

特朗普政策对美国经济及 中国外需的影响

民银国际/证券研究部

应习文 全球宏观经济研究

2025年3月14日

请务必阅读文末免责条款



目 录

CONTENTS



一、特朗普政策的预期差

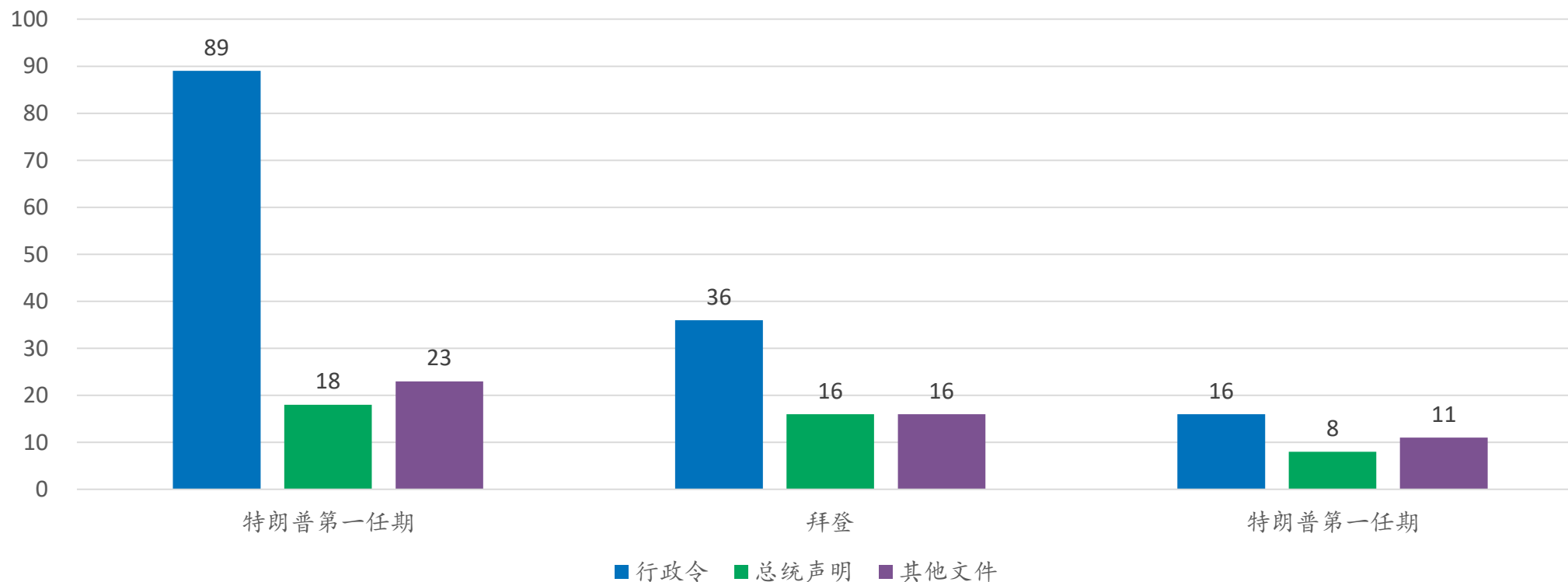
二、美国经济的转向与叙事变化

三、特朗普关税对我国的影响

特朗普上任以来的整体施政情况

- 特朗普上任后可谓相当努力。至3月12日，特朗普上任52天，共签署了89项行政令，18份总统声明以及23封其他文件（包括备忘录、通知、决定、信件、消息和命令等），总数达到140份。相比2017年同时期的35份增加了3倍，比拜登同期的68份也多了1倍，此外特朗普也通过出席会议发言、发布社交媒体和接受采访等多个渠道表达了其政策主张。

特朗普两次任期和拜登前52天的正式文件发布量（2025.1.20-3.12）



资料来源：根据公开信息整理

政府改革力度超预期惹争议

日期	政府改革相关政策	实施进展
1月20日	组建名为“政府效率部（DOGE）”的顾问委员会	已落实
1月20日	取消联邦人员远程工作，冻结招聘并改革联邦招聘程序	已落实
1月20日	结束联邦政府和私营部门的多元化、公平和包容性（DEI）计划	已落实
1月20日	取消对近20个小型独立机构（如国家艺术基金会、公共广播公司、民主基金会等）的资助	推进中
2月3日	关闭国际开发署（USAID），要求雇员强制休假并启动裁员程序，或波及全球一万多名雇员	推进中
2月8日	关闭消费者金融保护局（CFPB），目前已完全停摆	推进中
2月11日	裁撤美国联邦行政研究院	推进中
2月11日	启动联邦雇员“大规模裁减”，雇员可主动辞职“买断”8个月薪水	推进中
2月13日	关闭教育部，教育政策将由各州自主决定，以减少政府干预	推进中
2月20日	所有联邦雇员会报送工作周报，不回复将被视为辞职	中断中
2月26日	签署政府成本效率倡议，要求所有机构立即审查合同和拨款，说明并公开披露员工费用，严查差旅指出和不动产等，并指派一名DOGE联络员与机构负责人合作	推进中
3月5日	国会演讲表示政府效率部发现了联邦政府中“数以千亿美元计的欺诈行为”	推进中

资料来源：根据公开信息整理

- 竞选阶段特朗普表示将设立政府效率部（DOGE），市场普遍对该部门的效果保持观望态度。不过自上任以来，马斯克领导的政府效率部就展示了超高效率。
- DOGE冻结招聘、落实“政府效率部”劳动力优化计划，努力控制政府各部门资金流、收集内部数据、裁撤与特朗普政府目标不一致的单位与岗位。
- 马斯克的政府效率部在刚过去的这一个月已经节省下超过550亿美元。据统计，约7.5万人参与主动辞职的“买断”计划，另超过9500名联邦雇员遭解雇，两者加起来，被清退的公务员达到了84500人。
- 马斯克在社交平台表示，政府效率部的民众支持率高达81.1%。
- 但同时，美国部分团体则掀起了反对马斯克及打砸特斯拉的浪潮。

关税政策思路有变，打击面更广，手段更灵活

日期	贸易保护措施相关政策	进展
1月20日	签署“美国优先贸易政策”总统备忘录，要求多个联邦部门采取行动，审查现有贸易政策，解决不公平贸易行为，并强化在全球经济中的领导地位	已签署
1月22日	宣布自2月1日起对从中国进口的商品加征10%的关税	已生效
2月1日	宣布对加拿大和墨西哥自2月1日起征收25%的关税，随后加拿大和墨西哥宣布推出反制措施，各方遂暂停关税实施30天并开启谈判，关税于3月4日生效	已生效
2月1日	取消800美元以下小额包裹关税，但一周后政策暂停，直到“建立足够的系统来全面、迅速地处理和收取关税收入”	暂停中
2月10日	对钢铁和铝征收25%的关税，并于3月12日生效	已生效
2月13日	签署“互惠贸易和对等关税”的总统备忘录，要求相关部门确定与每个外国贸易伙伴的“对等关税”，预计在4月1日前完成	推进中
2月19日	宣称将在3月份对汽车、半导体、芯片、药品以及木材等产品征收新关税	待宣布
2月21日	签署“美国优先投资政策”总统备忘录，鼓励盟友对美投资，限制中国对美投资，限制美国对中国投资	已签署
2月21日	针对中国在海事、物流和造船业占据主导地位所展开的301条款拟议行动发表意见，并将于3月24日启动301调查听证	推进中
2月27日	特朗普表示对墨西哥和加拿大加征的关税将于3月4日如期生效，并对中国商品的关税也将在同一天额外增加10%	已生效
3月1日	签署行政令，对木材开展新一轮关税调查，考虑对木材和林产品征收25%关税	推进中
3月4日	对墨西哥和加拿大正式开征25%关税，加拿大和墨西哥采取反制措施	已生效
3月4日	对中国额外再加征10%关税，中国发布反制措施	已生效
3月5日	签署修正案，暂缓对符合美墨加协定的墨加商品征收关税，加拿大宣布推迟加征第二批对美反制关税	已生效
3月10日	宣布4月2日对加拿大乳品等征收对等关税，加拿大对电力征收附加费反制	待落实
3月11日	表示将对加拿大征收对等关税，将在4月2日大幅提高加拿大的汽车关税	待落实
3月11日	针对加拿大反制，宣布将对加拿大钢铝产品加征25%关税，总税率提升至50%，但随后在加拿大安大略省取消电力反制后撤销	已撤销
3月13日	宣布考虑对欧洲的酒类产品征收200%对等关税	待落实

资料来源：根据公开信息整理

- 关税政策被认为将是特朗普上任后首要推动的政策之一，不过与上任前“对全球加征10%关税、对中国加征60%”的简单粗暴政策思路相比，特朗普上任后的关税政策更加复杂，打击面更宽。
- 面向全球征收对等关税，并将增值税和数字服务税视为不公平行为。欧盟、印度、巴西、越南、中国台湾地区、韩国等或受影响
- 对包括中国、加拿大及墨西哥在内的特定国家关税，意在限制关键对手，或作为谈判筹码。
- 对特定行业征收关税，替代补贴型产业政策，引导制造业回流，减少财政赤字。包括钢铁、铝、汽车、芯片、农牧林产品。
- 除关税外的其他贸易保护或投资政策。限制竞争对手海事、物流及造船业发展相关政策等。



移民政策下手快但受可行性制约

日期	限制移民与加强边境管理相关政策	进展
1月20日	废除非法移民或合法临时居留者在美出生子女的“出生公民权”，但遭三位美国法官利用“违宪”阻止，特朗普表示将上诉	面临司法裁决
1月20日	境内开展大规模抓捕行动，重点是背负犯罪记录的非法移民，有数字预计非法移民约占美国总人口的3%左右	推进中
1月20日	重新调整美国难民接纳计划（USRAP），暂停一切外国人以难民身份入境，同时指示国土安全部每隔90天向总统提交报告，于1月27日生效	已生效
1月20日	启动《国家紧急状态法案》（NEA），宣布南部边境进入紧急状态，加强人员和资源部署、增加物理屏障等措施，制止所有非法移民入境	推进中
1月23日	国土安全部发布指令，将调查和逮捕非法移民的权力也授予美国联邦麻醉品管制局、监狱管理局和烟酒枪械炸药局执法人员	已落实
1月29日	在古巴关塔那摩美国海军基地扩建非法移民收容中心	待落实
1月29日	签署“莱肯·赖利法案”，规定非法入境美国并被指控犯有盗窃和暴力罪的人在定罪之前必须被拘留，甚至可能直接被驱逐出境	已落实
2月1日	派遣国务卿同巴拿马、危地马拉、萨尔瓦多、洪都拉斯等国进行沟通并寻求合作，作为驱逐非法移民的“安全第三国”	推进中
2月25日	宣布“金卡计划”，需投资500万美元购买，商务部长表示可能取代EB-5签证	推进中

- 特朗普上任前市场普遍认为移民政策的紧迫性和关税政策一样非常高，但同时驱逐非法移民政策会像特朗普第一任期内一样存在操作上的困难。
- 特朗普首先从驱逐有犯罪记录的非法移民入手，并严控非法入境，甚至不惜以关税威胁邻国，但政策实施力度不及预期。上任后的第一个月美国驱逐了37660人，移民与海关执法局代理局长被免职。
- 成本较高是未来实施政策的主要阻力。根据美国移民委员会估计，按每年驱逐一百万非法移民计算，每年也要花费超过880亿美元，其中最大的两项开支是雇佣执法人员和建造大规模拘留中心。
- 驱逐移民政策还面临严峻的法律挑战。比如出生公民权是美国宪法第十四修正案所保证的一项近160年历史的权利。要废除改权力将遭遇加大司法阻力。

资料来源：根据公开信息整理

财政平衡优先，减税相对靠后

日期	减税和促进财政平衡相关政策	进展
1月20日	重新评估调整美国对外援助，暂停美国对外发展援助90天	已落实
1月20日	通过政府效率部通过查账节省财政开支，目标是为政府节省1万亿美元	推进中
1月23日	于达沃斯发言称希望将在美国生产的产品的企业税率降至15%	待落实
1月23日	于达沃斯发言称将要求立即降低利率，希望“消除”美国债务	待落实
2月3日	签署行政命令以成立主权财富基金	推进中
2月12日	共和党公布预算决议草案，寻求减税多达4.5万亿美元、削减强制支出削减2万亿美元，并计划将债务上限提高4万亿美元	待国会审议
2月19日	发言称考虑将DOGE省下的20%资金分给美国人，也可能用DOGE节省资金的20%来偿还债务	待落实
2月19日	指示国防部制定方案，在未来5年每年削减8%的国防预算	待落实
2月20日	拟对美联储及美国黄金储备进行审计	待落实
3月5日	国会讲话呼吁废除《芯片法案》以减少债务	待落实
3月6日	签署行政令，建立战略比特币储备和美国数字资产储备	推进中

- 为纠正财政失衡问题，特朗普主张先开源节流，相关财政减支工作已全面展开，但减税政策相对靠后。
- 美国财政部长斯科特·贝森特上任后提出“3-3-3”经济政策口号——把财政赤字占GDP的比例从近年来的6%以上降至3%，把石油日产量提高300万桶，把经济增长率维持在3%。
- 2025年2月中旬，众议院预算委员会通过《2025财年预算决议》。决议要求延长2017年特朗普首个任期内出台的减税条款，计划在未来十年减税4.5万亿美元，低于CBO预计的5-11.2万亿。
- 政府效率部声称每天为美国节省约10亿美元，并称需要将节省数额提高到每天30亿美元以上（目标一年省1万亿）。
- 为减少利息支出，多次喊话向美联储施压以降低利率，并对暂停降息提出批评。

资料来源：根据公开信息整理

外交动作较大，扰动战后国际秩序

日期	外交与国际事务相关政策	进展
1月20日	宣布退出世界卫生组织	推进中
1月20日	将“墨西哥湾”更名为“美国湾”	部分落实
2月4日	退出联合国人权理事会，并禁止未来向联合国近东巴勒斯坦难民救济和工程处（近东救济工程处）提供资金。	已落实
2月4日	要求北约国家将国防开支提高至GDP的5%	待落实
2月4日	提出“清空”加沙地带并由美国予以“接管”的言论，还表示不排除向加沙地带部署美国军队	待落实
2月5日	下令审查美国在联合国教科文组织中的参与情况	推进中
2月6日	制裁国际刑事法院	推进中
2月15日	单方面与俄罗斯就俄乌危机会谈，并索要乌克兰稀土50%所有权	推进中
2月24日	在联合国提出乌克兰问题决议《和平之路》并投赞成票通过	已通过
2月25-27日	先后会见法国总统马克龙、英国首相斯塔默讨论乌克兰问题	已结束
2月27日	美俄于土耳其双边谈判，开启建立合作关系	推进中
2月28日	泽连斯基大闹白宫，美乌矿产协议签署谈判不欢而散	无结果
3月4日	美国暂停对乌克兰军事援助，并于3月9日暂停情报共享，但在3月11日恢复	已恢复
3月5日	在国会演讲时，重申夺取格陵兰岛和巴拿马运河	待落实
3月11日	美乌在沙特会谈，发布联合声明，规划30天临时停火方案，俄罗斯称在研究	待落实
3月11日	再次表示加拿大应该成为美国“第51州”	待落实

资料来源：根据公开信息整理

- 在外交方面，特朗普上任后立刻推出一系列大动作，大搞“美国优先”和“孤立主义”，美国盟友纷纷中招，扰动战后国际秩序。变相推动欧洲独立和右翼化。
- 已退出包括世界卫生组织、联合国人权理事会等多个国际组织，突显以“美国优先”重塑规则。
- 将“墨西哥湾”更名为“美国湾”，以及在上任前即表示希望加拿大成为美国的第51个州，扬言“收回”巴拿马运河以及替代丹麦接管格陵兰岛等。
- 俄乌停战成为关注焦点。2月28日泽连斯基大闹白宫震惊全球。随后俄乌局势复杂化，目前仍存在几大矛盾焦点：1. 乌克兰要求切实安全承诺而美方不愿意；2. 美乌联合声明未包括俄罗斯，而俄罗斯的诉求多数乌方难以接受；3. 俄罗斯尚未收复本土库尔斯克。

环境与能源政策大致符合预期

日期	能源与环境相关政策	进展
1月20日	宣布再次退出《巴黎协定》，并于1月27日正式退出	已落实
1月20日	宣布美国首次在全国范围内进入能源紧急状态，动用一切必要资源建设关键基础设施，审查并废除所有给能源生产和使用带来负担的法规	已落实
1月20日	撤销了外大陆架海域的海上风力区块的许可	已落实
1月20日	鼓励在联邦土地和水域（包括外大陆架）进行能源勘探和生产	已落实
1月20日	终结拜登政府“绿色新政”，取消新能源汽车税收抵免；撤销2030年电动汽车50%的目标；撤销汽车企业削减温室气体排放强制令	已落实
1月23日	于达沃斯发言要求石油输出国组织（OPEC）降低油价，OPEC+于3月3日宣布4月1日如期增产每日13.8万桶	已落实
2月10日	终止采购和强制使用纸吸管，称要“重回塑料时代”	已落实
2月14日	建立国家能源主导委员会，将参与联邦政府所有形式能源的许可、生产、分配、监管和运输	推进中
2月15日	解除拜登政府6.25亿英亩美国近海钻探禁令	已落实
3月11日	美国环境保护署宣布将废除拜登指定的一系列规定，包括强制减少汽车污染、新建煤炭和天然气电站的污染捕获或削减令，放松对制造业的全球变暖限制等	推进中

- 在能源和气候政策上，特朗普彻底抛弃了拜登时代的绿色议程，重心是发展传统能源并力图降低通胀，希望通过能源企业繁荣制造更多的工作岗位，促进就业。
- 传统能源政策上，签署“释放美国能源”行政命令，旨在降低传统能源成本、提高油气产量，扩大LNG出口，进一步发挥美国在能源领域的优势。
- 退出《巴黎协定》，终结拜登政府“绿色新政”，并宣布美国首次在全国范围内进入能源紧急状态，重新开放联邦土地用于油气开采。
- 特朗普宣布建立国家能源主导委员会，将参与联邦政府所有形式能源的许可、生产、分配、监管和运输。
- 对外方面，特朗普在达沃斯论坛上发言向OPEC+施压增产以降低油价。

资料来源：根据公开信息整理



目 录

CONTENTS

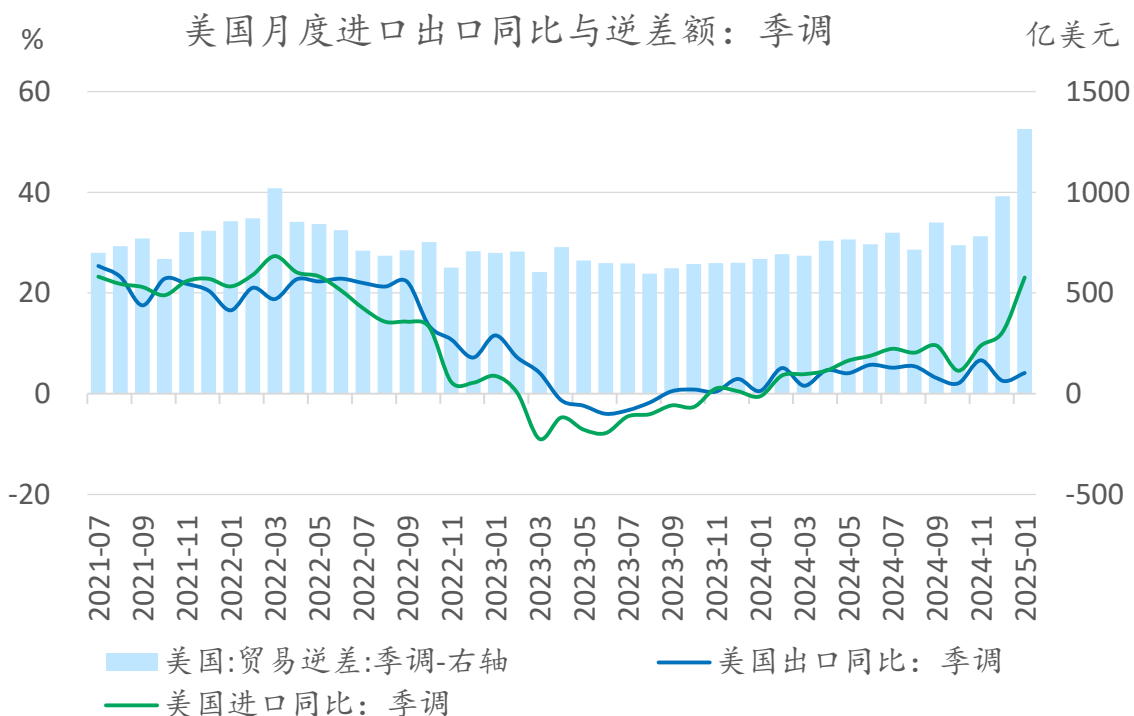
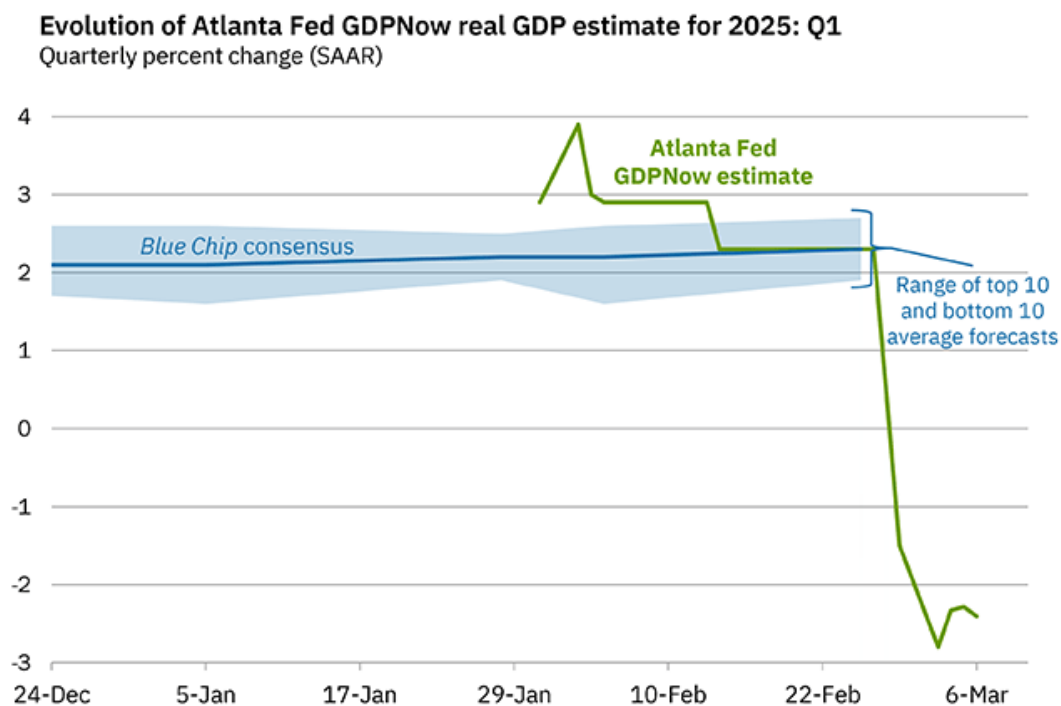
一、特朗普政策的预期差

二、美国经济的转向与叙事变化

三、特朗普关税对我国的影响

经济减速原因之一：贸易逆差激增，一季度GDP或衰退

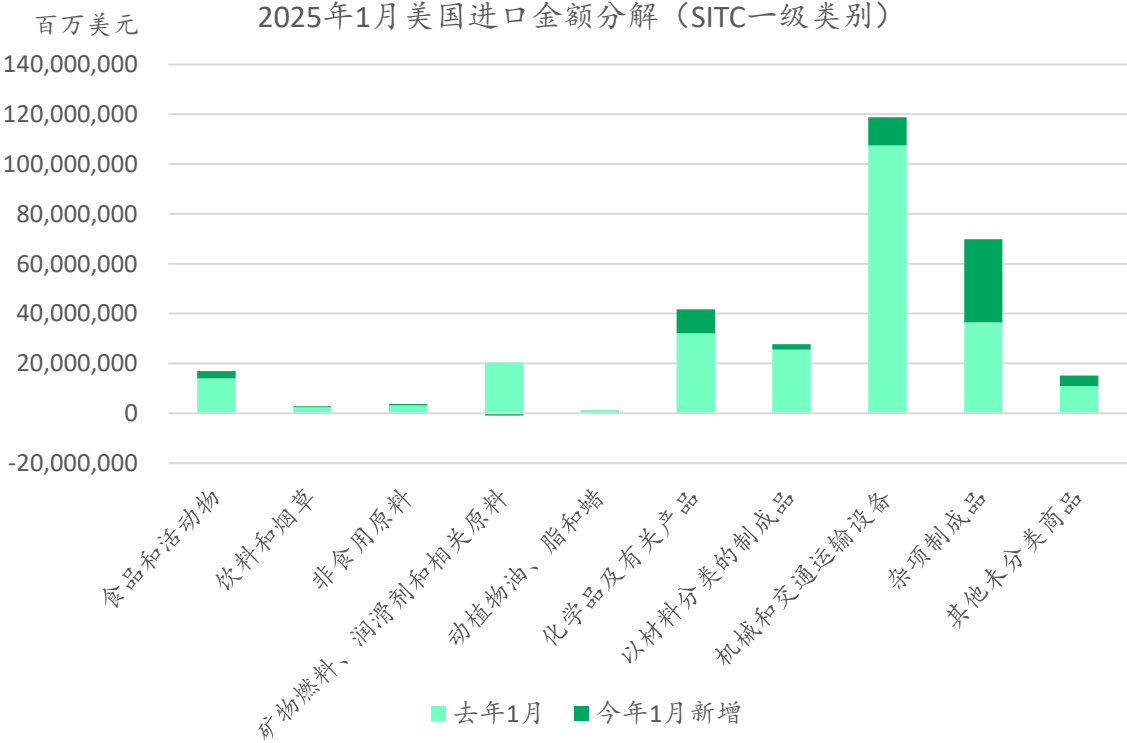
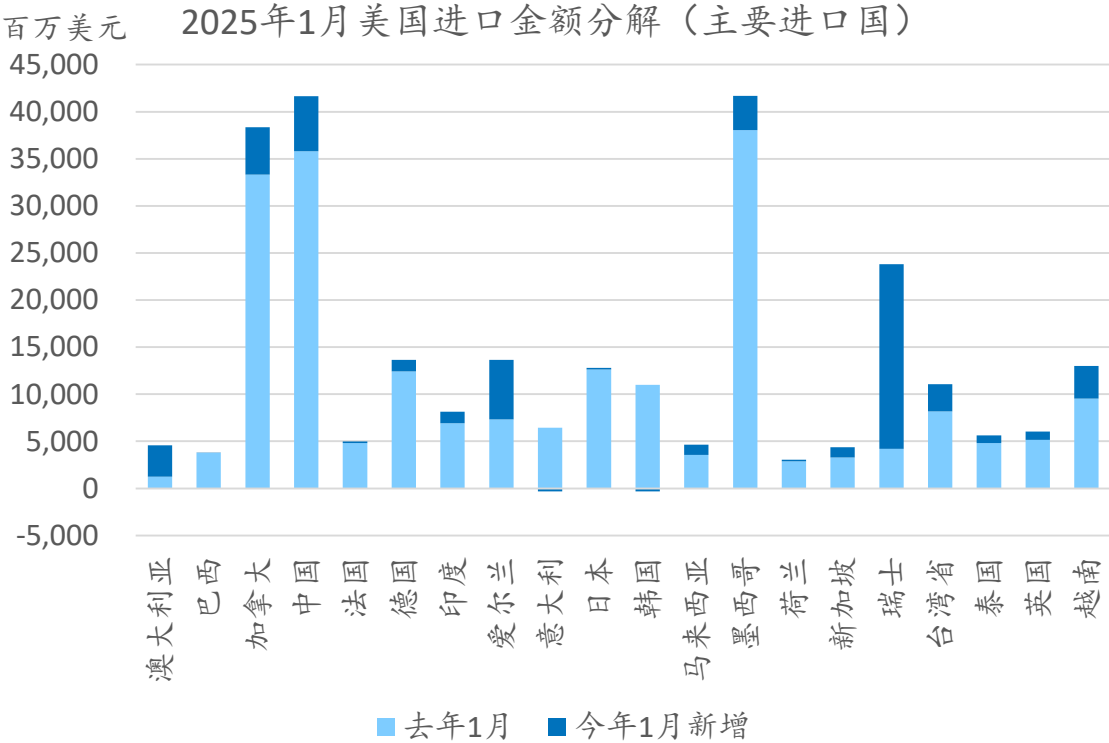
- 美国1月贸易账商品逆差达到创纪录的1568亿美元，同比多增652亿美元，相当于美国季度GDP的0.9%左右，年化后拖累超过3%。亚特兰大联储GDPNow模型测算的季度环比折年拖累扩大到-3.84pp，直接导致一季度GDP或环比折年收缩2.4%。
- 如果扣除进口黄金308亿美元的影响，则约占GDP的0.5%左右，年化后拖累减至2%，一季度GDP收缩幅度减小至0.8%。
- 尽管1月服务贸易顺差254亿美元，但与其他月份无显著趋势性差异，无法扭转整体贸易账逆差的纪录。
- 其他预示经济衰退的指标尚可，有可能二季度关税实施后贸易逆差会大幅收窄，导致GDP环比回升。





抢进口+黄金进口，双重原因哪个更大？

- 哪些国家在1月对美进口相比去年1月大增？首先是瑞士，主要产品是黄金（同比增加190多亿）；其次是爱尔兰（增加63亿，多是化学品），加拿大（增加50亿，黄金约占一半），中国（增加58亿，各类产品都有），墨西哥（增加36亿，烟草、机械设备），澳大利亚（增加33亿，主要是黄金）。台湾省、越南、印度、德国、新加坡、英国、泰国均进口增加。
- 哪些科目进口增加最多？SITC一级分类中杂项制品大增333亿，占到同比增量的一半。其中二级分类中其他杂项增加310亿，主要是黄金。（另有报道表示1月美国增加黄金进口308亿美元）。

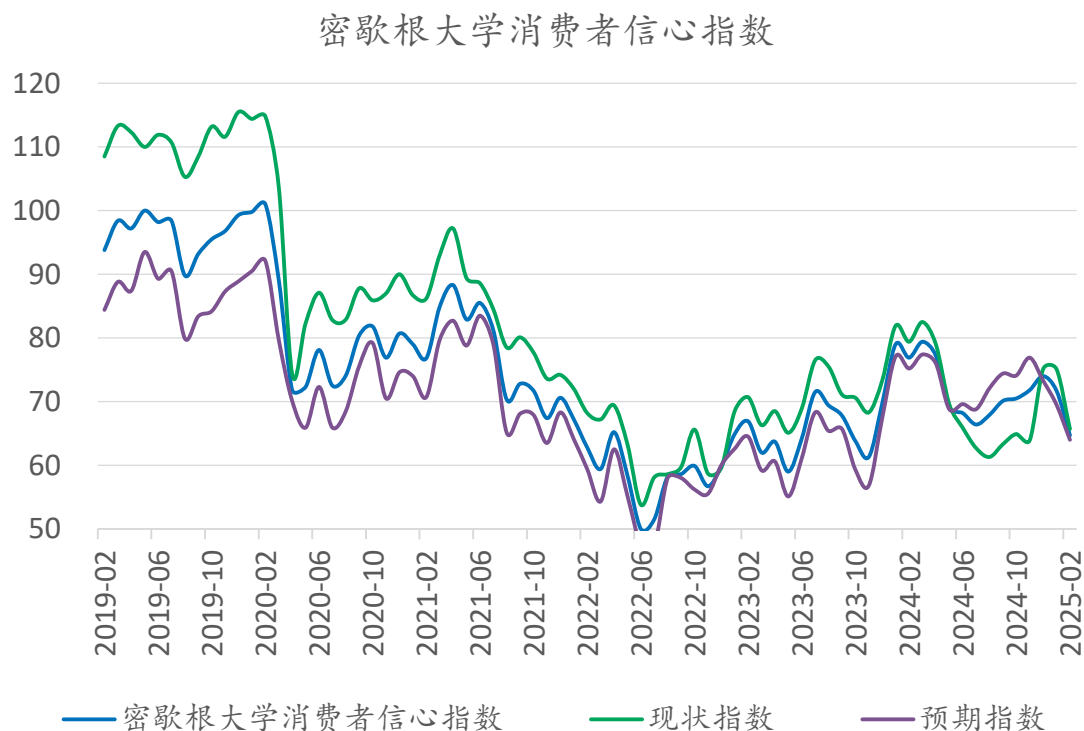


资料来源：WIND

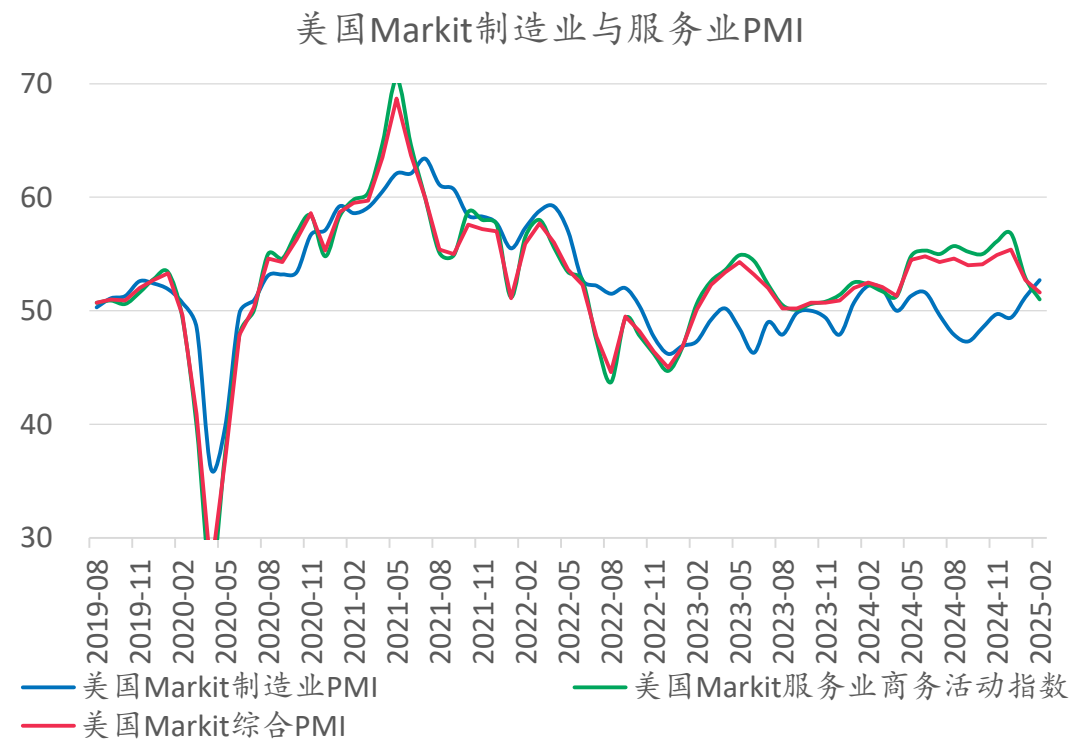
资料来源：WIND

经济减速原因之二：政策多变导致企业与消费者信心下降

- 数据显示特朗普对于政府裁员、减少财政支出等政策正在影响消费者信心。2月密歇根大学消费者信心指数为64.7（前值71.7），现状指数65.7（前值75.1），预期指数64.0（前值69.5）。2月美国咨商会（Conference Board）消费者信心指数环比下滑7至98.3，预期指数下滑9.3至72.9，已低于该机构定义的80荣枯线。
- 服务业景气度回落。美国2月服务业PMI和综合PMI均下降，不过制造业PMI回升。



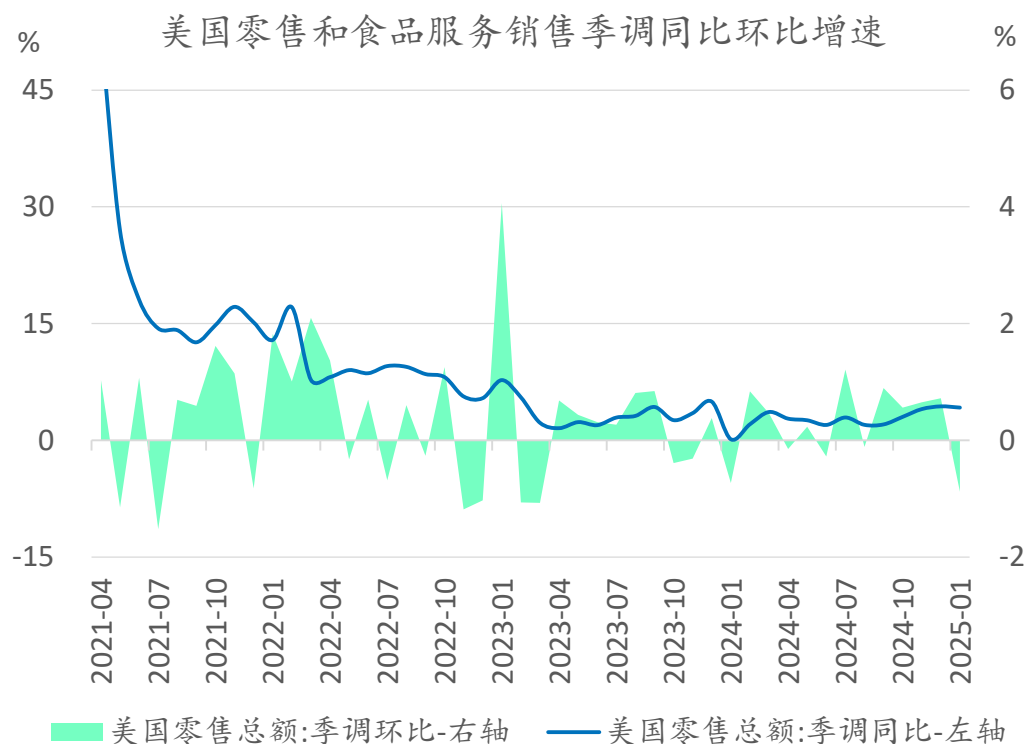
资料来源：WIND



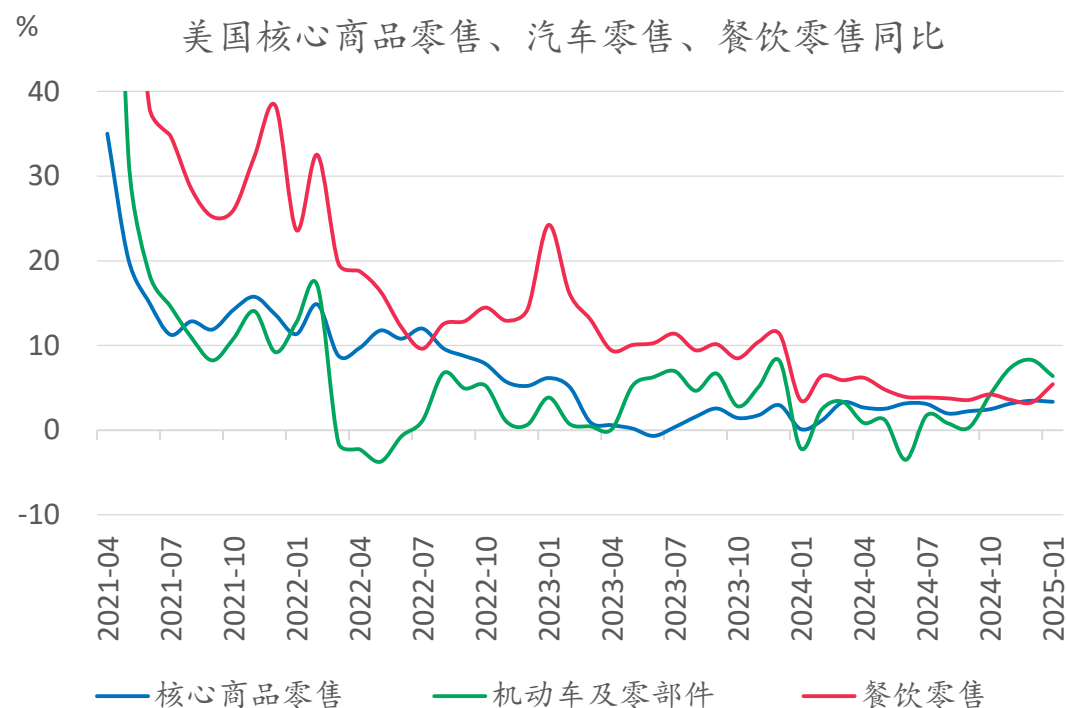
资料来源：WIND

零售业发出消费减速信号

- 消费者信心对非餐饮类零售产生了负面影响。1月美国零售销售季调环比-0.9%（前值+0.7%），同比+4.2%（前值+4.4%）；核心零售季调环比-0.4%（前值+0.7%），同比+3.7%（前值+3.4%）。
- 从分项看，核心商品零售同比+6.4%（前值+8.3%），汽车及零部件同比+3.4%（前值+3.5%），但餐饮零售回升，同比+5.4%（前值+3.3%）。
- 沃尔玛下调业绩指引。沃尔玛下调二季度和全年利润指引，调整后二季度每股收益预计下降约8%-9%。



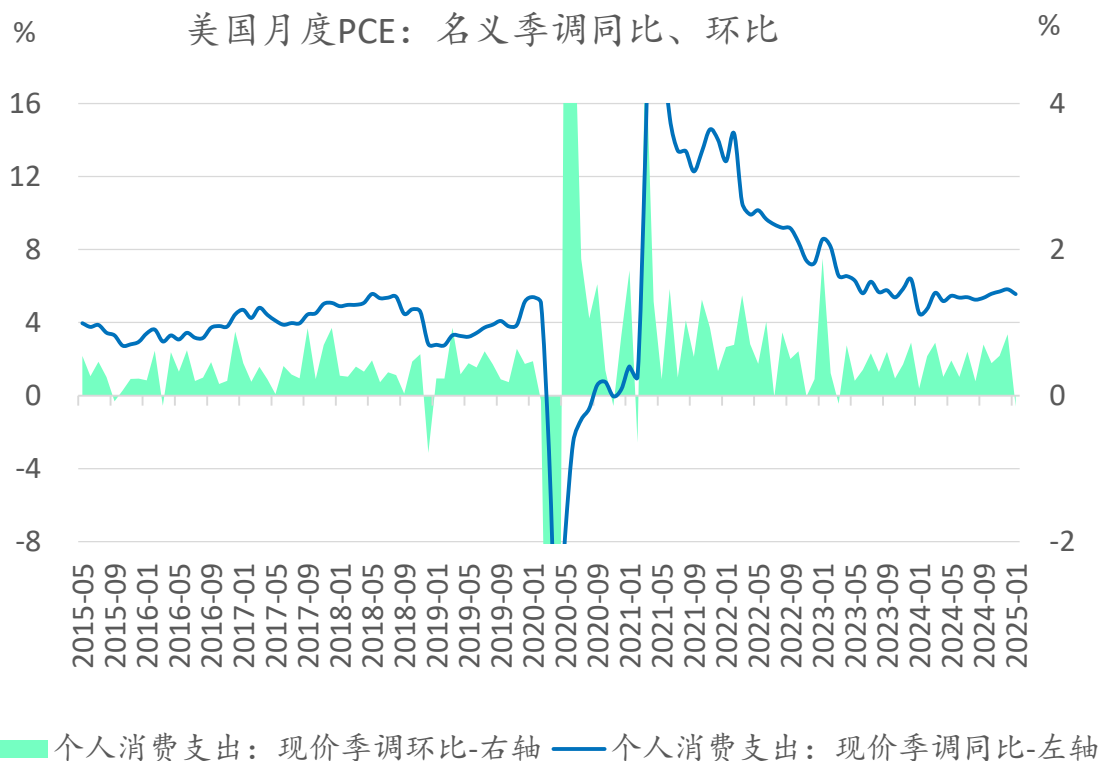
资料来源：WIND



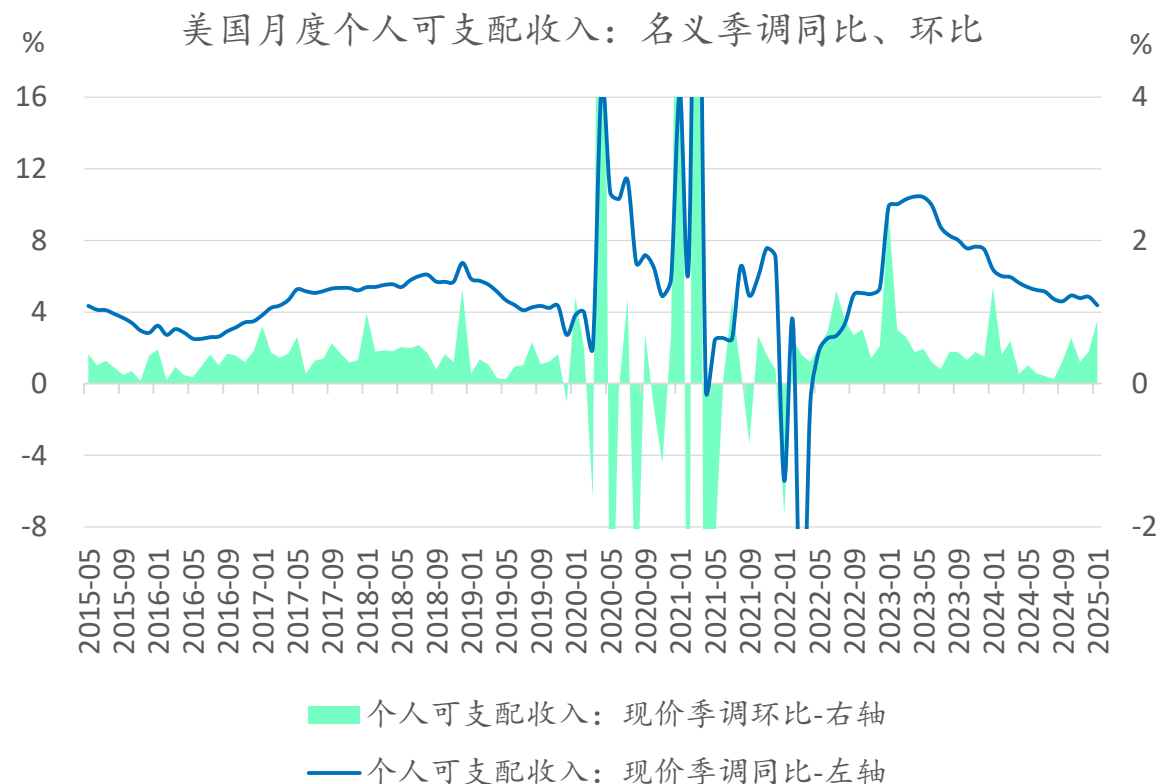
资料来源：WIND

1月PCE显示消费支出放缓先于收入放缓

- **个人实际消费支出减速。**1月美国个人消费支出（PCE）现价季调折年21.98万亿美元，季调环比-0.2%（前值+0.8%），季调同比+5.6%（前值+5.8%）。按不变价格计算，季调环比-0.5%（前值+0.6%），季调同比+3.0%（前值+3.1%）。
- **个人可支配收入环比增加但同比减速。**1月个人可支配收入现价季调环比+0.9%（前值+0.5%），季调同比+4.4%（前值+4.9%）。按不变价格计算，季调环比+0.6%（前值+0.2%），季调同比+1.86%（前值+2.2%）。



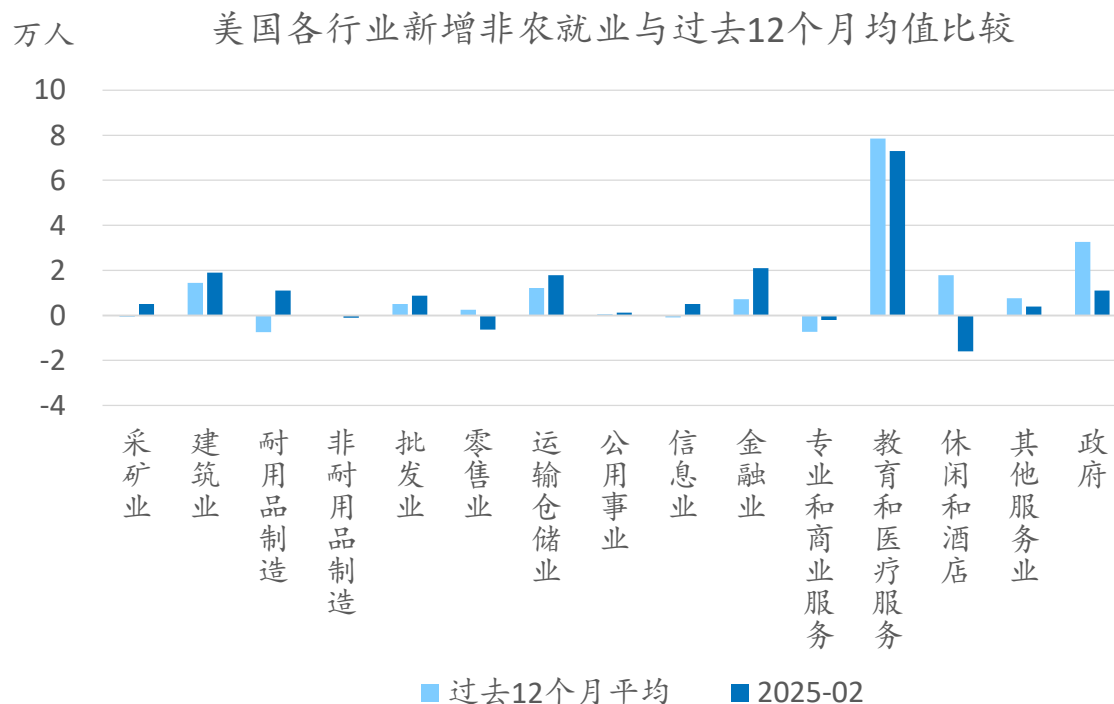
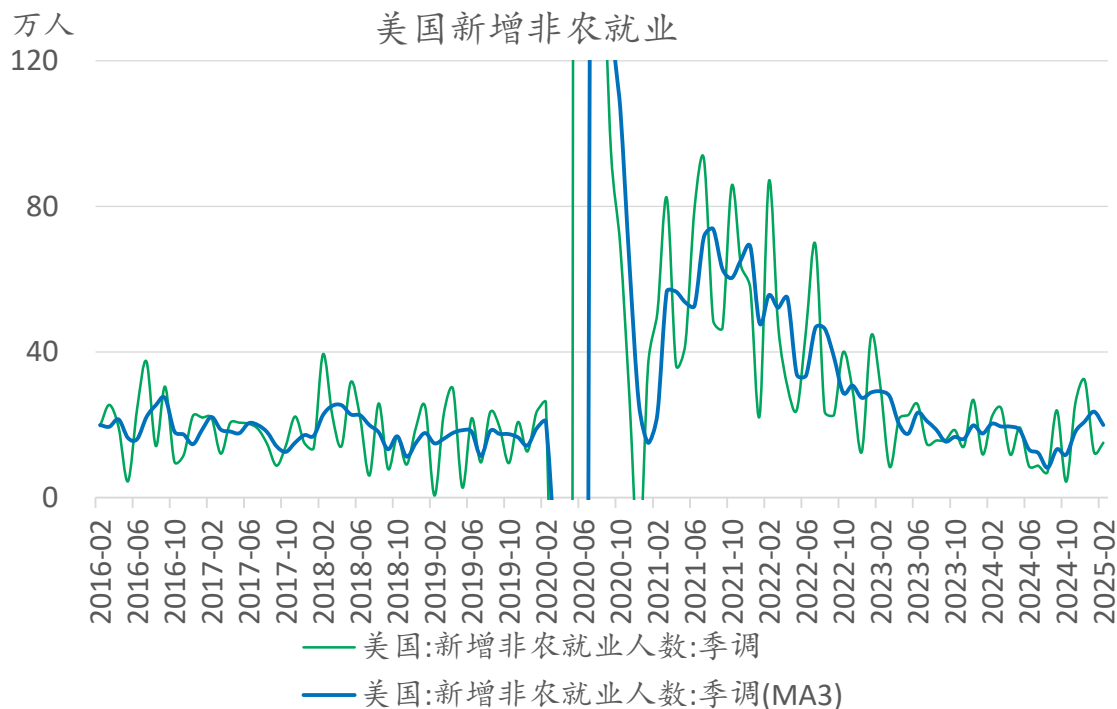
资料来源：WIND



资料来源：WIND

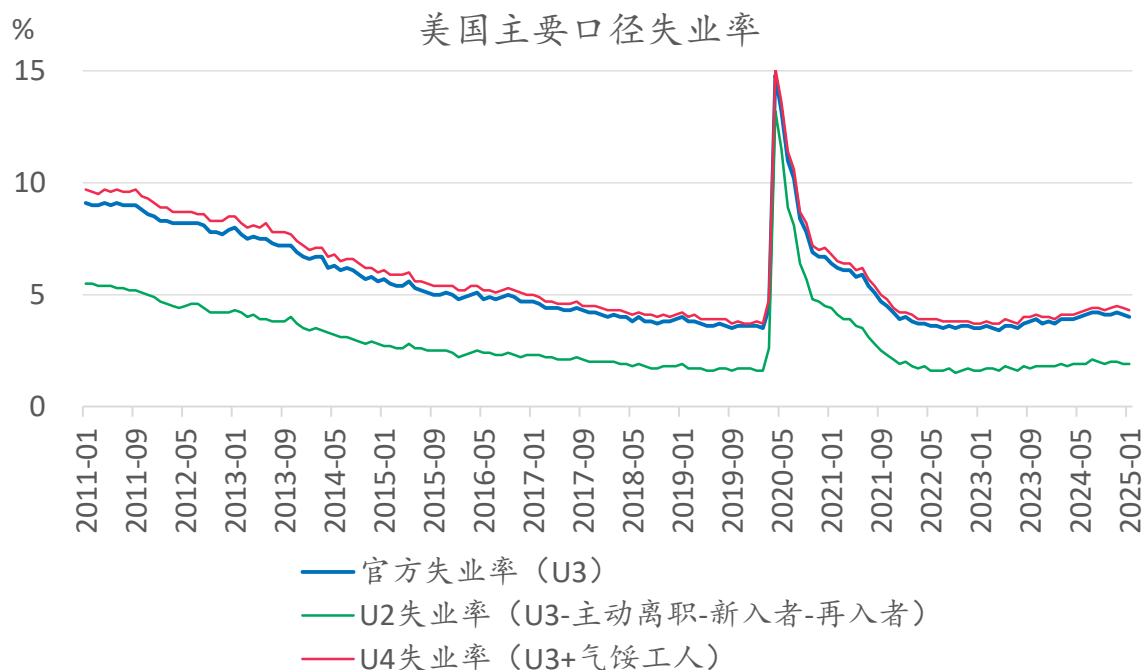
经济减速原因之三：政府裁员对就业数据形成扰动

- **新增非农就业回落。**2月政府部门新增1.1万人（前值4.4万人），其中联邦政府录得-1万人（前值0.5万人），州政府新增0.1万人（前值1.9万人），地方政府新增2万人（前值2万人）。考虑到DOGE的裁员，以及推出的政府雇员买断计划在2月中旬开始，而劳动力市场调查在2月上旬进行，同时买断但依旧领薪不计入就业减少，政府裁员影响还未完全体现。
- **其他行业：**零售业-0.63万人，休闲和酒店业-1.6万人，延续1月以来的下行，或仍与罢工活动、开年以来的灾害及恶劣天气有关。制造业就业恢复，商品生产新增3.4万人，建筑业和耐用品制造业分别新增1.9万和1万人。佐证：2月制造业PMI走强，以及1月制造业订单回暖。

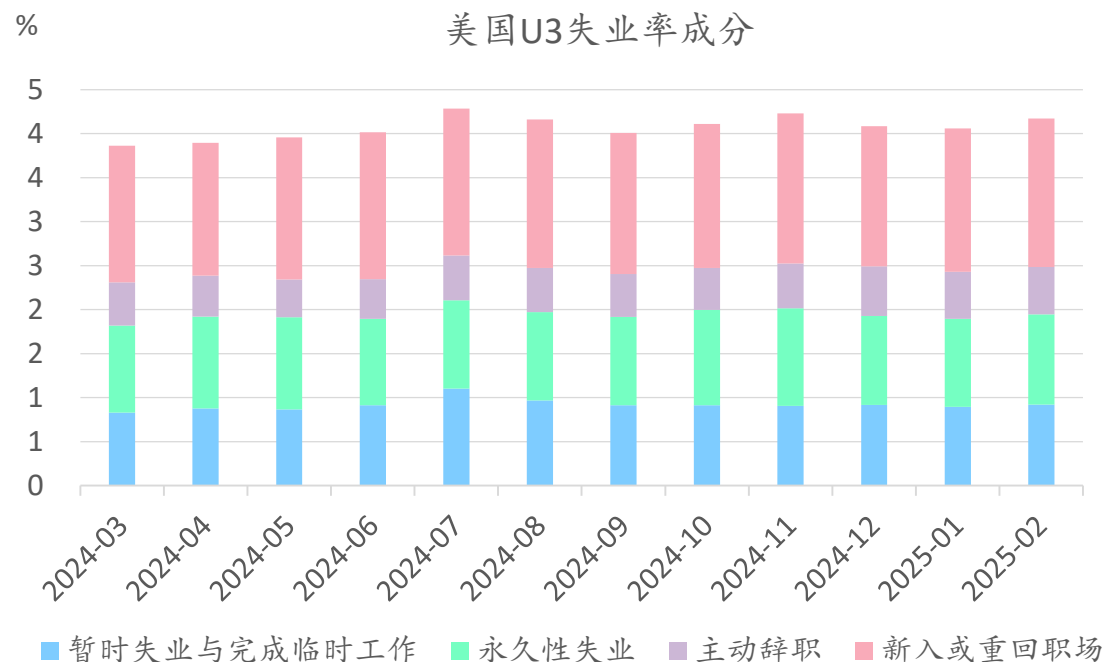


政府裁员会导致失业率升高多少？

- 2月美国U3失业率小幅上行至4.14%，上行幅度达0.13pp，但政府雇员的“买断”计划暂未体现在失业数据中，月度主动离职者仅小幅增加6000人，远小于媒体此前爆出的7.5万人。（买断的雇员，若领工资期间并不找工作，应不算失业；若开始找工作，应可视为主动离职并记入U3口径，但不在U2口径）。
- 若按10万人的政府雇员解聘或“买断”口径计算，对失业率的直接影响应该有0.06pp（分母劳动人口达1.71亿人）。不过也有研究表示：政府每裁减1人，可能有另外3人也面临失业风险。如果按大口径，240万政府雇员的20%被裁，再乘以4可能达到192万，可提高失业率1.1pp，会升至5.2%，但可能历时超过1年。



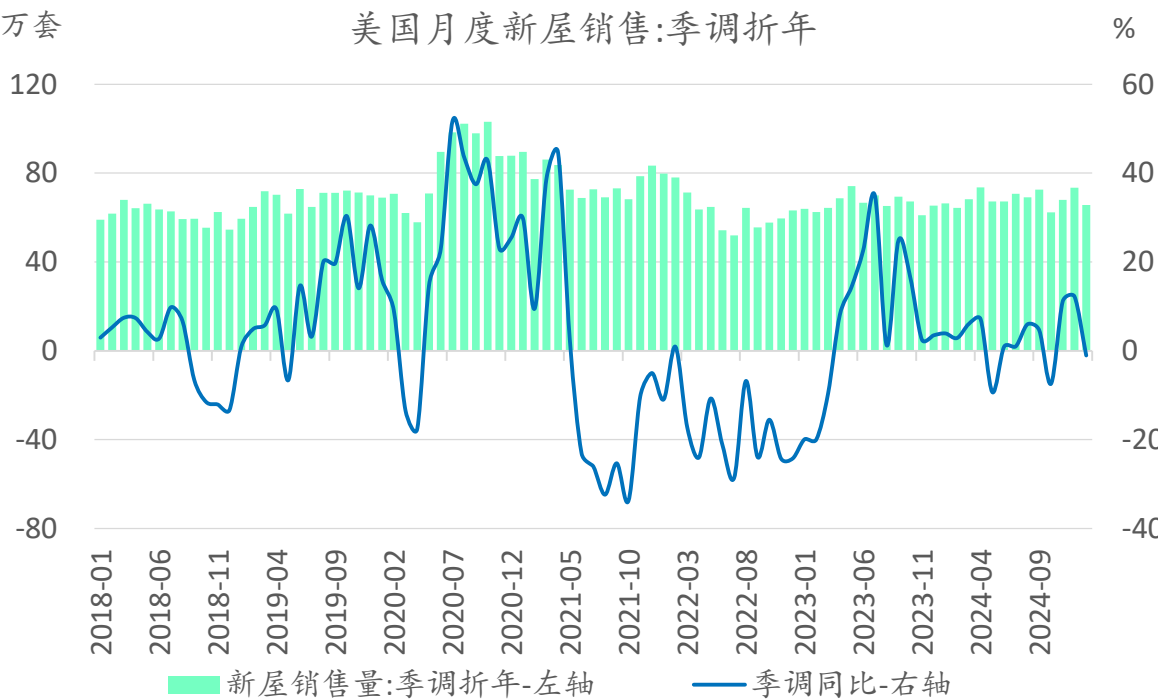
资料来源：WIND



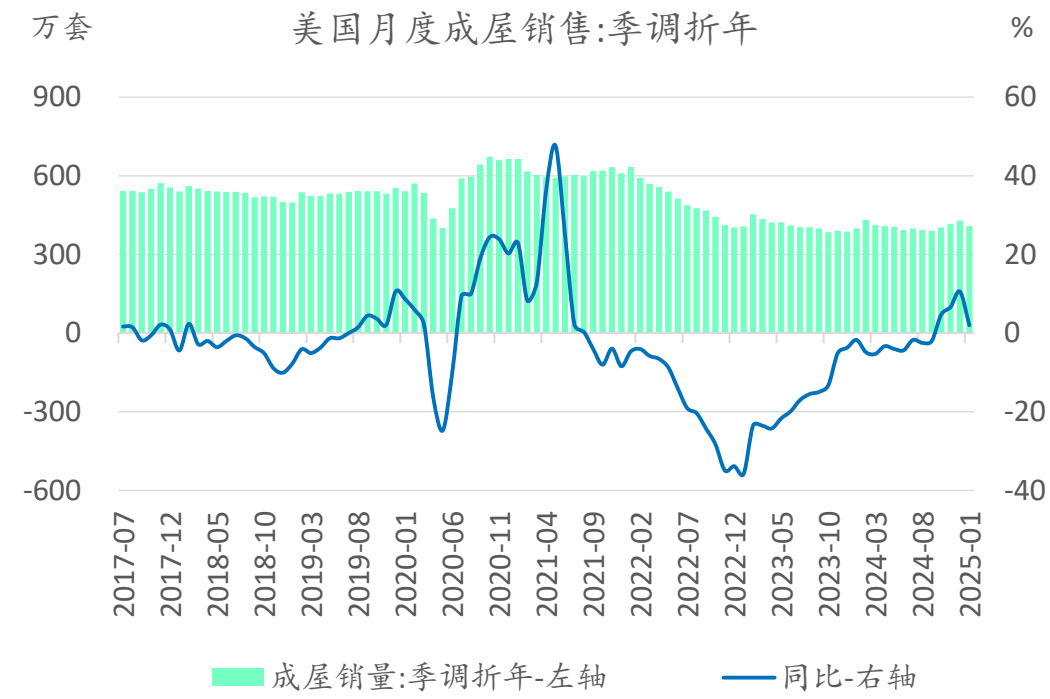
资料来源：WIND

经济减速原因之四：前期高利率导致房地产市场降温

- 随着前期利率反弹，房地产景气度有所下滑。2024年10月以来的“特朗普交易”抬升通胀预期并由此推动美债利率反弹，市场利率亦回升，对应30年期住房按揭贷款利率由前期的6%附近升至7%。房地产景气度在高利率影响下有所下降，2月美国NAHB房地产指数降至42（前值47）。
- 美国成屋和新屋销售遇冷，售价中位数同比下降。其中，1月美国成屋销售季调折年408万套（预期410万套，前值429万套），季调环比-4.9%（前值+2.9%），同比+2.0%（前值+10.6%）。新屋季调折年65.7万套（前值73.4万套），季调环比-10.5%（前值++8.1%），同比-1.1%（前值+12.2%）。



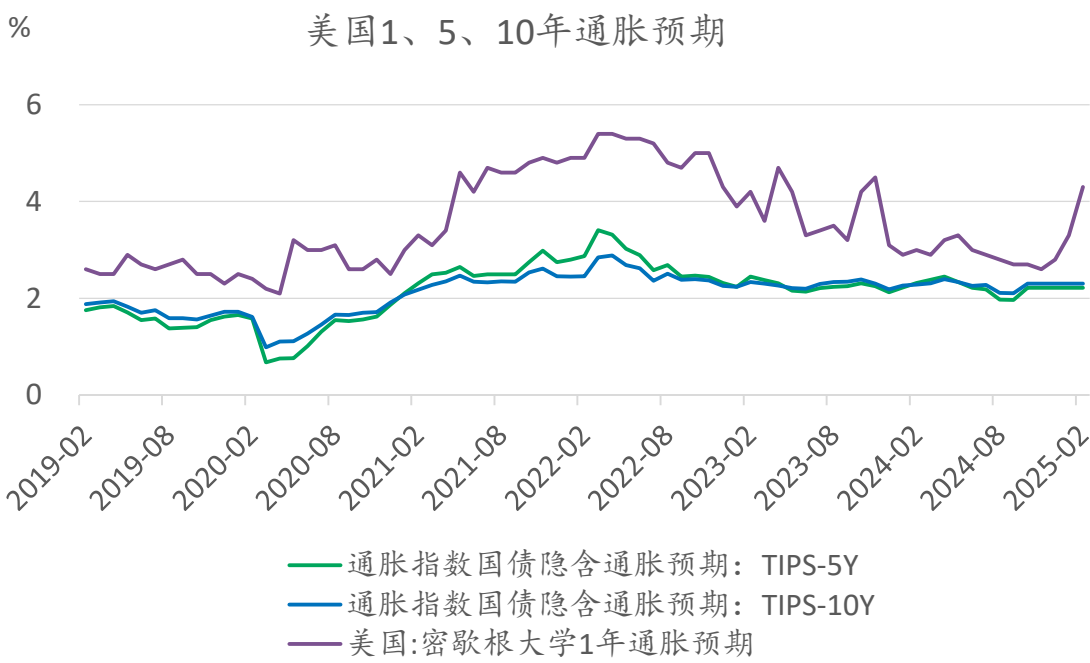
资料来源：WIND



资料来源：WIND

经济减速，通胀表现如何？

- 美国2月CPI同比上涨2.8%，较上月回落0.2个百分点，预期2.9%；季调环比上涨0.2%，预期0.3%。核心CPI同比上涨3.1%，较上月回落0.2个百分点，预期3.2%；季调环比上涨0.2%，较上月回落0.2个百分点，预期0.3%。
- 能源明显下行但食品仍存在结构性压力。鸡蛋因禽流感影响依旧环比上涨10.4%，同比涨幅高达58.8%，为此近期特朗普已下令调查鸡蛋厂商的垄断行为。
- 核心CPI涨幅收窄，服务依旧存在黏性。租金外服务季调环比上涨0.4%，较上月小幅回落，但依旧处在高位，2月就业时薪同比仍保持4%的增长，反映工资—通胀螺旋仍在提供黏性。关税冲击部分显现但影响尚不足。各类商品涨幅相对温和，已涨价商品包括日用纺织品、大家电、户外设备、男女装、文具和个人杂项等。



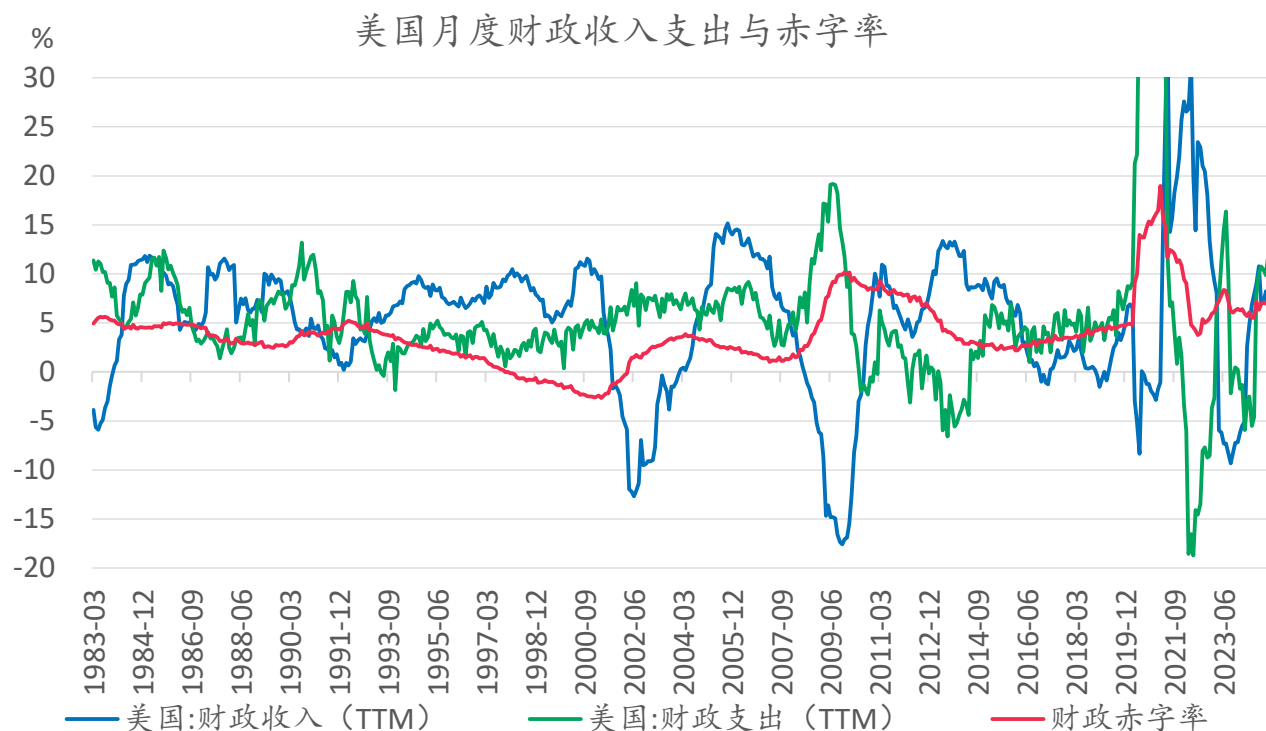
资料来源：WIND

	1月季调 环比	2月季调 环比	1月同比	2月同比
CPI：所有项目	0.5	0.2	3.0	2.8
能源	1.1	0.2	1.0	-0.2
核心(除食品能源)	0.4	0.2	3.3	3.1
超级核心(除食品能源房租)	0.5	0.2	2.3	2.2
CPI：所有商品	0.4	0.1	0.8	0.6
核心商品	0.3	0.2	-0.1	-0.1
非耐用品	0.4	0.0	1.6	1.3
食品	0.4	0.2	2.5	2.6
非耐用品(除食品)	0.5	-0.2	0.7	0.0
耐用品	0.4	-0.1	-1.2	-1.2
CPI：所有服务	0.5	0.3	4.2	4.1
房屋租金	0.4	0.2	4.4	4.3
服务(不含租金)	0.5	0.4	3.9	3.8

资料来源：WIND

财政状况存在忧虑：DOGE雷声大雨点小？

- **2月美国财政赤字继续增加。**2月美国财政收入2964亿美元，支出6034亿美元，赤字3070亿美元。滚动12个月（TTM）收入增长8.6%，支出增长11.7%，赤字2.15万亿，赤字率7.3%，继续处在高位。
- **关税增收幅度：**静态测算对加墨25%+对华10%每年约1200美元，对等关税+对华加至60%每年约增收2500亿美元。
- **政府停摆在即，**美国会众议院通过短期支出法案。为联邦政府继续提供资金至今年9月，将递交参议院审议，但审批前景存在不确定性。据Polymarket，市场认为3月政府资金失效概率为24%，2025年美国政府出现关门的概率为31%。



资料来源：WIND



美国政府
3月停摆
概率

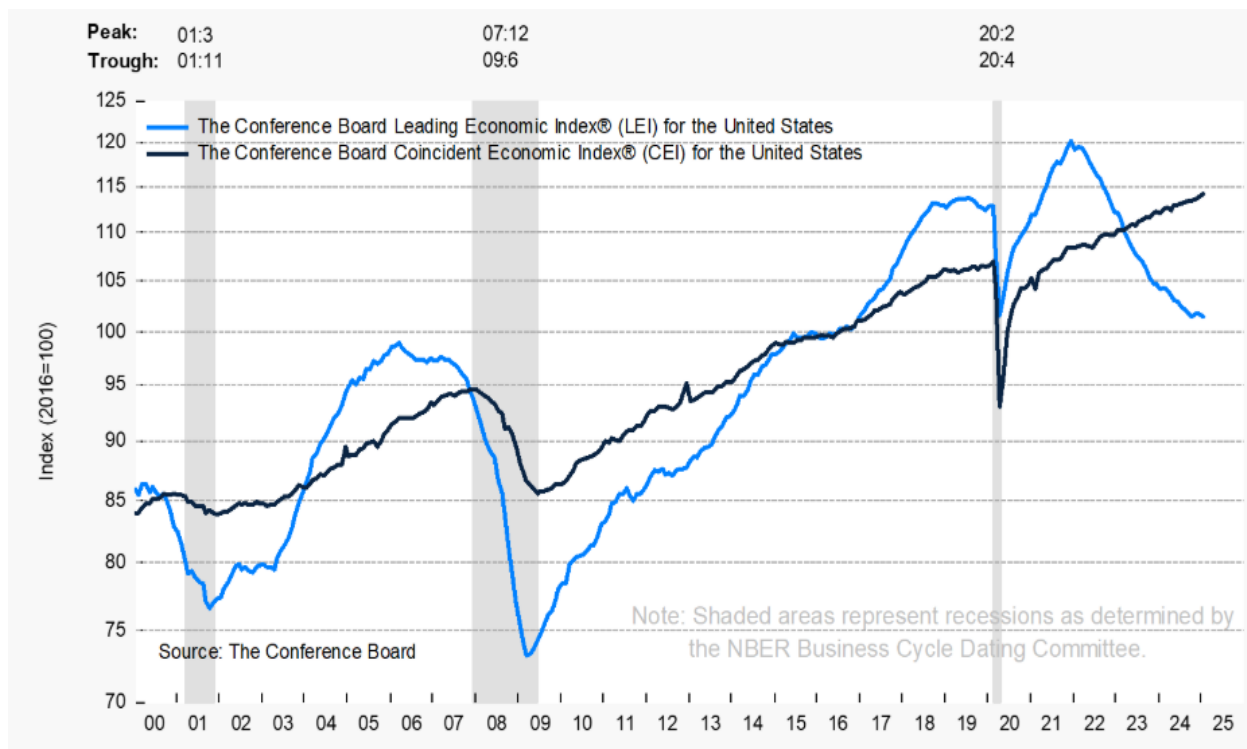
美国政府
2025年停
摆概率

资料来源：Polymarket，截取时点北京时间3月14日中午

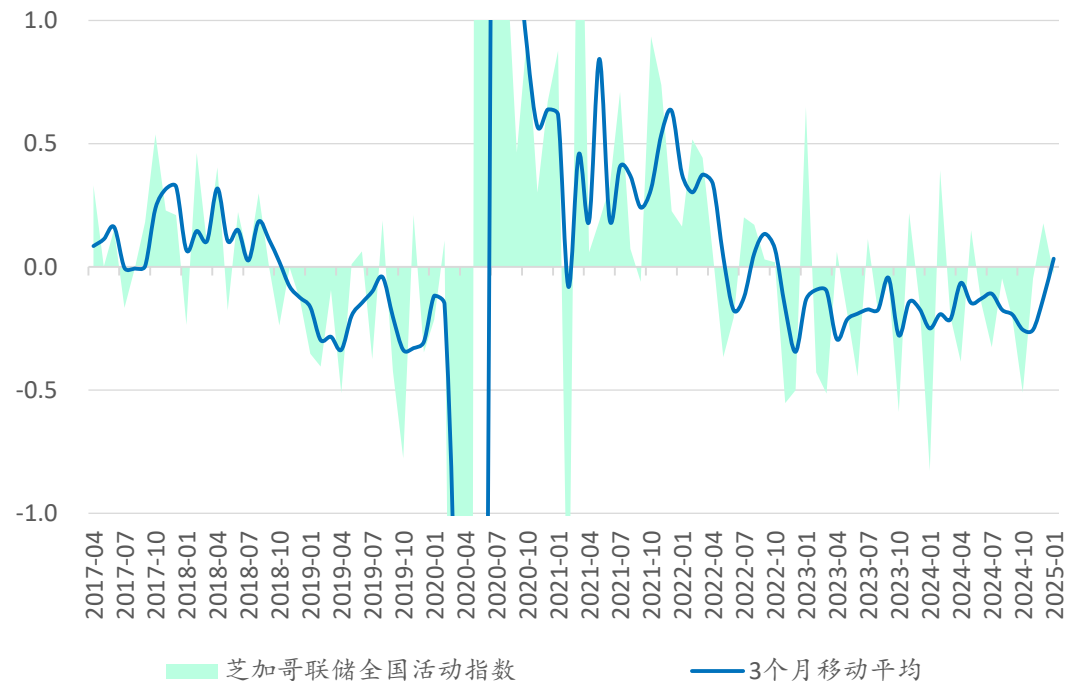
美国会衰退吗：前瞻性指标看经济减速预期

- 芝加哥联储与咨商会的前瞻性指标边际转弱。1月芝加哥联储全国活动指数下滑至-0.03（前值0.18），其中最大的减分项来自于个人消费与房地产。
- 1月咨商会经济领先指数（LEI）则下滑至101.5（前值101.8），主要下滑分项为消费者预期，周工时，S&P500指数和制造业新订单。

咨商会美国经济领先指数

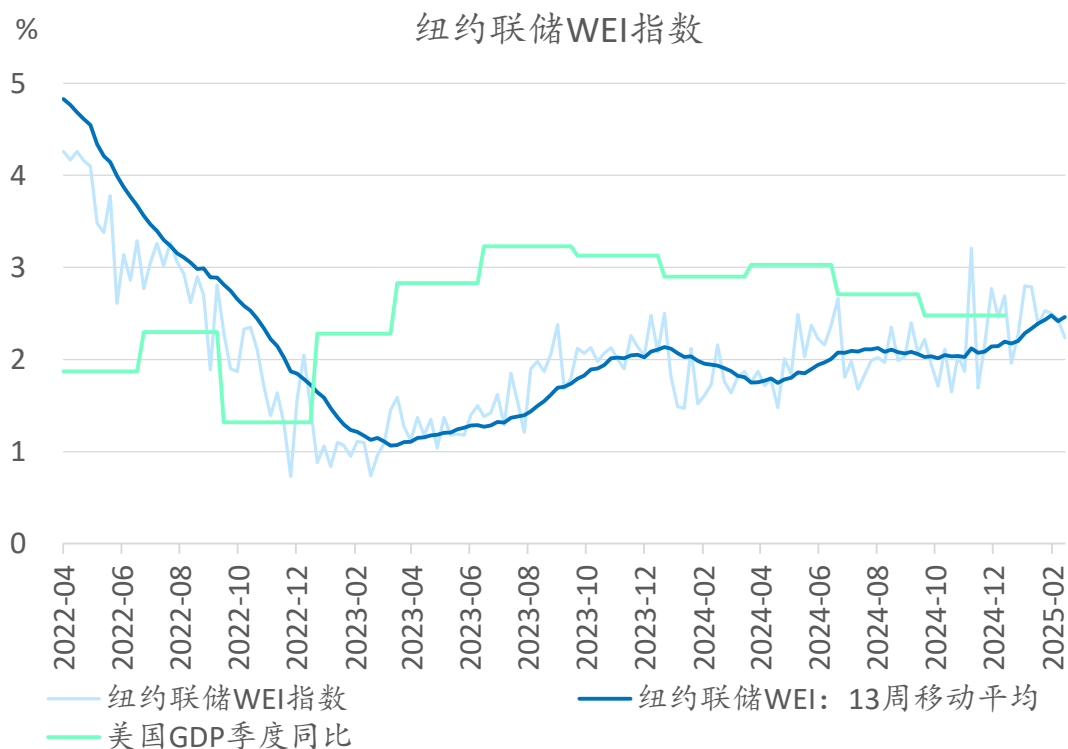


芝加哥联储全国活动指数

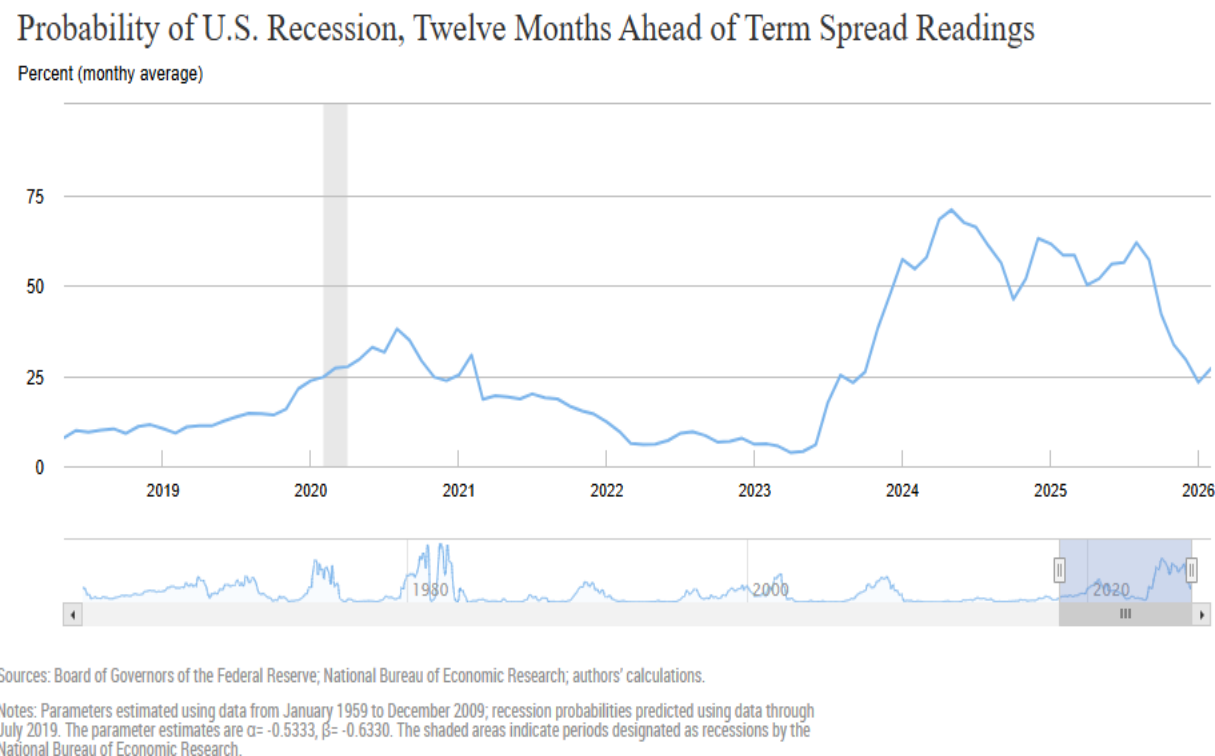


美国会衰退吗：前瞻性指标看经济减速预期

- 纽约联储发布的周度经济指数对2月前两周的预计平均增速下滑至2.46%，低于1月后两周的2.80%，不过好在更长期的13周移动平均趋势仍在回升。
- 纽约联储的另一项衰退指数，基于国债收益率期限利差的未来12个月衰退概率显示远期的经济衰退概率有所下降。



资料来源：WIND



资料来源：纽约联储

美联储今年降息几次——两次仍是基准

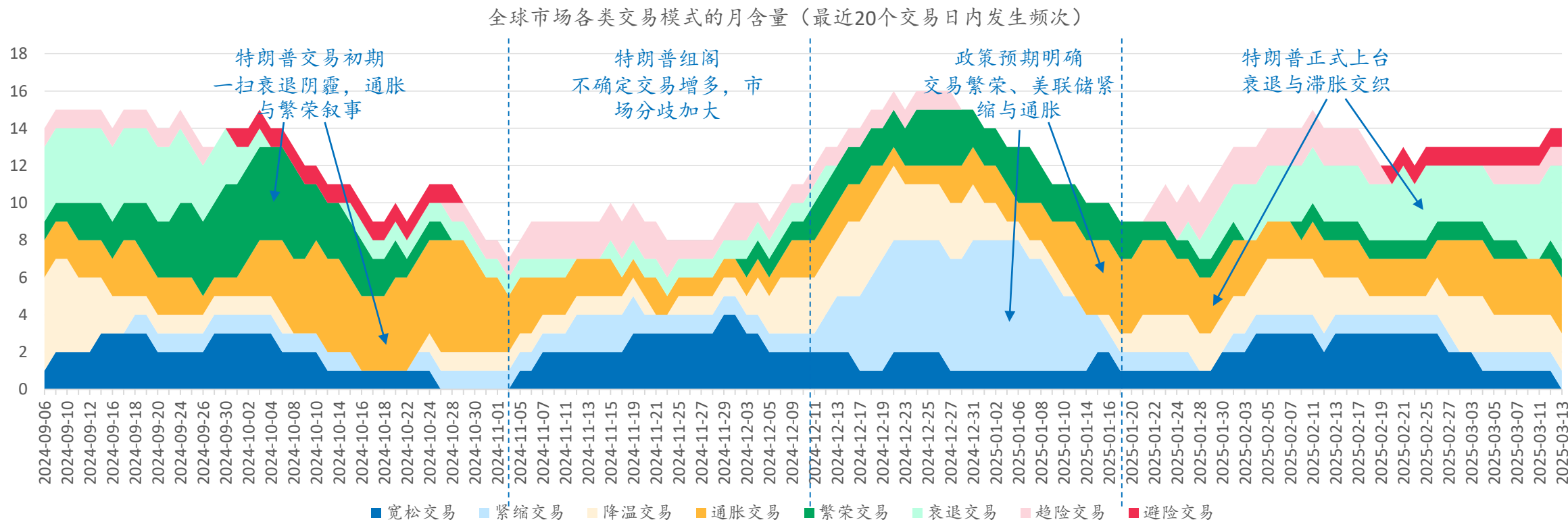
- 根据CME的“FEDWATCH”工具，美联储将在6月、9月和12月降三次息，较年初的预期增加两次，反映了当前市场对于美国经济的忧虑。
- 与“特朗普交易”时期的过度忧虑通胀相比，当前的预期是否过度计入衰退？我们在去年底认为今年的基准是降息两次，但市场预期会沿着基准“钟摆”，目前依旧坚持此观点。
- 我们倾向于认为美国经济的方向是“滞胀”而非单纯的“衰退”，关税带来的通胀在中期不容忽视（加墨25%+ 中国10%或推升CPI约0.54pp+，全球每加征1%将增加CPI约0.1pp）。

	CME FEDWATCH TOOL - CONDITIONAL MEETING PROBABILITIES										
MEETING DATE	200-225	225-250	250-275	275-300	300-325	325-350	350-375	375-400	400-425	425-450	450-475
2025/3/19					0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	2.0%	98.0%	0.0%
2025/5/7	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.4%	19.8%	79.9%	0.0%
2025/6/18	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.3%	17.1%	71.6%	11.0%	0.0%
2025/7/30	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%	6.9%	38.5%	47.8%	6.7%	0.0%
2025/9/17	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%	4.7%	28.3%	44.8%	20.0%	2.2%	0.0%
2025/10/29	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	1.8%	13.3%	34.3%	35.8%	13.5%	1.4%	0.0%
2025/12/10	0.0%	0.0%	0.0%	0.4%	3.9%	17.2%	34.6%	31.6%	11.3%	1.1%	0.0%
2026/1/28	0.0%	0.0%	0.1%	1.6%	8.6%	23.3%	33.5%	24.4%	7.7%	0.7%	0.0%
2026/3/18	0.0%	0.0%	0.5%	3.1%	11.8%	25.5%	31.5%	20.8%	6.2%	0.6%	0.0%
2026/4/29	0.0%	0.1%	0.7%	3.8%	12.9%	26.0%	30.6%	19.6%	5.7%	0.5%	0.0%
2026/6/17	0.0%	0.1%	1.0%	4.7%	14.2%	26.5%	29.6%	18.2%	5.2%	0.5%	0.0%
2026/7/29	0.0%	0.3%	1.8%	6.8%	17.0%	27.2%	27.0%	15.3%	4.1%	0.4%	0.0%
2026/9/16	0.0%	0.3%	1.6%	6.0%	15.2%	25.4%	27.1%	17.3%	6.1%	1.0%	0.1%
2026/10/28	0.0%	0.2%	1.4%	5.6%	14.4%	24.5%	26.9%	18.2%	7.1%	1.5%	0.1%
2026/12/9	0.2%	0.9%	3.8%	10.7%	20.2%	25.9%	21.9%	11.8%	3.8%	0.7%	0.1%

资料来源：CME，截取时点北京时间3月14日上午

全球交易：滞胀与衰退交织

- 全球股市结构变化：美股因高估值与经济减速破位走跌，欧洲“觉醒”行情+中国科技行情取代；
- 债券市场：尽管经济下行预期增强，但中期通胀压力导致收益率在阶段性走低后反弹
- 黄金：滞胀与衰退博弈，近期滞胀胜出，叠加避险，期金一度突破3000美元
- 工业商品：衰退、供给增加导致价格走低





目 录

CONTENTS

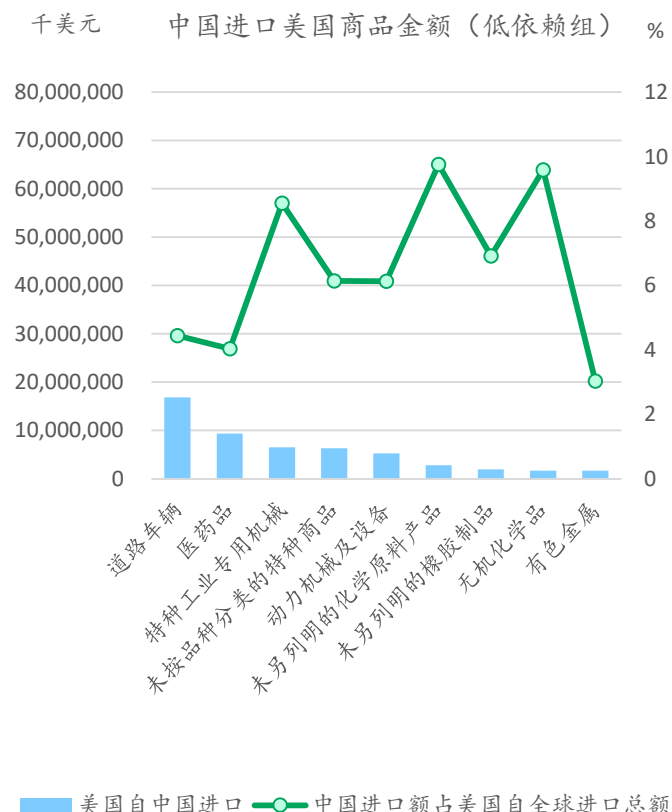
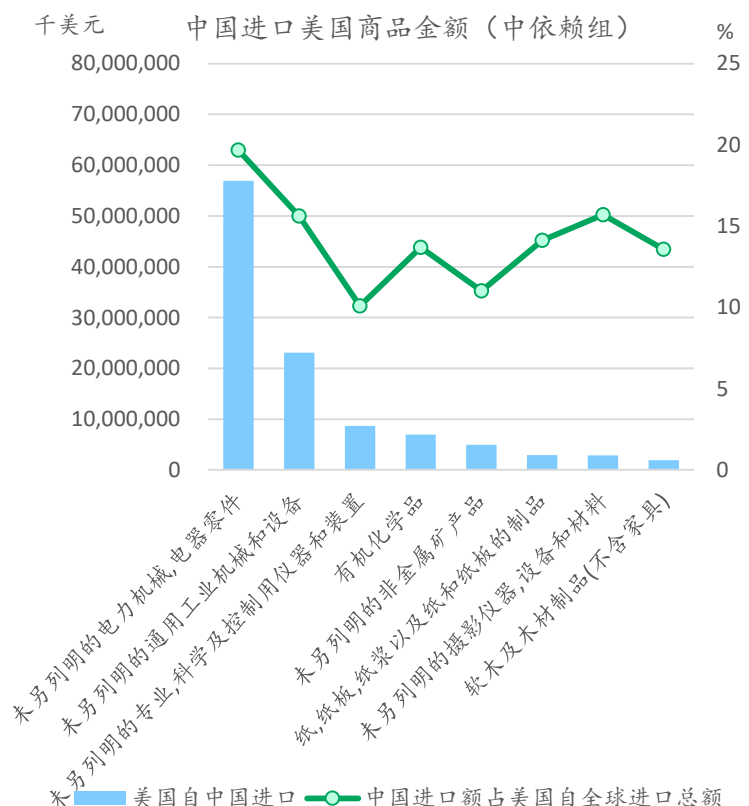
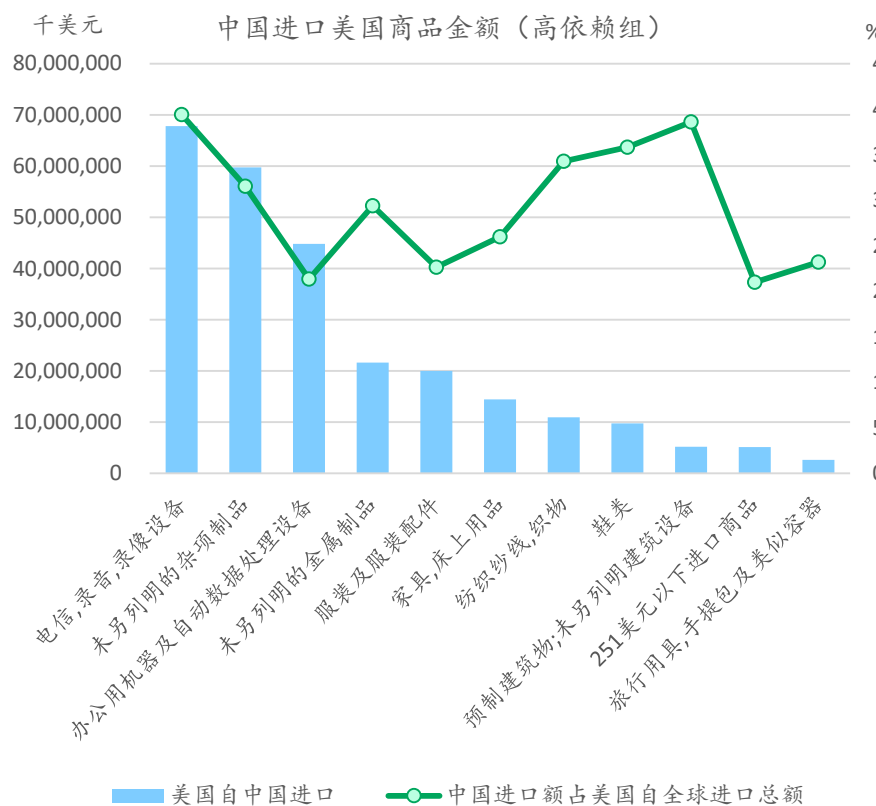
一、特朗普政策的预期差

二、美国经济的转向与叙事变化

三、特朗普关税对我国的影响

对我国加征关税的直接影响

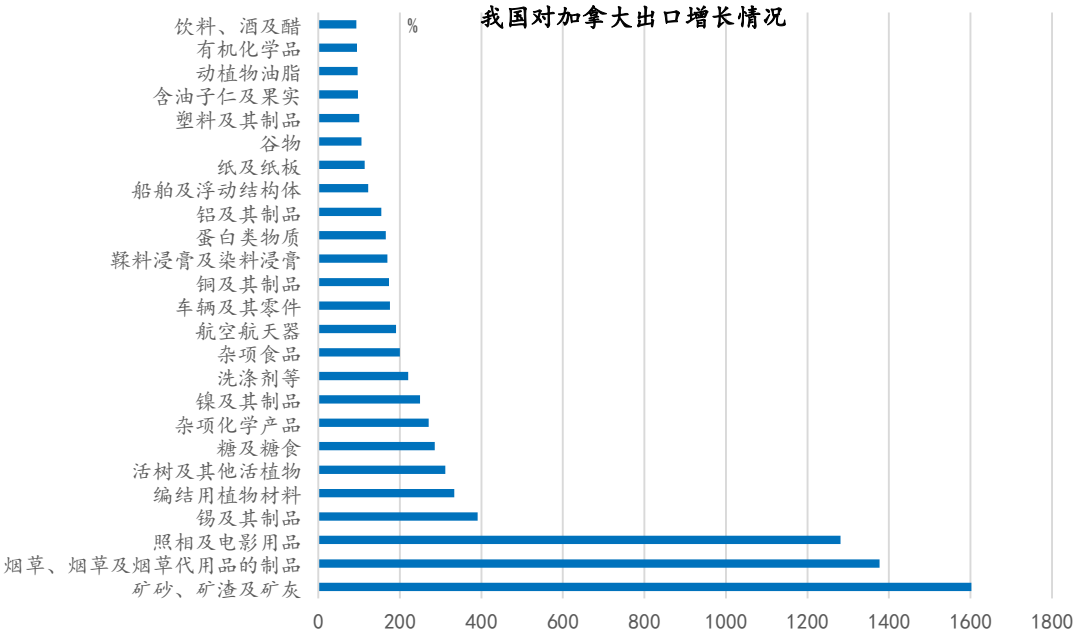
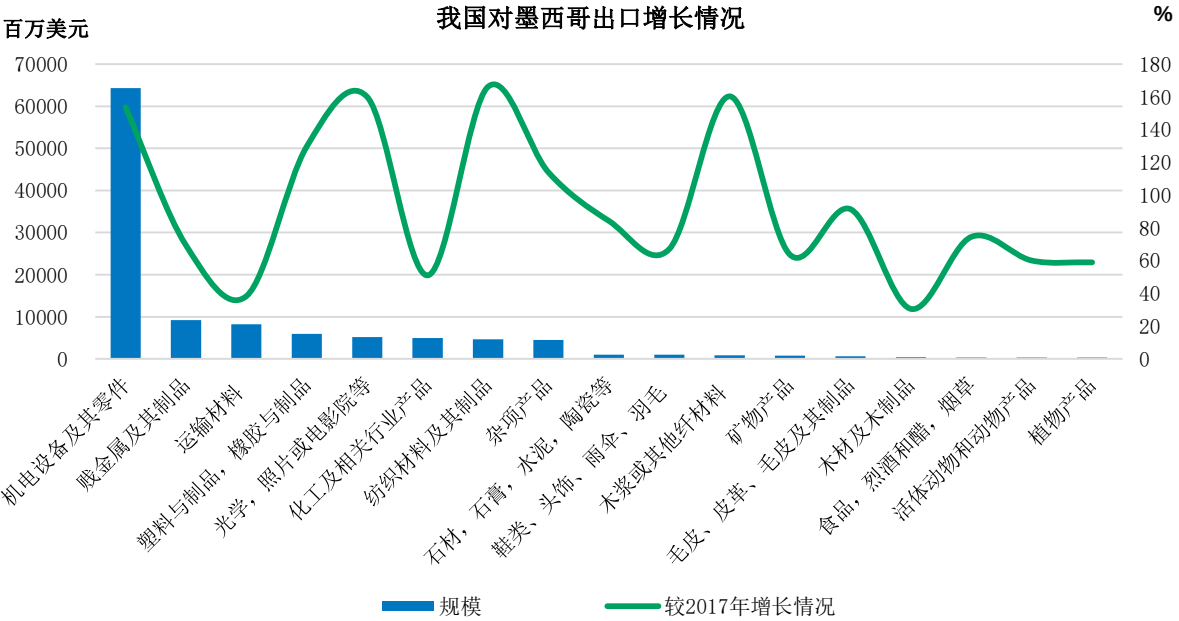
- 影响我国对美直接出口。以2018-2019年的历史数据进行经验外推，在加征关税后的2019年，美国对华进口关税由3.1%提高至21%，进口较2017年下滑11.1%，由此计算出关税的进口弹性约为-0.62%，即关税每提高1%，美国自华进口会下跌0.62%。此次关税累计提高20%，预计美国自华进口将减少12.4%，导致我国出口总额下滑1.2%左右。
- 从结构上看，各类产品对关税的敏感度表现不一。高依赖组向美国消费者转嫁成本的能力较强。





对加拿大与墨西哥加征关税对我国的间接影响

- 对墨西哥和加拿大加征关税会影响我国对美间接出口，尤其是墨西哥的中转贸易。将中美第一轮贸易摩擦前后的中加、中墨贸易投资数据进行对比后发现，对墨西哥出口和投资分别增长151.3%、288.4%，对加拿大出口和投资分别增长48%、-3.1%。相比之下，墨西哥的中转国角色更为凸显。墨西哥从中国进口产品集中于此前美国对华加征高关税的部分，以电气和电子设备、机械设备、车辆为主，三类产品占比高达六成，这些产业亦是中资企业对墨主要投资领域。
- 2024年，对墨、加两国出口占我国出口总额的3.8%。假设墨、加对美国出口关税弹性与我国同为-0.62%，那么，若加征25%关税，预计美国自墨西哥和加拿大进口均下降15.5%，假设两国自华进口下降幅度相同，预计导致我国出口总额下滑0.6%。



资料来源：WIND

资料来源：WIND

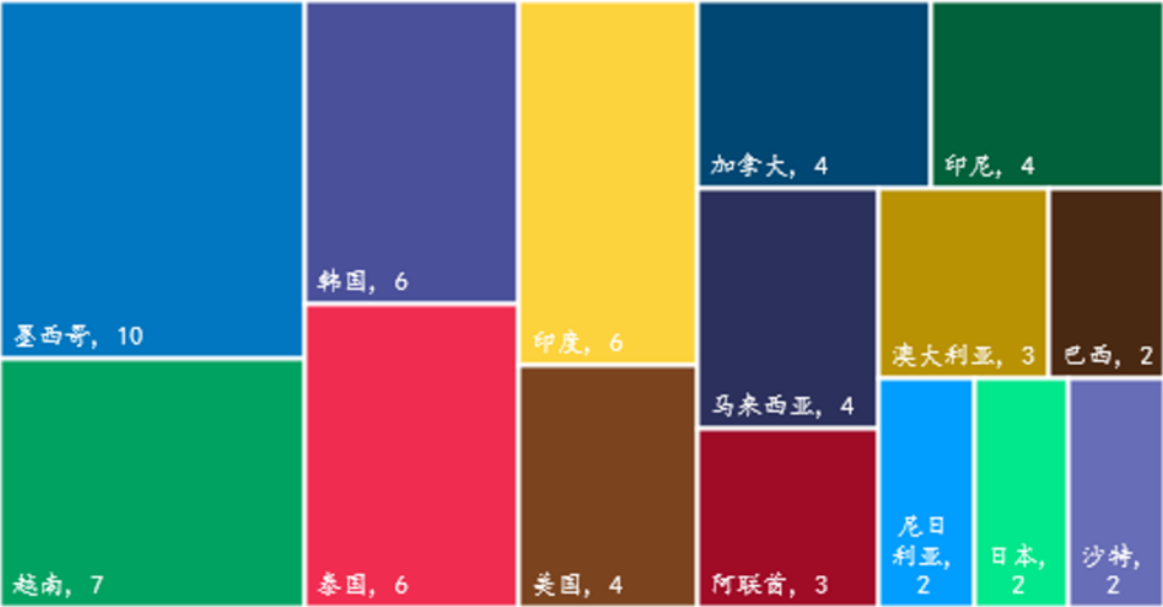
加征钢铝关税的影响

➤ 对我国钢材转口贸易影响有限，对铝材转口贸易影响较大。我国对美钢铝直接出口规模不大，预计影响有限，但转口贸易则不然。我国钢铁出口国和美国钢铁进口国重合度不高，由此推测钢铁转口贸易规模较小。但铝材贸易伙伴高度重合，墨西哥、韩国、印度、加拿大、阿联酋、越南等是我国主要出口目的地（合计占比36%），也是美国主要进口来源地（合计占比58.9%）。美国堵住关税漏洞之后，我国铝材转口贸易预计将会受到影响。

2024年美国钢铝进口国别分布

排名	国别	钢铁进口占比	排名	国别	铝进口占比
1	加拿大	24.2	1	加拿大	42.0
2	巴西	14.9	2	中国	9.9
3	墨西哥	10.1	3	墨西哥	6.2
4	韩国	5.9	4	阿联酋	3.9
5	德国	4.6	5	韩国	3.6
6	日本	3.7	6	阿根廷	2.9
7	中国台湾	3.3	7	巴林	2.6
8	越南	3.1	8	德国	2.5
9	荷兰	2.6	9	哥伦比亚	2.4
10	特立尼达和多巴哥	2.0	10	泰国	2.1
11	瑞典	1.7	11	印度	2.0
12	意大利	1.7	12	南非	1.8
13	南非	1.6	13	越南	1.2
14	中国	1.6	14	沙特阿拉伯	1.2

中国前十五大铝材出口地区及占比

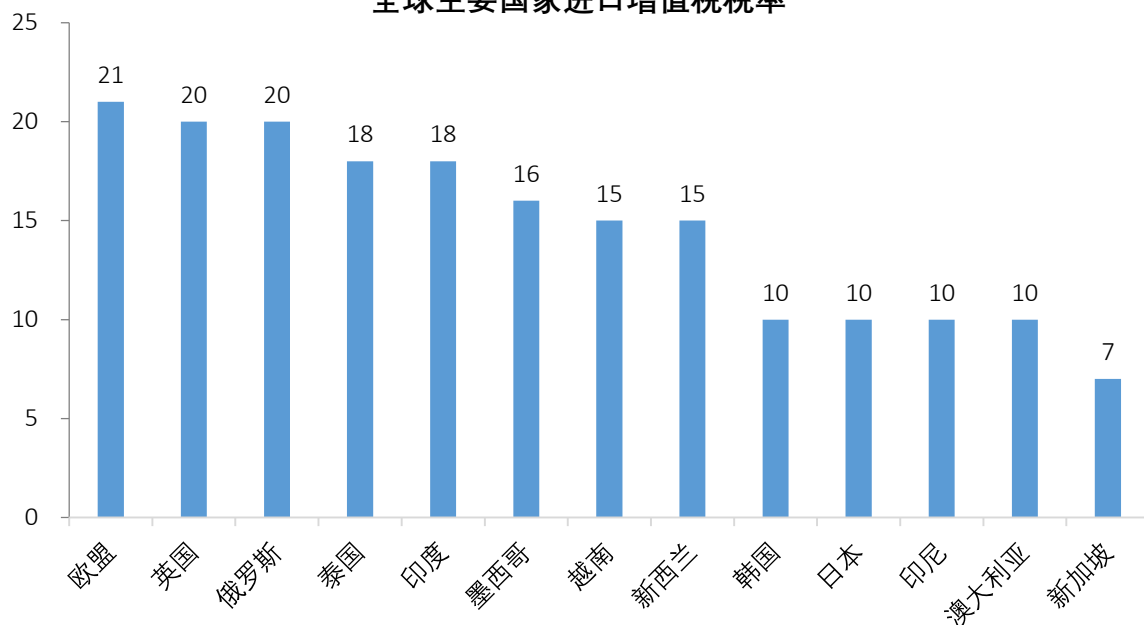


资料来源：海关总署

对全球征收对等关税（含进口增值税）的影响

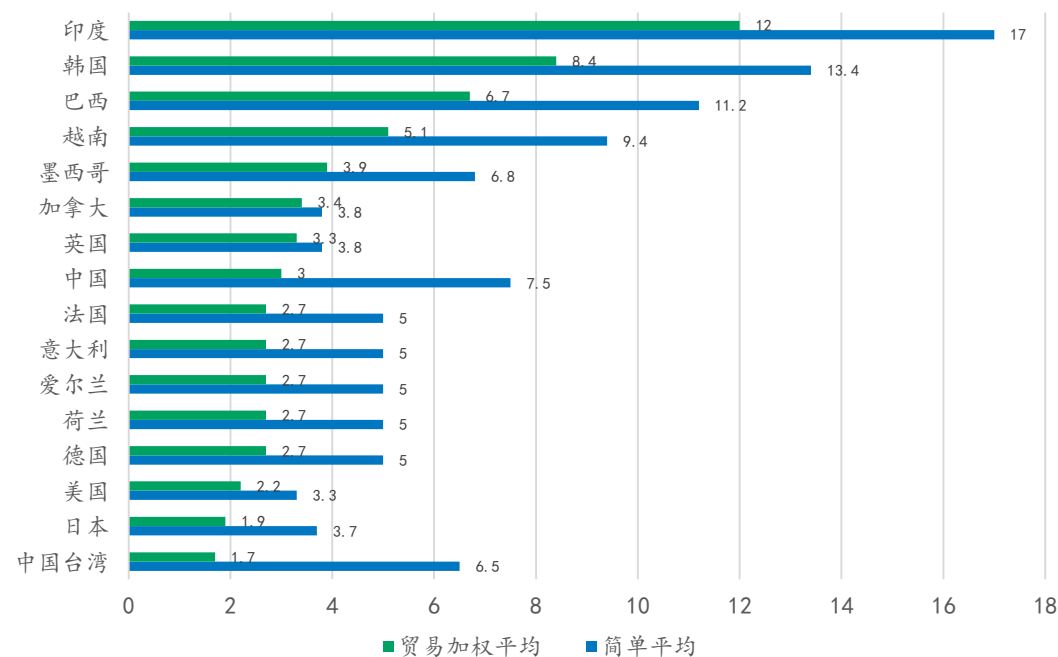
- 全球范围内有**170**个国家（地区）征收进口增值税。欧盟增值税率最高，27国平均达21.6%，也是特朗普团队的重点指责对象。俄罗斯、泰国、印度、墨西哥、越南、新西兰等国的增值税税率均高于15%。相比之下，我国进口增值税率处于较低水平，包括13%、9%两档税率。
- 若将增值税纳入对等关税范畴，美国对主要贸易伙伴的平均关税将提高至**20%**，与特朗普在竞选时提及的**20%**的全球基准关税相一致。仍假设关税弹性为-0.62%，美国自全球进口减少12.4%，约3819亿美元。

全球主要国家进口增值税税率



资料来源：世界银行

全球主要国家进口关税税率



资料来源：世界银行

免责声明

此报告只提供给阁下作参考用途，并非作为或被视为出售或购买或认购证券的邀请或向任何特定人士作出邀请。此报告内所提到的证券可能在某些地区不能出售。此报告所载的资料由民生商银国际控股有限公司（“民银国际”）的附属公司民银证券有限公司（“民银证券”）编写。此报告所载资料的来源皆被民银证券认为可靠。此报告所载的见解，分析、预测、推断和期望都是以这些可靠数据为基础，只是代表观点的表达。民银国际和任何其附属公司（统称“民银集团”）或任何个人不能担保其准确性或完整性。

此报告所载的资料、意见及推测反映民银证券于最初发表此报告日期当日的判断，可随时更改而毋须另行通知。

此报告内所提到的任何投资都可能涉及相当大的风险，若干投资可能不易变卖，而且也可能不适合所有的投资者。

此报告中所提到的投资价值或从中获得的收入可能会受汇率影响而波动。过去的表现不能代表未来的业绩。此报告没有把任何投资者的投资目标，财务状况或特殊需求考虑进去。

民银证券及其高级职员、董事、员工，可能不时地，在相关的法律、规则或规定的许可下(1)持有或买卖此报告中所提到的公司的证券，(2)进行与此报告内容相异的仓盘买卖，(3)与此报告所提到的任何公司存在顾问、投资银行或其他金融服务业务关系，(4)又或可能已经向此报告所提到的公司提供了大量的建议或投资服务。(5)民银集团的投资银行或资产管理团队可能作出与此报告相反投资决定或持有与此报告不同或相反意见。(6)此报告的意见亦可能与销售人员、交易员或其他民银集团成员专业人员的意见不同或相反。(7)民银集团的一位或多位董事，高级职员和/或员工可能是此报告提到的证券发行人的董事或高级人员，及(8)可能涉及此报告所提到的公司的证券进行自营或庄家活动。投资者应注意其可能存在影响本报告客观性的潜在利益冲突。

投资者不应仅依靠此报告，而应按照自己的判断作出投资决定。投资者依据此报告的建议而作出任何投资行动前，应咨询专业意见。民银集团不会对因使用此报告内之材料而引致任何人士的直接或间接或相关之损失负上任何责任。

此报告对于收件人来说是完全机密的文件。此报告的全部或任何部分均严禁以任何方式再分发予任何人士，尤其（但不限于）此报告及其任何副本均不可被带往或传送至日本、加拿大或美国，或直接或间接分发至美国或任何美国人士（根据1933年美国证券法S 规则的解释），民银证券也没有任何意图派发此报告给那些居住在法律或政策不允许派发或发布此报告的地方的人。

此报告受到版权和资料全面保护。除非获得民银证券的授权，任何人不得以任何目的复制、派发或出版此报告。民银证券保留一切权利。

谢 谢！