

宏观点评 20250406

国际贸易摩擦对经济与资产配置的影响

2025 年 04 月 06 日

■ 本轮国际贸易摩擦简述

▶ 北京时间 4 月 3 日凌晨 4 点，特朗普依据 IEEPA（国际紧急经济权力法）宣布对等关税，将于美东时间 4 月 5 日 00:01 生效对全球额外加 10% 的基准关税，4 月 9 日 00:01 生效对等关税。具体如下：

- ✧ （1）对全球贸易伙伴普遍加征基准关税 10%；
- ✧ （2）对特定国家加征更高关税，税率从 10%-49% 不等；
- ✧ （3）对中国而言，此次对等关税额外加征 34% 税率，截至目前今年累计加征关税幅度为 54%；
- ✧ （4）结束了对小额进口（低于 800 美元）关税的豁免。

▶ 北京时间 4 月 4 日，我国针对美国对等关税政策采取了一系列反制措施，具体如下：

- ✧ （1）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；
- ✧ （2）商务部会同海关总署发布关于对钐、钇、铽、镱、铕、铈等 7 类中重稀土相关物项实施出口管制措施的公告，并于发布之日起正式实施；
- ✧ （3）商务部发布公告决定将 16 家美国实体列入出口管制管控名单，禁止对其出口两用物项；
- ✧ （4）商务部发布不可靠实体清单工作机制关于将斯凯迪奥公司等 11 家美国企业列入不可靠实体清单的公告；
- ✧ （5）商务部决定自 2025 年 4 月 4 日起对进口医用 CT 球管进行产业竞争力调查，对原产于美国、印度的进口相关医用 CT 球管进行反倾销立案调查；
- ✧ （6）由于相关进口产品存在检验检疫问题，海关总署决定暂停 1 家美国涉事企业高粱输华资质，3 家美国涉事企业禽肉骨粉输华资质，并暂停 2 家美国涉事企业禽肉产品输华。

■ 对美加征关税对我国进口和通胀的影响相对可控。

- ▶ 从总量维度上来看，截至 2024 年底，我国从美进口总额约为 1652 亿美元，约占我国进口总额的 6.4%，我国对美进口依赖度较低，且从趋势来看，自 2018 年首轮中美贸易摩擦以来我国从美进口份额逐步降低，因此本轮对美加征关税对我国进口端影响或相对可控。
- ▶ 从结构维度上来看，截至 2024 年底，进口绝对金额方面，从美国进口产品中矿物产品（231 亿美元）、机械设备（202 亿美元）、电气设备（183 亿美元）、精密仪器（131 亿美元）和用于生产的植物（126 亿）进口额超过 100 亿美元；进口依赖度方面，我国从美进口航空航天器依赖度较高，占我国航空航天器全部进口的比重超过 50%，印刷品、部分动物产品以及炸药烟火等易燃制品从美进口依赖度也超过 20%；重点产品方面，我国乘用车（19%）、货运车（33.5%）、高粱（66.8%）、大豆（22.8%）、活猪（66.9%）、牛肉（39.8%）从美进口依赖度较高。综合来看，对美加征关税后可能会对我国农产品、航空航天器、汽车以及高端芯片等在内的高科技产品进口造成一定影响，从美进口的较高依赖可能会使得这些行业承担一定的进口成本提升。
- ▶ 从对我国的影响来看：一方面，短期内可能会对农产品价格造成扰动，但中长期来看对我国通胀的影响不大。我国进口整体对美依赖程度较低，有较高依赖的领域主要集中于航空航天器、高端芯片等高技术领域，

证券分析师 芦哲

执业证书：S0600524110003

luzhe@dwzq.com.cn

证券分析师 占烁

执业证书：S0600524120005

zhansh@dwzq.com.cn

证券分析师 李昌萌

执业证书：S0600524120007

lichm@dwzq.com.cn

证券分析师 潘京

执业证书：S0600524120011

panj@dwzq.com.cn

证券分析师 王洋

执业证书：S0600524120012

wangyang@dwzq.com.cn

相关研究

《对等关税对全球贸易和中国经济的冲击有多大？》

2025-04-03

《经济修复的三个特点——3 月 PMI 数据点评》

2025-03-31

占我国进口的比重较小，且成本不易传导至消费端。而对于农产品等有较高依赖的初级产品来讲，短期内或难以寻找新的供应商而造成价格有所上涨，但可替代性较高意味着后续我国可转向其他国家进口替代，中长期来看对我国物价的影响相对可控；**另一方面，对美反制后将进一步加速国产替代。**截至 2024 年底，我国本土品牌乘用车零售占比约为 65.2%，仍有较大提升空间，本轮反制后我国汽车厂商有望获得替代美企的市场空间，也一定程度上可以缓解过剩产能。在而半导体和集成电路等关键领域，本次反制措施也彰显出我国加大科技投入，突破关键领域卡脖子技术的决心，有望加速国产替代进程，相关领域厂商有望直接获益。

■ 美国加征关税目的之一是财政增收，我国反制关税也有同样的效果。

- 按照 2024 年进口额计算，理论上反制关税带来的财政收入可达 4000 亿，占 2025 全年预算收入的 1.8%，这个资金量相当于赤字率上调 0.3 个点，稳增长的财政资金更加充裕。2024 年我国自美进口为 1.16 万亿元，如果按照 34% 的关税税率计算，关税收入将增加近 4000 亿，若考虑到 2 月的反制关税，增收可能会更多。2025 年我国财政预算收入约为 22 万亿，反制关税带来的增收可达到整体财政收入的 1.8%，这个资金量相当于全年赤字率上调 0.3 个点，可以极大丰富财政政策工具箱，更多资源可以用于国内稳增长。
- 当然从历史来看，最终关税收入是否增加取决于对非美国国家的关税税率如何变化，上轮贸易战后我国对其他国家的进口关税不断降低。比如 2018 年，在对等提高自美进口关税的同时，也下调了对其他国家的进口关税。2018 年 5 月起对绝大多数进口药品实施零关税，7 月起降低了汽车及零部件、部分日用消费品的进口关税，11 月起再次对 1585 个进口商品降低税率，覆盖了进口商品总数的 19%，这批产品的平均税率由 10.5% 降至 7.8%，平均降幅为 26%。经过多次下调后，尽管对美部分产品关税有所上调，但 2018 年我国所有应税产品的平均关税税率还是下降了近四分之一，关税总水平由上年的 9.8% 降至 7.5%，2023 年初继续降至 7% 左右。
- 因此上轮贸易战后，我国关税总收入并未明显增加。2017 年关税收入 2998 亿元，2019 年降至 2889 亿元，2024 年进一步降至 2443 亿元。所有进口产品的平均关税税率（= 关税收入 / 进口总额），也从 2017 年的 2.4% 降至 2019 年的 2%，再降至 2024 年的 1.3%。

■ 大类资产是否重演“流动性危机”？

中方反制措施公布后，全球股市在周四的下跌后再次迎来新一轮暴跌，周四、周五两个交易日，标普 500 指数两日累计下跌超过 10%，创下自 2020 年 3 月疫情初期以来最大两日跌幅，道指和纳指也分别下跌 9.3% 和 11.4%，欧洲主要指数下跌均值在 7%-8%，VIX 指数创四年来新高，原油、铜、农产品大幅下跌，黄金在迎来历史高点后也开始快速下跌。

参考 2020 年 3 月疫情爆发初期全球陷入流动性危机的时期，市场投资者大幅抛售风险资产以换取美元流动性，当黄金作为最后的风险资产储备也开始被迫迎来抛售时，需要警惕市场当下情绪恐慌导致的无差别下跌传导和美元被动升值风险。

与 2020 年 3 月不同的是，在对等关税税率“极度悲观”的预期兑现、关税在 4 月 9 日正式落地可能存在部分豁免之前，一方面，当前市场认为关税条件进一步恶化的空间偏小，各方“摊牌”后，短期内后续的走向可能是在谈判中博弈双方在贸易外的其他领域的利益，另一方面，相对 2020 年 3 月初的信息恐慌来说，目前的情况已有 2018 年做参考，悲观预期释放得相对充分。另外，从资产价格来看，目前暂时是“流动性危机”的初期，美元指数也相对稳定，美股来看涨跌家数比例几乎接近 50%/50%，说明下跌更多也是结构化而非全面下跌。从周五外盘交易的情况来看，A50 指数期货跌幅远小于美股主要指数，周四亚洲地区、中概股的下行幅度也小于其他地区，一方面是 A50 交易资金量级可能偏小，另一方面说明内盘市场

情绪仍然相对较强。因此，本轮市场后续可能不会演绎成 2020 年 3 月的情形，我们认为**全球市场仍然将短暂地被负面情绪所影响，尤其是清明假期未交易的内地和香港市场需要消化短期内资金避险的行为，但短期情绪释放、4 月 9 日实施落地后，市场将开始进入到基本面验证的阶段。**

■ 下跌期间，权益市场如何“避险”？

➤ 由于本轮全球关税对等征收，美国对东南亚、欧洲也同样提升了关税税率，海外营收占比较大的部分公司未来通过转口贸易满足美国需求的渠道也会受到影响，因此我们主要从海外营收的视角判断对未来行业基本面的影响。从一级行业来看，海外营收占比较高的家电、电子、汽车行业需要进行规避，可以考虑在地产、非银、公用事业、环保、食品饮料、通信、煤炭、银行等行业中进行筛选，我们进一步筛选了海外营收占比低和未来业绩增速较高的二级行业，主要集中在消费行业中，可以关注医疗美容、教育、保险、酒类、休闲食品、贵金属行业，需要规避其他家电、航运港口、医疗服务、多元金融、照明设备、黑色家电、能源金属、光学光电子、纺织制造行业中海外收入占比较大的公司。**结合行业基本面和上周四国内权益市场的交易风格，内需链/高股息/关税豁免的方向是当下市场资金主流的应对，综合业绩、当前估值和市场交易情绪来看，近期主要的避险方向集中在地产/消费/银行/公用事业/农业/医药等行业中。**

■ 债券市场：避险情绪和宽松预期或推动利率挑战前低

➤ 美国“对等关税”政策以及对美反制措施，打破了一季度债券市场博弈资金面松紧的局面，在避险情绪升温推动利率快速下行之外，“预期外部不确定性因素增加→外部需求回落→扩内需更加重要→经济政策应积极加码→货币政策宽松窗口打开”成为债券市场博弈主线。

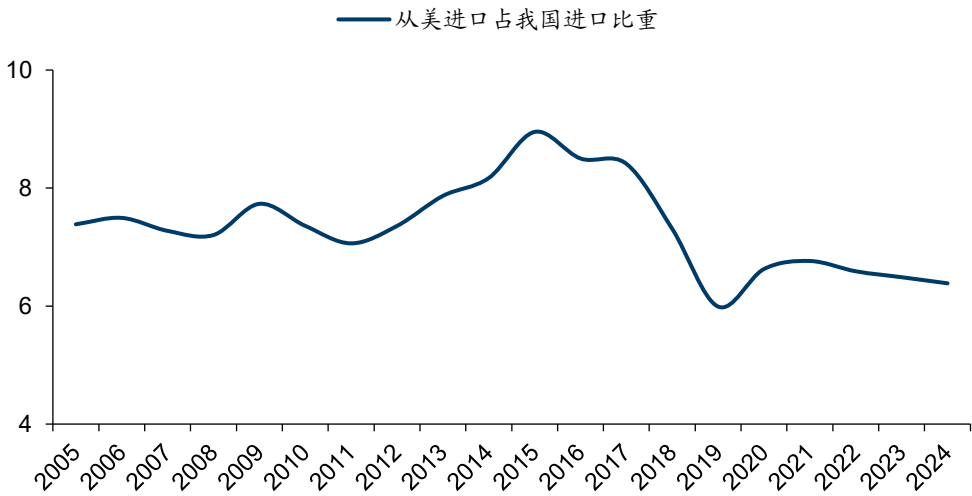
➤ 在关税风险加剧进出口下滑压力时，更加积极的财政政策和“适度宽松”的货币政策或需要加码对冲，相比财政政策，货币政策灵活性更高，债券市场年初至今，满怀期待的“择机降准降息”的时机或正在来临。**预计 4 月 7 日开始，对经济基本面的博弈和货币政策宽松预期升温或推动利率进一步挑战前低，对应 10 年期利率 1.60% 和 30 年期利率 1.80%。**但是在目前短端资金利率仍然维持偏高位置的状态下，长期利率进一步下行能否打开底部约束，还需要验证货币政策和资金面的态度：如果隔夜和 7 天期回购利率中枢显著下降，或巩固货币政策宽松预期，利率下限或继续打开；如果隔夜和 7 天期回购利率中枢延续 3 月份以来的水平，长期利率或重新进入窄幅震荡的徘徊。

■ 人民币汇率：摆脱低波动、关注中间价指引

➤ 4 月 3 日在岸和离岸人民币先后贬值是对风险事件冲击的“膝跳反应”，市场情绪由此得以释放，至 4 月 4 日对美反制措施公布后，离岸人民币跟随海外风险和流动性冲击而波动，两个交易日振幅超过 1000 点，横亘已久的低波动状态被打破。由于 2025 年一季度，中间价“抑制”汇率波幅，已为 4 月份外部风险冲击储备了一定弹性，4 月 3 日当日美元兑人民币中间价调升至 7.1889，将 USDCNY 的“跌停板”上调至 7.33 左右，引导即期市场充分宣泄风险事件累计的情绪，接下来 4 月 7 日美元兑人民币中间价挂在什么位置就显得尤为重要：**如果中间价继续抬升至 7.19 之上，意在继续引导即期汇率上修，那么 USDCNY 或击破 7.33 的约束，即期汇率或尝试向 7.35 左右靠拢；如果中间价相比 4 月 3 日报价下修，显示中间价有“牵引”即期汇率重回 7.21-7.31 区间的倾向，人民币汇率或继续维持在原有波动区间内震荡。**

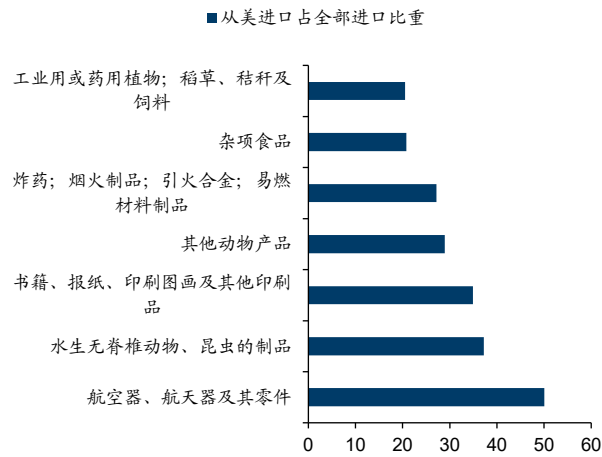
■ **风险提示：内需提振不及预期；美国对关税反制进行新一轮报复性反制；4 月出口受关税影响大幅度下行。**

图1：我国从美国进口商品比重趋于下行（%）



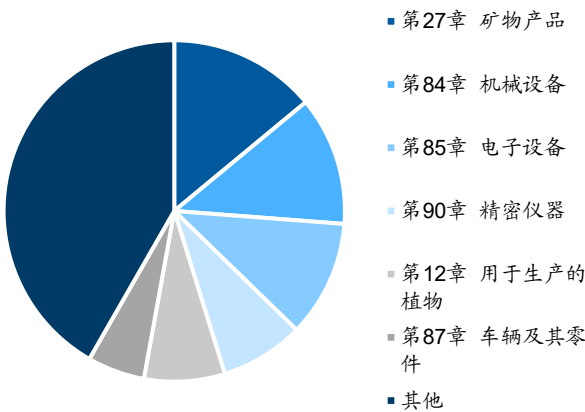
数据来源：ITC，东吴证券研究所

图2：航空航天器从美进口依赖度较高（2024 年，%）



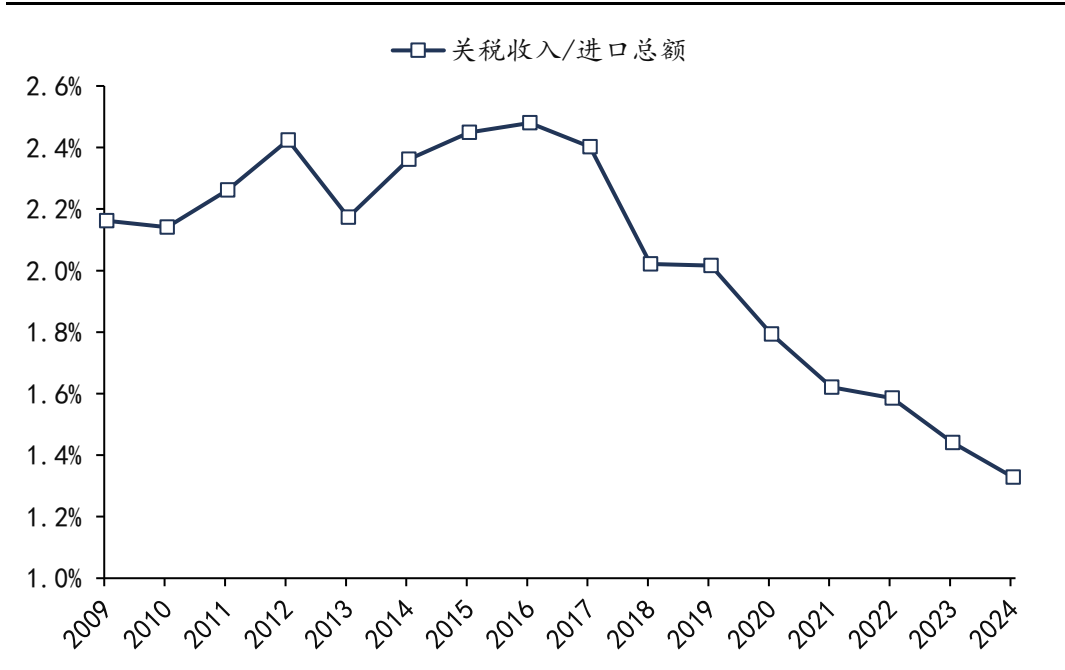
数据来源：ITC，东吴证券研究所

图3：我国从美国进口商品结构（2024 年）



数据来源：ITC，东吴证券研究所

图4：我国所有进口产品的平均税率



数据来源：Wind，东吴证券研究所

表1：一级行业海外营收占比（2024 年）

A 股行业分类			海外营收占比
周期	上游资源	石油石化	21.49%
		有色金属	19.05%
		煤炭	4.05%
	中游材料	基础化工	18.02%
		钢铁	7.49%
		建筑材料	6.51%
	中游制造	机械设备	18.49%
		轻工制造	16.96%
		国防军工	5.20%
消费	可选消费	家用电器	38.89%
		汽车	24.03%
		美容护理	13.95%
		社会服务	5.19%
	必选消费	纺织服饰	11.78%
		医药生物	9.55%
		商贸零售	7.48%
		农林牧渔	5.47%
		食品饮料	3.60%
金融	金融地产	银行	4.29%
		非银金融	1.94%
		房地产	0.40%
成长	新能源	电力设备	18.41%

免责声明

东吴证券股份有限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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

在法律许可的情况下，东吴证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，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。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（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，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5%以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准-5%与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5%以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>