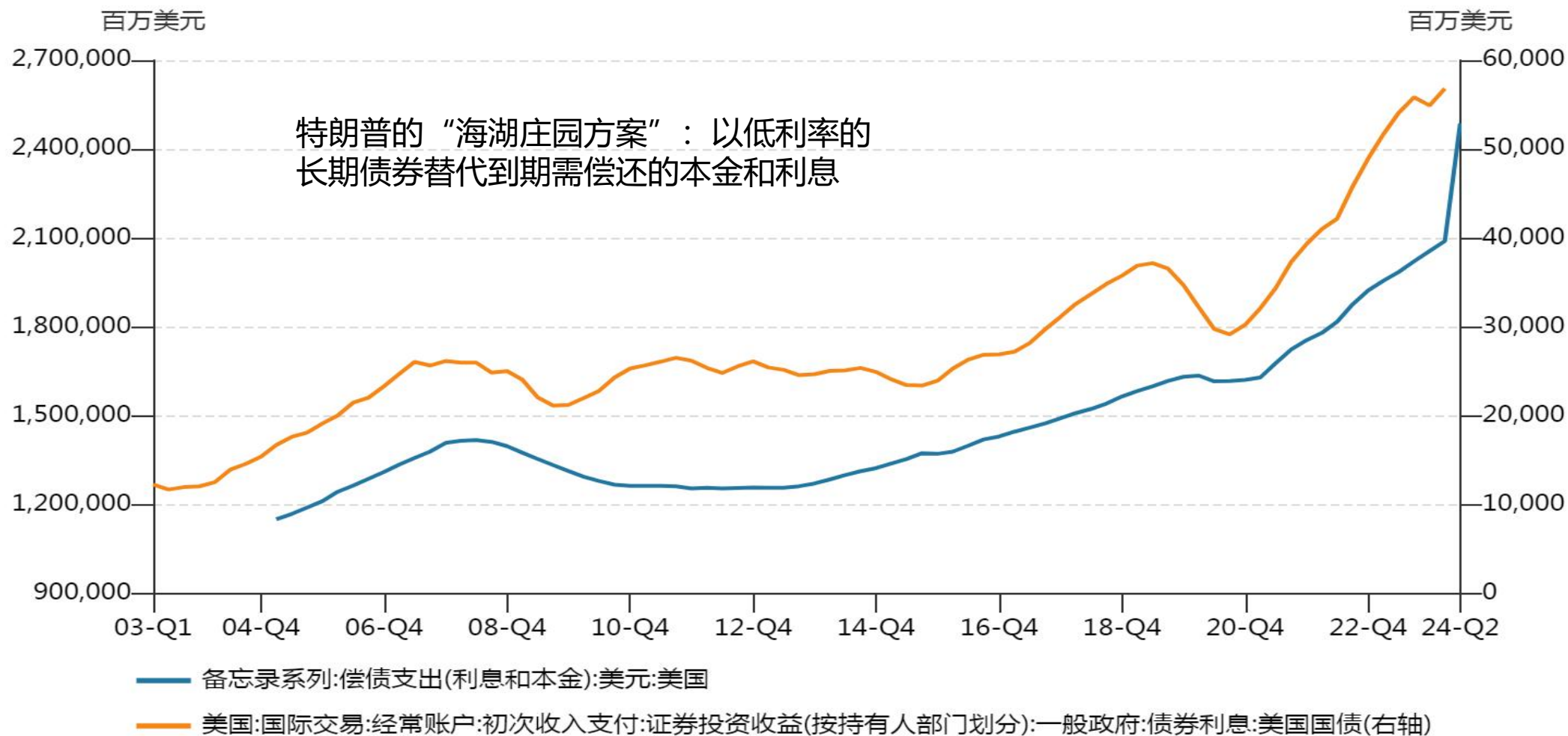
数据来源：Wind

特朗普关税战的潜在目标：以制造衰退为代价降低长期国债利率水平



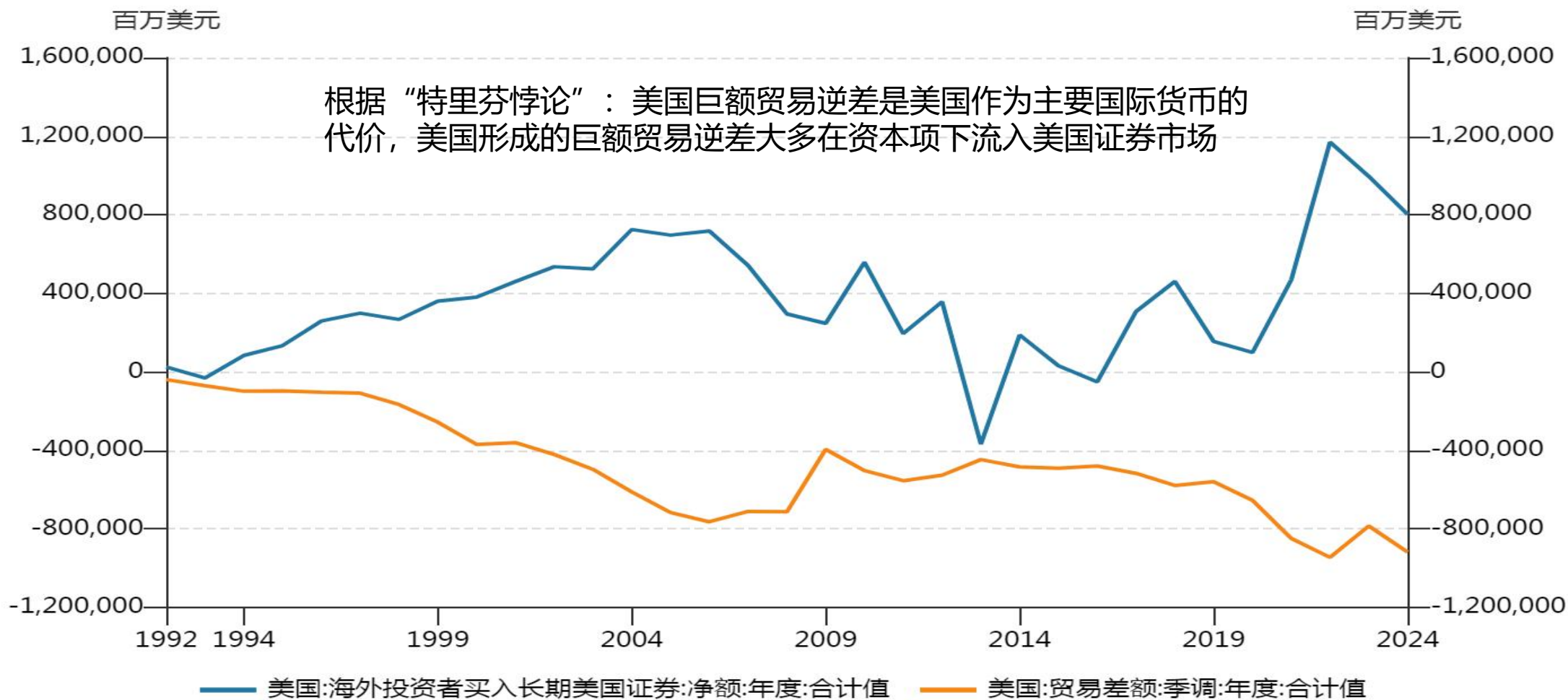
数据来源：Wind

特朗普关税战的潜在目标：以关税作为筹码解决美国巨额债务问题



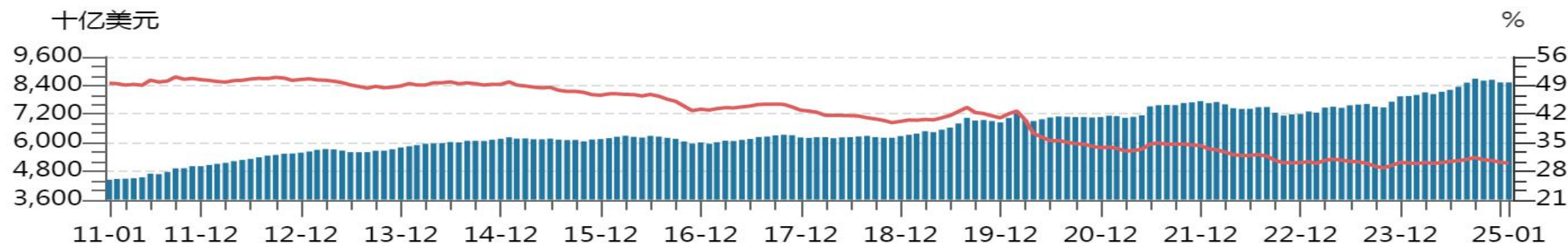
数据来源：Wind

特朗普关税战的负面影响之一：美元作为主要国际货币的地位将被进一步动摇

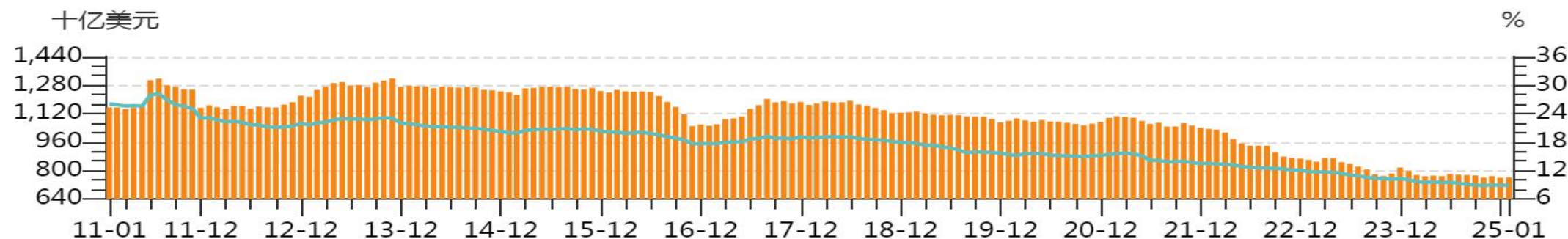


数据来源：Wind

包括中国在内的外国投资者持有美国国债占比的下滑：美元信用的衰退



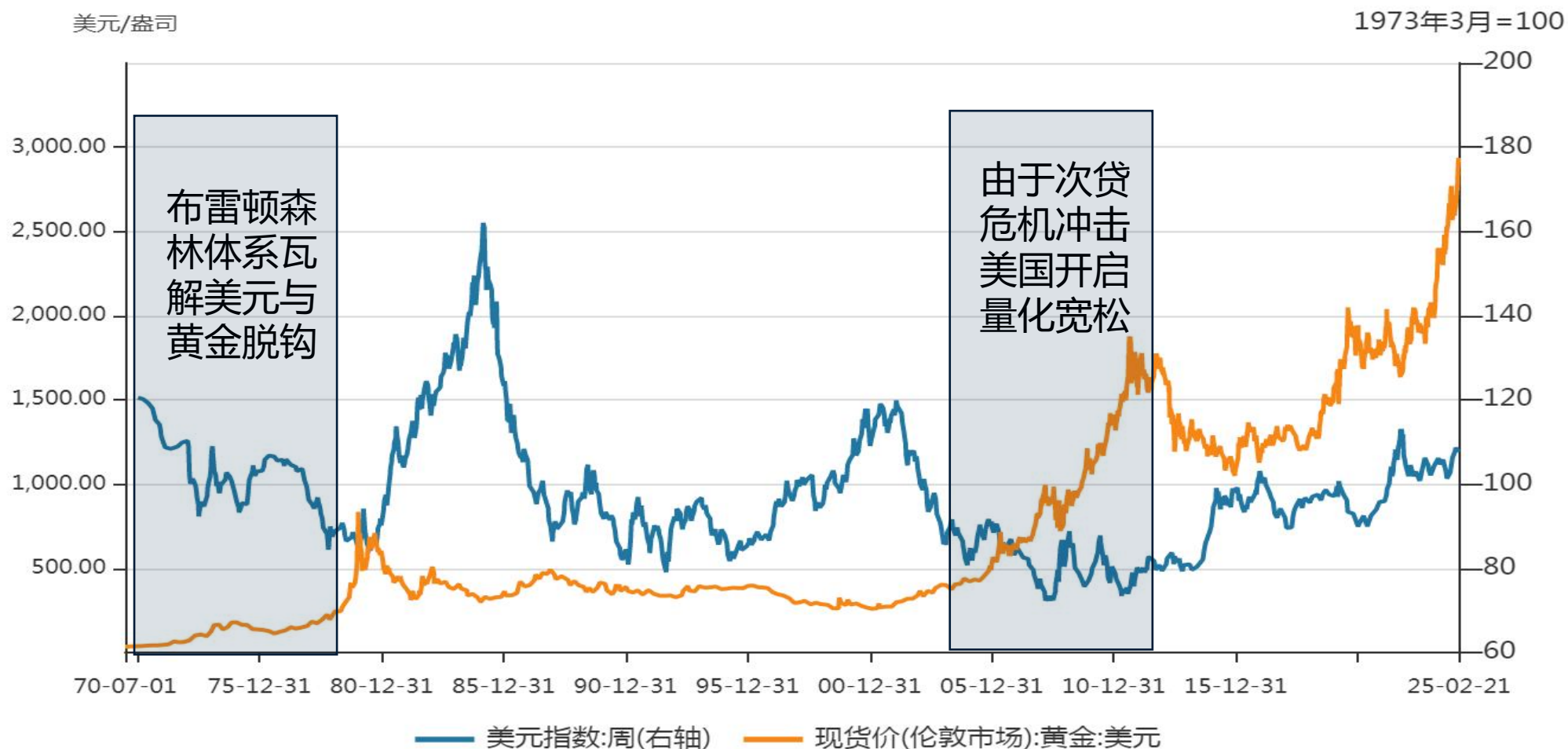
美国:外国投资者持有美国国债金额
美国:外国投资者持有美国国债:合计%美国:适销国债未偿还余额:总计(右轴)



美国:外国投资者持有美国国债金额:中国
美国:外国投资者持有美国国债:中国:%美国:外国投资者持有美国国债:合计(右轴)

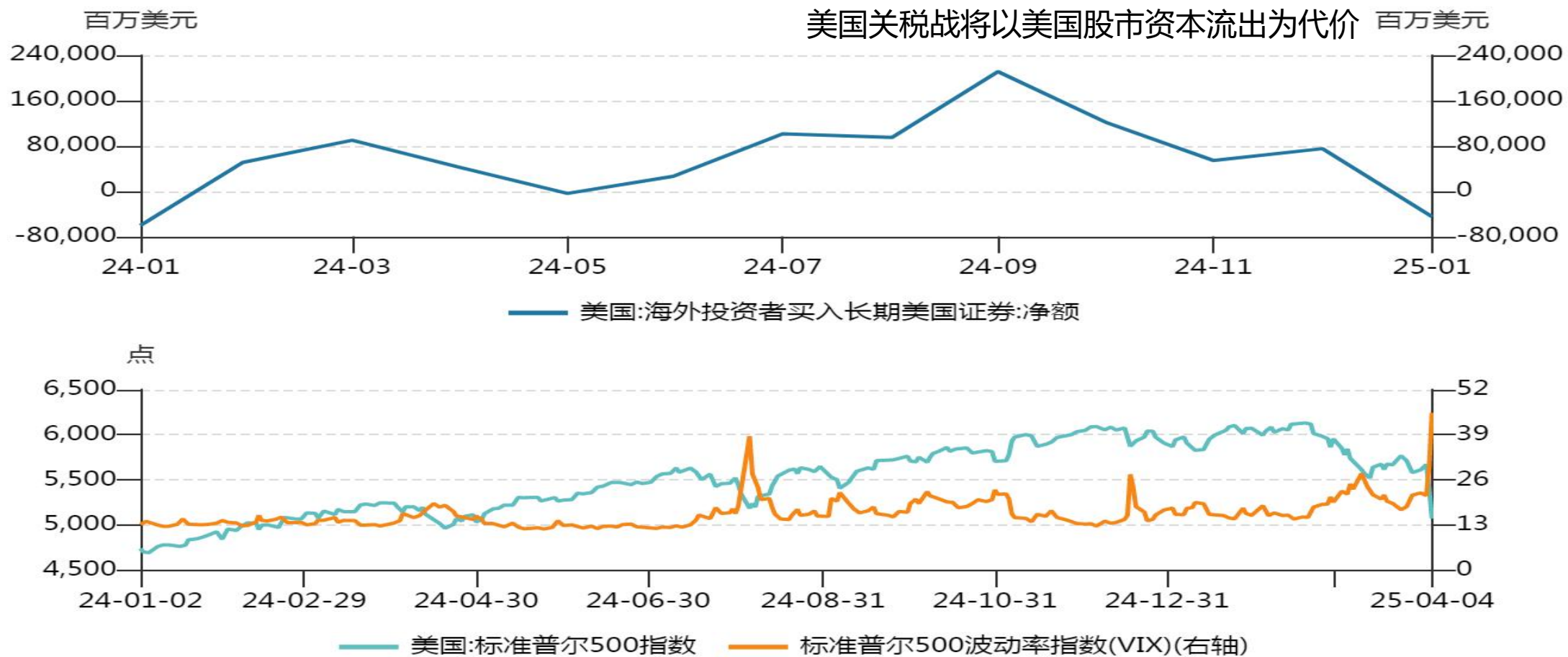
数据来源: Wind

美元的真正价值正面临历史上的第三次重新估算



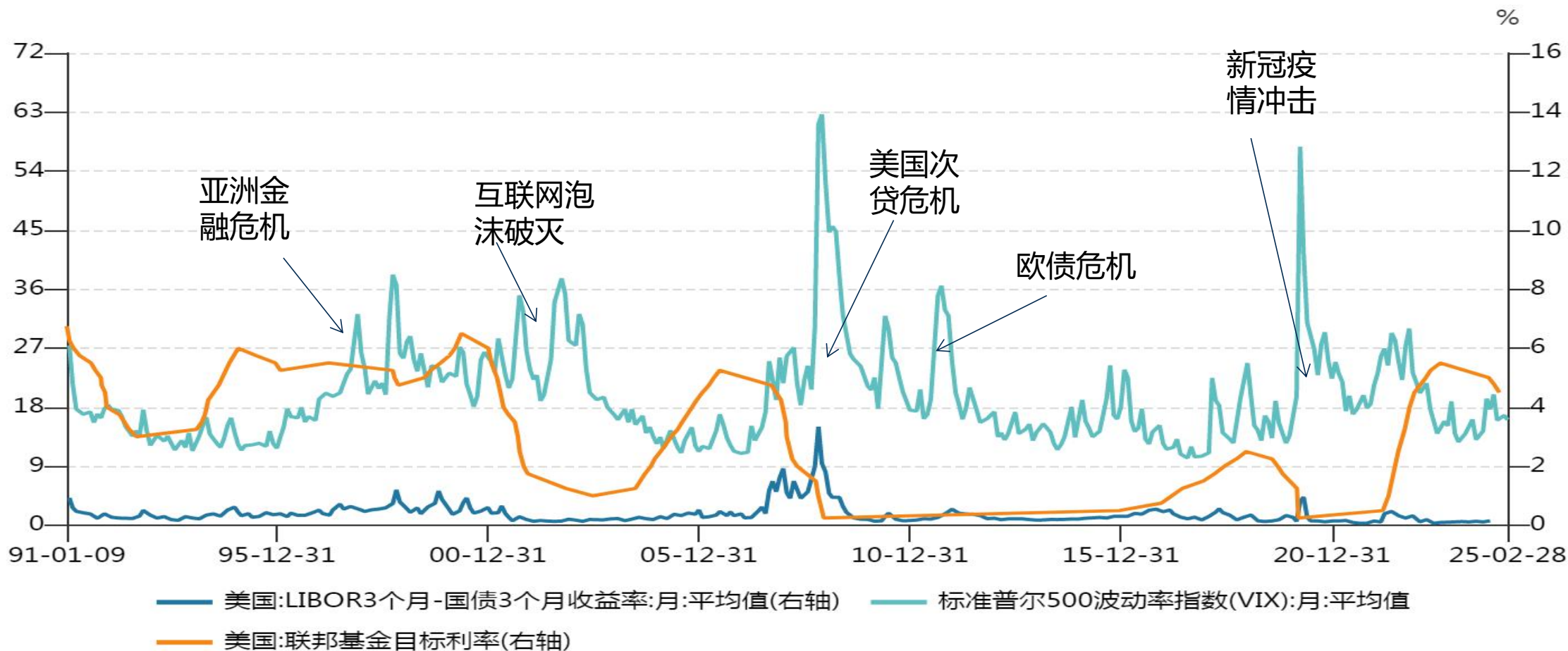
数据来源：Wind

特朗普关税战的负面影响之二：美国股市将不可避免地受到严重冲击



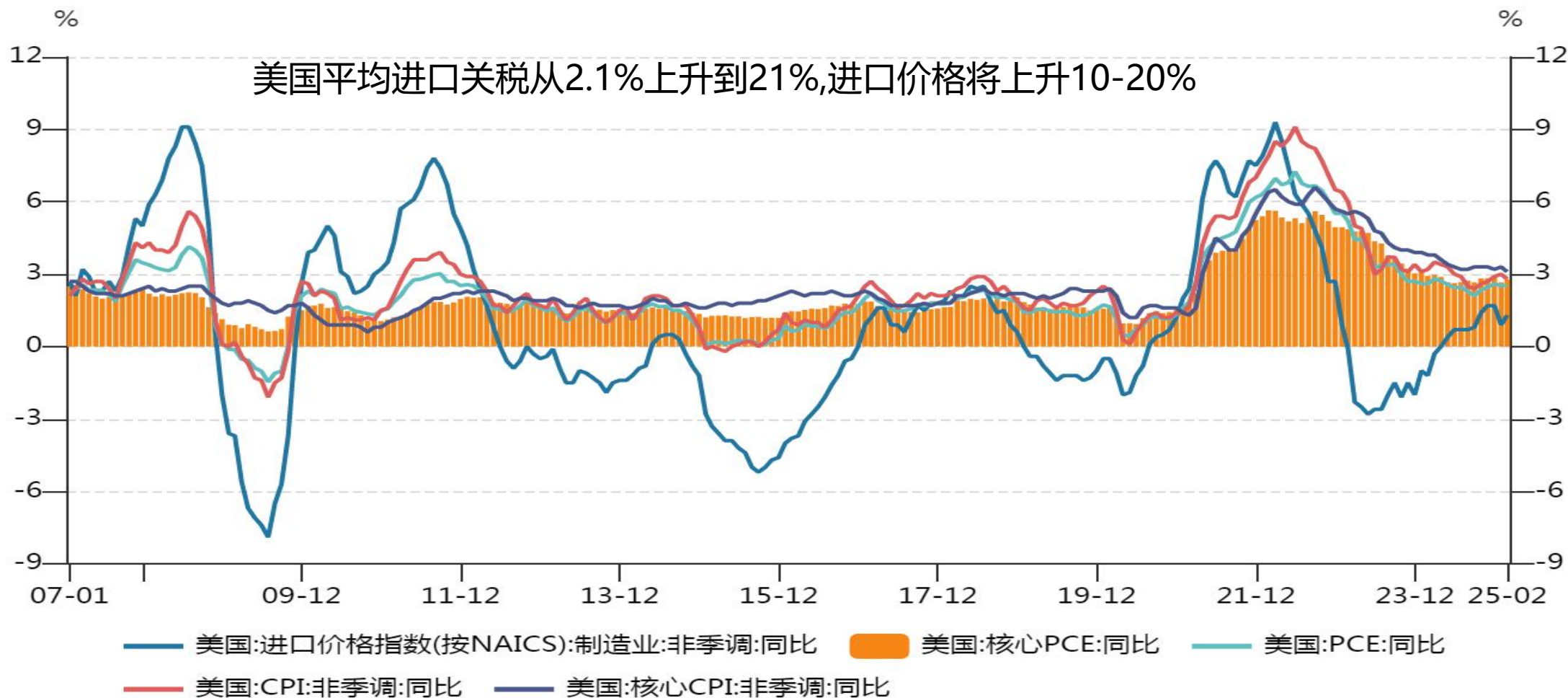
数据来源：Wind

美联储降息周期初期由于流动性和信用危机股市容易发生较大波动



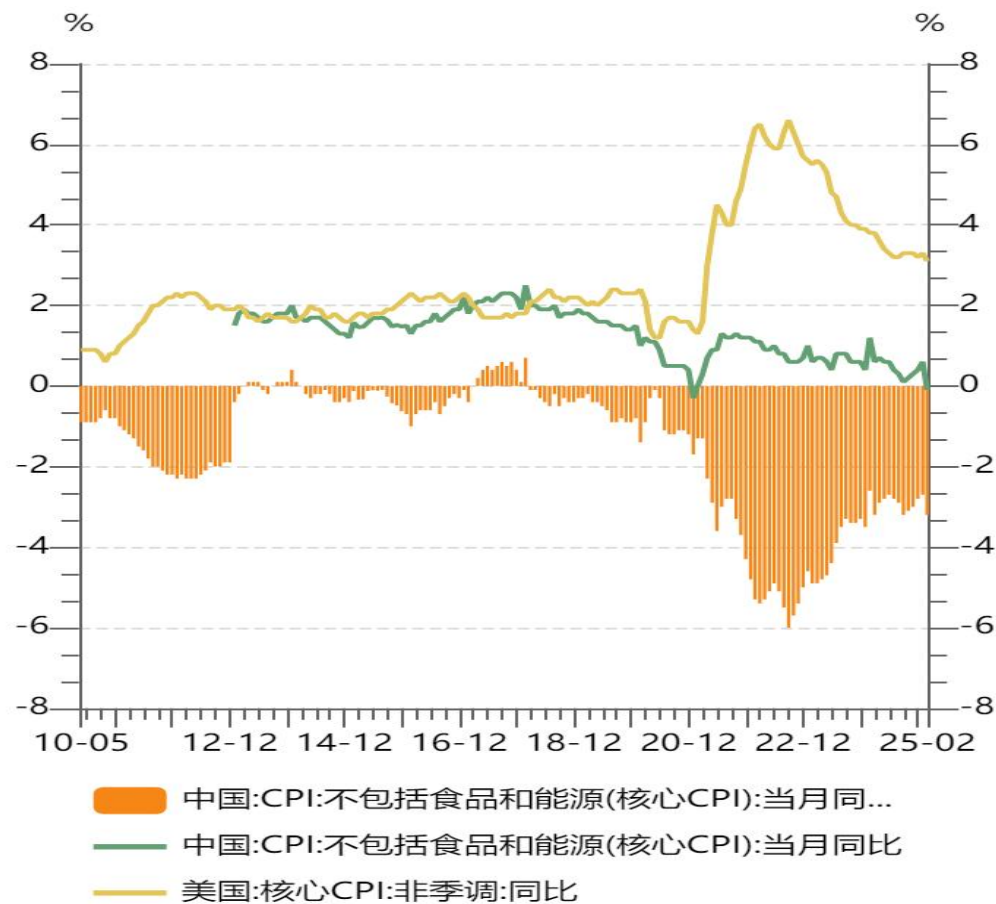
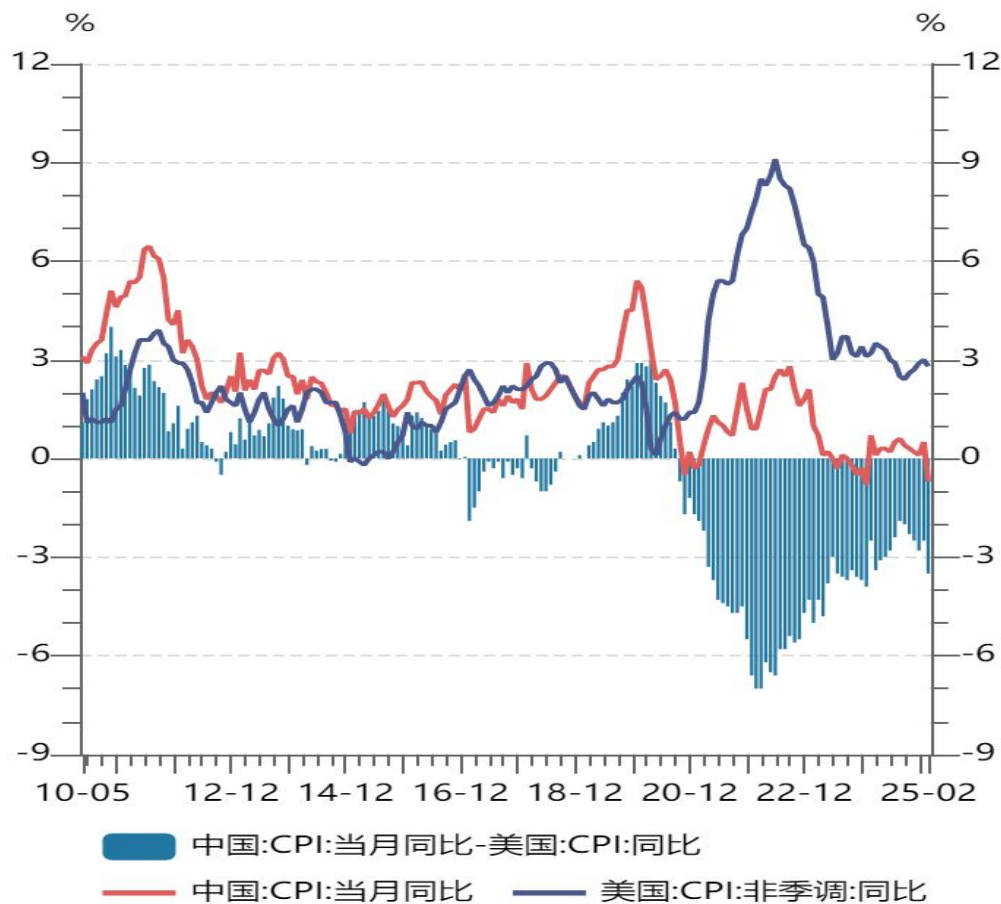
数据来源：Wind

特朗普关税战的负面影响之三：美国核心PCE同比将重新回升至5%左右



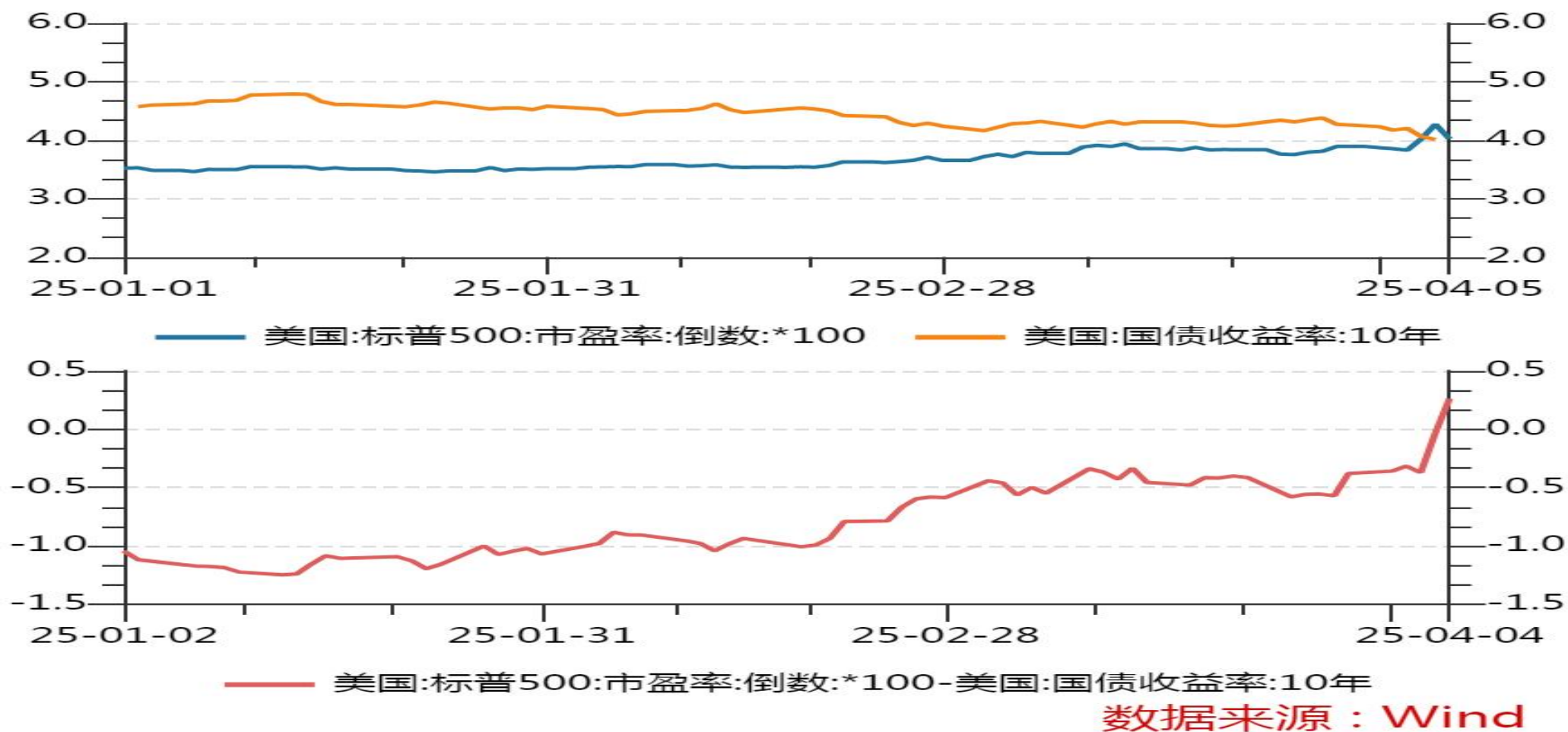
数据来源: Wind

中美通胀水平的对比：2020年底前后中美通胀水平发生逆转

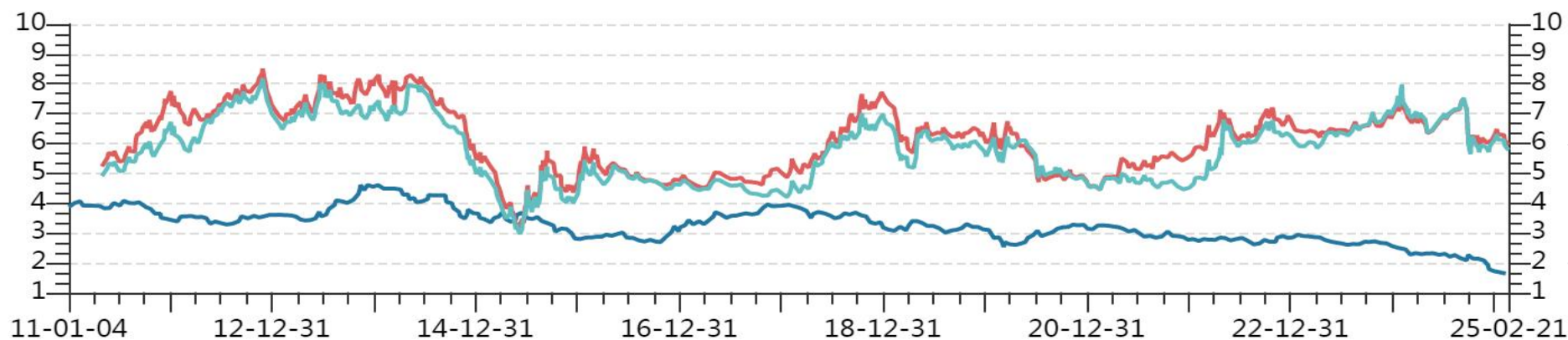


数据来源：Wind

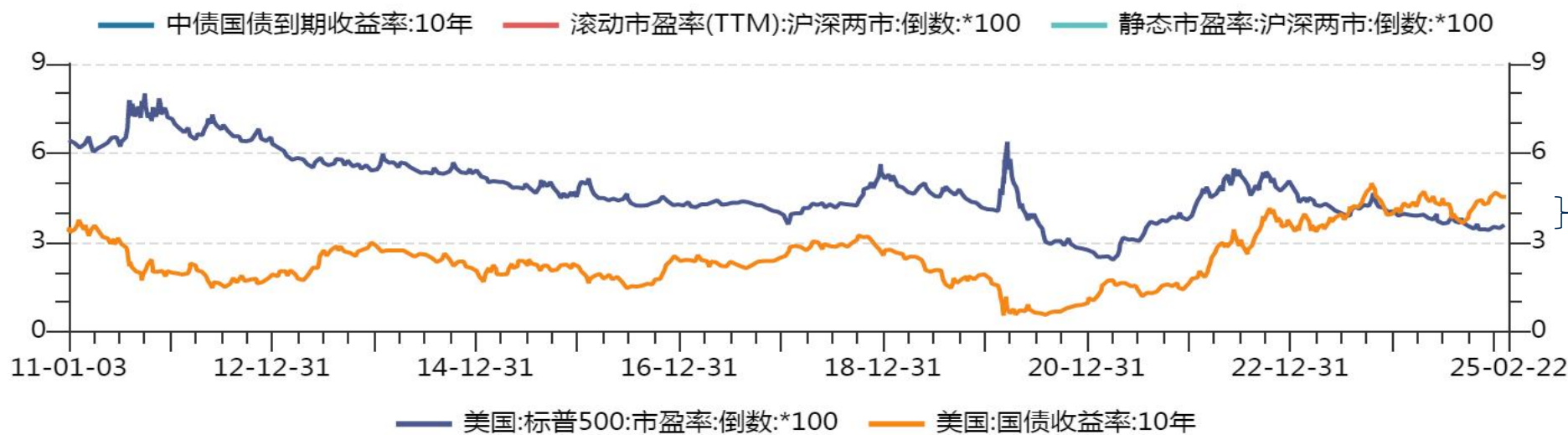
特朗普关税战的负面影响之四：美国资产的风险溢价将大幅度地上升



高利率下美国股市承受的压力：中美风险溢价之差在2025年初达到极值



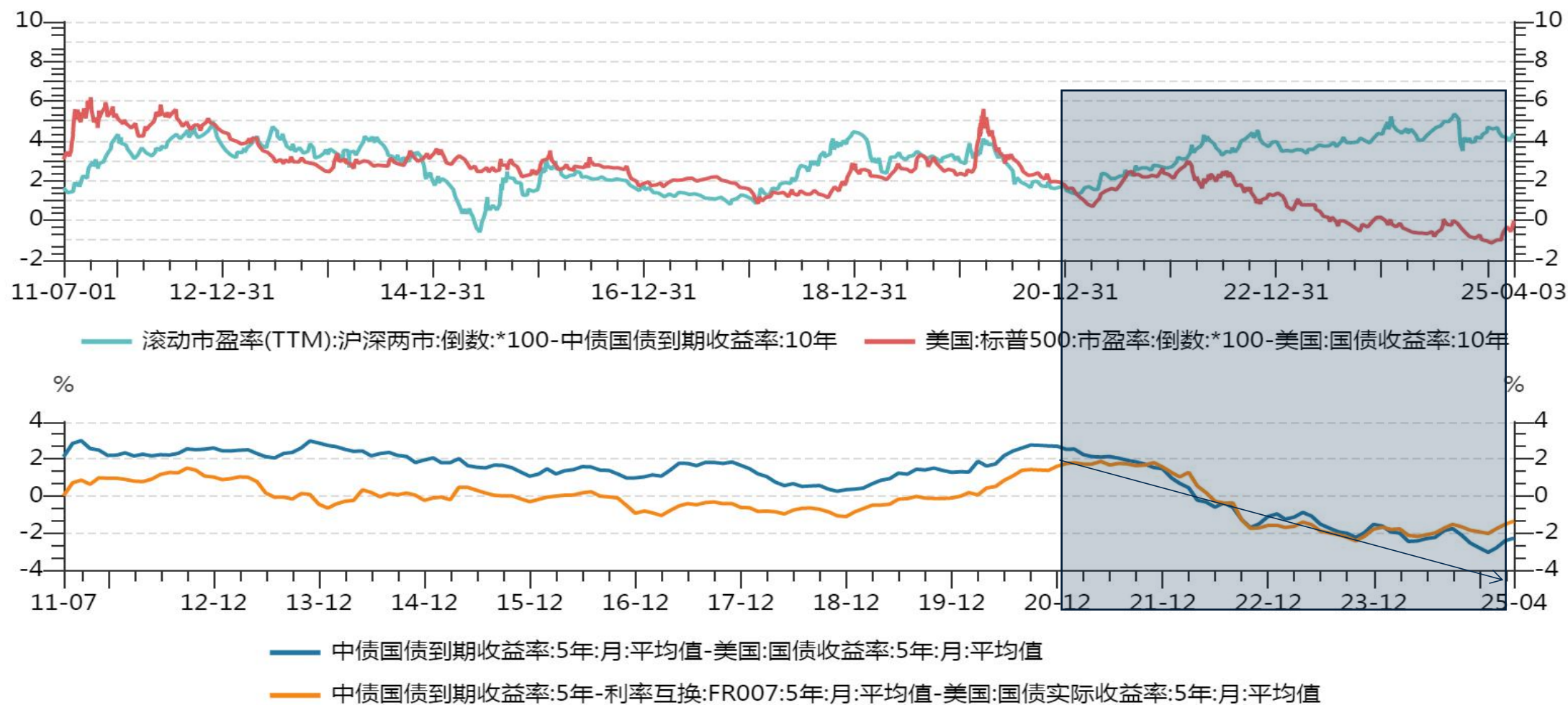
风险溢价最大
达450个BP



风险溢价最小
达-110个BP

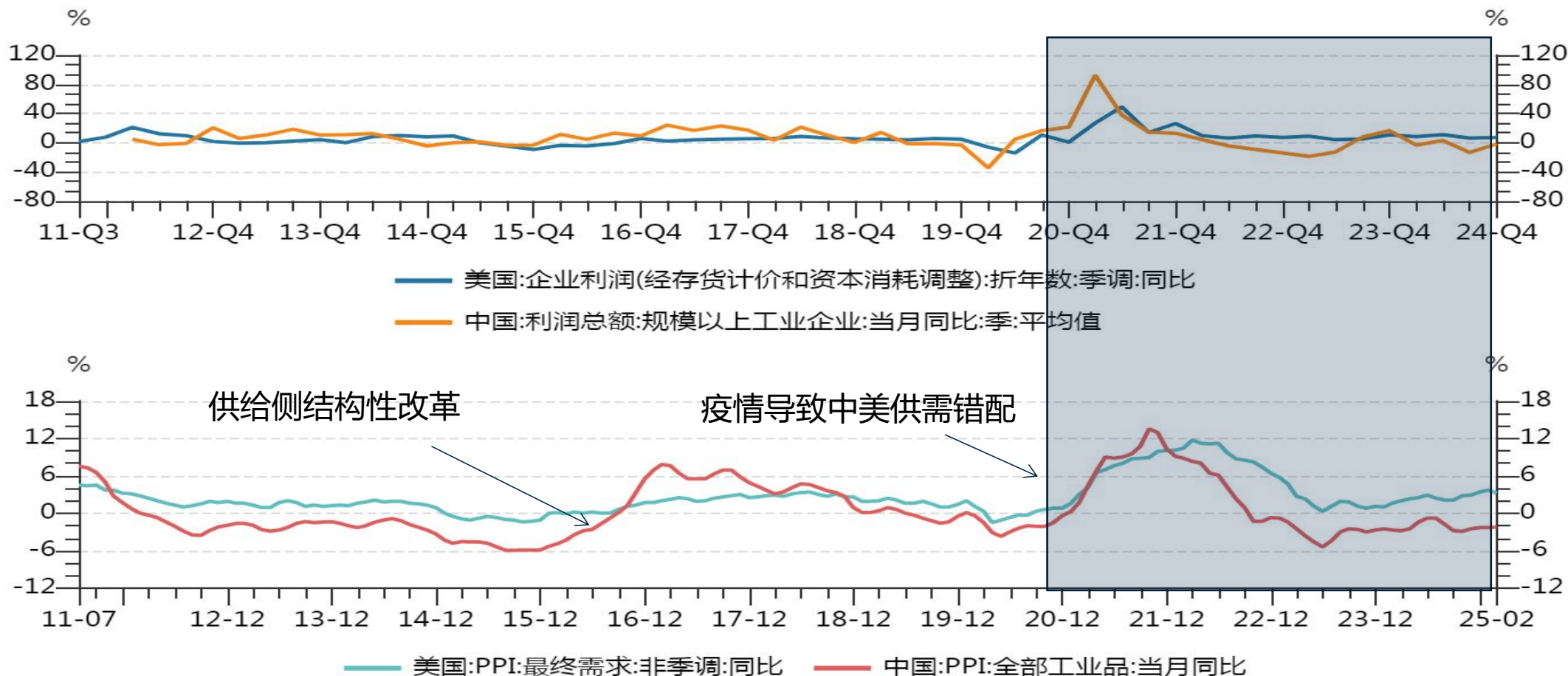
数据来源：Wind

中美风险溢价之差：中美5年期国债名义收益率和通胀预期之差均出现下滑



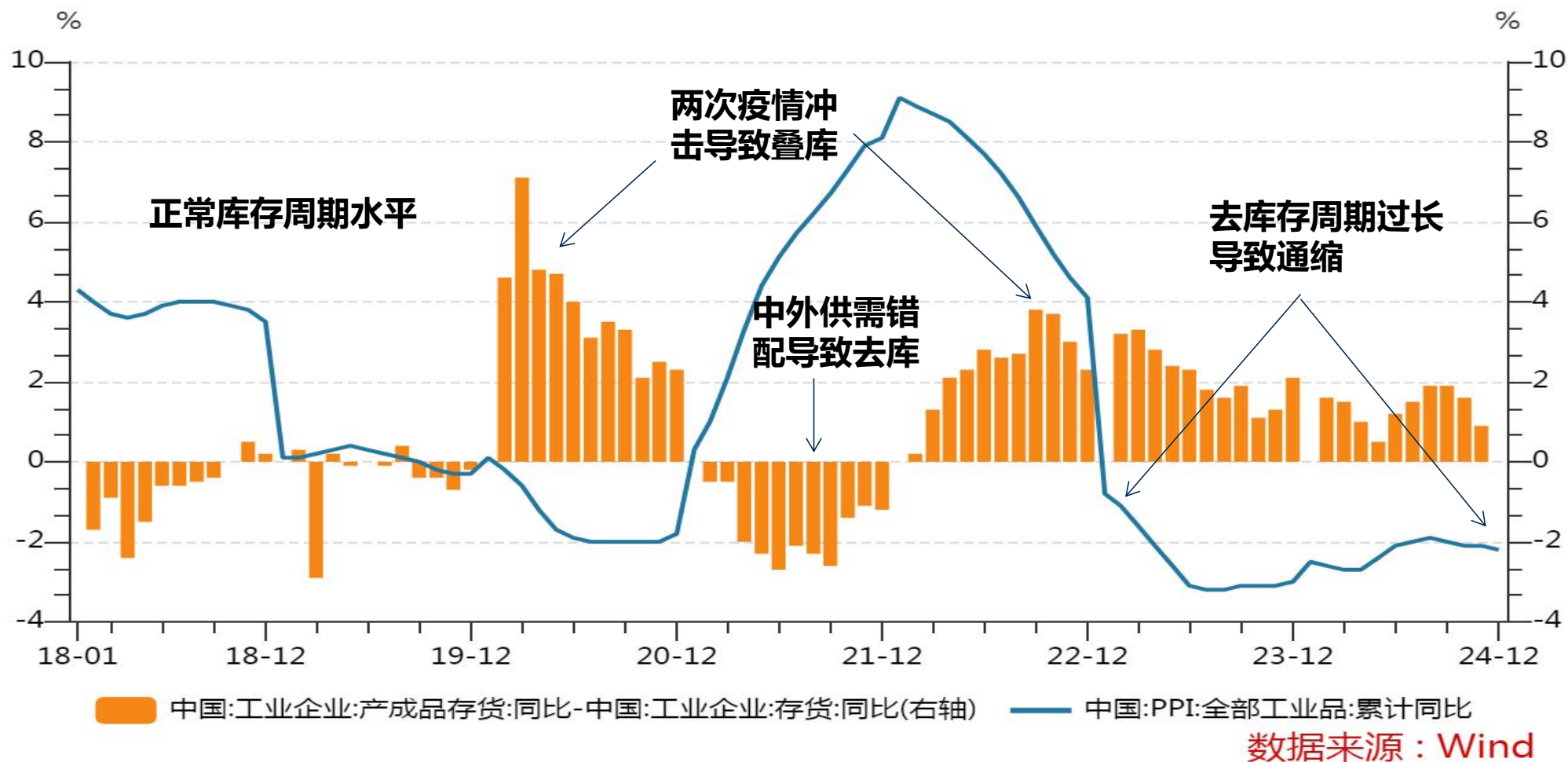
数据来源：Wind

中美风险溢价之差：2020年底之后中美企业利润和PPI同比之差逆转



数据来源：Wind

从工业企业库存周期看：“内卷”使去库存艰难致PPI同比在-2%左右徘徊



“三去一降一补”对风险溢价的影响在当下仍有很好的借鉴意义



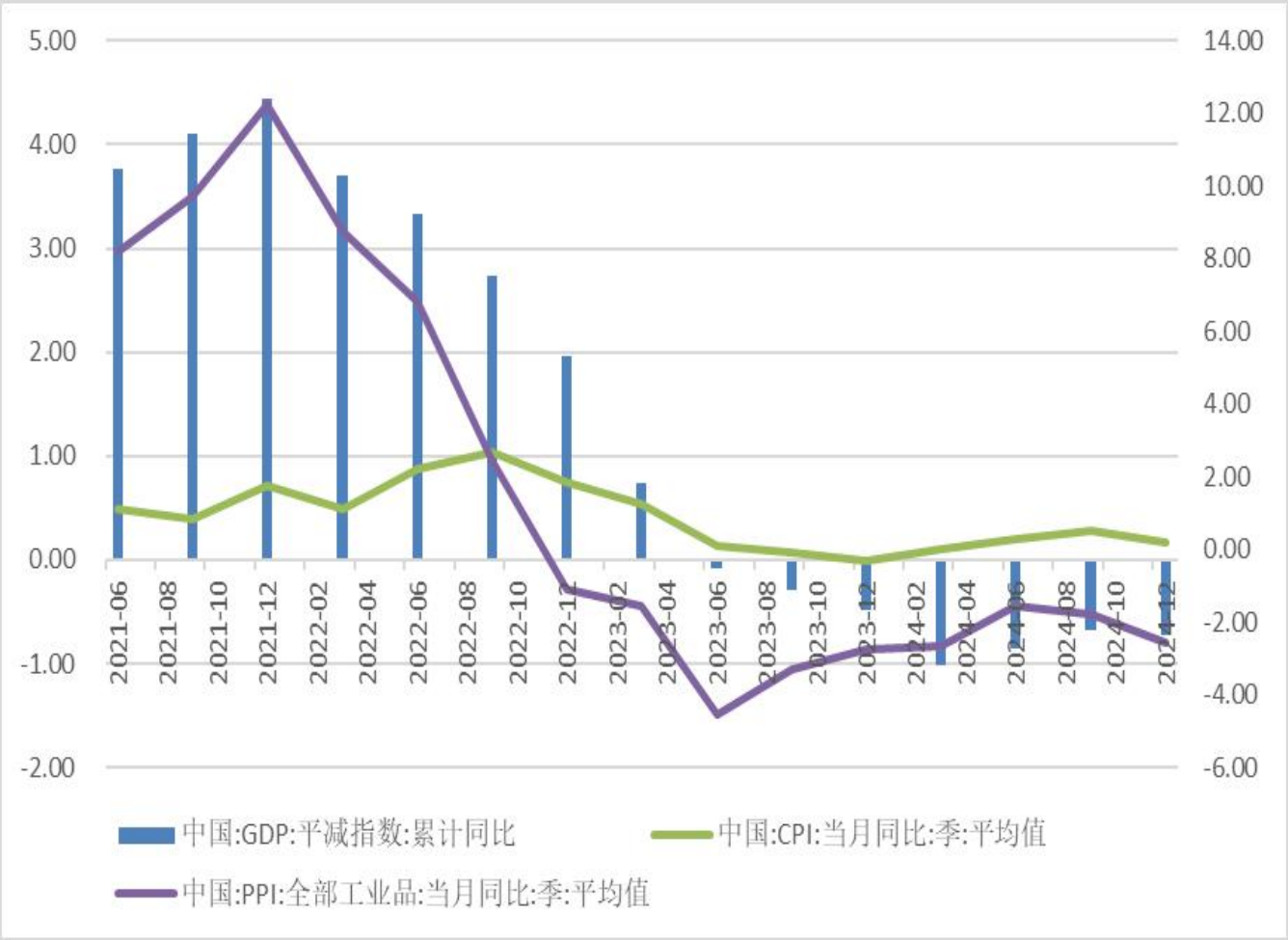
数据来源: Wind

供给侧改革往往需要在最高领导层提高切实可行的政策措施



数据来源：Wind

2023年二季度后中国陷入通缩：要走出通缩需要力争GDP缺口为正



GDP缺口=实际GDP增速-
潜在GDP增速

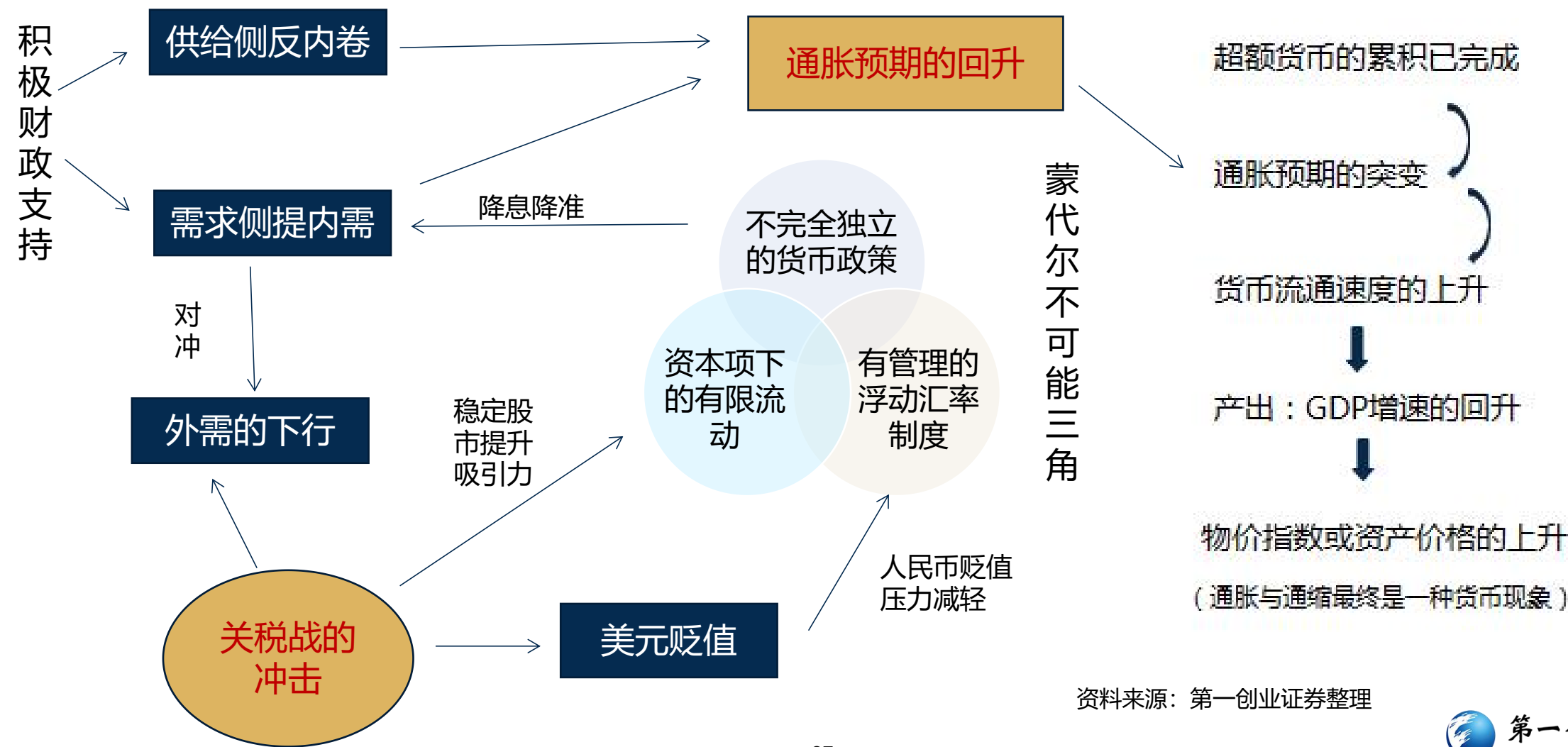
表 5：2010-2025 年我国潜在产出增速预测情况

		各要素拉动（百分点）				潜在产出增速（%）
		固定资本	劳动力		TFP	
			质量	数量		
预测	2021	3.6	0.5	-0.1	1.7	5.7
	2022	3.6	0.5	-0.1	1.7	5.5
	2023	3.5	0.5	-0.2	1.8	5.5
	2024	3.4	0.6	-0.2	1.8	5.3
	2025	3.1	0.6	-0.3	1.7	5.1

数据来源：调查统计司测算

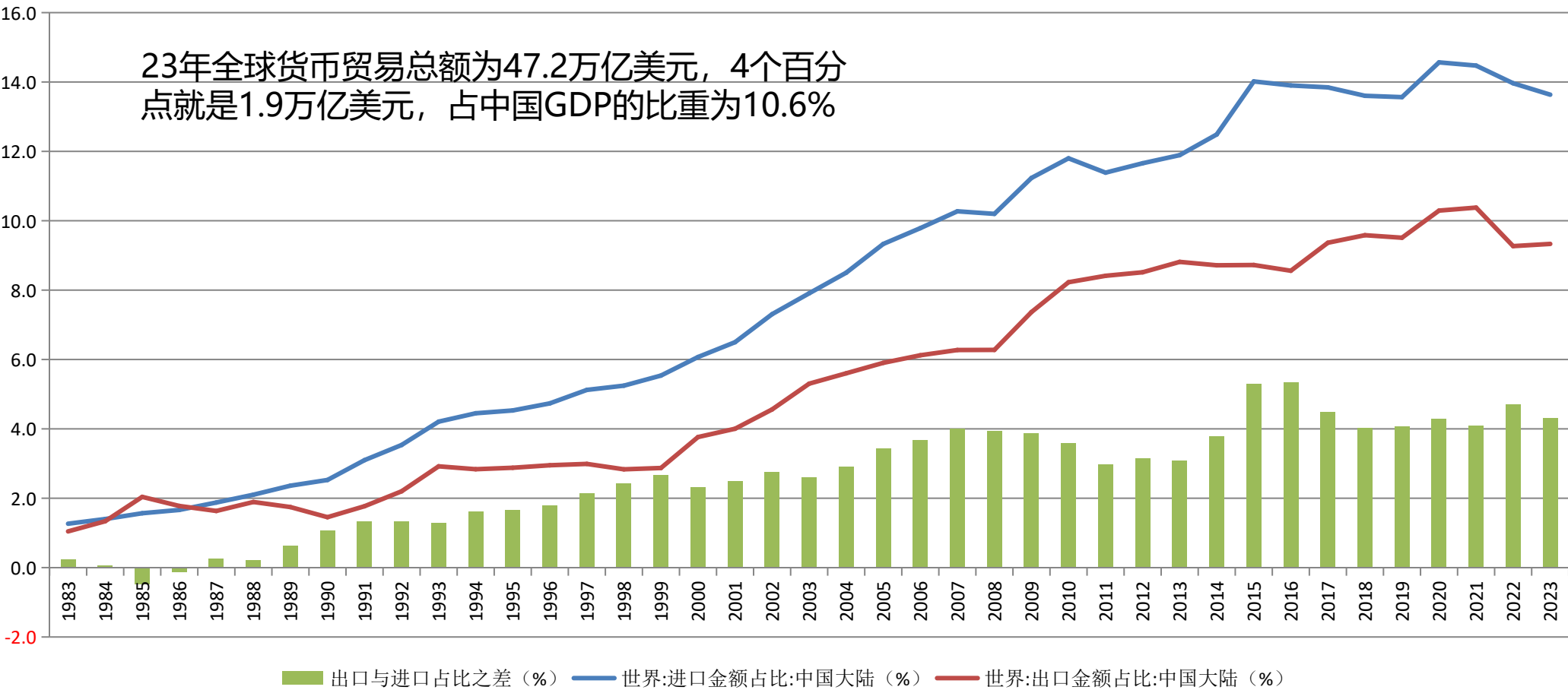
资料来源：国家统计局，第一创业证券整理

以供需两方面入手提升通胀水平：提高企业盈利和居民收入预期



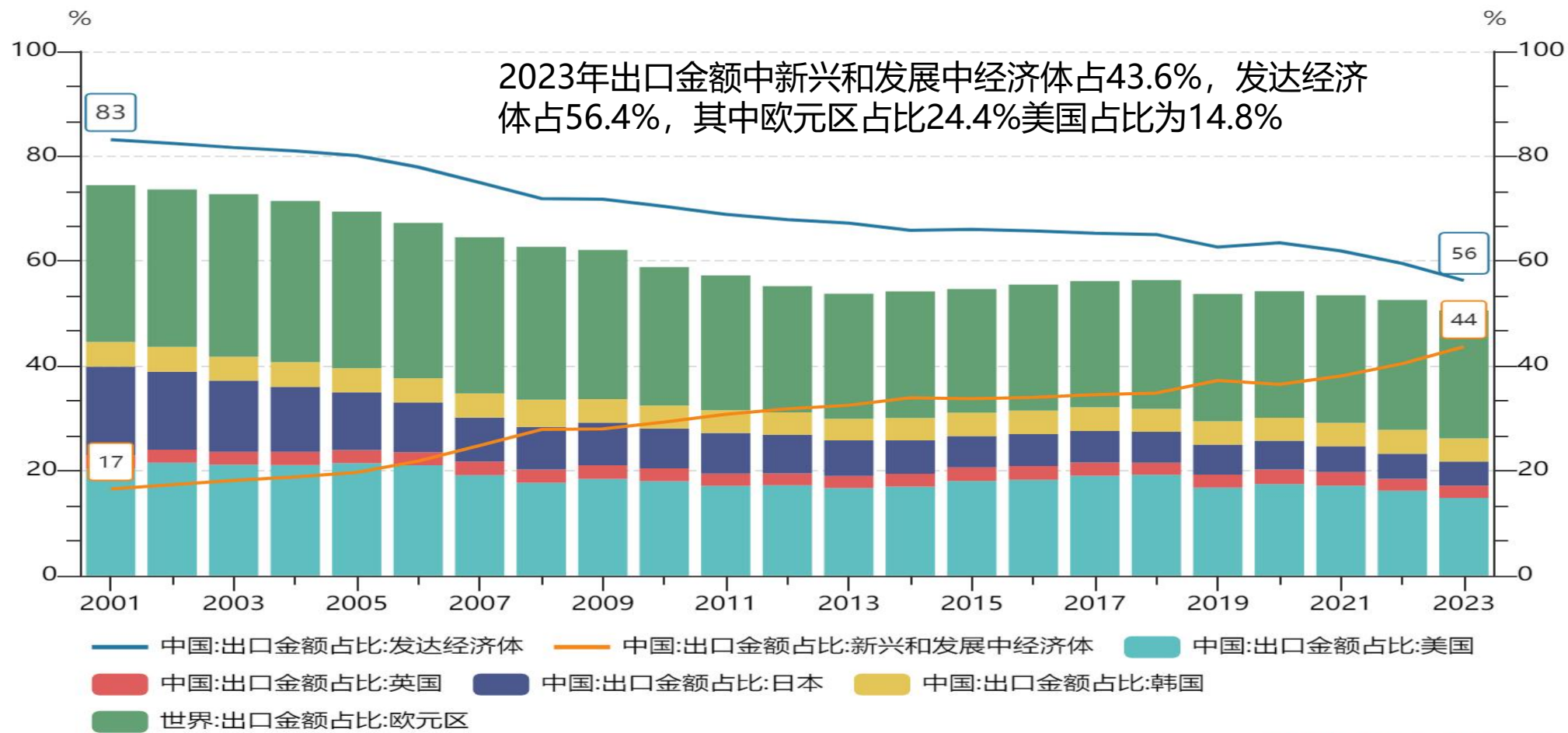
资料来源：第一创业证券整理

自改革开放以来中国出口与进口的世界占比扩大至4个百分点以上



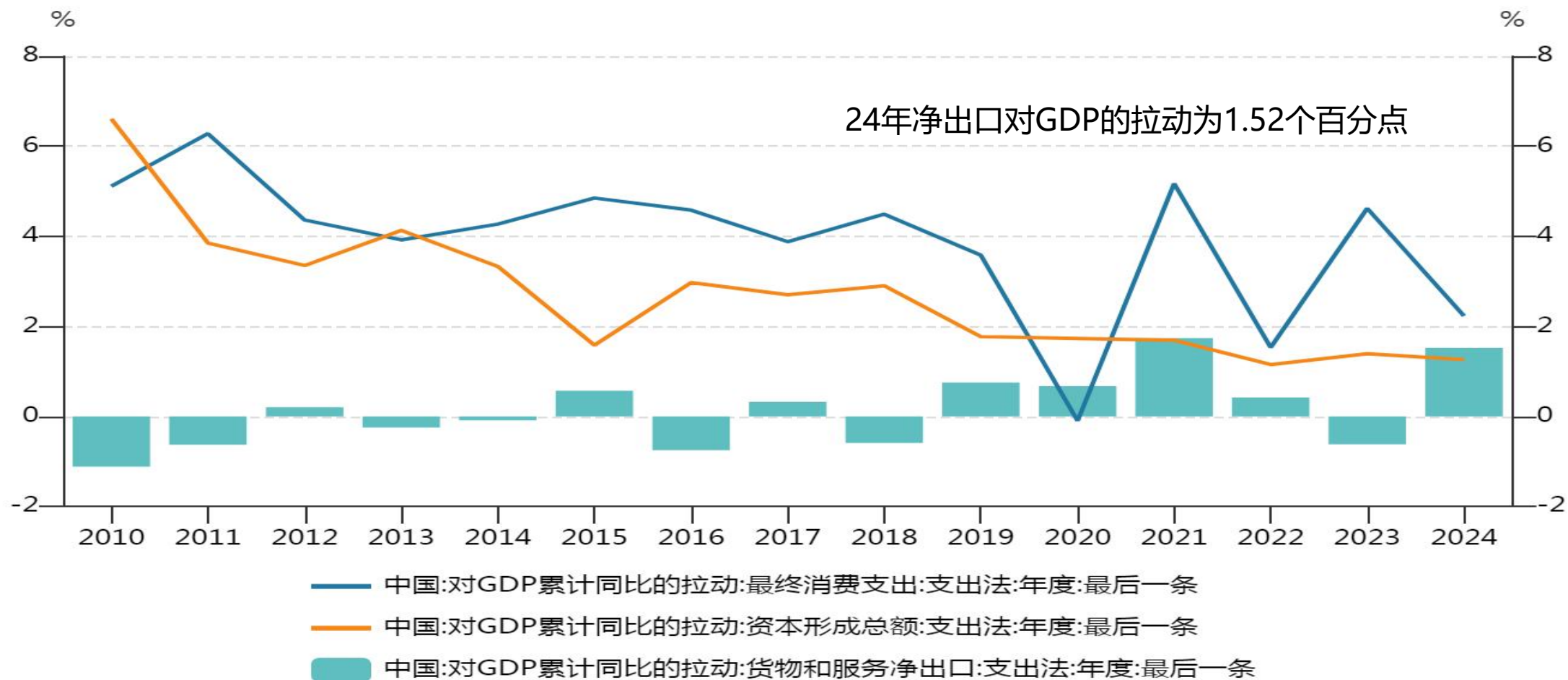
数据来源：Wind，第一创业证券计算整理

从2001年中国加入WTO看：中国出口结构的变化



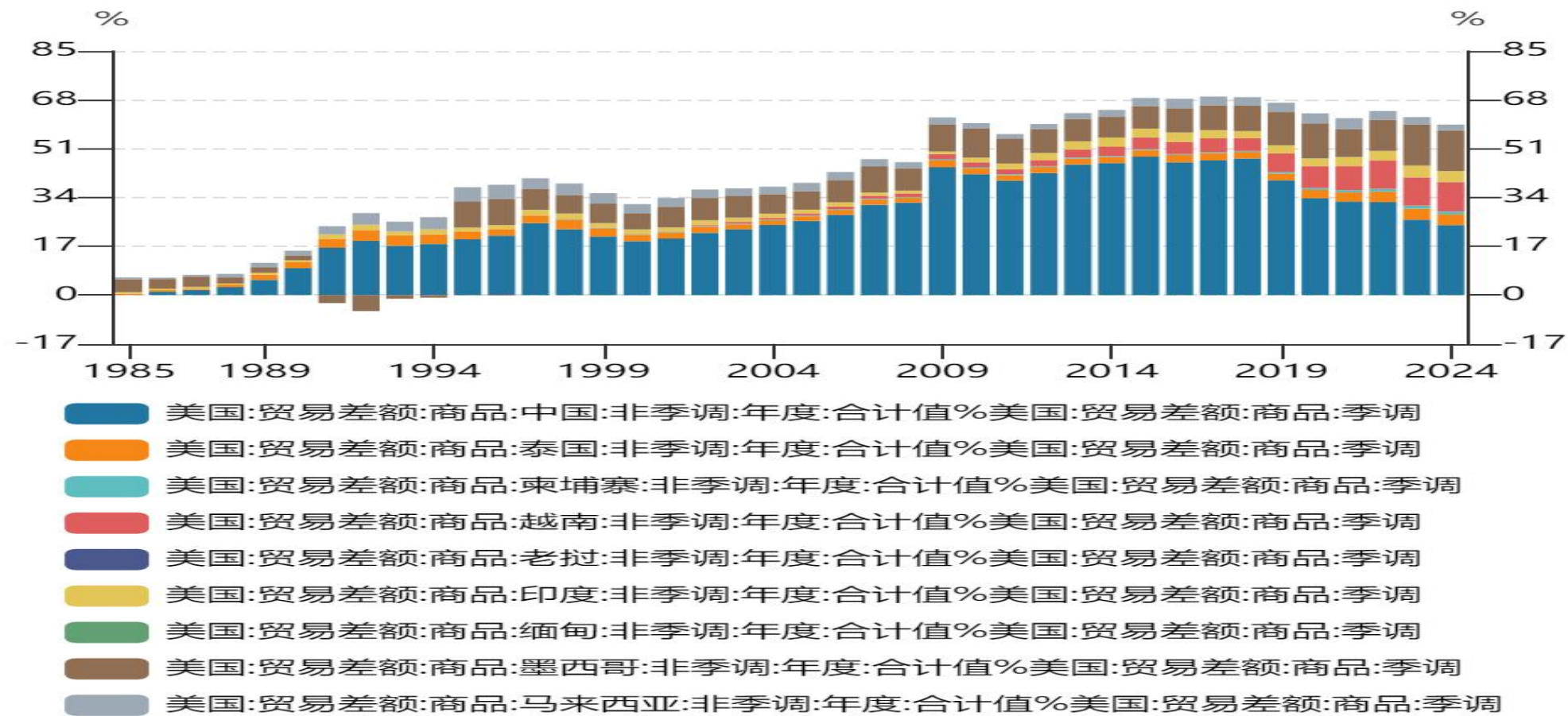
数据来源：Wind

中美关税战对中国经济的直接影响： $5\%*10.6\%*14.8\%*1.52=0.12$ 个百分点



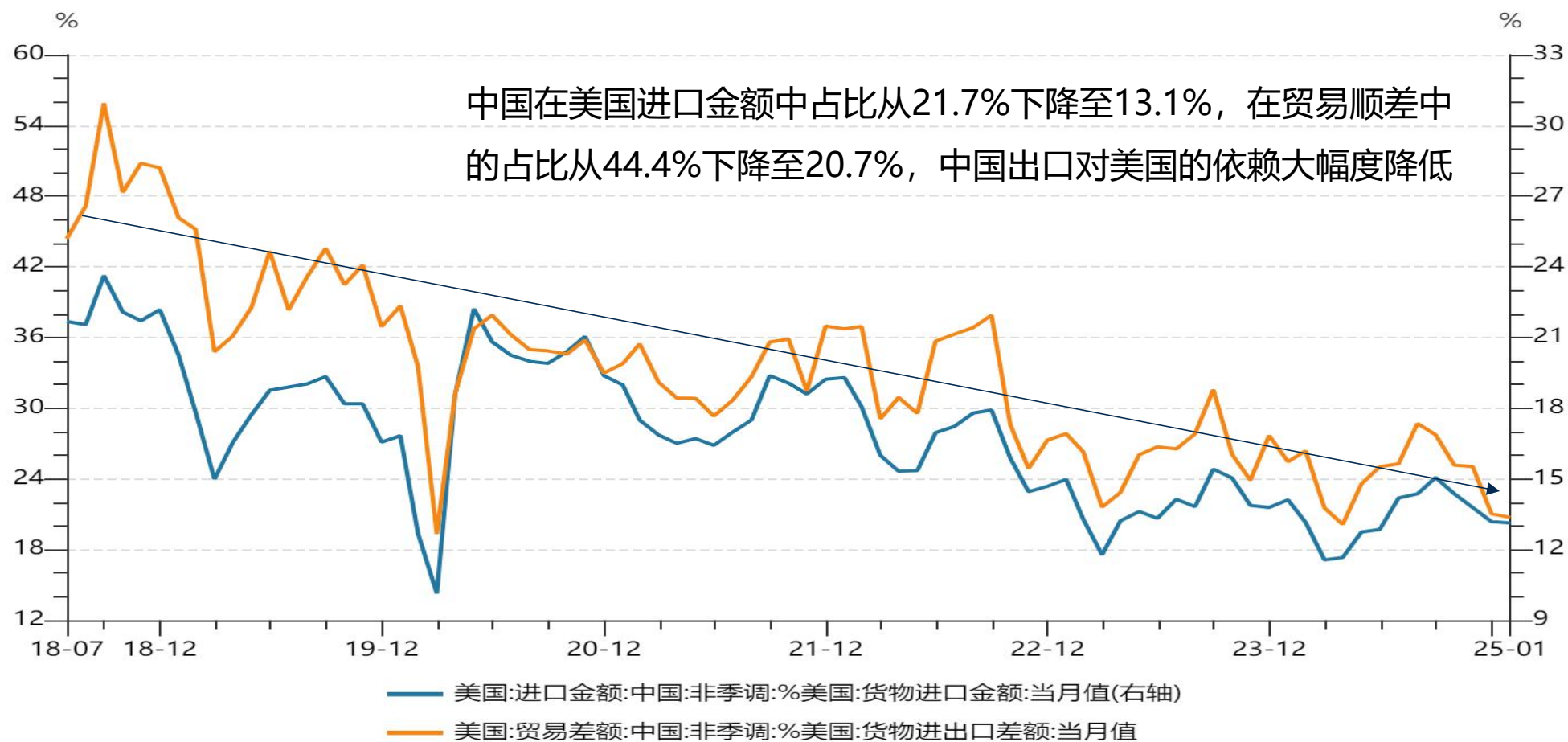
数据来源：Wind

如考虑转口贸易关税战的影响： $5\%*10.6\%*59.4\%*1.52=0.48$ 个百分点



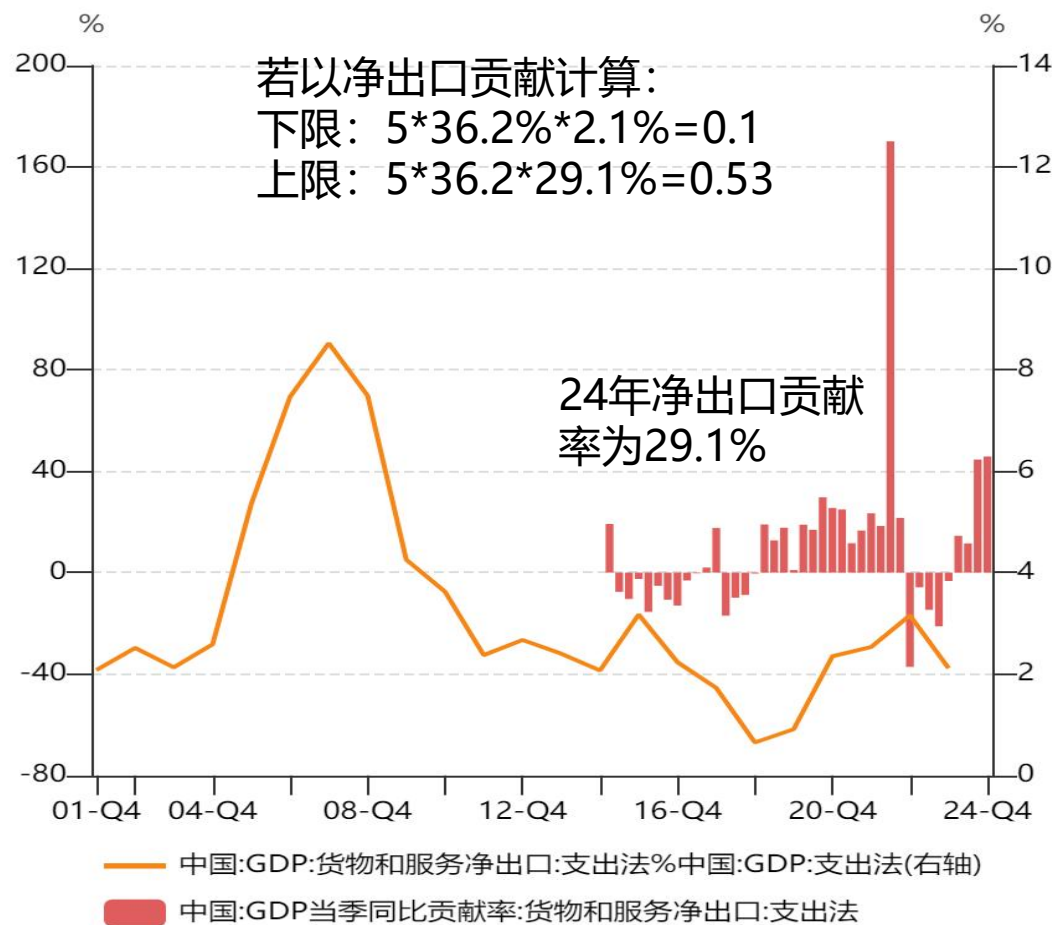
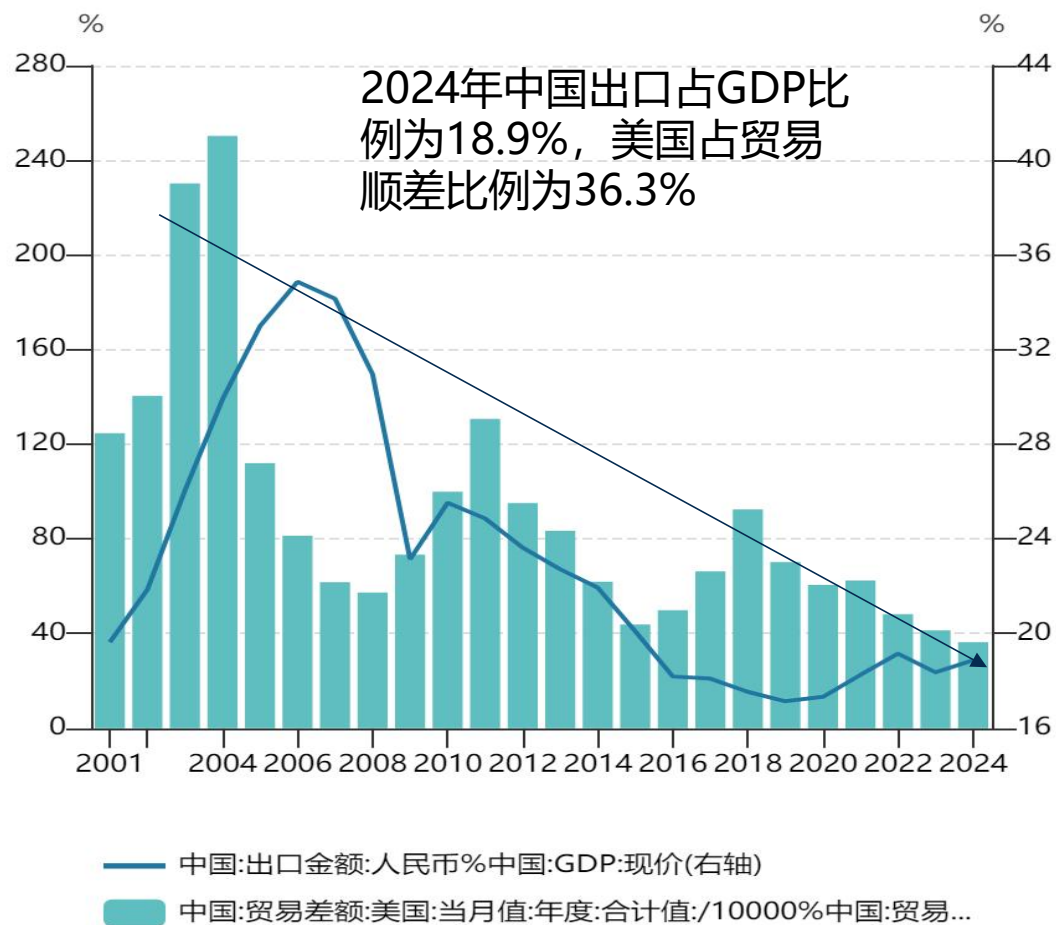
数据来源：Wind

自2018年7月至今特朗普发动对华贸易战以来对中美贸易的影响



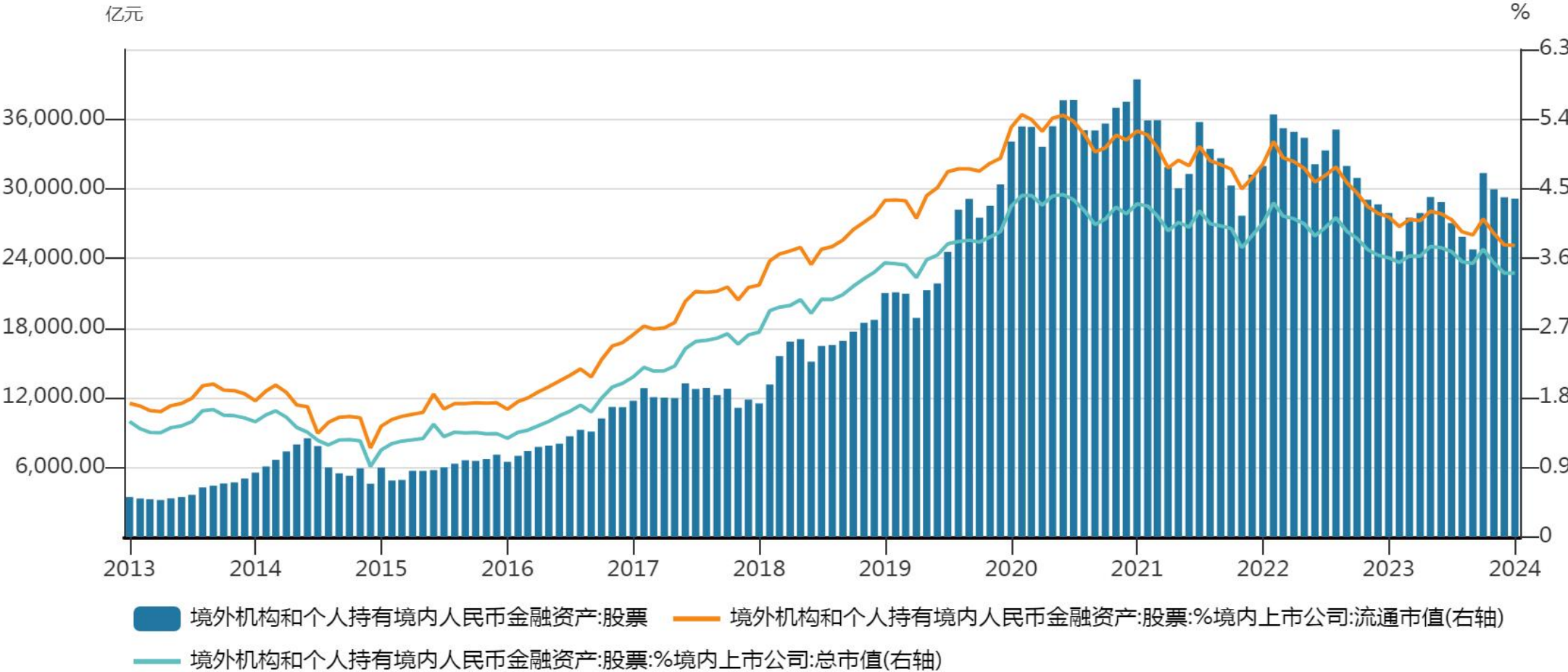
数据来源：Wind

从出口和净出口占比计算关税战影响：5%*36.2%*18.9%=0.35个百分点



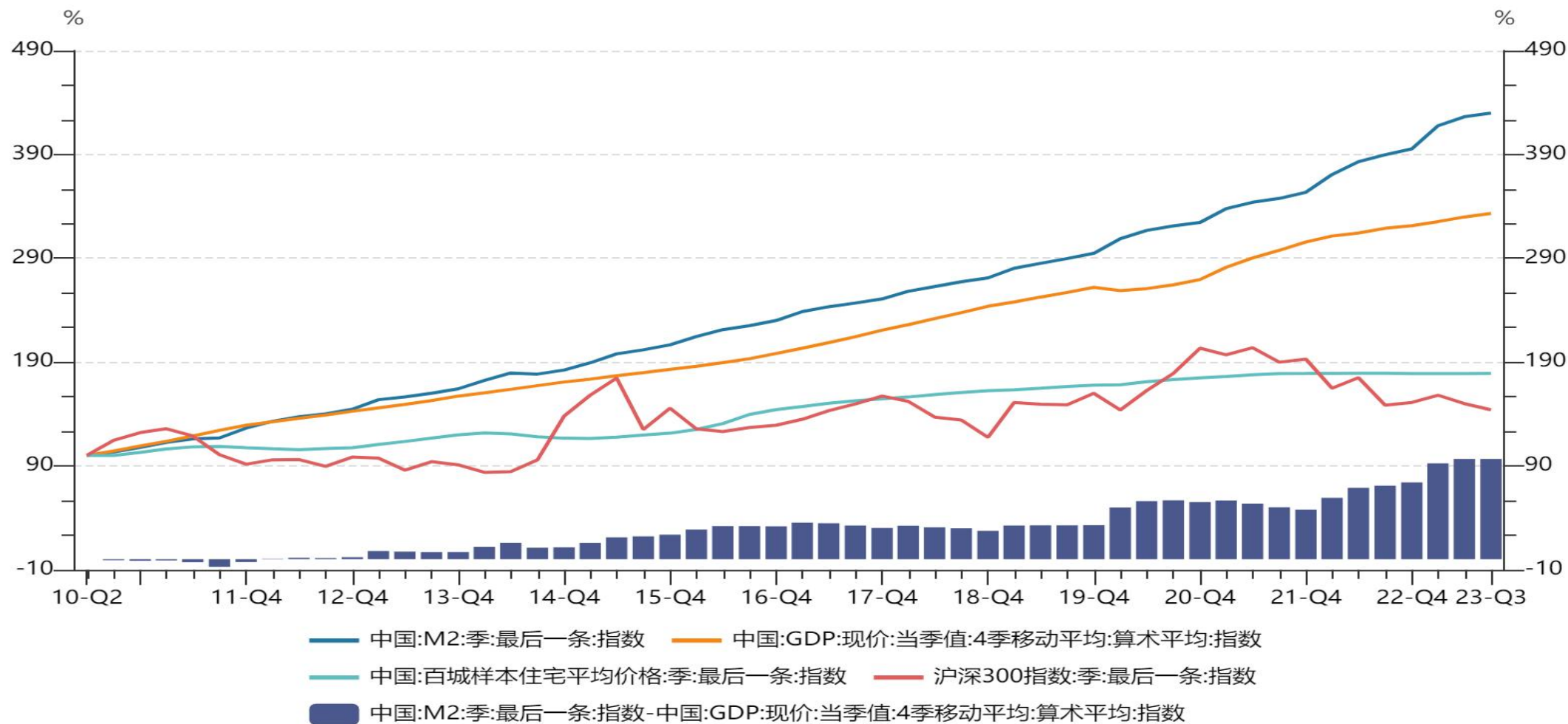
数据来源：Wind

2021年以后中国股市的国际化水平有所回落：受国际资本的影响减弱



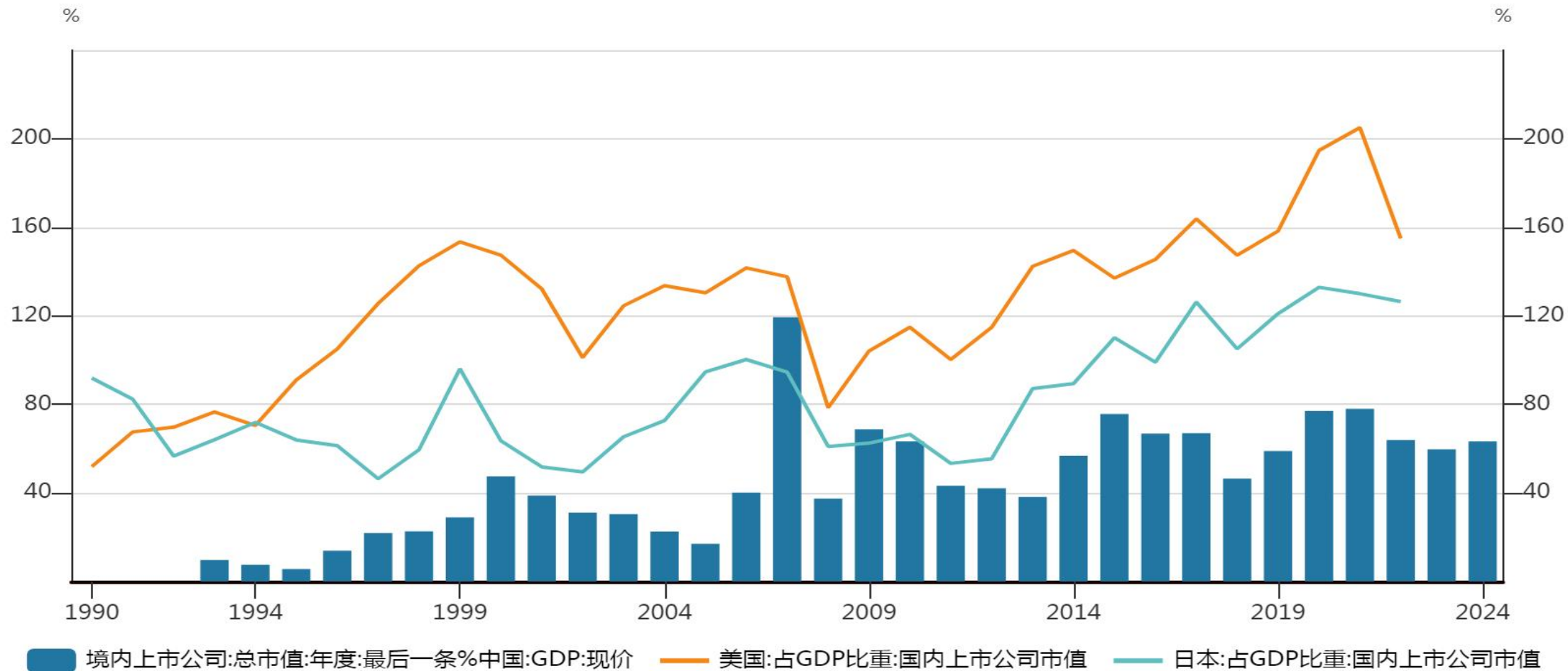
数据来源：Wind

从货币化进程看资产价格：股市围绕楼市上下波动表明股市表现将好于楼市



数据来源：Wind

中美日股市市值占GDP的比例对比：中国股市还有较大的发展空间



数据来源：Wind

重要声明

第一创业证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司研究所的客户使用。本公司研究所不会因接收人收到本报告而视其为客户。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告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，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。

本报告可能在今后的时间内因公司基本面变化和假设不成立导致的目标价格不能达成的风险。

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，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。

本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权归本公司所有，未经本公司授权，不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅，任何媒体和个人不得自行公开刊登、传播或使用，否则本公司保留追究法律责任的权利；任何媒体公开刊登本研究报告必须同时刊登本公司授权书，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改，并自行承担向其读者、受众解释、解读的责任，因其读者、受众使用本报告所产生的一切法律后果由该媒体承担。任何自然人不得未经授权而获得和使用本报告，未经授权的任何使用行为都是不当的，都构成对本公司权利的损害，由其本人全权承担责任和后果。

市场有风险，投资需谨慎。

投资评级

评级类别	具体评级	评级定义
股票投资评级	强烈推荐	预计6个月内，股价涨幅超同期市场基准指数20%以上
	审慎推荐	预计6个月内，股价涨幅超同期市场基准指数5-20%之间
	中性	预计6个月内，股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
	回避	预计6个月内，股价表现弱于市场基准指数5%以上
行业投资评级	推荐	行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
	中性	行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
	回避	行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

联系方式

公司总部	北京办事处
深圳市福田区福华一路115号投行大厦20楼 TEL:0755-23838888 FAX:0755-25831718 P.R.China:518048 www.firstcapital.com.cn	北京市西城区广宁伯街2号金泽大厦东区16层 TEL: 010-63197788 FAX: 010-63197777 P.R.China:100140