



美国关税政策同样需要回归常识

——美国关税政策点评

2025 年 4 月 7 日

宏观经济

事件点评

分析师

康明怡 电话：021-25102911 邮箱：kangmy@dxzq.net.cn

执业证书编号：S1480519090001

事件：

4 月 2 日，美国特朗普政府公布对他国关税方案。

4 月 4 日，中国反制，对美国进口商品征收 34% 关税。

主要观点：

- 1、 全球经济衰退风险显著上升。
- 2、 对美股态度转为偏空，建议以美国经济衰退为前提看待美股，标普 500 仍处于泡沫（11%）。
- 3、 美十债下限从 3.7~3.9% 下移至 3.4~3.65%，倾向于利率先下后上。

对美国的影响。据 Tax Foundation 估算，美国进口商品的关税将从 2024 年的 2.5% 升至 16.5%，为 1937 年以来的最高，进口金额或同比下降 25%。不考虑其他国家反制，未来 10 年，基础关税将提高 1.5 万亿美元的财政收入，同时 GDP 下降 0.4%；惩罚性关税将提高 1.3 万亿美元财政收入，GDP 下降 0.3%。2025 年，关税使得美国家庭的税后收入降 1.9%。截止 4 月 4 日中国、欧洲以及加拿大的反制措施，将进一步使得美国 GDP 下降 0.1%。2025 年，特朗普的关税将增加 0.85% GDP 的联邦财政收入。

无差别基础关税 10% 将大幅提高美国消费者对关税承担的比例。中低端制造业美国不具备生产优势条件，强行回流只会造成基础商品价格上升，对美国低收入人群影响最大。据 Tax Foundation 估算，特朗普第一任期内应税的进口品仅为 3800 亿美元，第二任期为 2.5 万亿美元，扩大了 6.6 倍。无差别基础税率 10% 意味着进口商品无法通过贸易转移来抵消基础关税，这将使得原本的进口品价格对关税的弹性显著上升，最终抬升美国消费者承担的关税比例。

关税政策意味着美国彻底否定了近 40 年以来的全球产业链体系，国际跨国公司利益受损。美国对他国税率低，部分原因是美国本土公司对外寻求低成本生产基地，反向销售回美国本土，需要美国对他国的低关税来实现这一生产销售模式。国际贸易体系面临深刻改变，从事国际贸易的商业和盈利模式也将随之改变，短期内不确定性显著提升。

全方位关税类似供应链危机。若美国出台对内刺激政策对冲关税的负面冲击，其宽松程度决定后续通胀是否持续。从当前关税政策的风格看，对内刺激政策过度的概率不低。

美国对全球的服务贸易为顺差，多数国家在接受贸易规则时，也放开了对美国科技服务的准入。关税对全球贸易体系的冲击，或使得各国在服务行业重新考虑自由贸易是否值得持续。区域性的自由贸易区可能出现。

特朗普的政策风格充满着不确定性，会抑制企业投资意愿。明确稳定的经商环境是企业投资的最大保障。美国关税方案显示特朗普政府的政策不确定性极高。欧洲和东南亚受冲击明显，这些地区在经济结构上对此毫无准备（与 2018 年的中国类似）。政策不稳定的情况下，企业可能会暂停投资选择观望，进一步放缓经济增长。而特朗普政府的政策是否能够无视经济衰退而持续具有高度不确定性。产业链的回归需要 5-10 年，美国经济是否能够忍受长期的成本上涨带来的经济衰退。这些政策的不确定性都是制约企业在短期内是否投资美国的重要考虑因素。

关税提高全球经济衰退风险。在关税政策下，全球贸易订单和相关投资面临停摆，直接影响对美国相关的贸易订单，最终也会因其他国家经济放缓或衰退引起其他国家贸易订单的下降。因此，此次关税政策对全球贸易的影响与次贷危机和疫情危机类似。各国面临通缩衰退风险，或将寻求降低对美国出口依赖的经济发展模式，可能陆续推出对内经济刺激政策。欧洲可能趁此机会，进一步打破财政赤字纪律。（在次贷危机时，面对显著下滑的外需，中国开启了 4 万亿为代表的刺激政策）国内而言，货币和财政政策的进一步宽松或在路上，扩大国内消费、生育、加强科技投入、对传统产业的科技赋能上或有看点。

鉴于中美之间的关税税率已达到 34% 以上，对双方贸易的影响已接近极限，后续进一步的关税抬升已没有任何实质上的经济意义，但会进一步激化双方分歧和市场情绪。

美国进入衰退概率显著上升。疫情期间，虽然通胀高企，但工资，特别是低收入人群的工资也高速增长。鉴于目前联邦赤字率高企，房价高企，工资再次高速增长的可能下降，低收入人群抵御关税上升带来的商品价格上涨的能力显著下降，而美国的家庭消费是经济增长的主要引擎，关税引发美国衰退的概率显著上升。

关税显现时间将集中于 4 月数据。汽车、农产品价格对 CPI 的影响较大，无法避免。我们倾向于关税引起的通胀没有消退而经济出现衰退的情景下，美联储会选择降息。

我们在近两次美国 CPI 数据点评时，也提到美国商品价格持续上升，以及关税引发的不是通胀而是经济衰退的问题。关税本身引发的通胀基本属于一过性，后续的通胀趋势取决于后续用于对冲经济活动放缓而采取的财政货币政策的宽松程度。鉴于当前激进的关税政策，一过性通胀的时间可能比上一轮要久。

1) 上一轮关税基本集中于中国生产的部分商品，最后由人民币贬值以及转口贸易应对，实际的关税压力没有税率明显。这次关税覆盖的商品和国家更为全面，转口贸易困难加大。

2) 上一轮关税时，美国仍处于低通胀环境，长期宽松的货币政策尚不能提振通胀，而目前美国处于搞通胀回落时期，经济不具备低通胀体质。

3) 当前特朗普政府希望重塑美国经济结构，希望再工业化重振美国制造业。与关税政策并行的尚未完全落地的对内政策，包括放松监管、降低能源成本、企业减税永久化等，鼓励外国资本对美国本土进行实业投资。从经验来看，宏观政策组合拳很少能在转型初期在时间节奏上无缝对接，所以我们认为短期阵痛难免（此处暂不考虑转型是否会成功）。此外，通过投资重振制造业，先不考虑人力和其他无形成本，首先需要面对生产资料（原材料、各项生产设备、零配件等）的高额关税，特朗普目前的对冲政策似乎没有考虑到这一点。

极端情况：美国对内刺激政策过度，则极有可能再次出现 1970 年代的滞胀情况，这一情景是否重现取决于后续美联储和财政政策的宽松程度。

市场方面，当前的表现为衰退交易。关税政策超出市场预期，显然成为美国/全球经济以及市场向下的拐点，短期不宜入场。我们对美股的中长期看法也从中性略偏积极转为偏空，当前美股仍有泡沫（标普 500 为 11%）。上周最后两个交易日，货币的流动性出现了明显波动。美十债下限从 3.7~3.9% 下移至 3.4~3.65%，倾向于利率先下后上。

附：关税细则

基础税率：所有国家 10%，于 4 月 5 日生效。

对等关税：根据对美国贸易顺差率，各国惩罚性关税不等，于 4 月 9 日生效。其中中国面临 34%、欧盟 20%、越南 46%。若反制，则进一步增加关税。对等关税有谈判空间。

多数原产地加拿大墨西哥不在本次关税政策之内，仍按照上两轮的关税规则。所有不符合 USMCA 原产地条件的加拿大或墨西哥商品目前需缴纳 25% 的额外从价税，从加拿大进口但不符合 USMCA 原产地条件的能源或能源资源和钾肥目前需缴纳 10% 的较低额外从价税。

存在部分豁免商品：钢铝（25% 关税已经落地）、汽车及零配件（25% 关税单独宣布落地）；铜、药品、半导体、黄金、美国无法获得的矿产和能源等。受 IEEPA 第 203 (b) 条 [50 U.S.C.1702 (b)] 约束的物品；已受第 232 条关税约束的钢铁、铝制品和汽车/汽车零部件；铜、药品、半导体和木材制品；所有可能未来受第 232 条关税约束的物品；金条；美国没有的能源和其他某些矿物。根据 2024 年贸易数据，约有 6440 亿美元进口商品。（美国进口商品约 3 万亿）

风险提示：海外经济衰退，贸易摩擦升温。

相关报告汇总

报告类型	标题	日期
宏观普通报告	美联储下调经济增长预期，认为关税通胀压力一过性—3月美国 FOMC 点评	2025-03-20
宏观普通报告	关税影响不在于通胀，而在于经济是否会衰退—美国 2 月 CPI 数据点评	2025-03-14
宏观深度报告	美国就业市场总量尚可，但较为脆弱—美国就业数据梳理	2025-03-10
宏观深度报告	对 2025 年政府工作报告的几点理解—	2025-03-05
宏观普通报告	促进民营企业健康高质量发展—2025 年民营企业座谈会点评	2025-02-18
宏观普通报告	美国 1 月通胀数据仍属于正常范围—美国 1 月 CPI 数据点评	2025-02-17
宏观普通报告	服务科技型企业居于首位，推动资本市场高质量发展—《关于资本市场做好金融“五篇大文章”的实施意见》点评	2025-02-10
宏观普通报告	美国放在首位，开启常识革命—2025 年美国总统就职演说点评	2025-01-21
宏观普通报告	再通胀风险取决于财政货币政策节奏—美国 12 月 CPI 数据点评	2025-01-16
宏观普通报告	周期性行业部分好转，制造业持续收缩—12 月美国非农数据点评	2025-01-13

资料来源：东兴证券研究所

分析师简介

康明怡

经济学博士。分别就读于武汉大学、清华大学和明尼苏达大学，博士期间曾在明尼苏达大学、美联储明尼阿波利斯分行从事多年教学和访问工作。2010 年开始执教于复旦大学经济学院 985 平台，上海浦江人才计划项目。2017 年加入东兴证券研究所。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我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。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。

我公司及报告作者在自身所知情的范围内，与本报告所评价或推荐的证券或投资标的的存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，我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。本报告版权仅为我公司所有，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，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和法律责任。

行业评级体系

公司投资评级（A股市场基准为沪深300指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普500指数）：
以报告日后的6个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率15%以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率5%~15%之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5%之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率5%以上。

行业投资评级（A股市场基准为沪深300指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普500指数）：
以报告日后的6个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5%之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率5%以上。

东兴证券研究所

北京

西城区金融大街5号新盛大厦B座16层

邮编：100033

电话：010-66554070

传真：010-66554008

上海

虹口区杨树浦路248号瑞丰国际大厦23层

邮编：200082

电话：021-25102800

传真：021-25102881

深圳

福田区益田路6009号新世界中心46F

邮编：518038

电话：0755-83239601

传真：0755-23824526