



关税博弈狂飙！ 底层逻辑及行业影响分析

联合资信 研究中心 | 王 妍 | 王信鑫 | 吴 玥



联合资信评估股份有限公司
China Lianhe Credit Rating Co.,Ltd.



摘要

2025年4月3日，美国总统特朗普宣布“对等关税”政策，对进口自所有国家的商品征收10%的关税，针对中国征收34%的进口关税，并取消小额关税豁免。对此，中国迅速采取包括报复性关税、出口管制等在内的反制措施，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。4月8日，特朗普政府宣布在34%的基础之上再次对中国加征50%的关税。4月9日特朗普表示将对中国关税征收提升至125%。

从特朗普政府综合博弈的政策特点来看，结合上一轮中美贸易摩擦的走势，后续通过中美通过谈判缓和关税摩擦的可能性较高。

特朗普政府“对等关税”政策本质是经济民族主义与地缘战略的混合产物，征收逻辑的本质是以关税为筹码，试探各国底线，寻求对自身最有利的谈判结果。同时差异化豁免与选择性施压策略引发全球产业链“重新站队”，将贸易问题与地缘政治绑定。中国的应对策略既坚守多边主义底线，又通过市场多元化和国际协调构建战略韧性。当前在冲突持续升级与动态博弈格局不断变化的基础上，90天的关税延迟期或将成为缓冲窗口，既为各方保留了核心谈判筹码的存续效力，又构建了战略决策的过渡空间。

对于经济而言，2019年以来净出口对中国经济的拉动作用越趋明显，成为GDP增长的重要支撑，2024年拉动GDP增长1.52个百分点。若特朗普关税持续升级并落地，直接贸易及转口贸易将进一步承压，净出口或由拉动项转为拖累项。对债市而言，“对等关税”的实施将通过“避险情绪+经济放缓”逻辑支撑债市行情，但货币政策的外溢约束（如汇率、资本流动）可能限制收益率下行空间。对企业信用基本面而言，鉴于中美关税博弈尚处于对峙期初，且呈升级演绎态势，对美出口依存度高的行业或面临出口持续受阻，供过于求格局可能加剧，如轻工制造及纺织服饰业、低值耗材及部分原料药等医药生物业、通信设备制造、汽车零部件及家电等行业信用水平阶段性承压，并沿着产业链向关联影响行业传导。上述行业内，企业溢价能力弱且盈利空间窄的企业，亦将面临较大债务压力。

一、“对等关税”政策梳理

北京时间2025年4月3日，美国总统特朗普宣布“对等关税”相关政策并签署总统行政令：4月5日起对进口自所有国家的商品征收10%的关税，4月9日起对进口自中国等约60个国家和地区的产品征收更高的关税，其中对中国产品的“对等关税”税率为34%，并签署额外行政令取消小额关税豁免；4月8日，特朗普政府宣布

在 34% 的基础之上再次对中国加征 50% 的关税；4 月 9 日特朗普表示将对中国关税征收提升至 125%。

整体来看，“对等关税”框架下采用了全面“地毯式”加征关税与“一国一税率”的国别式关税叠加。

（一）“对等关税”公布后各方反应

1. “对等关税”的具体内容

特朗普政府提出的“对等关税”主要包含三个层面：一是国家层面。即对贸易国家征收相等税率，例如 A 国对美国的进口商品实行 100% 的进口税率，那么也将对该国商品征收 100% 的关税。二是商品层面。即对贸易国家的同等商品征收对等相同的税率。例如 A 国对来自美国的汽车征收 100% 关税，那么美国也将对来自 A 国的汽车征收 100% 的关税。三是非关税壁垒层面。这一层主要涉及增值税等非关税内容。

其实 4 月 3 日以来宣布的“对等关税”并非此次特朗普第二次上任以来的首次关税政策，自 2 月以来，特朗普政府已多次在国家层面和商品层面上挥舞“关税大棒”，试图以此减少美国贸易逆差，并重构以美为中心的贸易秩序。

表 1.1 特朗普政府上任以来实行的关税措施

类型	国家/商品	主要内容	生效时间
国家层面	中国	1) 2 月 1 日宣布对中国所有商品加征 10% 关税 2) 3 月 3 日对中国所有商品加征提高至 20% 3) 4 月 3 日宣布对中国加征 34% 的关税 4) 4 月 8 日宣布对中国再次加征 50% 的额外关税 5) 4 月 9 日宣布对中国关税征收上调至 125%	已生效
	加拿大、墨西哥	1) 2 月 1 日宣布自 2 月 4 日期起，对所有商品加征 25%（其中能源和钾肥征收 10%）。后延缓至 3 月 4 日 2) 3 月 5 日和 6 日宣布对符合 USMCA 的商品实施 0 关税，不符合 USMCA 加征 25%（其中能源和钾肥征收 10%）	已生效
	全部贸易国	1) 4 月 3 日宣布，对进口自所有国家的商品征收 10% 的关税，对部分国家征收“对等关税” 2) 4 月 9 日宣布，对没有以任何形式对美国进行报复的国家实行 90 天暂停关税计划，在此期间关税将至 10%	已生效
商品层面	钢铁、铝	2 月 10 日，宣布对钢铁和铝征收 25% 关税	已生效
	汽车和汽车零部件	3 月 26 日，宣布对进口美国市场的汽车加征 25%	已生效
	铜	2 月 25 日，宣布对铜启动 232 调查	待生效

类型	国家/商品	主要内容	生效时间
	木材、木料及其衍生品	3月1日，宣布启动232调查	待生效

数据来源：联合资信根据新闻整理

2. 各国的反应

针对特朗普政府的“对等关税”政策，多个国家纷纷表明立场，表示将对美国关税进行回应。

表 1.2 各国对美国的“对等关税”的反应

国家	态度	对关税的反应
欧盟	反制	4月9日欧盟成员投票通过对部分美国产品征收25%关税，以对3月12日的关税政策进行反制，该反制措施涉及的商品价值约为210亿欧元，首批将于4月15日生效
加拿大	反制	尽管美国没有将加拿大列为征收“对等关税”的国家，但仍对加拿大的钢铝、汽车、半导体、木材等征收关税，对此加拿大宣布对美国汽车对等征收25%关税，关税措施将于美国东部时间4月9日生效
日本	协商	4月5日，日方表示强烈敦促美国重新考虑；4月9日日方表示不会以美元国债作为对抗美国关税的措施
新加坡	协商	新加坡总理兼财政部长黄循财表示，美国正在抛弃自己创建的贸易体系，“对等关税”新做法完全违背了世界贸易组织的框架，全球爆发全面贸易战的可能性正在增加，这将对全球经济造成沉重打击，极为依赖贸易的新加坡所受打击会更沉重。新加坡副总理兼贸工部长颜金勇也对美国征税决定“深感失望”
马来西亚	协商	马来西亚总理安瓦尔4月4日在社交媒体上表示，他已与印尼、菲律宾、文莱和新加坡领导人通话，就美国“对等关税”进行讨论和征求意见，协调联合应对措施。
泰国	协商	4月3日，泰国总统佩通坦表示，泰国已经做好一项强有力的计划以应对美国不断加强的关税，并表示希望通过谈判来达到减少关税的目的
韩国	协商	4月8日，特朗普表示与韩国代理总统进行了通话，并透露双方讨论了关税、造船、韩国购买美国液化天然气以及支付美国为韩国提供的重大军事保护费用等内容，韩国承诺不会进行反制
越南	妥协	4月4日，越南表示“愿意与美国谈判，将越南对美国进口的关税将至0%，并要求美国对越南进口商品同样征收0关税”
以色列	妥协	当地时间4月1日晚，以色列政府发布声明称将取消迄今为止对所有自美国进口的商品征收的关税，但美国政府仍宣布对以色列输美商品征收17%的关税。以色列总理在与特朗普会谈后表示，以色列将尽快消除对美贸易赤字

数据来源：联合资信根据新闻整理

(二) 中国的政策应对

自美国4月3日加征“对等关税”后，中国在4月4日起推出了包括报复性关

税、出口管制、立案调查等在内的全面应对措施。

表 1.3 自 2 月以来中国对美国关税的反制措施

美国关税政策	中国的反制措施
2 月 1 日，对中国所有商品加征 10%	1) 对煤炭、液化天然气加征 15%关税 2) 对原油、农业机械、大排量汽车、皮卡加征 10%关税 3) 对钨、铀、铋、钼和钢等稀有金属相关产品的出口管制 4) 将美国 PVH 集团和因美纳公司列入不可靠实体
3 月 3 日，对中国所有商品加征提至 20%	1) 对鸡肉、小麦、玉米、棉花加征 15%关税 2) 对高粱、大豆、猪肉、牛肉、水产品、水果、蔬菜、乳制品加征 10%关税 3) 决定将莱多斯公司等 15 家美国实体列入出口管制管控名单 4) 决定将特科姆公司等 10 家实体列入不可靠实体清单 5) 暂停进口美国原木 6) 暂停美国 CHS Inc 等 3 家企业大豆输华资质
4 月 3 日，对中国产品实行 34%的“对等关税”	1) 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) 对钐、钇、铽、镱、铟、铊等 7 类中重稀土相关物项实施出口管制措施，并于发布之日起正式实施 3) 将 16 家美国实体列入出口管制管控名单，禁止对其出口两用物项 4) 决定将斯凯迪奥公司等 11 家美国企业列入不可靠实体清单 5) 暂停美国 2 家禽肉企业产品输华 6) 暂停美国 C&D (USA) INC.企业高粱和 American Proteins inc.等 3 家企业禽肉骨粉输华资质 7) 对进口医用 CT 球管发起超产业竞争力立案调查 8) 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
4 月 8 日，对中国再次加征 50%的额外关税	1) 4 月 9 日，宣布自 2025 年 4 月 10 日 12 时起，对原产于美国的进口商品再加征 50%关税，加征后对美商品加征关税由 34%上升至 84% 2) 将护盾人工智能公司等 6 家美国企业列入不可靠实体清单 3) 将美国光子公司等 12 家美国实体列入出口管制管控名单
4 月 9 日，对中国关税征收提升至 125%	截至发文时，暂未回应

数据来源：联合资信根据新闻整理

（三）回顾上一次中美贸易摩擦（2018 年—2020 年）

特朗普第二次上台以后对中国实行的关税政策，对比 2018 年特朗普对中国实施的政策来看，本次“关税大棒”在强度与广度上均远超 2018 年。

短期内，不排除双方关税政策会进一步升级。但从特朗普政府综合博弈的政策特点来看，结合上一轮中美贸易摩擦的走势，后续中美通过谈判缓和关税摩擦的可能性较高，但关税影响并不会消失，或将长期对中国外贸企业产生影响。

表 1.4 上一轮贸易战中中国对美国关税的主要反制措施

时间	美国的关税政策	中国的反制措施
2018/3/1	宣布计划对进口钢铁和铝材全面课征 25%和 10%的关税	
2018/3/22	特朗普签署总统备忘录，依据 1974 年贸易法第 301 条，宣布对从中国进口的约 500 亿美元商品加征 25%的关税	
2018/4/2		中国对原产于美国的 7 类 128 项进口商品中止关税减让义务
2018/7/6	对从中国进口的约 340 亿美元商品征收 25%的关税	对原产于美国的 545 种商品征收 25%的关税，价值 340 亿美元
2018/8/23	对价值 160 亿美元的中国商品再征收 25%的关税	对价值 160 亿美元的美国商品再征收 25%的关税
2018/9/24	对价值 2000 亿美元的中国进口商品征收 10%的关税	对 600 亿美元的美国商品征收关税作为回应
2018/12/1	中美在 G20 峰会上达成 90 天贸易休战协议，暂停加征关税	
2019/5/10	将价值 2000 亿美元的中国商品关税从 10%提高到 25%	
2019/6/1		对原产于美国的价值 600 亿美元的部分进口商品提高加征关税税率。对 2493 个税目商品实施加征 25%的关税；对 1078 个税目商品实施加征 20%的关税；对 974 个税目商品实施加征 10%的关税；对 595 个税目商品仍实施加征 5%的关税
2020/1/15	中美签署第一阶段经贸协议	

数据来源：联合资信根据新闻整理

二、具体细节及事件演绎方向

（一）“对等关税”的逻辑本质

特朗普政府提出的“对等关税”政策在国别和产品的征收逻辑上，主要基于贸易逆差规模、战略产业保护、谈判施压需求等原则，同时结合政治与经济盟友关系进行调整。

在国别选择上，美国关税政策对不同国家的具体征收标准呈现出显著的差异性，主要以贸易逆差为导向，通过差异化豁免与选择性施压策略分化盟友。

美国以贸易逆差为导向，对中国、越南等长期顺差经济体实施高关税，其中中国因占美国货物贸易逆差近 30%成为重点打击对象，在以芬太尼为由先后两次对中国

加征合计 20%关税的基础上，又加征 34%的“对等关税”并进一步加征 50%关税。

同时，政策通过差异化豁免与选择性施压策略分化盟友：北美邻国加拿大、墨西哥因《美墨加协定》获得部分供应链绑定豁免，但保留“若顺差扩大则加税”的灵活条款；韩国、以色列等可通过承诺减少顺差或扩大在美投资换取豁免；对欧盟则采取“分而治之”，对欧盟汽车加税的同时豁免波兰、匈牙利等东欧国家的钢铁产品，削弱欧盟内部凝聚力。

在产品选择上，美国关税政策对特定产品类别的影响尤为显著，主要体现了战略优先的逻辑。

半导体、电动汽车等“中国制造 2025”核心产业被加征 34%关税，旨在限制中国技术升级和全球市场份额扩张；钢铁、铝、机械等基础工业品税率提升，推动传统制造业回流。

（二）中方态度的逻辑

面对美国特朗普政府以“对等关税”为核心的单边主义贸易政策，中方展现出“反制与韧性并重”的应对态度，既坚守多边贸易规则底线，同时为后全球化时代的竞争格局积累战略筹码。

通过国际规则框架维护自身权益。2025 年 4 月，中国正式向世界贸易组织(WTO)提起诉讼，明确指出美国单边加征关税的行为违反多边贸易规则，破坏全球贸易体系的稳定性。

明确反制单边主义立场。中国外交部与商务部多次重申“反对贸易保护主义，坚持多边主义”的核心立场，强调“对话协商而非关税壁垒才是解决贸易分歧的正道”，并以“对等关税”调查（如针对美农产品和化工品）即时回应美方挑衅，展现“奉陪到底”的反制决心。

外贸市场多元化加速推进。2024 年中国与东盟贸易额增长 9.2%，“一带一路”倡议和 RCEP 框架下的供应链转移已见成效。企业通过转口贸易等方式规避关税，同时政府推动人民币跨境结算（如与俄罗斯、中东合作），减少美元依赖。

增强内需韧性。国内深化“技术+内需”双轮驱动战略，加大对半导体、电动汽车等关键领域的投入，以技术创新对冲外部封锁压力。

（三）未来演绎方向：在冲突与博弈中寻找谈判平衡点

2025 年关税博弈凸显中美战略竞争从贸易向规则制定权延伸。美国试图通过“对等关税”重构全球贸易秩序，而中国通过“以打促谈+内循环升级”组合拳增强韧性。

当前在冲突持续升级与动态博弈格局不断变化的基础上，90 天的关税延迟期或将成为缓冲窗口，为谈判破冰预留空间，寻找关税博弈未来可能的缓和方向和机会。

冲突升级与反制措施加码。各国报复性关税加码，连锁反应加剧。欧盟成员国 9 日投票通过首轮对美关税反制措施，主要针对美方钢铝产品征收 25% 关税。当前中美维持高税率僵局，短期内或难见缓和。

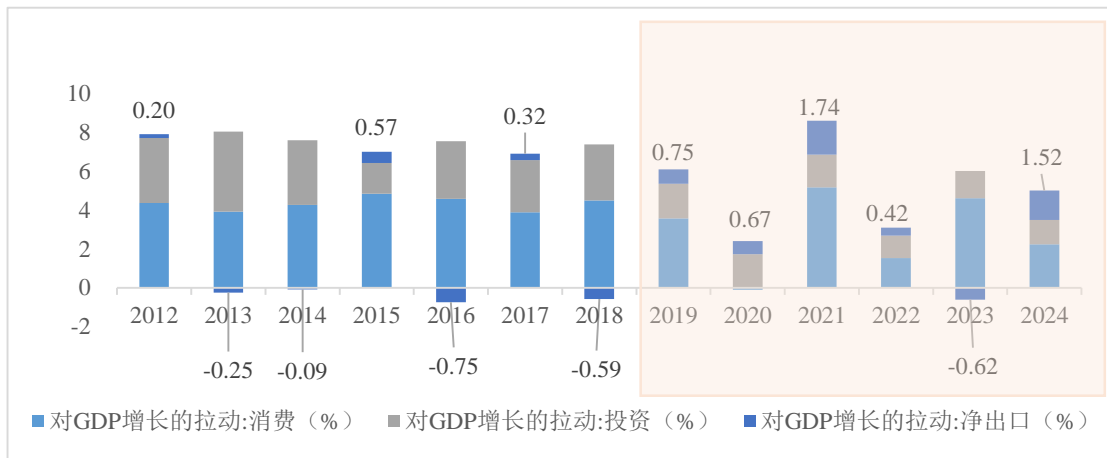
动态博弈下的分化与选择。美国“选择性豁免”与“极限施压”策略引发全球产业链“重新站队”：北美盟友加拿大、墨西哥凭借 USMCA 获得钢铝关税豁免，但需接受“顺差监测条款”；越南、泰国等对美依赖度高的新兴经济体面临两难困境，越南（对美出口占比 27.8%，关税 46%）已率先妥协，以开放农产品市场换取关税从 46% 降至 25%，印度则利用“全球南方”代表身份与美谈判，要求豁免纺织、药品关税；欧盟拒绝成为“地缘棋子”，在对美加税的同时，与中国启动“数字税联合声明”，共同反对美国“数据本地化”要求，同时推进“欧洲电池联盟”建设，试图在电动车供应链上同时减少对中美依赖，展现战略自主倾向。

从“极限施压”到“局部破冰”，谈判仍是解决问题的必经之路。在冲突升级与动态博弈的基础上，特朗普“极限施压”的本质还是以关税为筹码换取规则重塑，试探各国底线，寻求对自身最有利的谈判结果。因此 90 天的关税延迟期将成为谈判缓冲窗口，既保留了核心谈判筹码的存续效力，又为各方构建了战略决策的过渡空间。此外，中美在部分依赖度较高的行业（如计算机电子、汽车零部件）可能成为谈判突破口，释放缓和信号，避免全面对抗。

三、关税博弈对债市及信用的影响

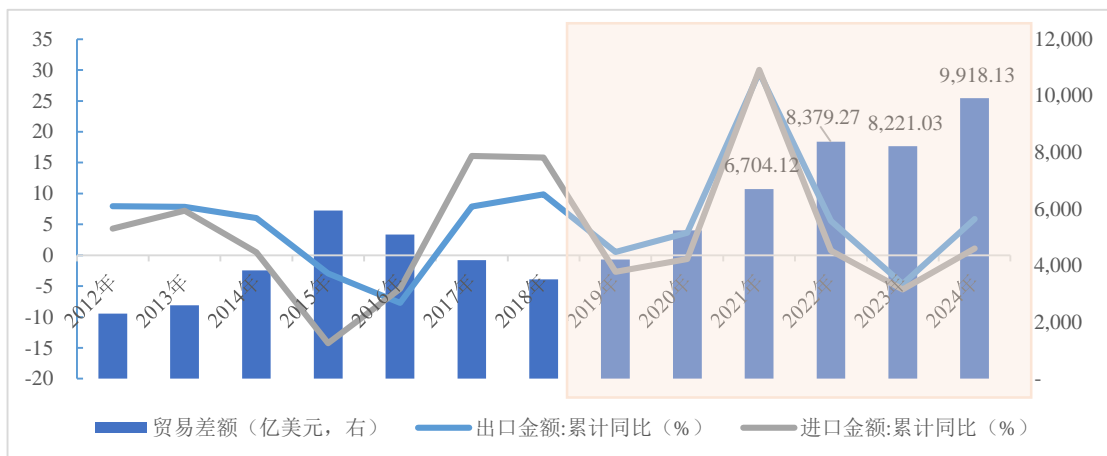
（一）关税博弈升级演绎抬升经济基本面不确定性

2019 年以来净出口对中国经济的拉动作用越趋明显，成为 GDP 增长的重要支撑。2019 年以来，中国贸易差额扭转下滑势头持续走高，2024 年实现净出口 9918.13 亿美元。同时，净出口对中国 GDP 的拉动呈现向好态势，除 2023 年为负向拖累以外，其余年份均呈正向拉动，2024 年拉动 GDP 增长 1.52 个百分点。在宏观投资拉动效力趋缓，产能及技术出口的背景下，近年来净出口成为中国经济增长的重要支撑。**关税冲击经济基本面，净出口或由拉动项转为拖累项。**特朗普政府关税大幅开征，且呈现升级演绎态势。参考 2018 年贸易冲突，若特朗普政府关税持续升级并落地，中国对美出口及转口贸易将进一步承压，导致净出口对经济的贡献由正转负，与内需持续修复的节奏脱钩，全年 GDP 增速“保 5”的挑战进一步加大。



资料来源：Wind，联合资信整理

图 3.1 净出口对 GDP 的拉动



资料来源：Wind，联合资信整理

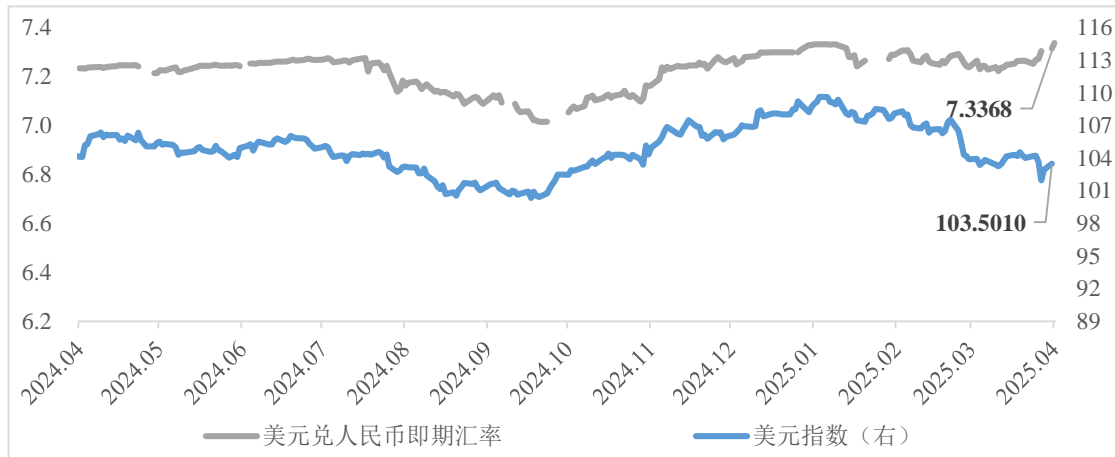
图 3.2 2019 年后贸易差额持续增长

（二）对当前债市的影响

多轮关税博弈将持续扰动债市“避险情绪”，但“基本面”将长期支撑债市行情。贸易摩擦加剧经济不确定性，基于基本面走弱预期，投资者或阶段性增配债券类资产以避险，推动债券需求上升。未来关税多轮博弈过程中可能会导致风险偏好的起伏，国内刺激内需政策的推进预期也可能对债市产生一定的扰动。长期看，关税多轮博弈及贸易脱钩预期将持续冲击经济基本面，对国内供给需求造成不利影响，通胀预期降温将长期支撑债市所处有利环境。

不过，当前货币政策仍面临多重掣肘，限制利率债下行空间。首先，外部环境复

杂多变，中美货币政策周期未按预期收敛，美联储降息路径存在不确定性，人民币汇率逼近 7.4，汇率面临阶段性压力。其次，货币政策传导机制不畅，资金在金融体系内流转，难以有效流向实体经济。此外，商业银行净息差持续收窄，银行放贷意愿和能力受限。最后，长债收益率处于历史低位，进一步降息可能引发流动性陷阱，同时需避免债市交易过度拥挤和汇率过度波动。

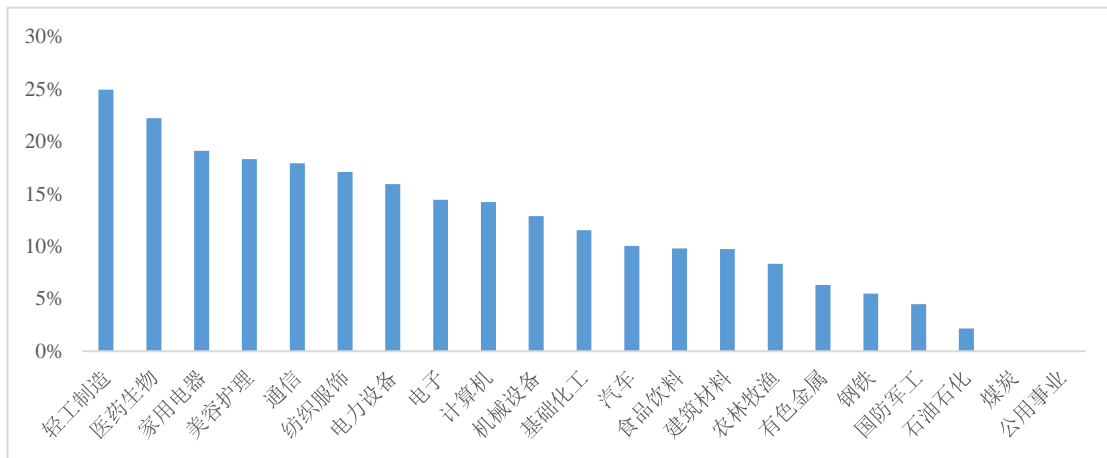


资料来源：Wind，联合资信整理

图 3.3 美元对人民币即期汇率

(三) 对企业信用基本面的影响

若贸易保护趋势不减，出口持续受阻，供过于求格局可能加剧，重点行业信用水平阶段性承压，并沿着产业链向关联影响行业传导。出口持续受阻会使国内产品积压，供过于求的格局可能加剧，特别对美直接贸易及转口贸易量大的行业。分行业看：**轻工制造业及纺织服饰业**，2024 年对美出口额占出口总额比例分别为 25%和 17%，加上 2018 年贸易战布局越南、泰国等地的转口贸易额，上述两个行业对美出口依赖度高。**医药生物业**，2024 年对美出口额占出口总额为 22%，特别是低值耗材及部分原料药等细分领域有较高依赖度。此外，以**通信设备制造、汽车零部件及家电**等领域，同样面临订单流失和盈利承压的可能。此外，由于行业信用风险不是孤立存在的，基于产业链以及各类经营活动的关联性，行业信用风险存在跨行业传导的可能。根据联合资信发布的《跨行业信用体系建设思路》一文，医药制造、通信服务、汽车及零部件以及家电属于中强型影响力行业，对上/下游关联行业存在一定风险传导可能。



资料来源：Wind，联合资信整理

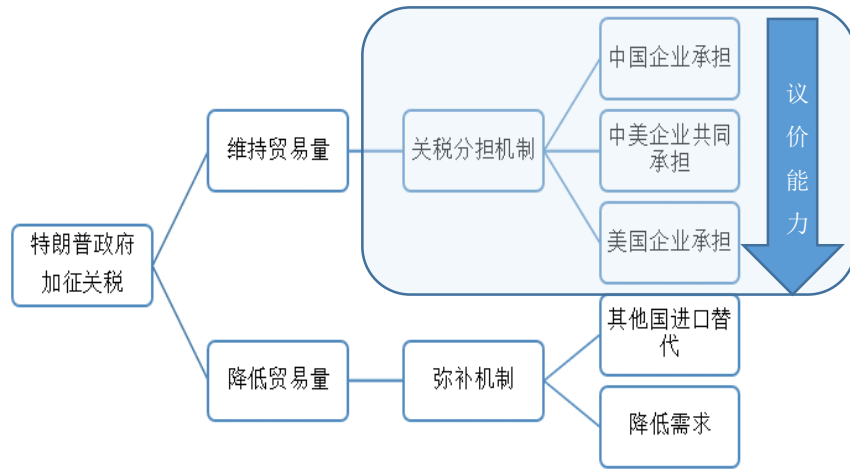
图 3.4 行业对美出口额占出口总额比例

表 3.1 中强型影响力行业及其主要关联影响行业

主要受影响上游行业	行业名称	主要受影响下游行业
农林牧渔、其他化工	医药制造	公共服务
技术硬件	通信服务	软件和信息技术
有色金属；钢铁	汽车及零部件	交通运输
有色金属；其他化工；机械制造；电气设备；技术硬件	家电	--

资料来源：联合资信整理

企业溢价能力弱且盈利空间窄的企业，面临较大债务压力。特朗普政府关税政策对中美贸易造成冲击，面对关税壁垒，中美贸易链条上的企业将重新平衡进出口产品的量与价。一是对于不可替代的商品，中美企业将试图维持贸易量，转而博弈由谁为加征关税买单，其中分担比例的核心是企业的议价能力，而分担底线则是企业的盈利能力。二是对于需求弹性较弱的商品，美国企业或将取消进口订单，转而寻求其他国进口替代，以及调整产品结构进而降低需求，但是由于中国制造业产业链条完整，在高端产品组装、客户定制服务、敏捷制造方面具有比较优势，因此美国企业年内寻求他国进口替代的难度较高。总体看，出口受阻和产能过剩会使企业面临更大的经营压力，尤其是中小企业，其盈利能力下降，债务违约可能性上升。



资料来源：联合资信整理

图 3.5 关税博弈阶段中美企业的选择路径

联系人

投资人服务 010-85679696-8728 investorservice@lhratings.com

相关研究

[【特别评论】美国对等关税落地，产生影响几何？](#)

免责声明

本研究报告著作权为联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“联合资信评估股份有限公司”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本研究报告的，联合资信将保留追究其法律责任的权利。

本研究报告中的信息均来源于公开资料，联合资信对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本研究报告所载的资料、意见及推测仅反映联合资信于发布本研究报告当期的判断，仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的要约或邀请。

在任何情况下，本研究报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。联合资信对使用本研究报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。