



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：shaoxiang@mszq.com

分析师：裴明楠

执业证号：S0100524080002

邮箱：peimingnan@mszq.com

➤ **重磅的“对等关税”，会不会成为下一个“理想很丰满，现实很骨感”？**北京时间周五凌晨，特朗普终于推出了对等关税的计划。“好消息”是，签署的不是行政令，不会立即执行，而且之前竞选中宣称的对全球普征关税的可能性大大下降。

“坏消息”是，其“野心”仍然很大，未来全球经贸或面临更大的不确定性——白宫的目标不仅是关税，而是整个贸易互惠体系的重构，甚至涉及改变贸易伙伴国自身的制度。

➤ **首先，美国推出“对等关税”的计划，具有划时代的意义**，如果该计划后续真的落地，那么将给 WTO 框架下的非歧视性的、“最惠国待遇”多边贸易体系形成较大冲击，逐渐向“双边框架”转换——一国一议、甚至不同行业区别对待，从而导致交易和摩擦成本上升。

➤ “对等关税”不是一般的关税，将具有复杂的实施细节，因此立即执行可能性较低，而是需要先进行调查，调查结果将在 4 月 1 日前完成、并呈递总统；进一步落地的时间可能会更晚。

➤ **设定“对等关税”的依据是什么？**政策声明简报¹涉及的内容非常宽泛，甚至要触动贸易伙伴内部的经济制度安排：

- 1) 对美国产品征收的关税水平；
- 2) 对美国企业、工人和消费者征收的不公平、歧视性或超领土的税收，比如更高的增值税，巧立名目的数字服务税等；
- 3) 非关税壁垒以及不公平政策（如补贴和繁琐的监管要求）而带来的成本；
- 4) 操作汇率偏离市场价值、压低工资等削弱美国竞争力的重商主义政策；
- 5) 其他任何被美国贸易代表认为对美国市场准入或公平竞争构成不公平限制的实践。

➤ **怎么征收“对等关税”？还比较模糊。**究竟是针对一国所有进口的平均关税税率去征收？还是针对特定行业 and 商品去区别征收？这个并没有明确，我们认为后者的全球影响会小一些。

➤ **向谁征收？**从国家层面，对美贸易顺差大或者关税税率偏高的国家或地区，自然不在话下，例如欧盟、越南；从行业层面，在简报中，白宫特别提到巴西（乙醇），印度（农产品，摩托车），欧盟（贝类，汽车），加拿大、法国（数字服务税）以及超过 60 万个商品类中，美国都面临更高的关税和不公平待遇。

➤ **事出过“细”必有“妖”。**对于对等关税的目的，特朗普的说法是减少贸易赤字，维护贸易公平。不过从关税依据可以看出，涉及的方面太多，而且很多内容难以量化。真实的目的可能还是谈判，为美国争取更多的筹码和好处。一个典型的体现是，在特朗普宣传和推进“对等关税”的过程中，日本首相和印度总理都主动访美，并提出或增加进口、或增强合作等的“投名状”。

➤ **关税作为“谈判手段”，依旧是当前最有利于市场的情形。**我们在之前的报

相关研究

1. 美国通胀分析：通胀预警：特朗普关税牌还如何打？ -2025/02/13
2. 新质生产力系列（三）：一季度拼经济的“科技锚”：2025 vs 2024-2025/02/12
3. 海外政策跟踪：沙盘推演：特朗普关税的原点与终点-2025/02/09
4. 经济动态点评：地方“新春第一会”的信号 -2025/02/06
5. 经济动态点评：春节消费“打几星”？ -2025/02/04

¹ <https://www.whitehouse.gov/fact-sheets/2025/02/fact-sheet-president-donald-j-trump-announces-fair-and-reciprocal-plan-on-trade/>

告《沙盘推演：特朗普关税的原点与终点》提出过特朗普的关税政策是多目标的——谈判手段、贸易平衡、财政收入等；从对市场的影响来看，谈判的场景是市场最熟悉的。

➤ **不过后续谈判也会有摩擦和风险。**“对等关税”已经超出了传统关税的模式，甚至要求贸易伙伴内部经济制度改变，比如优化税收、提高工资和调整产业政策等，**阻力会比传统贸易谈判更大**，可能会出现僵持、甚至美国威胁性征收关税的情形。

➤ **综合以上分析，我们总结三个观点：**

➤ **首先**，对等关税“野心”很大，试图重塑贸易体系，甚至改变贸易伙伴内部的经济制度。

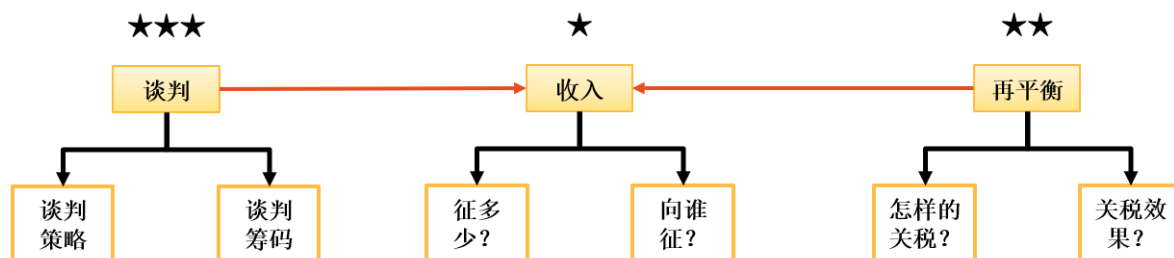
➤ **其次**，对于市场，短期内是好消息。因为这是一项庞大复杂的贸易重塑政策，落地需要时间去谈判和研究（尤其是当前联邦政府裁员的背景下），短期内关税大幅提高的警报解除。叠加俄乌问题的进展，美元“一鲸落、万物生”的行情或将继续演绎。

➤ **第三**，“对等关税”只是美国用来解决贸易公平问题的重要手段之一，它的推出并不意味着其他类型的关税风险就此画上句号，反而可能是为未来征收更多关税设立了框架。

➤ **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。

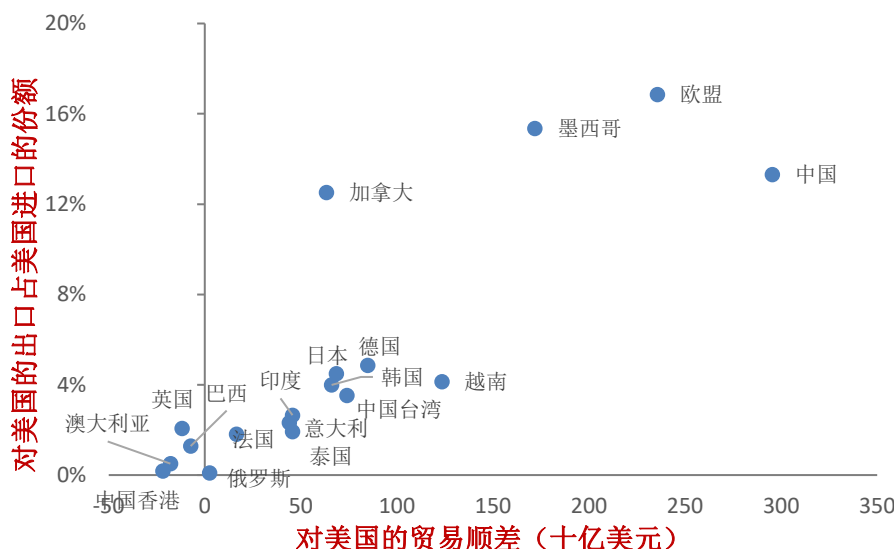
图1：特朗普上任以来的关税三大定位

“谈判”功能	“收入”功能	“再平衡”功能
1 ● (1月23日 签署行政令时的采访) 用关税来阻止芬太尼.....	● (1月20日 就职典礼) 设立ERS征收关税, 从海外获得财政收入.....纪念麦金莱总统	● (1月23日 达沃斯) 来美国生产就能避免关税
2 ● (1月24日 新闻发布会) 加拿大成为第51个州.....就没有关税	● (1月23日 达沃斯)增加财政收入来发展经济和偿还债务	● (1月24日 新闻发布会) 贸易不平衡和赤字会影响关税决策
3 ● (1月26日 哥伦比亚) 美国通过关税威胁强迫哥伦比亚接收移民	● (1月24日 新闻发布会) 关税让美国更富有	● (1月25日 拉斯维加斯) 因为关税计划汽车厂商Stellantis保住了1500个工作
4 ● (2月3日 暂停加墨关税) 加墨同意加强边境管理, 进行经济协议谈判	● (1月25日 拉斯维加斯) 1913年关税结束前是美国最富裕的时候	● (2月7日 美日领导人会晤) 征收对等关税.....这是唯一公平的方式



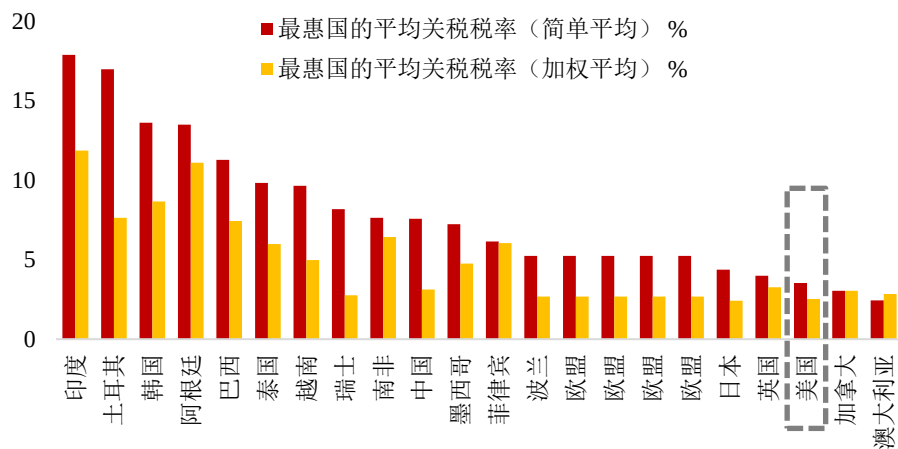
资料来源：白宫，腾讯新闻，民生证券研究院整理

图2：各国对美国的贸易顺差 vs 对美国出口占美国进口的份额 (2024 年)



资料来源：ifind，民生证券研究院

图3：各地区征收的平均关税税率对比（2022 年）



资料来源：世界银行，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客户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