

美国加征关税政策解读

美国经济滞胀风险加大，中国经济“以内补外”

◆ 经济研究 · 宏观快评

证券分析师：	季家辉	021-61761056	jijiahui@guosen.com.cn	执证编码：S0980522010002
证券分析师：	李智能	0755-22940456	lizn@guosen.com.cn	执证编码：S0980516060001
证券分析师：	田地	0755-81982035	tianti2@guosen.com.cn	执证编码：S0980524090003
证券分析师：	董德志	021-60933158	dongdz@guosen.com.cn	执证编码：S0980513100001

事项：

美东时间4月2日，美国总统特朗普宣称大幅提高关税以提高美国国内的竞争优势，应对贸易失衡的现状。

具体来看，美国宣布对部分国家征收较高的对等关税，其他国家征收10%的基础关税，对等关税细节如表1所示。值得注意的是，基准和对等关税属于叠加关税，是在现有关税上的额外征收。但部分商品可以豁免对等关税，依然维持之前的关税税率，包括钢铝、汽车及零配件、铜、药品、半导体、木材、黄金以及美国无法获得的特定矿产和能源。目前来看，加征34%对等关税后，美国对中国累积关税达到54%。（如果考虑到2018-2019的301关税，累计对华有效关税更高，估计在66%左右）

表1：美国加征对等关税国家及税率一览

加征对等关税国家清单	对等关税税率	加征对等关税国家清单	对等关税税率
中国	34%	秘鲁	10%
欧盟	20%	尼加拉瓜	18%
越南	46%	挪威	15%
中国台湾	32%	哥斯达黎加	10%
日本	24%	约旦	20%
印度	26%	多米尼加	10%
韩国	25%	阿联酋	10%
泰国	36%	新西兰	10%
瑞士	31%	阿根廷	10%
印尼	32%	厄瓜多尔	10%
马来西亚	24%	危地马拉	10%
柬埔寨	49%	洪都拉斯	10%
英国	10%	马达加斯加	47%
南非	30%	缅甸	44%
巴西	10%	突尼斯	28%
孟加拉国	37%	哈萨克斯坦	27%
新加坡	10%	塞尔维亚	37%
以色列	17%	埃及	10%
菲律宾	17%	沙特阿拉伯	10%
智利	10%	萨尔瓦多	10%
澳大利亚	10%	科特迪瓦	21%
巴基斯坦	29%	老挝	48%
土耳其	10%	博茨瓦纳	37%
斯里兰卡	44%	特立尼达和多巴哥	10%
哥伦比亚	10%	摩洛哥	10%

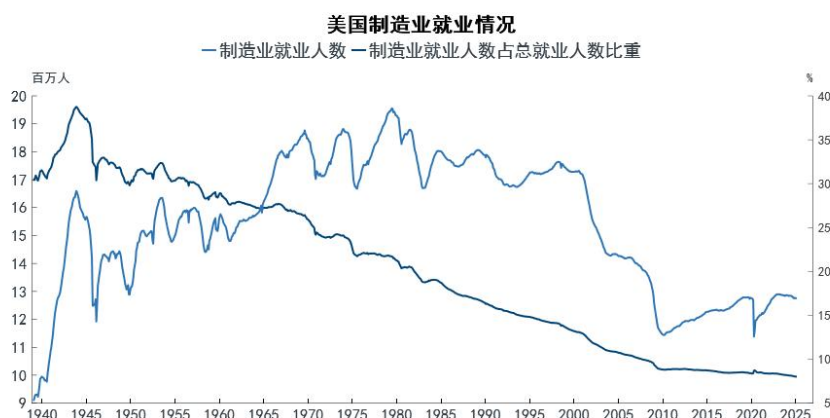
资料来源：美国白宫官网，国信证券经济研究所整理

解读分析：美国经济滞胀风险加大，中国经济“以内补外”

对美国经济影响：关税带动制造业回流相对“理想化”，美国经济存在滞胀风险

白宫声明重点强调了加征关税的目的之一即平衡美国商品贸易逆差，促进制造业回流美国。但目前来看，美国制造业回流仍属于初始阶段，制造业就业以及产出水平均处于历史偏低位置，加征关税短期内无法对美国经济增长形成新的支撑，反而会增加美国经济滞胀压力。

图1：美国制造业就业占比极低



资料来源：Macrobond，国信证券经济研究所整理

图2：美国制造业对产出贡献极低



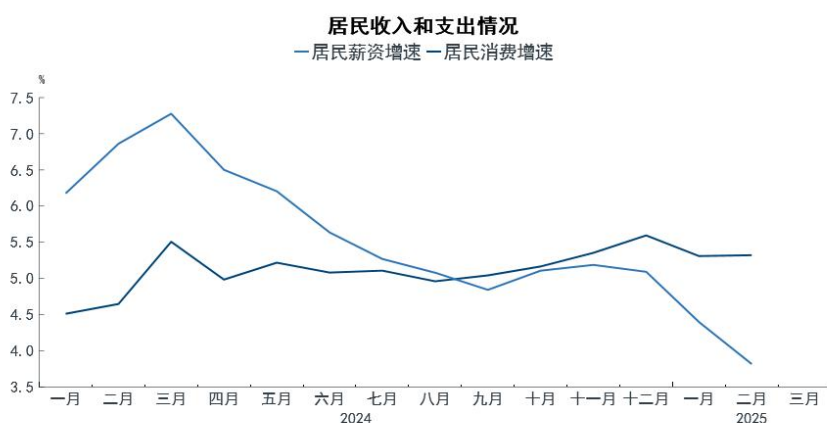
资料来源：Macrobond，国信证券经济研究所整理

通货膨胀方面，特朗普加征关税一定程度增加本土制造商的进口成本，进一步助长商品通胀。美国通胀压力难言缓解，一方面，美国通胀内生粘性本身较强，目前核心CPI通胀仍高于3%，降温速度放缓，且较

2%的目标水平仍有差距。另一方面今年以来商品通胀有明显回升迹象，核心商品价格环比增速连续6个月高于近一年的平均水平，叠加特朗普关税影响，今年商品通胀恐接棒服务通胀成为新一轮通胀的主力支撑。

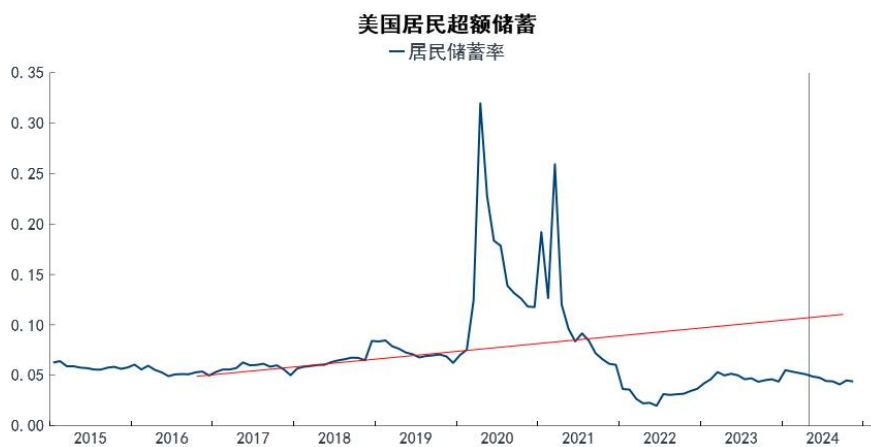
经济增长方面，特朗普加征关税带来的成本增加恐冲击居民消费需求。消费是疫情后美国经济韧性的主要支撑，但目前来看，美国居民消费强劲恐难以延续。一是居民收支存在“失衡”迹象。自去年12月以来，美国居民薪资同比增速出现显著下滑，从5%的平台位置降至4%以下，但消费增长保持稳定，这意味这美国居民正消耗储蓄支撑高消费倾向，考虑到居民超额储蓄已经耗尽，“低储蓄”+“高消费”难以为继。二是居民财富效应大概率走弱。近几年美国居民显著增配了股票资产，截至2024年四季度，美国居民股权与基金资产占金融资产比重升至38%，为疫情以来的最高水平。考虑到美股估值已位于历史较高位置，特朗普激进的关税政策带动美股剧烈波动，居民财富缩水将进一步影响居民消费意愿。

图3：美国居民收入增长弱于支出增长



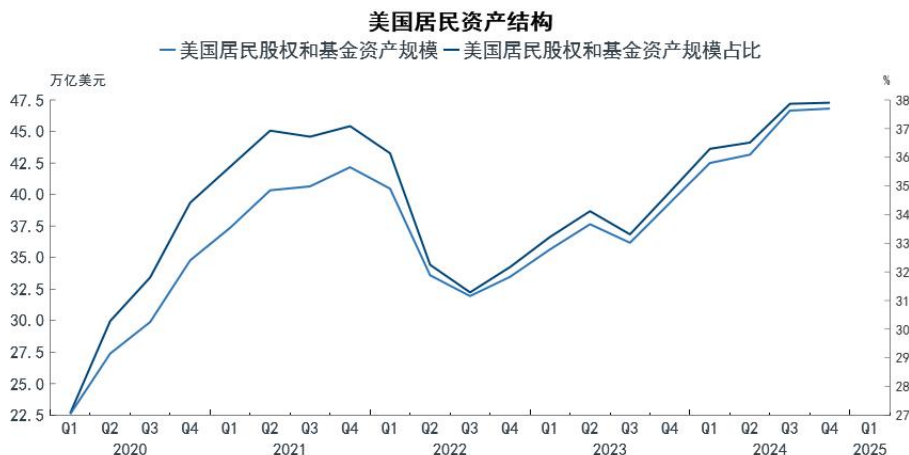
资料来源：Macrobond，国信证券经济研究所整理

图4：美国居民超额储蓄已经耗尽



资料来源：Macrobond，国信证券经济研究所整理

图5: 美国居民权益类资产配置占比较高



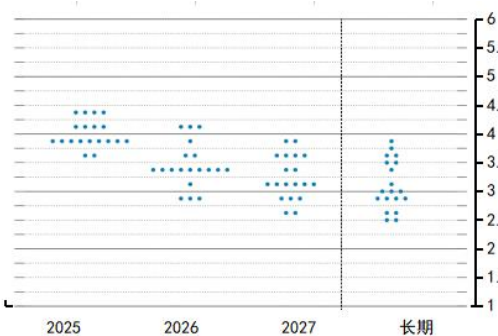
资料来源: Macrobond, 国信证券经济研究所整理

对美国货币政策影响：美联储大概率延后降息

从经济基本面来看，关税增加导致美国进口成本显著增加，这将对美国通胀产生直接影响，但是关税因素对经济增长的负面影响路径更漫长，预计短期内通胀在美联储政策考量中的权重更高。

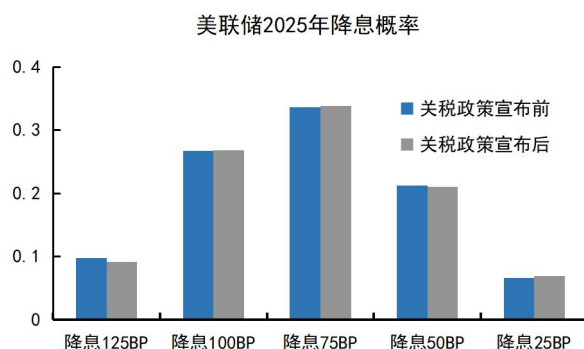
从美联储货币操作风格来看，美联储在 3 月会议声明中新增了“经济前景的不确定性增加”，并强调更多关注经济增长的“硬指标”，维持相机抉择的政策风格。综合来看今年美联储降息进程或将进一步放缓。关税政策发布后，市场对美联储今年降息幅度的预期未出现明显调整。

图6: 美联储 3 月点阵图



资料来源: 美联储官网, 国信证券经济研究所整理

图7: 期货市场反映 2025 年美联储降息概率



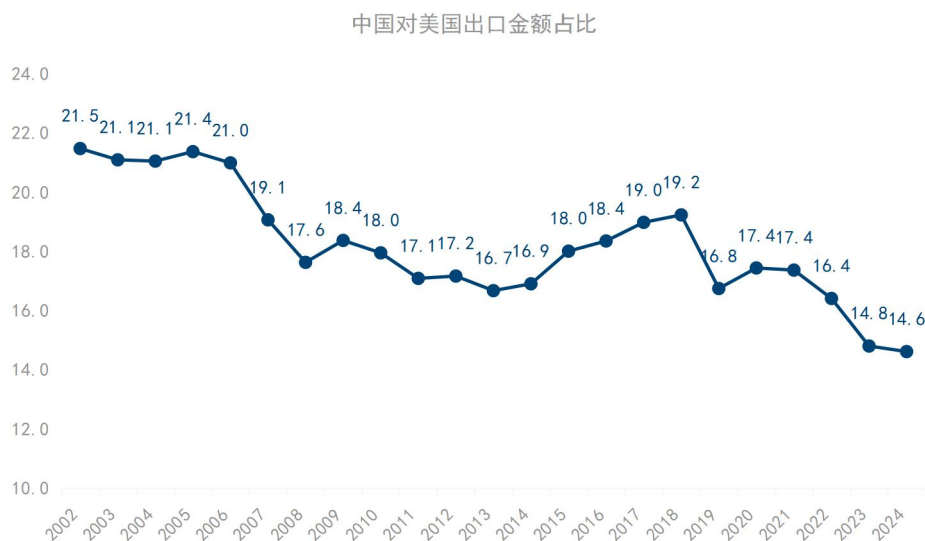
资料来源: 美联储官网, 国信证券经济研究所整理

对中国经济的影响：外需暂受冲击，“以内补外”成焦点

2018 年美国对中国出口产品增加关税，当期对于中国出口同比增速的负面拖累达到 2.9 个百分点。本次美

国对中国出口商品加征关税的范围更广，税率提升幅度更大，因此产生的负面影响很可能大于 2018 年。

图8：中国对美国出口金额占比一览



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

最糟糕的情形是 2025 年美国加征关税后，中国与美国的直接贸易联系完全中断，在此情况下，中国对美国的出口金额下降至零。考虑到 2024 年 1-10 月中国对美国出口金额占整体出口金额的比例约为 14.6%，因此若 2025 年中国对美国的出口金额下降至零，则中国出口同比增速将回落 14.6 个百分点。

考虑到如果中国对美国直接出口金额降至零，则间接出口金额将提升，从而减少中国整体出口同比的下降幅度。此外，2025 年美国对中国出口商品加征关税大概率不会一蹴而就，因此即使最糟糕的情况发生，中国对美国出口金额也是逐渐降至零，在此情况下全年对美国出口金额是大于零的。如此，在最糟糕的情况下，2025 年中国对美国出口金额逐渐下降至零，如果这种下降是均匀的话，则 2025 年中国整体出口同比增速较 2024 年回落 7.3 个百分点，2026 年较 2025 年继续回落 7.3 个百分点。

如果是相对乐观的情形，2025 年美国对中国出口商品加征关税对中国出口同比增速的影响与 2018 年相仿，则 2025 年中国出口同比或回落约 2.9 个百分点。

综上，2025 年美国加征关税或影响中国出口同比增速回落约 2.9-7.3 个百分点，中间值约为 5.1 个百分点。

在上述假设预期下，2025 年中国出口增速将比 2024 年出现明显回落，外需有可能对经济形成拖累，而“以内（需）补外（需）”的思路则是今年中国经济增长的主要立足点。

预计后期中国政府将进一步加大对于内需的政策刺激力度，货币政策保持适度宽松，财政政策加大力度并前置发力，通过特别国债、消费券、降准降息等工具进一步提升内需对宏观经济的支撑作用。

◆ 风险提示

美国通胀超预期反弹；国际地缘政治形势紧张超预期；

相关研究报告：

《3 月 PMI 数据解读-景气延续，关注回升动能》 ——2025-04-02
《宏观经济数据前瞻-2025 年 3 月宏观经济指标预期一览》 ——2025-04-01
《2025 年 1-2 月财政数据快评-开年财政收入承压》 ——2025-03-25
《收紧还是放松？-DeepSeek 如何解读货币政策委员会 Q1 例会》 ——2025-03-23
《美国 3 月 FOMC 会议点评-美联储表态“中性”，关注关税风险》 ——2025-03-20

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 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。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中意见或建议不一致的投资决策。

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。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。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，我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。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032