



上海证券
SHANGHAI SECURITIES

中国对等反制，降息降准或加速落地

——美国对等关税落地点评

日期： 2025年04月07日

分析师： 张河生

Tel: 021-53686158

E-mail: zhanghesheng@shzq.com

SAC 编号: S0870523100004

相关报告：

《拥抱科技，新质助力破局》

——2025年04月02日

《聚焦消费能力、意愿提升，供给创造需求》

——2025年03月18日

《破局与重构：价值驱动型并购重组新范式》

——2025年03月14日

■ 事件

2025年4月2日，特朗普签署行政命令，以互惠关税监管进口商品，以纠正导致美国商品年度贸易逆差持续巨大且持续的贸易做法。

■ 主要观点

贸易逆差以及贸易伙伴的非互惠贸易做法促使特朗普采取行动。

2025年1月20日，特朗普签署了《美国优先贸易政策总统备忘录》，指示调查美国每年持续出现巨额贸易逆差的原因；2025年2月13日，特朗普签署了一份题为“互惠贸易和关税”的总统备忘录，指示进一步审查美国的贸易伙伴的非互惠贸易做法；2025年4月1日，这些调查的结果出炉，特朗普于4月2日根据这些结果采取行动。

美国额外加征关税均在 10%以上，此后简单平均最惠国税率超越中国与欧盟。

美国将对所有贸易伙伴从美国东部时间 4 月 5 日凌晨开始额外征收 10%关税，对附件一中的几十个贸易伙伴从美国东部时间 4 月 9 日凌晨开始额外征收单独确定的关税，例如中国额外加征 34%，欧盟额外加征 20%，日本额外加征 24%等。根据 WTO 的数据，美国的简单平均最惠国税率为 3.3%，我们认为此次额外加征关税后，其大概率将超过中国（7.5%）、欧盟（5%）的水平。

特朗普政府声称额外加征关税对通胀影响非常小。

基于特朗普总统第一任期关税影响的研究，特朗普政府声称额外征收关税会“导致制造业和钢铁生产等行业大幅回流”、“有效地刺激了更多美国关税商品的生产，但对价格的影响非常小”、“只对整体价格水平产生了暂时的影响”。

2019年5月美国对 2000 亿美元的中国商品加征 10%关税正式生效，9月对剩下的 3000 亿美元中国输美商品加征 10%关税落地，且既有 2500 亿美元商品关税从 25%到 30%。我们可以观察 2019 年 10 月及以后的美国 CPI 与 PCE 环比 3 个月平均增速并未明显提升

美国股熊债牛，美元整体走弱，金价高位回落。

行政命令发布后美股大跌、美债收益率下降，呈现股熊债牛行

情，4月3日至4日，美股三大指数下跌10%左右，10年美债收益率下降19BP。美元指数整体下跌：美元指数4月2日至3日下跌2.19%，4月4日上涨0.96%，我们认为美元指数最后有所收涨或因避险情绪提升。黄金价格在行政命令落地前已经有所上涨，落地后黄金价格反而下跌：伦敦金现货价格在4月2日前两日上涨2.02%，4月2日至4日三天下跌2.53%。

国内债市走牛，权益市场下跌，清明假期间海外国内相关权益指数仍下跌。

国内债市走牛，10年期国债期货主力合约在4月2日至3日上涨0.76%，10年国债活跃券收益率下降9.24BP至1.7180%。权益方面，A股与港股在清明假期前有所下跌，4月3日万得全A与恒生指数分别下跌0.76%与1.52%。清明假期A股与港股休市，但是外部的中国相关权益指数仍然下跌：纳斯达克中国科技股指数在4月4日下跌1.68%；富时中国A50期货CFD在4月4至5日分别下跌1.56%、2.55%，我们认为A股与港股在清明假期结束后可能受到一定负面影响。

中国对等反制，国际贸易局势复杂多变，降息降准或加速落地。

中国国务院关税税则委员会在2025年4月4日发布公告，对原产于美国的所有进口商品，在现行适用关税税率基础上加征34%关税，并于2025年4月10日凌晨正式执行。

展望后市，我们认为资本市场表现最终取决于经济、货币政策等内生逻辑，加征关税对经济影响较为复杂，但是央行进行降息或降准对冲的概率在提升，我们看好债市与黄金的表现。

■ 风险提示

美国加征关税行动或升级；

其他国家应对措施不一；

美国的科技封锁与打压升级。

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询资格或相当的专业胜任能力，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告，并保证报告采用的信息均来自合规渠道，力求清晰、准确地反映作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响。此外，作者薪酬的任何部分不与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起 6 个月内公司股价相对于同期市场基准指数表现的看法。
买入	股价表现将强于基准指数 20%以上
增持	股价表现将强于基准指数 5-20%
中性	股价表现将介于基准指数±5%之间
减持	股价表现将弱于基准指数 5%以上
无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
行业投资评级：	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准指数表现的看法。
增持	行业基本面看好，相对表现优于同期基准指数
中性	行业基本面稳定，相对表现与同期基准指数持平
减持	行业基本面看淡，相对表现弱于同期基准指数
相关证券市场基准指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；港股市场以恒生指数为基准；美股市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责声明

本报告仅供上海证券有限责任公司(以下简称“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。

本报告版权归本公司所有，本公司对本报告保留一切权利。未经书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。如经过本公司同意引用、刊发的，须注明出处为上海证券有限责任公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

在法律许可的情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券或期权并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供多种金融服务。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见和推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值或投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见或推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司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。

本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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责，投资者据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的唯一参考因素，也不应当认为本报告可以取代自己的判断。