

政策解读：美国“对等关税”远超预期，而后或有部分减免可能

金晓雯, PhD, CFA

首席宏观分析师

xiaowen_jin@spdbi.com

(852) 2808 6437

2025 年 4 月 3 日

当地时间 4 月 2 日，特朗普宣布“对等关税”政策细节。继 3 月 4 日美国正式开始加征墨西哥和加拿大商品 25% 关税¹、再加征中国商品 10% 关税，3 月 26 日宣布加征所有进口汽车和零部件 25% 关税²之后（图表 4），特朗普于 4 月 2 日如期宣布“对等关税”细节：

- 1) 对所有国家设立 10% 的“最低基准关税”，将于美东时间 4 月 5 日凌晨 0 点 1 分生效。
- 2) 对美国贸易逆差最大的国家征收个性化的更高“对等关税”（图表 1），将于美东时间 9 日凌晨 0 点 1 分生效。其中自中国进口商品的关税税率将再上升 34%，对 3 个东南亚国家——越南、泰国和印尼亦将加征超过 30% 的关税（分别加征 46%、36% 和 32%），印度加征 26%。美国的传统贸易伙伴日本和欧盟分别加征 24% 和 20% 的关税。
- 3) 不受“对等关税”约束清单：已经受第 232 条关税约束的钢铝制品、汽车和汽车零部件、可能受未来第 232 条关税约束的商品以及美国没有的能源和其他某些矿物、以及金条、铜、药品、半导体和木材制品。
- 4) 加拿大和墨西哥符合 USMCA 协定的商品继续获得关税豁免。
- 5) 对汽车征收的 25% 关税将于 4 月 3 日生效。

“对等关税”政策细节远超市场预期。尽管市场在特朗普上任初期对其关税政策仍较为乐观，我们一直以来都认为不可忽视特朗普利用关税等手段扭转美国贸易逆差和增加关税方面的财政收入（为他的全面减税计划腾挪出政策空间）的意图。白宫贸易顾问纳瓦罗表示，他预计在特朗普的新政下，美国政府每年将增加约 6000 亿美元的关税收入，10 年内将增加 6 万亿美元。我们估计这一数字通过当前严苛的“对等关税”政策或可实现。早在对等关税公布之前，特朗普发起的关税战已经受到了受害国家的反制报复。关税战的持续扩大或将显著拉低包括美国在内的全球经济增速。

再次加征对中国进口商品关税亦符合我们预期，不过加征幅度超出预期。此前，我们已经预判美国可能会在宣布“对等关税”的同时再加征中国商品关税 10%。根据我们的模型估算，此次加征关税将再拉低中国出口增速 10 个百分点，拖累 GDP 增速 2 个百分点（图表 2）。加上此前 2 月至 3 月已加征的 20% 关税，特朗普上任后对华关

¹ 而后暂时豁免 USMCA 协定内商品。

² 汽车关税自 4 月 3 日起执行，零部件关税将在 5 月或以后开始。



扫码关注浦银国际研究

税政策总共或将拉低中国出口增速 16 个百分点，拖累 GDP 增速 3.2 个百分点。不过我们的计算是基于中美单一关税战的情况。考虑到美国其他主要贸易伙伴亦被显著加征关税，对中国出口的实际影响或小于我们的模型预期。

然而，无疑美国加征关税将不利于世界经济增长，美国激进的关税政策对美国本身亦是有害的——特朗普的关税政策或对美国降通胀造成严重障碍。据我们估算，在本次宣布新政之前，美国对中国加拿大和墨西哥以及钢铝、汽车行业的加征关税将每年拉高美国通胀率达 0.41~0.82 个百分点(假设关税将 50%~100% 传导至美国消费者，图表 3)。而仅仅考虑将美国的平均关税税率提高到 10% (根据 10% 最低基准关税要求)³，就将再拉高美国通胀率达 0.30~0.59 个百分点。而 4 月 9 日将生效的对主要贸易伙伴征收的个性化更高“对等关税”影响或更大。尽管鲍威尔在 3 月美联储会议上声称关税对通胀率的影响是暂时的而非永久性的，但这一点仍有待考证、尤其是关税战继续升级的背景下。美国经济陷入滞涨或衰退的可能性或大幅提高。在关税给经济造成较大伤害的情况下，美联储或将政策重心偏向稳增长，在高通胀情况下毅然继续降息。

我们并不认为不同寻常的高关税税率将长期执行。我们认为“对等关税”新政一定程度上亦是特朗普和其他国家进行政治和经济谈判的筹码，其诉求包括其他国家增加对美国商品的购买、降低对美国进口商品的关税和市场准入门槛等。考虑到高关税对美国经济本身的伤害，特朗普有可能在和重要贸易伙伴进行双边磋商之后暂缓或者降低某些国家的“对等关税”、尤其是个性化更高的“对等关税”税率。不过 10% 的“最低基准关税”或将对大多数国家保留。

风险提示：降息过慢引起经济衰退或/和美国金融危机；特朗普的关税政策导致滞涨和衰退风险。

³ PIIE 报告中提到截止 3 月 12 日，刨除了中国之外的美国平均关税税率从 3% 上升到了 3.8%。如果将刨除了中国的平均关税从 3.8% 进一步提高到 10%，考虑到美国 11% 的消费者进口、关税将 50%~100% 传导至美国消费者，美国通胀率将再升 0.30~0.59 个百分点。

图表 1: 对美国贸易逆差最大的部分国家/地区征收个性化的更高“对等关税”的列表

国家/地区	加征对等关税幅度	国家/地区	加征对等关税幅度
中国	34%	韩国	25%
欧盟	20%	泰国	36%
越南	46%	印尼	32%
中国台湾	32%	马来西亚	24%
日本	24%	柬埔寨	49%
印度	26%	瑞士	31%

资料来源: 美国白宫、浦银国际

图表 2: 美国对从中国进口商品加征关税的影响研究: 再加征 34% 关税将再拉低中国出口增速 10 个百分点, 拖累 GDP 增速 2 个百分点

	来源	公式	2018-2019年贸易战前平均关税从3.8%提高到	2025年2月-3月初, 对所有出口美国商品加征20%	2025年4月2日宣布将再加征34%
美国对中国进口商品关税增幅	政策	a	15.5%	20.0%	34.0%
关税到价格的传导	Feenstra(1989)	b	0.6	0.6	0.6
美国进口商品的价格增幅	计算得出	c=a*b	9%	12%	20%
美国从中国进口商品总额 (亿美元)	中国统计局2020, 2023	d	4518	5003	5003
美国进口价格弹性	Kee et al(2008)	e	-3.39	-3.39	-3.39
美国从中国进口商品预计减少 (亿美元)	计算得出	f=c*d*e	-1424	-2035	-3460
中美贸易顺差 (亿美元)	中国海关2020, 2023	g	3169	3361	3361
中国总出口 (亿美元)	中国海关2020, 2023	h	25900	33790	33790
中国GDP (亿美元)	中国统计局2020, 2023	i	148626	176620	176620
对中美贸易顺差的影响	计算得出	k=f/g	-44.9%	-60.5%	-102.9%
对中国出口的影响	计算得出	l=f/h	-5.5%	-6.0%	-10.2%
对中国GDP的影响	计算得出	m=f/i	-1.0%	-1.2%	-2.0%

资料来源: 同花顺、CEIC、浦银国际估算

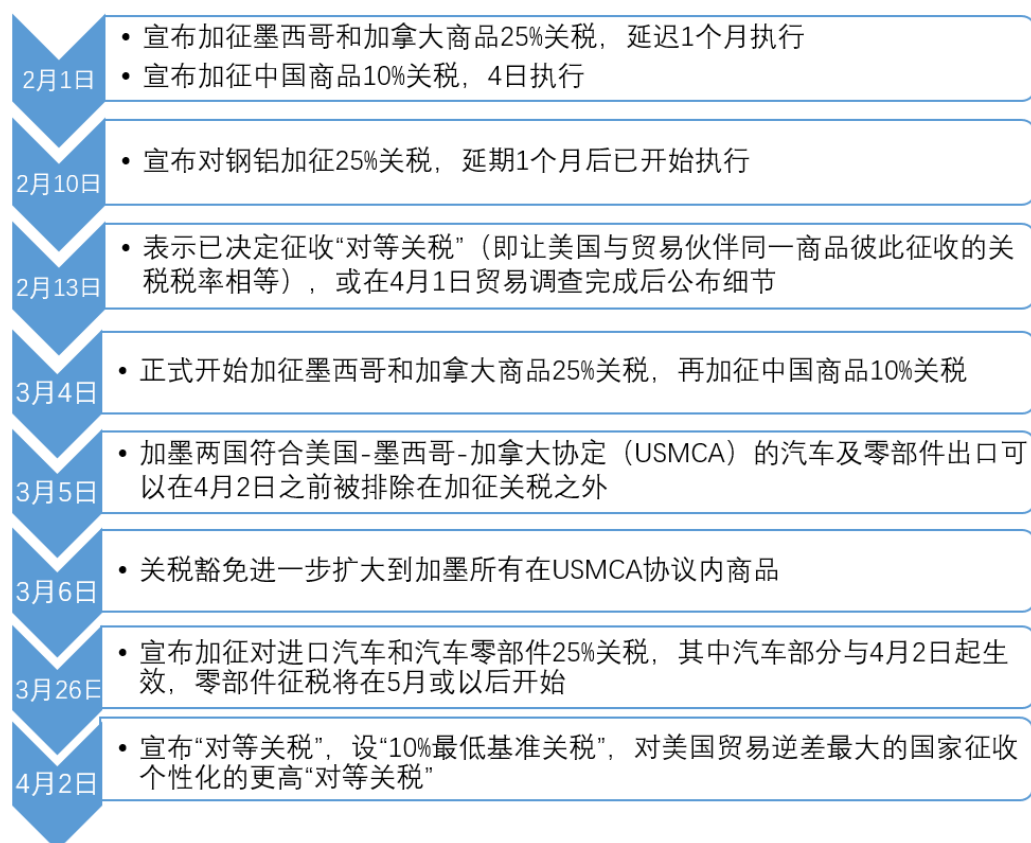
图表 3: 已经生效的美国加征关税对美国通胀率的影响研究

国家或行业	2024年美国进口占比(%)	加征关税幅度	对关税税率的影响(pp)	对通胀率的影响(pp)	
				100%传导	50%传导
中国	13.4	20%	2.7	0.29	0.15
加拿大&墨西哥 (非USMCA)	12.0	25%	3.0	0.33	0.17
钢铝 (中加墨除外)	1.1	25%	0.3	0.03	0.01
汽车&零部件 (中加墨除外)	6.2	25%	1.6	0.17	0.09
合计			7.5	0.82	0.41

注: 我们假设今年也有 11% 左右的美国消费品来自进口, 和去年类似。

资料来源: CEIC、浦银国际估算

图表 4：特朗普上任后关税政策变化



资料来源：新闻整理、浦银国际

图表 5：近期相关报告列表

日期	报告标题和链接
2025 年 3 月 25 日	月度美国宏观洞察：新一轮关税风暴或一触即发
2025 年 3 月 20 日	美联储 3 月如期继续暂停降息，强调经济不确定性增加
2025 年 3 月 13 日	美国 2 月 CPI 超预期回落，关税战影响尚未显现
2025 年 2 月 25 日	月度美国宏观洞察：关税大棒逐渐落下，美国经济何去何从？
2025 年 2 月 13 日	美国 1 月 CPI 超预期反弹，进一步拉低近期降息可能
2025 年 1 月 30 日	美联储 1 月如期暂停降息，3 月或继续暂停降息
2025 年 1 月 22 日	月度美国宏观洞察：特朗普 2.0 拉开帷幕
2025 年 1 月 16 日	美国 12 月核心 CPI 微降，或不影响本月美联储暂停降息
2024 年 12 月 12 日	美国 11 月核心环比通胀率大致稳定，或不影响 12 月降息
2024 年 11 月 25 日	2025 年宏观经济展望：在特朗普 2.0 的不确定性中寻找确定性
2024 年 11 月 14 日	美国 10 月核心环比通胀率如预期微跌
2024 年 11 月 8 日	11 月美联储会议点评：如期降息，短期内货币政策不受大选影响
2024 年 10 月 29 日	月度美国宏观洞察：大选结果揭晓在即，将如何影响美国经济和金融市场？
2024 年 10 月 10 日	美国 9 月核心环比通胀率再超预期，11 月降息幅度或锁定在 25 个基点
2024 年 9 月 26 日	月度美国宏观洞察：后续降息幅度和经济衰退讨论仍悬而未决
2024 年 9 月 19 日	美联储 9 月超预期降息 50 个基点，年内或还有单次 50 个基点降息
2024 年 9 月 12 日	美国 8 月核心环比通胀率略超预期，基本锁定 9 月 25 个基点降息
2024 年 8 月 27 日	月度美国宏观洞察：衰退尚未到来，降息时点已至
2024 年 8 月 24 日	杰克逊霍尔全球央行年会点评：鲍威尔基本确认 9 月降息
2024 年 8 月 23 日	宏观主题研究：哈里斯经济政策愿景渐清晰，对美国影响几何？
2024 年 8 月 15 日	符合市场预期的美国 7 月环比通胀率上升大概率不会影响 9 月降息决议
2024 年 8 月 1 日	月度美国宏观洞察：迎接降息和美国大选
2024 年 8 月 1 日	7 月美联储会议点评：9 月剑指降息
2024 年 7 月 30 日	宏观主题研究：特朗普 2.0 将如何影响美国经济和金融市场？
2024 年 7 月 12 日	美国 6 月通胀数据再次超预期放缓，9 月降息预期获进一步确认
2024 年 6 月 25 日	月度美国宏观洞察：经济向右，美联储向左？
2024 年 6 月 13 日	偏鹰的美联储会议或未计入 5 月通胀数据的超预期放缓
2024 年 5 月 30 日	2024 年中期宏观经济展望：平波缓进，渐入佳境
2024 年 5 月 16 日	4 月美国通胀放缓，或有助于美联储提升降息信心
2024 年 5 月 6 日	月度宏观洞察：探究美联储的降息逻辑变化
2024 年 5 月 2 日	5 月美联储会议点评：何时降息取决于经济数据
2024 年 4 月 11 日	3 月通胀数据和美联储会议纪要点评：降息或被延迟至三季度
2024 年 3 月 26 日	月度宏观洞察：美联储预计的软着陆可以实现吗？
2024 年 3 月 21 日	3 月鸽派美联储会议意味着降息或仍从二季度开启
2024 年 3 月 13 日	美国 2 月通胀维持韧性，对降息决议影响或较为中性
2024 年 3 月 4 日	月度宏观洞察：美国经济软着陆或变成硬着陆？
2024 年 2 月 1 日	月度宏观洞察：政策或是决定经济走势的关键所在
2024 年 2 月 1 日	美联储 1 月会议基本打消 3 月降息预期，首次降息或在 5 月
2024 年 1 月 12 日	美国 12 月通胀继续走强，拉低 3 月开启降息可能性

资料来源：浦银国际

免责声明

本报告之收取者透过接受本报告(包括任何有关的附件),表示及保证其根据下述的条件下有权获得本报告,且同意受此中包含的限制条件所约束。任何没有遵循这些限制的情况可能构成法律之违反。

本报告是由从事证券及期货条例(香港法例第 571 章)中第一类(证券交易)及第四类(就证券提供意见)受规管活动之持牌法国-浦银国际证券有限公司(统称“浦银国际证券”)利用集团信息及其他公开信息编制而成。所有资料均搜集自被认为是可靠的来源,但并不保证数据之准确性、可信性及完整性,亦不会因资料引致的任何损失承担任何责任。报告中的资料来源除非另有说明,否则信息均来自本集团。本报告的内容涉及到保密数据,所以仅供阁下为其自身利益而使用。除了阁下以及受聘向阁下提供咨询意见的人士(其同意将本材料保密并受本免责声明中所述限制约束)之外,本报告分发给任何人均属未经授权的行为。

任何人不得将本报告内任何信息用于其他目的。本报告仅是为提供信息而准备的,不得被解释为是一项关于购买或者出售任何证券或相关金融工具的要约邀请或者要约。阁下不应将本报告内容解释为法律、税务、会计或投资事项的专业意见或为任何推荐,阁下应当就本报告所述的任何交易涉及的法律及相关事项咨询其自己的法律顾问和财务顾问的意见。本报告内的信息及意见乃于文件注明日期作出,日后可作修改而不另通知,亦不一定会更新以反映文件日期之后发生的进展。本报告并未包含公司可能要求的所有信息,阁下不应仅仅依据本报告中的信息而作出投资、撤资或其他财务方面的任何决策或行动。除关于历史数据的陈述外,本报告可能包含前瞻性的陈述,牵涉多种风险和不确定性,该等前瞻性陈述可基于一些假设,受限于重大风险和不确定性。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映浦银国际证券的立场。浦银国际控股有限公司及其附属公司、关联公司(统称“浦银国际”)及/或其董事及/或雇员,可能持有在本报告内所述或有关公司之证券、并可能不时进行买卖。浦银国际或其任何董事及/或雇员对投资者因使用本报告或依赖其所载信息而引起的一切可能损失,概不承担任何法律责任。

浦银国际证券建议投资者应独立地评估本报告内的资料,考虑其本身的特定投资目标、财务状况及需要,在参与有关报告中所述公司之证券的交易前,委任其认为必须的法律、商业、财务、税务或其它方面的专业顾问。惟报告内所述的公司之证券未必能在所有司法管辖区或国家或供所有类别的投资者买卖。对部分的司法管辖区或国家而言,分发、发行或使用本报告会抵触当地法律、法则、规定、或其它注册或发牌的规例。本报告不是旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。

美国

浦银国际不是美国注册经纪商和美国金融业监管局(FINRA)的注册会员。浦银国际证券的分析师不具有美国金融监管局(FINRA)分析师的注册资格。因此,浦银国际证券不受美国就有关研究报告准备和分析师独立性规则的约束。

本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法规则 15a-6 定义的“主要机构投资者”,不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人士。接收本报告的美国收件人如想根据本报告中提供的信息进行任何买卖证券交易,都应仅通过美国注册的经纪交易商来进行交易。

英国

本报告并非由英国 2000 年金融服务与市场法(经修订)(「FSMA」)第 21 条所界定之认可人士发布,而本报告亦未经其批准。因此,本报告不会向英国公众人士派发,亦不得向公众人士传递。本报告仅提供给合格投资者(按照金融服务及市场法的涵义),即(i)按照 2000 年金融服务及市场法 2005 年(金融推广)命令(「命令」)第 19(5)条定义在投资方面拥有专业经验之投资专业人士或(ii)属于命令第 49(2)(a)至(d)条范围之高净值实体或(iii)其他可能合法与之沟通的人士(所有该等人士统称为「有关人士」)。不属于有关人士的任何机构和个人不得遵照或倚赖本报告或其任何内容行事。

本报告的版权仅为浦银国际证券所有,未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用,浦银国际证券对任何第三方的该等行为保留追述权利,并且对第三方未经授权行为不承担任何责任。

权益披露

- 1) 浦银国际并没有持有本报告所述公司逾 1%的财务权益。
- 2) 浦银国际跟本报告所述公司在过去 12 个月内并没有任何投资银行业务的关系。
- 3) 浦银国际并没有跟本报告所述公司为其证券进行庄家活动。

评级定义

证券评级定义:

“买入”: 未来 12 个月, 预期个股表现超过同期其所属的行业指数

“持有”: 未来 12 个月, 预期个股表现与同期所属的行业指数持平

“卖出”: 未来 12 个月, 预期个股表现逊于同期其所属的行业指数

行业评级定义 (相对于 MSCI 中国指数):

“超配”: 未来 12 个月优于 MSCI 中国 10%或以上

“标配”: 未来 12 个月优于/劣于 MSCI 中国少于 10%

“低配”: 未来 12 个月劣于 MSCI 中国超过 10%

分析师证明

本报告作者谨此声明: (i) 本报告发表的所有观点均正确地反映作者有关任何及所有提及的证券或发行人的个人观点, 并以独立方式撰写; (ii) 其报酬没有任何部分曾经, 是或将会直接或间接与本报告发表的特定建议或观点有关; (iii) 该等作者没有获得与所提及的证券或发行人相关且可能影响该等建议的内幕信息 / 非公开的价格敏感数据。

本报告作者进一步确定 (i) 他们或其各自的关联人士 (定义见证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则) 没有在本报告发行日期之前的 30 个历日内曾买卖或交易过本报告所提述的股票, 或在本报告发布后 3 个工作日 (定义见《证券及期货条例》(香港法例第 571 章)) 内将买卖或交易本文所提述的股票; (ii) 他们或其各自的关联人士并非本报告提述的任何公司的雇员; 及 (iii) 他们或其各自的关联人士没有拥有本报告提述的证券的任何金融利益。

浦银国际证券机构销售团队

杨增希

essie_yang@spdbi.com
852-2808 6469

浦银国际证券财富管理团队

王玥

emily_wang@spdbi.com
852-2808 6468

浦银国际证券有限公司

SPDB International Securities Limited

网站: www.spdbi.com

地址: 香港轩尼诗道 1 号浦发银行大厦 33 楼

