

2025 年 04 月 03 日

特朗普对等关税及影响的几点理解

宏观研究团队

——宏观经济点评

何宁（分析师）

hening@kysec.cn

证书编号：S0790522110002

潘纬桢（分析师）

panweizhen@kysec.cn

证书编号：S0790524040006

● **事件：**当地时间 4 月 3 日，美国总统特朗普在华盛顿正式宣布对等关税。

● **征收额外 10% 基础关税，部分贸易逆差较大国家/地区征收更高关税**

1. 特朗普将征收额外 10% 基础关税，并于 4 月 5 日生效。特朗普认为外国贸易和经济实践造成了国家紧急状态，因此其引用《国际紧急经济权力法案》(IEEPA)，对所有国家征收额外 10% 的关税 (Additional ad valorem duties)。

2. 对与美国有较大贸易逆差的国家/地区征收更高的额外个性化关税，并于 4 月 9 日生效。特朗普还宣布和美国有较大贸易逆差的国家/地区将被征收额外更高的个性化关税 (不含 10% 基础关税)。其中欧盟被征收 20% 关税，中国大陆被征收 34% 关税，越南、日本、印度关税税率分别为 46%、24%、26%。

3. 全面征收 25% 的进口汽车关税，并取消小额包裹免税政策。特朗普还宣布将对外国进口的汽车征收 25% 关税，且立即生效。此外，还将于 5 月 2 日开始取消 800 美金以下的小额包裹免税政策，每件将征收货品价值的 30% 或 25 美元。

4. 特朗普表示如果贸易伙伴采取“纠正”措施，则可能取消部分关税。特朗普在行政令中表示，如果贸易伙伴采取重大措施来“纠正”非互惠贸易安排，并在经济和国家安全问题上充分与美国保持一致，则其可以减少或限制本命令下征收的关税范围。反之如果对美国进行报复，则将会继续增加关税。

● **对等关税力度总体较高，关注其他国家应对、与美国谈判进程及实际执行**

1. 特朗普对等关税总体力度较高，但距离生效尚有时间，可能会有谈判或沟通。本次对等关税总体力度较高，2024 年美国进口商品总体关税税率 (征收关税金额/全部进口商品金额) 仅有 2.3%，如果当前关税政策实施，则其有效税率将在此基础上大幅提升，从而对美国 and 全球经济产生严重冲击。但我们需要注意的是，特朗普设定的额外个性化关税生效时间为 4 月 9 日，说明其可能在等待贸易伙伴的回应，因此需要关注在此期间的美国与部分贸易伙伴之间的谈判与沟通。

2. 大概率存在一定程度的豁免，关注关税政策的实际执行。如上所述，特朗普设定了缓和期，其谈判意图相对明显。且本次关税国家中并未包含加拿大与墨西哥，在行政令中则表示符合美墨加贸易协定 (USMCA) 的商品可获得豁免。结合前期印度等国表示愿意削减部分产品关税税率，从而与美国达成贸易协定。因此我们认为大概率美国会给予部分国家/产品一定程度的关税豁免或减轻，其最终的实际执行力度应该会有所下降。甚至可能在生效前便会出现部分豁免。

● **对我国的关税税率或有较大提升，国内政策或将发力**

1. 特朗普对我国出口商品征收关税税率有较大提升，总体或超过 60%。特朗普本次对我国征收额外的 34% 关税，叠加前期以芬太尼为由加征的 20% 额外关税、第一任期内加征的约 10.9% 实际关税税率 (实际征收关税/全部进口商品)，则我国出口至美国商品关税税率将超过 60%，税率提升幅度较大。若基本实施，结合我们前期报告中测算 (《相对可观的看待关税影响》)，或将拖累我国对美出口超过 30%。总出口将下降超过 4.5%，并拖累 GDP 同比增速超过 1.3 个百分点。

2. 国内政策或将持续发力，对冲可能的关税冲击。我们认为，参考中美第一阶段贸易摩擦及协定的谈判过程，中美后续或也将进行相关谈判。但由于特朗普本次引用 IEEPA，因此谈判过程不确定性或提升。在此背景下，国内或将推出增量政策，扩大内需，以应对关税政策可能带来的对我国出口及经济的可能影响，关注降准降息落地和可能的增量财政政策 (比如稳地产、提振消费等方面)。

对市场而言，对等关税政策的大幅提升，在短期内或将压制市场风险偏好，风险资产价格承压。美股三大指数期货在关税政策发布后大幅走低；美债收益率亦大幅下降，10 年期美债收益率亦接近 4.0%；黄金价格则上涨较多，目前 COMEX 黄金价格已经接近 3200 美元/盎司。

● **风险提示：**美国经济出现超预期衰退。

相关研究报告

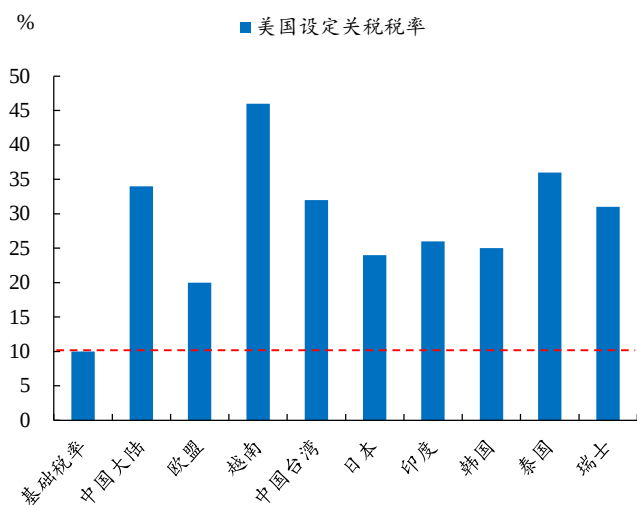
《预计 Q1 GDP 约 5.2%，Q2 关注关税

扰动——兼评 3 月 PMI 数据》-2025.4.1

《必要时推出新的增量政策——宏观经济专题》-2025.3.31

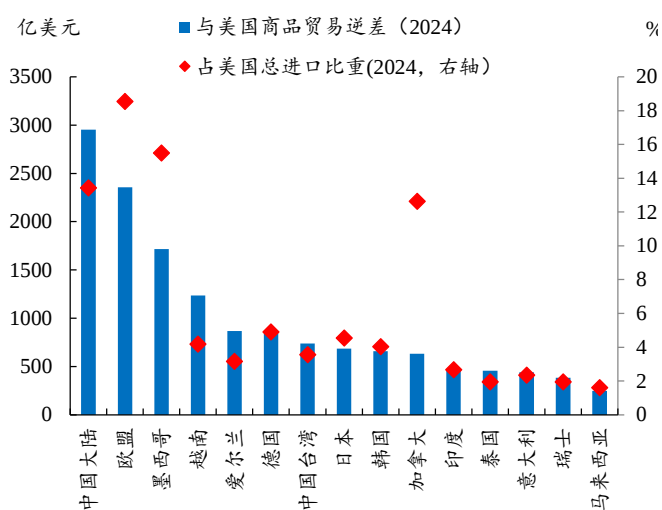
《关注欧洲财政转向的对华需求弹性——兼评 2 月企业利润数据》-2025.3.28

附图1： 美国对部分国家/地区征收更高关税



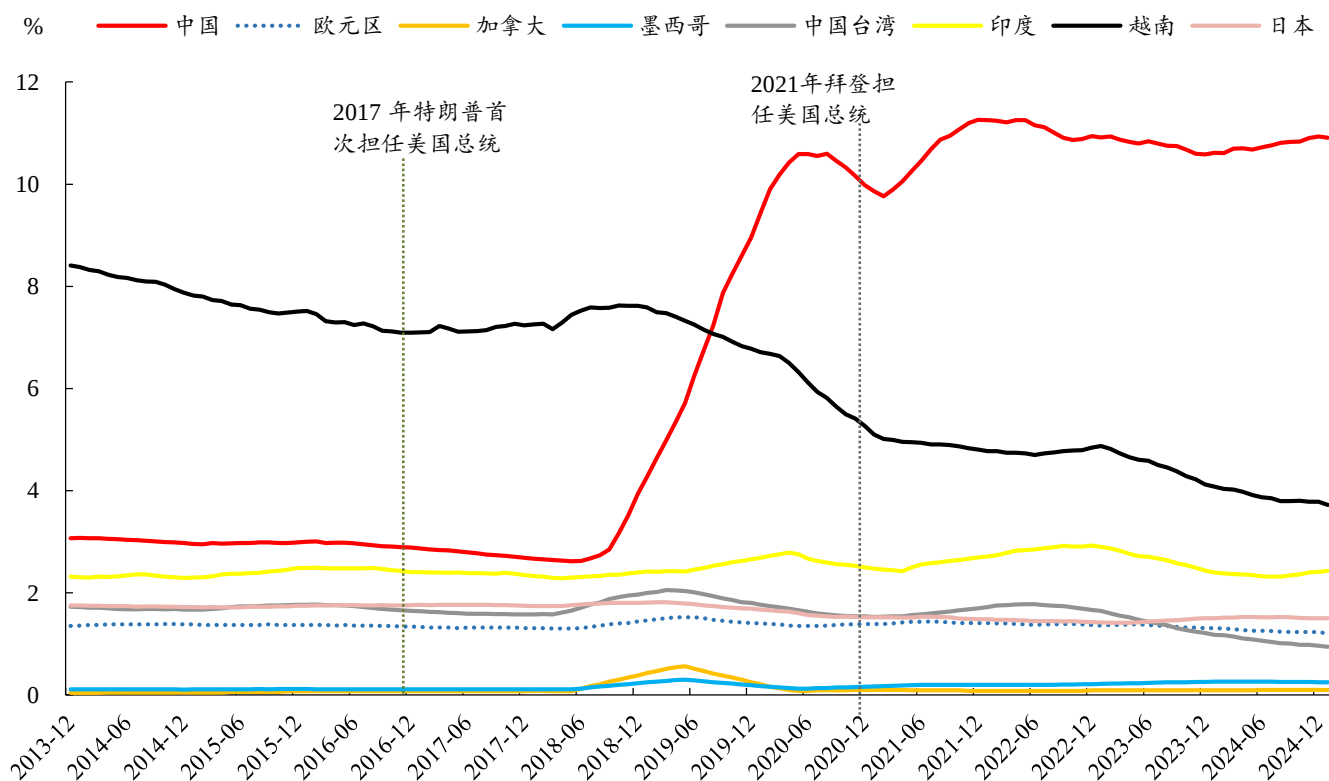
数据来源：白宫、开源证券研究所

附图2： 中国大陆、欧盟是美国的主要贸易逆差国

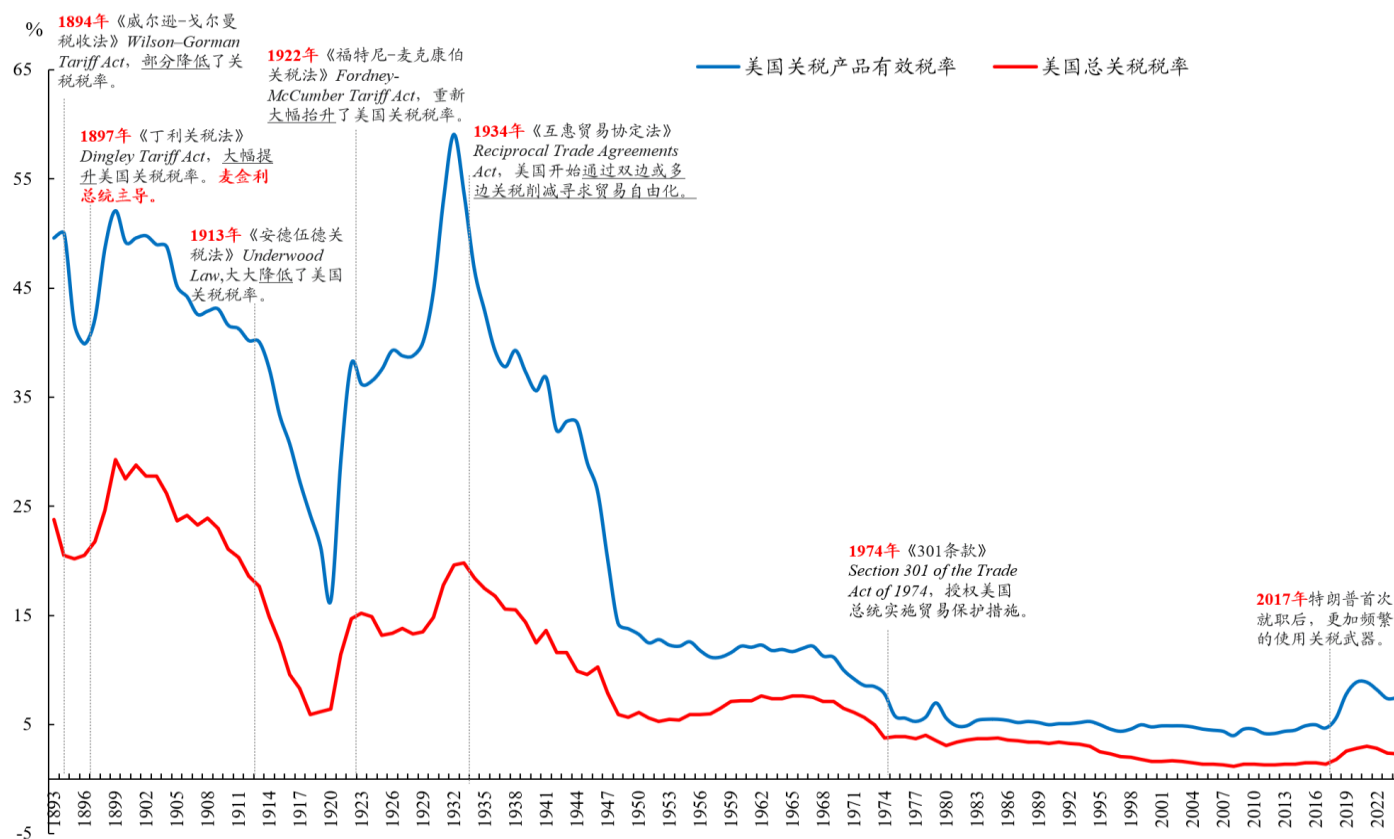


数据来源：Wind、开源证券研究所

附图3： 美国主要贸易逆差国出口至美国关税有效税率 (12 个月移动平均值)



数据来源：U.S. Census Bureau、开源证券研究所

附图4： 美国近 100 余年来主要贸易政策/法案经历了多次变化，关税税率总体下行，直至特朗普上任


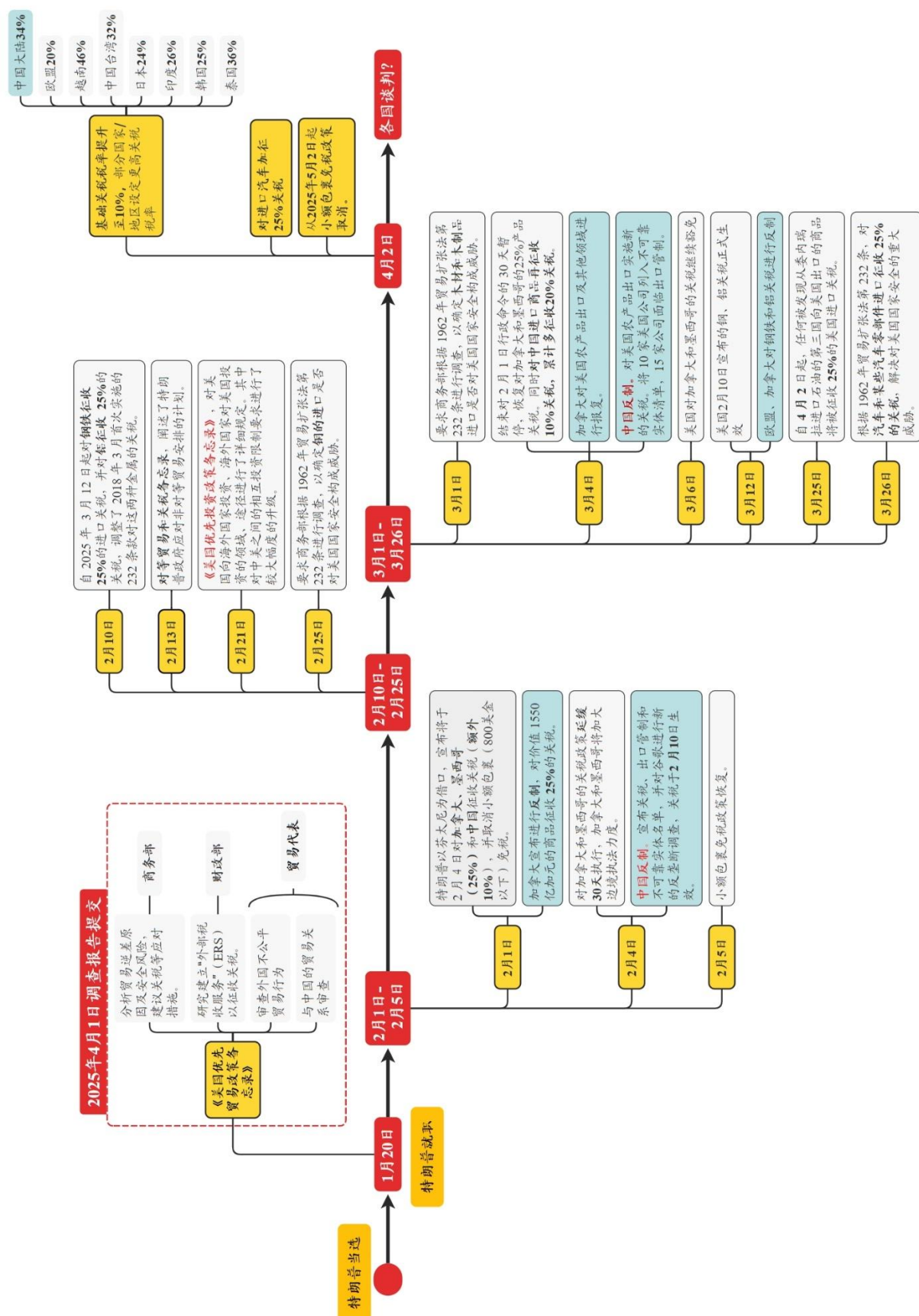
数据来源：USITC、开源证券研究所

附表1： 中性假设下(名义税率执行效果打8折，拉美、东盟仍有部分对冲效果)

关税加征幅度	对美出口(%)	出口总量(%)	GDP(%)
加征 10%	-4.98	-0.75	-0.22
加征 20%	-9.97	-1.51	-0.43
加征 30%	-14.95	-2.26	-0.65
加征 40%	-19.94	-3.01	-0.87
加征 50%	-24.92	-3.77	-1.09
加征 60%	-29.9	-4.52	-1.3

数据来源：Wind、开源证券研究所

特朗普政府主要贸易政策时间线



请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、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）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。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取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。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，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼3层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn