

关税翻倍：政策如何对冲？

2025 年 03 月 02 日



分析师：陶川

执业证号：S0100524060005

邮箱：taochuan@mszq.com

分析师：张云杰

执业证号：S0100525020002

邮箱：zhangyunjie@mszq.com

研究助理：钟渝梅

执业证号：S0100124080017

邮箱：zhongyumei@mszq.com

➤ **下周是贸易保护主义的关键一周**，不仅美国对加墨两国加征关税的“暂缓措施”将要到期，更为聚焦的是特朗普对华加征关税要“翻倍”至 20%。下周也恰逢中国的“两会时间”，市场难免更加关注美方一系列加征关税举措对中方有何影响？中国又将如何应对风险的加剧和大国的博弈？后续是否有相应的政策储备去灵活应对？围绕这些话题，我们列举了三个问题，并一一进行回答：

➤ **Q：10%+10%关税对中国经济总量和行业影响几何？**

➤ **A：从总量来看**，如果不考虑其他变量的变化或者对冲政策，从静态的出口弹性来计算，20%的关税大致拖累 0.69 个百分点的名义 GDP，考虑到 2025 年 GDP 平减指数在 0.2% 左右，**对实际 GDP 增长的拖累可能在 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。

从行业和产品来看，“10%+10%”的累积影响不可忽视，例如皮革制品、运输设备、矿产品等对美关税都将超过 40%。这对前两年在出口方面持续“以价换量”的制造业部门而言，无疑是沉重的负担。尤其是化工、纺织制品、机械设备等重点行业，**其对美出口比重更高、普遍在 10-15% 之间，受关税“冲击”或更大。**

➤ **Q：中方又将如何反制？**

➤ **A：中方已开发了一套广泛且“非对称”的组合工具，可对美方实施精准反制。一是关税报复**，针对美国对华普遍加征 10% 关税，中国宣布对美国煤炭、燃油等加征 10-15% 关税，精准定位美国对华贸易顺差领域。**二是反垄断调查**，主要对象包括谷歌等科技公司，相关公司高管在特朗普“核心圈子”中有较大影响力。**三是实施出口管制**，对美国军工、高科技制造等所需的关键矿物实施许可限制。

若 3 月 4 日“再加 10%”落地，中方可能再次予以“1 分钟反制”。参考 2 月 1 日特朗普以“芬太尼问题”为由打响对华 10% 关税“第一枪”，中国外交部、商务部、驻美使馆在 24 小时内连续三次发声，明确反对美方行为。2 月 4 日零时美方关税政策正式生效，中方在 1 分钟内迅速公布反制措施。

➤ **Q：后续宏观政策需要多大力度对冲？**

➤ **A：政策还处于观望期**，待关税影响显现后再“出招”。“开门红”的信贷以及重回荣枯线之上的 PMI，都说明当前经济延续了四季度以来底部企稳的态势。在经济下行压力不大、且美方先前加征的 10% 关税影响有限的情况下，无论是面临汇率贬值压力的货币政策、还是去年年末“加力”效果还在发挥的财政，短期内“出手”的必要性并不大。

若“10%+10%”真的落地，**财政将以多大力度进行对冲？**正如上文所述，20% 的关税大致会拖累 0.69 个百分点的名义 GDP，即会对 GDP 造成约 0.92 万亿元的拖累。参考 IMF 估算的中国财政乘数为 0.7-1.5 倍，则需要 0.62-1.33 万亿元的财政资金去加以对冲，这一区间的中位数为 0.98 万亿元，即**0.98 万亿元的财政支出是对冲 20% 关税的适中规模。**

➤ **风险提示：**未来政策不及预期；国内经济形势变化超预期；出口变动超预期。

相关研究

1. 2025 年 2 月 PMI 数据点评：PMI “龙抬头”的含金量-2025/03/01

2. 海外市场跟踪：美股在交易“滞胀”吗？-2025/02/26

3. 美国政策跟踪：关税之上：特朗普的“金融棋局”？-2025/02/25

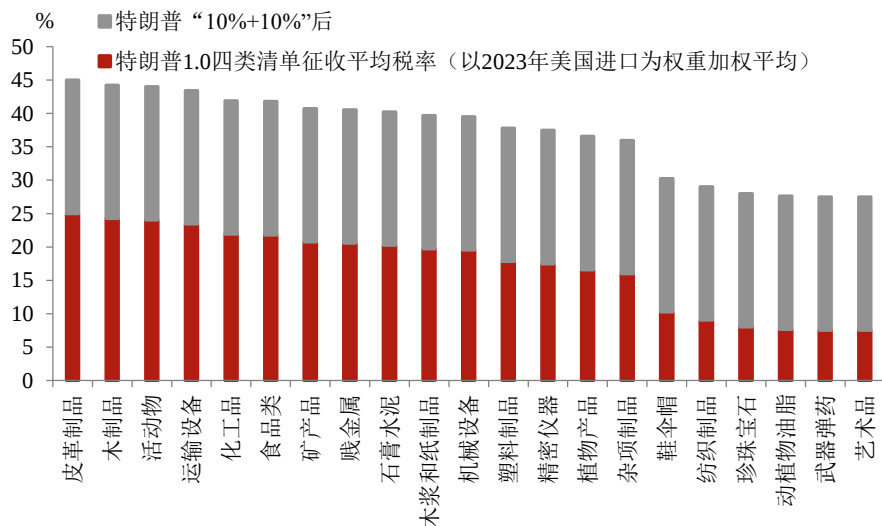
4. 海外政策跟踪：德国大选：政策转向“美国化”？-2025/02/24

5. 经济动态点评：两会前瞻：科技的“空中加油”-2025/02/23

图1：加征 20%的对中国名义 GDP 可能的影响

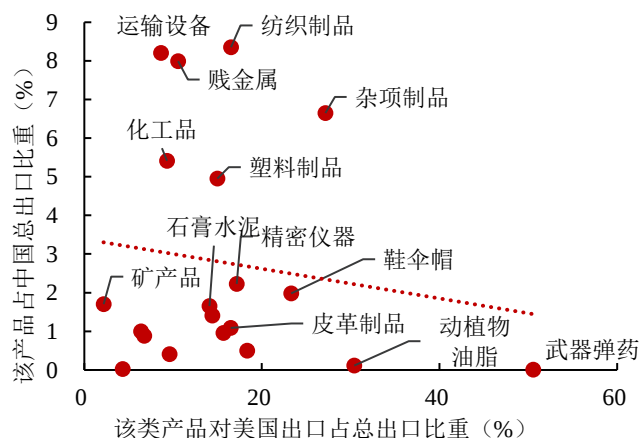
美国加征20%关税对中国名义GDP影响测算(不同出口价格弹性)				
项目	符号	影响测算		
出口价格弹性 (资料来源)	a	-1.00 《THE ECONOMIST》	-1.40 《Review of International Economic	-1.80 《世界经济》
新增关税前加权平均税率 (%)	b	12.30	12.30	12.30
新增关税税率 (%)	c	20.00	20.00	20.00
关税影响出口价格 (%)	$d=1/(1+b)*c$	17.81	17.81	17.81
关税影响对美出口增速 (%)	$e=a*d$	-17.81	-24.93	-32.06
	ave (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

图2：10%+10%后，四大清单内的主要大类产品关税税率


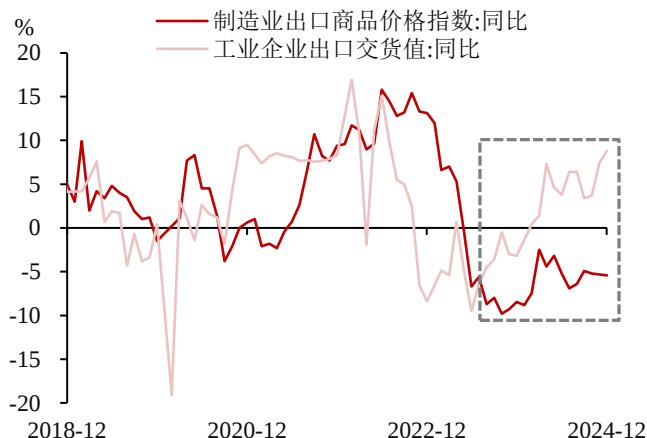
资料来源：USITC，民生证券研究院

图3：哪些大类产品受关税加征的冲击更大？



资料来源：iFind，民生证券研究院

图4：过去两年制造业部门出口持续“以价换量”



资料来源：iFind，民生证券研究院

图5：美国对华加征关税，中国有哪些反制政策？

类别	时间	手段/措施
关税报复	2025年2月10日	对原产于美国的进口煤炭、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
	2018年8月23日	对原产于美国约 160亿美元 的进口商品加征 25%关税 ，涵盖煤炭、石油、化工品、金属废料等333个税目商品
	2018年4月2日	对原产于美国约 30亿美元 的进口商品加征关税，水果及制品等加征 15%关税 、猪肉及制品等加征 25%关税
反垄断调查	2025年2月	中国国家市场监督管理总局宣布对谷歌（Google）展开反垄断调查
	2024年12月	中国国家市场监督管理总局对英伟达（NVIDIA）展开反垄断调查
出口管制	2025年2月4日	对钨、碲等25种稀有金属产品实施出口管制，要求严格的最终用户审查， 尤其限制向美国军事用途出口
	2024年12月3日	明确禁止两用物项（如超硬材料、半导体原料） 向美国军事用户或军事用途出口 ，涵盖镓、锗、锑等资源
	2023年8月1日	对镓、锗及其化合物实施出口管制，要求企业需申请许可证方可出口， 目的是防止相关资源用于军事用途

资料来源：财政部、商务部、市场监管总局、海关总署，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