

君研海外·“关税日”后的海外宏观逻辑 ——“对等”概念存预期差，滞胀忧虑强化

国泰君安期货研究所

戴璐：Z0021475

俞臻洋（联系人）：F03131108

日期：2025年04月03日

特朗普对等关税细则+当前关税具体时间线和各国反制措施

落地状态	反制关税细节	宣布日期	关税细节	落地状态
方案4.1开始， 4.13全面到位	欧盟对260亿欧元（其中包括80亿欧元钢铝）加关税	3.12	4.2 10%对全球最低基准关税，对个别逆差较大国家加征>10%关税	10%计划4.5落地 实际对等关税4.9落地
			3.27 对全球汽车和零件25%关税，对符合USMCA的部分零件豁免	计划4.3落地
			3.13 对欧盟酒类200%关税	TBD
落地	加拿大对298亿加元金属、机械、电子产品加25%关税	3.12	3.12 全球钢铝25%关税	落地
原计划4.2落地	加拿大对1250亿加元汽车、卡车、农产品、铁铝第二轮报复关税	3.7	3.10 对加拿大乳制品250%关税，木材高额关税	原计划4.2落地
落地	中国第二轮对农产品关税	3.4	3.4 对加墨不符合USMCA钾肥和能源10%关税 对加墨不符合USMCA商品25%关税 符合USMCA商品25%关税豁免	落地 4.3豁免到期
落地	加拿大对300亿加元橙子、花生酱、咖啡、服饰、葡萄酒25%关税	2.4	2.26 对欧盟25%所有商品关税	TBD
落地	中国对煤炭、液化天然气15%关税，原油、器械、交通工具10%关税		2.25 对全球铜展开232调查	TBD
			2.18 对全世界木材、半导体、药品25%关税	原计划4.2落地
		2.1 对华首轮10%关税	落地	

资料来源：国泰君安期货研究

美国对等关税框架落地，美国平均关税水平剧烈提升

4月3日凌晨，美国公布了对等关税政策的更多细节，整体烈度超出市场预期，但所谓“对等关税”概念较市场前期理解有所出入，总结要点如下：

- ◆ 特朗普计划对全球贸易伙伴设立**10%的“最低基准关税”**，此关税计划**4月5日**落地。
- ◆ 对贸易逆差较大60个国家加征**“对等关税”**，此关税计划4月9日落地，本批次“对等关税”将在已有关税水平上进行累计。举例：特朗普2.0时期新增关税中国20%+34%，欧盟20%，日本24%，印度27%。
- ◆ 测算美国对外平均关税水平提高**16%至23%**，2024年底为2.3%，理论上拖累GDP增速**2.4%**，提升通胀水平**1.7%**。
- ◆ 财长贝森特表示“只要没有报复政策，这就是最高关税水平”，并表示美国政府当前倾向于“先让情况稳定一段时间，对于谈判，再做观望”。
- ◆ 特朗普加征的关税中，只有四类商品得以豁免但占总量极小可以忽略不计。



特朗普加征关税措施中少量例外

任何邮政、电报、电话或其他个人通信，只要不涉及任何有价值的东西的转移；

受美国管辖的**个人捐赠**旨在减轻人类痛苦的物品，如食品、衣服和药品，除非总统确定 (A) 此类捐赠将严重损害总统处理其宣布的任何国家紧急状态的能力，(B) 此类捐赠是对拟议的接受者或捐赠者的胁迫的回应，或 (C) 将危及正在从事敌对行动或处于明显即将参与敌对行动的情况下的美国武装部队；

从任何国家进口或向任何国家出口（不论是否出于商业目的），不论以何种格式或何种传播媒介，任何信息或信息材料，包括但不限于**出版物、影片、海报、唱片、照片、缩微胶片、缩微平片、磁带、光盘、只读光盘、艺术品以及新闻电稿**。但不包括受出口管制的信息或信息材料；

往返任何国家旅行通常发生的任何交易，包括供个人使用随身行李，在任何国家的维持生活的行为，包括支付生活费用和购买供个人使用的货物或服务，以及安排或便利此类旅行，包括不定期的空中、海上或陆地旅行。

资料来源：Bloomberg，国泰君安期货研究

“对等”概念：关税计算参数锚定“逆差”而非对手“关税”

官方“对等关税”计算公式

Basic Approach

Consider an environment in which the U.S. levies a tariff of rate τ_i on country i and $\Delta\tau_i$ reflects the change in the tariff rate. Let $\varepsilon < 0$ represent the elasticity of imports with respect to import prices, let $\varphi > 0$ represent the passthrough from tariffs to import prices, let $m_i > 0$ represent total imports from country i , and let $x_i > 0$ represent total exports. Then the decrease in imports due to a change in tariffs equals $\Delta\tau_i * \varepsilon * \varphi * m_i < 0$. Assuming that offsetting exchange rate and general equilibrium effects are small enough to be ignored, the reciprocal tariff that results in a bilateral trade balance of zero satisfies:

$$\Delta\tau_i = \frac{x_i - m_i}{\varepsilon * \varphi * m_i}.$$

针对逆差较大国家“对等关税”施加力度



- ◆ **市场预期的“对等关税”究竟是什么概念？** 应是各国对美国平均关税水平，叠加非关税贸易壁垒如增值税、补贴、汇率操控等因素，也是后续各国与美国进一步谈判的基础。
- ◆ 但4.3“对等关税”概念是什么？官方给出计算公式 (<https://ustr.gov/issue-areas/reciprocal-tariff-calculations>)：关税变化公式参数**分子是总出口量-总进口量（净出口）**，**分母为进口对进口价格的弹性、关税对进口价格的转嫁率和总进口量**。但从简单测算看，4.3美国所给出的各国“对等关税”税率大致等于美国对其逆差/该国对美国出口。
- ◆ “对等关税”概念变化的意义何在？从“关税对关税”转为“关税对逆差”或使得各国对美国进一步谈判缺乏锚点。这意味着美国关税的设定参数直至贸易逆差，而非对手国对美国的关税水平，这使得各国进一步与美国谈判缺乏标准和锚定。美国政府采用的计算参数中，逆差和出口是经济的结果，很难通过政府谈判达成特定目标。

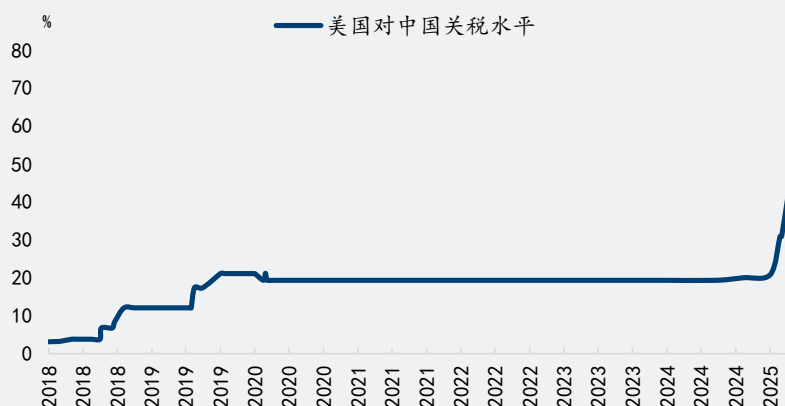
资料来源：国泰君安期货研究

中国当前加权平均关税税率水平已高达37.3%+34% = 71.3%

3月10日后累计关税升高至20%之后美国对华平均关税水平的组成部分

3月10日后累计关税升高至20%之后美国对华平均关税水平组成	
基础关税	基于WTO最惠国待遇，2018年中美贸易摩擦前，美对中商品平均基础关税约 3%
301条款	对3700亿美元中国商品加征7.5-25%不等的关税，拜登延续此政策。以USITC 2024报告数据为准， 平均税率为19.3%
拜登政府关税	2024年5月，美国对1180亿美元商品再加征新关税，电动车、半导体、电池税率分别上升10%、50%和25%，2024年8月生效，对整体税率的提升约为 0.5%
特朗普2.0关税	2025年2月美国对所有中国商品额外加征10%关税 2025年3月美国在2月10%关税水平之上再加征10%额外关税， 累计关税截止目前为20%

美国对中国加权关税水平已经剧烈提升



◆ 加权关税率计算方式如下：2024年中国对美出口总额约5000亿美元，其中有3700亿在301条款覆盖范围之内，剩余1300亿并未受影响。

◆ 1) 受301条款商品的关税 = 基础关税（3%）+ 301平均关税（19.3%）+ 此轮特朗普2.0关税（20%），该部分关税总额为42.3%。

◆ 2) 未受到301条款影响的商品关税 = 基础关税 + 特朗普2.0关税，累计为23%。

◆ 3) 加权平均关税为 $42.3\% \times 74\% + 23\% \times 26\% = 37.3\%$ 。

◆ 其中，74%是3700亿301关税占中国对美总出口比重，26%为余下商品占总出口比重，最终加权平均关税为37.3%。

◆ 叠加此次**34%**关税，最终累计值为**71.3%**，已经超出此前竞选期间所宣称的60%。目前看，市场中各个机构统计略有偏差，但基本测算在65%左右。

◆ 我们以**中国60%+非中国20%**参数测算，据静态GTAP模型测算，中国对美国出口将降低45.6%，中国出口总额降低12.3%，进一步导致中国实际GDP下降1.8%。

资料来源：白宫网站，WTO，各类新闻来源，国泰君安期货研究

市场影响：二季度宏观和大类资产配置主逻辑转为滞胀

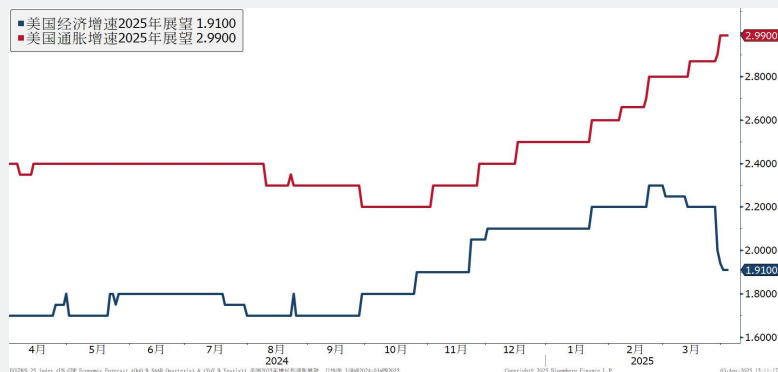
- ◆ 农历年后，我们对海外宏观经济和地缘变化进行了再梳理，我们认为，一是在新政府就职一个月的时间范畴下，“特朗普2.0”在外政（关税+地缘）和内政（财政政策）较市场前期（去年9-12月）一致交易的预期情景有显著的预期差；二是“美国例外”逻辑出现逆转，三大经济体（美欧中）在经济动能边际变化和微观题材上的相对强弱出现显著变化。基于此，我们对1Q的《宏观主题和大类资产主逻辑》做出相应调整：**由4Q多通胀转为1Q多估值——做多非美估值，美国市场防御性配置，看空美元，看空美债收益率。**
- ◆ **站在关税节点，2Q宏观背景接近美国滞胀，非美持续消化关税风险：1)** 真实关税水平剧烈提升，“对等”概念存在预期差，后续多方谈判路径尚不明朗；**2)** 美国经济滞胀特征加深，经济动能边际走弱，其中“硬数据”相对稳定但“软数据”大幅回落，关税背景下通胀预期较真实通胀更加快速上行；**3)** 美国财政“从宽转紧”环境未变，但DOGE实际落地并不显著；**4)** 美股“脆弱性”环境尚未走出，金融市场大幅调整传导至先行指标和预期指标，对实际增长带来负反馈。**5)** 非美估值反弹被关税风险打断，尚不足以判断“利空出尽”。

时间	宏观主题	宏观逻辑和大类资产主策略
2024 1Q	经济韧性+地缘冲击+通胀预期反弹	“高增长、高通胀、高利率”格局，且处在地缘冲突-供给扰动-通胀冲击的模式下，通胀预期因子与期限溢价因子驱动利率上行， 以利率防御型资产：美元和大宗商品为主配置策略。
2024 2Q	经济动能边际回落+降息交易范式开启	尽管美国经济趋势性并不显著，但经济动能边际变化成为宏观情绪和配置范式变化的关注点。美国高频、敏感型数据回落， 宏观逻辑和配置范式从利率防御性板块转为利率敏感型板块，商品中“多估值、空需求”。
2024 3Q	宏观、中观和微观在资产上的极致化	延续2Q逻辑，美国宏观经济动能走弱证据更为突出、美股关键板块“盈利焦虑”、日元套系交易逆转、降息节点更为迫近 使得“降息交易范式”组合盈利表现更为极致化。
2024 4Q	美国软着陆+中国变量+大选不确定性	三大经济体经济惊喜指数反弹，降息周期开启但“就业、通胀风险”更为平衡、软着陆概率上升，叠加中国一系列逆周期政策， 应维持周期性上风险情绪，适度做多通胀预期。 大选存在扰动，关注风险冲击后回归的力量。
2025 1Q	关税、地缘和美国财政预期差交易	对外关税实质落地较计价略温和带来阶段性计价修补，对内财政政策或“先紧后松”，美国经济惊喜回落而通胀惊喜反弹，权益“美国例外”阶段性逆转。 退出“做多通胀预期”，多估值代替多通胀，美元估值向下修复，长端利率回调曲线区平，维持结构题材权益及非美敞口。
2025 2Q	关税落地烈度较高+滞胀特性	总量特征偏向滞胀，风险资产承压，选择滞胀环境配置策略 （黄金、供给端商品） 。关税政策初步明朗化，客观关税税率已剧烈提升，贸易流边际变化压倒需求端（宏观经济）边际变化资产端侧重微观定价交易。1Q非美（以欧中为首）估值反弹被关税打断，若短期没有关税斡旋成果，非美逻辑更依赖内生政策变量。

资料来源：Bloomberg，国泰君安期货研究

“滞” 真实客观，“胀” 定价有分歧，“胀” 的结果还是“滞”

对于美国2025年经济增长预期向下调整至1.9%，通胀增长连续上调至3.0%



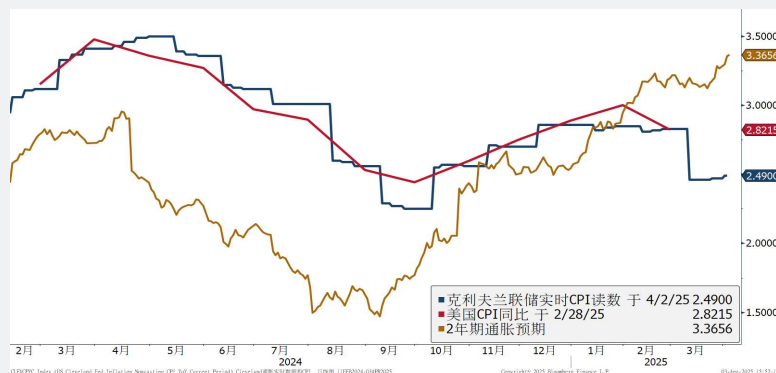
更高频看，实时GDP Now读数继续恶化，金融条件指数（FCI）恶化对经济动能有前瞻意义



通胀存在“主观和客观”、“短期和长期”的强烈分化，调查类通胀高企，真实通胀相对稳定，短端通胀预期上行长端偏弱



真实的通胀数据（4.10 CPI）是否能够短期安抚通胀焦虑？使得市场在滞胀特性中更偏重“滞”的逻辑



资料来源：Bloomberg，国泰君安期货研究

经济背景：但美国近期“硬数据”惊喜指数好预期

近期美国“硬数据”惊喜指数反弹，关税冲击后4月初经济数据读数重要性凸显

- ◆ 从近期美国数据看，现实数据（硬数据）经济指数近期有企稳反弹迹象，但调查类软数据仍旧走弱，显示出浓重的“预期和现实”差别，其中近期主要贡献项包括地产板块，如房屋开工、成屋销售、ADP就业、汽车销售等指标的正向贡献；以及生产端如制造业产出、工业产出、产能利用率和耐用品订单好于预期贡献。
- ◆ 在剧烈的关税变动下，短期经济基本面的边际变化或难成为主要矛盾，尤其是市场会放大美国数据的负面读数，对正向数据反应淡化。但当前政策端的混乱背景下，美国核心经济数据表现讲至关重要。我们高度关注4月初美国一系列经济数据读数。
- ◆ 关注4.4非农就业数据（预期较前值略走弱），4.10 CPI数据（预期较前值放缓），4.11 PPI同比及消费者信心指数，4.16零售销售数据，4.23标普制造业指数等。

近期美国经济“硬数据”经济指数事实上有所反弹，但市场暂不理睬



本月美国关键数据公布时间和预期值

公布时间	事件	前值	预期值
4/04/2025 20:30	非农就业人数增减	151k	140k
4/04/2025 20:30	失业率	4.10%	4.10%
4/04/2025 20:30	平均小时收入同比	4.00%	4.00%
4/10/2025 20:30	CPI 月环比	0.20%	0.10%
4/10/2025 20:30	CPI (除食品与能源) 月环比	0.20%	0.30%
4/10/2025 20:30	CPI 同比	2.80%	2.60%
4/10/2025 20:30	CPI (除食品 and 能源) 同比	3.10%	3.00%
4/11/2025 20:30	美国3月PPI年率	3.20%	--
4/15/2025 20:30	进口价格指数同比	2.00%	--
4/15/2025 20:30	出口价格指数同比	2.10%	--
4/16/2025 20:30	零售销售月环比	0.20%	--
4/23/2025 21:45	标普全球-美国制造业PMI	50.2	--
4/23/2025 21:45	标普全球-美国服务业PMI	--	--
4/24/2025 2:00	FED褐皮书	--	--

资料来源：Bloomberg，国泰君安期货研究

市场反应：关税+滞胀的 Winner & Loser

4.3前后，黄金价格表现强势，普遍关税代表的需求端拖累彭博商品指数回落，金银比大幅上升，符合滞胀特征



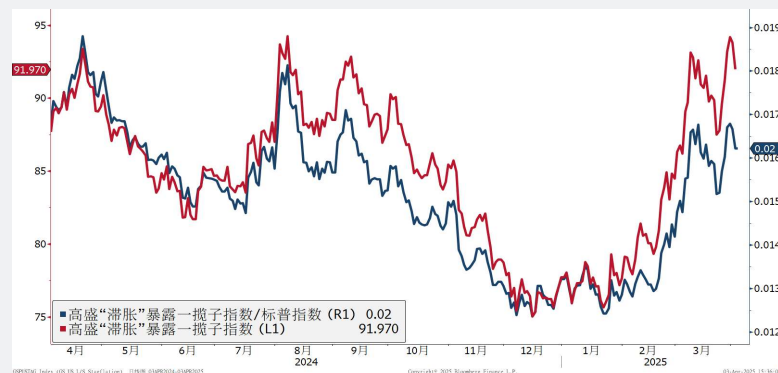
美债收益率快速下行，10Y美债收益率最低触及4.03，美债曲线走平，10-2利差回落至25bp左右



权益市场在关税冲击+滞胀逻辑下最受冲击，全球权益普遍承压，其中国内跌幅相对较小，市场转向内部政策期待



美股权益中，高盛“滞胀”暴露一揽子指数表现与标普指数分化，显示美股市场中“滞胀”交易痕迹



资料来源：Bloomberg，国泰君安期货研究

汇率市场：美元失去“美国例外”下的避险地位

- ◆ 政策端混乱+经济动能回落+美股微观叙事缺乏=“美国例外”逆转=美元避险效用缺失。美元指数在“关税日”大幅下跌，欧系汇率景观维持韧性，其中避险汇率中日元、瑞士法郎地位凸显。亚洲汇率相对疲弱。在当前剧烈的关税变化面前，对于目标国需求端各自分散，但对于美国通胀端的计价却是集中的。
- ◆ 我们在1月份对美元中期目标点位下调至先后触及105、103.5（从高估值向下修复）。3月9日我们建议看空美元策略在我们的目标点位103-103.5区间止盈，观察后续关税政策等非基本面因素变化带来的短期波动。**当前我们继续下调美元看空点位至100.15附近。**



资料来源：Bloomberg，国泰君安期货研究

美债市场：“滞”压倒“胀”，曲线走平

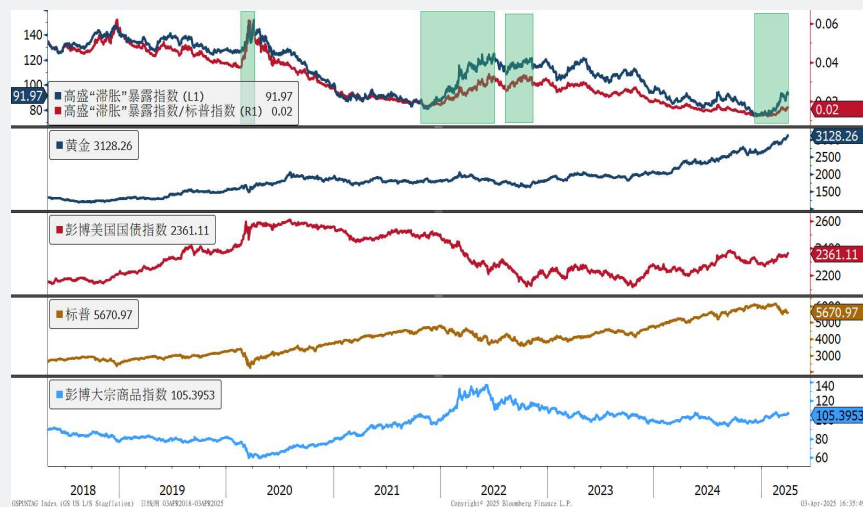
10Y美债收益率重回跌势，美债曲线预计走平，超短端相对稳定，降息或仍在2H

- ◆ 从传统滞胀的逻辑下，在对冲权益市场下行的选择中，多长端美债往往效果有限，主要在于通胀预期的计价构成利率上行助推。但在当前，我们重申恐怕呈现“滞”压倒“胀”，尤其是考虑若现实数据如CPI、PCE数据相对稳定，通胀预期或呈现出长短端走势分化，使得长端通胀预期相对稳定不构成主要利空风险。且在权益悲观情绪宣泄的情况下，美债或有风险平衡配置动作。
- ◆ 基于以上，我们继续下调10Y美债收益率下跌目标点位至 Target1 **3.92%**，Target2 **3.86%**。
- ◆ 我们对美联储降息空间仍旧维持75bp，或发生在7、9、12月。目前FFR市场计价近100bp，联储行动受关税政策影响下的关税风险评估掣肘，“Fed Put”难以期待且不是主要矛盾。
- ◆ 同时我们对美债曲线转为看平，10-2利差目标位看向**18bp**，**14bp**。30-5相对偏强，目标看向**55bp**。

10Y美债ACM三因素模型近期共振掉头向下



以高盛“滞胀”暴露指数的相对表现为依据，大类资产仍唯有黄金抗跌



资料来源：Bloomberg，国泰君安期货研究

国泰君安期货有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会核准的期货投资咨询业务资格（证监许可[2011]1449号）。

本报告的观点和信息仅供本公司的专业投资者参考，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。本报告难以设置访问权限，若给您造成不便，敬请谅解。若您并非国泰君安期货客户中的专业投资者，请勿阅读、订阅或接收任何相关信息。本报告不构成具体业务的推介，亦不应被视为任何投资、法律、会计或税务建议，且本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。请您根据自身的风险承受能力自行作出投资决定并自主承担投资风险，不应凭借本内容进行具体操作。

分析师声明

作者具有中国期货业协会授予的期货投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，力求报告内容独立、客观、公正。本报告仅反映作者的不同设想、见解及分析方法。本报告所载的观点并不代表本公司或任何其附属或联营公司的立场，特此声明。

免责声明

本报告的信息来源于已公开的资料，但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，本报告所指的期货标的的价格可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，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，对此本公司可不发出特别通知。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。

本报告中所指的研究服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议，客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者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直接或间接损失或与此有关的其他损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

版权声明

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国泰君安期货研究”，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。若本公司以外的其他个人或机构（以下简称“该个人或机构”）发送本报告，则由该个人或机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该个人或机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的期货品种。本报告不构成本公司向该个人或机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该个人或机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

除非另有说明，本报告中使用的所有商标、服务标记及标记均为国君期货所有或经合法授权被许可使用的商标、服务标记及标记，未经国君期货或商标所有权人的书面许可，任何单位或个人不得使用该商标、服务标记及标记。

THANK YOU

FOR WATCHING