

特朗普关税措施升级的 5 个问题

2025 年 03 月 04 日



分析师：陶川

执业证号：S0100524060005

邮箱：taochuan@mszq.com

分析师：邵翔

执业证号：S0100524080007

邮箱：shaoliang@mszq.com

分析师：裴明楠

执业证号：S0100524080002

邮箱：peimingnan@mszq.com

➤ 3 月 4 日特朗普关税措施升级，而当前美国经济数据偏弱，通胀仍高居不下，“滞胀”预期进一步发酵。升级的关税措施对经济影响如何？资产价格会作何反应？后续政策会否出现转机？我们提炼 5 个问题进行解答。

➤ **Q1：特朗普的关税措施又升级了？**

➤ 当地时间 3 月 3 日，特朗普签署行政令：由于中国未采取足够措施缓解芬太尼危机，将此前 2 月 4 日生效的 **10%关税修改为 20%**；特朗普还表示对加拿大和墨西哥加征的 25%关税（加拿大能源为 10%）3 月 4 日将如期生效。

➤ **特朗普对中、加、墨的关税均是基于 IEEPA（国际紧急经济权力法），**理由为芬太尼和边境问题。IEEPA 下的关税生效快且限制少，赋予了总统极大权力（图 1），除非国会联合提出决议结束国家紧急状态（需 2/3 多数票）。

➤ **Q2：中、加、墨的反制情况如何？**

➤ **中国和加拿大维持强硬立场，墨西哥的反制措施相对犹豫。**

➤ **中国：**3 月 4 日中方宣布自 3 月 10 日起，对来自美国的部分商品加征 15% 或 10%关税（图 2），我们测算共计涉及 223 亿美元商品；加上此前 2 月 4 日宣布的关税措施，**合计对 362 亿美元商品加征关税，占从美国总进口的 22%**；总的来看，关税力度明显轻于美国（对中国所有商品加征 20%）。

➤ **中国还采取了一系列非关税措施：**暂停美国原木进口、对美国相关光纤产品发起反规避调查、暂停美国 CHSInc 等 3 家企业大豆输华资质。

➤ **加拿大：**计划从周二开始对 **300 亿加元**的美国商品征 25%关税，包括食品及纺织品和家具；并在 21 天后再对 **1250 亿加元**商品加征关税。2024 年美国向加拿大出口商品 3758 亿加元，**1550 亿加元商品占比 41%**。此外，安大略省省长提出切断对美国能源供应作为反击。

➤ **墨西哥：**墨西哥总统 3 月 3 日表示，如果美国征税，将做出回应：“我们有 B 计划、C 计划和 D 计划”；**但目前未提供具体细节。**

➤ **Q3：对中、美经济或有何影响？**

➤ **对中国：**如果不考虑其他变量的变化或对冲政策，从静态的出口弹性来计算，美国对中国的 20%关税，大致拖累 0.69 个百分点的名义 GDP，**对实际 GDP 增长的拖累或在 0.49 个百分点左右，这可以看作损失的上限，**没有考虑对非美国国家的出口转移、汇率贬值对冲等。

➤ **对美国：**相较于中国关税，加墨 25%的关税给美国经济的冲击更大，结合 TBL 和 PIIE 的测算，若加墨不反制，关税对美国中长期实际 GDP 增速拖累 0.2~0.3 个百分点，**对 2025 年通胀推升 0.4 个百分点；若加墨反制，对通胀推升高达 0.7~0.9 个百分点。**

➤ **Q4：对市场或有何影响？**

➤ **美国资产延续“滞胀”叙事，或反而给了部分非美资产机会。**3 月 3 日特朗普宣布关税当天，道指跌 1.48%，标普 500 跌 1.76%，纳指跌 2.64%；而欧洲

相关研究

1.美国政策前瞻：“新套路”：如果墨西哥也对
中国加关税？-2025/03/03

2.经济动态跟踪：关税翻倍：政策如何对冲？
-2025/03/02

3.2025 年 2 月 PMI 数据点评：PMI “龙抬
头”的含金量-2025/03/01

4.海外市场跟踪：美股在交易“滞胀”吗？-2
025/02/26

5.美国政策跟踪：关税之上：特朗普的“金融
棋局”？-2025/02/25

主要股指受益于欧盟的国防计划普遍大涨。

➤ **加征关税“杀敌一千，自损八百”，**如果年内美国对加、墨的 25%关税无法取消，“滞胀”预期持续升温，美国成长股或进一步承压。

➤ **Q5：后续关注什么？**

➤ **1) 加拿大的立场更强硬，墨西哥寻求协商的意愿更强。墨西哥可能通过对华加征关税，以寻求美国对其的关税豁免。**当前俄乌冲突形势反复，结束似乎并不容易，美国在通胀压力下，关税或仍是“极限施压”的谈判手段。

➤ **2) 4 月初或是关税政策的重要节点。**依据特朗普的备忘录，4 月初美方将发针对中美经贸关系、以及“对等关税”的调查报告，届时白宫将决定是否采取新的关税措施；4 月 4 日 TikTok 禁令延期到期。关注 4 月前，中美进一步对话的可能性。

➤ **风险提示：**特朗普的关税政策超预期，美国经济基本面变化超预期。

图1：美国总统加征关税的法律授权依据

	Section 232	Section 201	Section 301	Section 122	Section 338	IEEPA
涉及主题	威胁国家安全	伤害国内工业	违反贸易协议或其他规则	国际支付问题	歧视美国商务	国家紧急状态
要求机构调查	商务部	美国国际贸易委员会ITC	美国贸易代表办公室USTR	无	无	无
制裁持续时长的上限	无	4年；可能延长，最多至总计8年	4年；可能延长，无上限	150天	无	无
加征关税幅度的上限	无	50%	无	15%	50%	无
举例	对钢铁、铝的关税，2018-	太阳能电池产品，2018-2026	特定中国商品，2018-	从未用于加征关税	从未用于加征关税	中国商品，2025-

资料来源：美国国会，民生证券研究院

图2：中国对美国的关税反制措施总结

宣布日期	幅度	商品种类	商品规模（2024年中国从美国进口）	占中国2024从美国总进口比重
2月4日宣布反制关税	加15%	煤炭、液化天然气	44.7 亿美元	2.7%
	加10%	原油、农业机械、大排量汽车、皮卡	94.6 亿美元	5.7%
3月4日宣布反制关税	加15%	鸡肉、小麦、玉米、棉花	34.3 亿美元	2.1%
	加10%	高粱、大豆、猪肉、牛肉、水产品、水果、蔬菜、乳制品	188.7 亿美元	11.4%

资料来源：商务部，Trade Map，民生证券研究院测算

图3：美国对中国加征 20%关税，对中国名义 GDP 可能的影响

美国加征20%关税对中国名义GDP影响测算(不同出口价格弹性)				
项目	符号	影响测算		
出口价格弹性 (资料来源)	a	-1.00 《THE ECONOMIST》	-1.40 《Review of International Economics》	-1.80 《世界经济》
新增关税前加权平均税率 (%)	b	12.30	12.30	12.30
新增关税税率 (%)	c	20.00	20.00	20.00
关税影响出口价格 (%)	$d=1/(1+b)*c$	17.81	17.81	17.81
关税影响对美出口增速 (%)	$e=a*d$	-17.81	-24.93	-32.06
	ave (e)		-24.93	
中国对美出口占总出口比重 (%)	f	14.66	14.66	14.66
关税影响总出口增速 (%)	$g=e*f$	-2.61	-3.65	-4.70
	ave (g)		-3.65	
出口占名义GDP比重 (%)	h	18.87	18.87	18.87
关税对名义GDP影响 (%)	$i=g*h$	-0.49	-0.69	-0.89
	ave (i)		-0.69	

资料来源：Wind，经济学人，RIE，世界经济，民生证券研究院测算

图4：美国对中、加、墨加征关税可能对美国经济的影响

预测机构	关税的情景假设		对美国经济的影响				
耶鲁大学预算实验室 (The Budget Lab)	加拿大额外加25% (原油10%) + 墨西哥额外加25%+中国额外加10%	反制	均衡状态下:				
			PCE物价	+0.76%			
			平均每家庭实际可支配收入	-\$1,245 (单位2024\$)			
			平均有效关税税率	+6.3%			
		不反制	中长期实际GDP增速	-0.20%			
			均衡状态下:				
彼得森国际经济研究所 (PIIE)	情景一: 加拿大额外加25%+墨西哥额外加25%	不反制	通胀	+0.43	+0.18	+0.05	
			实际GDP	-0.04	-0.23	-0.26	
		反制	通胀	+0.86	+0.38	+0.09	
			实际GDP	-0.11	-0.50	-0.55	
		情景二: 中国额外加10%	不反制	通胀	+0.06	+0.03	+0.01
				实际GDP	+0.01	-0.02	-0.03
	反制		通胀	+0.12	+0.05	+0.02	
			实际GDP	-0.01	-0.06	-0.07	
	情景三: 加拿大额外加25%+墨西哥额外加25%+中国额外加10%	不反制	通胀	+0.54	+0.24	+0.07	
			实际GDP	-0.06	-0.3	-0.33	

资料来源：TBL, PIIE, 民生证券研究院

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准		评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	公司评级	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
		谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上
	行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑获取本报告的机构及个人的具体投资目的、财务状况、特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，进行独立评估，并应同时考量自身的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代自身的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，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、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 1 座 10 层 01 室； 518048