

沙盘推演：特朗普关税的原点与终点

2025 年 02 月 09 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

➤ **自上任以来，有两个词来形容特朗普的关税政策——频繁、多变。**接连不断的行政令、左右摇摆的决策变化，特朗普如鱼得水般地游弋在白宫工作、社交媒体和新闻访谈之间，却让市场痛苦地感受到**关税、甚至广义上特朗普 2.0 政策框架似乎越来越模糊**。那怎么去捕捉一些真正有用的信息和“蛛丝马迹”呢？我们在本篇报告中提供几个视角。

➤ **首先模糊和混乱背后的一个重要原因是“声音太多”。**不仅特朗普本人，他的众多幕僚、“知情人士”都乐意透露对于关税的观点和想法。但这背后的核心问题是，**特朗普 2.0 的核心团队并不是“铁板一块”**：

➤ 有以国务卿鲁比奥、纳瓦罗等为代表、主张贸易强硬的传统经济民族主义者；有以马斯克为代表对大规模迅速征关税持反对意见的新兴商人势力；也有以贝森特为代表、主张温和有序加征的中间平衡派。**特朗普可能乐于看到他们各抒己见，但是这绝对不能代表他个人的想法，尤其是在关税、移民等他一直很重视的领域。**

➤ **如果我们只看上任以来特朗普的所作作为，只能说他还是那么热衷于“谈判”和“交易”。**

➤ **首先关税作为谈判手段，特朗普说的不多，但是做的最多。**例如，1 月 26 日以哥伦比亚不允许运载遣返移民的美国航班入境为由，对其加征 25% 关税，后因与哥伦比亚就此达成协议而取消关税。

➤ **其次关税作为平衡财政、创造收入的手段则正好相反，目前是说的不少，但是做的不多。**特朗普上台之后在多个场合强调关税会使得美国更富裕，并且计划设立“外部税收局”。我们倾向于这个目标更长期，更有制度设计上的难度，而且可能也取决于马斯克的政府效率部在削减财政支出方面能拿下多大的成果。

➤ **三是平衡贸易，逆转离岸外包。**例如，可能即将到来的“对等关税”，可能是重塑关税公平、贸易公平的“批量操作”；1 月 31 日特朗普表示“由于欧盟拒绝进口美国汽车以及农作物等，将对其征收关税”。

➤ **四是市场普遍关注的科技、安全问题，可能不是关税的主要任务。**DeepSeek“弯道超车”后，特朗普表态较克制，更多强调美国科技公司自身要增加竞争力。当然这并非不关注，例如，就职首日签署的备忘录《美国优先贸易政策》中提出：加强对战略技术的出口控制（例如，半导体，AI）；审查对外投资规则、解决敏感技术投资中的风险。

➤ 对市场而言，最乐观的情况是关税作为“谈判手段”，特朗普政府**目前出台的关税也以“谈判手段”为主**。“平衡贸易”的关税或马上到来；“平衡财政”当前被淡化；而“科技竞争和国家安全”或是更长远的谋划。**分地区看：**

➤ **加拿大/墨西哥：关税是谈判手段。**2 月 1 日特朗普宣布对加墨加征 25% 关税，理由芬太尼和移民问题；加墨承诺增加边境投入和加强芬太尼管控后，2 月 3 日特朗普宣布关税推迟 1 个月执行、观察合作效果。

➤ 我们认为到 3 月 4 日，该关税或继续“缩水”甚至取消。美加墨产业深度融合，贸易以中间品为主，工业生产过程需反复跨境，对最终消费品价格的推升也

相关研究

1. 经济动态点评：地方“新春第一会”的信号 -2025/02/06

2. 经济动态点评：春节消费“打几星”？-2025/02/04

3. 市场跟踪：AI VS 关税：节后市场的“拉锯战”？-2025/02/03

4. 海外时政跟踪：假期上半场，海外“闹腾”啥？-2025/02/01

5. 美联储 2025 年 1 月议息会议点评：美联储：进入观望阶段-2025/01/30

是多次跨境叠加 25%关税后的结果、影响较大。

➤ **欧盟、日韩：平衡贸易的主要对象。**综合对美贸易顺差规模、对美出口占美国进口份额、美国对其征收的平均有效关税税率这 3 项指标来看，特朗普试图平衡美国庞大的贸易赤字，“开刀”对象的可能性（中加墨除外）：**欧盟 > 日本、韩国、中国台湾 > 越南 > 泰国、印度 > 英国、巴西 > 澳洲**。特朗普及其贸易官员多次提及美国和欧盟之间的贸易不平等，我们认为**在其就职 100 天内，对欧盟平衡贸易的关税可能落地**。

➤ **对中国的关税政策则更复杂。**首先，中国对美的贸易顺差仍较高，特朗普或提出让中国继续履行 2020 年初签署的**第一阶段贸易协议、从美采购商品**。

➤ **其次**，美国对中国有谈判需求，希望中国加强芬太尼生产和交易的管控执法、两方协作完成 TikTok 交易，等等。

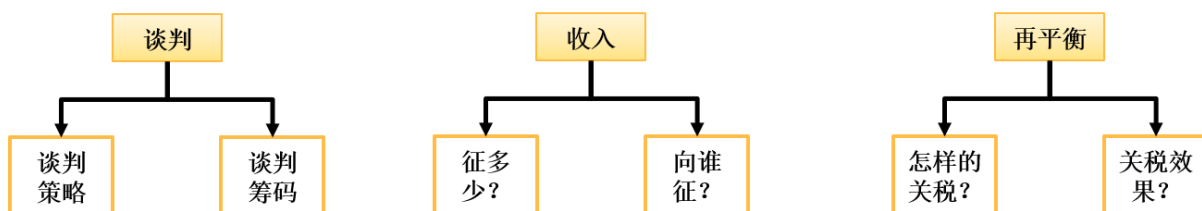
➤ **最后**，科技竞争和国家安全，虽近期还不是特朗普政府的工作重点，但是绕不开的议题，不排除今年下半年或明年进一步发酵。例如 DeepSeek 爆火后，美官员们讨论限制对华销售到英伟达的 H20 芯片。

➤ **近期关注节点：**1) 特朗普称最快**2 月中旬**对计算机芯片、制药、钢铁、铝、铜、石油和天然气加关税。2) **4 月 1 日**美国 USTR 和商务部将提交对华贸易审查结果。3) **4 月 4 日** TikTok 禁令的宽限期到期。4) 特朗普承诺上任 6 个月内结束中东冲突，即**7 月 20 日**之前。

➤ **风险提示：**特朗普的关税政策超预期，全球经贸格局变化超预期。

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 美日元首会晤) 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：特朗普就职以来的关税相关政策和重要言论

时间	特朗普的政策行动和重要言论	涉及国家
2025/1/20	特朗普签署备忘录《America First Trade Policy》，审查美国与中国、加拿大、墨西哥等地区的经贸关系，要求美国贸易代表办公室和商务部在4月1日之前向总统提交对中美经贸的审查结果。	中国、加拿大、墨西哥
2025/1/23	特朗普称“宁愿不对中国征收关税”，但称关税是对中国的“巨大力量”。	中国
2025/1/26	由于哥伦比亚不允许运载哥移民的美国航班入境，特朗普宣布对所有从哥伦比亚进口的商品加征25%关税，而且税率将在数天后提高到50%，并对哥官员实施旅行禁令。	哥伦比亚
2025/1/26	由于哥政府已和美国政府就移民问题达成协议，特朗普暂停此前提出的对哥伦比亚加征关税事宜。	哥伦比亚
2025/1/31	特朗普表示“可能”“很快”对石油和天然气征收关税，并补充说“我想在2月18日左右”。	
2025/1/31	特朗普表示，美国最快将于2月中旬对电脑芯片、药品、钢铁、铝、铜、石油和天然气等进口商品征收关税，特朗普补充称，还想对欧盟加征关税，但没有具体说明加征关税的时间和税率。	欧盟
2025/1/31	特朗普表示，由于欧盟拒绝进口美国汽车以及农作物等，为了寻求对等，将对其征收关税。	欧盟
2025/2/1	特朗普签署行政令，对来自加拿大和墨西哥的进口产品征收25%的额外关税，对来自加拿大的能源资源征收10%关税。关税暂定4日生效。	加拿大、墨西哥
2025/2/1	特朗普签署行政令，宣布以芬太尼等问题为由，对所有进口自中国的商品，美国将在现有关税基础上加征10%的关税，并且取消对中国价值低于800美元的小额包裹的“最低限度”关税豁免。	中国
2025/2/3	特朗普签署行政令，美国向墨西哥和加拿大的商品加征关税的计划将暂缓一个月实施。	墨西哥
2025/2/7	特朗普签署行政令，暂时将继续允许来自中国的低成本产品包裹免关税进入美国，直至商务部“建立足够的系统来全面、迅速地处理和收取关税收入”。	中国

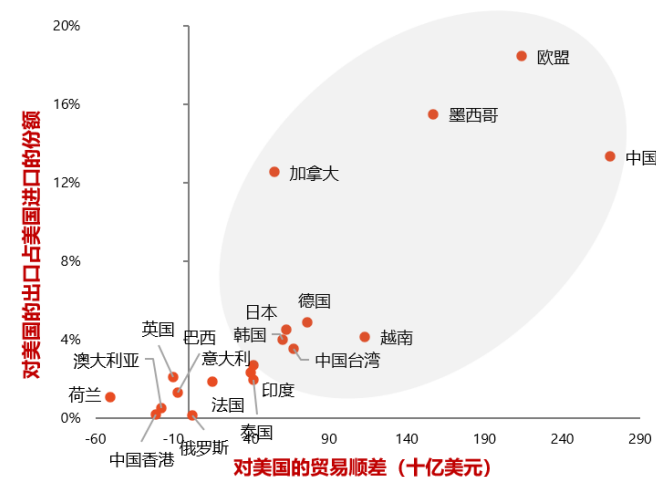
资料来源：白宫，央视网，财联社，每经网，民生证券研究院整理

图3：PIIE 测算美国对加墨加征 25%关税的经济影响较大

美国加征关税对美国的影响（偏离基准的百分点）			2025年	2026年	2027年
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

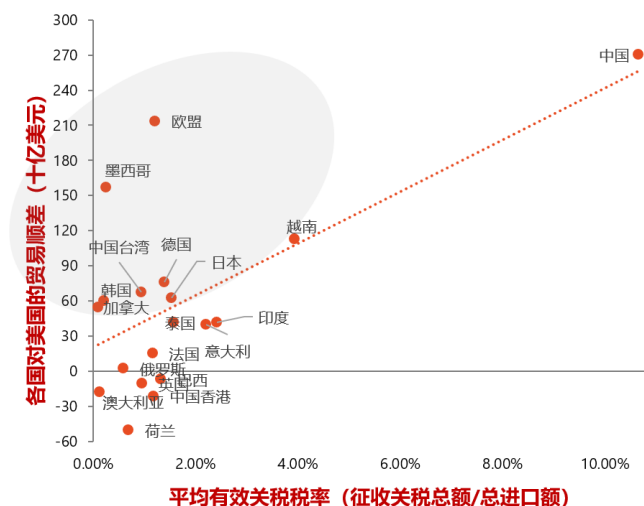
资料来源：PIIE，民生证券研究院

图4：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 年前 11 个月）



资料来源：美国普查局，ifind，民生证券研究院

图5：各国对美国的贸易顺差 vs 被征收的有效关税税率（2024 年前 11 个月）



资料来源：美国普查局，ifind，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