

关税战全面升级，市场避险情绪高涨

投资观点：

报告日期 2025-04-06

- **海外：**1) 4 月 2 日特朗普宣布了他的“对等关税”方案：一是，所有对美出口的国家征收 10% 的基础关税，于美东时间 4 月 5 日生效。二是，针对大约 60 个与美国贸易逆差较大的国家和地区，特朗普宣布征收“对等关税”，比如对越南征收 46%，中国 34%，欧盟 20%。以上“对等关税”将于美东时间 4 月 9 日开始实施。本次对等关税明显超出市场预期，预计将严重冲击现行的国际贸易体系，拖累全球经济增长。其中，中国面临高关税，预计出口将面临较大冲击，经济不可避免受到影响。同时，美国也将面临滞胀、甚至衰退的风险。2) 美国 3 月新增非农就业 22.8 万，高于预期值 13.5 万；1-2 月两月合计下修 4.8 万；失业率 4.2%，略高于预期值和前值 4.1%；非农数据虽然部分有助于打消市场对美国经济的担忧，但若特朗普的政策（对等关税、政府减支、驱逐非法移民等）没有出现稳定预期，叠加减税政策尚无法快速推出，或依旧对市场风险偏好产生压制。
- **国内：**1) 中国 3 月官方制造业 PMI 50.5，较前值小幅回升。3 月制造业 PMI 指数延续了此前的回升态势，反映出国内制造业维持较高景气水平。展望未来，一方面，外需所面临的关税战压力将开始显现。一般来说，从接到海外订单到报关出口通常存在约 2 个月的间隔期。因此，2 月起美国对我国输美商品连续大幅加征关税的影响，预计将在 4 月有较为明显的体现，可能导致市场需求和市场信心出现一定下行波动。另一方面，内需不足的问题仍有待进一步解决，尤其是春节后国内楼市量价均出现了回落的迹象，表明房地产市场止跌回稳基础仍不牢固。因此，4 月制造业 PMI 指数可能出现一定幅度的下行，甚至不排除再次降至荣枯平衡线附近的可能。2) 针对美国的对等关税措施，中国采取了一系列有力的反制措施，主要包括对美加征关税：自 2025 年 4 月 10 日 12 时 01 分起，中国对原产于美国的所有进口商品在现行适用关税税率基础上加征 34% 关税。
- **关税战全面升级，避险情绪高涨。**现阶段市场的重心放在了特朗普的对等关税政策上：特朗普宣布具体关税措施后，市场避险情绪明显升温，股市、商品纷纷大幅调整，而随着中国宣布采取反制措施，市场情绪进一步悲观，外盘股市、商品大面积走弱。往后看，一是，重点关注各国如何反制特朗普的关税政策，特朗普会否进一步升级关税战，即会否出现“加税-反制-加更高关税”的恶性循环；二是，观察政府会否采取更加积极有效的政策措施来对扩大内需，对冲关税战的负面影响。

宏观

专题报告

分析师：郑建鑫

从业资格证号：F3014717

投资咨询证号：Z0013223

国贸商品指数



数据来源：国贸期货

往期相关报告

- 1、【ITF-宏观】大宗商品仍存在反弹的窗口 20250323
- 2、【ITF-宏观】大宗商品仍处震荡区间，短期或有反弹 20250309
- 3、【ITF-宏观】多空仍有分歧，关注政策端 20250302
- 4、【ITF-宏观】美国滞胀风险升温，国内资金面偏紧 20250223

1 海外形势分析

1.1 美国超预期兑现对等关税

4 月 2 日特朗普宣布了他的“对等关税”方案，他称这一天是“解放日”，美国将开启黄金时代。特朗普以 2024 年商品和服务逆差规模高达 9180 亿美元为由，宣布因美国贸易逆差进入国家紧急状态，依据《国际紧急经济权力法》对所有对美出口的国家征收 10%的基础关税，于美东时间 4 月 5 日生效。除此以外，针对大约 60 个与美国贸易逆差较大的国家和地区，特朗普宣布征收“对等关税”，比如对越南征收 46%，泰国 36%，中国 34%，印度尼西亚 32%，中国台湾 32%，韩国 25%，日本和马来西亚 24%，欧盟 20%。以上“对等关税”将于美东时间 4 月 9 日开始实施。

尽管特朗普声称美国所征收的是“对等关税”是各国对美关税税率的五折，但是从美国与各国互征关税的真实情况来看，这些数字有较大的问题。以韩国为例，韩国是美国的自贸协定伙伴，双方互征关税税率接近于零，但特朗普声称韩国对美的关税税率为 50%。美国贸易代表办公室公布的互惠关税计算公式为：（美国对某国的贸易逆差额/美国从该国的进口总额）X 100%。由此可见，4 月 2 日互惠关税方案的制定缺乏严谨测算。

图表 1、特朗普的对等关税

国家/地区	进口	逆差	逆差/进口	美国宣称该国/地区 对美加征的关税	美国加征的对等关 税
Cambodia	12.66	12.34	97%	97%	49%
Vietnam	136.56	123.46	90%	90%	45%
Bangladesh	8.37	6.15	74%	74%	37%
Thailand	63.33	45.61	72%	72%	36%
China	438.95	295.40	67%	67%	34%
Indonesia	28.08	17.88	64%	64%	32%
Taiwan, China (中 国台湾)	116.26	73.93	64%	64%	32%
Switzerland	63.43	38.46	61%	61%	30%
South Africa	14.66	8.84	60%	60%	30%
Pakistan	5.12	2.99	58%	58%	29%
India	87.42	45.66	52%	52%	26%
Korea, South	131.55	66.01	50%	50%	25%
Malaysia	52.53	24.83	47%	47%	24%
Japan	148.21	68.47	46%	46%	23%
European Union	605.76	235.57	39%	39%	19%
Philippines	14.18	4.88	34%	34%	17%
Israel	22.22	7.43	33%	33%	17%
United Kingdom	68.08	-11.86	-17%	10%	10%
Brazil	42.32	-7.35	-17%	10%	10%
Singapore	43.20	-2.83	-7%	10%	10%
Chile	16.47	-1.70	-10%	10%	10%
Australia	16.69	-17.91	-107%	10%	10%

资料来源：Wind、国贸期货研究院

1.2 对等关税对美国的影响

我们汇总了海外主流机构的模型对本次对等关税影响的测算结果。

美国 GDP 方面：耶鲁大学预算实验室认为将下降 0.8%，世界大型企业联合会认为将下降 1.2%，高盛认为将下降 0.6%-1.9%，小摩、彭博均认为将下降 2.0%；

PCE 通胀方面：世界大型企业联合会认为将上升 1.0%，彭博认为将上升 1.2%，耶鲁大学预算实验室和高盛均认为将上升 1.3%。综合看，本次对等关税落地后，美国 GDP 可能下降 0.8%-2.0%，PCE 通胀可能上升 1.0%-1.3%。

图表 2、各机构测算下，对等关税将如何影响美国经济和通胀

机构	测算假设	GDP 影响	通胀影响
世界大型企业联合会	对等关税全部落地并实施一年，钢铁、铝等商品关税继续受对等关税豁免，无关税反制	1.2pp	1.0pp
耶鲁大学预算实验室	仅将对等关税纳入考虑范围，无关税反制	0.8pp	1.3pp
小摩	美国对全球关税提高20%，同时中国和欧盟采取关税反制	2.0pp	—
彭博	仅将对等关税纳入考虑范围，无关税反制	2.0pp	1.2pp
高盛	美国今年公布的所有关税均纳入考虑范围	0.6-1.9pp	1.3pp

资料来源：Wind、国贸期货研究院

1.3 对等关税对中国的冲击

出口方面，54%的新增关税中，实际有效税率大约在 50%左右。其中包含今年 3 月初落地的 20%关税，以及 4 月 2 日宣布的 34%关税（剔除钢铝制品、汽车及零部件等行业关税后，有效税率约 30%）。以静态的出口弹性计算，50%的新增关税大致拖累出口增速下行 9.14 个百分点，对应出口金额 2.3 万亿元，这一拖累规模占 2024 年全年中国对美出口总额的 62.3%。

需要注意的是，若其他经济体（尤其是东盟等亚洲地区）未能通过谈判降低部分关税，我国对非美国家的出口转移也将受到明显抑制，这一拖累幅度可能更大。

图表 3、对等关税落地对中国出口及 GDP 的潜在影响

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 (%)		54.00	54.00	54.00
有效新增关税税率 (%)	c	50.00	50.00	50.00
关税影响出口价格 (%)	$d=1/(1+b) \times c$	44.52	44.52	44.52
关税影响对美出口增速 (%)	$e=a \times d$	-44.52	-62.33	-80.14
	ave (e)		-62.33	
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 (%)	$g=e \times f$	-6.53	-9.14	-11.75
	ave (g)		-9.14	
出口占名义GDP比重 (%)	h	18.87	18.87	18.87
关税对名义GDP影响 (%)	$i=g \times h$		-1.73	

资料来源：Wind、国贸期货研究院

1.4 美国：非农就业数据好于预期

1) 中国：4 月 4 日针对美国的关税政策采取反制措施，宣布对原产于美国的所有进口商品，在现行适用关税税率基础上加征 34%关税。此外，中国还采取了一系列非关税措施：将斯凯迪奥公司等 11 家美国企业列入不可靠实体清单、将 16 家美国实体列入出口管制管控名单、对部分中重稀土相关物项实施出口管制等。

2) 加拿大：4 月 3 日总理卡尼称将采取反制措施对抗美国“对等关税”，但未公布具体细节，同时强调加拿大需减少对美依赖，转向其他贸易伙伴。

3) 欧盟的反制措施。欧盟委员会主席冯德莱恩 4 月 3 日在声明中表示，美国“对等关税”与美方想要达成的目标背道而驰，将对全球经济造成“沉重一击”，损害全球消费者利益并引发保护主义进一步抬头，欧盟方面将采取反制措施。

图表 4、中国的反制措施汇总

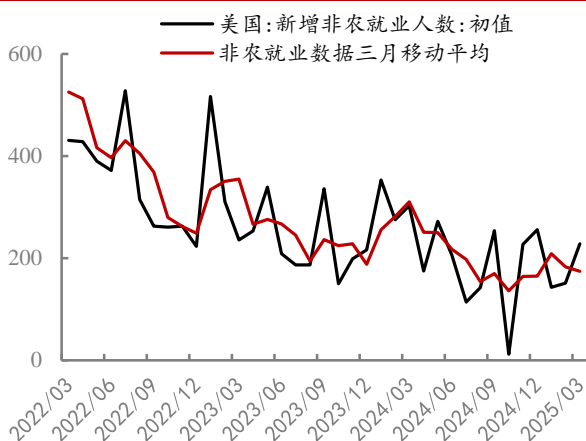
宣布日期	幅度	商品种类	商品规模(2024 年中国从美国进口)	占中国 2024 从美国总进口比重
2 月 4 日宣布反制关税	加 15%	煤炭、液化天然气	44.7 亿美元	2.70%
	加 10%	原油、农业机械、大排量汽车、皮卡	94.6 亿美元	5.70%
	加 15%	鸡肉、小麦、玉米、棉花	34.3 亿美元	2.10%
3 月 4 日宣布反制关税	加 10%	高粱、大豆、猪肉、牛肉、水产品、水果、蔬菜、乳制品	188.7 亿美元	11.40%
4 月 4 日宣布反制关税	加 34%	对原产于美国的所有进口商品		

资料来源：Wind、国贸期货研究院

1.5 美国：非农就业数据好于预期

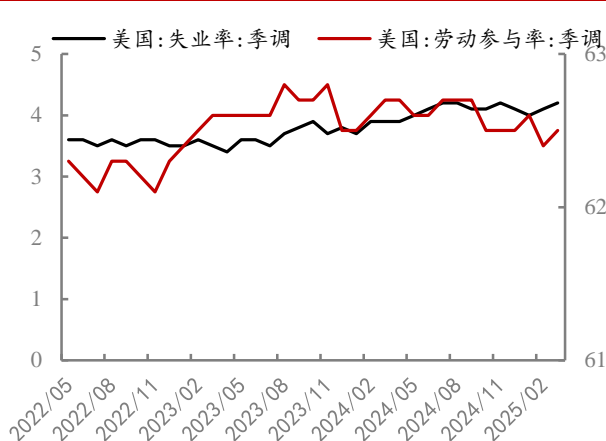
当地时间 4 月 3 日，美国公布 3 月非农就业数据：美国 3 月新增非农就业 22.8 万，高于预期值 13.5 万；2 月数据由 15.1 万下修至 11.7 万，1 月数据由 12.5 万下修至 11.1 万，两月合计下修 4.8 万。失业率 4.2%，略高于预期值和前值 4.1%；劳动参与率 62.5%，略高于预期值和前值 62.4%。每周平均工时 34.2 小时，持平预期值和前值。平均时薪环比 0.3%，持平预期值和过去 12 个月均值 0.3%，高于前值 0.2%。

图表 5、新增非农就业人数（单位：千人）



资料来源：Wind、国贸期货研究院

图表 6、美国：失业率：季调



资料来源：Wind、国贸期货研究院

新增非农就业超过市场预期，但前值有较大下修。3 月美国新增非农就业 22.8 万人，较 2 月份初值（15.1 万）上升较多，且高于市场预期的 14 万。1 月、2 月新增非农就业分别下修 1.4 万、3.4 万，两个月累计下修 4.8 万，总体修正幅度较大。趋势上看，近 3 个月平均新增就业 15.2 万人，较前值下行幅度不小。虽然 3 月非农数据相对较好，但 1、2 月就业数据的较大下修，可能意味着后续 3 月数据也将面临不小的下修。

劳动参与率、失业率略有上行。3 月美国劳动参与率录得约 62.5%，失业率约为 4.2%，均较 2 月略超预期上升。总就业人口增加 20.1 万，失业人口增加 3.1 万，劳动参与率上升 0.04 个百分点至 62.48%。失业率上升 0.013 个百分点至 4.152%，略超市场预期，年龄段来看，25-54 岁区间劳动参与率处于在 83.3% 的较高水平区间，但略有下滑，其他年龄段劳动参与率均有上升。从 3 月劳动参与率以及失业率的表现来看，劳动参与率的上行主要由非主力劳动人群贡献，或显示在当前美国经济预期出现一定程度下降的背景下，青少年与老年人部分进入了劳动力市场。

薪资环比增速继续下行。3 月美国非农就业时薪录得 36.0 美金，同比上升 3.8%，环比上

升 0.3%，分别较 2 月下降 0.2 个百分点、上升 0.1 个百分点，教育和保健服务薪资环比增速较低，或是整体薪资环比增速边际下行的主要原因。此外，3 月美国周工作时长较 2 月基本持平，维持在 34.2 个小时的相对低位，工作时长中枢整体下移。结合当前失业率的小幅回升来看，后续薪资增速有较大概率持续承压，居民消费持续上行的支撑作用也将逐渐下降。

非农数据虽然部分有助于打消市场对美国经济的担忧，但若特朗普的政策（对等关税、政府减支、驱逐非法移民等）没有出现稳定预期，叠加减税政策尚无法快速推出，或依旧对市场风险偏好产生压制。

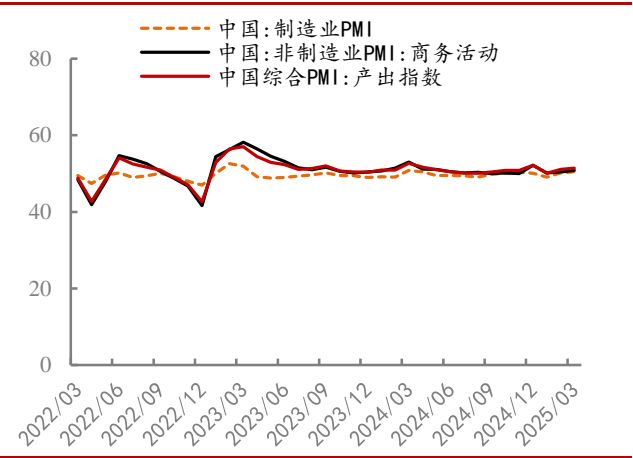
2 国内宏观形势分析

1.1 3 月 PMI 指数延续回升势头

2025 年 3 月 31 日，国家统计局公布的数据显示，中国 3 月官方制造业 PMI 50.5，预期 50.5，前值 50.2。中国 3 月非制造业 PMI 50.8，前值 50.4。中国 3 月综合 PMI 51.4，前值 51.1。

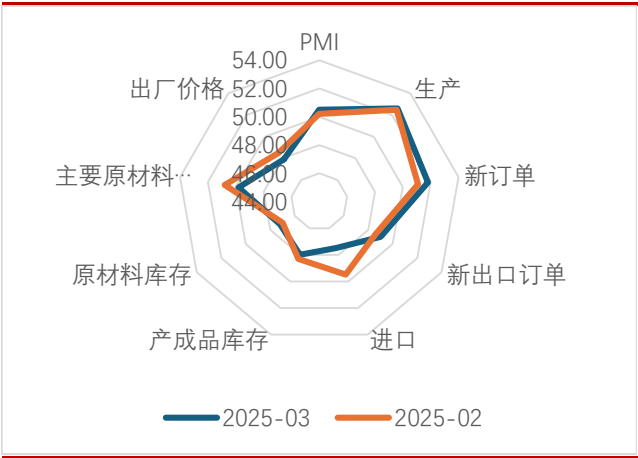
3 月制造业 PMI 指数延续了此前的回升态势，反映出国内制造业维持较高景气水平。主要原因包括：首先，春节因素的全面消退使得生产活动进一步恢复常态化。在过去 10 年（剔除疫情 3 年）中，3 月制造业 PMI 指数有 8 次上升，仅 2 次下降。其次，科技板块如 DeepSeek 和机器人等领域的火爆推动了 3 月战略性新兴产业景气度（EPMI）的显著提升，进而对整体制造业 PMI 指数产生了积极的拉动作用。此外，“两会”政府工作报告释放出积极的稳增长信号，前期一系列增量政策在促消费、稳投资方面仍具有一定的延续效应。

图表 7、中国:制造业 PMI



资料来源：Wind、国贸期货研究院

图表 8、PMI 指数分项指标



资料来源：Wind、国贸期货研究院

展望未来，一方面，外需所面临的关税战压力将开始显现。一般来说，从接到海外订单

到报关出口通常存在约 2 个月的间隔期。因此，2 月起美国对我国输美商品连续大幅加征关税的影响，预计将在 4 月有较为明显的体现，可能导致市场需求和市场信心出现一定下行波动。另一方面，内需不足的问题仍有待进一步解决，尤其是春节后国内楼市量价均出现了回落的迹象，表明房地产市场止跌回稳基础仍不牢固。因此，4 月制造业 PMI 指数可能出现一定幅度的下行，甚至不排除再次降至荣枯平衡线附近的可能。这意味着后续宏观政策将加大逆周期调节力度，预计二季度降息降准的窗口将再度开启。

1.2 中国宣布对美国对等关税采取反制措施

针对美国的对等关税措施，中国采取了一系列有力的反制措施，主要包括以下几个方面：

关税反制

1) 加征关税：自 2025 年 4 月 10 日 12 时 01 分起，中国对原产于美国的所有进口商品在现行适用关税税率基础上加征 34% 关税。

2) 特定商品关税调整：此前，中国还对部分美国进口商品加征了不同比例的关税。例如，自 2025 年 2 月 10 日起，对煤炭、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。

出口管制

1) 稀土等关键物项管制：自 2025 年 4 月 4 日起，中国对钐、钇、铽、镱、镱、镱、铽、钇等 7 类中重稀土相关物项实施出口管制。

2) 对特定美国实体出口限制：商务部将 16 家存在可能危害中国国家安全和利益行为的美国实体列入出口管制管控名单，禁止对其出口两用物项。

不可靠实体清单

1) 列入不可靠实体清单：中国将斯凯迪奥公司等 11 家涉台军售美国企业列入不可靠实体清单，这些公司严重损害了中国的国家主权、安全和发展利益。

法律与合规措施

1) 世贸组织诉讼：中国在世贸组织就美国对华产品加征“对等关税”措施提起诉讼，敦促美方立即纠正错误做法。

2) 反倾销与产业调查：商务部对原产于美国、印度的进口相关医用 CT 球管发起反倾销立案调查，并对进口医用 CT 球管发起产业竞争力调查。

其他措施

1) 暂停部分美国企业资质：海关总署暂停了 6 家美国企业产品输华资质，涉及高粱、禽肉骨粉、禽肉产品等。

2) 市场监管与立案调查：市场监管总局对杜邦中国集团有限公司开展立案调查。

这些反制措施体现了中国在维护自身合法权益方面的坚定决心，同时也展现了中国在国际贸易中维护公平与规则的立场。

附:品种观点评价体系

观点评级	短期（1 个月以内）	中期（1-3 个月）	长期（3 个月以上）
强烈看多	上涨 15%以上	上涨 15%以上	上涨 15%以上
看多	上涨 5-15%	上涨 5-15%	上涨 5-15%
震荡	振幅-5%-5%	振幅-5%-5%	振幅-5%-5%
看空	下跌 5%-15%	下跌 5%-15%	下跌 5%-15%
强烈看空	下跌 15%以上	下跌 15%以上	下跌 15%以上

重要声明

分析师声明

本报告署名分析师具有中国期货业协会授予的期货投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告。分析师对信息来源的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和意见不会发生任何变化，本报告中的信息和意见仅供参考。

免责声明

国贸期货有限公司已取得期货投资咨询业务资格，投资咨询业务资格：证监许可【2012】31 号。

本报告由国贸期货有限公司撰写及发布。本报告中的信息均来源于公开资料或合规渠道，国贸期货力求准确、客观、公正，但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的交易建议。在任何情况下，国贸期货不承诺交易者一定获利，不与交易者分享交易收益，也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。交易者务必注意，其据此做出的任何交易决策与国贸期货无关。

本报告仅供特定客户作参考之用，国贸期货不会因接收人收到本报告而视其为国贸期货的当然客户。未经国贸期货书面授权，任何引用、转载以及向第三方传播的行为均构成对国贸期货的侵权。如欲引用或转载本报告，务必联络国贸期货并获得书面许可，并需注明出处为国贸期货，且不得对本报告进行有悖原意的引用或删改。如未经国贸期货授权，私自转载或者引用本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或引用者承担，国贸期货保留追究其法律责任的权利。

风险提示

期货市场具有潜在风险，交易者在进行期货交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险，建议交易者应当充分深入地了解期货市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告提供的全部分析及建议内容仅供参考，不构成对交易者的任何交易建议及入市依据，交易者应当自主做出期货交易决策，独立承担期货交易后果。

期市有风险，投资需谨慎