

关税扰动下的变局与资产机会

永安期货研究中心 凌晓慧
2025年4月

Contents

目录

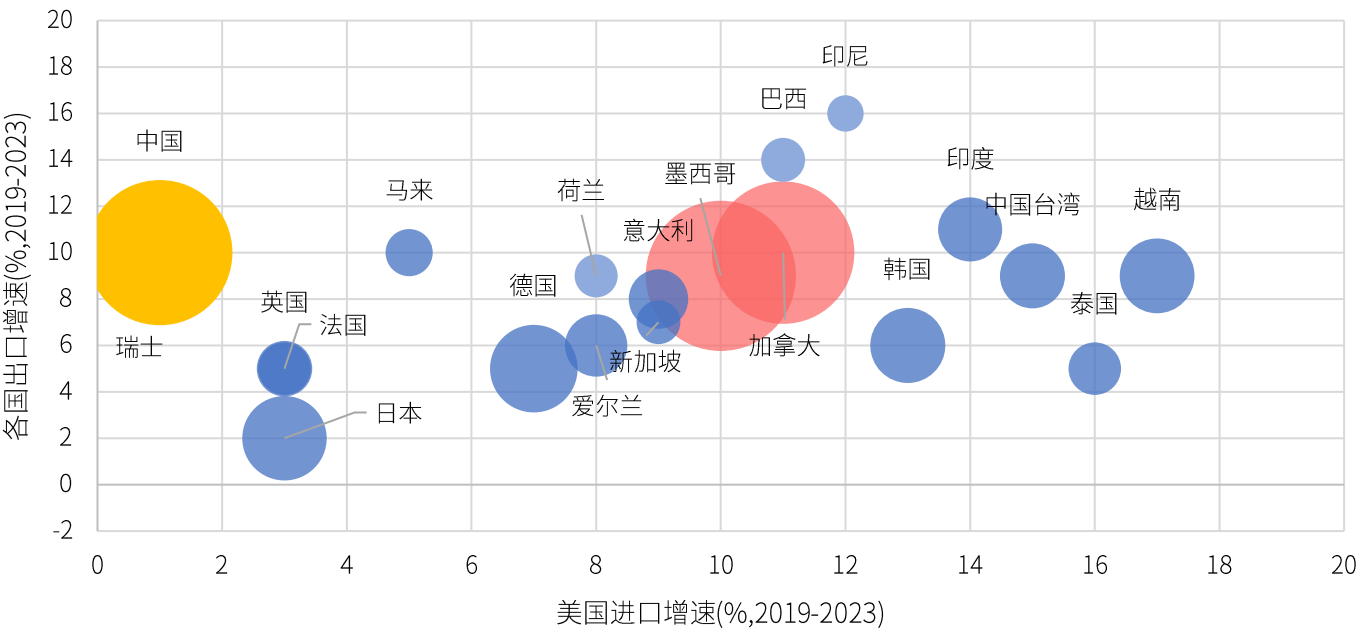
- 01 美国关税政策分析
- 02 对国内宏观的冲击和应对
- 03 对资产的影响

01 美国关税政策分析

美国进口结构

- 美国是世界最大进口国，2024年进口总额达3.36万亿美元，同比增长6%。然而，贸易逆差大幅扩大，增长了17%，达1335亿美元。
- 分国别来看，**墨西哥是第一大来源国**，占美国进口总额的15.2%，**中国仍是美国的主要进口伙伴，排第二，占13.8%，加拿大占12.6%**。此外，欧盟占18.39%，东南亚重要性增加，占美国进口的10.87%。
- 核反应堆和机械进口量排第一，占进口总额的15.81%，电气机械排第二，占14.46%，汽车行业仍然是美国进口的重要驱动，在美国进口排第三，占市场份额的11.65%，进口商品结构反映了美国对海外制造设备和技术依赖。

美国从各国进口量(气泡大小)和进口增速



美国进口占比

商品类别	进口额(亿美元)	占比
核反应堆和机械	5311.5	15.9%
电气机械和设备	4858.8	14.5%
车辆	3914.6	11.7%
矿物燃料和矿物油	2511.2	7.5%
药品	2126.6	6.3%
未列明的商品	1279.8	3.8%
光学、医疗或外科器械	1240	3.7%
珍贵宝石及贵金属	896.9	2.7%
塑料及其制品	782.3	2.3%
家具；床上用品和床垫	726.3	2.2%
合计	23648	70.6%

关税带来的收入测算

- 根据美国海关统计，2024年进口商品带来关税收入880亿美元。
- Tax Foundation测算了**未来10年关税**带来的收入的一般情况、模拟对经济负反馈、模拟外国反制三种情景。10% 的普遍关税将筹集 2.2 万亿美元（占 GDP 的 0.6%），15% 的普遍关税将筹集 2.9 万亿美元（占 GDP 的 0.8%），20% 的普遍关税将筹集 3.4 万亿美元（占 GDP 的 0.9%）。使用一般均衡模型来模拟关税对经济的影响后，估计 10% 的普遍关税将使 GDP 减少 0.4%，15% 的普遍关税将使 GDP 减少 0.6%，而 20% 的普遍关税将使 GDP 减少 0.8%。

表 关税带来的财政收入测算

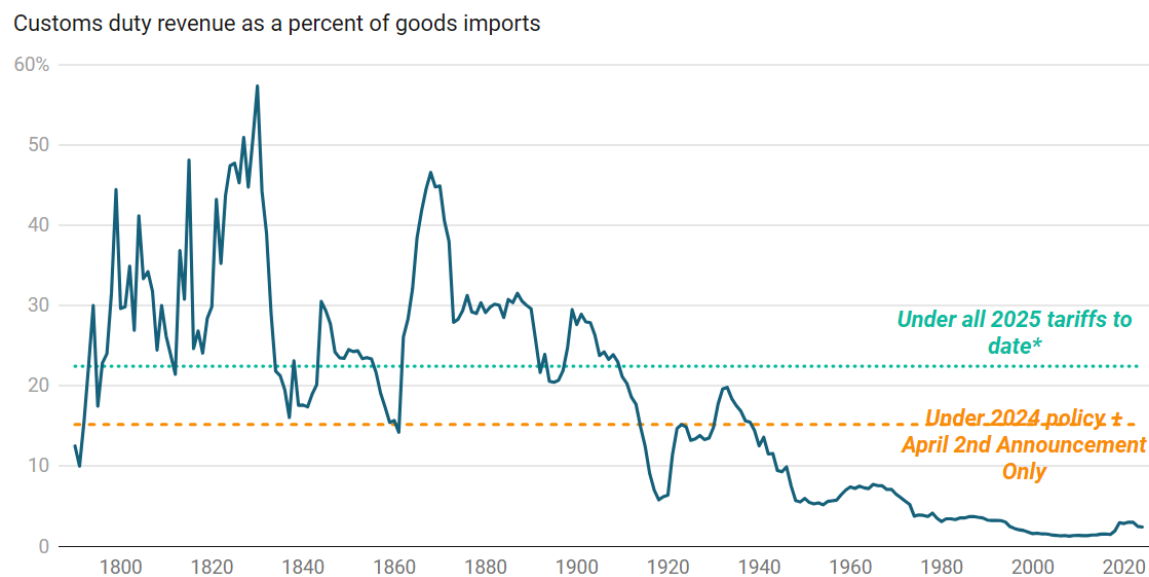
通用关税	GDP影响	常规收入(万亿美元)	考虑经济负反馈的收入(万亿美元)	考虑外国关税反制收入(万亿美元)
10%	-0.40%	2.17	1.72	1.44
15%	-0.60%	2.90	2.24	1.84
20%	-0.80%	3.40	2.56	2.04

资料来源：Tax Foundation、永安期货研究中心

谁承担关税成本

- 无论是新、旧关税计划，美国综合进口税率均预计达到20%以上。参考过去的研究，长期看关税的承担方基本是美国公司与美国消费者。
- 其中美国本土制造业公司竞争力会增加，部分产品会选择涨价，涨价幅度与关税幅度接近。

图 海关关税收入占货物进口额百分比

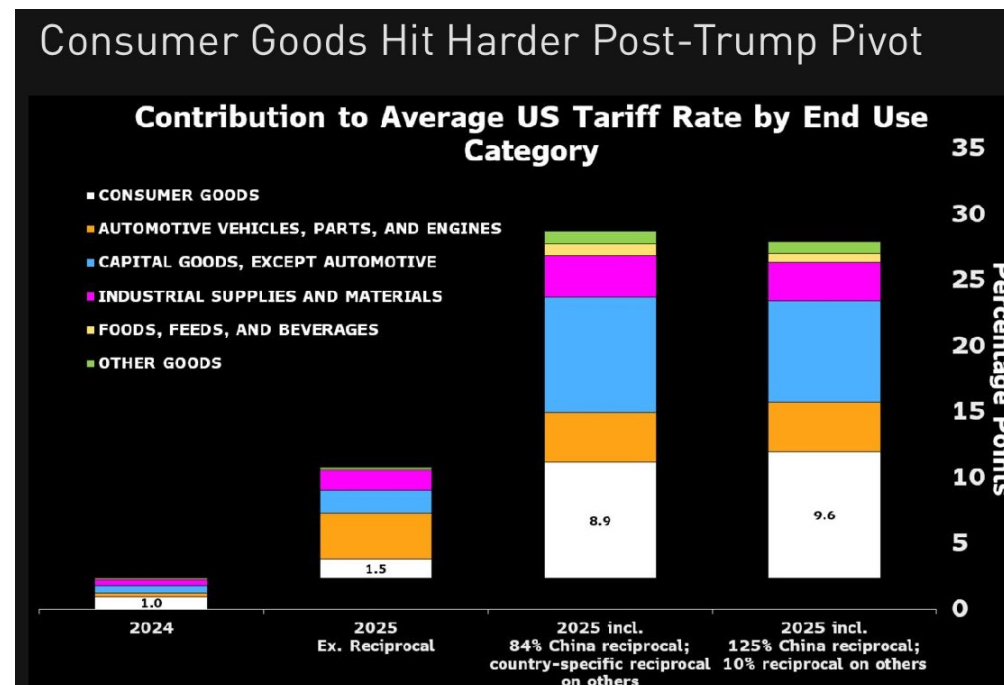


* Through April 2.

Chart: The Budget Lab • Source: Historical Statistics of the United States Ea424-434, Monthly Treasury Statement, Bureau of Economic Analysis, The Budget Lab analysis. • Created with [Datawrapper](#)

资料来源：耶鲁大学、Bloomberg、永安期货研究中心

图 消费品在关税战后受到冲击

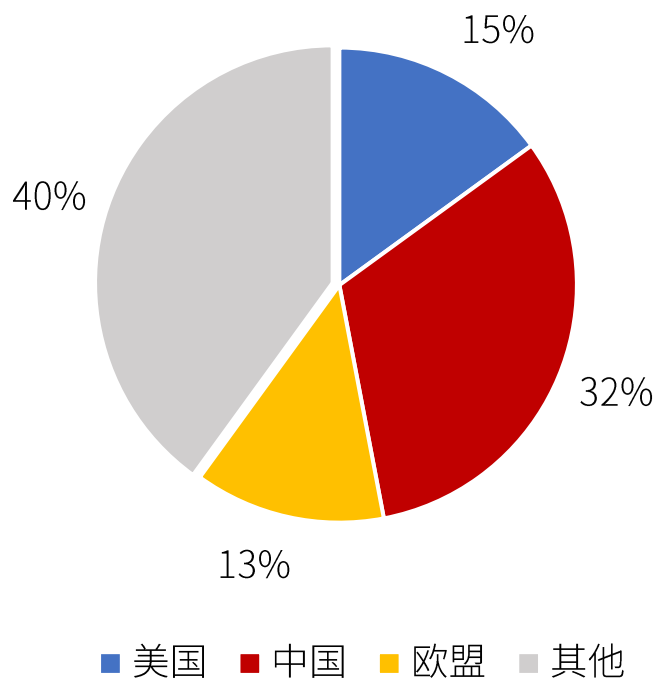


资料来源：耶鲁大学、Bloomberg、永安期货研究中心

过往的消费-生产关系

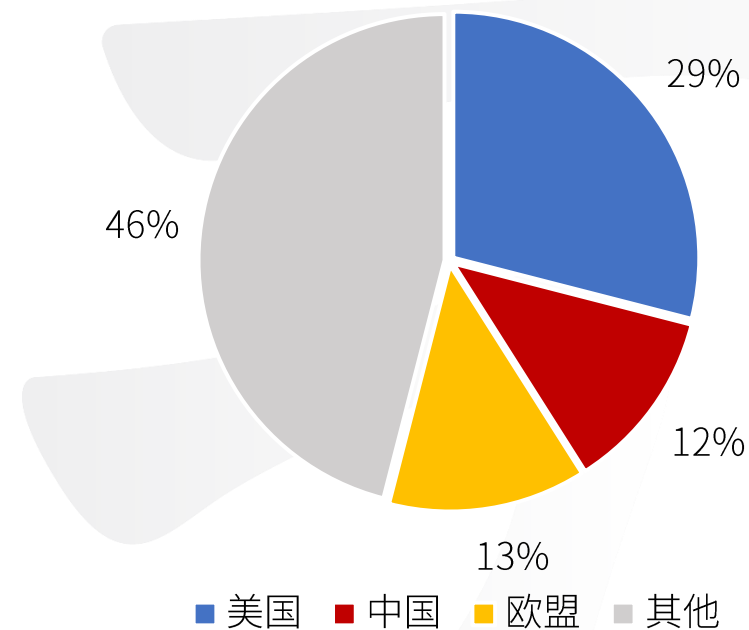
■ 从全球供需结构看，美国是最大的“净消费国”，而中国是最大的“净生产国”，欧洲供需相对平衡。

图 全球制造业份额



资料来源：Wind、彭博、永安期货研究中心

图 全球消费份额

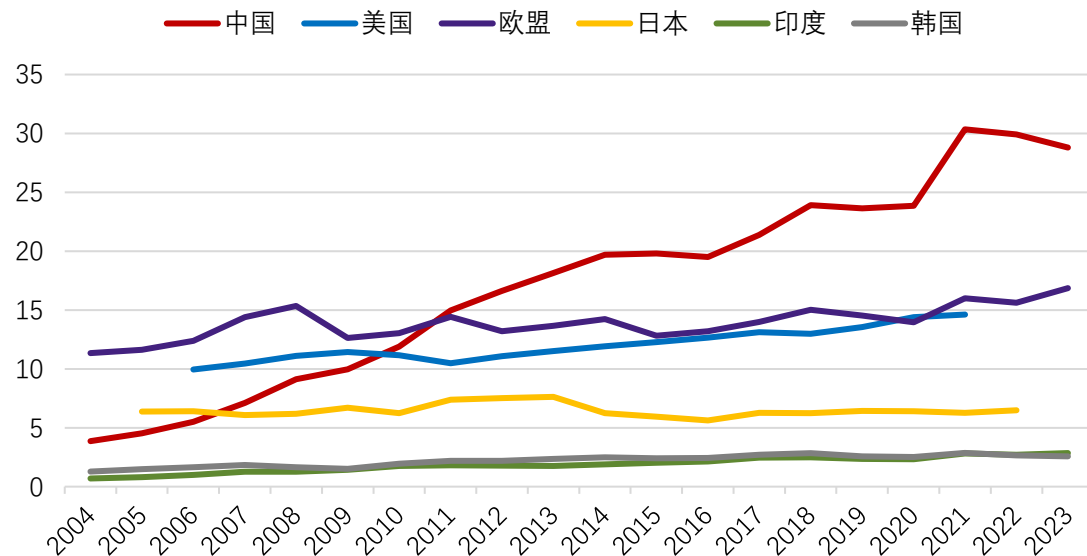


资料来源：Wind、彭博、永安期货研究中心

过往的消费-生产关系

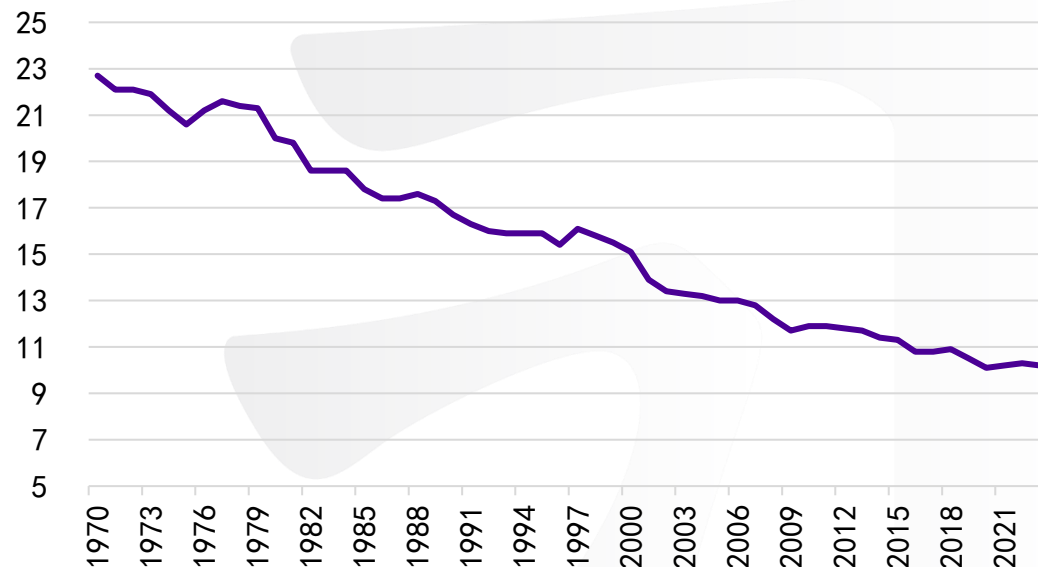
- 过去的全球化分工中，跨国企业借助劳动力、土地等成本优势，将生产放在发展中国家、税收则安排在离岸、消费则通过出口等方式进入发达国家。
- 对应美国制造业空心化，保留中高端制造业，并严重依赖海外供应链缺乏上下游配套。

图 各国占全球制造业增加值比重（单位：%）



资料来源：世界银行、永安期货研究中心

图 美国制造业占GDP比重（单位：%）



资料来源：Wind、永安期货研究中心

以铜为例-美国进口格局的典型范式

美国铜产业链展现出了部分错配的特征，尽管美国拥有丰富的铜矿资源，但冶炼与加工能力相对不足，长期形成出口铜精矿、进口精铜及铜制品的贸易模式。

	2020	2021	2022	2023	2024e
矿山产量（铜含量）	1200	1230	1230	1130	1100
精炼产量					
—来自矿	872	922	930	843	850
—来自废铜	43	49	40	39	40
旧废铜产量	161	169	152	150	150
进口					
—矿石及精矿	2	11	12	3	2
—精炼铜	676	919	732	771	810
出口					
—矿石及精矿	383	344	351	339	320
—精炼铜	41	48	27	33	30
消费					
—精炼铜	1680	1750	1720	1570	1600
—表观（原生精炼+废铜冶炼）	1660	1960	1860	1690	1800
					(单位：千吨)

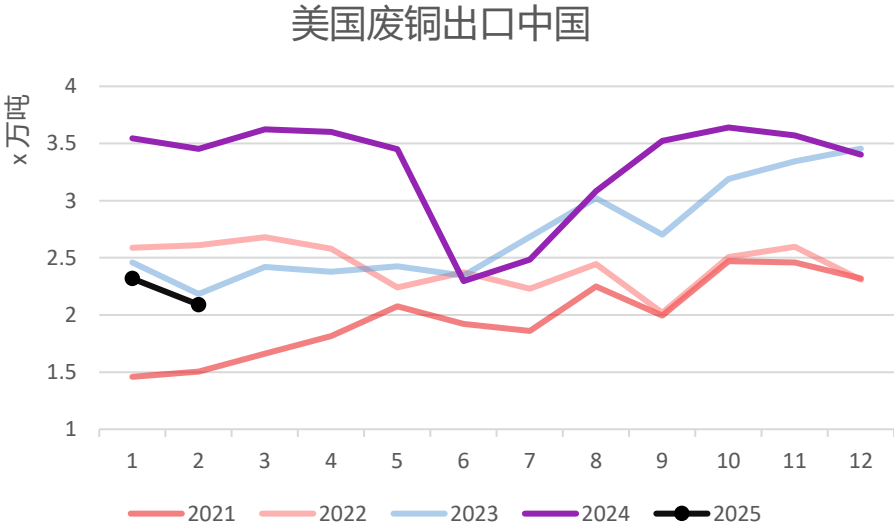
资料来源：美国海关、永安期货研究中心

中美铜贸易主要集中在废铜和铜材贸易

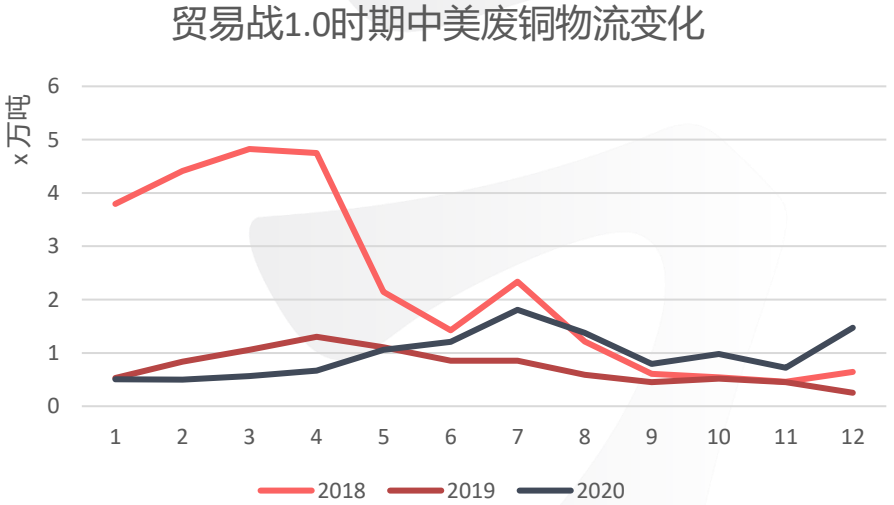


从铜平衡表来看，中国与美国铜贸易往来主要集中在废铜及铜材贸易上。2024年中国出口铜材82.82万吨，其中对美国出口3万吨，占比总铜材出口量级的3.62%；中国进口废铜224.9万吨，其中自美国进口43.9万吨，占比总废铜进口量级的19.52%。

进口	2024国内总消费量	国内总进口量	来自美国的进口量	美国进口占总消费的比例	美国进口占总进口的比例	单位
电解铜	1206	374	0	0.00%	0.00%	万吨
铜精矿	913	844.8	13.8	1.51%	1.63%	万吨(金属吨)
废铜	560	224.9	43.9	7.84%	19.52%	万吨
出口	2024国内总消费量	国内总出口量	去往美国的出口量	出口美国占总消费的比例	出口美国占总出口的比例	
铜材	1280	82.82	3	0.23%	3.62%	万吨



资料来源：美国海关、永安期货研究中心



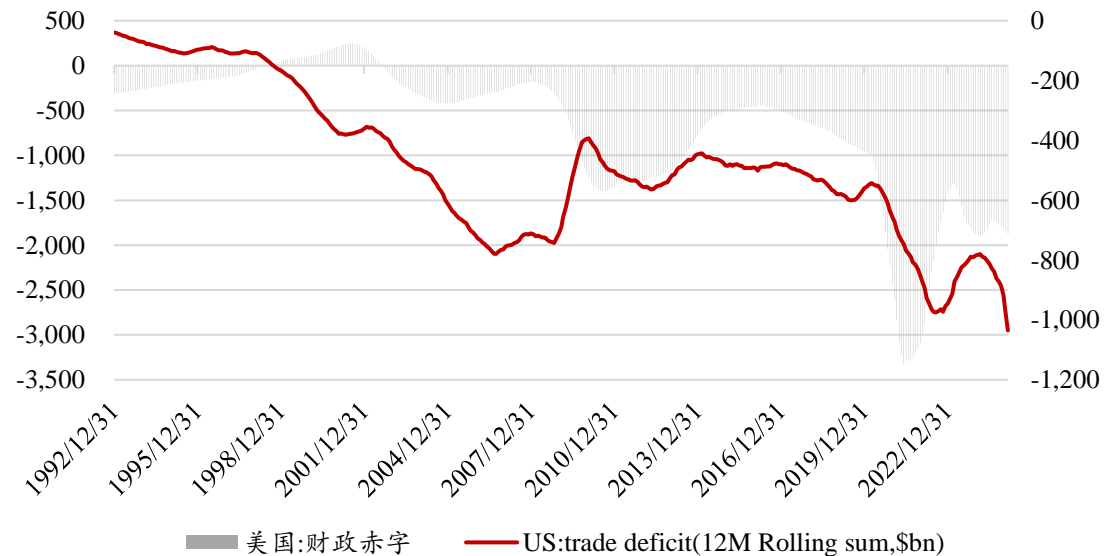
资料来源：美国海关、永安期货研究中心



永安期货
YONGAN FUTURES

- 图 美联储对美元循环的分析
-
- ```
graph TD; GM[Global Manufacturing] -- blue --> UM[US Manufacturing]; UM -- blue --> CP[Commodity Prices]; CP -- blue --> WT[World Trade]; WT -- blue --> USD[US Dollar]; USD -- blue --> GM; GM -- red --> D1[]; UM -- red --> D2[]; CP -- red --> D3[]; WT -- blue --> USD; D1 -- blue --> D2; D2 -- blue --> D3; D3 -- blue --> D1;
```

### 图 美国财政和贸易赤字



资料来源：Bloomberg、永安期货研究中心

# 关税对美国经济预期影响

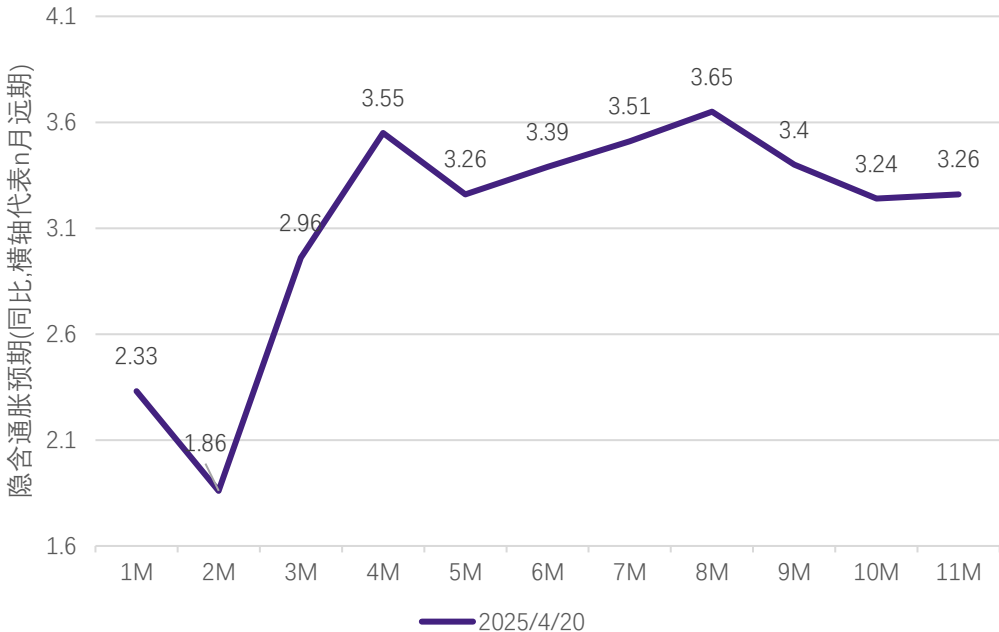
- 税收支出增加之下，企业利润率预计下滑、居民可用于商品消费的真实收入受到侵蚀。后续博弈：企业如果要保证利润率，就要选择涨价将成本传递给居民、或者削减非税成本（如人力成本），分别对应通胀上行、居民就业减少。对居民而言，真实收入受到侵蚀后，可以选择与企业谈判增加收入，或降低税收商品消费。
- 从机构预期来看，由于政策扰动影响，对未来增速已经开始调低。**总的来看，美国GDP增速预期走弱、通胀预期增加，滞胀叙事开始流行。**

图 彭博下调对美国GDP增速预期（单位：%）

| 美国                  |  | 浏览       | 实际 GDP (同比%) |         | 年度   | 季度 |
|---------------------|--|----------|--------------|---------|------|----|
| 2024 实际             |  |          | 2.8          | 2024 预测 | 2.8  |    |
|                     |  |          | 2025         | 2026    | 2027 |    |
| 中值                  |  |          | 1.8          | 1.9     | 2.0  |    |
| 平均                  |  |          | 1.8          | 1.8     | 2.0  |    |
| 彭博加权平均              |  |          | 1.7          | 1.8     | 2.0  |    |
| 最高                  |  |          | 3.0          | 3.0     | 3.1  |    |
| 最低                  |  |          | 1.0          | 0.6     | 1.5  |    |
| 回复数                 |  |          | 72           | 70      | 34   |    |
| 3月调查                |  |          | 2.0          | 1.9     | 2.0  |    |
| 2月调查                |  |          | 2.3          | 2.0     | 2.0  |    |
| 外来资讯 (72)           |  | 截至       | 2025         | 2026    | 2027 |    |
| Commerzbank         |  | 04/11/25 | 1.7          | 1.9     |      |    |
| Standard Chartered  |  | 04/11/25 | 1.8          | 2.1     | 1.9  |    |
| Wells Fargo         |  | 04/09/25 | 1.3          | 1.5     |      |    |
| Credit Agricole CIB |  | 04/08/25 | 1.7          | 2.2     |      |    |
| Julius Baer         |  | 04/08/25 | 1.6          | 2.0     |      |    |
| Citigroup           |  | 04/07/25 | 1.0          | 1.2     | 1.8  |    |
| Fitch Ratings       |  | 04/07/25 | 1.7          | 1.5     |      |    |
| Scope Ratings       |  | 04/07/25 | 1.1          | 1.9     |      |    |
| ABN Amro            |  | 04/04/25 | 1.4          | 0.6     |      |    |
| Barclays            |  | 04/04/25 | 1.1          | 0.6     |      |    |

资料来源：Bloomberg、永安期货研究中心

图 美国隐含通胀预期



资料来源：美联储、Bloomberg、永安期货研究中心

# 滞胀、衰退叙事与美股下跌的反身性

- 从近期市场的反应看，尽管滞胀预期流行，对“经济停滞”的担忧显著超过对“通胀上行”的恐惧，引发风险资产大幅调整。
- 24年底美国居民持有的金融资产中股票资产占比达到43.5%、高收入群体（20%）在居民消费中的比例超过40%——任何美股的大幅调整，都会加重经济走弱的预期，并切实影响美国消费增速。



资料来源：美联储、永安期货研究中心

# 走弱预期先行，数据小幅放缓

- 从最新的劳动力市场数据、通胀数据来看依然是软着陆剧本——经济小幅放缓（花旗经济意外指数下行）、通胀回落至2.4%。
- 但核心问题在于，数据都是“关税影响前”的经济数据。美国经济要借助关税做结构性改革，“阵痛期”要等二季度数据验证。

图 美国GDP增速和经济活动预期指数同比（单位：%）



资料来源：Wind、Bloomberg、永安期货研究中心

图 花旗经济意外指数

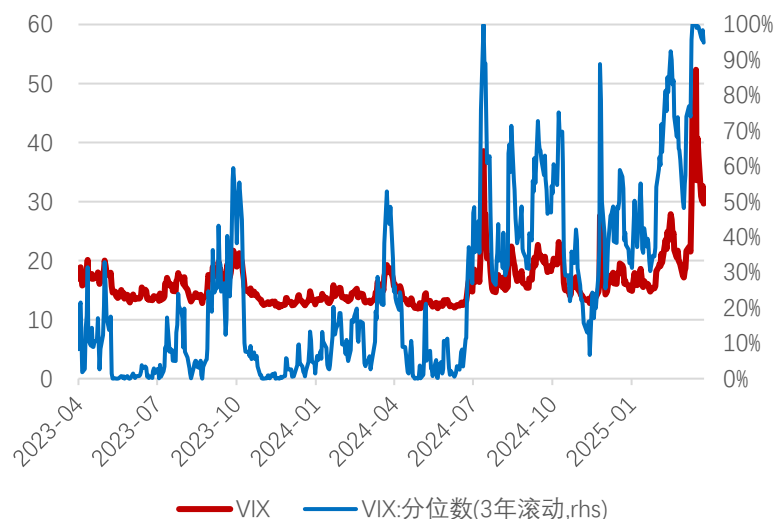


资料来源：Wind、Bloomberg、永安期货研究中心

# 资产端波动放大，负债端流动性稳定

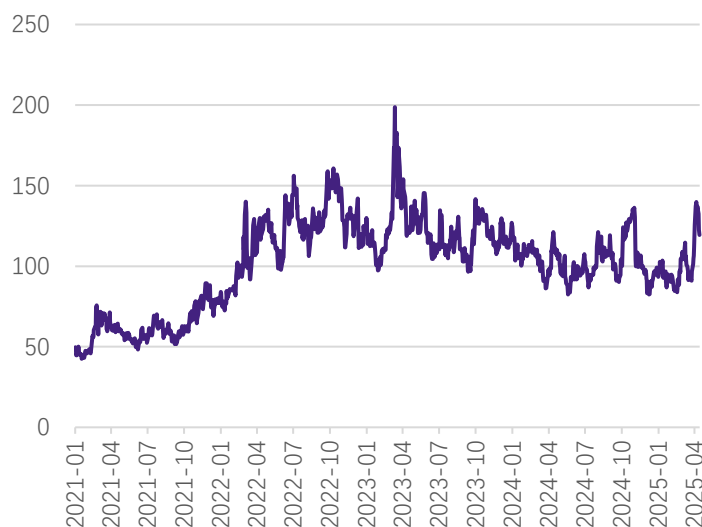
- 目前我们直观能看到的是海外居民投资者（日本“渡边太太”开始抛售美国企业债）、企业盈利预期恶化美股下跌——联动资产端无论股债汇的波动均放大。
- 但负债端整体上较为稳定，货币市场并没有出现明显的流动性收缩的迹象。

图 VIX指数



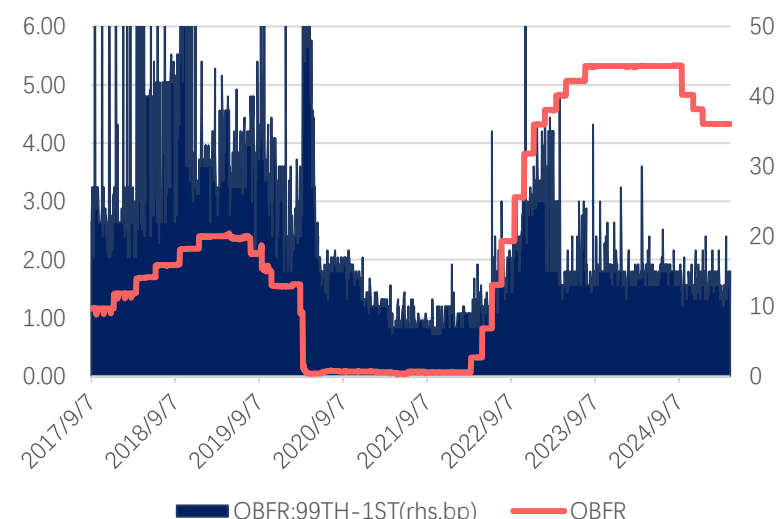
资料来源：Wind、永安期货研究中心

图 美债隐含波动指数



资料来源：Wind、永安期货研究中心

图 银行隔夜融资利率OBFR

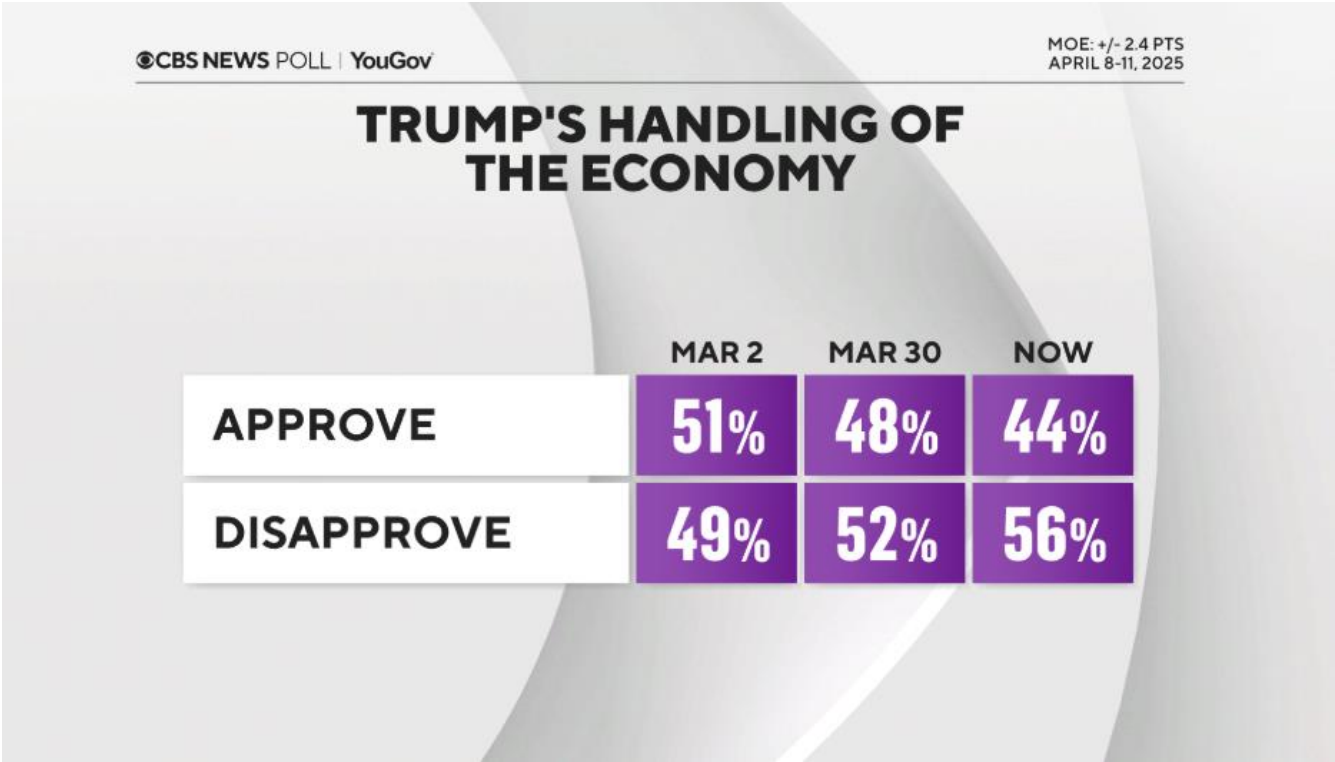


资料来源：Wind、永安期货研究中心

# 民调出现反转

■ 根据美国哥伦比亚广播公司（CBS）最新公布的民意调查，越来越多的美国民众对特朗普处理经济问题的方式表示缺乏信心。数据显示，目前有56%的受访者不认可特朗普在经济议题上的表现，支持率为44%。相比之下，今年3月初时，支持与反对的比例还是51%：49%。

图 特朗普民调支持率下滑



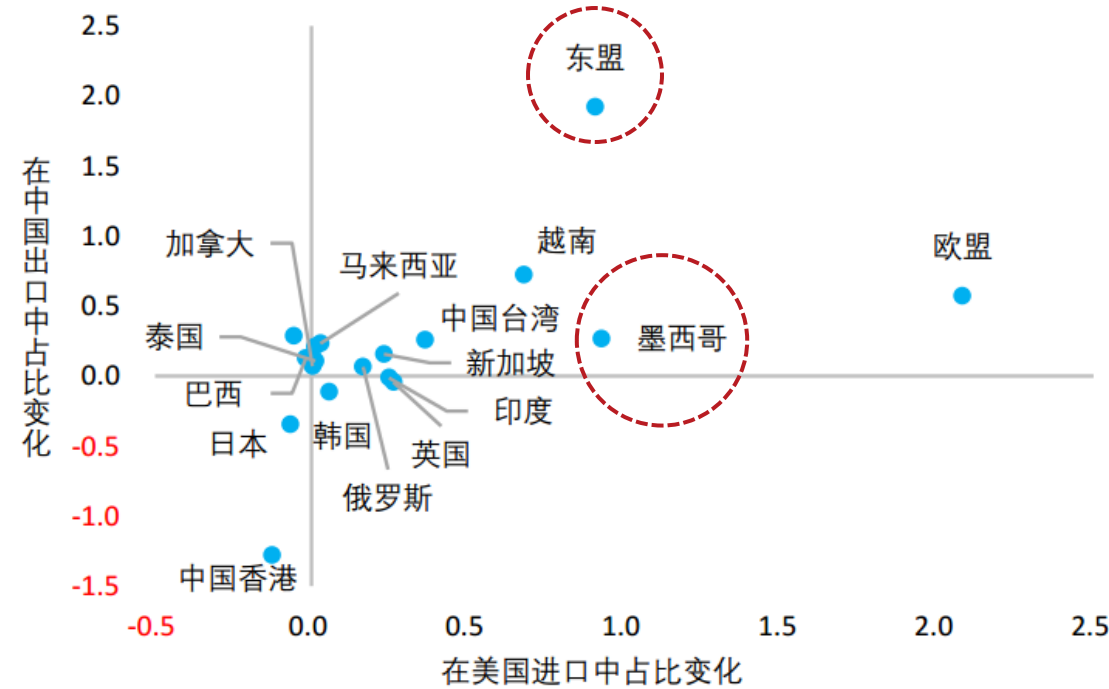
资料来源：CBS、永安期货研究中心

## 02 对国内宏观的冲击和应对

# 转口贸易的替代效应

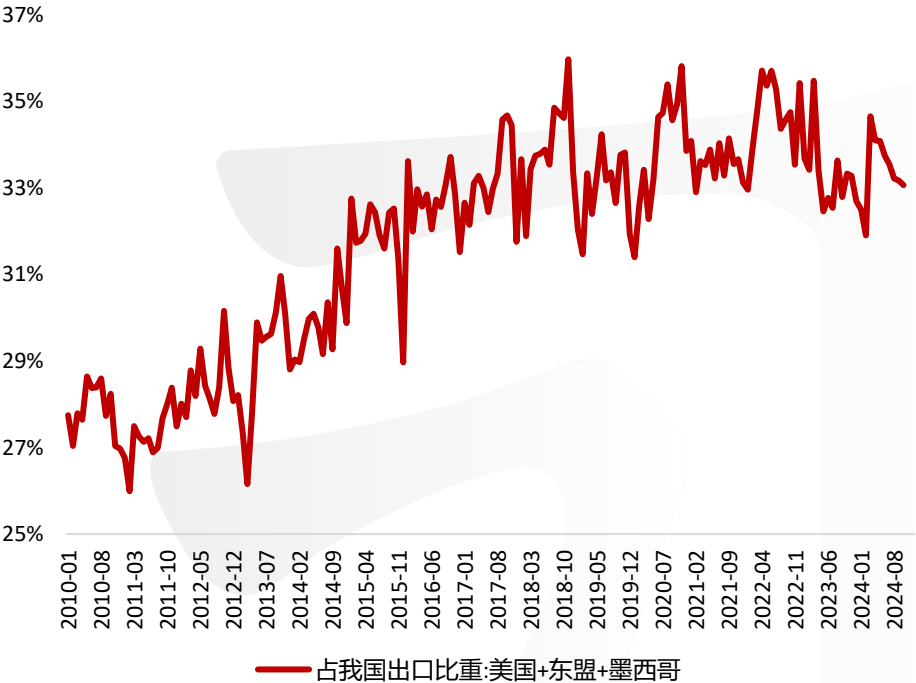
- 上一轮贸易战打响后，美国从我国直接进口大幅下滑的同时，对墨西哥、东盟、欧盟等其他贸易伙伴国进口增长。我国对美出口下滑之际，对东盟、拉美等地区的出口高增。综合来看，墨西哥、越南等地对美国出口的增量与自中国进口的增量高度相似，达成新的贸易平衡。
- 而本次“对等关税”政策尽管暂缓90天，但后续的生效仍将对我国的转口贸易产生很大阻力；而作为取消或降低关税的谈判条件，美国或要求东盟、墨西哥等“中转”国家对华贸易施压。对此，国家主席习近平于近期出访东盟三国。

图 东盟、墨西哥在我国出口和在美国进口中的比重均提升（单位：%）



资料来源：Wind、永安期货研究中心

图 我国对美国出口减少被东盟和墨西哥弥补

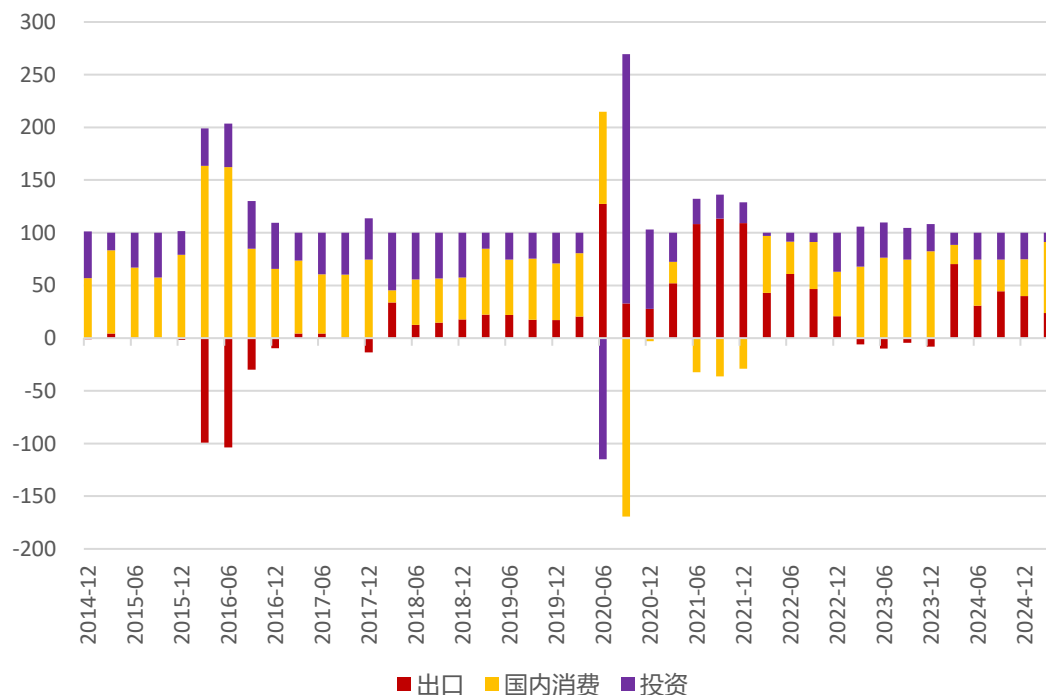


资料来源：Wind、永安期货研究中心

# 出口拉动和潜在冲击

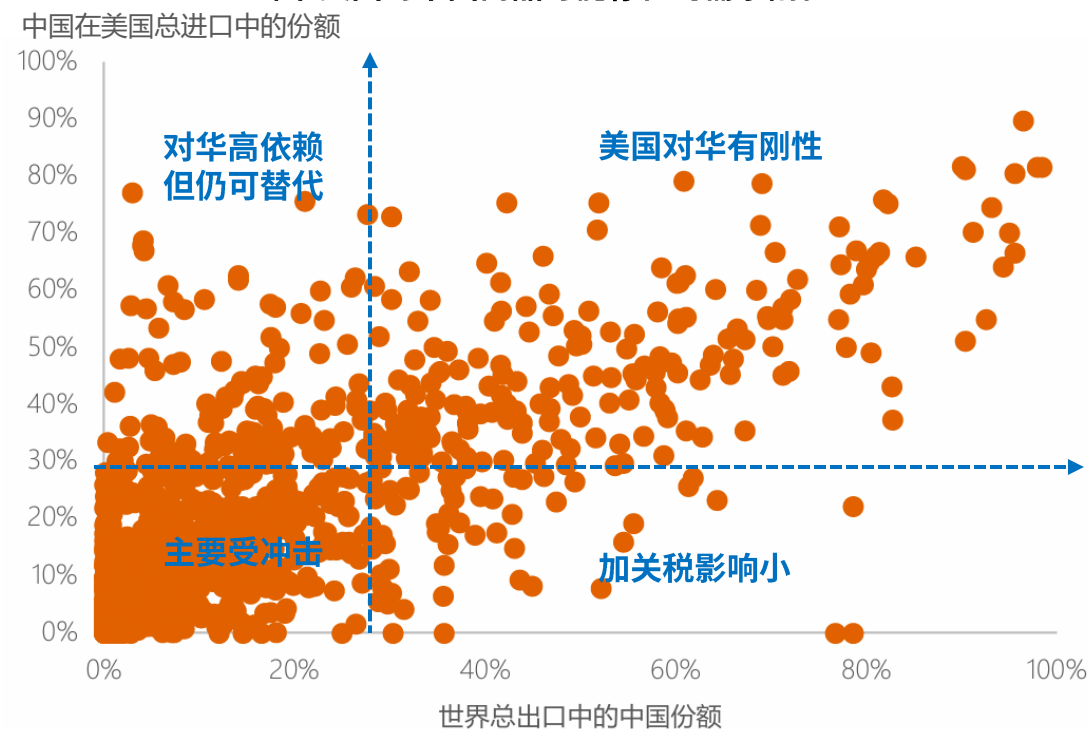
- 从GDP同比贡献率来看，出口对经济的拉动在去年三季度达到小高峰（约45%），四季度随着政策逐步落地生效，内需尤其是消费边际改善之下，出口对GDP增长贡献有所退坡，至今年一季度贡献率降低至24%左右。
- 据CF40，我国主要受关税战冲击的是美对我国依赖度低，且我国出口占全球比重也较低的商品（1.2万亿元），因此哪怕美对华关税加征至145%甚至以上，对我国出口的短期冲击或将保持在1.2-1.3万亿元左右，考虑到乘数效应，经济冲击或在2万亿左右，拖累GDP增速1.5个百分点。

图 GDP增长贡献率（单位：%）



资料来源：Wind、永安期货研究中心

图 美国对中国商品可能存在的需求刚性



资料来源：Trade MAP、CF40、永安期货研究中心

# 国内政策预期

- 财政方面预计短期无增量，一是因为超长期特别国债刚公布发行计划（左图），尚待落地生效；二是一季度经济数据表现偏强。且赤字扩大需要提请人大常委会审议，故财政进一步扩张或难在4-5月的人大常委会上看到，而是要二季度经济出现实质性走弱。
- 货币方面预计短期暂缓降准降息，一是央行主管《金融时报》发文为降准降息提出三个“前提条件”，二是4月LPR又维持不变，预计在5-6月政府债券加速发行和国有大行补充资本金后，货币宽松的空间能够进一步打开。
- 因此，4月政治局会议或主要聚焦于稳外贸、促消费，稳定股市楼市的结构性的举措，而总量政策可能在二季度经济出现实质压力，以及贸易战略格局进一步明晰后出台。

图 二季度国债发行与到期情况测算（单位：亿元）

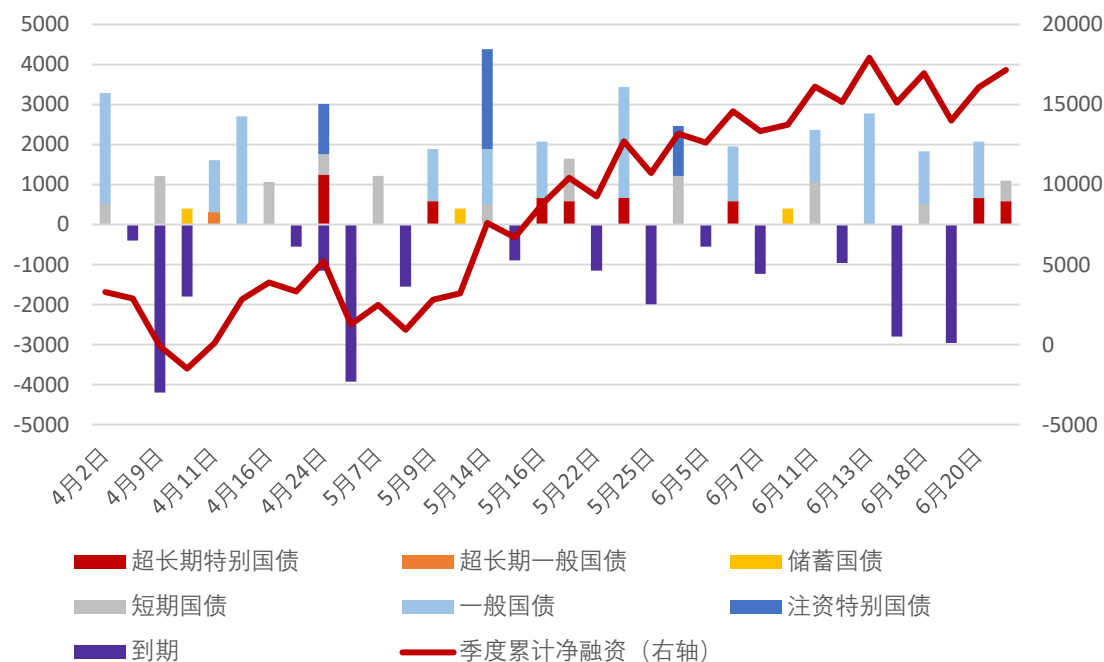
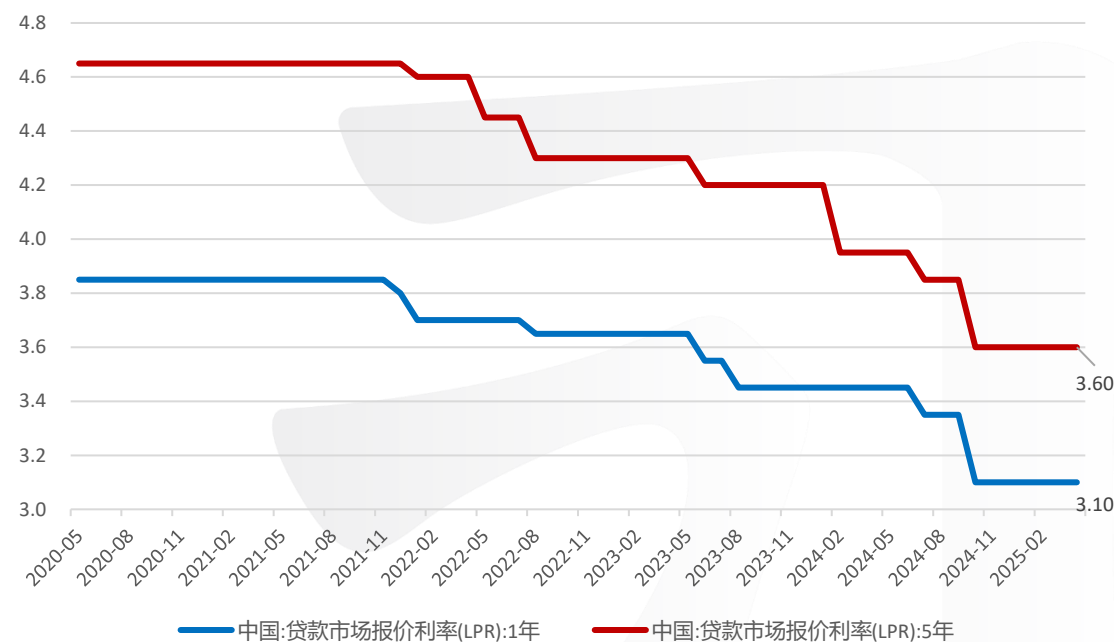


图 4月LPR维持不变（单位：%）

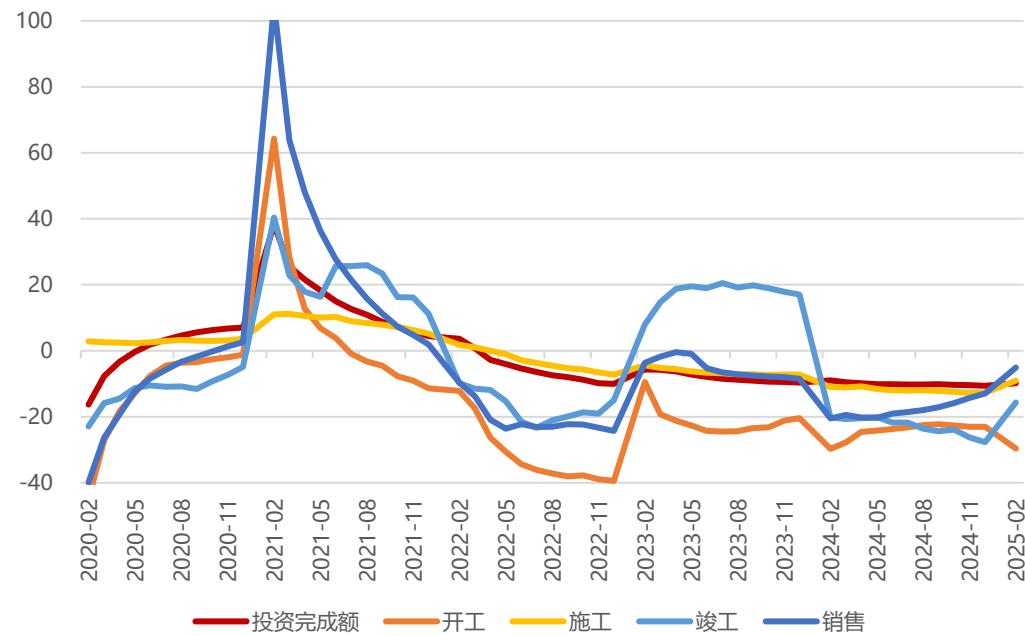


# 房地产筑底企稳



- 一季度“小阳春”楼市整体呈现筑底企稳态势，地产投资同比降幅略有走阔，但新开工和竣工同比分别为-24.4%和-14.3%，较上月均有修复，核心一二线城市的土地成交热度也较高；而销售同比则进一步回升至-3%。
- 展望后市，**城市间分化或进一步延续乃至扩大**，核心一二线城市在“供给约束”和“以销定产”的情况下维持热度，而其它城市则囿于高库存压力而继续承压。此外近期关于楼市政策传闻较多，包括房贷利率下调、成立基金参与存量房收储等多个维度，预计前者在5-6月可能发生，而后者落地难度相对更大。

图 房地产投资累计同比（单位：%）



资料来源：Wind、永安期货研究中心

图 商品房库存测算（单位：亿平米）

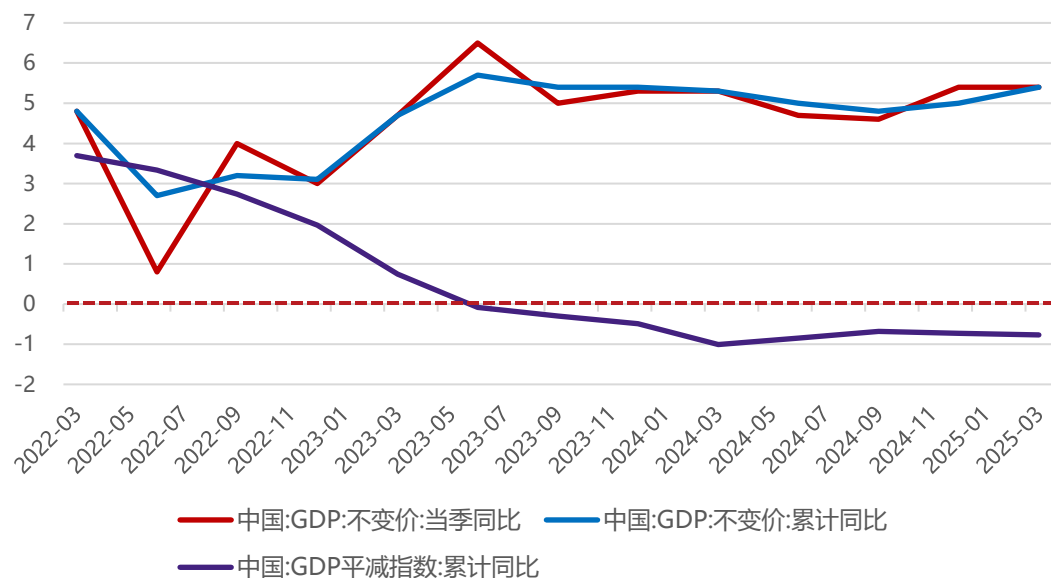
| 土地视角             | 施工视角                  |                      |             | 施工+库存视角              | 库存视角                    |
|------------------|-----------------------|----------------------|-------------|----------------------|-------------------------|
| 累计出让土地<br>393.97 | 累计新<br>开工<br>324.84   | 累计竣工<br><br>188.98   |             | 已售已竣工<br>181.11      | 累计销售<br><br>257.92      |
|                  |                       |                      |             | 累计竣工待售（狭义库存）<br>7.87 |                         |
|                  |                       | 开工后未<br>竣工<br>135.87 | 停工<br>74.50 | 已售未竣工（期房）<br>76.81   | 累计未售（广义库存）<br><br>66.92 |
|                  |                       |                      | 施工<br>61.37 | 未售未竣工<br>59.05       |                         |
|                  | 已出让未开工土地<br><br>69.13 |                      |             |                      |                         |

资料来源：Wind、克而瑞、永安期货研究中心

# 价格水平延续低位

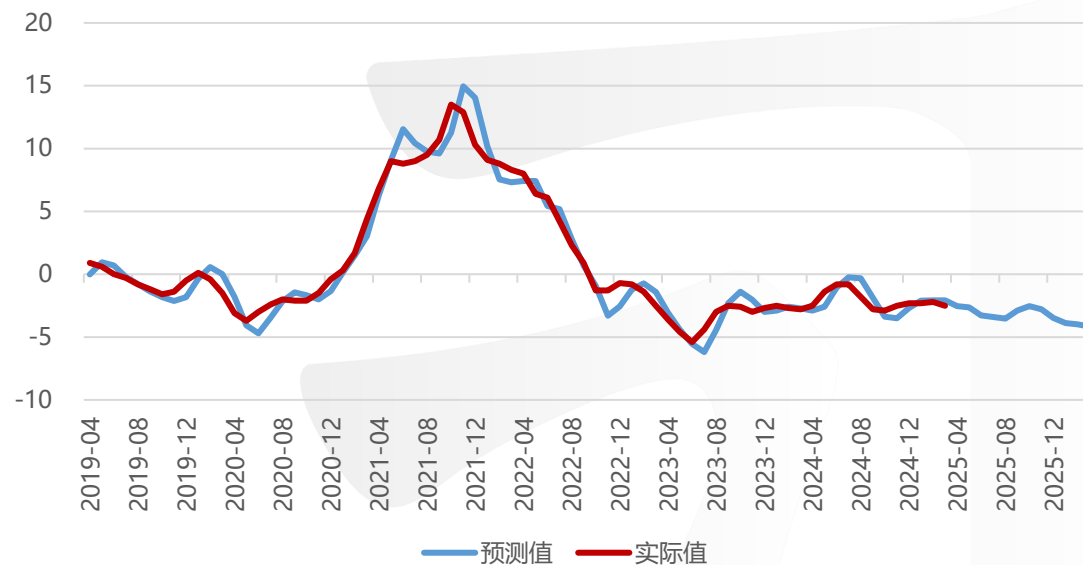
- GDP平减指数自2023年二季度以来持续位于零下运行，尽管GDP增速在去年四季度以来有所回升，但平减指数降幅反而进一步走阔，也反映出当前经济增长“量增价减”的格局尚未发生改变。
- 工业品价格方面，3月PPI再度边际下滑，国际大宗商品价格下跌是主要影响；近期原油等大宗商品价格明显下挫，而国内需求虽然边际改善但仍旧偏弱，PPI的修复或将变得更加漫长全年同比中枢可能回落至-2%下方；且关税战的阻隔下，美国潜在通胀对我国的传导预计也将比较有限。

图 GDP平减指数延续低位（单位：%）



资料来源：Wind、永安期货研究中心

图 PPI同比预测（%）



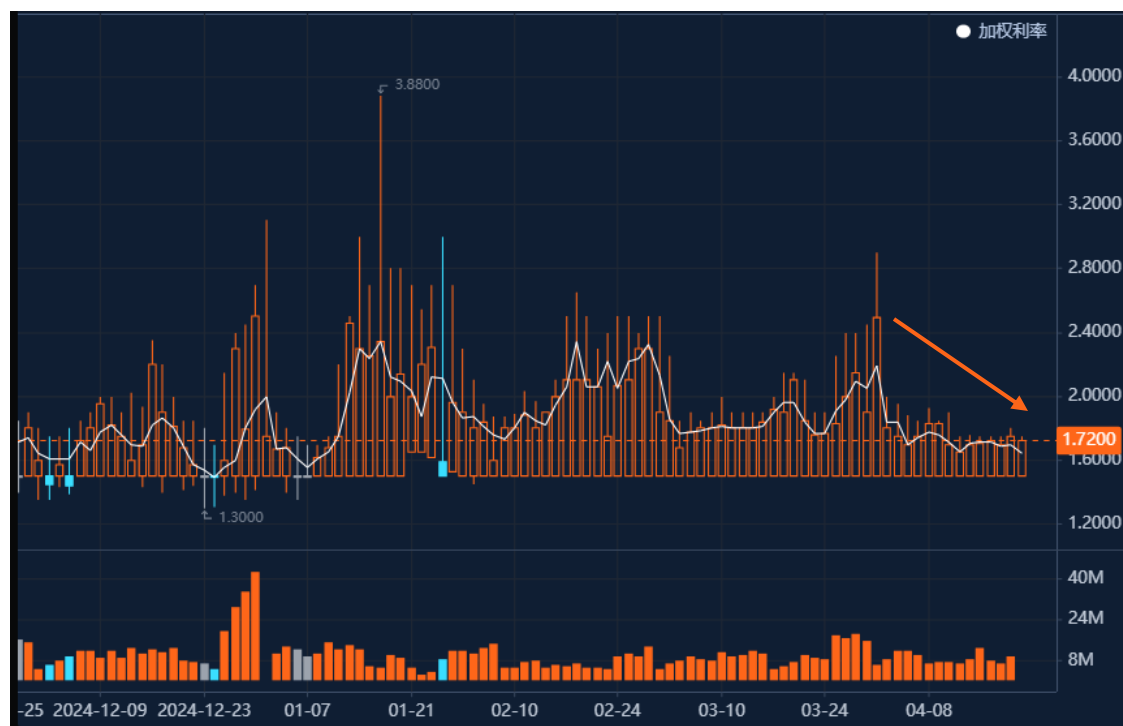
资料来源：Wind、永安期货研究中心

## 03 对资产的影响

# 债券观点

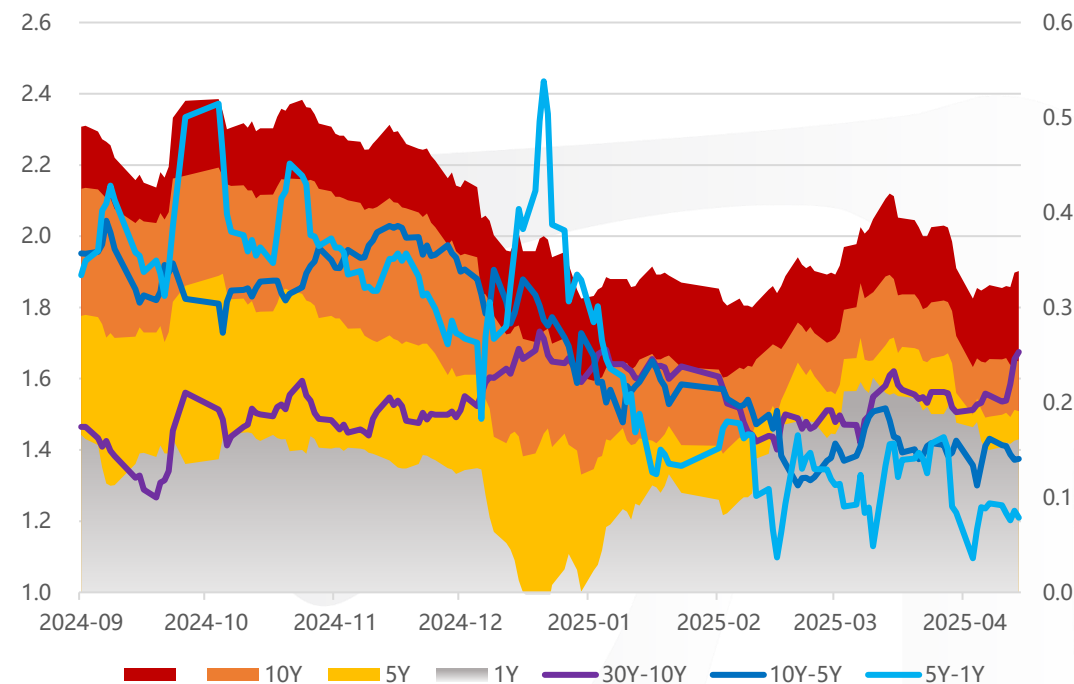
- 前期偏紧的货币政策在近期出现边际转松迹象，资金价格有所回落，对债市的压制有所放松。
- 二季度基本面转为承压和货币政策进一步宽松的预期之下，做多的胜率更高，收益率逢高仍可参与布局；不过未来两周可能暂时看不到两者落地，债市或先走震荡。短期关注中央政治局会议，若宏观情绪升温带动收益率上行，或是介入的较好时机。
- 此外，当前5-1、10-5利差都处于近5年来的极低水平，虽然估值偏低但走阔缺乏明显驱动，曲线策略胜率或不如单边择机布局。

图 DR007 (单位: %)



资料来源：DM、永安期货研究中心

图 国债期限利差

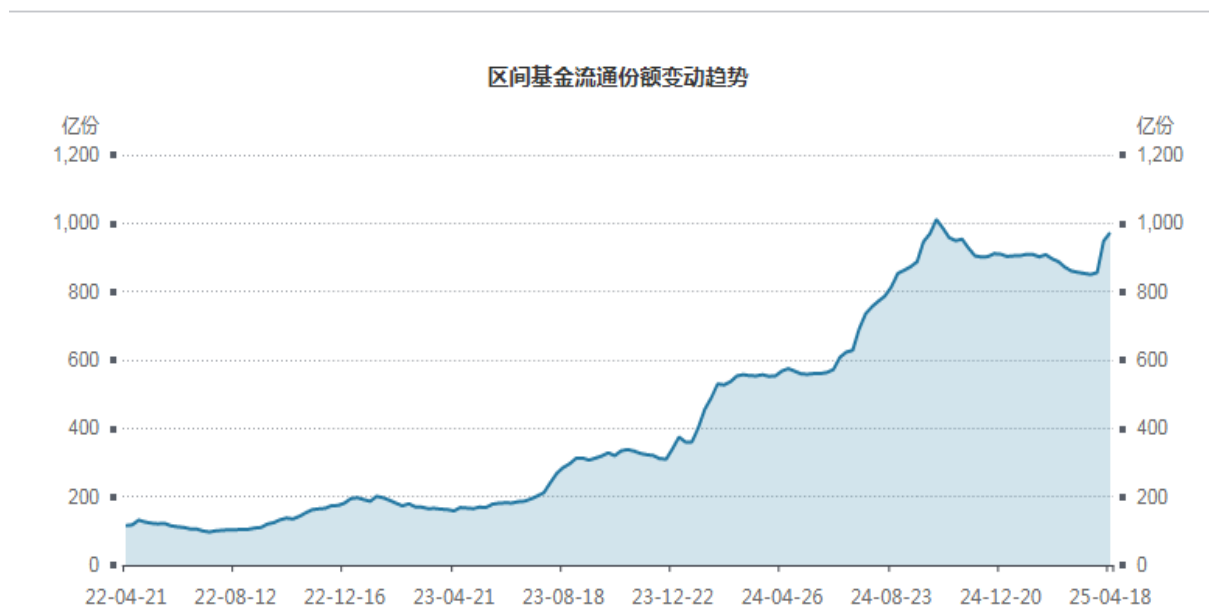


资料来源：Wind、永安期货研究中心

# 股票观点

- 今年两会上，“稳住楼市股市”首次被写进政府工作报告的总要求中，并且将消费列为今年工作目标的第一位，相信对于外部宏观不利环境的冲击已有预料，未来可以关注国内宏观对冲政策对于经济的支持。二季度需要重点关注国内外政策下经济数据的配合情况，可能呈现出不断因为政策变化而剧烈波动的情况。下有国家队保底，上看经济复苏的力度。

图 国家队通过宽基ETF维护市场（沪深300ETF为例）



资料来源：Wind、永安期货研究中心

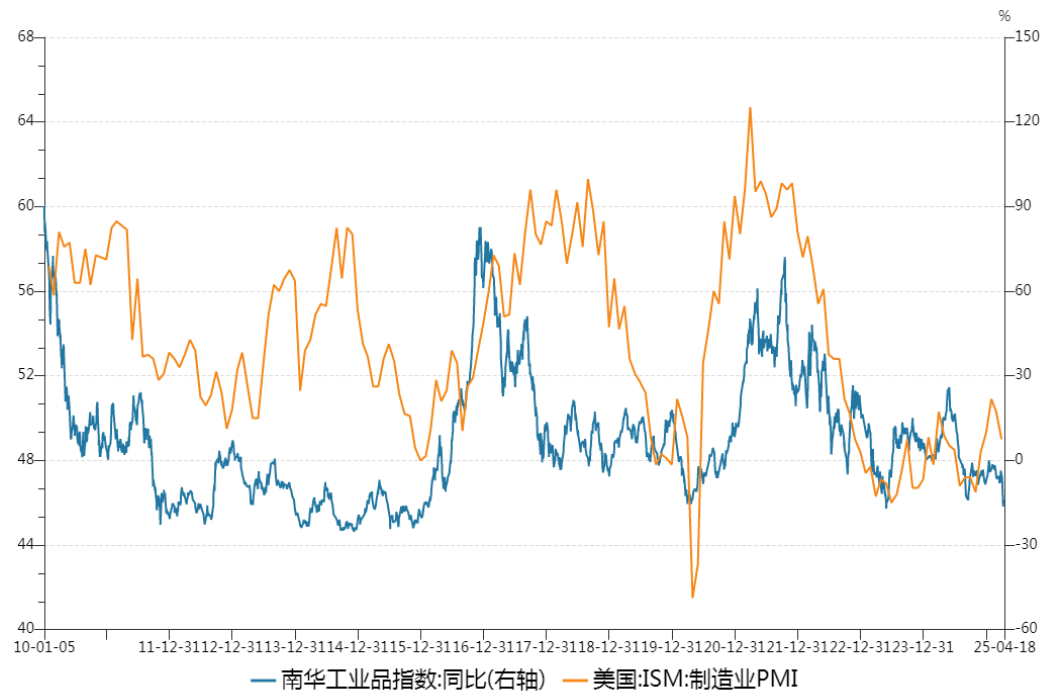
图 估值和截止三季报的净利润增速



资料来源：Wind、永安期货研究中心

- 关税战在短期对经济造成不确定性，导致商品需求预期不佳，叠加美国制造业数据疲弱，大宗商品短期表现不佳。但如果对关税的反制带来更高的财政支出，例如欧洲与国内可能推出刺激政策，则下半年依然有望回暖。

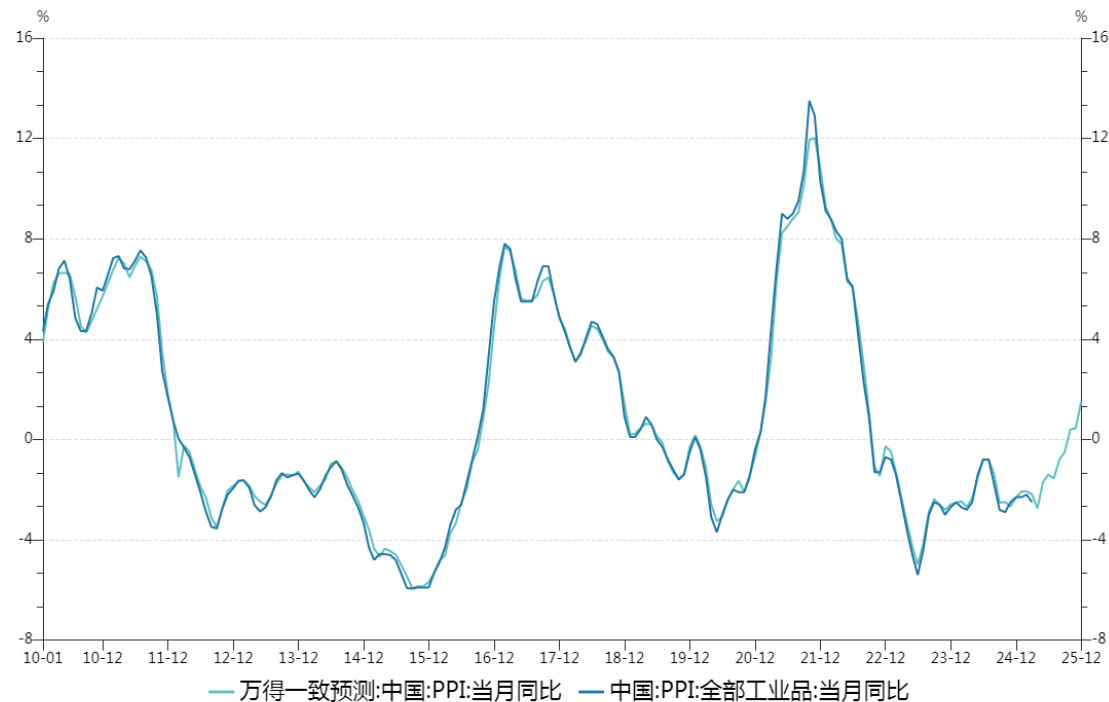
图 短期美国制造业需求疲弱



数据来源: Wind

资料来源: Wind、永安期货研究中心

图 PPI预测在下半年回暖（我国）



数据来源: Wind

资料来源: Wind、永安期货研究中心

谢谢  
THANKS



## 免责声明

以上内容所依据的信息均来源于交易所、媒体及资讯公司等发布的公开资料或通过合法授权渠道向发布人取得的资讯，我们力求分析及建议内容的客观、公正，研究方法专业审慎，分析结论合理，但我司对信息来源的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。我们提供的全部分分析及建议内容仅供参考，不构成对您的任何投资建议及入市依据，您应当自主做出期货交易决策，独立承担期货交易后果，凡据此入市者，我司不承担任何责任。我司在为您提供服务时已最大程度避免与您产生利益冲突。未经我司授权，不得随意转载、复制、传播本网站中所有研究分析报告、行情分析视频等全部或部分材料、内容。对可能因互联网软硬件设备故障或失灵、或因不可抗力造成的全部或部分信息中断、延迟、遗漏、误导或造成资料传输或储存上的错误、或遭第三人侵入系统篡改或伪造变造资料等，我司均不承担任何责任。