

关税负面效应凸显 世界经济和贸易承压

宏观金融与航运团队 陈臻 Z0018730

2025年5月10日

- ◆ 特朗普自2025年1月20日重返白宫之后连续发起关税组合拳，2-3月率先对中国、墨西哥和加拿大加征关税，4月对全球发布对等关税。其中一部分原因与特朗普个人认知有关，特朗普始终认为别国对美国的贸易顺差就是对美国财富的掠夺；另一方面与美国当下基本经济状况密不可分，美国长期制造业空心化，造成贸易逆差持续扩大，进而引发美国债务上限不断提升，长此以往难以为继，市场对于美债违约担忧升温。而在国家层面，美国希望利用关税战遏制中国长期发展。
- ◆ 关税战对于全球和各国经济贸易均造成严重的负面影响。全球主要机构下调2025-2026年世界经济增速预期，下调幅度在0.1-0.6BP不等，2025年中枢被下调至2.6-2.7%，2026年中枢被下调至2.7-2.8%。据WTO推算，2025年世界商品贸易量同比下降0.2%，相比关税战之前的+2.7%，被下调了2.9BP。2026年世界商品贸易量同比增长2.5%，相比关税战之前的预测被下调了0.4BP。
- ◆ 美国受关税战的反噬效应更为明显，一季度GDP出现环比负增长，叠加政府裁员和收紧移民等措施将会令美国“居民消费”、“企业投资”、“政府支出”GDP增速出现放缓。目前美国深陷滞胀风险，对外贸易下降幅度预计将远超其他国家，居民消费信心骤降，并且本国制造业并未因关税保护而强大，反而出现萎缩。关税战后，各大国际机构不同程度下调美国经济增速，下调幅度在0.2-0.8BP不等。摩根大通认为美国在未来1年出现经济衰退的概率将达到60%。5月美联储维持利率不变，鲍威尔讲话尽显鹰派，顶住了来自总统特朗普的降息压力，不断强调经济强劲和就业稳定，同时指出通胀预期攀升，为维持现有货币政策的决定提供支撑。同时，鲍威尔也表达了关税政策对于经济和通胀引发重大不确定性的担忧。市场更担忧经济衰退以及失业率攀升，对于降息预期较高。CME美联储观察显示，6月不降息概率达到76.7%，下轮降息或发生于7月，2025年降息3轮的概率最高，达到38.5%。
- ◆ 今年一季度，得益于欧洲央行连续6轮降息以及德国超宽松的财政政策，欧元区经济预期明显回暖，不过特朗普的关税政策打断了欧元区经济复苏的步伐。英国成为对等关税后首个与美达成协定的国家，但诸多细节实施尚未敲定，因此此份美英关税协议更像是针对部分关键商品的意向性关税协议。未来欧洲央行和英国央行将继续采取较为宽松的货币政策。



CONTENT 目录

第一部分 全球：经济和贸易受关税影响萎缩

第二部分 美国：受关税政策反噬效应明显

第三部分 欧洲：关税战打断欧元区复苏进程 英国成为首个与美签署协议的国家

第四部分 日韩：日本对美关税态度转鹰 韩国4月贸易额环比微调

第五部分 新兴经济体：制造业扩张放缓 越南4月出口喜忧参半

第六部分 全球宏观经济综合展望

美国对于各经济体对等关税税率					
亚洲		非洲		欧洲	
中国	125%	莱索托	50%	列支敦士登	37%
柬埔寨	49%	马达加斯加	47%	塞尔维亚	37%
老挝	48%	毛里求斯	40%	北马其顿	33%
越南	46%	博茨瓦纳	37%	瑞士	31%
缅甸	44%	安哥拉	32%	摩尔多瓦	31%
斯里兰卡	44%	利比亚	31%	欧盟	20%
叙利亚	41%	南非	30%	挪威	15%
伊拉克	39%	阿尔及利亚	30%	大洋洲	
孟加拉国	37%	南非	30%	斐济	32%
泰国	36%	突尼斯	28%	瑙鲁	30%
中国台湾	32%	纳米比亚	21%	瓦努阿图	22%
印尼	32%	科特迪瓦	21%	南美洲	
巴基斯坦	29%	津巴布韦	18%	弗兰克岛	41%
哈萨克斯坦	27%	赞比亚	17%	圭亚那	38%
印度	26%	马拉维	17%	委内瑞拉	15%
韩国	25%	莫桑比克	16%	北美洲	
文莱	24%	尼日利亚	14%	尼加拉瓜	18%
马来西亚	24%	乍得	13%		
日本	24%	赤道几内亚	13%		
约旦	20%	刚果	11%		
菲律宾	17%	喀麦隆	11%		
以色列	17%				

对于具体商品的征税和豁免情况		
	商品类别	原因
征税商品	汽车和汽车零配件25%	确保本土汽车和钢铁行业发展
	钢铝25%	
豁免商品	符合《美墨加协定》的商品	防止北美自贸区名存实亡
	已受第232条关税约束的钢铁/铝制品和汽车汽车零部件；未来可能受第232条关税约束的所有物品。	避免重复征税
	黄金、铜、药品、半导体和木材制品；美国无法获得的能源和其他某些矿产	保证战略资源供应
	计算机、服务器智能手机、打印机、半导体制造设备、无线通信设备(如基站、路由器等)、存储器、显示器、半导体相关器件、集成电路等产品等。如果原产于任何国家的商品其中的“美国成分”占该进口商品海关报关总价的20%及以上则“美国成分”不加征额外关税，只对“非美国成分”加征对等关税。	确保产业链深度国际化的美国IT电子企业的利润

来源：公开资料、方正中期整理

- 4月2日特朗普宣布对于全球普征10%关税，未在以上列表的经济体均按照10%征收。
- 对于各国的对等关税按照“美国对该国贸易逆差/美国从该国进口总额”之比的一半来收取。
- 客观来说，该公式并不能反映其他国家对于美国进口商品的关税税率，仅反映美国对别国贸易赤字程度。除了对中国立即加征125%关税之外，其他国家关税均获得90天豁免期。

国际机构对于2025-2026年世界经济增速预测				
	2025年	调整幅度	2026年	调整幅度
IMF	2.8%	-0.5BP	3.0%	-0.3BP
WTO	2.2%	-0.6BP	2.4%	-0.2BP
OPCE	3.0%	-0.1BP	3.1%	-0.1BP
OECD	3.1%	-0.1BP	3.0%	-0.2BP
惠普	2.3%	-0.3BP	2.2%	
瑞士银行	2.5%	-0.4BP		

来源：公开资料、方正中期整理

- 此次对全球普加10%关税与特朗普先前宣称的相一致，略好于市场预期，此前部分国际机构担忧会普加15-20%，甚至有些机构担忧极端会达到35%。不过，即便普加10%依然会严重影响全球总投资和总需求。企业因政策不确定性会选择观望，推迟投资；民众担忧经济衰退，失业率攀升，消费信心下降，从而收紧银根。联合国秘书长古铁雷斯更担忧发展中国家发展，因为它们的经济基础更为脆弱。
- 全球主要机构下调2025-2026年世界经济增速预期，下调幅度在0.1-0.6BP不等，2025年中枢被下调至2.6-2.7%，2026年中枢被下调至2.7-2.8%。

Table 1: Merchandise trade volume and GDP growth, 2023-2026 *
Annual % change

	Baseline forecast (a)		Adjusted forecast (b)		Difference (b-a)	
	2023	2024	2025	2026	2025	2026
World Trade *	-1.0	2.9	2.7	2.9	-0.2	2.5
Exports						
North America	3.6	2.3	2.3	2.9	-12.6	-1.2
South America **	2.4	6.2	1.4	1.2	0.6	0.9
Europe	-2.9	-1.7	1.4	2.3	1.0	2.5
CIS *	-4.3	2.3	4.0	-0.1	4.4	0.1
Africa	5.7	1.3	0.5	1.6	0.6	1.7
Middle East	0.1	3.7	5.2	5.0	5.3	5.1
Asia	0.2	8.0	3.3	3.3	1.6	3.5
Imports						
North America	-2.2	4.7	2.8	1.6	-9.6	-0.8
South America *	-4.4	6.7	6.0	1.0	5.0	0.5
Europe	-5.0	-2.2	2.1	2.7	1.9	2.7
CIS *	18.0	5.0	0.1	2.1	0.5	2.1
Africa	2.6	1.8	6.2	5.4	6.5	5.3
Middle East	9.0	15.0	6.3	6.8	6.3	6.7
Asia	-0.7	4.4	3.2	3.8	1.6	3.8

来源：WTO、方正中期整理

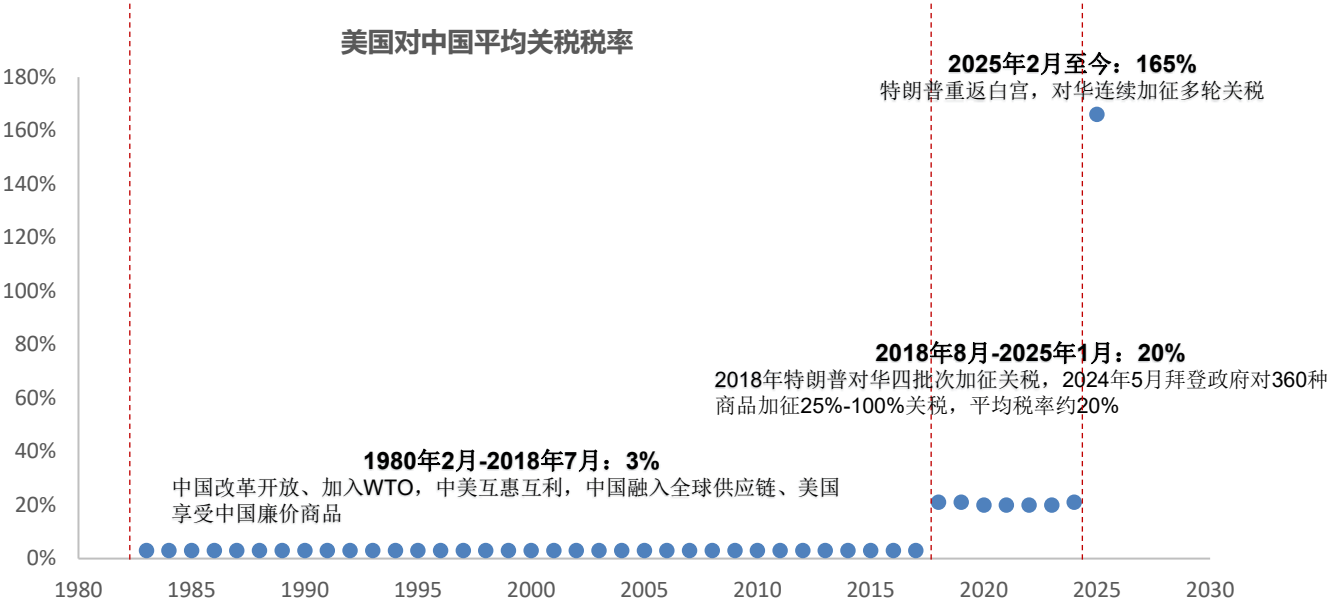
- 世界贸易遭到关税直接冲击，WTO直言不讳地点名警告“美国总统特朗普推出的关税政策令全球贸易前景已急剧恶化”。据WTO推算，2025年世界商品贸易量同比下降0.2%，相比关税战之前的+2.7%，被下调了2.9BP。2026年世界商品贸易量同比增长2.5%，相比关税战之前的预测被下调了0.4BP，虽然绝对增速不算低，但考虑是2025年世界贸易量是负增长，技术相对较低，因此2026年2.6%正增长并不足喜。
- 关税政策对于美国自身的反噬效应甚至超过对于别国的影响。2025年北美地区的外贸呈断崖式下降，回落幅度远超其他地区。2026年其他地区均将回归正增长，唯独北美地区继续萎缩。

美国宣布对等关税后，全球各国的反映主要分为四类：反制、中性、妥协、不表态。

- 反制：目前全球仅有两个国家实际落地对美反制关税。早在今年2月特朗普宣布3月对加拿大和墨西哥加征25%关税之后，时任加拿大总理特鲁多随即宣布对美国同等加税25%。即便特朗普两次推迟对加拿大关税，特鲁多依然强硬表态除非美国解除所有对加拿大关税，不然加拿大不会解除对美25%关税。随着特朗普豁免北美自贸协议商品的关税，4月15日新任加拿大总理卡尼宣布对用于制造业、加工以及食品和饮料包装的美国进口商品提供6个月豁免期。自4月2日以来，中国在美国宣布对华关税之后，几乎第一时间就宣布对美同额关税，目前对美新加增关税税率为125%，与美国对华125%对等关税相一致。
- 中性：除了中国和加拿大，欧盟对于美国态度是最为强硬的，4月9日欧盟27个成员国投票表决通过了从4月15日对美国进口产品征收25%关税的反制措施，不过4月10日又宣布90天豁免期。欧盟内部对美国贸易政策整体偏鹰，但不乏鸽派人士。欧洲央行行长拉加德多次公开表示，欧盟应该多进口美国天然气和石油等能源，削减欧美贸易顺差，尽量避免与美国的关税冲突。巴西公开谴责美国，4月14日生效《商业不等法》。墨西哥考虑与美谈判，称不排除对美加征报复性加税。
- 妥协：诸多国家宣布不会反制美国，寻求与美谈判，英国是对等关税之后首个与美达成贸易协定的国家。特朗普在与其他国家谈判期间依然不遗余力孤立中国。美国为了限制中国转口贸易，要求严查生产来源国，越南、泰国和马来西亚等国家宣称将会严查转口贸易。同时，美国要求其他国家对华加征二级关税，彻底孤立中国。
- 不表态：更多国家选择不表态。一方面，诸多国家尤其小国对美国出口贸易量较少，加征关税对于该国影响十分有限。另一方面，美国综合实力较强，诸多国家没有实力对美反制。

	经济体	地理位置	发达程度	措施
反制	中国	亚洲	新兴经济体	对美加征125%关税
	加拿大	北美洲	发达经济体	对美加征25%关税，但对用于制造业、加工以及食品和饮料包装的商品提供6个月豁免期
中性	欧盟	欧洲	发达经济体	对美加征25%关税，不过有90天豁免期
	巴西	南美洲	新兴经济体	谴责美国，新《商业对等法》生效
	墨西哥	北美洲	新兴经济体	考虑与美谈判，不排除对美加征报复性加税
妥协	东盟	亚洲	新兴经济体	不会反制美国。其中，越南与美谈判双边零关税、对华加征钢铁37.13%关税，越南、泰国和马来西亚宣称严查转口贸易。
	印度		新兴经济体	无意反制，考虑将美国进口商品关税下降一半，对中国钢铁加征12%关税
	日本		发达经济体	无意反制，但不打算做重大让步
	韩国		发达经济体	无意反制、与美协商、不会站队中国，对华厚板征收最高38%的关税
	以色列		发达经济体	对美零关税
	英国	欧洲	发达经济体	初步与美达成贸易协定
	新西兰	大洋洲	发达经济体	不会对美采取保护措施，将与美国澄清新西兰对美关税仅1.9%而非20%
	澳大利亚		发达经济体	不会反制美国，同时还指责中国
	智利	南美洲	新兴经济体	谈判而非报复
	阿根廷		新兴经济体	理解美国，准备签署贸易协议
	南非	非洲	新兴经济体	与美谈判，寻求额外的豁免和配额协议

来源：公开资料、方正中期整理



- 4月9日特朗普宣布，除中国以外所有经济体均获得90天豁免期。自特朗普重返白宫以来，中国累计被美国加征145%关税。叠加2025年之前的关税（主要是301法案25%+基础关税），中国对美出口商品最高税率达到245%，即注射器和针头；锂离子电池达到173%，羊毛衫达到169%，塑料盘子159%。
- 特朗普深知单凭美国一国之力无法阻碍中国制造业崛起，因此在与其他国家谈判中，将“别国对华加征二级关税和严查转口贸易”作为美国对其降税的条件，意图彻底孤立中国。目前越南、泰国和马来西亚等东盟国家已经官宣将严查转口贸易；越南、韩国、印度对华钢铁加征关税，欧盟对华高空升降机加征关税；英国和澳大利亚指责中国对美长期形成巨额贸易顺差。其中有些国家是迫于美国的压力，也有国家由于历史、地缘和出口商品同质化等因素长期将中国视为战略对手，借此打压中国。

特朗普2.0对华加征关税时间表			
宣布日期	理由	加征税率	执行日期
1月28日	芬太尼事件	10%	2月4日
3月3日		10%	3月4日
4月2日	对等关税	34%	4月9日
4月7日		50%	4月9日
4月9日		41%	4月9日
累 计		145%	

来源：公开资料、方正中期整理

对等关税公布后 对中美贸易有明确表态的经济体				
经济体	地理位置	发达程度	对美态度	对华态度
东盟	亚洲	新兴经济体	东盟声明不会反制美国，其中越南与美谈判双边零关税	◆ 越南对华加征钢铁37.13%关税 ◆ 越南、泰国和马来西亚宣称严查转口贸易。
印度		新兴经济体	无意反制，考虑将美国进口商品关税下降一半	已宣布站在美国一边对抗中国。对中国钢铁加征12%关税
韩国		发达经济体	无意反制、与美协商	不会站队中国，对华厚板征收最高38%的关税
英国	欧洲	发达经济体	与美达成初步协议	不愿与中国脱钩，但指责中国长期存在巨额贸易顺差
欧盟		发达经济体	对美加征25%关税，不过有90天豁免期	加强与亚洲经贸关系，考虑对中国新能源车降低关税
澳大利亚	大洋洲	发达经济体	不会反制美国	指责中国对美形成巨额贸易顺差

2025年1-5月全球大类资产涨跌情况							
资产类别	具体市场	1月	2月	3月	4月	5月	1-5月
大宗商品	伦敦现货黄金	7.7%	0.8%	9.9%	6.0%	2.7%	29.9%
	伦敦现货白银	9.3%	-1.5%	9.4%	-5.4%	2.5%	14.3%
	LME3个月锌	-7.7%	1.3%	1.6%	-7.3%	-0.5%	-12.5%
	LME3个月镍	-0.3%	2.6%	2.0%	-2.6%	0.5%	2.1%
	LME3个月铜	3.2%	3.3%	3.7%	-6.0%	4.5%	8.6%
	CBOT大豆	3.4%	-1.9%	-1.1%	3.0%	-0.3%	3.0%
	NYMEX天然气	-15.4%	24.3%	8.2%	-18.9%	3.9%	-4.1%
	布伦特原油	2.8%	-4.7%	2.1%	-15.5%	-1.5%	-16.7%
股市	标准普尔500指数	2.7%	-1.4%	-5.8%	-0.8%	0.7%	-4.7%
	道琼斯工业平均指数	4.7%	-1.6%	-4.2%	-3.2%	0.4%	-4.0%
	纳斯达克综合指数	1.6%	-4.0%	-8.2%	0.9%	1.4%	-8.4%
	伦敦金融时报100指数	6.1%	1.6%	-2.6%	-1.0%	1.2%	5.2%
	巴黎CAC40指数	7.7%	2.0%	-4.0%	-2.5%	1.4%	4.3%
	法兰克福DAX指数	9.2%	3.8%	-1.7%	1.5%	3.3%	16.8%
	上证A股指数	-3.0%	2.2%	0.4%	-1.7%	1.1%	-1.1%
波动率	VIX	-5.3%	19.5%	13.5%	10.9%	0.2%	42.7%
	纳斯达克100波动率指数	1.0%	12.7%	12.0%	9.6%	-2.5%	36.1%
债市	美国10年期国债收益率	0.0%	-7.4%	-0.2%	-1.4%	3.1%	-6.1%
	欧元区10年期公债收益率	3.4%	-2.4%	12.7%	-8.1%	2.5%	7.1%
汇率	美元指数	0.0%	-0.9%	-3.1%	-4.4%	-0.4%	-8.5%
	欧元兑美元	0.1%	0.1%	4.3%	4.7%	0.4%	9.8%
	美元兑日元	-1.3%	-2.9%	-0.4%	-4.6%	-0.5%	-9.4%
	中间价:美元兑人民币	-0.3%	0.1%	0.1%	0.3%	0.0%	0.2%
	美元兑卢布	-3.6%	-10.5%	-4.6%	-2.5%	0.4%	-19.4%
海运	BDI	-26.3%	67.2%	30.0%	-13.3%	1.4%	41.0%
	TCI	-17.9%	-36.3%	-9.2%	-8.7%	-3.6%	-58.3%

- 大宗商品：受地缘局势和美元指数走弱影响，贵金属和金属整体偏强。全球经济衰退担忧引发需求萎缩、OPEC+扩产、美国加大国内能源产量，导致原油和天然气价格冲高回调。
- 股市：美国经济存在滞涨风险，2-4月美股集体下挫。1-2欧洲经济弱复苏，股市整体走强，但在关税战后，3-4月集体回调。鉴于关税战有缓和迹象，5月欧美股市集体反弹。
- 波动率：2月特朗普正式发起贸易战，2-4月美股波动明显加剧。5月稍有缓和。
- 债市：美国经济增速预期放缓，美元指数回调，美债收益率下降。欧洲经济好转，欧洲持续，3月开始讨论后期是否停止降息，因此今年欧元区公债利率大幅反弹，不过期间因关税问题出现一定程度回落。
- 汇市：美国经济不振，美元指数连续下降，已经跌破100点大关。欧元区经济相对稳定，日本连续三轮加息，因此美元兑其他货币出现严重贬值。

来源：Wind、方正中期整理



CONTENT 目录

第一部分 全球：经济和贸易受关税影响萎缩

第二部分 美国：受关税政策反噬效应明显

第三部分 欧洲：关税战打断欧元区复苏进程 英国成为首个与美签署协议的国家

第四部分 日韩：日本对美关税态度转鹰 韩国4月贸易额环比微降

第五部分 新兴经济体：制造业扩张放缓 越南4月出口喜忧参半

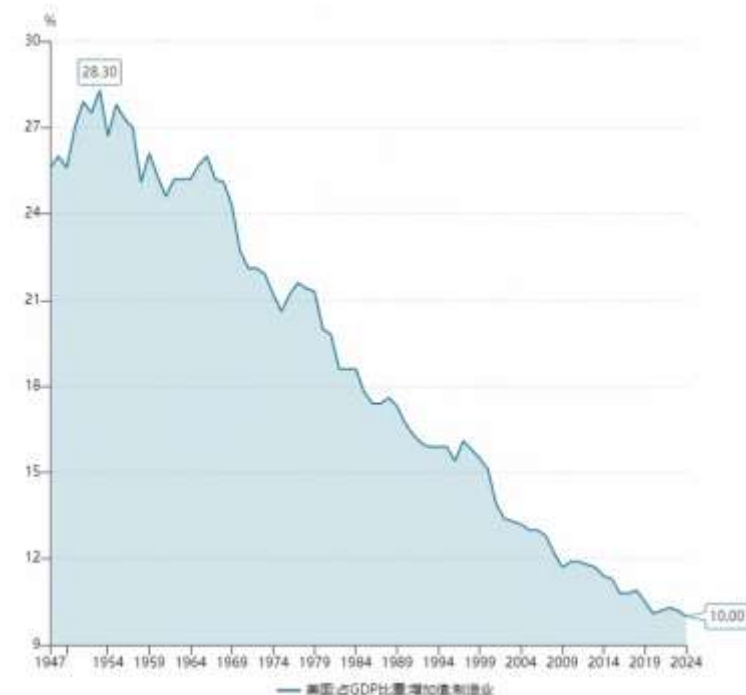
第六部分 全球宏观经济综合展望

1、美国急于发起贸易战的原因（1）：制造业空心化日益严重

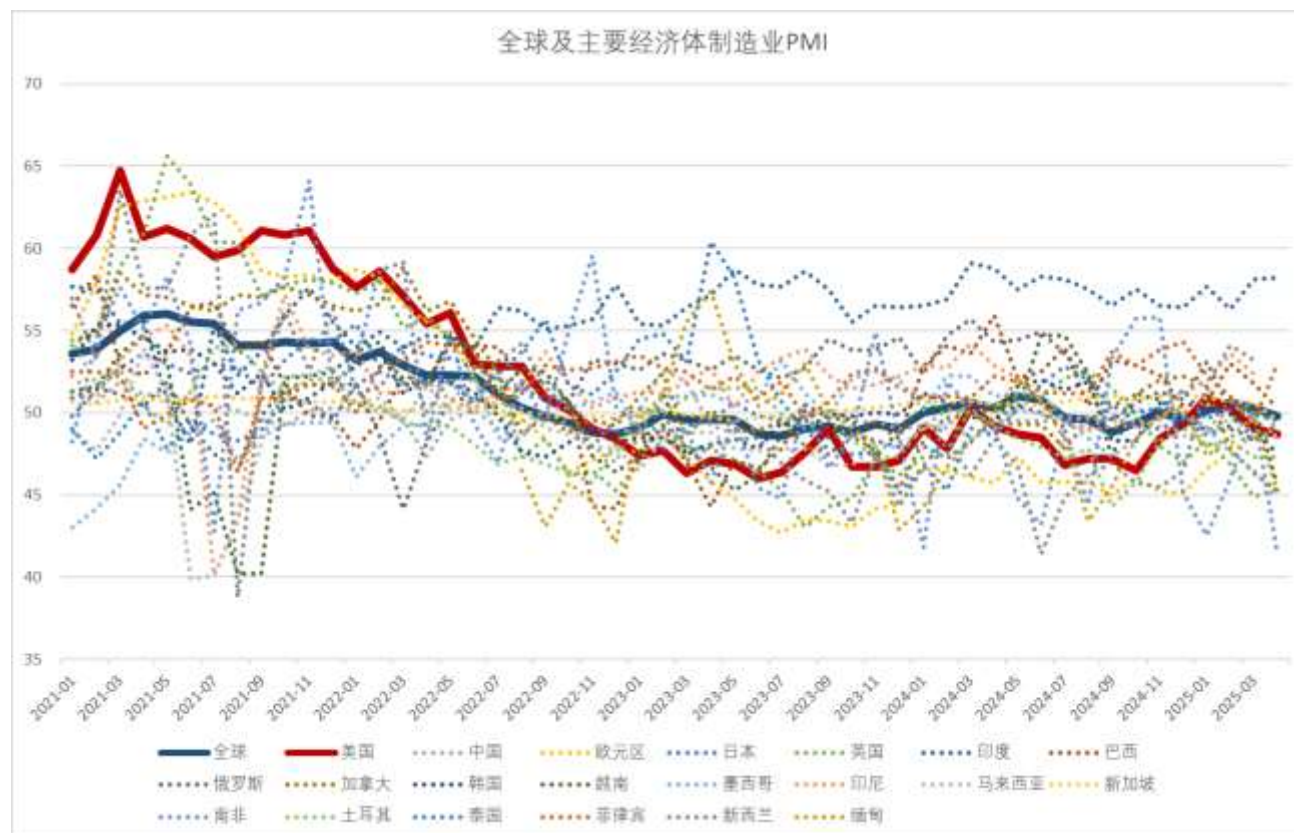
美国工业产值占全球比重



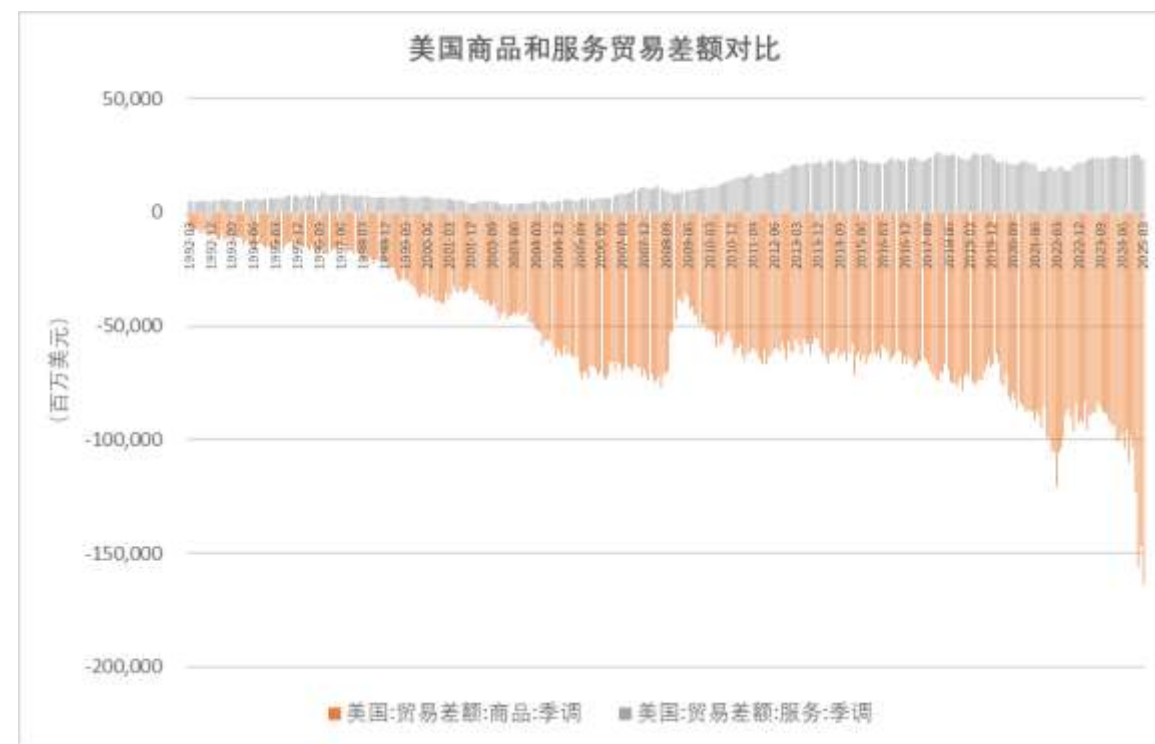
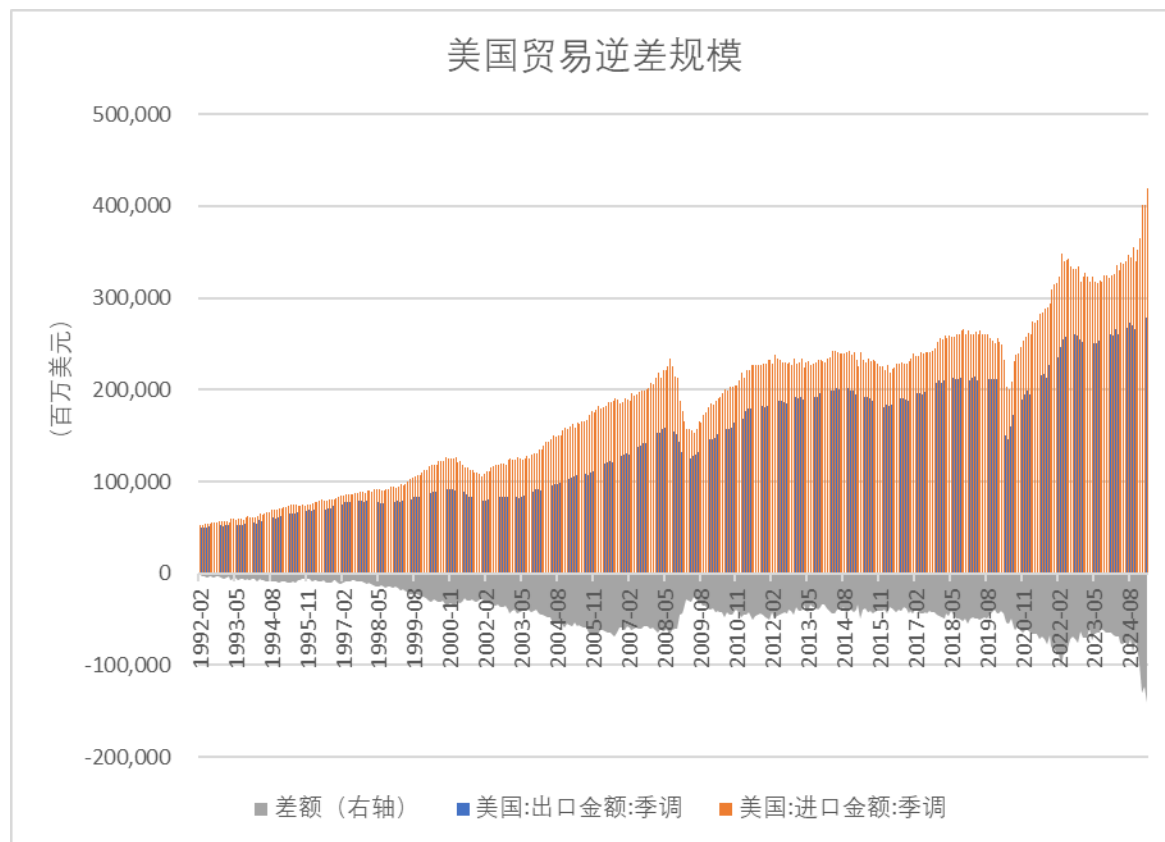
一战之后，美国成功取代英国成为世界工业中心。二战时期，美国工业产值约占世界40%以上，1945年峰值一度超过50%，可谓是名副其实的世界工厂。二战之后，随着世界重新恢复和平生产，美国产业脱实向虚，美国工业占世界工业比重以及本国GDP比重均逐步下降。2022年底之后，美国制造业PMI长期处于荣枯线以下，低于全球制造业PMI均值。2024年美国工业产值占全球比重降至约15%，工业和制造业产值占本国GDP比重降至约18.5%和10%。



全球及主要经济体制造业PMI



1、美国急于发起贸易战的原因（2）：贸易逆差连创历史新高



来源：iFinD、方正中期研究院整理

- 工业和制造业衰退，导致美国贸易由二战时期的顺差逐步转变为逆差。1970年美国首次出现贸易逆差；1992年1月达到20亿美元；1995年6月首次达到100亿美元；2025年1月首次超过1000亿美元，同年3月达到1405亿美元，再创历史新高。
- 美国贸易逆差规模不断扩大，尤其今年一季度再创历史新高由各方面因素造成。从长周期来看，全球产业链重新分工，产业向成本更为低廉的地区转移；金融开放，跨国企业迅速发展；美元是全球结算货币，需要向全球输出，同时美元强势，有利于进口不利于出口。从短周期来看，关税和美西码头工人罢工担忧引发的阶段性抢运。
- 贸易分为商品和服务两大类。美国贸易逆差源于商品，而非服务。美国是全球最大的服务贸易顺差国，2025年3月达到230亿美元。商品逆差不断扩大，达到1635亿美元，续创历史新高。这就是特朗普主打“商品贸易战”的原因。

1、美国急于发起贸易战的原因（3）：净出口长期是拖累美国GDP的负项

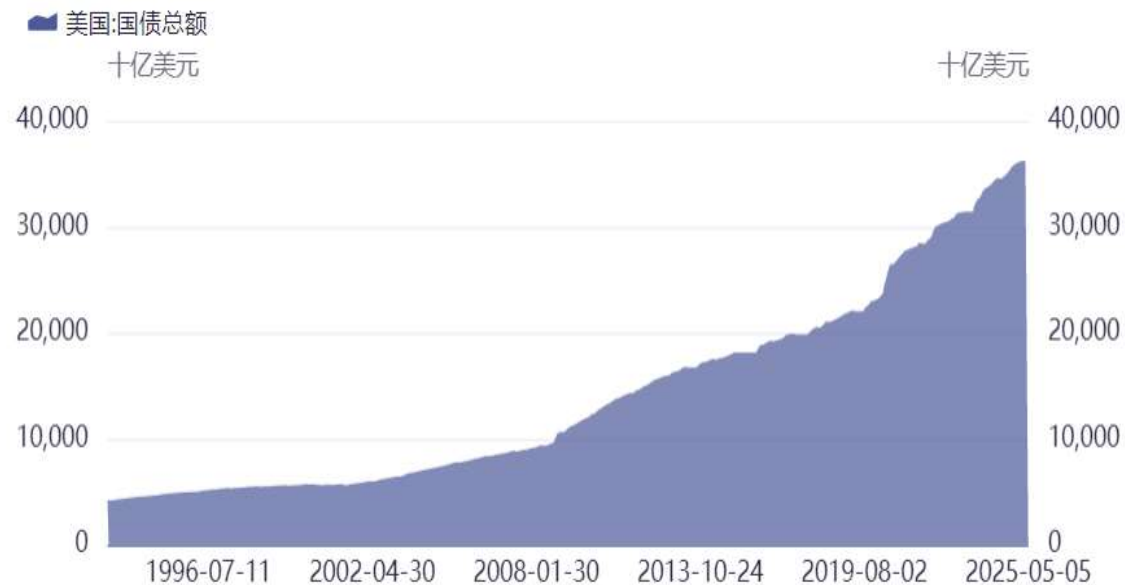
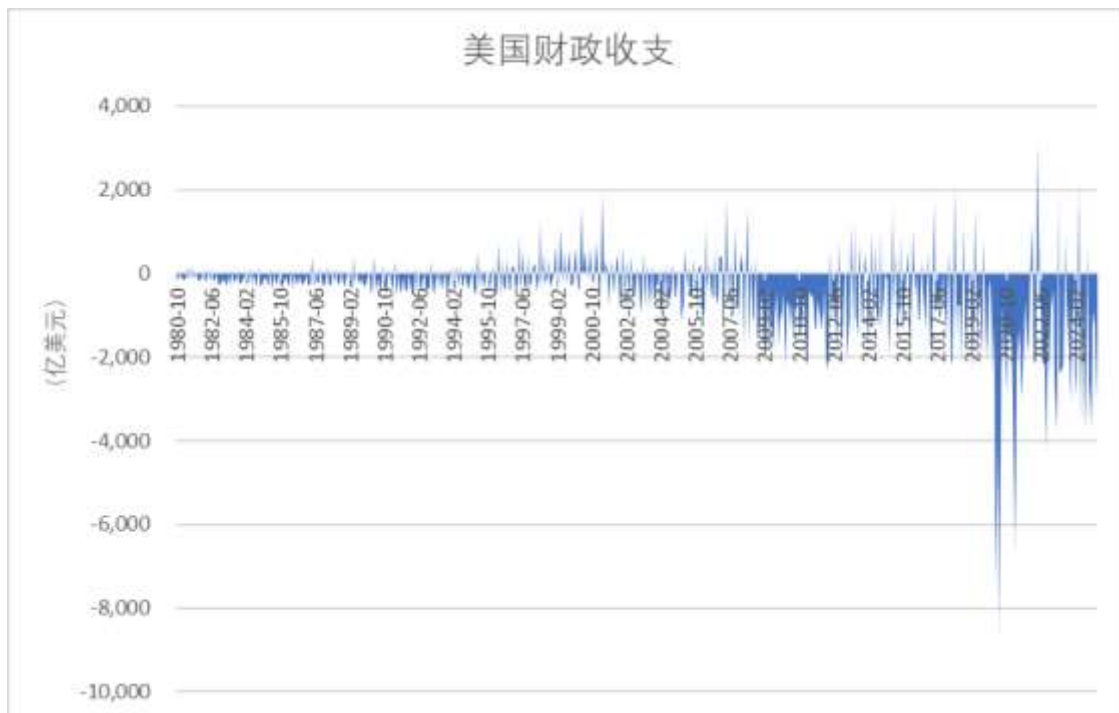
2024年美国GDP及各分项增速				
指标名称	实际GDP（万亿美元）	同比	占比	同比增速拉动率
GDP	23.31	2.8%	100%	2.8%
个人消费	16.05	2.8%	68.9%	1.9%
商品	5.45	2.4%	23.4%	0.6%
耐用品	2.05	3.3%	8.8%	0.3%
非耐用品	3.41	1.9%	14.6%	0.3%
服务	10.62	2.9%	45.6%	1.3%
国内私人投资	4.34	4.0%	18.6%	0.7%
固定资产投资	4.26	3.7%	18.3%	0.7%
非住宅类	3.51	3.6%	15.0%	0.5%
建筑	0.68	3.5%	2.9%	0.1%
设备和器械	1.33	3.4%	5.7%	0.2%
知识产权产品	1.50	3.9%	6.4%	0.3%
住宅类	0.79	4.2%	3.4%	0.1%
私人存货变化	0.04	18.1%	0.2%	0.0%
净出口	-1.03	10.8%	-4.4%	-0.5%
出口	2.61	3.3%	11.2%	0.4%
进口（负项）	3.64	5.3%	15.6%	0.8%
政府消费支出和投资	3.94	3.4%	16.9%	0.6%
残差	-0.03	-28.9%	-0.1%	0.0%



来源：Wind、方正中期研究院整理

美国按照“支出法”方式计算GDP，主要分成四大板块，分别是“个人消费”、“国内私人投资”、“净出口”和“政府消费支出和投资”。美国是消费驱动型经济体，“个人消费”创造GDP比重往往占七成左右。“国内私人投资”和“政府消费”两大板块GDP基本也能维持正增长。然而，“净出口”长期以来一直是拖累美国GDP的负项，最近十年规模不断扩大，从2013年的-1.7%不断扩大至2022年的-4.7%。2023年略有缓和，2024年净出口造成的GDP负项规模再度达到1.03万亿美元。

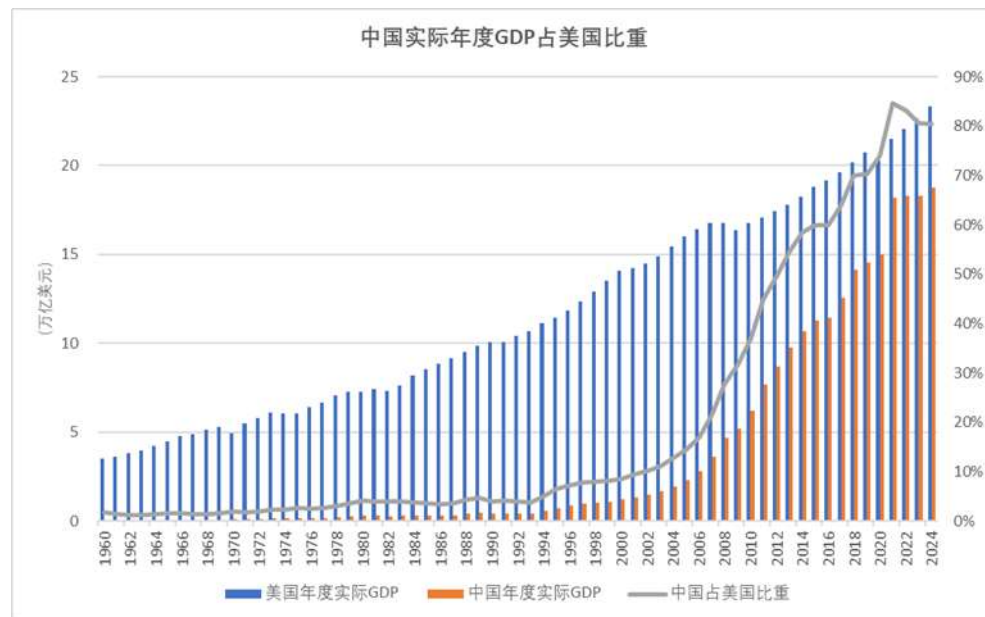
1、美国急于发起贸易战的原因（4）：美国财政赤字和负债规模持续扩大



数据来源：同花顺iFinD

- ✓ 二十一世纪至今年3月总共303个月，其中227个月美国财政出现赤字。2024年美国财政赤字规模达到2.03万亿美元，2025年一季度达到5962亿美元。
- ✓ 截至2025年5月5日，美国国债规模达到36.2万亿美元，为2024年美国现价GDP的1.24倍。目前美国国债1-20年的收益率在4-4.9%不等，按照均值4.45%推算，一年利息就高达1.61万亿美元。历史上美国债务上限提升已有100多次。

1、美国急于发起贸易战的原因（5）：中美战略博弈



- ✓ 在此轮关税战中，特朗普宣布除中国以外所有国家的对等关税有90天豁免期，唯独针对中国的对等关税率累计提升至125%，打压中国的意图十分明显。
- ✓ 哈佛大学格雷厄姆·艾利森在“修昔底德陷阱”理论中提出，当崛起国GDP达到守成国的60%-70%时，爆发冲突的风险显著上升。这一理论得到部分抱有冷战思维的美国政客认同。扣除通胀因素，按照当年汇率折算，2015年中国年度实际GDP已达到美国60%，2018年达到70.1%，超越所谓警戒线，特朗普就在当年对华发起贸易战。2021年新冠疫情期间，我国完善的防控促使产业率先恢复，当年GDP占比达到历史最高的84.7%，虽然随后占比逐年下调，但是2024年依然达到80.4%。
- ✓ 美国负债高企，要求中国增持美国国债。中国从美债安全性角度考虑，从2011年开始减持美债规模，尤其2021年之后减持速度加快。美国对华挑起关税战，也是迫使中国增持美债的一种手段。

除了特朗普，本世纪以来美国其他三位总统均在试图推动制造业回流美国，四位总统均采取了关税手段，只不过征税品种、税率和对象差异较大，因此对于国际市场造成的影响也大相径庭。

奥巴马

推出《美国复苏与再投资法案》，
“先进制造业伙伴计划”，对于回
迁美国制造企业给予20%税收优惠
，对华轮胎加征35%关税。

2002-2008年

2009-2016年

2017-2020年

2021-2024年

拜登

推出《芯片与科学法案》和《通胀削减法案》，将制造业回流升级为国家安全战略。基本延用特朗普对华关税税率。推出半导体禁令，打击中国高端制造产业。

小布什

加征30%钢铁关税，随后推出《创新美国》、《超越风暴》、《美国竞争力计划》、《美国竞争法》等一系列法案。

特朗普1.0

以301法案对中国约3700亿商品征收最高25%关税，对全球钢铝采取232法案。对于欧盟、加拿大、墨西哥、日韩印等多个国家加征不同关税。

2、美国历史上的重大关税战

事 件	《丁利关税法》	《福特尼-麦坎伯法案》	《斯穆特-霍利关税法》	尼克松冲击	钢铁关税	301和232法案
时 间	1897年	1922年	1930年	1971年	2002年	2018年
总 统	麦金莱	艾伦·哈定	胡佛	尼克松	小布什	特朗普
背 景	欧洲商品占领美国市场	全球贸易保护主义抬头	美国经济大萧条、产能过剩	越战、放弃金本位、经济危机、高通胀、财政赤字扩大、黄金外流	美国大量钢铁厂倒闭	美国制造业空心化
针对商品	所有商品	所有商品	2万多种进口商品	所有商品	10类钢铁产品	全球钢铝、中国绝大多数商品
关税税率	基础关税：49.5% 重要商品：52%	平均关税38%	平均关税20%，其中3200种高达60%	10%附加税	加征30%	钢25%，铝10% 中国商品普遍加征至20%
影响	部分产业恢复 通胀高企	法国将美国汽车从45%提升至100%、西班牙将美国商品提升至40%、德国和意大利提升小麦关税。美国农业局称，由于关税，农民每年损失超过3亿美元。	以加拿大为首的多国反制，1929-1933年期间：进口额从下降66%、出口额下降61%、GDP下降50%、失业率上升8.5BP。加剧了美国大萧条	西方国家股份普跌、加剧经济危机和金融动荡	创造数千个钢铁就业岗位，但导致汽车和家电等下游行业物价飙升，导致流失20万个就业岗位。WTO裁定违规，3年后被取消。	美国失去了24.5万个工作岗位，美国实际总收入每月减少14亿美元，美国消费者每月额外花费32亿美元。

- 今年一季度中国出口美国商品占美国进口比重10.2%，东盟/印度/墨西哥等新兴经济体以及日韩欧等发达经济体确实能替代一部分，但是中国制造业供应链最为完整且产量巨大，其他国家短期根本无法平替中国产能，4月中旬至5月初亚洲其他港口至美线班轮尚未显著增加，短期供应缺口将推升通胀。
- 美国2月库存和销售总额季调分别录得2.59和1.92万亿美元，库销比录得1.35。这就意味着相对低价的商品库存能供应美国民众消费大约5-6周，随后进口的商品将会包含更高的关税，并且逐远递增。其中，进口中国的商品会在2-4月逐月增加10%、10%、125%关税，绝大多数全球进口商品的关税从4月加征10%关税。由于中国制造业供应链最为完整且产量巨大，其他国家短期根本无法平替中国产能，倘若5-6月后中美贸易关系没有明显缓和，美国商场供应缺口将会进一步推升通胀。美国民众对于未来通胀预期创历史新高，4月密歇根大学消费者未来1年和5年通胀预期分别达到6.5%和4.4%。
- 新增关税将在出口国工厂、出口贸易商、进口贸易商和美国消费者等多个环节分摊，但是分摊比例尚未确定，各方会根据谈判地位、依赖程度、盈亏收益等多方面进程博弈。有些原材料和半成品会在美国二次加工。所以，关税影响部分会反映在生产端物价PPI，部分会反映在消费端物价CPI和PCE。
- 值得一提的是，关税政策引发全球经济衰退担忧，从而抑制消费热情，叠加全球原油价格下降，将会部分对冲美国通胀率。



2010-2025年美国商品进口来源国占比													
	墨西哥	中国	加拿大	德国	爱尔兰	越南	日本	韩国	印度	英国	法国	巴西	荷兰
2025年一季度	13.1%	10.2%	10.8%	4.2%	5.9%	3.9%	3.7%	3.2%	2.8%	1.8%	1.7%	1.1%	1.0%
2024	15.3%	13.3%	12.5%	4.9%	3.1%	4.1%	4.5%	4.0%	2.7%	2.1%	1.8%	1.3%	1.0%
2023	15.3%	13.7%	13.5%	5.1%	2.6%	3.7%	4.7%	3.7%	2.7%	2.1%	1.9%	1.3%	1.2%
2022	13.8%	16.4%	13.4%	4.5%	2.5%	3.9%	4.5%	3.5%	2.6%	2.0%	1.8%	1.2%	1.1%
2021	13.4%	17.7%	12.5%	4.7%	2.6%	3.6%	4.7%	3.3%	2.6%	2.0%	1.8%	1.1%	1.2%
2020	13.8%	18.4%	11.5%	4.9%	2.8%	3.4%	5.1%	3.2%	2.2%	2.1%	1.8%	1.0%	1.2%
2019	14.2%	17.9%	12.7%	5.1%	2.5%	2.6%	5.7%	3.1%	2.3%	2.5%	2.3%	1.2%	1.2%
2018	13.4%	21.1%	12.5%	4.9%	2.2%	1.9%	5.6%	2.9%	2.1%	2.4%	2.1%	1.2%	1.0%
2017	13.3%	21.4%	12.7%	5.0%	2.1%	2.0%	5.8%	3.0%	2.1%	2.3%	2.1%	1.3%	0.8%
2016	13.3%	21.0%	12.6%	5.2%	2.1%	1.9%	6.0%	3.2%	2.1%	2.5%	2.1%	1.2%	0.7%
2015	13.0%	21.3%	13.0%	5.5%	1.7%	1.7%	5.8%	3.2%	2.0%	2.6%	2.1%	1.2%	0.7%
2014	12.4%	19.6%	14.6%	5.2%	1.4%	1.3%	5.6%	2.9%	1.9%	2.3%	2.0%	1.3%	0.9%
2013	12.2%	19.2%	14.5%	5.0%	1.4%	1.1%	6.0%	2.7%	1.8%	2.3%	2.0%	1.2%	0.8%
2012	12.0%	18.5%	14.1%	4.7%	1.4%	0.9%	6.4%	2.6%	1.8%	2.4%	1.8%	1.4%	1.0%
2011	11.7%	17.8%	14.1%	4.4%	1.8%	0.8%	5.8%	2.5%	1.6%	2.3%	1.8%	1.4%	1.0%
2010	11.9%	18.8%	14.3%	4.3%	1.7%	0.8%	6.2%	2.5%	1.5%	2.6%	2.0%	1.2%	1.0%

来源：iFinD、Wind、方正中期研究院整理

3、关税战对美国反噬效应明显（2）：滞胀担忧——经济衰退风险上升

方正中期期货
FOUNDER CIFCO FUTURES

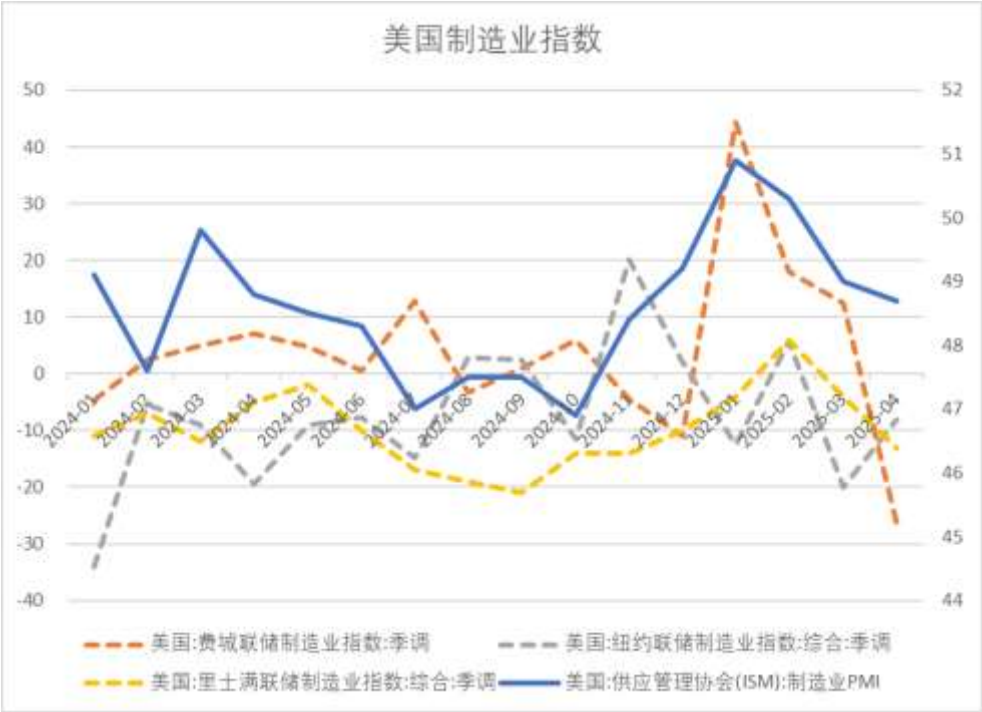
- 关税战后，各大国际机构不同程度下调美国经济增长，下调幅度在0.2-0.8BP不等，巴克莱银行最为悲观，认为今年美国GDP将同比下降0.1%。同时各大国际机构上调了美国在未来1年出现经济衰退的概率，摩根大通大幅上调20BP至60%。
- 单看今年一季度，美国实际GDP录得5.882万亿美元，同比增长2.1%，创近9个季度最低增速；环比下降0.1%，为近三年首度负增长。其中，关税抢运导致“净出口”GDP负项规模创历史新高，是引发美国一季度经济明显降速的最重要因素。“政府消费支出和投资”GDP录得1万亿美元，同比增长2.4%，环比下降0.4%，明显低于2024年3.4%的年度增速。特朗普上台后，要求马斯克领导的效率部大幅削减政府开支以及大规模裁员，引发美国政府投资锐减。在“国内私人投资”GDP板块中，无论住宅类和非住宅类GDP增速均明显降温，仅“私人存货变化”GDP剧增，同比和环比分别增长690%和1476%，折射出美国企业抢在关税全面落地前主动增加库存。
- 虽然特朗普将一季度经济下降归咎于拜登政府的遗留问题，但是客观来说，拜登在执政的2021-2024年期间美国GDP年度增速均值达到3.6%，尤其在美联储加息的三年间依然能保持2.5-3%的年度增速，可见拜登政府在发展经济方面的能力。特朗普上台后，开启关税战、收紧移民政策，加大政府裁员力度等一系列措施，并且朝令夕改，加剧了市场恐慌情绪和不确定性，直接导致美国经济下降、就业降温、美元暴跌。即使美国在一季度通胀持续降温，只能说部分归功于特朗普力主的化石能源扩产，但更主要源于全球经济衰退风险引发需求萎缩以及美联储主席鲍威尔坚持维持利率不变所致。

各大组织对于2025-2026年美国最新经济预期				
	2025年	调整幅度	2026年	调整幅度
IMF	1.8%	0.9BP	1.7%	0.4BP
惠 普	1.7%	-0.4BP	1.6%	-0.5BP
摩根士丹利	1.5%	-0.4BP	1.2%	-0.1BP
OCED	2.2%	-0.2BP		
高 盛	1.7%	-0.5BP		
巴克莱银行	-0.1%	-0.8BP		
瑞士银行	低于1%			
花旗银行	0.1%			

2025年一季度美国实际GDP及各分项增速				
指标名称	实际GDP（万亿美元）	占比	同比	环比
GDP	5.88	100%	2.1%	-0.1%
个人消费	4.09	69.5%	3.1%	0.4%
商品	1.39	23.7%	3.8%	0.1%
耐用品	0.53	8.9%	5.3%	-0.9%
非耐用品	0.87	14.8%	3.0%	0.7%
服务	2.70	45.9%	2.7%	0.6%
国内私人投资	1.13	19.3%	5.9%	5.1%
固定资产投资	1.09	18.5%	2.7%	1.9%
非住宅类	0.90	15.3%	3.6%	2.4%
建筑	0.17	2.9%	-0.4%	0.1%
设备和器械	0.35	5.9%	8.0%	5.2%
知识产权产品	0.38	6.5%	1.8%	1.0%
住宅类	0.20	3.4%	-0.1%	0.3%
私人存货变化	0.04	0.6%	689.8%	1475.9%
净出口	-0.34	-5.8%	40.7%	30.6%
出口	0.66	11.3%	3.0%	0.4%
进口（负项）	1.01	17.1%	13.4%	9.0%
政府消费支出和投资	1.00	16.9%	2.4%	-0.4%

各大组织对于未来1年美国衰退概率预判		
	最新预期	调整幅度
摩根大通	60%	+20BP
高 盛	35%	+10BP
华尔街日报	45%	+23BP

来源：iFinD、公开资料、方正中期研究院整理

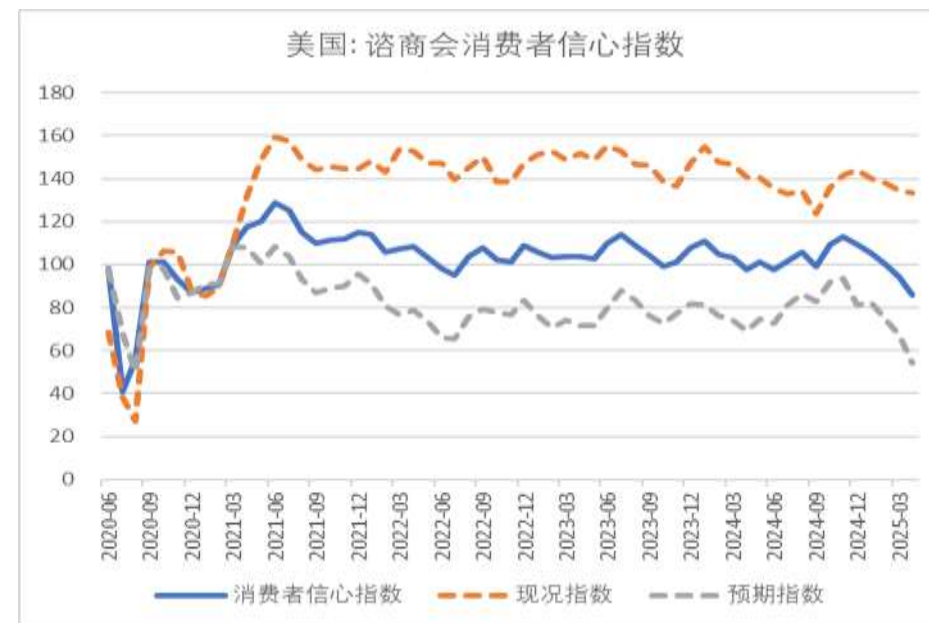
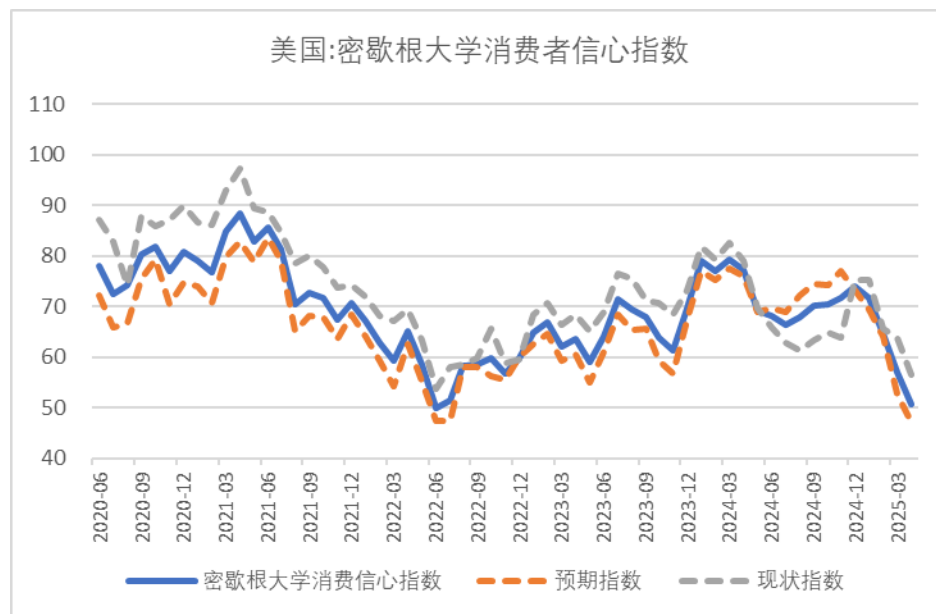


来源：iFinD、方正中期研究院整理

- 关税战全面爆发后，美国制造业萎缩情况就更为明显。4月美国ISM制造业PMI录得48.7，连续两个月低于荣枯线以下。其中，新出口订单PMI录得45.2，创去年12月新低。其中，生产极度萎缩，产出PMI仅录得44，创2020年6月以来新低；“新订单”和“就业”PMI连续三个月低于荣枯线，说明企业因不确定性推迟订单采购以及员工招聘；“物价”PMI创2022下半年新高，可见进口关税引发生产成本不断提升。
- 再看美国各大地区制造业情况，4月费城联储、纽约联储、里士满联储的制造业指数分别录得-26.4、-8.1、-13，分别创近24个月、近1个月、近5个月新低。其中，新订单指数回落显著，支付价格指数攀升。

今年以来，美国消费者信心指数持续下降。1-4月密歇根大学消费者信心指数分别录得71.7、64.7、57、50.8。其中，4月预期录得47.2，创1980年6月以来新低。1-3月谘商会消费者信心分别录得105.3、100.1、92.9。其中，3月美国谘商会消费者信心预期指数录得65.2，创2020年9月新低。

两大消费信心下降尤其预期回落程度更大，主要由于特朗普政府上台后推行了大规模政府裁员、提升关税、收紧移民计划等一系列政策，导致民众对于未来的就业、物价、身份都有极不稳定的预期，从而严重打压了消费热情和积极性。



来源：iFinD、方正中期研究院整理

4、 美联储一季度两场议息会议：停止降息

	2025年5月FOMC声明	2025年3月FOMC声明
基准利率	In support of its goals, the Committee decided to maintain the target range for the federal funds rate at 4-1/4 to 4-1/2 percent. (维持现有利率不变)	In support of its goals, the Committee decided to maintain the target range for the federal funds rate at 4-1/4 to 4-1/2 percent.
经济	Although swings in net exports have affected the data, recent indicators suggest that economic activity has continued to expand at a solid pace. (指出是净出口波动导致GDP数据下滑, 实际经济活动依然强劲。)	Recent indicators suggest that economic activity has continued to expand at a solid pace.
就业	The unemployment rate has stabilized at a low level in recent months, and labor market conditions remain solid. (最近几个月失业率保持低位, 劳动力市场条件保持稳健。)	The unemployment rate has stabilized at a low level in recent months, and labor market conditions remain solid.
通胀	Inflation remains somewhat elevated. (通胀略有回升)	Inflation remains somewhat elevated.
政策目标	The Committee seeks to achieve maximum employment and inflation at the rate of 2 percent over the longer run. Uncertainty about the economic outlook has increased further. The Committee is attentive to the risks to both sides of its dual mandate and judges that the risks of higher unemployment and higher inflation have risen. (进一步强调经济前景的不确定性以及失业率攀升和通胀加剧的风险正在提升)	The Committee seeks to achieve maximum employment and inflation at the rate of 2 percent over the longer run. Uncertainty around the economic outlook has increased. The Committee is attentive to the risks to both sides of its dual mandate.
	The Committee is strongly committed to supporting maximum employment and returning inflation to its 2 percent objective. (委员会正竭尽全力推动最大程度就业以及将通胀回归2%)	The Committee is strongly committed to supporting maximum employment and returning inflation to its 2 percent objective.
决策依据	In considering the extent and timing of additional adjustments to the target range for the federal funds rate, the Committee will carefully assess incoming data, the evolving outlook, and the balance of risks. (在考虑对联邦基金利率目标范围进行额外调整的程度和时间时, 委员会将仔细评估即将到来的数据、不断变化的前景以及风险平衡。)	In considering the extent and timing of additional adjustments to the target range for the federal funds rate, the Committee will carefully assess incoming data, the evolving outlook, and the balance of risks.
	In assessing the appropriate stance of monetary policy, the Committee will continue to monitor the implications of incoming information for the economic outlook. The Committee would be prepared to adjust the stance of monetary policy as appropriate if risks emerge that could impede the attainment of the Committee's goals. The Committee's assessments will take into account a wide range of information, including readings on labor market conditions, inflation pressures and inflation expectations, and financial and international developments. (在评估货币政策适当立场时, 委员会将继续监测最新信息对经济前景的影响。如果出现可能阻碍委员会实现目标的风险, 委员会将准备根据需要调整货币政策的立场。委员会在评估时将考虑各方面信息, 包括劳动力市场状况、通胀压力、通胀预期以及金融和国际发展方面的数据。)	In assessing the appropriate stance of monetary policy, the Committee will continue to monitor the implications of incoming information for the economic outlook. The Committee would be prepared to adjust the stance of monetary policy as appropriate if risks emerge that could impede the attainment of the Committee's goals. The Committee's assessments will take into account a wide range of information, including readings on labor market conditions, inflation pressures and inflation expectations, and financial and international developments.
缩表	The Committee will continue reducing its holdings of Treasury securities and agency debt and agency mortgage-backed securities. (维持现有缩表进度: 国债每月上限50亿美元, 机构债务和MBS的上限为350亿美元。)	The Committee will continue reducing its holdings of Treasury securities and agency debt and agency mortgage-backed securities. Beginning in April, the Committee will slow the pace of decline of the securities holdings by reducing the monthly redemption cap on Treasury securities from \$25 billion to \$5 billion. The committee will maintain the monthly redemption cap on agency debt and agency mortgaged-backed securities at \$35 billion.
投票结果	Voting for the monetary policy action were Jerome H. Powell, Chair; John C. Williams, Vice Chair; Michael S. Barr; Michelle W. Bowman; Susan M. Collins; Lisa D. Cook; Austan D. Goolsbee; Philip N. Jefferson; Neel Kashkari; Adriana D. Kugler; Alberto G. Musalem; and Christopher J. Waller. Neel Kashkari voted as an alternate member at this meeting. (全票通过。明尼阿波利斯联储银行行长卡卡尔卡利代替堪萨斯城联储银行行长施密德参加此次议息会议。)	Voting for the monetary policy action were Jerome H. Powell, Chair; John C. Williams, Vice Chair; Michael S. Barr; Michelle W. Bowman; Susan M. Collins; Lisa D. Cook; Austan D. Goolsbee; Philip N. Jefferson; Adriana D. Kugler; Alberto G. Musalem; and Jeffrey R. Schmid. Voting against this action was Christopher J. Waller, who supported no change for the federal funds target range but preferred to continue the current pace of decline in securities holdings.
备注: 红色代表做过调整, 褐色代表未做调整。		



- ◆ **经济方面：**较为稳健。一季度GDP下降主要由于关税抢运导致进口贸易额大幅增长所致。私人国内最终消费依然强劲，增速达到3%，与去年基本一致。对于设备和无形资产的投资已从去年四季度的疲软中逐步恢复。不过，家庭和企业由于贸易政策对于未来的不确定性正在增加，这将影响未来的消费和投资。第一季度消费者支出、库存可能会向上修正。GDP数据的波动不会真正改变我们的处境。
- ◆ **通胀方面：**通胀率已从2022年中的峰值不断趋缓，但PCE与核心PCE同比增速依然达到2.3%和2.6%，仍高于2%的长期通胀目标。消费者、企业和专业分析师均认为关税政策是通胀的重要驱动因素。不过，明年或者更长期，通胀预期依然能稳定在2%。
- ◆ **就业方面：**通胀率已从2022年中的峰值不断趋缓，但PCE与核心PCE同比增速依然达到2.3%和2.6%，仍高于2%的长期通胀目标。消费者、企业和专业分析师均认为关税政策是通胀的重要驱动因素。不过，明年或者更长期，通胀预期依然能稳定在2%。
- ◆ **政府政策方面：**本届政府在贸易、移民、财政政策和法规方面做了重大调整。关税加征幅度远超预期。而且，这些政策一直在变化，会对经济造成极强的不确定性。鲍威尔认为将导致通胀攀升，经济增速下滑，失业率上升。关税对于通胀影响可能是一次性的也有可能是长期的，主要取决于关税征收范围和持续时间。
- ◆ **双重任务：**目前下结论为时尚早，因为并不清楚关税影响程度。如果特朗普维持高关税，美联储将无法在未来一年中对实现通胀和就业两大使命取得进展。不能说失业率上升多少是可以容忍的，需要同时关注失业率和通胀。如果双重目标之间存在矛盾，要考虑与目标之间的距离和弥合差距的时间。
- ◆ **未来货币路径：**鲍威尔认为不急于调整利率，未来以数据作为决策依据。当被问及3月点阵图显示今年降息两次时，现在不能做出预测，要等到6月份。
- ◆ **美联储独立性：**不愿意就“特朗普决定不解雇他”发表言论，声称美国总统特朗普要求降息根本不会影响美联储的工作。从不会主动寻求与任何美国总统会面，如果曾经有过会面，那也是因为对方作为民选领导人主动提出交流的。国会的财政政策无需征询美联储意见，同样美联储的货币政策也不需要国会提供建议。
- ◆ **中美贸易谈判：**美国似乎正在进入一个新的阶段，贸易谈判正在开始，这可能会实质性地改变局势，也有可能不会变。我们谨慎地避免在事实发生变化时做出结论性的判断。最终这要由政府来决定，这是他们的职责，不是我们的，美联储没有很好的工具来解决供应链问题。

综合来看，鲍威尔讲话尽显鹰派，顶住了来自总统特朗普的降息压力，不断强调经济强劲和就业稳定，同时指出通胀预期攀升，为维持现有货币政策的决定提供支撑。同时，鲍威尔也表达了关税政策对于经济和通胀引发重大不确定性的担忧。鉴于鲍威尔鹰派发言，美元指数一度反弹逼近100点整数关。市场更担忧经济衰退以及失业率攀升，对于降息预期较高。CME美联储观察显示，6月不降息概率达到76.7%，下轮降息或发生于7月，2025年降息3轮的概率最高，达到38.5%。



CONTENT 目录

第一部分 全球：经济和贸易受关税影响萎缩

第二部分 美国：受关税政策反噬效应明显

第三部分 欧洲：关税战打断欧元区复苏进程 英国成为首个与美签署协议
的国家

第四部分 日韩：日本对美关税态度转鹰 韩国4月贸易额环比微降

第五部分 新兴经济体：制造业扩张放缓 越南4月出口喜忧参半

第六部分 全球宏观经济综合展望

【欧元区】

今年以来，得益于欧洲央行连续6轮降息以及德国超宽松的财政政策，欧元区经济预期明显回暖，一季度实际GDP录得2.87亿欧元，同比增长1.19%，创近8个季度最快增速；环比增长0.35%，高于前值0.24%。3月ZEW欧元区经济景气指数达到39.8，创近8个月新高；德国更是录得51.6，创2022年3月以来新高。

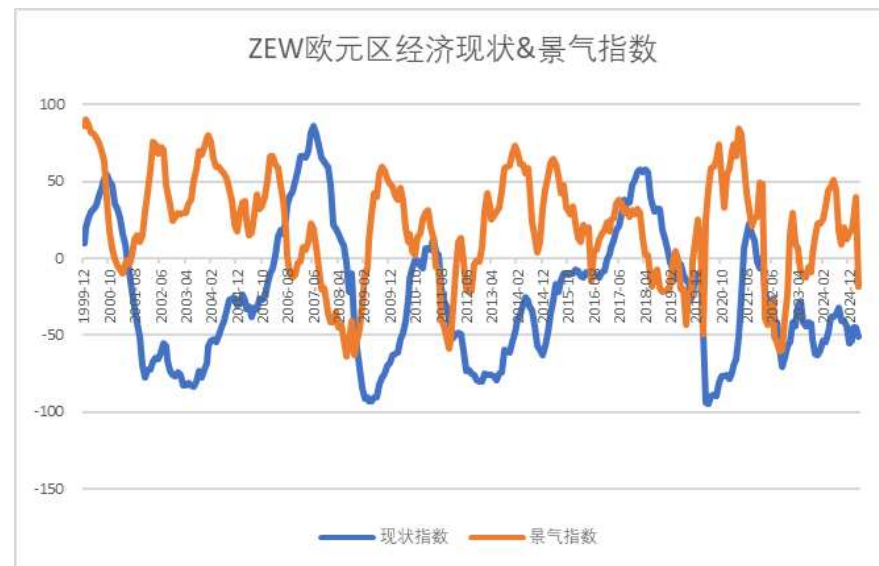
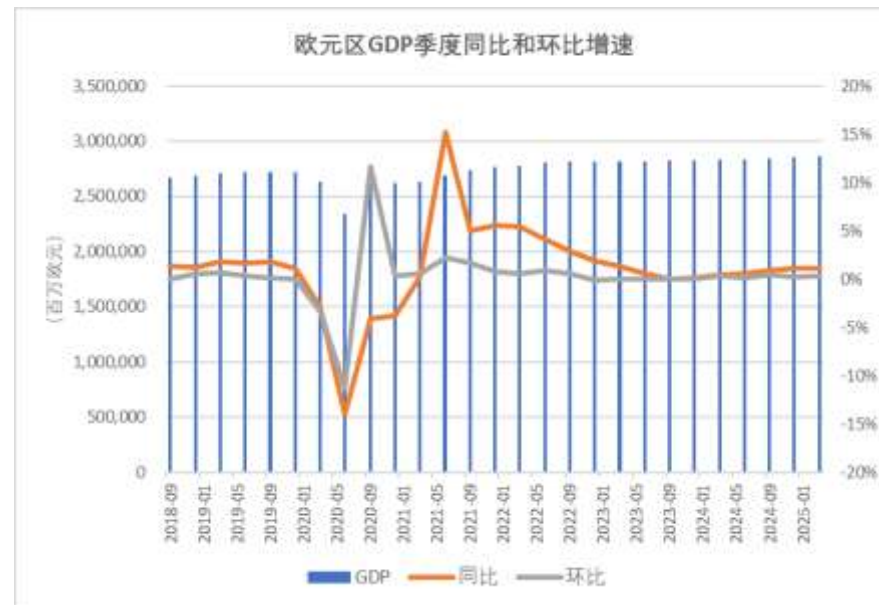
不过，特朗普的关税政策打断了欧元区经济复苏的步伐。虽然特朗普允许对欧盟20%对等关税延迟90天，但依然征收25%汽车和钢铝关税，汽车和钢材一直以来都是德国乃至整个欧元区的支柱产业，大幅征税将严重影响欧元区两大产业在美国市场的价格竞争力。同时，欧美关税谈判并不顺利，市场担忧豁免期结束后，美国将继续对欧盟加征高额关税。4月欧元区各项经济指数急转直下。4月欧元区ZEW经济景气指数呈断崖式下降，回落至-14，近1年半首度低于负值，创近21个月新低。消费者信心指数、工业景气指数和服务业景气指数分别录得-16.7、-11.2和1.4，均低于前值和预期。4月欧元区制造业和服务业PMI分别录得49和49.7，均低于荣枯线。鉴于关税战未进一步恶化，5月欧元区投资者信心指数录得-8.1，其中现状指数和预期指数分别录得-19.3和3.8，均高于前值。

欧洲各级官员对于欧盟未来发展忧心忡忡。欧盟委员会主席冯德莱恩表示，美国对欧盟钢铝进口征收25%关税，将损害就业，推动价格上涨，扰乱供应链，给欧盟和美国经济带来不确定性。欧洲央行副行长金多斯表示，与贸易相关的异常不确定性加剧了风险，出口商面临新障碍，商业投资可能受到抑制，消费者也可能变得更加谨慎。英国首相斯塔默表示，任何关税措施都会让人感到担忧。IMF将2025-2026年欧元区经济增速预期下调0.2BP至0.8%和1.2%。

为了反制美国，欧盟计划对950亿欧元的美国进口产品采取报复措施，涵盖美国飞机、鱼类、汽车、化学品、塑料等产品，并可能对美国葡萄酒、啤酒和烈酒进口实施限制。欧盟表示美国对等关税违反世贸组织规则，已向世贸组织提起申诉。

【英国】

4月英国分别录得45.4和48.9，均低于荣枯线。英国将削减或取消非关税壁垒，对美国牛肉、乙醇、谷物等产品及一些工业产品扩大市场准入，其中将乙醇和配额内农产品的关税降至零。美国每年从英国出口到美国的前10万辆汽车按10%额外关税税率征税，超过部分按25%额外关税税率征税，但是依然保留向全球普征的10%基础关税，美方解释称担忧其他国家商品伪造原产地。具体细节尚未敲定，还在商议中。在5月议息会议中，英国央行将2025年经济增速上调0.3BP至1%，将2026年下调0.25BP至1.25%。



来源：iFinD、方正中期研究院整理

- ◆ 欧洲央行4月议息会议：4月17日欧洲央行宣布议息会议决议，将三大基准利率（隔夜存款利率、主要再融资利率、隔夜贷款便利利率）分别下调25BP至2.25%、2.4%、2.65%。这是欧洲央行自去年6月以来连续第7轮降息。欧洲央行表示，此次降息是基于其对通胀前景、潜在通胀动态以及货币政策传导力度的最新评估。欧洲央行在公报中说，由于贸易紧张局势加剧，增长前景已经恶化。不确定性的增加可能会削弱家庭和企业的信心，拖累欧元区的经济前景。
- ◆ 英国央行5月议息会议：英国央行在5月8日的议息会议中宣布将基准利率下调0.25BP至4.25%。这是去年8月以来，英国央行的第四轮降息，目前已累计降息100BP。不过，此次降息25BP仅以5-4微弱优势通过，足以可见委员会内部对于降息分歧巨大。在9名委员中，2名委员认为应该降息50BP，5名议员赞同降息25BP，还有2名委员不赞同降息。英国央行将2025年经济增速上调0.3BP至1%，将2026年下调0.25BP至1.25%。英国央行行长贝利表示：“通胀压力持续缓解，因此我们得以再次降息，但过去几周已经表明，世界经济走向难以预测，我们需要坚持渐进和审慎地进行调整。”
- ◆ 鉴于关税政策对于欧洲的经济影响，市场押注欧洲央行和英国央行未来将继续采取宽松的货币政策。利率掉期显示欧洲央行将于6月再度降息25BP，下半年还将降息1-2轮；英国央行将在8月继续降息，四季度再降息1轮。

欧元区利率掉期（2025年5月9日）

地区：欧元区 »			工具：隔夜指数掉期 »		
目标利率	2.2500	定价日期	05/09/2025 日		
有效利率	2.1710	当前隐含隔夜利率	2.168		
会议	加息/降息#	加息/降息%	隐含利率变动	隐含利率	假定利率变动
06/05/2025	-0.929	-92.9%	-0.232	1.935	0.250
07/24/2025	-1.367	-43.7%	-0.342	1.826	0.250
09/11/2025	-1.953	-58.6%	-0.488	1.680	0.250
10/30/2025	-2.110	-15.8%	-0.528	1.640	0.250
12/18/2025	-2.473	-36.3%	-0.618	1.549	0.250
02/05/2026	-2.420	+5.3%	-0.605	1.563	0.250
03/19/2026	-2.417	+0.2%	-0.604	1.563	0.250

英国利率掉期（2025年5月9日）

地区：英国 »			工具：隔夜指数掉期 »		
目标利率	4.250	定价日期	05/09/2025 日		
有效利率	4.21000	当前隐含隔夜利率	4.210		
会议	加息/降息#	加息/降息%	隐含利率变动	隐含利率	假定利率变动
06/19/2025	-0.213	-21.3%	-0.053	4.157	0.250
08/07/2025	-0.969	-75.6%	-0.242	3.968	0.250
09/18/2025	-1.386	-41.7%	-0.347	3.863	0.250
11/06/2025	-2.003	-61.7%	-0.501	3.709	0.250
12/18/2025	-2.295	-29.2%	-0.574	3.636	0.250
02/05/2026	-2.656	-36.1%	-0.664	3.546	0.250
03/19/2026	-2.719	-6.2%	-0.680	3.530	0.250
04/30/2026	-2.958	-23.9%	-0.739	3.471	0.250



CONTENT 目录

第一部分 全球：经济和贸易受关税影响萎缩

第二部分 美国：受关税政策反噬效应明显

第三部分 欧洲：关税战打断欧元区复苏进程 英国成为首个与美签署协议的国家

第四部分 日韩：日本对美关税态度转鹰 韩国4月贸易额环比微降

第五部分 新兴经济体：制造业扩张放缓 越南4月出口喜忧参半

第六部分 全球宏观经济综合展望

◆ 美国宣布对等关税后，日本最初表态较为鸽派，明确不会反制美国。随着表态逐步转鹰，声明不会做过多让步。在第二轮美日关税谈判破裂时，日本甚至威胁美国将大量抛售美债。日本是美国最大海外美债持有国，2月持有规模达到1.13万亿美元，占海外持有比重达到12.8%。一旦日本大量抛售美债，将导致美债价格跳水，收益率急速攀升，加剧未来发行成本。

◆ 4月日本两大产业并未受到关税战的过多影响。制造业PMI录得48.7，高于前值，连续10个月低于荣枯线；服务业PMI录得52.4，高于前值，连续半年高于荣枯线。



◆ 一季度韩国实际GDP录得571.2万亿韩元，同比下降0.31%，为2021年以来首次出现负增长；环比下降0.2%，为近三个季度首度出现负增长。4月韩国出口贸易额录得582.1亿美元，同比增长3.7%，环比下降0.01%。韩国政局动乱、同时受到关税政策影响，造成经济和外贸不振。





CONTENT 目录

第一部分 全球：经济和贸易受关税影响萎缩

第二部分 美国：受关税政策反噬效应明显

第三部分 欧洲：关税战打断欧元区复苏进程 英国成为首个与美签署协议的国家

第四部分 日韩：日本对美关税态度转鹰 韩国4月贸易额环比微降

第五部分 新兴经济体：制造业扩张放缓 越南4月出口喜忧参半

第六部分 全球宏观经济综合展望

2025年全球主要新兴经济体对外出口贸易额月度同比增速													
板块	南亚/东南亚							欧洲/亚洲		南美/北美			非洲
国家	印度	越南	马来西亚	印尼	泰国	菲律宾	文莱	土耳其	俄罗斯	阿根廷	巴西	墨西哥	南非
2025-04		21.0%											
2025-03	0.7%	13.2%	6.8%	3.2%	17.8%	5.9%		3.4%		3.2%	5.5%	9.6%	4.5%
2025-02	-10.9%	25.3%	6.2%	13.9%	14.0%	4.8%	-27.0%	-1.6%	-2.8%	11.9%	-2.3%	-2.9%	0.0%
2025-01	-2.4%	-4.2%	0.3%	4.6%	13.6%	6.3%	-6.8%	5.8%	2.8%	10.2%	-5.1%	5.5%	0.9%

2025年全球主要新兴经济体CPI同比增速															
板块	南亚/东南亚								欧洲/亚洲		南美/北美				非洲
国家	印度	印尼	马来西亚	泰国	越南	老挝	菲律宾	沙特	土耳其	俄罗斯	巴西	阿根廷	智利	墨西哥	埃及
2025-04		2.0%		-0.2%	3.1%		1.4%		37.9%						
2025-03	3.3%	1.0%	1.4%	0.8%	3.1%	11.2%	1.8%	2.3%	38.1%	10.3%	5.2%	55.9%	4.9%		
2025-02	3.6%	-0.1%	1.5%	1.1%	2.9%	12.7%	2.1%	2.0%	39.1%	10.1%	4.9%	66.9%	4.7%	3.8%	12.8%
2025-01	4.3%	0.8%	1.7%	1.3%	3.6%	15.5%	2.9%	2.0%	42.1%	9.9%	4.2%	84.5%	4.9%	3.6%	24.0%

2025年全球主要新兴经济体制造业PMI													
国家	印度	巴西	俄罗斯	越南	墨西哥	印尼	马来西亚	南非	土耳其	泰国	菲律宾	缅甸	
2025-01	57.70	50.70	53.10	48.90	49.10	51.90	48.70	42.50	48.00	49.60	52.30	47.40	
2025-02	56.30	53.00	50.20	49.20	47.60	53.60	49.70	46.00	48.30	50.60	51.00	48.50	
2025-03	58.10	51.80	48.20	50.50	46.50	52.40	48.80	50.26	47.30	49.90	49.40	49.80	
2025-04	58.20	50.30	49.30	45.60	44.80		48.60	41.41	47.30	49.50	53.00	45.30	

来源：iFinD、方正中期研究院整理

- ❑ 出口：4月越南出口贸易额录得374.5亿美元，同比增长21%，环比下降2.8%。
- ❑ 通胀：物价增速整体放缓，尤其身处恶性通胀的土耳其和阿根廷，最新CPI同比增速分别录得37.9%和55.9%。
- ❑ 制造业：4月印度制造业PMI录得58.2，创近10个月新高。印度承接中国外溢订单以及庞大的内需，因此制造业继续高速扩张。



CONTENT 目录

第一部分 全球：经济和贸易受关税影响萎缩

第二部分 美国：受关税政策反噬效应明显

第三部分 欧洲：关税战打断欧元区复苏进程 英国成为首个与美签署协议的国家

第四部分 日韩：日本对美关税态度转鹰 韩国4月贸易额环比微降

第五部分 新兴经济体：制造业扩张放缓 越南4月出口喜忧参半

第六部分 全球宏观经济综合展望

- ◆ 由于关税战，企业会选择观望，推迟投资；民众担忧经济衰退，失业率攀升，消费信心下降，从而收紧银根。全球主要机构下调2025-2026年世界经济增速预期，下调幅度在0.1-0.6BP不等，2025年中枢被下调至2.6-2.7%，2026年中枢被下调至2.7-2.8%。世界贸易遭到关税直接冲击，据WTO推算，2025年世界商品贸易量同比下降0.2%，相比关税战之前的+2.7%，被下调了2.9BP。2026年世界商品贸易量同比增长2.5%，相比关税战之前的预测被下调了0.4BP。
- ◆ 美国从4月起进口因关税将大幅缩水，二季度“净出口”GDP负项规模有望明显收窄，二季度整体GDP环比增速有望实现小幅正增长，可以避免技术性衰退。不过，美国受关税战的反噬效应更为明显，叠加政府裁员和收紧移民等措施将会令美国“居民消费”、“企业投资”、“政府支出”GDP增速出现放缓。目前美国深陷滞胀风险，对外贸易下降幅度预计将远超其他国家，居民消费信心骤降，并且本国制造业并未因关税保护而强大，反而出现萎缩。关税战后，各大国际机构不同程度下调美国经济增长，下调幅度在0.2-0.8BP不等。摩根大通认为美国在未来1年出现经济衰退的概率将达到60%。欧元区良好的复苏进程被关税战打断，不过欧洲央行连续降息以及德国超宽松的财政政策，可以让欧元区避免衰退，二季度将处于弱复苏，全年经济增长预计低于1%。英国成为首个与美国达成贸易协议的国家，但诸多细节尚未确定且仅针对汽车减免税收，对英国刺激作用相对有限。去年日本经济差点出现衰退，今年日本首先要保证正增长。日本是家庭消费驱动型的经济体，预计今年春季工资谈判会像去年一样取得一定幅度增长，有利于刺激日本经济恢复。印度和东盟增速放缓，但在新兴经济体中的增速依然居前，主要得益于中美关税战后订单外溢以及庞大的内需市场。俄罗斯今年处境会更为艰难，美英有意让本国和OPEC+扩产，进一步压低石油价格，俄罗斯财政收入将会缩水。俄罗斯正在被西方列强排出世界主流经济圈中。俄罗斯应该趁特朗普撮合时，尽快摆脱俄乌冲突，不然军费支出还将持续攀升，导致更为严重财政赤字和通胀问题。
- 美联储下轮降息或发生于7月，预计2025年降息三轮，预计二季度美元指数中枢在98-104点区间震荡。欧洲受关税战冲击，欧洲央行和英国央行可能会降低对于通胀重视程度，今年欧洲央行和英国央行还将降息两轮和三轮。日本银行今年可能还将加息一轮，主要得益于经济复苏、工资上涨以及暂无通胀风险。瑞士国家银行已降息至0.5%，鉴于贸易战以及对美出口依赖度较高，瑞士在2025年可能再度回归负利率。

本报告中的信息均源于公开资料，方正中期期货研究院对信息的准确性及完备性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。

我们力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息和意见并不构成所述期货合约的买卖出价和征价，投资者据此作出的任何投资决策与本公司和作者无关，方正中期期货有限公司不承担因根据本报告操作而导致的损失，敬请投资者注意可能存在的交易风险。

本报告版权仅为方正中期期货研究院所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制发布，如引用、转载、刊发，须注明出处为方正中期期货有限公司。



谢 谢！

方正中期期货有限公司

上海市浦东新区世纪大道1589号长泰国际金融大厦1107室