

“对等关税”对中国经济的影响测算

如 54% 的新增关税完全由中国出口商承担，将影响出口增速下降 4.9 个百分点，影响 GDP 增速下降 1.5 个百分点；如新增关税由中国出口商承担一半，则对中国出口影响约 2.5 个百分点，影响 GDP 增速约 0.76 个百分点。中国宏观政策能够对冲关税的影响。

- 模型显示，中国出口价格上涨 1%，出口数量下降 0.62%。由此测算，如果美国加征的 54% 关税全部由中国出口商承担，则中国对美国出口约下降 33.5%；2024 年，中国对美出口占中国出口总额的 14.7%，对美出口如下下降 33.5%，将导致中国出口总额下降 4.9 个百分点。相应的，如果美国新增关税由中国出口商承担一半，则对中国出口影响约 2.5 个百分点。
- 需要指出的是，关税主要是通过影响出口价格来影响出口需求，但是，出口价格并不是需求的唯一决定因素。中国出口工业品的出口竞争力近年来持续改善，尤其体现在汽车等领域，是出口的持续支撑。在出口竞争力提升的背景下，关税的冲击更多是一次性的。
- 联立方程组模型显示，如果加征关税导致 2025 年中国出口损失 4.9 个百分点，对 GDP 的直接影响（出口下降）为 1.25 万亿元，间接影响为 8000 亿元左右，对 2025 年 GDP 的综合影响约 2.05 万亿元，影响 GDP 增速 1.53 个百分点。如果关税仅由中国出口商承担一半，则影响 2025 年 GDP 增速约 0.76 个百分点。考虑到线性模型的假设还是相对粗略的，因此上述估算更宜作为关税影响的下限看待。
- 2024 年，最终消费支出实际增速为 3.9%，明显低于 2012—2019 年水平，也低于 2020—2023 年平均 5.2% 的增速。资本形成总额 2024 年实际增速为 3.1%，与历史水平相比，也仅高于 2022 年的 2.7%。
- 如 2025 年最终消费支出增速能恢复到 2020—2023 年的平均增速 5.2%，对 GDP 增速的贡献即可达到 2.93 个百分点；如能恢复到 2019 年 5.96% 的增速，则对 GDP 增速的贡献可达到 3.36 个百分点。如 2025 年资本形成总额增速能提升至 2019—2021 年 4% 左右的水平，则对 GDP 的贡献可达到 1.65 个百分点。因此，如果政策能有效提振内需，内需的扩大完全能够对冲关税对出口的冲击，从而实现全年增长目标。
- **风险提示：**政策力度不及预期，地缘政治风险上升，全球衰退风险上升

相关研究报告

《特朗普 2.0 关税落地》20250403
《2024 年对外经济部门体检报告》20250401
《如何看待近期进口复苏快于出口：2017 年贸易复苏的深层含义》20170727

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

宏观经济

证券分析师：朱启兵

(8610)66229359

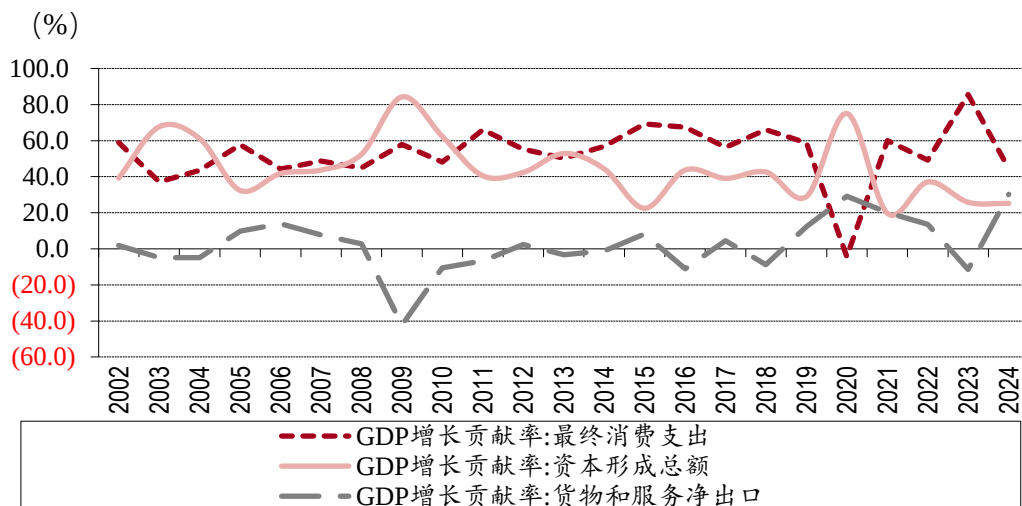
Qibing.Zhu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300516090001

4月3日，美国总统特朗普宣布对中国出口商品征收34%的所谓“对等关税”。此前，美国已经在2月和3月先后宣布对华出口商品各加征10%的关税。由此，2025年美国对华出口商品新增关税税率已达到54%。

2024年，中国货物与服务净出口对GDP的贡献为1.5个百分点，贡献率达到30.3%。54%的新增关税无疑会对中国出口造成冲击，进而影响全年GDP增速。本文试图通过计量模型，实际测算美国对华出口产品新增关税对中国2025年出口以及经济增长的影响。

图表 1. 2024 年货物与服务净出口对中国 GDP 增速贡献明显



资料来源: Wind, 中银证券

关税对中国出口的影响

关税影响出口的基本路径是：关税提高了出口商品价格，而价格的上涨将压制需求。因此，测算关税对出口影响的基本思路是测算出口的价格弹性，即价格上涨1%，出口数量下降多少。

考虑到数据的可得性，我们建立了以下计量模型来度量中国出口价格对出口数量的影响，我们的样本区间为2002—2023年。

$$EXQ_t = \alpha_0 + \alpha_1 EXP_t + \alpha_2 GGD P_t + \alpha_3 d1_t + \alpha_4 d2_t + \varepsilon_t$$

其中，模型自变量EXQ为海关总署公布的中国出口数量指数，由于出口商品种类繁多，计量单位各不相同，我们用这一指数度量整体意义上的出口数量。

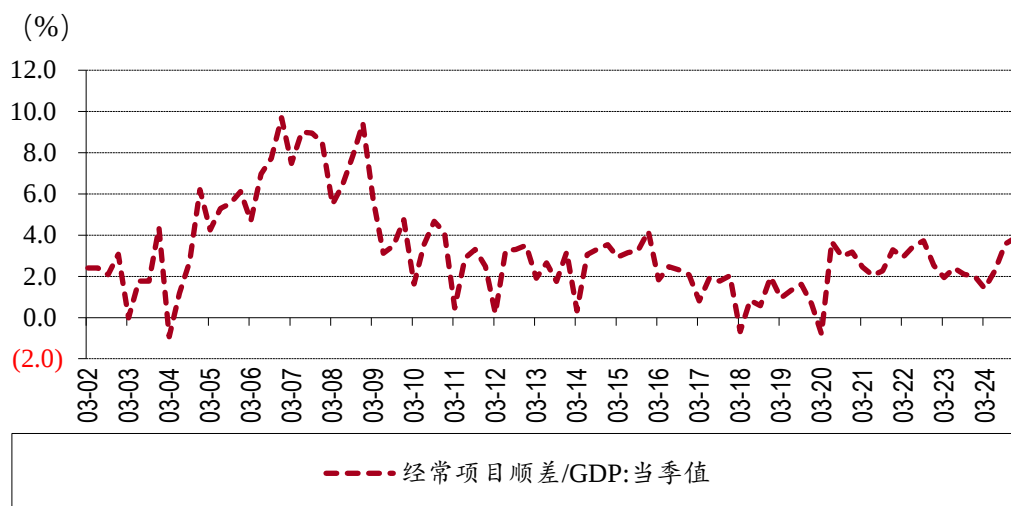
EXP为海关公布的出口价格指数，我们用其度量整体意义上的出口价格。

GGDP为除中国之外的全球GDP增速，用以度量外需，以控制外需对出口数量的影响。

虚拟变量d1取值为2020—2022年为1，其他年份为0，用以控制特定年份下对中国出口的影响。

虚拟变量d2取值为2002—2008年为0，2009—2023年为1，其背后的逻辑是2008年金融危机后，中国增长模式有所转变，经常项目顺差占GDP的比重较2008年之前出现了明显下降。

图表 2. 2008 年之后中国经常项目顺差占 GDP 比例明显下降



资料来源: Wind, 中银证券

上述模型的回归结果如下:

图表 3. 出口弹性回归结果

自变量	回归系数	标准误	t 值	P> t
EXP	(0.6195)	0.4091	(1.51)	0.149
GGDP	3.8263	1.2784	2.99	0.008
d1	8.3185	5.0616	1.64	0.119
d2	(13.2747)	3.7374	(3.55)	0.002
常数项	173.1213	41.9275	4.13	0.001
F 值	17.4	Prob > F	0	
R2	0.7008			

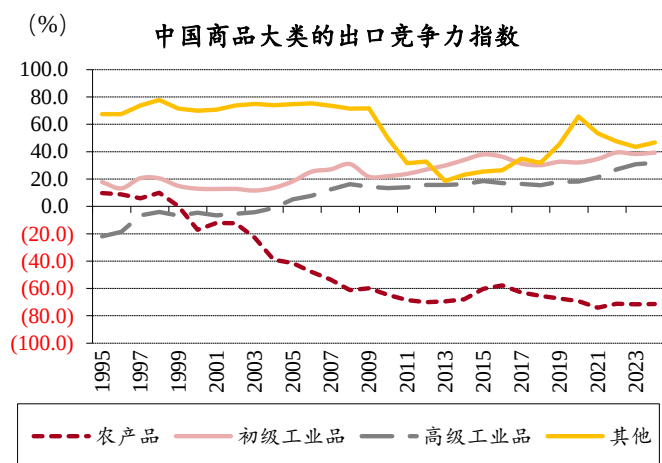
资料来源: 中银证券

从图表 3 可见, 变量 EXP 的系数为-0.6195, 即出口价格上涨 1%, 出口数量下降 0.62%。由此测算, 如果美国加征的 54%关税全部由中国出口商承担, 则中国对美国出口约下降 33.5%; 2024 年, 中国对美出口占中国出口总额的 14.7%, 对美出口如下下降 33.5%, 将导致中国出口总额下降 4.9 个百分点。相应的, 如果美国新增关税由中国出口商承担一半, 则对中国出口影响约 2.5 个百分点。

当然, 关税负担是否完全由中国出口商承担并不确定, 这取决于具体产品上下游的议价能力等诸多因素, 本文在此不做讨论。

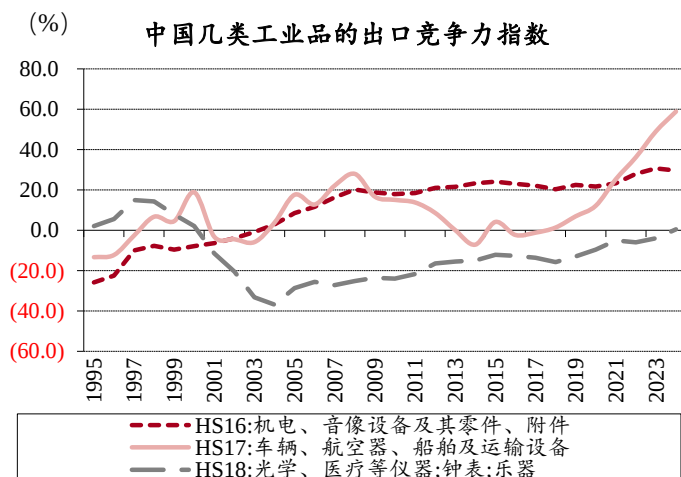
需要指出的是, 关税主要是通过影响出口价格来影响出口需求, 但是, 出口价格并不是需求的唯一决定因素。我们此前已经不止一次指出, 中国出口工业品的出口竞争力近年来持续改善, 尤其体现在汽车等领域。而这种出口竞争力的改善将是出口的持续支撑。在出口竞争力提升的背景下, 关税的冲击更多是一次性的。

图表 4. 中国工业品的出口竞争力持续改善



资料来源: Wind, 中银证券

图表 5. 车辆航空器船舶运输设备等领域的竞争力改善明显



资料来源: Wind, 中银证券

本轮关税对中国 GDP 增速的影响

新增关税可能从两个方面影响 GDP 增速: 第一, 是关税直接影响商品出口, 进而影响支出法 GDP 核算中的“货物与服务净出口”项目; 第二, 是出口对国内消费和投资有间接影响, 这部分影响难以直接统计。

我们试图通过以下方式来测算关税对中国 GDP 增速的影响。我们建立了一个关于贸易对 GDP 影响的联立方程组模型, 在考虑了贸易对投资和消费的带动作用的情形下, 从需求端测算出口对 GDP 的直接影响和间接影响。

模型的具体形式如下:

$$\begin{cases} Y_t = C_t + I_t + EX_t - IM_t \\ C_t = \alpha_0 + \alpha_1 Y_t + \alpha_2 C_{t-1} + \varepsilon_t \\ I_t = \beta_0 + \beta_1 RR_t + \beta_2 Y_t + \mu_t \\ IM_t = \gamma_0 + \gamma_1 Y_t + \gamma_2 ER_t + \nu_t \end{cases}$$

其中 Y 为支出法 GDP, C、I、EX、IM 分别为最终消费支出、资本形成总额、商品与服务出口、商品与服务进口, RR 为实际利率 (以 10 年期国债收益率-CPI 度量), ER 为实际汇率, 以国际清算银行公布的人民币实际有效汇率指数度量。 ε 、 μ 和 ν 为回归残差项。

第一个方程为国民经济核算恒等式, 以下依次是消费、投资和进口方程。鉴于中国的出口更多受外需而非汇率影响, 出口在方程组中被设定为外生变量。

依据上述结果, 可以计算出出口对 GDP 的综合贡献为

$$\frac{[(\frac{dC_t}{dEX_t} + \frac{dI_t}{dEX_t})\Delta EX_t + (EX_t - IM_t)]}{\Delta Y_{t-1}}$$

换算成上面方程组中的系数, 即为

$$\frac{[(\alpha_1 + \beta_2)\Delta EX_t + (EX_t - IM_t)]}{\Delta Y_{t-1}}$$

由于 2024 年支出法 GDP 数据尚未公布, 我们选择的样本区间为 2002—2023 年。考虑到样本总数为 22 个, 属于小样本, 我们采用了 2SLS 方法进行回归。回归结果见图表 6。

图表 6. 出口对 GDP 贡献的联立方程组回归结果

方程	自变量	回归系数	标准误	t 值	P> t
消费方程	Y_t	0.2229	0.07354	3.03	0.003
	C_{t-1}	0.6423	0.1377	4.66	0
	常数项	1952.254	5175.357	0.38	0.707
投资方程	Y_t	0.4216	0.0065	64.6200	0.0000
	RR_t	-678.7596	1739.3880	-0.3900	0.6980
	常数项	6115.9000	4861.4260	1.2600	0.2120
进口方程	Y_t	0.1416	0.0143	9.8700	0.0000
	ER_t	-59.6150	411.1781	-0.1400	0.8850
	常数项	39874.2100	28319.1500	1.4100	0.1630

资料来源：中银证券

从图表 6 可见，联立方程组中系数 α_1 为 0.2229， β_2 为 0.4216。据此，如果加征关税导致 2025 年中国出口损失 4.9 个百分点，对 GDP 的直接影响（出口下降）为 1.25 万亿元，间接影响为 8000 亿元左右，对 2025 年 GDP 的综合影响约 2.05 万亿元，影响 GDP 增速 1.53 个百分点。如果关税仅由中国出口商承担一半，则影响 2025 年 GDP 增速约 0.76 个百分点。

需要指出的是，线性模型的假设还是相对粗略的，因此上述估算更宜作为关税影响的下限看待。

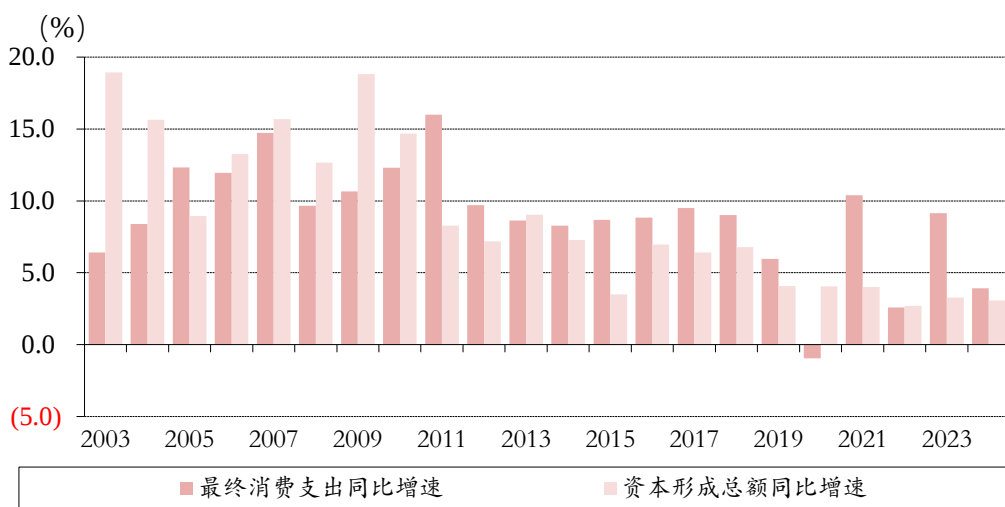
宏观政策能够对冲关税冲击

美国加征关税将对出口造成冲击，进而对 GDP 增速形成不利影响。相关影响需要政策提振内需以对冲。

从目前的宏观政策取向看，政府工作报告已经确认了狭义赤字率扩大至 4%，政府债务总规模增加 11.86 万亿元等财政扩张措施，同时《提振消费专项行动方案》等政策陆续出台，宏观政策转向提振内需。

2024 年，最终消费支出对 GDP 增速贡献 2.23 个百分点，资本形成总额对 GDP 贡献 1.26 个百分点。从相关数据推算，2024 年，最终消费支出实际增速为 3.9%，明显低于 2012—2019 年水平，也低于 2020—2023 年平均 5.2% 的增速。资本形成总额 2024 年实际增速为 3.1%，与历史水平相比，也仅高于 2022 年的 2.7%。

图表 7. 2024 年最终消费支出和资本形成总额实际同比增速均偏低



资料来源：Wind，中银证券

2024 年，最终消费支出在 GDP 中占比约 56.76%，如 2025 年最终消费支出增速能恢复到 2020—2023 年的平均增速 5.2%，对 GDP 增速的贡献即可达到 2.93 个百分点；如能恢复到 2019 年 5.96% 的增速，则对 GDP 增速的贡献可达到 3.36 个百分点。

2024 年，资本形成总额在 GDP 中占比约 41.3%，如 2025 年资本形成总额增速能提升至 2019—2021 年 4% 左右的水平，则对 GDP 的贡献可达到 1.65 个百分点。

2025 年政府工作报告确定了 2025 年的增长目标仍为 5% 左右。从上面的推算看，如果政策能有效提振内需，内需的扩大完全能够对冲关税对出口的冲击，从而实现全年增长目标。后续需关注以下方面：（1）4 月 4 日中国提出对美商品加征 34% 关税等反制措施后，美国关税的实际落地情况；（2）宏观政策的落地情况，尤其是对消费的提振；（3）如已出台政策效果不足，后续政策的继续加力程度。

风险提示：政策力度不及预期，地缘政治风险上升，全球衰退风险上升

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

买入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20%以上；
增持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；
中性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；
减持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10%以上；
未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；
中性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；
弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数；
未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不得以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担任何由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371