

证券研究报告

宏观研究

专题报告

解运亮 宏观首席分析师

执业编号：S1500521040002

联系电话：010-83326858

邮箱：xieyunliang@cindasc.com

麦麟玥 宏观分析师

执业编号：S1500524070002

邮箱：mailinyue@cindasc.com

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区宣武门西大街甲127号

金隅大厦B座

邮编：100031

关税 2.0：为什么难以阻挡 A 股走牛？

2025 年 2 月 25 日

- **关税 2.0 的时代背景是大国制造业竞争。**从特朗普上任第二任期以来密集宣布的多项加征关税措施看，与其第一任期的关税 1.0 相比，第二任期的关税 2.0 具有明显不同的特点。制造业是立国之本，我们认为大国博弈的核心是制造业竞争。2024 年特朗普主导下的美国共和党党纲公开承诺使美国成为制造业超级大国，关税 2.0 就是这一政策目标下的产物。全球化时代，中美制造业竞争呈现“东升西降”格局，正是因此，特朗普关税 1.0 重点针对中国，关税 2.0 第一棒又挥向了美国。
- **关税 2.0 的首要目标可能是获取最大化关税收入。**特朗普在行事风格上不确定性很大，似乎很难预测其行为，但若确定特朗普短期内的首要目标，围绕目标推导其行为逻辑，预测其后续行动就是有可能的。关税 1.0 在推动制造业回流和缩减贸易逆差上都未见效，但确实带来了美国关税收入显著增长。综合判断，特朗普关税 2.0 的行为逻辑可能是短期获取最大化关税收入，并对内减税，长期追求制造业回流和缩减贸易逆差。
- **我们认为伴随关税 2.0 的可能是美国的“盟友之殇”。**我们认为美国对华继续加征 10% 关税后，短期内美国对华关税水平可能保持大致稳定，继续大幅提高的概率并不高。美国对其他国家加征关税，既有较大空间，也有助于获取最大化关税收入，继续加征关税的对象可能是欧盟和日韩等盟友。特朗普在联合国和七国集团中与盟友意见相左，就乌克兰问题与盟国分歧加深，若再对盟友加征关税，可能使美国的盟友体系加速走向崩溃。
- **关税 2.0 难以阻挡 A 股走牛的脚步。**关税 2.0 和关税 1.0 在实施方式上存在很大不同，它们对中国出口和 A 股的影响大概率也会不同。我们认为伴随关税 2.0 的，是美国的战略收缩和“盟友之殇”，是中国出口有望保持较强韧性，是以 DeepSeek、宇树科技为代表的中国科技突破，这种情况下，投资者对内部改善的信心压过了对外部风险的担忧，这使得关税 2.0 难以阻挡 A 股走牛的脚步。
- **风险因素：**海外地缘政治风险突发、国内工作重心转换等。

目 录

一、关税 2.0 的时代背景是大国制造业竞争	3
二、关税 2.0 的首要目标可能是获取最大化关税收入	4
三、伴随关税 2.0 的可能是美国的“盟友之殇”	7
四、关税 2.0 难以阻挡 A 股走牛的脚步	9
风险因素	10

图 目 录

图 1：世界十大制造业国家	3
图 2：中国制造业规模 2010 年起超越美国	4
图 3：中国制造业占全球比重已超 2001 年的美国	4
图 4：美国制造业回流并未明显成效	5
图 5：关税 1.0 下美国总体贸易逆差并未收窄	5
图 6：对华贸易逆差收窄，对欧、墨、加逆差扩大	6
图 7：关税 1.0 下美国关税收入明显增长	6
图 8：美国关税收入在税收中占比提高	7
图 9：美国联邦财政收入结构	7
图 10：中美对彼此及其他国家关税水平	8
图 11：美国十大进口来源国（2024 年）	8
图 12：美国十大贸易逆差来源国（2024 年）	9

一、关税 2.0 的时代背景是大国制造业竞争

从特朗普上任第二任期以来密集宣布的多项加征关税措施看，与其第一任期的关税 1.0 相比，第二任期的关税 2.0 具有明显不同的特点。其一，法律依据更加灵活随意，关税 1.0 多借助 301 条款、201 条款、232 条款等构建法律依据，程序上需美国商务部、贸易代表办公室、国际贸易委员会等机构先行开展调查，总统再依据调查结果决定加征关税，而关税 2.0 直接借助 1977 年《国际紧急经济权力法》赋予总统的紧急经济权力来加征关税，总统的独断权进一步提高。其二，加征对象从单一走向多元，关税 1.0 主要针对竞争对手中国，而关税 2.0 除中国外，已经涉及到墨西哥、加拿大等美国传统盟友，将来可能涉及其更多盟友。其三，加征关税借口百出，举凡国家安全、制造业回流、缩减贸易逆差、对等关税等都可以成为其加征关税的借口。

关税 2.0 的时代背景是大国制造业竞争。制造业是立国之本，大国博弈的核心是制造业竞争。金融危机以来，美国制造业空心化和大国制造业竞争令历任美国总统如芒刺背、如鲠在喉，纵使分属不同党派，奥巴马、特朗普（第一任期）、拜登仍不约而同地推出过重振制造业/制造业回流/再工业化等类似战略计划。基于世界银行统计的各国制造业增加值（美元计价）观察，当今世界十大制造业国家依次为中国、美国、日本、德国、韩国、印度、意大利、墨西哥、英国和法国，美国未能位居第一，而是居于中国之后（图 1）。2024 年特朗普主导下的美国共和党纲公开承诺使美国成为制造业超级大国，关税 2.0 就是这一政策目标下的产物。

图 1：世界十大制造业国家

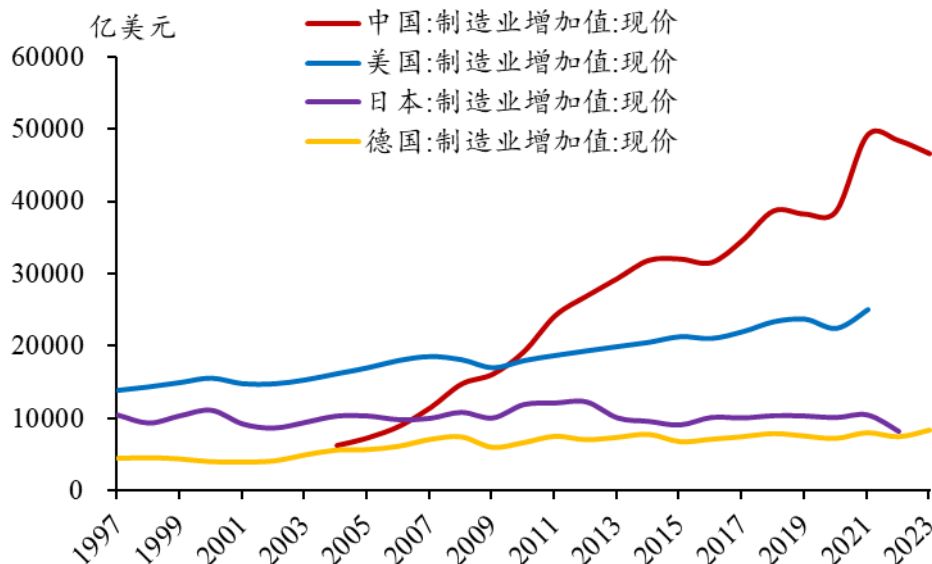
指标名称	2019 亿美元	2020 亿美元	2021 亿美元	2022 亿美元	2023 亿美元	2019 %	2020 %	2021 %	2022 %	2023 %
中国	38234	38607	49090	48400	46588	27.2	28.3	30.5	30.2	28.8
美国	23643	22385	24971			16.8	16.4	15.5		
日本	10351	10138	10500	8184		7.4	7.4	6.5	5.1	
德国	7615	7287	8090	7527	8449	5.4	5.3	5.0	4.7	5.2
韩国	4165	4075	4635	4291	4164	3.0	3.0	2.9	2.7	2.6
印度	3816	3777	4554	4401	4558	2.7	2.8	2.8	2.7	2.8
意大利	2994	2769	3346	3219	3547	2.1	2.0	2.1	2.0	2.2
墨西哥	2590	2243	2738	3144	3607	1.8	1.6	1.7	2.0	2.2
英国	2508	2418	2718	2586	2841	1.8	1.8	1.7	1.6	1.8
法国	2731	2503	2674	2652	2945	1.9	1.8	1.7	1.7	1.8

资料来源：iFind，信达证券研发中心

备注：左半栏为各国制造业增加值现价规模，右半栏为占全球比重。

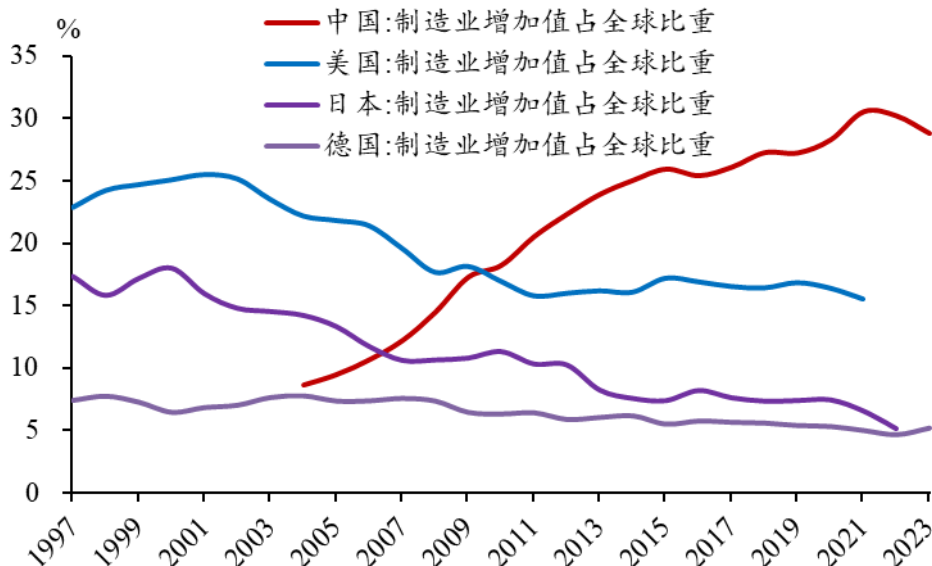
全球化时代，中美制造业竞争呈现“东升西降”格局，特朗普心意难平。2001 年，中国加入 WTO，全球化迎来黄金时代，此后中国制造业规模日益扩大，占全球比重不断提高，而美国制造业大量外流，占全球比重持续下降。从制造业规模看，中国 2007 年起超越日本，2010 年起超越美国，2023 年中国制造业增加值现价规模达到 4.7 万亿美元，而美国 2021 年规模为 2.5 万亿美元（图 2）。从制造业占全球比重看，截至 2021 年，中国比重为 30.5%，美国比重为 15.5%，横向上中国约为美国的 2 倍，纵向上中国业已远高于 2001 年的美国（25.5%）。至于日本和德国，虽然制造业规模紧随美国之后，但与美国尚存在较大差距，且过去二十年二者制造业占全球比重也均呈缓慢下降态势（图 3）。正是因此，特朗普关税 1.0 重点针对中国，关税 2.0 第一棒又挥向了美国。

图 2：中国制造业规模 2010 年起超越美国



资料来源: iFind, 信达证券研发中心

图 3：中国制造业占全球比重已超 2001 年的美国



资料来源: iFind, 信达证券研发中心

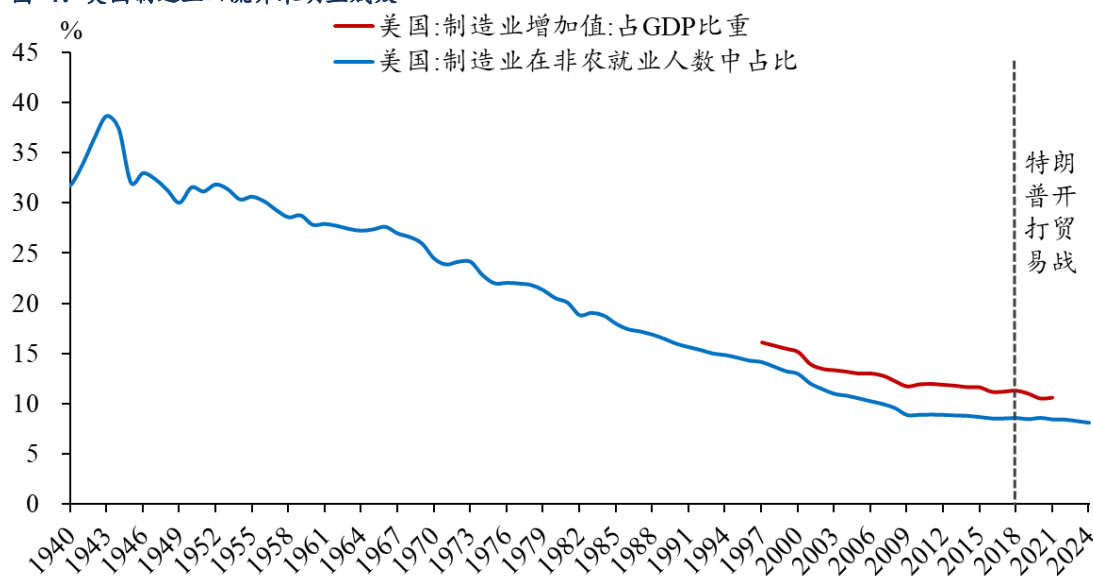
二、关税 2.0 的首要目标可能是获取最大化关税收入

特朗普关税 2.0 可能有多重目标, 包括推动美国制造业回流、缩减美国贸易逆差、获取关税收入等。这些目标长期可能兼容, 短期的优先级却未必相同。针对不同的目标, 有不同的行为逻辑。市场普遍认为特朗普在行事风格上不确定性很大, 很难预测其行为, 我们认为这是源于市场在他的多重目标中没有摸清首要目标。若能确定特朗普短期内的首要目标, 围绕目标推导其行为逻辑, 进而预测其下一步行动就是有可能的。

第一, 推动制造业回流作为短期首要目标并不现实。特朗普关税 1.0 就有推动制造业回流的重要考虑, 但从实际结果来看, 2018 年特朗普开始加征关税后, 他的制造业回流目标并未见效。可以观察两个指标: 一是美国制造业增加值占 GDP 比重, 2017 年贸易摩擦之前为 11.2%, 2018 年加征关税后仍然延续此前就有的下降态势, 到 2021 年降至 10.6%; 而是美国制造业就业人数在占全部非农就业人数比重, 2017 年为 8.5%, 同样在 2018 年加征关税

后继续下降，到 2024 年降至 8.0%。两个指标彼此印证，都指向关税 1.0 推动制造业回流的目标已经“破产”（图 4）。深层原因是，美国制造业回流难，与其国内人工成本高企、基础设施老旧、制造业专业技能人才流失、生产流程中默会知识断档等诸多因素都有关系，解决这些问题非短期之功。特朗普可能把推动制造业回流作为长期目标，但作为短期首要目标是不现实的。

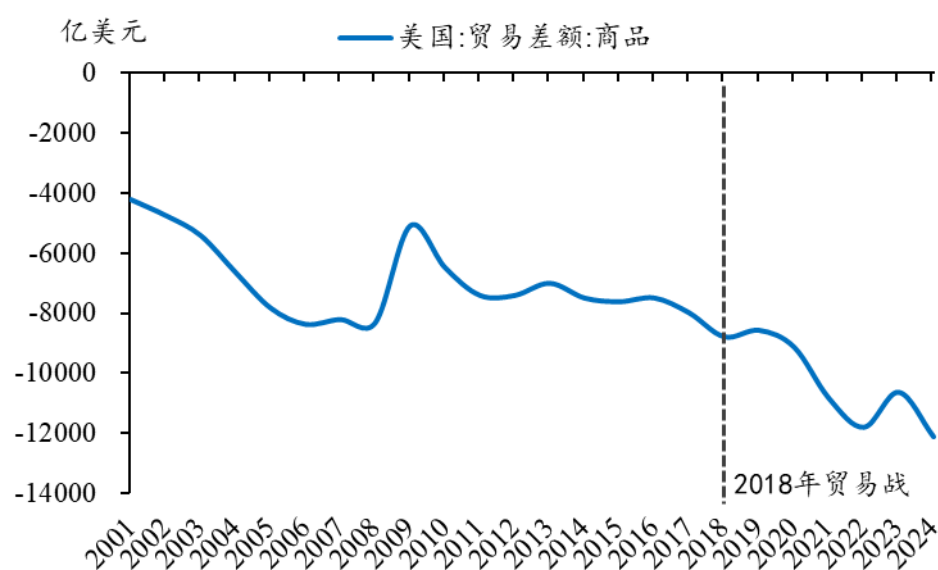
图 4：美国制造业回流并未明显成效



资料来源: iFind, 信达证券研发中心

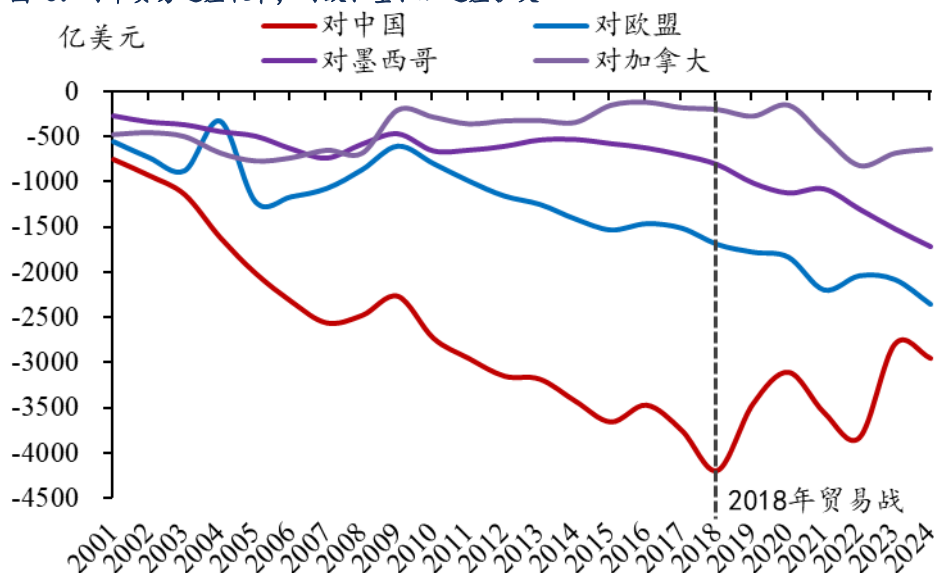
第二，缩减贸易逆差作为短期首要目标同样不现实。还是从实际结果看，2018 年特朗普开始加征关税后，美国商品贸易逆差不但没有收窄，反而持续扩大。2017 年美国商品贸易逆差约为 8000 亿美元，到 2024 年继续扩大至 12000 亿美元（图 5）。主要贸易伙伴上，由于关税 1.0 重点针对中国，美国对华贸易逆差确实有所收窄，但逆差只是转移到了欧盟、墨西哥、加拿大等其他贸易伙伴，对这些贸易伙伴的逆差明显扩大。2024 年，美国对中国、欧盟、墨西哥、加拿大商品贸易逆差分别为 2954 亿美元、2356 亿美元、1718 亿美元、633 亿美元（图 6）。虽然缩减贸易逆差和制造业回流两个目标是高度相关的，但是制造业回流没有见效，伴随美国国内商品需求增长的，就只能是贸易逆差持续扩大。

图 5：关税 1.0 下美国总体贸易逆差并未收窄



资料来源: iFind, 信达证券研发中心

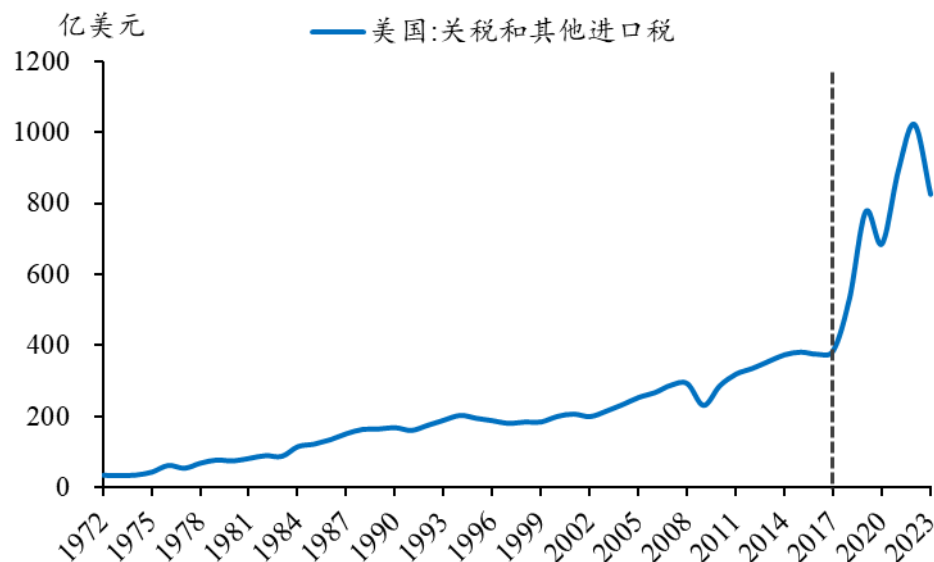
图 6：对华贸易逆差收窄，对欧、墨、加逆差扩大



资料来源: iFind, 信达证券研发中心

第三，虽然关税 1.0 在推动制造业回流和缩减贸易逆差上都失败了，但确实带来了美国关税收入显著增长。从美国联邦政府关税收入规模看，2017 年关税和其他进口税收入为 385 亿美元，2022 年一度达到 1000 亿美元以上，涨幅达到 160% 以上，后因美国对某些商品和贸易伙伴实施关税豁免，关税收入又有下降（图 7）。从关税和其他进口税占税收比重看，2017 年为 1.7%，关税 1.0 启动后，2019 年曾达到 3.7%，部分商品关税豁免后，2023 年回落至 2.9%，仍然比关税 1.0 启动前高出许多（图 8）。可见，2018 年特朗普加征关税后，真正的收效就是关税收入增长。

图 7：关税 1.0 下美国关税收入明显增长



资料来源: iFind, 信达证券研发中心

图 8：美国关税收入在税收中占比提高



资料来源: iFind, 信达证券研发中心

综合判断，我们认为特朗普关税 2.0 的行为逻辑可能是短期获取最大化关税收入，并对内减税，长期追求制造业回流和缩减贸易逆差。早在 2024 年 6 月，特朗普在与众议院共和党的会议上，已经提出用关税替代所得税的思想，即仿效 1900 年代时任美国总统麦金莱的做法，对外提高关税，对内减少其他税收，从而促进国内制造业发展。特朗普承诺降低企业税率，进一步降低他第一任期已大幅削减的美国大企业所得税，并一直致力于将共和党 2017 年的税法永久化，并呼吁延长该法案的关键部分，包括今年到期的针对个人和小企业的减税政策。截至 2024 年，在美国联邦财政收入中，关税收入仅占 1.6%，特朗普对外提高关税、对内减税的思想有较大实施空间，若关税收入占比能够提高 N 个百分点，那么特朗普就可以对内减税 N 个百分点（图 9）。

图 9：美国联邦财政收入结构

指标名称	2020 亿美元	2021 亿美元	2022 亿美元	2023 亿美元	2024 亿美元	2020 %	2021 %	2022 %	2023 %	2024 %
个人所得税	16087	20444	26321	21765	24261	47.0	50.5	53.7	49.0	49.3
工资税	13100	13141	14835	16145	17089	38.3	32.5	30.3	36.4	34.7
企业所得税	2118	3718	4249	4196	5299	6.2	9.2	8.7	9.4	10.8
消费税	868	753	877	758	1014	2.5	1.9	1.8	1.7	2.1
遗产及赠与税	176	271	326	337	316	0.5	0.7	0.7	0.8	0.6
关税	686	800	999	803	770	2.0	2.0	2.0	1.8	1.6
杂项收据	1177	1344	1367	406	432	3.4	3.3	2.8	0.9	0.9
合计	34212	40471	48974	44409	49181	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0

资料来源: iFind, 信达证券研发中心

备注: 左半栏为分项收入规模, 右半栏为在总收入中占比。

三、伴随关税 2.0 的可能是美国的“盟友之殇”

基于上述逻辑推演，短期内美国对华关税水平可能保持大致稳定，继续大幅提高的概率并不高。特朗普已经表示，将实施“对等关税”措施，适用于所有国家，“实施对等贸易，以便我们与其他国家受到平等对待”，“我们既不要求更多，也不要求更少。”根据美国彼得森国际经济研究所（PIIE）Chad P. Bown 的测算，截至 2021 年，中国对美关税平均水平为 20.7%，美国对华关税平均水平为 19.3%（图 10）。2025 年特朗普继续对华加征 10% 的关税及中国反制后，我们认为中美关税水平已经基本对等，基于关税对等原则似可排除对中国继续提高关税。

请阅读最后一页免责声明及信息披露 <http://www.cindasc.com> 7

如果追求关税收入最大化，关税税率亦不能过高，否则进口大幅下降，关税收入不增反降。当然，不能排除特朗普继续威胁对华提高关税，但其用意可能在于谈判谋取筹码，谈判若有进展，中美关系短期内快速恶化的概率并不高。

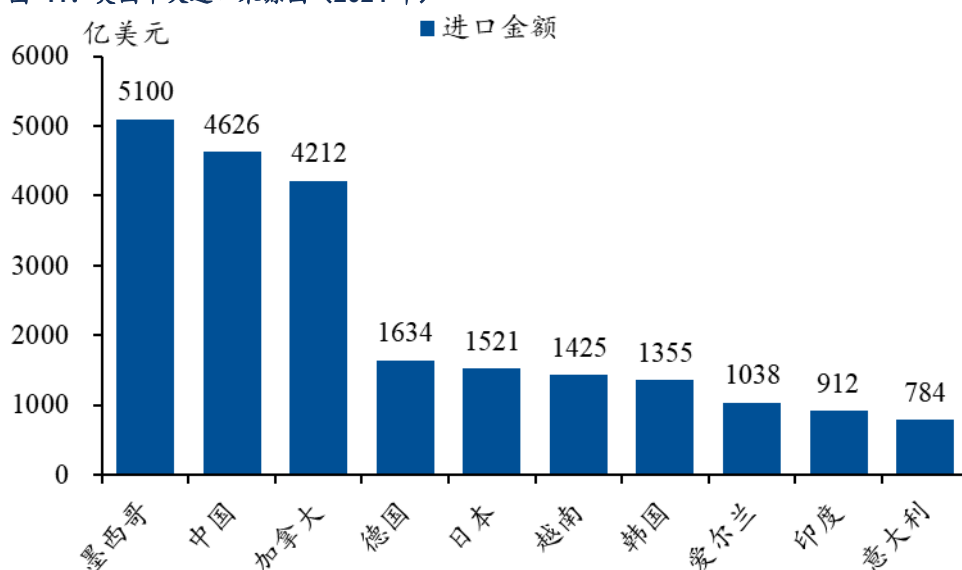
图 10：中美对彼此及其他国家关税水平



资料来源: Chad P. Bown(2021), 信达证券研发中心

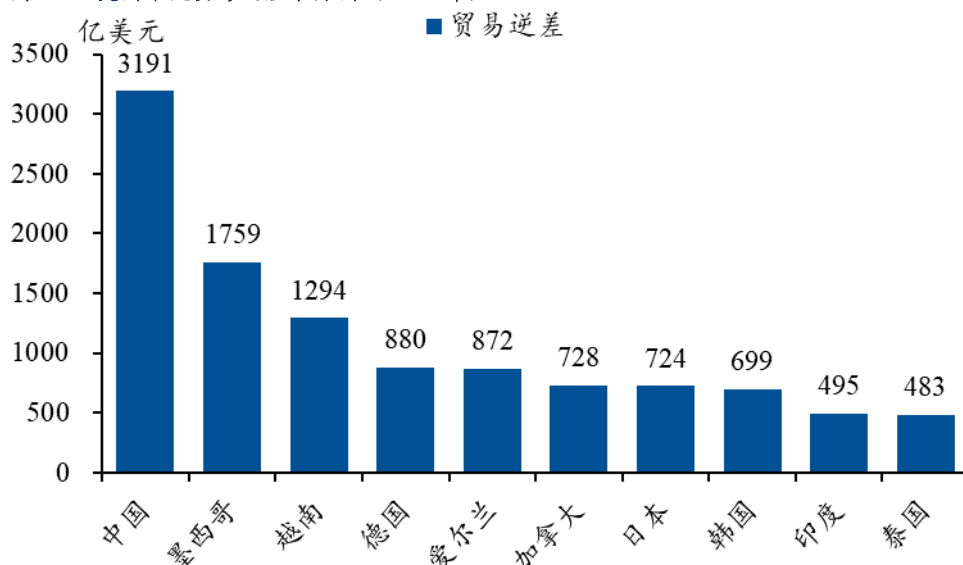
不容忽视的是，关税 2.0 可能带来的美国“盟友之殇”。同样来自 PIIE 的测算，2021 年，美国对（中国以外的）其他国家关税平均水平仅为 3.0%。美国对其他国家加征关税，既有较大空间，也有助于获取最大化关税收入。特朗普可能借助关税对等、主要进口来源、主要逆差来源等各种借口来加征关税。从美国的主要进口来源国看，前三位依次是墨西哥、中国和加拿大，均已被加征关税，再往下就是德国、日本、越南、韩国（图 11）。从美国主要贸易逆差来源国看，中国、墨西哥、加拿大以外，同样是德国、日本、韩国、越南等国（图 12）。综合下来看，继续加征关税的对象可能是欧盟和日韩等盟友，越南也有可能。特朗普在联合国和七国集团中与盟友意见相左，就乌克兰问题与盟国分歧加深，若再对盟友加征关税，可能使美国的盟友体系加速走向崩溃。

图 11：美国十大进口来源国（2024 年）



资料来源: UN Comtrade, 信达证券研发中心

图 12：美国十大贸易逆差来源国（2024 年）



资料来源: UN Comtrade, 信达证券研发中心

四、关税 2.0 难以阻挡 A 股走牛的脚步

关税 2.0 和关税 1.0 在实施方式上存在很大不同，它们对中国出口和 A 股的影响大概率也会不同。

对中国出口而言：关税 1.0 重点针对中国，加税幅度较大，中美对美出口大幅下降。而关税 2.0 对华加征 10% 后，接下来可能主要挥向其他国家，中美进入相对缓和期，中国出口有望保持较强韧性，增速可能下降但全年仍有可能保持正增长。

对 A 股而言：受关税 1.0 影响，2018 年 A 股处于较悲观的宏大叙事之中，全年基本上单边下行。而我们认为伴随关税 2.0 的，是美国的战略收缩和“盟友之殇”，是以 DeepSeek、宇树科技为代表的中国科技突破，这种情况下，投资者对内部改善的信心压过了对外部风险的担忧，这使得关税 2.0 难以阻挡 A 股走牛的脚步。

风险因素

海外地缘政治风险突发、国内工作重心转换等。

研究团队简介

解运亮，信达证券宏观首席分析师。中国人民大学经济学博士，中国人民大学财政金融学院业界导师。曾供职于中国人民银行货币政策司，参与和见证若干重大货币政策制订和执行过程，参与完成中财办、人民银行、商务部等多项重点研究课题。亦曾供职于国泰君安证券和民生证券，任高级经济学家和首席宏观分析师。中国人民银行重点研究课题一等奖得主。2020 年“21 世纪最佳预警研究报告”获得者。2022 年 Wind 金牌分析师宏观研究第二名。2022 年云极“十大讲师”。2023 年东方财富 Choice 最佳宏观分析师。2023 年中国信达集团“金牌宣讲人”。2024 年 Wind 金牌分析师宏观研究第五名。

麦麟玥，信达证券宏观分析师。中山大学硕士，2022 年 7 月加入信达证券研究所，侧重于研究美国经济和出口。所属团队获得 2024 年 Wind 金牌分析师宏观研究第五名。

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，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出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深300指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起6个月内。	买入 ：股价相对强于基准15%以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准5%~20%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5%之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准5%以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。