

研究所

分析师:黄付生
SAC 登记编号:S1340522060002
Email:huangfusheng@cnpsec.com
研究助理:高晓洁
SAC 登记编号:S1340124020001
Email:gaoxiaojie@cnpsec.com

近期研究报告

《特朗普的憧憬：关税之王麦金莱》 -
2025.03.28

宏观观点

特朗普的警钟：大衰退下的胡佛

● 核心观点

特朗普对“关税之王”麦金莱十分推崇，却似乎忘了美国历史上还有一位总统也曾推出过大规模关税，最终却以声名狼藉收场，他就是美国历史上最不受欢迎的总统——赫伯特·胡佛。

胡佛任期内通过的《斯穆特-霍利关税法案》是美国历史上最具争议性的贸易立法之一，被普遍认为加深了大萧条的经济恶果，其失败经验对当今贸易政策仍有深刻启示。

该法案诞生于1929年经济大萧条初期，最初由胡佛总统提议对农产品实施“有限修正”的关税上调，以救济陷入困境的农民。然而，这一提议很快在各个利益集团的游说下演变为广泛提高关税的法案。1930年6月17日，胡佛总统在内部压力下，不顾众多经济学家的谏言签署了该法案，美国对应税商品的平均关税水平接近历史峰值。

法案实施后的初期似乎取得了成功，然而，这种“保护”效果非常有限和短暂，高关税迅速引发了广泛的国际报复。在国际上，至少二十多个国家在两年内实施了报复性关税措施。加拿大对16种产品征收关税，占美国对加出口的30%；法国、意大利、西班牙等欧洲国家也相继提高针对美国产品的关税；英国在1932年放弃了近百年自由贸易传统，对非帝国成员国征收10%的普遍关税；拉美国家如古巴、墨西哥等也对美国产品加征关税。

这场全球贸易战被普遍认为加剧并延长了大萧条的影响。宏观数据显示，美国经济在关税法案通过后持续恶化，直到1933年罗斯福上台、新政实施后才触底反弹。1929年至1934年间，全球贸易额下降了约65%。美国对欧洲的进出口均缩水约2/3，对其他地区的贸易也大幅下滑。国内经济指标持续恶化：失业率从1930年的8.7%升至1933年的24.9%；汽车销量跌幅达75%；银行体系崩溃，1930-1933年间约20%的银行倒闭。

政治上，《斯穆特-霍利关税法案》也遭遇失败。1932年大选中，胡佛惨败，斯穆特和霍利两位法案倡议者也被选民“赶出国会”。1934年，罗斯福政府推出《互惠贸易协定》，授权总统与他国直接协商降低关税，标志着美国贸易政策从保护主义转向多边合作。

对比特朗普时期的贸易政策，两位“商人总统”都试图通过关税保护国内产业，但也存在差异：特朗普的关税政策实施于全球经济高度融合的背景下，潜在影响可能更为剧烈；特朗普的策略更为灵活，常常将关税作为谈判工具，采取“先威胁后谈判”的策略。

胡佛失败的历史经验表明，保护主义贸易政策往往会引发广泛的国际报复。目前，特朗普政府的关税政策已引发多国反制，尽管大多数经济体的反应相对克制：欧盟将报复性关税的生效时间从3月底推迟至4月中旬；中国行动迅速，但相比于美国的全面加征关税，中方

在商品选择上精准发力，本月公布的报复性关税仅对约 220 亿美元美国商品征收 11% 实际额外关税；英国政府虽然表示“所有选项都在考虑之中”，但目前还没有宣布具体的报复措施。

然而，随着 4 月的临近，全球贸易紧张局势有可能进一步升级。目前，各国都在密切关注 4 月 2 日特朗普将要实施的“对等关税”，当前政策不确定性处于前所未有的高峰。美国政府是否会及时悬崖勒马，还是引领全球陷入类似胡佛时期的关税战升级漩涡，4 月的关税政策走向或许能为我们揭晓些许答案。

● **风险提示：**

各国政策博弈存在不确定性。

目录

1 史上最臭名昭著的关税法案如何在大萧条中诞生?	5
1.1 1920 年代: 保护主义兴起	6
1.2 1929 年: 大萧条与保护主义升级	6
1.3 1930 年: 法案在国会的一波三折中艰难通过	6
2 国内影响: 未能实现的复苏初衷	8
2.1 关税法案的初衷	8
2.2 关税法案的负面冲击	9
3 国际影响: 关税法案是如何引发贸易战的?	13
3.1 主要受影响国家及报复性措施	13
3.2 关税的恶果: 全球贸易总量大幅下滑, 衰退阴云久久不散	15
4 胡佛失败经验的历史启示	17
4.1 关税政策与大萧条	17
4.2 1934 年《互惠贸易协定》: 转折点	18
4.3 对特朗普时期的启示	19
5 风险提示	20

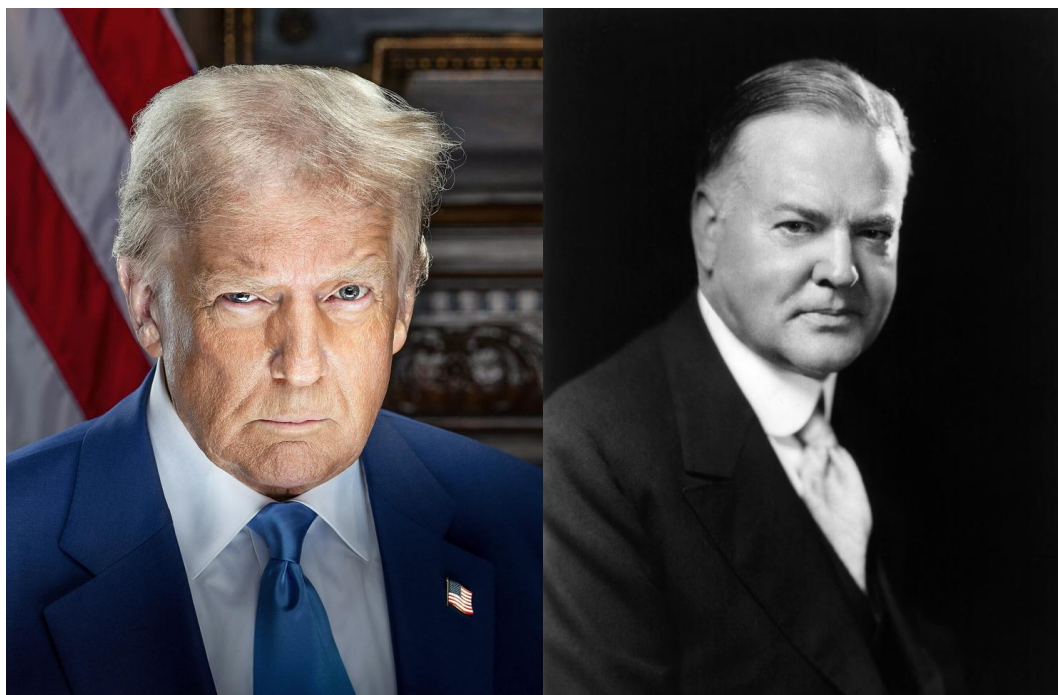
图表目录

图表 1: 特朗普与胡佛	5
图表 2: 经济学家反对关税的联名公开信	7
图表 3: 1821-2024 年美国所有进口商品的平均关税税率 (%)	8
图表 4: 1929-1941 年美国 GDP 和贸易额	10
图表 5: 1930 年代美国失业率飙升 (%)	10
图表 6: 1929-1932 年美国工业生产指数持续下滑	10
图表 7: 《斯穆特-霍利关税法案》对美国股市的影响	11
图表 8: 部分国家对美国汽车的报复措施	12
图表 9: 1920-1929 年和 1930-1940 年间国际平均关税 (%)	13
图表 10: 1922-1935 年美国进出口商品金额	16
图表 11: 1930-1931 年各国进出口金额 (百万美元)	17
图表 12: 中国、加拿大和欧盟对美国的贸易反制措施	19
图表 13: 当前政策不确定性处于前所未有的高峰	20
图表 14: 美国股市在政策和经济的不确定性中下跌	20

1 史上最臭名昭著的关税法案如何在大萧条中诞生？

特朗普对“关税之王”麦金莱十分推崇，却忘了美国历史上还有一位总统也曾推出过大规模关税，最终却以声名狼藉收场，他就是美国历史上最不受欢迎的总统——赫伯特·胡佛。

图表1：特朗普与胡佛



资料来源：wikipedia，中邮证券研究所

关税曾经是共和党人的重要政策工具。19 世纪末至 20 世纪初，高关税是共和党用来保护国内产业和创收的基石政策。当时，共和党支持通过关税保护工农业，而民主党倾向于自由贸易。1913 年民主党执政时期通过《安德伍德关税法案》降低关税，但一战后共和党重掌政权，高关税政策再度兴起。值得注意的是，胡佛总统虽然承诺提高农产品关税以保护农民，但他信奉有限干预和自助原则，对大规模关税立法的态度实际上较为消极。《斯穆特-霍利关税法案》的通过实际上有着多种因素的综合作用。

1.1 1920 年代：保护主义兴起

第一次世界大战后，美国经济走向繁荣，欧洲各国也从战火中复苏。1920 年代，全球产能面临过剩，保护主义情绪在美国迅速蔓延。1922 年，共和党通过《福特尼-麦克坎伯关税法案》，将平均关税率提高至约 40%，并授权总统可根据国外生产成本调整关税幅度达 50%。高关税在 1920 年代逐渐成为常态，部分工业品关税甚至创下历史新高。这一法案虽然引发了部分欧洲国家的报复，但范围不大，而且在美国经济繁荣的狂潮中，其负面影响并未立即显现。不过，由于难以通过出口赚取美元，法案加剧了欧洲偿还战争债务的困难。到 1920 年代后期，美国高关税政策为全球范围内的保护主义兴起埋下隐患。

1.2 1929 年：大萧条与保护主义升级

1929 年 10 月爆发的股票市场崩盘使美国经济从过热走向恐慌，“自由市场”信心受挫。面对农业持续萧条和经济全面下滑，国内保护主义情绪进一步上升。胡佛于 1929 年就任总统后不久，就召开国会特别会议，提议对农业进口实施“有限修正”的关税上调，以提高农产品价格、救济陷入困境的农民。这是胡佛回应经济危机的措施之一，也是兑现其竞选承诺的一部分。然而，这一提议在国会打开了“潘多拉魔盒”：众议院筹款委员会由强力的关税保护主义者威利斯·霍利（Willis C. Hawley）担任主席，他和共和党多数将最初针对农产品的法案扩展到工业品，大幅提高各行业关税。随着股市崩盘后的恐慌，国会中保护主义主张愈发强硬，关税法案的讨论从农产品迅速蔓延到几乎所有领域。尽管一些温和的共和党议员对此表示反对，试图阻止全面加征关税，但在保护国内就业和企业的舆论压力下，他们的阻力未能彻底扭转局面。结果，原本为了纾困农民的提案最终演变为全面提高关税的法案。

1.3 1930 年：法案在国会的一波三折中艰难通过

这一份历史上最具争议性的关税法案以参议员里德·斯穆特（Reed Smoot）和众议员威利斯·霍利命名，经历了漫长而一波三折的立法过程。

斯穆特是来自犹他州的共和党人，并担任参议院财政委员会主席。霍利是来自俄勒冈州的共和党人，担任众议院筹款委员会主席。在 1928 年美国总统选举期间，胡佛的竞选承诺之一是通过提高农产品关税来帮助陷入困境的农民。胡佛获胜，共和党在众议院和参议院都保持了舒适的多数席位。众议院在 1929 年 5 月通过了该法案的一个版本，同时提高了农业和工业产品的关税。众议院以 264 票对 147 票通过了该法案，其中 244 名共和党人和 20 名民主党人投票支持该法案。参议院一直辩论该法案直到 1930 年 3 月，许多议员根据各自州内的产业交换选票。最终，参议院的最终通过票数仅为 44 票对 42 票，其中 39 名共和党人和 5 名民主党人投票支持该法案，显示出对《斯穆特-霍利关税法案》的分歧极大。

图表2：经济学家反对关税的联名公开信



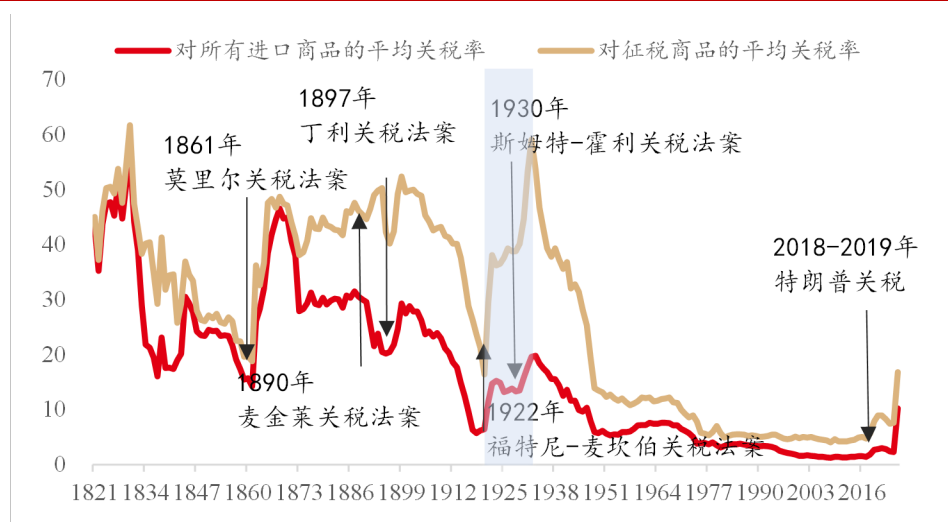
资料来源：PWHS，中邮证券研究所

立法过程中，美国国内学术界也发出了前所未有的警告：1930 年，著名经济学家保罗·道格拉斯、欧文·费雪等人起草了一份公开信，得到 1028 名经济学家的联合署名，敦促胡佛总统否决该法案。这封信直言高关税将提高物价、损害多数消费者利益，并引发外国报复，最终使美国出口受阻。胡佛总统本人对法案中工业品关税的大幅提升也颇为不满，称其为“恶劣、敲诈勒索和令人厌恶的”，但由于法案包含了他承诺给予农民的保护，胡佛骑虎难下。1930 年 6 月 17 日，

胡佛屈服于共和党、内阁和其他商业领袖的影响，不顾众多经济学家的谏言签署了《斯穆特-霍利关税法案》，使其正式生效。

《斯穆特-霍利关税法案》生效后，美国对应税商品的平均关税水平接近历史峰值，仅次于1828年的关税法案。胡佛签署法案后三天，《商业与金融纪事》杂志就在报道中评论道：“如果外国商品卖不出去，外国就无法获得购买我们商品的资金。”这句话一语成谶。《斯穆特-霍利关税法案》的通过，不仅巩固了共和党传统的高关税立场，也宣告美国在经济危机面前选择了贸易保护主义道路，为后续的国内外影响埋下伏笔。

图表3：1821-2024年美国所有进口商品的平均关税税率（%）



资料来源：PIIE, tax foundation, 中邮证券研究所

2 国内影响：未能实现的复苏初衷

2.1 关税法案的初衷

《斯穆特-霍利关税法案》本意是通过提高关税来保护美国本土企业和农民，减轻经济危机带来的冲击。最初，关税似乎取得了成功。法案实施后，美国对应税商品征收的关税平均提高了约20%。许多先前面临国外竞争压力的行业受到名义上的保护。

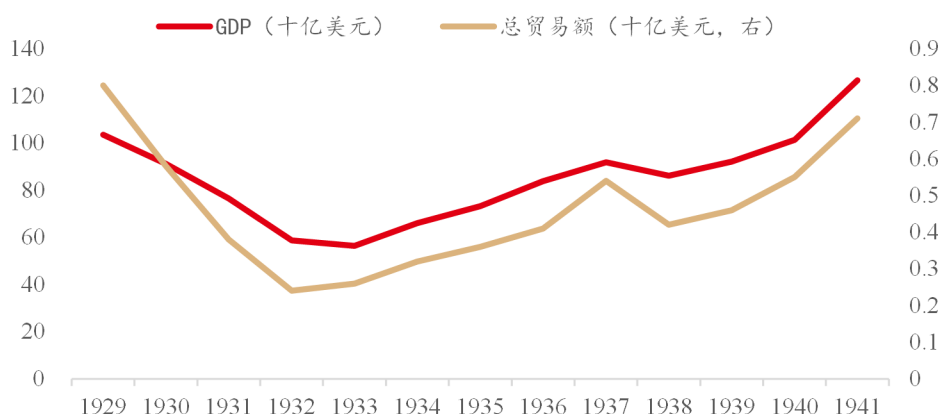
短期来看，这些高关税确实使进口商品价格陡升，失去竞争力，这在表面上为本土厂商提供了更大市场空间，然而，这种“保护”的效果非常有限和短暂。一方面，贸易在当时美国经济中的比重相对不大，削减进口对整体需求的拉动作用十分有限。另一方面，更高的商品价格削弱了大萧条下本就脆弱的消费者购买力，普通美国民众不得不削减开支或转而购买更廉价的本土替代品，但在经济萧条背景下，大部分家庭本就捉襟见肘，进口商品需求弹性不高。这意味着关税法案未能实现刺激国内就业和复苏的初衷，受保护行业并未出现预期的繁荣，反而因为整体经济下滑和后续海外的报复行动而持续陷入困境。

2.2 关税法案的负面冲击

出口导向型企业和依赖国外进口的部门首当其冲地感受到负面影响。由于美国大幅提高关税，其他国家迅速采取报复措施，许多国家对美国商品加征关税甚至禁止进口。这直接伤害了美国的出口行业。例如，美国农业高度依赖出口市场，约 15% - 17% 的农场收入来自对外贸易。报复性关税使得美国农产品在全球市场受挫，农民发现海外买家锐减。制造业中出口占比较高的机械设备、汽车等行业，也因国外订单骤降而被迫削减生产。

同时，那些依赖进口原材料的产业因关税增加而承压。本法案对超过 900 种商品提高关税，不仅包括消费品，也涵盖部分工业投入品。例如，化工行业需要的染料、化肥原料，汽车工业依赖的橡胶等，也都面临高昂的进口关税。这些依赖进口的行业面临成本上升的困境，利润空间被挤压，不得不缩减生产或提高售价，进一步抑制了国内需求。正如 1930 年那封经济学家联名信所预见的：“更高的关税将提高生活成本，绝大多数行业将因此受损；限制外国对美出口也必然缩减美国的出口机会。”《斯穆特-霍利关税法案》的执行很快印证了这一点。

图表4：1929-1941 年美国 GDP 和贸易额



资料来源：PWHS，中邮证券研究所

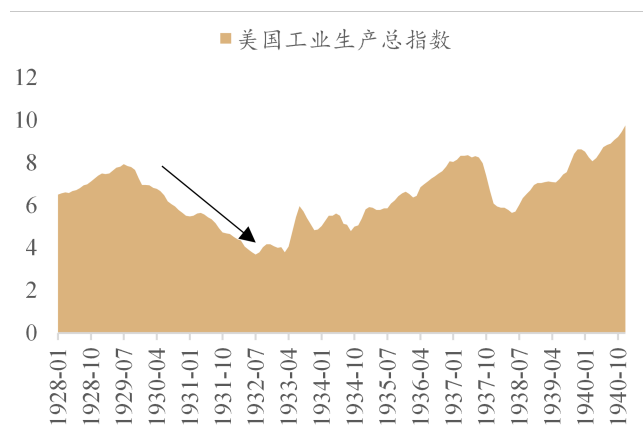
关键经济指标显示出法案通过后美国经济迅速恶化，尽管这部分是由于大萧条的余波，但显然关税法案并没有让经济走向政策推行者们期望的复苏。首先是失业率飙升：1930 年法案通过时美国失业率为 8.7%，但关税并没有像支持者设想的那样创造就业机会。相反，第二年失业率跃升至约 16%，到 1933 年更是达到了 24.9% 的历史峰值。在法案生效后短短两三年内，全国失业人口增长了两倍。这固然与大萧条整体环境有关，但高关税引发的贸易收缩和物价上涨无疑是雪上加霜。

图表5：1930 年代美国失业率飙升 (%)



资料来源：BLS，中邮证券研究所

图表6：1929-1932 年美国工业生产指数持续下滑



资料来源：FRED，中邮证券研究所

此外，工业生产急剧萎缩。1929-1932 年间，美国工业生产指数累计下跌超 50%。许多工厂停工停产，钢铁产能利用率骤降，汽车销量从 1929 年的约 530 万辆断崖式下跌到 1932 年的约 130 万辆，跌幅达 75%。福特汽车公司员工人数在 1929 年春有 12.8 万人，到 1931 年 8 月仅剩 3.7 万人，裁员超过七成。耐用品行业受创尤甚：1929-1933 年耐用消费品制造业就业人数减少了约 48.4%，而非耐用品行业就业降幅约为 19.4%。包括受法案“保护”的重工业在内，大批企业因内需不振和海外封堵而大规模裁员、关厂。

金融领域也难以幸免，银行体系遭受打击。第一次世界大战期间农产品的高价刺激了美国农民通过借贷投资土地和机械以增加生产，20 世纪 20 年代农场债务大幅增加。到了 1930 年代初，出口受阻导致农业部门收入锐减，大量农场主和企业无力偿债，银行坏账激增。1930-1933 年间全美约 20% 的银行倒闭。此外，法案实施后，关税壁垒使得一些国家难以向美国出口获取美元，反过来导致这些国家的银行也相继倒闭。

图表7：《斯穆特-霍利关税法案》对美国股市的影响



资料来源：Measuring Worth，中邮证券研究所

股市方面，《斯穆特-霍利关税法案》的通过也进一步打击了市场信心。1929 年末股灾爆发后，道琼斯指数曾在 1930 年初有所反弹。然而，随着参议院在 1930

年3月通过关税法案以及对胡佛签署的预期增强，投资者情绪再度恶化。当年6月，《斯穆特-霍利关税法案》正式签署的消息使股市遭受新一轮暴跌，签署法案当周道指暴跌超10%。市场普遍认识到贸易战将使企业销售和盈利雪上加霜，进一步打击了投资者对美国经济的信心。

政治上，《斯穆特-霍利关税法案》在国内也是非常失败的。公众很快感受到物价上涨和经济恶化带来的痛苦。1930-1932年期间，胡佛政府因坚持高关税等政策饱受指责。在1932年总统大选中，选民以选票表达了不满：胡佛所在的共和党在总统选举和国会选举中大败，民主党候选人弗兰克林·德拉诺·罗斯福赢得总统选举，民主党也在国会取得多数。值得一提的是，斯穆特和霍利两位法案倡议者均在1932年竞选连任失败，被选民“赶出国会”。由此可见，《斯穆特-霍利关税法案》在美国国内被普遍视作政策失误，其承诺的好处（保护就业、复苏经济）未能兑现，反而加剧了大萧条带来的痛楚。

图表8：部分国家对美国汽车的报复措施

国家	报复形式	具体细节
法国	关税	1930年，法国汽车关税的衡量单位从价值改为重量，乘用车每100公斤的税率如下：不超过1100公斤，800法郎；1100至1500公斤，925法郎；1500至1750公斤，1050法郎；1750至2000公斤，1275法郎；超过2000公斤，1500法郎。这些税率变化导致某些车型的价格上涨了近50%，实际上对中等价位的美国汽车关闭了法国市场。
西班牙	关税	提高了对汽车和相关产品如轮胎的海关税，并重新编写了关税清单，专门对非欧洲汽车和零部件征收更高的关税。新税率意味着带发动机的底盘价格增加了100%，敞篷汽车增加了125%，封闭车身的汽车增加了150%。
意大利	关税	将汽车关税提高了100%至167%。
	抵制	意大利皇家汽车俱乐部刊登了报纸广告，呼吁抵制美国汽车，并将购买美国商品的消费者称为不爱国。
新西兰	关税	对外国汽车征收5%从价税。

资料来源：NBER，中邮证券研究所

以汽车行业为例，美国汽车产业在1920年代后期处于巅峰，1929年全国销售量突破530万辆。然而在1930年，汽车销量比前一年减少约200万辆，1932年又比1930年减少200万辆，跌至约130万辆。这75%的销量跌幅远非关税所能逆转——因为其主要原因在于国内大萧条导致消费者购买力锐减。同时，美国汽车出口也遭到严重打击。欧洲各国在报复美国关税时，往往将汽车列为重点目

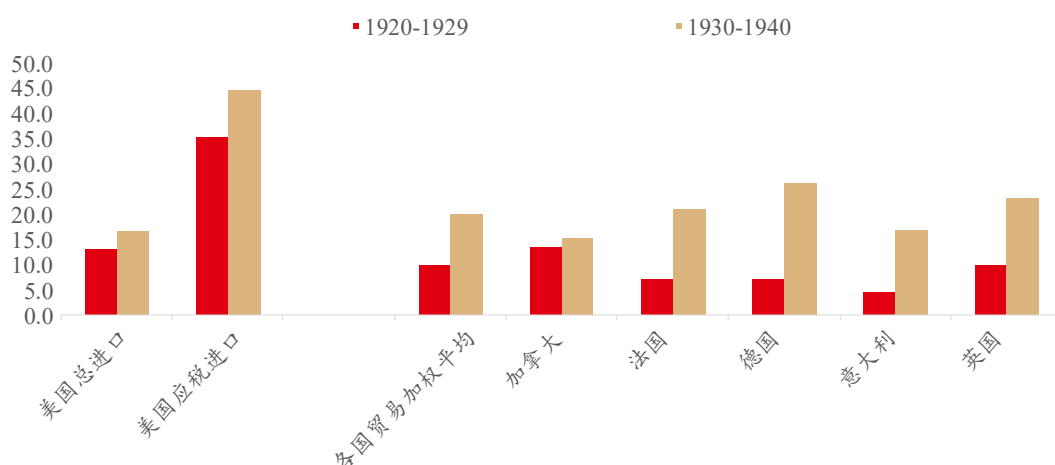
标，美国三大车企 1920 年代末开始向欧洲出口。例如，法国在 1930 年大幅提高对美国进口汽车的关税；意大利将汽车关税提高了 100%至 167%，皇家汽车俱乐部还刊登了报纸广告，呼吁抵制美国汽车。这些措施几乎扼杀了美国汽车在欧洲的销售。加拿大对美国的汽车零部件和整车也提高了关税，并扶持本国产业发展。结果是，1930-1932 年美国汽车出口骤降，车企不得不依靠削减开支和裁员来维持生存。福特、通用等纷纷关闭部分海外销售办事处。经济萧条冻结了国内消费者购买汽车的热情，更高的关税壁垒则阻挡了美国汽车工业的海外出路。

3 国际影响：关税法案是如何引发贸易战的？

3.1 主要受影响国家及报复性措施

《斯穆特-霍利关税法案》被普遍认为在国际上引发了“关税报复战”。美国作为当时世界上最大的市场，其提高关税的举措令其他国家出口美国的商品滞销，各国很快采取报复性关税以保护本国利益。自 1930 年法案通过后两年内，至少有二十几个国家跟进实施了高关税措施。这些国家涵盖美洲、欧洲、大洋洲等地区，几乎构成了对美国的“关税同盟”。

图表9：1920-1929 年和 1930-1940 年间国际平均关税（%）



资料来源：纽约联储，中邮证券研究所

从上图可以看出，左边两列是美国不同口径的进口关税税率，从 19 世纪 20 年代到 30 年代，美国对所有进口商品的关税率提升了 3.6%，对应税进口的关税率提升了 9.4%。而欧洲国家的关税率提升幅度均超过 10%，德国更是高达 18.9%。《斯穆特-霍利关税法案》引发的贸易战可以说是两败俱伤。

作为美国当时最紧密的贸易伙伴之一，加拿大迅速采取行动。早在法案正式签署之前，加拿大就警告将会报复。1930 年 5 月，加拿大总理威廉·莱昂·麦肯齐·金对 16 种美国产品征收关税，占美国对加拿大出口总额的 30%，具体包括农产品（如鸡蛋、农作物）和原材料（如木材）等美国对加拿大的重要出口品类。加拿大总理称此举是“在无法说服美国悬崖勒马情况下的自卫”。但这样的政策力度被反对派视为对美国的妥协和软弱。当理查德·贝德福德·贝内特在 1930 年接管加拿大政府时，他进一步提高了对美国进口商品的关税，同时调整贸易战略，转向与大英帝国加强经济联系。1932 年，加拿大与英国等召开渥太华帝国经济会议，确立帝国内部特惠贸易体系，从而部分取代了对美国市场的依赖，最终，英帝国体系内部贸易额上升，北美原先紧密的双边贸易下降。

欧洲各主要经济体同样采取了报复措施。法国、意大利、西班牙等国在 1930-1931 年陆续提高了针对美国产品的关税税率。例如，法国对美国汽车、机械征收更高关税；意大利在《斯穆特-霍利关税法案》通过后立即提高了汽车关税，幅度为 100%至 167%，以保护本国工业；西班牙也在《斯穆特-霍利关税法案》出台一个月后通过了《韦斯关税法》（以财政部长命名），针对汽车、轮胎和电影设备征收新关税——这些产品主要从美国进口。英国在法案通过之初仍坚持自由贸易，但受全球经济萧条和美国关税壁垒影响，英国出口大受打击。1931 年发生金融危机后，英国也放弃了近百年来的自由贸易传统，于 1932 年通过《进口关税法》，对除帝国特惠外的大部分进口商品征收 10%的普遍关税。作为战败国的德国由于身陷严峻的经济危机和债务负担，政府在 1930 年后实行外汇管制和进口配给政策，有效地提高了对美国商品的壁垒。总的来说，欧洲各国采取了一系列不同形式的报复措施，要么直接征收关税，要么通过进口配额、多边贸易协定等手段增强本国产品竞争力。

拉美国家对美国市场依赖较大，主要向美国出口初级产品，如古巴的糖、巴西的咖啡、阿根廷的农牧产品、智利的铜和硝石等。美国高关税使这些国家出口受阻，经济遭受重创。许多拉美国家被迫进行贸易调整和报复：古巴提高了对美国制成品的关税，并寻求与欧洲、加拿大开拓贸易渠道；墨西哥也对部分美国产品加征关税。更严重的是，出口收入锐减引发了拉美债务违约潮，因为这些国家以往依赖出口收入偿还外债。1931-1933年间，拉美有十多个国家相继宣布暂停或延期偿付外债。在贸易和金融困境下，拉美一些国家的政局也动荡不安。因此，美国关税政策在拉美激起了强烈的反美和民族主义情绪，不少国家转向与他国加深贸易合作以减少对美贸易依赖。

除了以上地区和国家外，澳大利亚、新西兰等大英帝国自治领也提高了对美国产品的关税，以保护本国工业并平衡贸易逆差。这些举措都增加了美国商品销往全球各地的障碍。

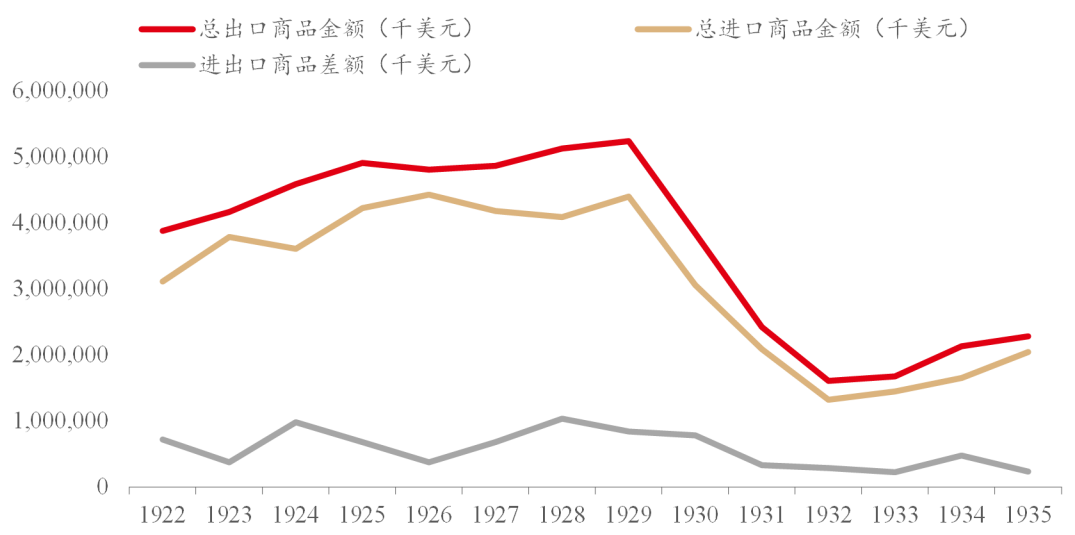
总体来看，《斯穆特-霍利关税法案》引发的报复性关税网络几乎覆盖了美国主要的出口市场。包括加拿大、古巴、墨西哥、英国、法国、德国、意大利、西班牙、阿根廷、巴西、澳大利亚、新西兰等在内的多个国家和地区，都在1930-1932年间采取了不同形式的报复措施。报复并不仅限于关税形式，一些国家通过双边协定将美国排除在外，也能起到减少从美国进口的效果。例如，英国帝国特惠关税体系使成员之间互相免税或采用低税率，而对美国等非体系内国家征收高关税，这些都属于“隐蔽的报复”。《斯穆特-霍利关税法案》因此点燃了史上最大规模的贸易战之一，美国外交关系也因关税问题急剧紧张，国际合作环境恶化。

3.2 关税的恶果：全球贸易总量大幅下滑，衰退阴云久久不散

报复性关税旋风对全球贸易和经济造成了毁灭性打击。各主要经济体相继筑起关税壁垒，导致国际贸易流动急剧萎缩。1929年至1934年之间，全球国际贸易额下降了约65%，这一跌幅是惊人的。美国对外贸易数据显示，美国从欧洲的进口额从1929年的13.34亿美元骤减至1932年的3.90亿美元；同期美国对欧

洲出口从 23.41 亿美元下降到 7.84 亿美元，均缩水约 2/3。美国与世界其他地区贸易亦大幅下滑：对拉美、亚洲、英联邦等出口均腰斩。

图表10：1922-1935 年美国进出口商品金额



资料来源：census，中邮证券研究所

除了数量上的锐减，全球贸易体系本身也发生了分裂与重组。高关税促使国家之间形成区域化的贸易集团，例如英联邦内部贸易量占比上升，而跨集团（如英美之间、欧美之间）的贸易占比下降。贸易争端还激化了国际关系的紧张，加深了各国之间的不信任。在这样的背景下，国际经济合作在 1930 年代初几乎陷入停顿。1927 年日内瓦世界经济会议曾呼吁各国降低关税、加强合作，但《斯穆特-霍利法案》的出台被各国视为对多边合作的沉重打击。随后，各主要国家纷纷退出自由贸易轨道。正如美国国务院历史办公室所述：“该法案无助于在经济或政治领域促进国家间的合作，反而成为 1930 年代‘以邻为壑’政策的象征”。这一时期，各国更多地把邻国当作竞争对手而非合作伙伴，贸易政策的协同性荡然无存。

《斯穆特-霍利关税法案》引发的全球关税报复战使世界贸易体系陷入前所未有的收缩和割裂状态。各国经济进一步沉沦，大萧条的阴云久久无法散去。这

段惨痛历史促使各国反思贸易保护主义的危害，并为战后建立开放的多边贸易体系提供了教训和动力。

图表11：1930-1931 年各国进出口金额（百万美元）

国家	出口			进口		
	1930年	1931年	下降百分比	1930年	1931年	下降百分比
英国	2777	1894	-31.8%	5081	4196	-17.4%
德国	2867	2286	-20.2%	2476	1602	-35.3%
法国	1679	1193	-29.0%	2058	1654	-19.6%
意大利	638	528	-17.3%	912	611	-33.0%
比利时	730	647	-11.4%	866	668	-22.9%
荷兰	691	527	-23.7%	972	761	-21.7%
瑞典	416	285	-31.5%	446	364	-18.4%
挪威	183	117	-36.1%	285	215	-24.6%
丹麦	433	333	-23.1%	463	367	-20.7%
瑞士	342	262	-23.4%	516	437	-15.3%
捷克斯洛伐克	518	389	-24.9%	466	349	-25.1%
波兰	273	210	-23.1%	252	164	-34.9%
南斯拉夫	120	85	-29.2%	123	85	-30.9%
奥地利	386	310	-19.7%	265	188	-29.1%
美国	3843	2424	-36.9%	3061	2090	-31.7%
加拿大	886	605	-31.7%	1009	628	-37.7%
阿根廷	513	427	-16.8%	617	345	-44.1%
巴西	320	225	-29.7%	261	130	-50.2%
智利	161	113	-29.8%	170	86	-49.4%
哥伦比亚	109	95	-12.8%	61	40	-34.4%
澳大利亚	431	328	-23.9%	519	187	-64.0%
日本	726	560	-22.9%	764	604	-20.9%
总计	19042	13843	-27.3%	21643	15771	-27.1%

资料来源：semantic scholar，中邮证券研究所

4 胡佛失败经验的历史启示

4.1 关税政策与大萧条

从长期视角看，《斯穆特-霍利关税法案》被广泛视为大萧条时期美国在经济政策上所犯的重大错误之一。经济学家和历史学家普遍认同：该法案虽然不是

1929 年经济崩溃的起因，但无疑加剧并延长了大萧条的影响。一位经济史学家将《斯穆特-霍利关税法案》比作“在本已失控的大火中，又泼上了一桶油”。各国报复性关税的累积效应使全球贸易严重萎缩，大萧条在全球范围内盛行。

宏观数据显示，美国经济在关税法案通过后持续恶化，直到 1933 年罗斯福新政实施、国际贸易有所回暖后才触底反弹。后世普遍将《斯穆特-霍利关税法案》评价为“事与愿违”的典型政策——初衷是为了保护国内就业，促进经济复苏，结果却是加剧了萧条。有人将其与 1828 年的关税法案相提并论，称其为美国历史上“最臭名昭著的贸易立法”之一。美国国会此后再也没有尝试直接立法设定如此广泛的高关税。《斯穆特-霍利关税法案》的教训在经济思想上也产生了影响。以往美国内战后的一派传统观点认为高关税有助于保护国内就业和产业，但大萧条的经验表明，在全球经济高度关联的时代，贸易保护可能无助于经济复苏。这个观念转变促使战后主流经济学更加支持自由贸易理论。可以说，《斯穆特-霍利关税法案》成为反面教材，提醒后人贸易战几乎没有赢家。

4.2 1934 年《互惠贸易协定》：转折点

《斯穆特-霍利关税法案》失败后，美国迅速调整贸易政策。1934 年，罗斯福政府推出《互惠贸易协定》，授权总统可与他国直接协商降低关税，开创了双边贸易协定的先例。

《互惠贸易协定》获得支持的主要原因就是《斯穆特-霍利关税法案》的失败经验。在此推动下，美国与主要贸易伙伴签订了多项互惠降税协议，以促进贸易恢复。结果成效显著：美国商品出口额从 1933 年的 16.5 亿美元迅速增至 1937 年的 33 亿美元。

《互惠贸易协定》的影响深远，标志着美国从保护主义转向多边合作。该法案改变了设定关税的过程，将其从国会转移到由行政部门通过国际谈判确定关税政策。这种制度设计减少了国内保护主义影响，促进了贸易自由化。该法案持续延期直至二战结束，奠定了美国数十年的贸易政策基调：通过谈判开放市场，而非“以邻为壑”、互相升级贸易壁垒。

4.3 对特朗普时期的启示

与胡佛同样作为“商人总统”的特朗普，一向以自己“交易的艺术”为傲，通过极限施压等策略攫取短期利益，似乎在上任之初就取得了一个又一个胜利。然而，他忽略了一个关键点：长期的交易关系往往需要建立在互惠共赢的基础上。

尽管如此，特朗普的贸易政策与胡佛时代相比也存在显著差异。特朗普的关税政策是在全球经济高度融合的背景下实施的，全球供应链的复杂性可能会使得贸易壁垒带来的连锁反应比 1930 年代更为剧烈。另外，特朗普的关税策略展现出更大的灵活性，不同于 1930 年代单方面提高关税的做法，特朗普频繁将关税作为施压工具，采取“先威胁后谈判”的策略，为政策调整和让步保留了空间。例如，在 2 月和 3 月，特朗普先是宣布对加拿大和墨西哥提高关税，随后又提出了有条件的推迟，几乎未付出实质性代价就得到了加拿大和墨西哥在边境事务上的重大让步。

胡佛失败的历史经验表明，保护主义贸易政策往往会引发广泛的国际报复，而麦金莱时期之所以成为例外，主要是因为当时最重要的经济体英国坚持自由贸易原则，为美国关税政策提供了获利空间。

图表12：中国、加拿大和欧盟对美国的贸易反制措施

国家	时间	具体细节
加拿大	2025年3月	加拿大财政部长多米尼克·勒布兰克表示，加拿大将对美国价值 298 亿加元（200 亿美元）的进口商品征收报复性关税，以回应美国总统特朗普对钢铁和铝的关税。
欧盟	从2025年3月底推迟至4月中旬	欧盟委员会计划对高达 260 亿欧元（284 亿美元）的美国进口商品征收额外关税，以回应美国对钢铁和铝征收 25%的关税。这些关税税率从10%到50%不等，其中50%的税率适用于洗碗机和洗衣机、裤子、毯子和陶瓷餐具。对于波本威士忌、摩托车和机动船，关税也将上调至50%。
中国	2025年2月	对煤炭、液化天然气加征15%关税；对原油、农业机械、大排量汽车、皮卡加征10%关税。
中国	2025年3月	对鸡肉、小麦、玉米、棉花加征15%关税，对高粱、大豆、猪肉、牛肉、水产品、水果、蔬菜、乳制品加征10%关税，增加出口管制管控名单和不可靠实体清单，以及对美国相关光纤产品发起反规避调查等。

资料来源：reuters，国务院，中邮证券研究所

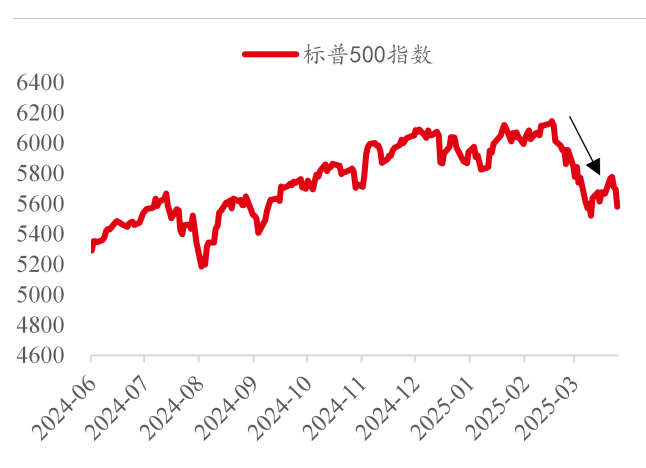
当前形势下，特朗普政府的关税政策已经引发了多国的反制措施，尽管目前大多数经济体的反应相对克制：欧盟将报复性关税的生效时间从3月底推迟至4月中旬，以留出谈判余地，中国行动迅速，但相比于美国的全面加征关税，中方在商品选择上相对克制，本月公布的报复性关税仅对约220亿美元美国商品征收11%实际额外关税。英国政府虽然表示“所有选项都在考虑之中”，但目前还没有宣布具体的报复措施。英国首相基尔·斯塔默表示，英国将采取务实的方法，并正在积极寻求与美国达成贸易协议。

图表13：当前政策不确定性处于前所未有的高峰



资料来源：policy uncertainty，中邮证券研究所

图表14：美国股市在政策和经济的不确定性中下跌



资料来源：Wind，中邮证券研究所

然而，随着4月的临近，全球贸易紧张局势有可能进一步升级。目前，各国都在密切关注4月2日特朗普将要实施的“对等关税”，当前政策不确定性处于前所未有的高峰。美国政府是否会及时悬崖勒马，还是会引领全球陷入类似胡佛时期的关税战升级漩涡，4月的关税政策走向或许能为我们揭晓些许答案。

5 风险提示

各国政策博弈存在不确定性。

中邮证券投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的 6 个月内的相对市场表现，即报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	预期个股相对同期基准指数涨幅在 20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在 10%与 20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 5%与 10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与 5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

中邮证券可发出其它与本报告所载信息不一致或有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

中邮证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供中邮证券客户中的专业投资者使用，若您非中邮证券客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为专业投资者。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本声明具有最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司，2002 年 9 月经中国证券监督管理委员会批准设立，注册资本 50.6 亿元人民币。中邮证券是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

公司经营范围包括：证券经纪；证券自营；证券投资咨询；证券资产管理；融资融券；证券投资基金销售；证券承销与保荐；代理销售金融产品；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问。此外，公司还具有：证券经纪人业务资格；企业债券主承销资格；沪港通；深港通；利率互换；投资管理人受托管理保险资金；全国银行间同业拆借；作为主办券商在全国中小企业股份转让系统从事经纪、做市、推荐业务资格等业务资格。

公司目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西、上海、云南、内蒙古、重庆、天津、河北等地设有分支机构，全国多家分支机构正在建设中。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长，努力成为客户认同、社会尊重、股东满意、员工自豪的优秀企业。

中邮证券研究所

北京

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com
地址：北京市东城区前门街道珠市口东大街 17 号
邮编：100050

上海

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com
地址：上海市虹口区东大名路 1080 号邮储银行大厦 3 楼
邮编：200000

深圳

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com
地址：深圳市福田区滨河大道 9023 号国通大厦二楼
邮编：518048