

美国对等关税落地政策解读

西南观点

1. 宏观观点

叶凡 S1250520060001

- 当地时间 4 月 2 日，美国总统特朗普在白宫宣布对贸易伙伴征收所谓的“对等关税”措施。美国对中国实施 34% 的对等关税（叠加今年以来已经征收的 20% 芬太尼关税，今年美国对中国征收 54% 的关税），对欧盟实施 20% 的对等关税，对韩国实施 25% 的对等关税，对日本实施 24% 的对等关税。此次“对等关税”计算方式采取的是简单粗暴的综合税率=（美方出口额-美方进口额）/美方进口额，力度明显超出市场此前预期，全球资产价格走势也反映了由关税冲击带来的衰退预期。美国股市剧烈震荡，连续 2 日暴跌，欧股和亚太股市也出现较大幅度下跌，债市迎来大量避险资金，市场对美联储年内降息预期上调至 100BP。
- 中国在上一轮贸易战之后，不断增大对第三国转口贸易，以及出海设厂投资。而此次“对等关税”计划不仅针对中国，还对全球几乎所有与美国存在贸易逆差的国家征收不同幅度的关税，其中包括中国企业出海以及转口贸易较多的越南、泰国、柬埔寨等，征收的对等关税税率分别为 46%、36%、49%：从对美顺差占 GDP 比重看，2024 年中国为 1.9%，越南 28%，泰国 8.4%，柬埔寨 25.8%，此次关税对越南、柬埔寨的冲击较大。此外，特朗普还签署行政命令，再次宣布终止 800 美元小额进口豁免。从美东时间 5 月 2 日起终止从中国内地和中国香港输美小额包裹的免税待遇。这一措施的落地，可能会使得中国跨境电商面临较大压力。
- 在特朗普的“对等关税”出台后，各国的反应差异较大，我国于 4 月 4 日，第一个发布了系列反制措施，宣布自 2025 年 4 月 10 日 12 时 01 分起，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。欧盟谈判与反制并举，一方面，4 月 5 日开始欧盟首席贸易谈判代表与美国贸易代表就特朗普影响深远的关税展开谈判，预计将讨论降低欧盟自己的关税、潜在的联合投资以及放松某些法规和标准等选项；另一方面，欧盟成员国计划 9 日投票表决针对美方 25% 钢铝关税的反制措施，对美国关税举措采取的第二轮反制措施可能在 4 月底之前准备好，如果谈判情况不理想，可能动用“反胁迫工具”（ACI），采取关税、外国投资限制等广泛手段加以反制。但印度、越南、柬埔寨表态缓和，下调了对美关税。
- 此次“对等关税”将对我国以及其他主要经济体产生不同程度的冲击：
 - （1）从对我国的影响来看，在大幅度以及全面的关税下，中国出口商更有可能将关税转嫁至出口价格，当商品出口价格提高之后，美国对中国商品的进口需求也会相应减少。关税转嫁率在 10%-30% 左右，美国对进口的需求弹性在 -2 至 -7 之间，若均取中间值计算（20% 的关税转嫁率、-4.5 的需求弹性），当美国额外对中国加征 1% 的关税，将导致中国商品出口数量下降 0.9% 左右，出口金额下降 0.7% 左右。今年以来美国对中国累计征收的 54% 关税，或导致 2025 年中国商品对美国出口总额下降 37.8%，相应收缩 1983 亿美元，使得整体出口金额下降 5.5%，从而拖累 GDP 增长约 1 个百分点。后续一方面关注各国关税谈判的进展，另一方面若关税落地后，国内经济下行风险加大，逆周期调节政策有望择机强化，货币政策与财政政策或将协同发力，二季度降准降息可期，同时关注 4 月政治局会议的政策加码预期。
 - （2）从对东盟的影响来看，“对等关税”超预期对东盟国家加征，一方面对东盟自身的贸易和投资带来打击，另一方面也将间接拖累我国出口以及对外投资。东盟在 2023 年超过美国和欧盟成为中国最大的出口市场，2018-2024 年我国对东盟的出口占比从 12.8% 升至 16.4%，

提升了 3.6 个百分点，相应对美国出口的占比下降了 4.6 个百分点，2024 年中国对东盟的出口同比增长 12%，远高于对美国（4.9%）和欧盟（3%）的出口增速。与此同时，美国自东盟的进口也在近几年提速，2018-2024 年美国自东盟进口的占比提升约 3.6 个百分点。若美国对越南、泰国等东南亚国家的关税落地，中国向东盟出口增速也将有所放缓。此次“对等关税”对东盟十国征收的算术平均关税税率为 33%，若依照上述计算方式，美国自东盟进口金额或下降 23.1%，对应进口收缩 844 亿美元。假设其中 50%是来自中国的转口贸易，可能将额外使我国出口下降 1.2%，对应拖累 GDP 约 0.2 个百分点。此外，为规避贸易摩擦，中国企业近年来加快出海步伐，建设离岸制造基地。2023 年中国非金融类企业对外直接投资增速为 11.4%，其中对“一带一路”国家非金融类直接投资增速为 22.6%，中国企业出海的主要目的地也集中在东南亚、非洲及中东等新兴市场。“对等关税”的实施也可能对我国出海企业向美国出口造成一定负面影响，从而令中国企业向东南亚出海投资增速下滑，拖累东盟经济增长。

（3）从对欧盟的影响来看，美国和欧盟互为双方最大贸易伙伴，2024 年欧盟向美国出口了 5316 亿欧元的商品，自美国进口 3334 亿欧元，贸易顺差为 1982 亿欧元。目前欧洲经济虽然有温和复苏的迹象，但是依然面临着能源成本高企的挑战，若美国提高对欧洲商品的关税至 20%，可能会进一步冲击欧洲经济。1 月份，德国政府将 2025 年经济增长预期从 1.1%下调至 0.3%。欧盟向美国主要出口的商品包括机械、汽车、药品等，这些品类出口可能会面临较大压力。

➤ “对等关税”不仅将给美国贸易伙伴带来冲击，同时美国自身也会面临滞胀风险。4 月 2 日特朗普宣布的全面关税政策将使得美国有效关税税率提高 11.5 个百分点，在纳入今年以来所有的关税政策后，美国平均有效关税税率现在为 22.5%，是 1909 年以来的最高税率水平。若 4 月 2 日实施的关税政策全部落地，不论从短期来看还是从长期来看，美国经济都会面临下行风险。耶鲁大学预算实验室估计，考虑到 2025 年美国已宣布的所有关税政策以及反制措施，美国 2025 年实际 GDP 增速将下降 0.9 个百分点，长期来看美国的实际 GDP 水平也将萎缩 0.6 个百分点。短期美国 CPI 也会上涨约 1.3%，将导致平均每户消费者损失 3800 美元的购买力（以 2024 年的美元计算）。4 月 2 日美国关税政策公布之后，VIX 隐含美国经济衰退概率快速走高，截至 4 月 4 日，4 月 VIX 隐含美国经济衰退概率升至 74%。另外，根据美联储研究显示，2021 年年中之后，美国的消费韧性主要由中高收入人群贡献，而中高收入人群的财富增长主要得益于股市的持续上涨，若关税政策引发美国股市波动持续加剧，可能也会在一定程度上导致美国居民财富效应减弱，从而导致美国居民消费萎缩。

➤ 风险提示：关税对国内经济冲击超预期，美国后续关税加码超预期。

2. 策略观点

程睿智 S1250524050004

➤ 上周对等关税落地，综合今年以来关税动向，中国直接对美出口今年累计新增有效关税 48% 左右，整体关税税率来到高位。实际上，由于当前关税尚未最终落地，且各国仍处在密集谈判过程中，因此想要测算关税对国内利润的影响尚且比较困难。同时由于全球贸易链纷繁复杂，出口贸易和扩展海外非美市场并存，因此测算过程中必然是静态的，而非基于动态视角。不过我们依旧尝试着，至少从静态视角出发，去观察不同行业对于此次新增关税的利润敏感程度。

➤ 测算思路如下：

1) 利用海关贸易数据库，将行业主营商品和海关贸易编码勾稽起来，明晰申万二级制造业视角下主营商品的 4 位 HS 编码是多少；2) 海关贸易口径下该编码商品直接出口到美国的占比；3) 明晰关税弹性。学术界利用微观数据的研究发现，18 年贸易战以来，每加征 1% 的关税，对应商品的出口数量会下降大约 1.5%-2% (Amiti et al, 2019; Fajgelbaum et al, 2020; Jiang et al, 2021)。这意味着，48% 新增关税情境下，则其对美出口的数量将再度下降大约 72%-96%。此处我们将关税弹性设定为 1.5。4) 假如转口贸易效应失效，那么该行业 25 年对美营收下滑幅度为““出口美国占比”×48%×1.5”得到 25 年各行业营收下滑幅度后，

我们用两种方式转化为利润下滑幅度。

方法一：系数回归法，即根据过去十年行业营收 TTM 和利润 TTM 的回归系数，作为营收变动和利润变动之间的连接参数，此种方式简单直观易于理解，但可能和实际情况相差较大。

方法二：固定成本法，即计算 25 年营收规模下，减去固定成本后的 25 年利润变化，此种方式更贴合实际，能够较好的反映当前关税扰动下的不确定性。

➤ 综合两种方式测算，我们对两种方式取中位数，作为今年累计新增 48% 关税后各个细分制造业的利润冲击幅度，结果如下：

1) 25 年利润下滑在【0%~5%】区间：乘用车、化学制品；2) 【5%~10%】区间：白色家电、摩托车、电池、医疗器械、光伏设备；3) 【10%~15%】区间：元件、工程机械、专用设备、通用设备、汽车零部件、小家电、电机；4) 【15%~20%】区间：家居用品、消费电子、黑色家电、纺织制造、通信设备、计算机设备；5) 【20%~30%】区间：商用车、照明设备。

➤ 综合来看，此次累计新增关税将会对我国制造业形成 12% 左右的利润冲击，建议投资者关注受冲击较少的细分制造业，如乘用车、化学制品、白色家电等细分制造业

➤ 风险提示：后续关税超预期缓和风险；全球关税反制加剧风险；测算模型假设失效风险。

3. 固收观点

杨杰峰 S1250523060001

➤ 上周市场方面曲线整体呈牛平走势。上周三尾盘资金开始转松，周四 R007 加权平均利率跌破 1.8%，是自 1 月中旬以来首次，持续近一个季度的资金紧平衡状态在特朗普政府关税政策落地后似乎得到了阶段性的缓解，从利率互换价格来看，6 个月 FR007 利率互换价格于周四当日下行 10BP 左右。同时市场开始定价短期内降准降息的落地，各期限国债收益率普遍下行 5~6BP。

➤ 配置盘持续加仓。国有大行跨季后继续展现出一定的补券行为，周一至周四期间，国有大行均对 5-10 年国债表现为净买入，补券行为仍有一定持续性。在一季度利润指标完成后，受流动性指标、规模指标和全年考核压力影响，国有行补券行为可能仍有持续性，并且补券期限结构可能仍然是以短期为主。保险资金对超长期地方债买入力度不减，地方债的静态收益率和国地利差依然支持其在保险资产配置中的优先级。

➤ 交易盘情绪提振，市场收益率来到公募短期成本线下方。农商行上周由卖转买，过去前两周农商止盈行为比较显著，分别净卖出国债 110.44 亿元和 523.41 亿元，公募基金周四分别净买入 72.28 亿元和 91.85 亿元的 20-30Y 国债和 7-10Y 国债，公募基金近 20 交易日加仓 7-10Y 的成本线约为 1.817%，其产品净值压力有所缓解。

➤ 后市怎么看？特朗普政府“对等关税”加剧出口承压，基本面稳中有进或需财政政策更加发力 and 货币政策加强配合，市场未来博弈重点将仍聚焦于货币政策的执行力度。我们认为相关货币政策落地以应对“对等关税”带来的消极影响的必要性较高，可关注 4 月潜在的降准降息。

➤ 具体策略如何？此前我们推荐“买短看长”，但上周特朗普政府关税政策落地后催化了长债的博弈情绪，曲线可能将呈现先平后陡的趋势。上周四交易资金大量涌入长端市场，由于当下市场杠杆率整体偏低，我们认为长债仍然存在博弈空间，短期内交易资金参与胜率已显著提高，具体个券来看，换券背景下 10 年期国债更推荐 250004，10 年国开债推荐当下主力券 250205。短债方面，从曲线形态来看 1-3 年补涨空间依然可观，当下 10 年-1 年和 10 年-3 年国债期限利差大约为 23.51BP 和 19.17BP，持仓静待货币政策落地即可。

➤ 风险提示：经济运行情况超预期。

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注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后6个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A股市场以沪深300指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准。

公司评级	买入：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在20%以上
	持有：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于10%与20%之间
	中性：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%与10%之间
	回避：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市：未来6个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数5%以上
	跟随大市：未来6个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数-5%与5%之间
	弱于大市：未来6个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知悉范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于2017年7月1日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及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、价值及投资收入可升可跌，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、意见及推测不一致的报告，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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，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。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究院

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴 21 世纪大厦 10 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 22 楼

邮编：518038

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼 21 楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理、销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售副总监	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	李煜	资深销售经理	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	田婧雯	高级销售经理	18817337408	18817337408	tjw@swsc.com.cn
	汪艺	高级销售经理	13127920536	13127920536	wyyf@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymyf@swsc.com.cn
	欧若诗	销售经理	18223769969	18223769969	ors@swsc.com.cn
	李嘉隆	销售经理	15800507223	15800507223	ljlong@swsc.com.cn
	龚怡芸	销售经理	13524211935	13524211935	gongyy@swsc.com.cn
	蒋宇洁	销售经理	15905851569	15905851569	jjj@swsc.com.c
北京	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杨薇	资深销售经理	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	姚航	资深销售经理	15652026677	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	张鑫	高级销售经理	15981953220	15981953220	zhxin@swsc.com.cn
	王一菲	高级销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	王宇飞	高级销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
	马冰竹	销售经理	13126590325	13126590325	mbz@swsc.com.cn

广深	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	龚之涵	高级销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	杨举	销售经理	13668255142	13668255142	yangju@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyrif@swsc.com.cn
	林哲睿	销售经理	15602268757	15602268757	lzt@swsc.com.cn