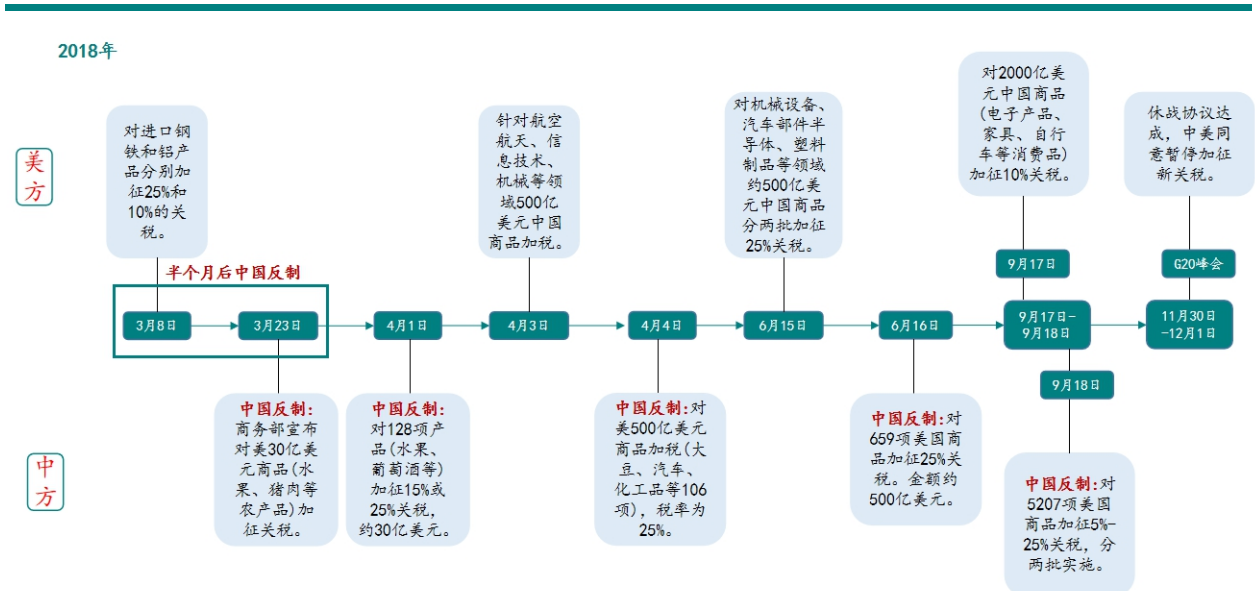


一、中美关税博弈进程

事件：2025年5月10日至11日，中美经贸中方牵头人、国务院副总理何立峰与美方牵头人、美国财政部长斯科特·贝森特以及贸易代表贾米森·格里尔在瑞士日内瓦举行中美经贸高层会谈，会谈后双方于5月12日发布联合声明，双方承诺将于2025年5月14日前采取具体举措，美方：（1）将暂缓对华24%的对等关税90天，保留剩余10%的对等关税；（2）取消91%（40%+51%）的对华施压型关税。中方：（1）同步暂缓24%的关税90天，保留剩余10%的关税；（2）取消税委会公告2025年第5号和第6号的共91%反制型关税加征；（3）暂停或取消自2025年4月2日起针对美国的非关税反制措施。此外，中美双方将建立就经贸关系而言的常态化磋商机制。

从2018年及2025年的中美关税博弈时间线上来看，美方均将关税手段作为缓解其贸易逆差、维护自身经济利益的主要抓手，博弈模式均由美方主动挑起，中方采取对等反制措施，呈现“美方施压——中方回应”的对抗模式。不同之处在于，18年博弈以传统贸易摩擦为主，2025年则升级为技术与规则主导的深层竞争，25年中国反制也更加精准有力（如动态关税调节、稀土出口管制），并借助区域合作（RCEP）对冲压力，从“对抗”转向“精准打击+系统突围”。

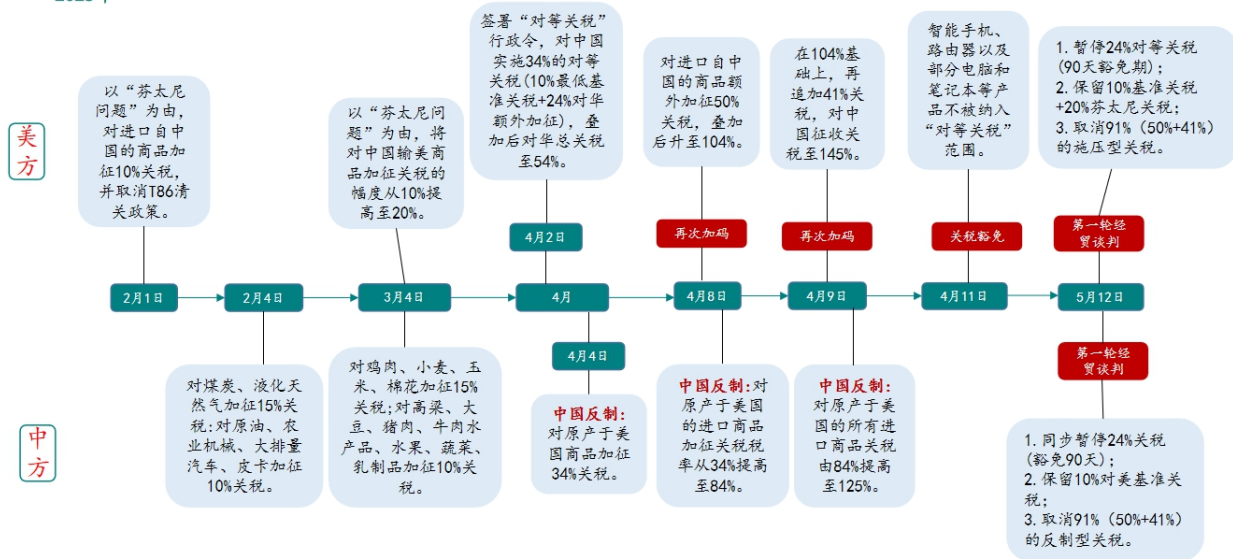
图 1：2018 年中美关税博弈时间线



资料来源：公开资料整理，新湖期货研究所

图 2：2025 年中美关税博弈时间线

2025年



资料来源: 公开资料整理, 新湖期货研究所

二、中美关税谈判达成原因及关税短期影响情况

经过本次第一轮中美经贸谈判, 美方对华关税在 90 天内将从 145% 降至 30% (保留 10% 基准关税, 20% 芬太尼关税未在本次谈判中提及), 该税率不包括全球范围内针对特定行业的关税。中方对美关税则在 90 天内将从 125% 降至 10%。本轮谈判中美双方均显示出较大诚意, 中美关税暂缓以及下调幅度超市场预期, 短期关税不确定性降低, 短期全球市场风险偏好有所提升。

前期中美“高关税对抗”对中美双边经济发展均有强抑制作用, 从 4 月 2 日对等关税公布以来全球主要资产涨跌幅表现来看, 中美资本市场均受到一定负面影响, 同期助推欧洲、日本等其他经济体表现。

表 1: 4 月 2 日对等关税公布以来全球主要资产涨跌幅

	4月2日收盘 价	5月9日收盘 价	4月2日起至5月 9日涨跌幅
WTI原油	70.73	61.06	-13.67%
10Y 中国国债	1.808	1.625	-10.12%
恒生科技	5426.44	5180.25	-4.54%
深证成指	10513.1169	10126.8254	-3.67%
美元指数	103.6608	100.4218	-3.12%
LME铜	9700.5	9445.5	-2.63%
道琼斯工业指数	42225.32	41249.38	-2.31%
新加坡海峡时报指数	3954.21	3876.16	-1.97%
科创50	1022.7482	1006.3189	-1.61%
法国CAC40	7858.83	7743.75	-1.46%
恒生指数	23202.53	22867.74	-1.44%
美元兑离岸人民币	7.2964	7.2402	-0.77%
英国富时100	8608.48	8554.8	-0.62%
上证综指	3350.1266	3341.9989	-0.24%
标普500	5670.97	5659.91	-0.20%
CBOE波动率	21.51	21.9	1.81%
纳斯达克综合指数	17601.05	17928.92	1.86%
俄罗斯RTS	1090.31	1110.68	1.87%
韩国综合指数	2505.86	2577.27	2.85%
印度SENSEX30	76617.44	79454.47	3.70%
澳洲标普200	7934.5	8231.2	3.74%
巴西IBOVESPA指数	131190.34	136512	4.06%
COMEX黄金	3190.3	3329.1	4.35%
德国DAX	22390.84	23499.32	4.95%
日经225	35725.87	37503.33	4.98%
10Y 美国国债	4.1118	4.3824	6.58%

资料来源：Wind，新潮期货研究所

对美方而言，4月美国对等关税落地后，全球市场对美经济“滞涨”、甚至“衰退”预期上升，美国市场阶段性出现“股债汇三杀”情景，财富效应的减弱引发美国内部商界及社会强烈不满情绪，特朗普支持率显著下降。从对等关税公布以来全球主要资产涨跌幅表现来看，至5月9日中美谈判达成前夕，美股三大指数已基本修复，但美债利率上升最为显著（10Y上涨6.58%至4.3824%），2025年底美债将到期8.6万亿美元，25Q2到期规模达4.99万亿美元，今年美国财政压力巨大，美债利率上行意味着美债续作成本升高，将进一步加重财政压力，甚至引发全球市场对美国信用的担忧。现阶段美国政府的法定债务上限为36.1万亿美元，并已于今年1月初到达该上限，美财政部“非常规会计手段”或将于8月耗尽，6-8月为提升债务上限重要窗口期，比起美股下挫带来的财富效应减弱，特朗普或更加注重美债利率上升带来的影响。此外，对等关税发布后引发全球其他经济体对美反制措施，包括中国加强稀土出口管制等非关税反制措施等，使得美国愿意与华达成阶段性协

议。

图 3：25Q2 美债到期规模达 4.99 万亿美元，25 全年达 8.6 万亿美元



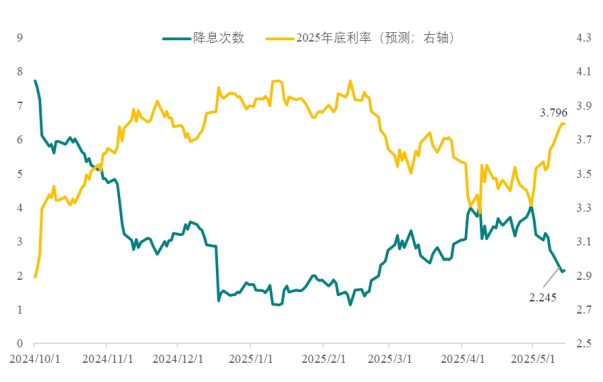
资料来源：Bloomberg，新湖期货研究所

图 4：特朗普中期选举支持率显著降低



资料来源：Bloomberg，新湖期货研究所（截至 5.14）

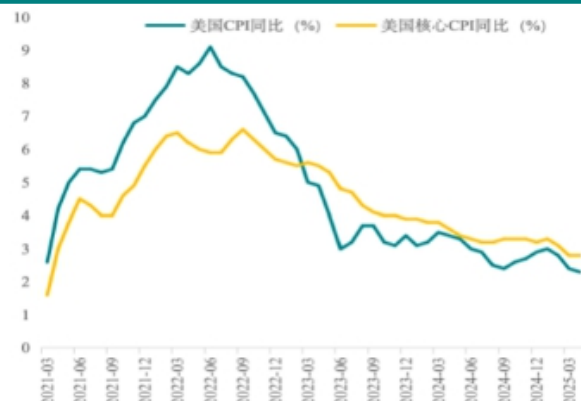
图 5：联邦基金利率模型



资料来源：Bloomberg，新湖期货研究所（截至 5.14）

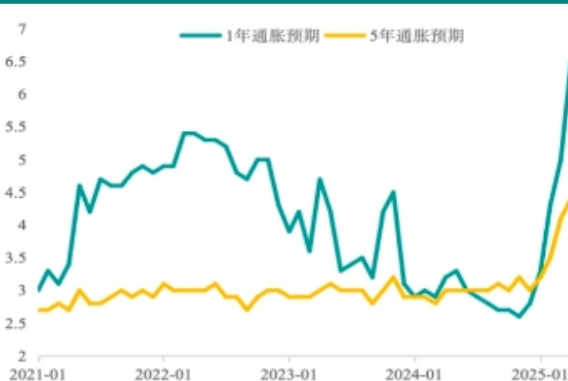
从美国经济来看，现阶段整体仍呈现出“硬数据”偏强，“软数据”偏弱特征，后续仍需关注美通胀与经济增长的博弈。美联储主席鲍威尔 5 月 15 日隔夜表示，美联储计划修改其货币政策框架，将重新考虑围绕就业不足和平均通胀率的战略措辞，表明现阶段美经济数据预测难度加大，外部冲击对美影响增加，美联储对通胀的耐受度或增加。从经济数据来看，4 月美国非农数据表现仍较为强劲，4 月新增非农就业人数 17.7 万人，显著高于市场预期的 13 万人，美就业市场整体韧性仍存；4 月美通胀数据全面回落且低于市场预期，核心 CPI 呈现出显著降温迹象，尚未体现关税影响，但 25 年以来美国 1 年及 5 年通胀预期均快速飙升，体现出美通胀“弱现实，强预期”特征。豁免 24%对等关税 90 天为美方提供 3 个月时间窗口期缓冲，以观察和应对高关税带来的供给侧冲击以及 6 月底高额美债到期压力。

图 6：美 4 月通胀数据尚未体现关税影响



资料来源：Wind，新湖期货研究所

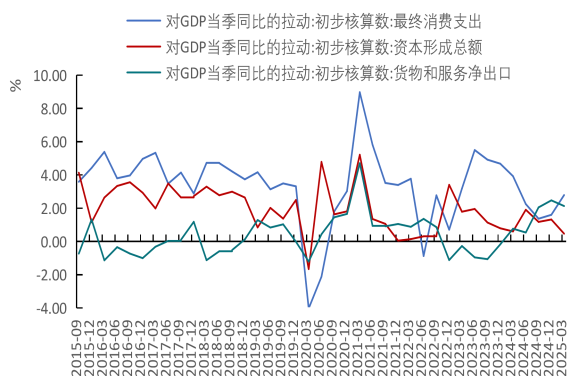
图 7：25 年以来美国通胀预期快速飙升



资料来源：Wind，新湖期货研究所

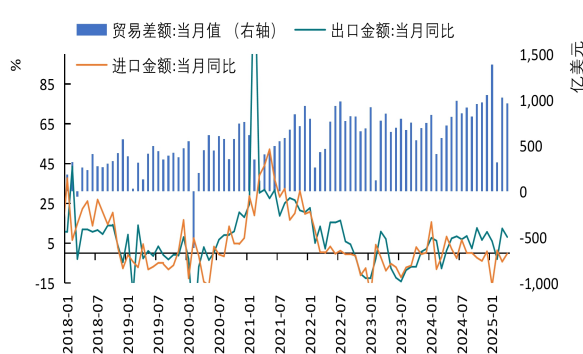
对于中方而言，关税影响主要在于对出口端的压制，对于国内经济预期的拖累，2024 年中国货物和服务净出口拉动国内生产总值增长 1.5 个百分点，对 24 全年 GDP 贡献率达 30.3%。短期来看，中国 4 月制造业及非制造业 PMI 分项中新出口订单均下滑明显，作为中美关税博弈以来首个观测点，初步显现出全球贸易保护主义抬头下对国内出口端的抑制作用；从中国 4 月进出口数据来看，短期美国高关税对中国经济的冲击相对可控，4 月在对美出口总值(美元计价)同比大幅下降 21.03%的情况下，总出口金额(美元计价)同比增加 8.1%，国内出口仍存韧性，转出口特征明显加速。豁免 24%对等关税 90 天为中方提供 3 个月的时间窗口缓冲，以观察和应对高关税带来的外需冲击。

图 8：三大需求对 GDP 的拉动



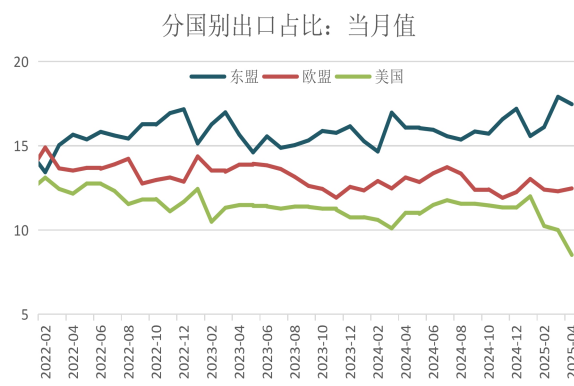
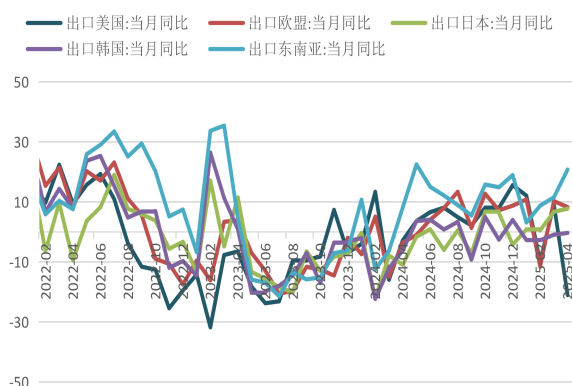
资料来源：Wind，新湖期货研究所

图 9：中国进口出贸易差额



资料来源：Wind，新湖期货研究所

图 10：中国 4 月转出口特征加速



资料来源：Wind，新潮期货研究所

25 年以来国内以“促消费，扩内需”作为首要目标，政府债券发行前置、中央汇金及国央企年内千亿级别增持计划展示“示范效应”引导中长期资金入市、5 月 7 日国新办明确推出一揽子金融政策支持“稳市场、稳预期”等。国内政策托底应对外部冲击意向明显，货币政策“双降”已先行，后续政策工具箱仍较为丰富，增量政策主要仍在于财政政策方向，随着中美第一轮谈判进展顺利，增量政策落地节奏或有所放缓，预计将根据中美谈判进展、美联储货币政策节奏和国内实际经济表现进行调整，政策空间仍待释放。

三、中美关税谈判后续关注点及对股指的影响

本次中美关税谈判呈现出“保留缓冲+大幅纠偏”特征，24%的对等关税 90 天豁免为中美双方提供缓冲窗口，双方在保留部分谈判筹码的同时，积极创造谈判条件，观察并应对“高关税壁垒”为美方带来的供给冲击及对中方的需求冲击。

中美关税博弈短期趋缓，后续仍需重点关注谈判进展及预期。后续谈判关注重点为：（1）90 天窗口期内对 20%芬太尼关税的讨论情况，存有谈判空间；（2）美方与其他国家的谈判进展情况及美国经济表现情况。鉴于特朗普执政风格摇摆反复，与华谈判存有“缓兵之计”可能性，需警惕美方违约风险，根据 2018 年中美关税博弈情况，中美于 5 月 19 日在华盛顿就双边经贸磋商发表联合声明，宣布暂停互相加征关税，同意通过谈判解决分歧，后又于 7 月美方违背共识，单方面升级关税措施，导致谈判中断。若美方后续与全球其他经济体谈判进展顺利，有效分散进口渠道以减轻对中国进口的依赖，经济保持平稳，则极有可能拖延与中方谈判、甚至毁约。

对股指的影响：5 月 12 日，中美日内瓦经贸会谈结果超预期落地，短期关税不确定性降低，近期全球市场风险偏好提升，中美关税谈判进展顺利叠加上周 5 月 7 日国新办发布会上明确三类共 10 项宏观货币政策，包括降准降息等，货币政策从总量、结构、价格三

个维度共同发力，基准利率的下降与市场风偏的提升共振短期从分母端提升股指定价。A股指数经过几日反弹后现阶段已部分计价中美贸易谈判预期，鉴于市场仍担心特朗普言行反复以及美方违约风险，近日风偏有所缓和。

预计短期股指底部较为夯实，继续向上突破则存有一定压力，从技术面来看，上证指数现已进入前期密集成交区，上行阻力逐步显现；从基本面来看，指数向上空间仍需关注分子端企业盈利水平的修复以及宏观经济基本面的持续改善，从现阶段国内表现来看，出口韧性较强，经济修复速度仍偏缓，国内财政持续发力中，但居民及企业部门融资需求表现较弱，资金活化程度仍有限，国内政策面托底经济决心较浓，有利于增加市场韧性，短期不建议追多，建议回调后布局。

2025 年 5 月 16 日

宏观金融组

赵歆怡

从业资格号：F03123556

投资咨询号：Z0019881

审核人：李明玉

审核人从业资格号：F0299477

审核人投资咨询号：Z0011341

免责声明：

本报告由新潮期货股份有限公司（以下简称新潮期货，期货交易咨询业务许可证号 32090000）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其他法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于新潮期货。未经新潮期货事先书面授权许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布。如引用、刊发，须注明出处为新潮期货股份有限公司，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。本报告的信息均来源于公开资料和/或调研资料，所载的全部内容及观点公正，但不保证其内容的准确性和完整性。投资者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

新湖期货在最初发表本报告日期当日的判断，新湖期货可发出其他与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但新湖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更新情况。新湖期货不对因投资者使用本报告而导致的损失负任何责任。新湖期货不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于投资者，新湖期货建议投资者独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计、税务建议或担保任何内容适合投资者，本报告不构成给予投资者期货交易咨询建议。