

2025 年 03 月 05 日

相对客观地看待关税影响

宏观研究团队

——宏观经济专题

何宁（分析师）

郭晓彬（联系人）

hening@kysec.cn

guoxiaobin@kysec.cn

证书编号：S0790522110002

证书编号：S0790123070017

● 一、特朗普新任期前，美国对华实际税率或在 10.9% 左右

1、**应税税率与实际税率存在差距**：由于权重变化、计算精度、豁免产品、海关申报价格与低货值简易通关商品等因素，实际税率明显低于应税税率。

2、**特朗普新任期前，美国对华实际税率或在 10.9% 左右**：2018 年初及之前，美国对华税率维持在 2.7% 左右，在 2021 年税率进入相对稳定状态后对华应税税率上升至 16% 左右，但实际税率约在 10%-12%，也即在上一轮关税上升周期中，美国对华名义税率提高了 13.3%，实际税率提高了 8.2%。

3、**部分税率差距可反映在中美贸易统计差异中**：自 2018-2021 年，中国统计下出口美国商品金额与美国统计口径下进口中国商品金额之差迅速上升，与实际税率变化节奏保持一致，可能的重要原因在于美国进口端可通过低报货值、改变货物归类等方式进行关税规避，我们认为采用中国口径下的出口数据更为准确。

● 二、长期看，对美出口的实际关税弹性约为 -1.0

1、**趋势判断法下，上一轮关税提升对出口总量仅有中短期影响**：(1)2001 年-2017 年与 2001 年-2024 年的正常增长趋势线基本一致，且该趋势线基本穿过 2023 年、2024 年，说明长期来看，即便对美出口商品关税提升，出口总额的增长也恢复了正常趋势。(2)2017 年为起点，以上述趋势线斜率作图，仅有 2019 年、2020 年在该线之下，说明关税对出口总量仅有中短期影响，并无长期影响。

2、**长期看，对美出口的实际关税弹性约为 -1.0**：我们测算，关税平均每年影响我国出口美国 8.1 个百分点，影响总出口 1.2 个百分点。对美出口对关税的实际弹性为 -1，若不考虑东盟、拉美对冲因素影响，则总出口对关税的实际弹性为 -0.15，若考虑对冲因素影响，总出口对关税的实际弹性为 -0.06。

3、**中短期看，若关税连续升高，初期因抢出口对冲影响不大，中后期抢出口结束影响较大**：将本轮关税周期与上一轮关税加征周期进行节点比对，我们预计，本轮关税政策对我国出口影响或将在 2025 年下半年抢出口结束后集中体现，若假设 2025 年美国对我国关税税率累计加征 30%，若不考虑对冲，或将拖累总出口增速 4.9 个百分点；若考虑对冲，则拖累总出口增速 1.3 个百分点。

● 三、中性假设下，关税上升 20% 对 GDP 影响或在 0.4 个百分点

1、**出口乘数或在 1.5 左右**：出口不仅对 GDP 有直接影响，对于消费、投资与进口等均有联动影响，我们参考部分学术论文计算逻辑，所得出口乘数约为 1.53。

2、**中性假设下，20% 关税对 GDP 影响或在 0.4 个百分点**：2016 年媒体报道特朗普上台后或对中国商品征收 45% 的关税，实际上台后名义税率最终上升至 16% 左右，实际税率上升至 10.9% 左右。2024 年特朗普再次参与竞选时，媒体报道对中国商品征收 60% 关税，截至目前其已将名义税率提高 20%。我们推断：关税背后存在多元化目的，实际进口关税执行力度可能不及预期。

中性假设下，假设应税税率落地至实际税率存在 80% 折扣，也即名义税率上升 20%，则实际税率上升 16%，而东盟、拉美对冲效果起到原来的 60%，则拖累总出口增速 1.51 个百分点，拖累 GDP 增速 0.43 个百分点。若取消最惠国待遇，根据我们按从价征税商品的粗略计算，税率大约上升 40%，则对 GDP 影响为 0.87 个百分点(若在 20% 基础上叠加，则影响 1.3 个百分点)，我们认为这一传导乘数下的结果可能是最贴合实际的。

● 四、GDP 之外，或需重视企业利润变化与出海机遇

1、**关税对出口企业利润的影响难以完全反映在 GDP 中**：因微观出口企业可能会通过“以价换量”保证出口交货金额与份额的相对稳定，在宏观上实际 GDP 增速则可能表现较为平稳，并未完全体现出企业利润的损失。事实上，自 2023 年 5 月以来，尽管出口金额同比显现韧性，但出口价格同比连续 20 个月为负。行业端来看，2017 年以来受出口价格下降影响越大的行业利润受影响越大，如计算机通信电子、皮革毛皮、文教娱乐用品、服装、家具等行业。

2、**长期利好企业出海**：虽然美国关税实际执行可能不及预期，但关税不断上升的方向已经基本确定，出海建厂的相对竞争优势将进一步显现。参考我国出口总量变化规律并结合他国经验，我们认为出口增速中枢的下移为正常经济规律，应在贸易投资方面顺应产业迁移规律、专注于核心部类产业链攀升，同时在国内改革企业利润分配机制，提高内需对于国内经济的贡献作用。

● **风险提示**：1、历史经验失效；2、美国关税政策超预期。

相关研究报告

《实施更加积极有为的宏观政策——宏观周报》-2025.3.2

《PMI 升幅弱于季节性，逆周期政策或将发力——兼评 2 月 PMI 数据》-2025.3.1

《复工节奏出现分化——高频数据下的线索——宏观周报》-2025.2.23

目 录

1、 特朗普新任期前，美国对华实际税率或在 10.9%左右	3
1.1、 应税税率与实际税率存在差距	3
1.2、 特朗普新任期前，美国对华实际税率或在 10.9%左右	3
1.3、 部分税率差距可反映在中美贸易统计差异中	5
2、 长期看，对美出口的实际关税弹性约为-1.0	6
2.1、 趋势判断法下，上一轮关税提升对出口总量仅有中短期影响	6
2.2、 长期看，对美出口的实际关税弹性约为-1.0	7
3、 中性假设下，关税上升 20%对 GDP 影响或在 0.4 个百分点	11
3.1、 出口乘数或在 1.5 左右	11
3.2、 中性假设下，20%关税对 GDP 影响或在 0.4 个百分点	11
4、 GDP 之外，或需重视企业利润变化与出海机遇	12
4.1、 关税对出口企业利润的影响难以完全反映在 GDP 中	13
4.2、 长期利好企业出海	14
5、 风险提示	15

图表目录

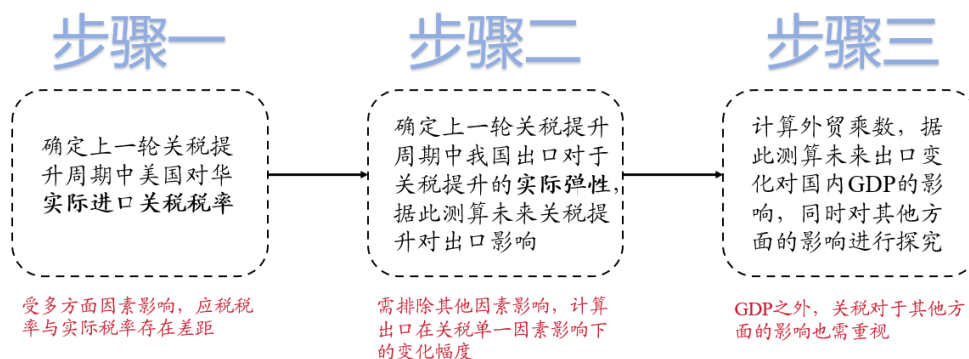
图 1： 美国加征关税对于我国经济的影响或在多方面存在认知与预期差	3
图 2： TPC 采用动态权重测算每年美国对华有效税率，相对较为准确	4
图 3： 综合各机构研究，2021-2024 年，美国对华实际税率约在 10%-12%区间内	5
图 4： 自 2018 年起，中美贸易统计差额迅速上升，并在 2021 年后达到相对稳定	6
图 5： 2001 年-2017 年与 2001 年-2024 年的正常增长趋势线基本一致，且 2023 年、2024 年基本符合长期正常增长趋势	7
图 6： 对美出口金额中，2019 年、2023-2024 年均位于 2001-2017 年趋势线下方，侧面验证趋势线合理性	7
图 7： 长期看，美国关税提升拖累我国出口美国 8.1 个百分点	8
图 8： 2018-2019 年，美国对墨西哥、东盟进口份额上升速度较快	9
图 9： 2018 年以来，墨西哥与东盟对我国进口份额整体呈上升趋势	9
图 10： 长期看，美国关税提升后，平均每年我国出口东盟、拉美额外增长 2.9 个百分点	9
图 11： 长期看，我国总出口对美国关税弹性较低	9
图 12： 2018 年关税税率三次提升，2019 年关税税率两次提升	10
图 13： 对美抢出口发生于 2018 年，对关税上升带来的影响形成部分对冲，2019 年抢出口结束	11
图 14： 假设 2025 年美国对我国关税税率累计加征 30%，则或将拖累总出口 1.3 个百分点	11
图 15： 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)，则美加征 20%关税，GDP 下降 0.43%	12
图 16： 出口价格同比连续 20 个月为负	13
图 17： 规上企业利润总额同比平均值处于历史低位	13
图 18： 从整体上看，2017 年以来受出口价格影响越大的行业利润受影响越大	14
图 19： 2000 年以来，我国的 5 轮出口景气周期中，出口增速的高度与持续时间整体呈下降趋势	14
图 20： 随着出口规模的扩张，出口增速下移是正常经济规律	14

引言：当地时间 2025 年 2 月 1 日，美国总统特朗普签署行政令，对进口自中国的商品加征 10% 的关税，3 月 3 日，美方宣布在原 10% 加征关税基础上对中国有关产品再次加征 10% 关税；本文将对美国加征关税对我国经济的影响这一问题进行探究，根据历史经验与当前现实情景，对未来关税抬升对我国出口、GDP、企业利润等的影响进行估算与展望。

1、特朗普新任期前，美国对华实际税率或在 10.9% 左右

探究美国加征关税对我国经济的影响，首先应明确步骤：(1) 步骤一，明确上一轮大幅加征关税后美国对我国实际进口税率；(2) 步骤二，明确在上一轮关税周期中我国出口对于关税变化的弹性，并据此测算未来加征关税对我国出口的影响；(3) 步骤三，计算外贸乘数，并据此测算出口变化对国内 GDP 的影响，同时对其他方面的影响进行探究。本部分首先将介绍步骤一的相关内容。

图1：美国加征关税对于我国经济的影响或在多方面存在认知与预期差



资料来源：开源证券研究所

1.1、应税税率与实际税率存在差距

在这里，我们将**应税税率**定义为按照官方宣布或规定且不考虑豁免而应当施加在进口产品上的关税税率，而将**实际税率**定义为指经过部分产品豁免、应税产品权重变化以及其他因素，最后实际落地到进口商品的税率。

实际上，由于权重变化、计算精度、豁免产品、海关申报价格与低货值简易通关商品等因素，实际税率会明显低于应税税率。通常我们可以通过官方新闻或文件得到应税税率，但实际税率或需计算，其中最为精确的计算方法为：根据当年各类产品进口税率计算出各类产品进口关税额，将关税额进行加总后除以进口商品申报金额，得到实际税率。

1.2、特朗普新任期前，美国对华实际税率或在 10.9% 左右

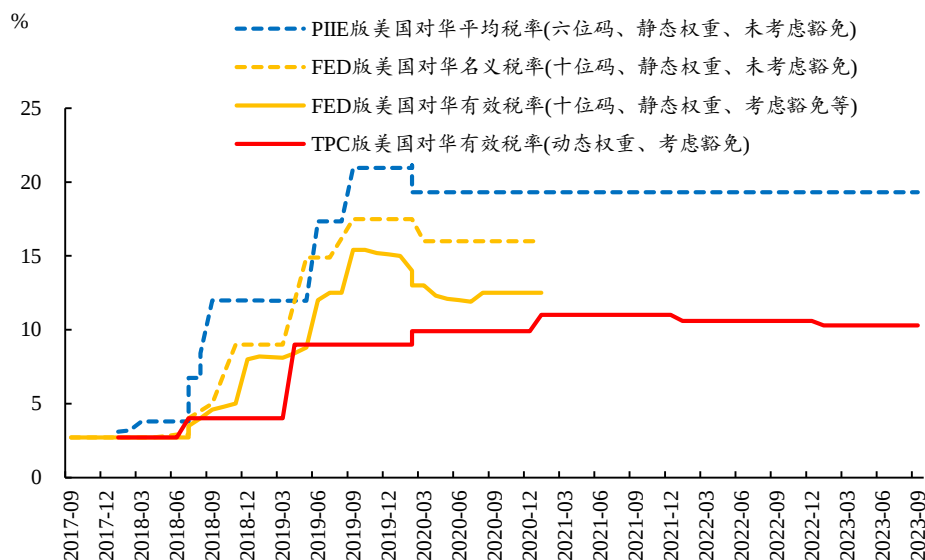
实际操作中，进口商品分类过多，各类商品从量征税、从价征税等方式常有不同，因此自行计算存在较大难度，美国本土研究机构在此方面存在信息优势，因此我们将几家机构研究结果及其计算方式汇总并进行交叉验证，得到实际税率的范围。

(1)彼得森国际经济研究所(PIIE):对华平均关税税率由 2018 年初的 3.1%上升至 2020 年末的 19.3%。计算方法上,其使用 HTS 六位码分类进行计算、以 2017 年的占比作为静态权重、未考虑豁免商品。

(2)美联储(FED):对华平均有效关税税率由 2018 年初的 2.7%上升至 2020 年末的 12.5%。计算方法上,其使用 HTS 十位码分类进行计算、以 2017 年的占比作为动态权重、考虑了豁免商品。

(3)美国税务政策中心(TPC):对华平均关税税率由 2018 年的接近 3%上升至 2021 年的 11%。计算方法上,其采用动态权重。

图2: TPC 采用动态权重测算每年美国对华有效税率, 相对较为准确



数据来源: PIIE、FED、TPC、CBO、开源证券研究所

(4)交叉验证方式:按 TPC 所公布的对华关税收入除以对华出口金额, 2023 年对华平均关税税率为 10.3%,按 PIIE 与 CBO 数据,2023 年对华平均关税税率为 11.5%,两者均采用动态权重,且数据相近。

综合各机构研究,我们可以得到美国对华税率变化的真实脉络: 2018 年初及之前,美国对华税率维持在 2.7%左右, 2018-2020 年处于关税的波动上行期,在 2021 年进入相对稳定状态后对华应税税率为 16%,但实际税率约在 10%-12%,我们取(3)、(4)平均值 10.9%。则在 2021-2024 年,相较于 2018 年初,美国对华名义税率提高了 13.3%,对华实际税率提高了 8.2%。

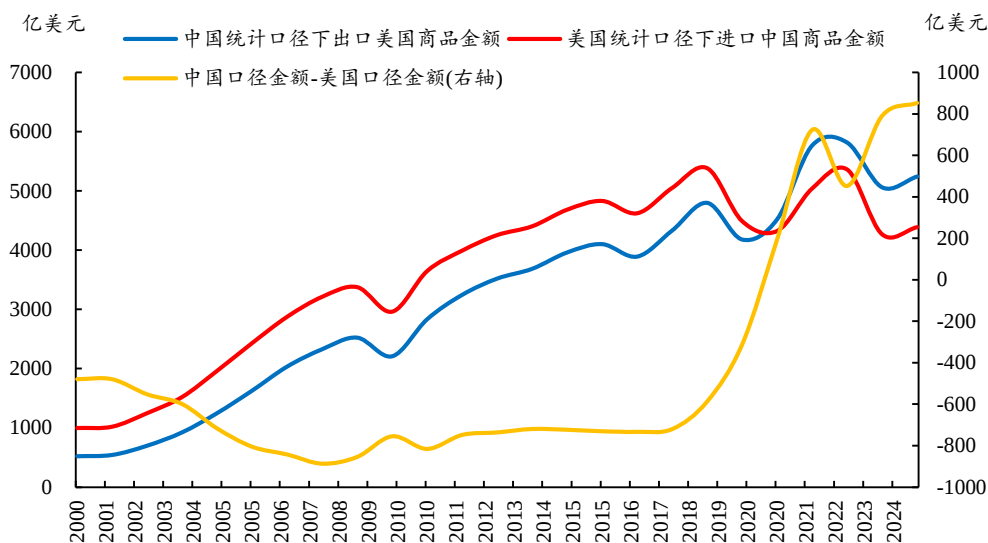
图3：综合各机构研究，2021-2024 年，美国对华实际税率约在 10%-12% 区间内

机构	计算结果	计算精度	权重	是否考虑豁免产品	评估
彼得森国际经济研究所(PIIE)	对华平均关税税率由2018年初的3.1%上升至2020年末的19.3%	六位码商品	以2017年占比作为静态权重	否	计算精度相对较低，静态权重，未考虑豁免产品和海关申报等实际操作灵活性， 税率接近于应税税率
美联储(FED)	对华平均有效关税税率由2018年初的2.7%上升至2020年的12.5%，与应税税率存在3.5个百分点差值	十位码商品	以2017年占比作为静态权重	是	计算精度高；但 未考虑动态权重，关税较高产品金额权重可能随时间下降；未考虑海关申报等实际操作灵活性
美国税务政策中心(TPC)	对华平均关税税率由2018年的接近3%上升至2021年的11%	——	采取当年动态权重	是	以当年对华关税收入除以对华进口额，有效规避了豁免产品和海关申报等实际操作灵活性影响，交叉验证后数据相近， 可视
TPC、PIIE、国会预算办公室(CBO)数据交叉计算	按TPC数据，2023年美国对华平均关税税率为10.3%，按PIIE与CBO数据，2023年美国对华平均关税税率为11.5%。	——	采取当年动态权重	是	为实际有效汇率

资料来源：开源证券研究所

1.3、部分税率差距可反映在中美贸易统计差异中

通过 1.2 的分析我们可以得知，在 2018 年美国加征关税后，按应税税率计算所得的关税收入与实际税率所得的关税收入存在较大差异，其中一部分影响来源于海关申报与低货值商品的影响(据估计，2023 年通过 800 美元以下包裹免关税政策，美国共损失关税收入 150 亿美元，其中中国小额包裹占 2/3)，这一差距同时可以在中美双方对于贸易额的统计差异的变化中得到验证：自 2018 年起，中国统计下出口美国商品金额与美国统计口径下进口中国商品金额之差迅速上升，由 2018 年的-587 亿美元提升至 2021 年的 723.6 亿美元，后在高点低波动运行，与实际税率变化节奏保持一致。我们推断，其中差异的重要原因在于美国进口端可通过低报货值、改变货物归类等可能方式进行一定的关税规避，此外，我们考虑到中国 GDP 核算端采用中国口径下的数据，两方面因素综合考虑，我们认为采用中国统计口径下的出口数据进行接下来的计算更为准确。

图4：自 2018 年起，中美贸易统计差额迅速上升，并在 2021 年后达到相对稳定


数据来源：PIIE、FED、TPC、CBO、开源证券研究所

2、长期看，对美出口的实际关税弹性约为-1.0

在第一部分中，我们明确了上一轮关税周期中的税率实际变化路径，同时也明确了中国统计口径下出口数据相对更加准确，本部分将主要探讨在此税率变化下，我国出口所受影响。为排除经济周期等其他因素对出口的影响、仅测算因对美关税提升单一因素对中国出口的影响，共有两种方法：

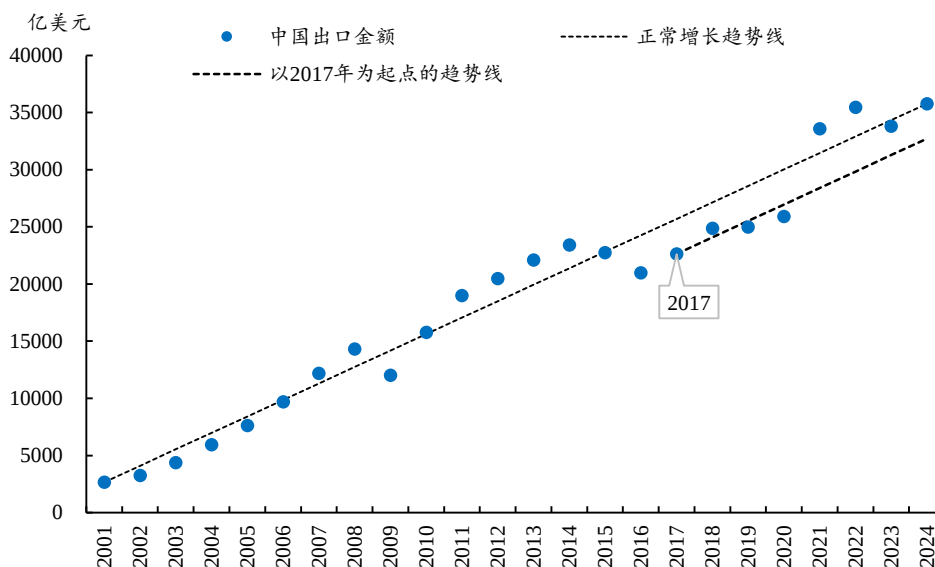
2.1、趋势判断法下，上一轮关税提升对出口总量仅有中短期影响

作一条中国出口金额点状图，共有 2001 年-2024 年 24 个散点；再作一条趋势线，则此趋势线则视为长期出口的正常增长线，在此隐含的假设是中国出口总量的趋势是会稳定增长，且增速中枢会随着基数的增大而有序平滑回落。对此我们有两点发现：

(1) 2001 年-2017 年与 2001 年-2024 年的正常增长趋势线基本一致，且该趋势线基本穿过 2023 年、2024 年，说明长期来看，即便对美出口商品关税提升，出口总额的增长也恢复了正常趋势。

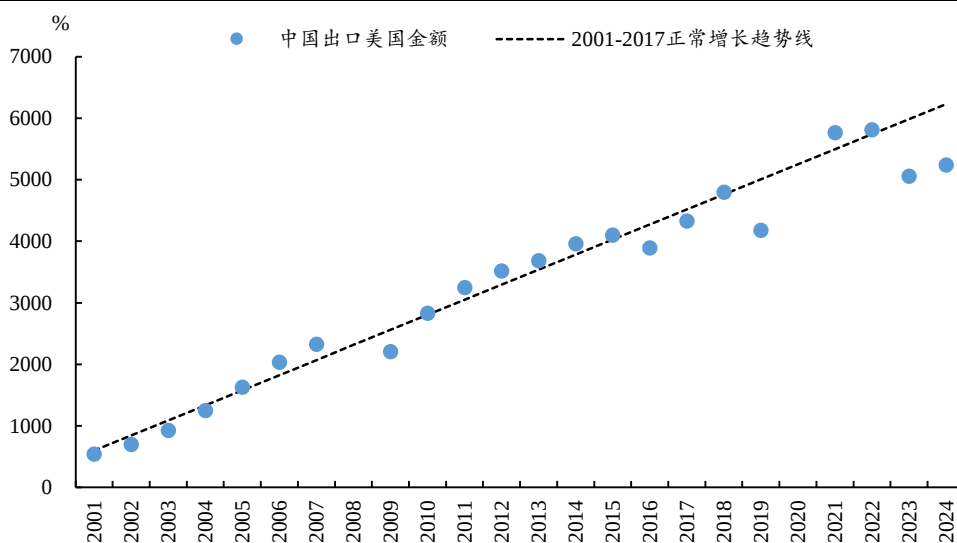
(2) 以 2017 年为起点，以上述趋势线斜率作图，仅有 2019 年、2020 年在该线之下，说明关税对出口总量仅有中短期影响，并无长期影响。

图5：2001年-2017年与2001年-2024年的正常增长趋势线基本一致，且2023年、2024年基本符合长期正常增长趋势



数据来源：Wind、开源证券研究所

图6：对美出口金额中，2019年、2023-2024年均在2001-2017年趋势线下方，侧面验证趋势线合理性



数据来源：Wind、开源证券研究所

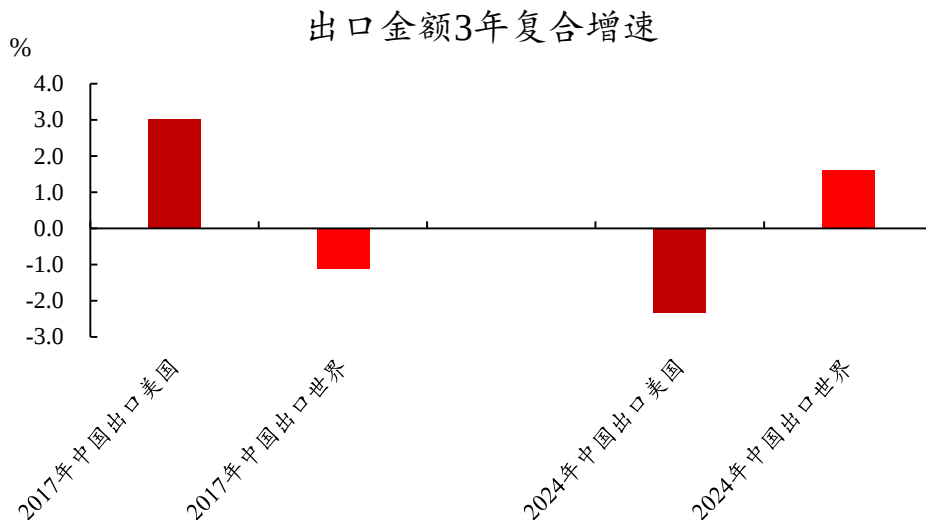
2.2、长期看，对美出口的实际关税弹性约为-1.0

(1)长期看，美国关税提升对我国出口总量影响有限

通过第一部分，我们可以知道在2021年-2024年这四年中，美国对我国出口关税进入相对稳定的平台期，因此我们将2021年-2024年分为一段时期，在第一轮关税周期前的2014年-2017年分为另一段时期，分别测算两段时期中我国出口美国与出口世界的增速差变化。2017年，我国出口美国3年复合增速比出口世界3年复合

增速高 4.2 个百分点；2024 年，我国出口美国 3 年复合增速比出口世界 3 年复合增速低 3.9 个百分点，由此可说明：长期看，美国上一轮关税提升平均每年影响我国出口美国 8.1 个百分点，按 2024 年出口美国份额看，影响我国总出口 1.2 个百分点。

图7：长期看，美国关税提升拖累我国出口美国 8.1 个百分点



数据来源：Wind、开源证券研究所

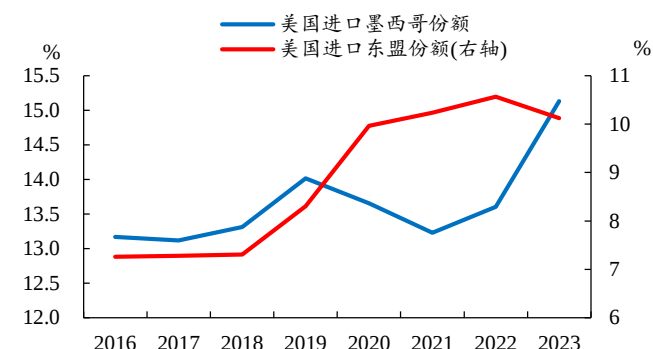
2018 年以来，我国与东盟及墨西哥等拉美国家贸易联系逐渐上升，成为对冲对美出口下降的重要部分，这其中部分来源于转口与加工贸易，也即与美国的间接贸易联系，部分来源于我国与其贸易联系加深后对其本土需求的开拓。

与美国部分计算方法相同，第一轮关税周期前的 2017 年，我国出口东盟、拉美地区 3 年复合增速比出口世界增速高 1.6 个百分点，第一轮关税周期后的 2024 年，我国出口东盟、拉美地区 3 年复合增速比出口世界高 4.5 个百分点，因此我们得到：长期看，美国关税提升后，平均每年我国出口东盟、拉美额外增长 $4.5 - 1.6 = 2.9$ 个百分点，而 2024 年出口东盟、拉美份额占我国出口总额的 24%，所以东盟、拉美拉动我国总出口 $24\% \times 2.9 = 0.7$ 个百分点。

因此，若考虑到拉美对冲因素影响，我们预计，美国进口关税平均每年影响中国总出口 0.5 个百分点。按实际税率提升幅度算，对美出口对关税的实际弹性为 $-1.0(8.1/8.2)$ ，总出口对关税的实际弹性为 $-0.06(0.5/8.2)$ 。若不考虑对冲因素影响，则总出口对关税的实际弹性为 $-0.15(1.2/8.2)^1$ 。

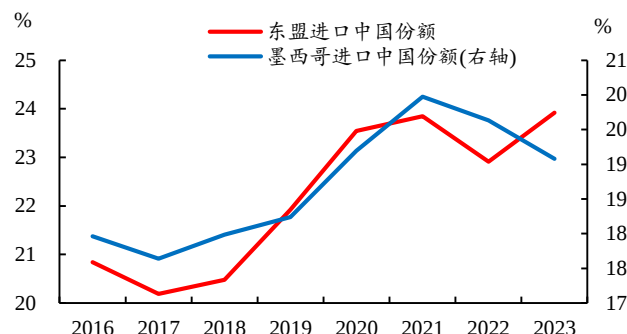
¹ 实际税率弹性的含义为：美国进口关税税率每提升 1%，则我国对美出口增速下降 1%，我国总出口下降 0.06%，不考虑对冲因素影响，我国总出口下降 0.15%。

图8：2018-2019 年，美国对墨西哥、东盟进口份额上升速度较快



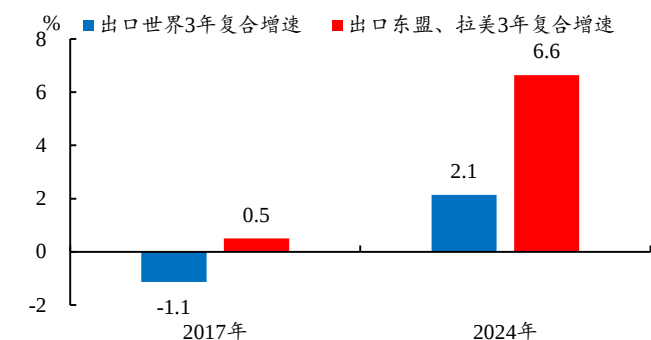
数据来源：Trademap、开源证券研究所

图9：2018 年以来，墨西哥与东盟对我国进口份额整体呈上升趋势



数据来源：Trademap、开源证券研究所

图10：长期看，美国关税提升后，平均每年我国出口东盟、拉美额外增长 2.9 个百分点



数据来源：Wind、开源证券研究所

图11：长期看，我国总出口对美国关税弹性较低

	考虑东盟、拉美对冲影响	不考虑东盟、拉美对冲因素影响
对美出口实际关税弹性	-8.1/8.2=-0.98	
总出口实际关税弹性	-0.5/8.2=-0.06	-1.2/8.2=-0.15

数据来源：Wind、开源证券研究所

(2)中短期看，若关税连续升高，初期因抢出口对冲影响不大，中后期抢出口结束影响较大

根据第一部分得知，2018-2019 年处于美国对华关税动态提升期，而根据 2.1 结论，在这一过程中，2018 年出口总额并未受到较大影响，2019 年开始出口总额受到影响，下面我们将进行具体分析验证：

2018 年下半年，美国对华商品进口税率三次提升，且我国企业在未来关税不断提升的预期下，对美抢出口，对关税上升带来的影响形成对冲，2018 年，我国对美出口增速仍高于出口世界增速 0.9 个百分点；2019 年，美国对华关税已上升至较高水平，我国抢出口结束，关税效果开始显现，当年我国对美出口增速低于出口世界增速 13.4 个百分点。同时，东盟、拉美地区对冲效果基本贯穿于 2018-2019 年。

将本轮关税周期与上一轮关税加征周期进行节点比对：美国上一轮对华关税政策集中于 2018 年 7 月-2019 年 8 月宣布，随后对华名义税率由 2018 年的 2.7% 提升至 2019 年的 17.5%，累计提升 14.8%，抢出口主要集中在 2018 年 6 月-12 月，因此当年我国对美出口增速仍高于出口世界增速 0.9 个百分点，而在 2019 年，美国对华关税已上升至较高水平，我国抢出口结束，关税效果开始显现，2019 年对美出口增速额外下降 16.4%，临时弹性为 -1.1 (因在 2018-2019 年，美国对华进口税率在不断提

升过程中，因此前期商品进口税率与后期商品进口税率并不相同，而弹性计算中将分母统一为最终的关税累计提升幅度，因此称其为“临时弹性”）；本轮加征关税周期自 2025 年 2 月开始，到 3 月名义税率已累计提升 20%，且 4 月美方或将宣布新一轮关税政策，相较于上一轮速度更快、幅度更大，本轮抢出口自 2024 年 11 月开始，根据出口高频跟踪数据，截至 2025 年 1-2 月仍有抢出口迹象。

图12：2018 年关税税率三次提升，2019 年关税税率两次提升

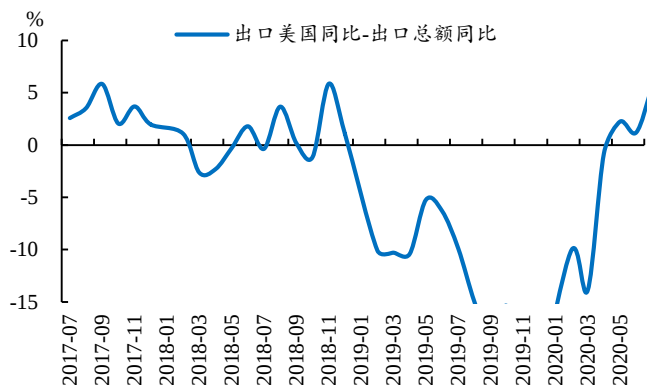
时间	事件	主要内容
2018/1/23	对进口商品进行调查	发布9693号公告和9694号公告，对中国太阳能电池板和洗衣机加征关税
2018/3/1-2018/4/3	对威胁国家安全的进口商品进行限制	出于国家安全考虑，总统于3月1日宣布，美国将对外国制造的钢铁和铝征收关税。美国政府对美国实施了限制，但对加拿大等国予以豁免
2018/7/6	第一轮关税	正式开始对340亿美元的中国产品加征25%的关税
2018/08/08-2018/8/23	第二轮关税	公布第二批对价值160亿美元中国进口商品加征关税的清单
2018/9/18	第三轮关税	宣布实施对从中国进口的约2000亿美元商品加征关税的措施，自2018年9月24日起加征关税税率为10%，2019年1月1日起加征关税税率提高到25%
2019/5/5	第三轮关税(贸易谈判后)	贸易谈判破裂，美国宣布对从中国进口的价值约2000亿美元的商品征收关税提高至25%
2019/8/15	第四轮关税	对余下价值3000亿美元的中国进口商品征收10%的关税，分两批自2019年9月1日、12月15日起实施。第一批先加征15%，后降至7.5%；第二批先加征15%，后暂停征收

资料来源：USTR、商务部、新华社、开源证券研究所

因此我们预计，本轮关税政策对我国出口影响或将在 2025 年下半年抢出口结束后集中体现，若参考 2019 年数据，假设 2025 年美国对我国关税税率累计加征 30%，则或将拖累我国对美出口 33.2 个百分点，若出口东盟、拉美在此期间对冲作用对等增加，则将额外增长 14.8 个百分点，综合考虑下，关税提升或将拖累总出口增速 1.3 个百分点；若不考虑对冲作用，则拖累总出口增速 4.9 个百分点。

再往后，在关税到达稳定的平台期后，由于我国出口的自我调整能力，关税对出口的影响将不断缩小。

图13：对美抢出口发生于 2018 年，对关税上升带来的影响形成部分对冲，2019 年抢出口结束



数据来源：Wind、开源证券研究所；注：为排除春节基数效应，将1-2月出口金额合并

图14：假设 2025 年美国对我国关税税率累计加征 30%，则或将拖累总出口 1.3 个百分点

2018-2019年名义税率提升 14.8%		假设2025-2026名义税率提升 30%	
对美出口增速额外下降幅度(%)	16.4	对美出口增速额外下降幅度(%)	33.2
对东盟、拉美出口额外上升幅度(%)	7.3	对东盟、拉美出口额外上升幅度(%)	14.8
美国额外拖累总出口增速(%)	2.7	美国额外拖累总出口增速(%)	4.9
东盟、拉美额外拉动总出口增速(%)	1.5	东盟、拉美额外拉动总出口增速(%)	3.6
考虑对冲后对总出口拖累(%)	1.2	考虑对冲后对总出口拖累(%)	1.3

数据来源：Wind、开源证券研究所

3、中性假设下，关税上升 20%对 GDP 影响或在 0.4 个百分点

通过第二部分的分析，我们已经计算出在不同条件下我国出口对于关税的弹性，本部分将探究出口变化对 GDP 的影响。

3.1、出口乘数或在 1.5 左右

出口不仅对 GDP 有直接影响，对于消费、投资与进口等均有联动影响，因此，经济学中以国民支出恒等式 $Y=C+I+X-M$ 的公式为基础计算出口乘数 k 的大小，出口乘数 k 代表每增加 1 单位出口，GDP 变动 k 个单位。

然而，我国实际情形未必与传统计算出口乘数的假设相符（如：作为出口导向型国家，我国进口与消费并无过大关系，而与出口有较强关系），为此，我们参考刘毅夫²、张建刚³等学者的部分计算逻辑，对 2000 年-2023 年相关数据进行计算，所得出口乘数为 1.53，即每增加 1 元出口，GDP 增加 1.53 元。但需要说明的是，学术计算中出口乘数的测算包含较多假设，此数值仅供参考。

3.2、中性假设下，20%关税对 GDP 影响或在 0.4 个百分点

通过上述计算，我们已经将关键系数计算完毕，在根据不同假设推演前，我们先抛出几个事实以提高场景假设的合理性：

2016 年特朗普首次参与竞选时，便有媒体报道特朗普上台后或对中国商品征收 45% 的关税，实际上台后，应税税率最终上升至 16% 左右，实际税率上升至 10.9% 左右。2024 年特朗普再次参与竞选时，媒体报道特朗普上台或对中国商品征收 60% 关

² [1]林毅夫,李永军.必要的修正——对外贸易与经济增长关系的再考察[J].国际贸易,2001,(09):22-26.DOI:10.14114/j.cnki.itrade.2001.09.005.

³ [1]张建刚.外贸与我国经济增长关系的计量分析[J].经济经纬,2006,(01):44-47.DOI:10.15931/j.cnki.1006-1096.2006.01.013.

税，截至目前已将应税税率提高 20%。从中我们推断：(1)竞选时的媒体消息或为赢得选民的一大手段，因此可能会过于夸张极端化以迎合选民，实际执行可能会有折扣；(2)实际执行中，关税或做为谈判筹码，实际目的更加多元化，因此执行力度可能不及预期。

基于以上数据与消息，我们对未来进行不同情景假设，探讨可能的关税上升对于我国出口、GDP 等因素的影响。

中性假设下，假设应税税率落地至实际税率存在一定幅度折扣，但因全面加征、对小额商品继续征税等因素杜绝了部分关税规避渠道，本轮实际税率相较于名义税率打 8 折(上一轮名义加征 13.3%，实际上升 8.2%，打了近 6 折)，也即若名义税率上升 20%，则实际税率上升 16%，而东盟、拉美对冲效果起到原来的 60%，则拖累总出口增速 1.51 个百分点，拖累 GDP 增速 0.43 个百分点。若取消最惠国待遇，根据我们从价征税商品的粗略计算，税率大约上升 40%，则对 GDP 影响为 0.87 个百分点(若在 20%基础上叠加，则影响 1.3 个百分点)，我们认为这一传导乘数下的结果可能是最贴合实际的。

乐观假设下，假设应税税率落地折扣同上一轮相同($8.2/13.3=0.62$)，也即若名义税率上升 20%，则实际税率上升 12.4%，东盟拉美对冲效果起到原来 100%，则拖累总出口增速 0.74 个百分点，拖累 GDP 增速 0.21 个百分点。

悲观假设下，假设应税税率得到完全执行，也即若名义税率上升 20%，实际税率上升 20%，原产地原则使中转贸易得到基本杜绝，东盟拉美对冲效果起到原来 20%，则拖累总出口增速 2.9 个百分点，拖累 GDP 增速 0.84 个百分点。

图15：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)，则美加征 20%关税，GDP 下降 0.43%

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%	-29.90	-4.52	-1.30

数据来源：Wind、开源证券研究所

需要注意的是，以上分析结果是长期来看的年均效果。若关税于 2025 年分阶段上升，从 2.1 的中短期复盘我们得知：我们需要注意关税动态上升中后期(或集中在 2025 年下半年至 2026 年上半年)的一次性冲击。

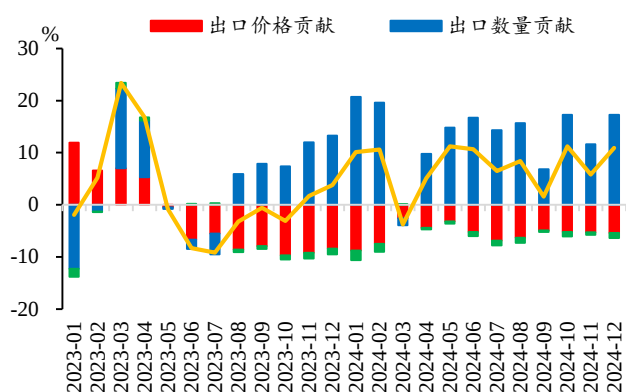
4、GDP 之外，或需重视企业利润变化与出海机遇

关税上升对于出口与经济总量的影响或已引起足够重视，但在其他方面或存在认知与预期差。

4.1、关税对出口企业利润的影响难以完全反映在 GDP 中

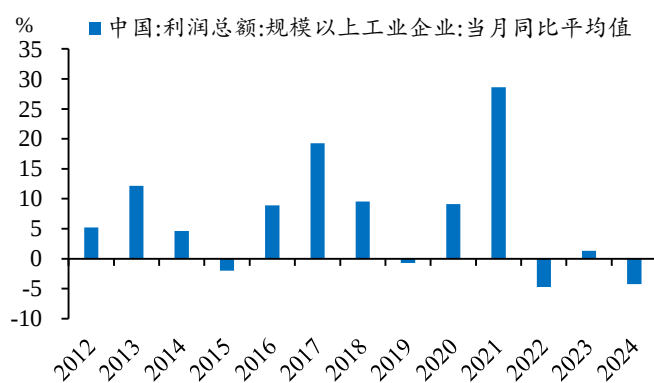
我们认为，关税上升对于企业利润的影响难以体现在 GDP 中，因微观出口企业可能会通过降低价格以寻求更多买方(“以价换量”)方式保证出口交货金额与份额的相对稳定，这样在宏观上实际 GDP 增速则可能表现较为平稳，并未完全体现出企业利润的损失。事实上，自 2023 年 5 月以来，尽管出口金额同比显现韧性，但出口价格同比连续 20 个月为负，是自 1993 年有数据记载以来的最高值。2022 年以来，规模以上企业利润总额同比平均值亦处于历史低位，除地产影响外，出口方面的以价换量亦为重要原因。

图16：出口价格同比连续 20 个月为负



数据来源：Wind、开源证券研究所

图17：规模以上企业利润总额同比平均值处于历史低位



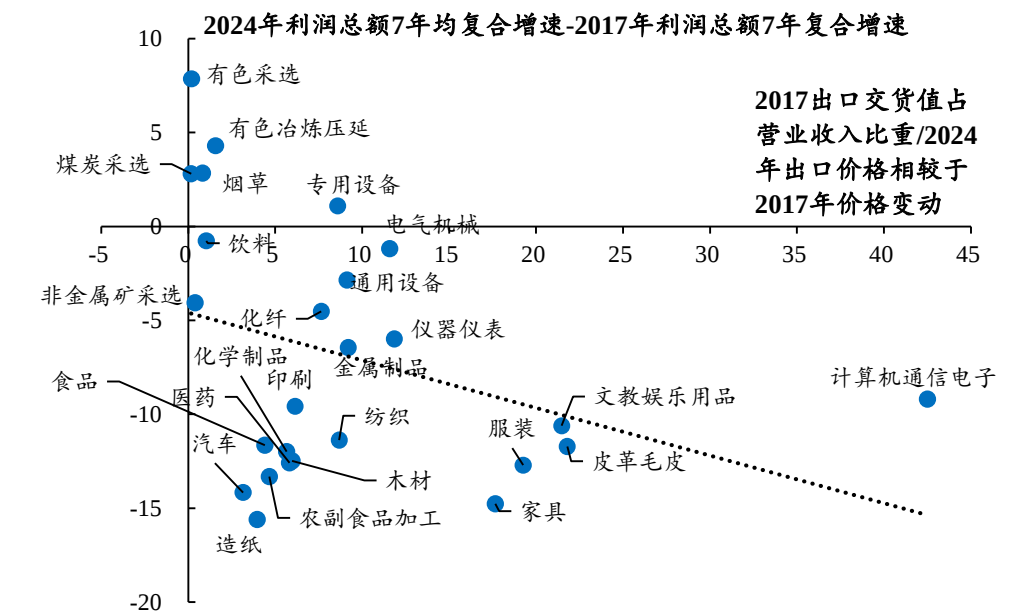
数据来源：Wind、开源证券研究所

在具体行业中，为观察关税提升后出口价格变动对行业利润的影响，我们构建散点图，其中横轴数值为：该行业 2017 年出口交货值占营业收入的比重/2024 年出口价格相较于 2017 年价格变动，横轴数值越大代表该行业营业收入受 2017 年以来出口产品价格疲软的影响越大；纵轴数值为：该行业 2024 年利润 7 年复合增速与 2017 年 7 年利润复合平均增速的差值，纵轴数值越小代表该行业利润增速相较于关税提升前受影响越大。因此，越靠近右下方的行业，是利润受关税影响较大的行业。

我们将部分受地产影响较大的行业以及异常值行业排除，所得散点图基本证明 2017 年以来受出口价格影响越大的行业利润受影响越大，如右下方的计算机通信电子、皮革毛皮、文教娱乐用品、服装以及家具行业。

另外，专用设备、电气机械、通用设备等行业出口交货值占营业收入比重较大但利润受影响相对较小，我们推测可能原因为其产品竞争力的提升抵御了部分关税影响，但需防范未来关税继续提升带来的冲击；而造纸、汽车、农副食品加工、木材、医药、化学制品等行业出口占营业收入相对不大但利润下降较为明显，说明其国内经营或承压，未来出海动力或较强。

图18：从整体上看，2017年以来受出口价格影响越大的行业利润受影响越大



4.2、长期利好企业出海

我们提示，虽美国关税实际执行可能不及预期，但关税不断上升的方向已经基本确定，出海建厂的相对竞争优势将进一步显现。

从更长期角度看，随着出口总量绝对额的不断升高，出口增速中枢的下移为正常经济规律，自2000年以来，我国共经历5轮出口景气周期(其中最新一轮周期尚未结束)，前4轮中，除2021-2022年我国受益于供应链与能源价格优势较为特殊外，随着时间推移，每轮景气周期中出口增速的高度与周期持续时间均在缩小；而其他出口导向型国家日本、韩国、德国亦呈现类似规律。因此，在贸易投资方面顺应产业迁移规律、专注于核心部类产业链攀升，同时在国内改革企业利润分配机制，提高内需对于国内经济的贡献作用或是长期发展的较优选择。

图19：2000年以来，我国的5轮出口景气周期中，出口增速的高度与持续时间整体呈下降趋势

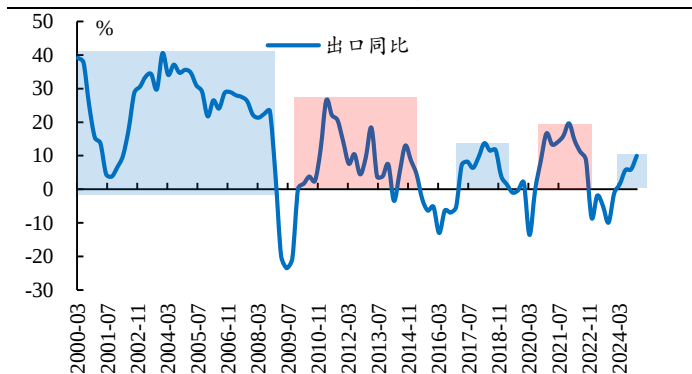
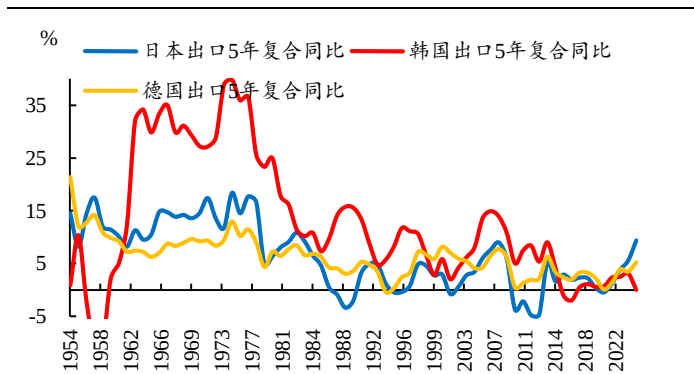


图20：随着出口规模的扩张，出口增速下移是正常经济规律



5、风险提示

- 1、历史经验失效；
- 2、美国关税政策超预期

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