



关税战超预期升级的影响

摘要

美东时间4月2日周三美股盘后，美国总统特朗普在白宫签署两项关于所谓“对等关税”的行政令，宣布美国对贸易伙伴设立10%的“最低基准关税”，并对某些贸易伙伴征收更高关税。特朗普政府的关税政策大大超出市场预期。

我们认为特朗普政府发动关税战主要有打造个人政治遗产、作为谈判工具、吸引制造业回流以及政府创收这4个意图。综合来看，关税可能既是手段，也是目的。未来特朗普政府的关税战政策可能并不会明显回退，只会越演越烈。

特朗普的关税战有很大可能将使美国经济陷入滞胀的境地，而美联储政策也将陷入两难境地。关税战及其升级风险将削弱美国经济增长潜力，压制美元资产价格，美股、美债均存在下行风险。对大宗商品价格方面，关税战及其升级预期中长期利多黄金、利空能化类、利多有色金属类。关税战短线压制A股风险偏好，但利空兑现之后反而会为A股的买入时机。短线避险情绪推升国债期货价格，但央行短期降息可能性下降，国债期货预计仍保持震荡筑底的走势。

（仅供参考，不构成任何投资建议）

姓名：龙奥明

宝城期货投资咨询部

从业资格证号：F3035632

投资咨询证号：Z0014648

电话：0571-87006873

邮箱：longaoming@bcqhgs.com

时间：2025年4月3日

作者声明：本人具有中国期货业协会授予的期货从业资格证书，期货投资咨询资格证书，本人承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

正文目录

1 特朗普政府所谓“对等关税”的具体内容.....	4
2 特朗普关税政策的战略意图及动机.....	5
2.1 历史上美国发动关税战的回顾.....	5
2.2 特朗普政府发动关税战的意图和动机.....	6
3 关税战将导致的结果及对大类资产价格的影响.....	7
3.1 关税战可能导致美国陷入滞胀.....	7
3.2 关税战对大类资产价格的影响.....	8
4 总结	9

图表目录

图 1 特朗普所谓“对等关税”对主要经济体加征关税的表格	4
图 2 特朗普关税战预期下美国通胀上行预期升温	7
图 3 特朗普上台概率上升以来美国消费者预期指数持续下降	8

美东时间 4 月 2 日周三美股盘后，美国总统特朗普在白宫签署两项关于所谓“对等关税”的行政令，宣布美国对贸易伙伴设立 10% 的“最低基准关税”，并对某些贸易伙伴征收更高关税。特朗普政府的关税政策大大超出市场预期，消息公布后美股指期货均大幅跳水，反映出投资者对关税战升级带来的恐慌情绪。

1 特朗普政府所谓“对等关税”的具体内容

根据美国政府的声明，特朗普政府所谓“对等关税”的具体内容包括以下两方面：

一方面，特朗普将对所有国家征收 10% 的“基准关税”，该关税将于美国东部时间 4 月 5 日凌晨 0 时 01 分生效。

另一方面，特朗普将对美国贸易逆差最大的国家征收个性化的更高“对等关税”，该关税将于美国东部时间 4 月 9 日凌晨 0 时 01 分生效，所有其他国家将继续遵守原有的 10% 关税基准。

图 1 特朗普所谓“对等关税”对主要经济体加征关税的表格

针对国别	加征关税
中国	34%
欧盟	20%
日本	24%
韩国	25%
印度	26%
英国、澳大利亚、巴西、沙特、阿联酋、科威特	10%
印尼	32%
泰国	36%
越南	46%
柬埔寨	49%

数据来源：iFinD、宝城期货金融研究所

根据白宫的声明表示，一些商品将不受“对等关税”的约束，其中包括已经受第 232 条关税约束的钢铝制品、汽车和汽车零部件、可能受未来第 232 条关税约束的商品以及美国没有的能源和其他某些矿物。此外，金条、铜、药品、半导体和木材制品也不受“对等关税”的约束。

声明还表示，对于加拿大和墨西哥，符合《美墨加贸易协定》（USMCA）的商品将继续获得关税豁免。加拿大和墨西哥将暂时免除 10% 的基准关税以及针对特定国家的对等关税。

2 特朗普关税政策的战略意图及动机

2.1 历史上美国发动关税战的回顾

首先我们来回顾一下美国发动的迄今为止人类历史上影响最为深远的关税战，造成全球经济大萧条以及随后的第二次世界大战。

第一次世界大战结束时，美国没有伤到元气，相反美国的制造业正在突飞猛进的发展。与此同时各国恢复金本位，生产力更好的国家获得更多的黄金流入，美国获得了大量来自欧洲的“热金”。黄金的流入促使相应的美元升值，为了平衡汇率，美国采用低利率，各种金融创新层出不穷。但是宽松货币政策下的资金仍然没有流向实体经济，当时 80% 的美国人没有一分钱存款，并且拿着银行的便宜贷款去消费，买车，投资楼市、股市及其他生意，资产泡沫快速吹大。

美联储已经意识到美国经济可能过热，存在着泡沫。为了控制泡沫的增大，美联储于 1928 年加息。加息的实际上人为的刺破了泡沫，但是由于经济体系的复杂性，使得美联储并没有得到预期的结果楼市和股市都不能再创造增值，而美国又没有好的创新产业值得投入，黄金开始快速流出美国。为了阻止黄金的流出，美联储又进行了两次加息，黄金流出的局面没有缓解，通缩却加剧了，更多企业因为债务到期而破产，黄金加速了流出。高杠杆下的炒房、炒股泡沫破裂，造成银行大量坏账，并引发了挤兑。

为了保护本国企业，1930 年 6 月 17 日美国国会通过了《斯姆特-霍利关税法》将 20000 多种的进口商品关税提升到历史最高水平，将进口平均关税提高到 47%。贸易战打响了第一枪。在该法案通过之后，许多国家（特别是当时经济规模位于前列的欧洲各国）对美国采取了报复性关税措施，使美国的进口额和出口额都骤降 50% 以上。斯姆特-霍利法案是导致美欧之间贸易规模从 1929 年的历史高位急遽衰退到 1932 年历史低位的催化剂，这次衰退伴随着的是大萧条的开始。斯姆特-霍利法通过之时的 1930 年，美国的失业率为 7.8%，而到 1931 年，骤升至 16.3%，并一路走高，1932 年达到 24.9%，1933 年达到 25.1%。

对世界其他国家而言，不反击则意味着美国独占好处，甚至变本加厉，反击则陷入囚徒困境，进入双输的境地。从博弈论的角度来看，最好的结果应该是双方均不打贸易战，这也是二战后关税及贸易总协定（WTO 前身）诞生的原因。若无法做到这一点，从个体理性的角度来看，那必然是要进行反击的，即使“双输”也好过自己“单输”。除非在非关税领域，对抗的成本高于“单输”的后果，比如上个世纪 60-80 年代美国连续对日本的纺织、汽车、半导体领域发动关税战，日本均未采取强烈对抗的态度，这是因为在安保方面日本对美国有较强的依赖。

以史为鉴，对两个主权独立国家而言，关税战最终没有赢家。由于美国本次贸易战的针对范围广泛，目前中国、加拿大、欧洲已经表现出反制的态度，

特别是美俄谈判之后欧洲自主化的意愿在上升，美欧的战略互信降至低点。美国财政部长贝森特 4 月 2 日接受福克斯新闻采访时表示，建议各国不要对关税进行报复，因为关税会升级。从所在国角度来看，这是特朗普政府的霸凌行为，是赤裸裸的威胁。实际上这种威胁在很多独立主权国家眼中并不具有效果，因为美国市场虽然重要，但并非不可或缺，而投降的后果只会令美国变本加厉。

2.2 特朗普政府发动关税战的意图和动机

在明知道关税战只会激起全球经济体对等反制最终“双输”的情况下，特朗普政府为什么还是执着于发动关税战呢？其有什么战略意图的考虑吗？

第一，特朗普希望打造个人政治遗产。特朗普利用 MAGA 口号上台，其选民基础是铁锈带的失落美国人以及传统白人主义者。造成这种局面的不是全球化，不是中国，而是美国跨国资本在全球攫取利益之后没有很好地在美国国内分配，富了美国的华尔街金融资本，苦了普通美国百姓。但是美国没有资本与劳动者的阶级叙事基础，只能诉诸于身份政治，以及外部敌人叙事，这也是特朗普必须去迎合的民意需求。回到特朗普自身，特朗普及其家族在拜登任期遭遇的清算令其不得不考虑这次总统卸任后的保障问题，其必须打造属于自身的政治遗产，且必须在 2026 年中期选举之前达成。所以我们可以发现本次特朗普施政的急切，无论是火速摆脱俄乌冲突，还是持续升级的关税战，本质上都是特朗普打造个人政治遗产的一部分。

第二，将关税作为谈判筹码。特朗普作为一个商人，多次强调交易的艺术，即在极限施压的情况下获得较好的谈判结果。因此关税是他凭空制造的一张牌，可以在外交、经济等领域和他国进行谈判，以获得谈判优势。比如美国对加拿大、墨西哥的关税都添加了豁免条款。再比如美国对欧洲、日韩的关税未尝不是特朗普政府希望在军事、外交等其他领域获得谈判优势的筹码，特朗普一直强调其盟友应该提高国防预算开支以降低美国海外驻军成本。

第三，制造关税壁垒吸引制造业回流。美国制造业的衰落是多方因素的共同结果，主因是全球生产要素比较的结果，当然美国经济自由化也对制造业空心化起到了推波助澜的作用。美国的制造业成本过高，经过长期的产业外流，美国本土产业链难以形成聚合效应，要吸引制造业回流具有较高难度，因此特朗普希望利用关税壁垒来增加美国本土商品的竞争力，达到吸引制造业回流的目的。另外我们注意到特朗普的“对等关税”名单中对越南、老挝、柬埔寨等东南亚制造业增长迅猛的国家均征收了超预期的高额关税，而对墨西哥则采取关税豁免的态度。这种反差正说明了特朗普将墨西哥作为再造美国本土制造业的一环，相对较拜登的“友岸外包”政策，其政策举措更相当于“近岸外包”。先将制造业产业链吸引到墨西哥，然后利用地理优势，发展美国本土制造业。

第四，加征关税来增加政府财政收入。目前美国政府债务规模已经突破 36 万亿美元，美国财政捉襟见肘。要解决这个问题，无非开源节流四个字。节流

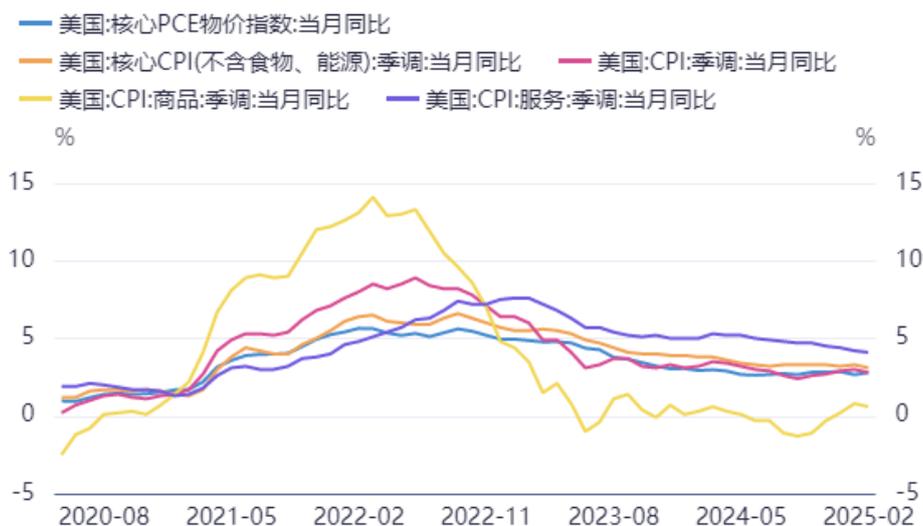
方面，特朗普上台之初就高调成立由马斯克领衔的 DOGE，对联邦政府开支大刀阔斧，但是实际收效甚微，DOGE 遭受的内部压力以及外部压力剧增。短短不到三个月时间，马斯克就已经心生悔意，意图辞去 DOGE 负责人职务，DOGE 削减开支也难以触及社保、国防等深层，节流方面难有突破。再看开源方面，特朗普打算对内减税，对外加税，但是此前的关税规模实在难以匹敌美国国内的个税规模。因此要想落实特朗普的施政方案和承诺，特朗普政府必须提升财政收入，而关税是美国总统为数不多的几个能够快速创收的工具。从这个角度上说，关税可能不仅是手段，也是目的。未来特朗普政府的关税战政策可能并不会明显回退，只会越演越烈。

3 关税战将导致的结果及对大类资产价格的影响

3.1 关税战可能导致美国陷入滞胀

与 1929 年相比，美国的制造业份额已不再全球领先，特别是在与民众日常生活息息相关的低端制造业方面，当前美国并不具备 1929 年时那样充足的产能供给。当关税战全面爆发并持续升级之后，美国本土难以用同等价格替代进口商品，这只会导致商品价格飙涨，最终由美国消费者买单。从微观的角度看，加征关税后，海外企业可以选择提价出口美国，这样将造成商品更高的价格，企业也可以选择不提价但是不再出口美国，这样会造成美国商品供给紧张，这主要取决于该企业生产商品的利润率。因此理论上关税成本其他国家和地区的生产者与美国消费者共同承担，但是由于美国在生产端不占优势，供给冲击下美国商品通胀上升的预期较为明确。

图 2 特朗普关税战预期下美国通胀上行预期升温



数据来源：iFinD、宝城期货金融研究所

从宏观的角度将，关税本质上是政府增加税收，企业与消费者承担成本，其效果等同于财政紧缩。这将导致货币从美国私人部门回笼至政府部门。一旦通胀上升，美国消费者面临更多的成本支出，私人部门的投资和消费将受到抑制，进而对美国经济的总需求产生负面影响。

美国世界大型企业研究会数据显示，反映短期收入前景、商业和就业市场环境的消费者预期指数降至 65.2，为 12 年来最低水平。消费者预期指数降至 80 之下通常是经济将出现衰退的信号。

图 3 特朗普上台概率上升以来美国消费者预期指数持续下降



数据来源：iFinD、宝城期货金融研究所

特朗普的关税战将导致美国通胀上升，随后的连锁效应包括就业减少、投资下降。这种现象属于典型的供给侧冲击，令美联储的处境陷入两难。一方面，美联储需要维持紧缩的货币环境来抑制高通胀；另一方面，美联储需要保持流动性宽松来减缓经济下行压力。因此美联储的选择将决定未来美元的强弱，从历史经验以及目前的美联储表态来看，美联储对通胀上升的担忧在上升，未来美联储货币政策更加偏向鹰派，美联储只能选择等待观望，短期内或难以降息。当然，如果美国爆发系统性风险，经济状况极为疲弱，美联储也将迅速转为宽松政策，以挽救经济以及金融资产价格。美联储难以降息意味着“美联储看跌期权”缺失，这将进一步加大美国经济下行风险。

3.2 关税战对大类资产价格的影响

美股：特朗普关税战大大提升了美国经济滞胀风险，打击美国消费者和企业的信心。另外，关税战及其升级的担忧还会打击全球经济增长前景，破坏全球产业链分工合作。美股的科技七姐妹均是受益于全球化分工的跨国企业，其

更容易受到全球经济增长风险的影响，因此美科技股遭到资金抛售，股价面临下行风险。

美债：曾经美债是全球避险资产的首选，但是随着美国经济、军事等综合国力的衰落，美国财政赤字高企，加上俄乌冲突后美国冻结俄罗斯美元资产的行为破坏了美元资产的信誉，去美元化浪潮持续升温，美债的海外主要配置国转而多元化其资产配置。在美国经济陷入滞胀风险的情况下，短期美联储难以降息，美债也将面临下行压力。

大宗商品：对美元定价的大宗商品而言，关税战的影响各有不同。美元走弱以及去美元化浪潮的趋势逐渐形成，黄金作为避险资产和抗通胀的属性将大放异彩，中长线来看黄金仍将保持上行趋势。关税战及其升级风险将带来全球经济总需求下行的担忧。在这种情况下，能化类大宗商品价格将受到负面冲击。而在美国加征进口关税的背景下，有色金属类大宗商品价格将保持高位震荡运行。

A 股：美国关税战对中国的出口方面不可避免产生负面影响，为了对冲外需下降对经济的冲击，今年两会就提出要提振消费、扶持科技，以扩大内部需求为主要抓手。短期内海外压力越大，国内落实政策利好的力度就越强，市场蓄势反弹的动能也将越强。因此，关税战的利空兑现之后，A 股将获得较好的买入时机。短线上，市场风险偏好整体走弱，风险偏好传导下 A 股短线倾向于回调，但是下行压力预计明显小于美股。

国债：为了支持国内宏观经济平稳运行，央行将保持适度宽松的货币政策。特朗普的关税战令美联储货币政策不确定性显著上升。短期内国内宏观经济保持复苏，海外美联储短期内降息可能性下降，因此国内短期降息的必要性有所下降。总的来说，国债期货将保持震荡筑底的走势。短线上，避险情绪升温，推动国债期货价格小幅上涨。

4 总结

美东时间 4 月 2 日周三美股盘后，美国总统特朗普在白宫签署两项关于所谓“对等关税”的行政令，宣布美国对贸易伙伴设立 10% 的“最低基准关税”，并对某些贸易伙伴征收更高关税。特朗普政府的关税政策大大超出市场预期。

我们认为特朗普政府发动关税战主要有打造个人政治遗产、作为谈判工具、吸引制造业回流以及政府创收这 4 个意图。综合来看，关税可能既是手段，也是目的。未来特朗普政府的关税战政策可能并不会明显回退，只会越演越烈。

特朗普的关税战有很大可能将使美国经济陷入滞胀的境地，而美联储政策也将陷入两难境地。关税战及其升级风险将削弱美国经济增长潜力，压制美元资产价格，美股、美债均存在下行风险。对大宗商品价格方面，关税战及其升级预期中长期利多黄金、利空能化类、利多有色金属类。关税战短线压制 A 股

风险偏好，但利空兑现之后反而会 A 股的买入时机。短线避险情绪推升国债期货价格，但央行短期降息可能性下降，国债期货预计仍保持震荡筑底的走势。

（仅供参考，不构成任何投资建议）

获取每日期货观点推送

服务国家
知行合一

走向世界
专业敬业



诚信至上
严谨管理

合规经营
开拓进取

扫码关注宝城期货官方微信·期货咨询尽在掌握

免责条款

除非另有说明，宝城期货有限责任公司（以下简称“宝城期货”）拥有本报告的版权。未经宝城期货事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以其他方式发送、传播或复印本报告的全部或部分内容。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户投资建议。宝城期货认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是宝城期货在最初发表本报告日期当日的判断，宝城期货可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但宝城期货没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。宝城期货不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

宝城期货建议客户独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

宝城期货版权所有并保留一切权利。