



宏观经济报告

2025/4/7

首席经济学家 肇越

010-66555831

yijin_yan@chiefgroup.com

对于美国关税政策的 DeepAnalyze

美国时间4月2日，特朗普宣布美国的关税调整方案，引发全球金融市场的剧烈动荡，截止4月4日收盘标普500下跌10.6%，纳斯达克下跌接近11.6%，费城半导体指数更是下跌达到16.8%，甚至波及国际大宗商品市场同步出现大幅下跌，近两天布伦特原油价格下跌幅度也超过12%。仅仅两天SP500的总市值损失已经接近6万亿美元，在金融市场上造成严重的恐慌，其下跌速度之快似乎一场新的金融危机正在逼近。

这次关税调整的力度之大、波及面之广，出乎此前市场的预期，因此全球金融市场产生严重的共振现象。无论是欧美金融市场，还是亚太金融市场都出现普遍的大幅、急剧下挫。从行业看，无论是传统行业的花旗银行，还是高科技代表英伟达股价下跌幅度都远远超出市场的预期。从目前的情况看，如果美国政府不尽快改变这次的关税调整方案，将会对美国经济和世界经济产生严重的冲击。

在惊讶和惊慌之余，很多投资人关心这次美国关税调整将会对于中国和美国经济和金融市场产生什么样的影响？应当回避哪些可能的风险，同时发现哪些投资机会？

一、美国这次加征关税将由谁承担？



在围绕美国这次增加关税的讨论中，美国政府的专家出面说，增加的关税将主要转移给出口方，不会对美国的经济和通货膨胀产生太大的影响；同时，另外一些专家认为增加的关税将主要由美国消费者负担，将会引发美国通货膨胀率上升和经济减速。那么，这次增加的关税负担究竟会由谁负担？

首先，关税负担的比例取决于消费者的需求价格弹性和厂商的供给价格弹性。尽管在表面上增加的关税由美国进口商向美国政府报关缴纳，但是，在实际中进口商会通过压低进口商品价格，将一部分增加的关税负担转移给出口商。同时，进口商也会通过提高进口商品价格向下游消费者转移部分增加的关税负担。当然，这个过程中进口商往往也会自己消化一部分增加的关税，降低经营的利润率。因此，从整个国际贸易的链条看，增加的关税将由出口商、进口商和消费者共同分担。而其中各方分别承担多少取决于各方的议价能力。

这里所说的议价能力，受到多个因素的影响。对于出口商而言，其议价能力主要受制于进口商品的供给价格弹性、是否存在全球大宗商品市场、出口商品的市场垄断性和进口国在全球市场上的份额等因素。首先，贸易商品的供给价格弹性和需求价格弹性。具体而言，如果出口商的供给价格弹性比较低，这时即使进口商通过压低商品价格向出口商转移增加的关税，出口商也难以通过大幅减少商品供给，提升商品价格，这样出口商就只能选择承担更多的关税负担；如果出口商的供给价格弹性比较高，当进口商压低贸易商品价格时，出口商就可以通过明显减少贸易商品的供给，造成供不应求以提高商品价格，这样出口商就会承担和较少的关税负担。

综上所述，出口商负担的关税增加部分比例用公式清晰表达出来就是：

$$\text{出口商负担部分比例} = \frac{E_d}{E_s + E_d}$$

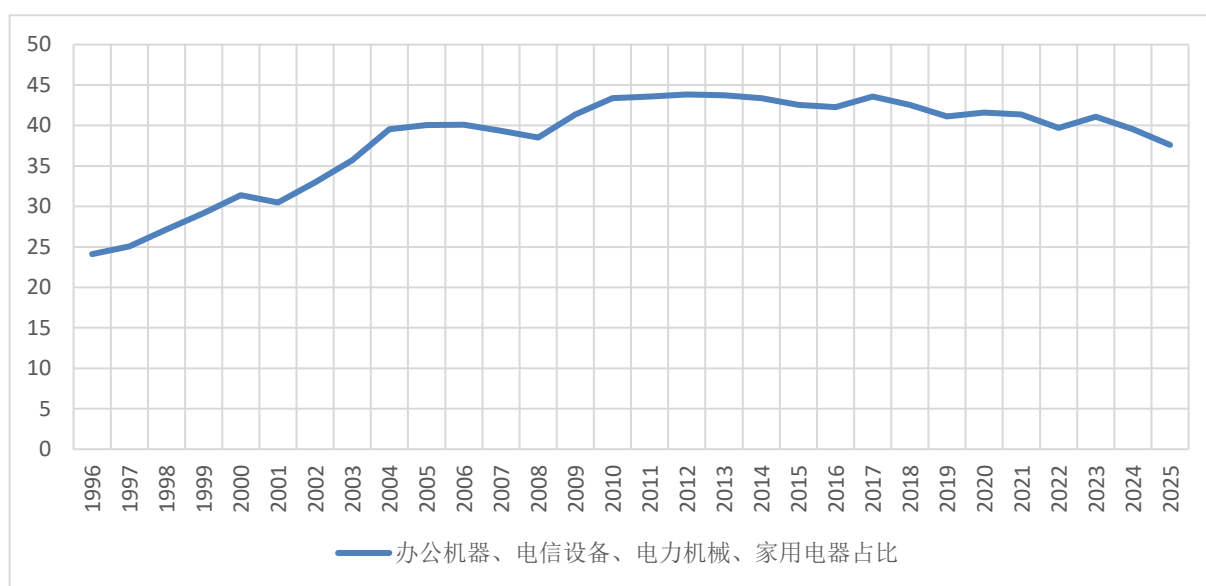
其中 E_d 是消费者的需求价格弹性， E_s 是厂商的供给价格弹性。

用具体的数据示例就是：根据历史数据估算美国消费者对于中国出口商品的需求价格弹性是-1.77，中国出口美国商品的供给弹性是0.8，那么都取正值计算得到，中国出口商负担关税增加的比例是 $1.77 / (1.77 + 0.8) = 69\%$ 。美国进口商和消费者承担剩余的31%。因此，从整体上，这次提高关税对于中国出口企业的影响相对比较大一些，将会减少中国企业的经营



利润，对于部分中国企业产生比较大的冲击。从下图的数据可以看到，中国对美出口总额中办公设备、电信设备、电力机械和家用电器占比高达近 40%，而这些产品的需求价格弹性相对较高。贸易价格的可压缩空间相对较大。

图表 1：中国对美出口总额中办公设备、电信设备、电力机械和家用电器占比 %

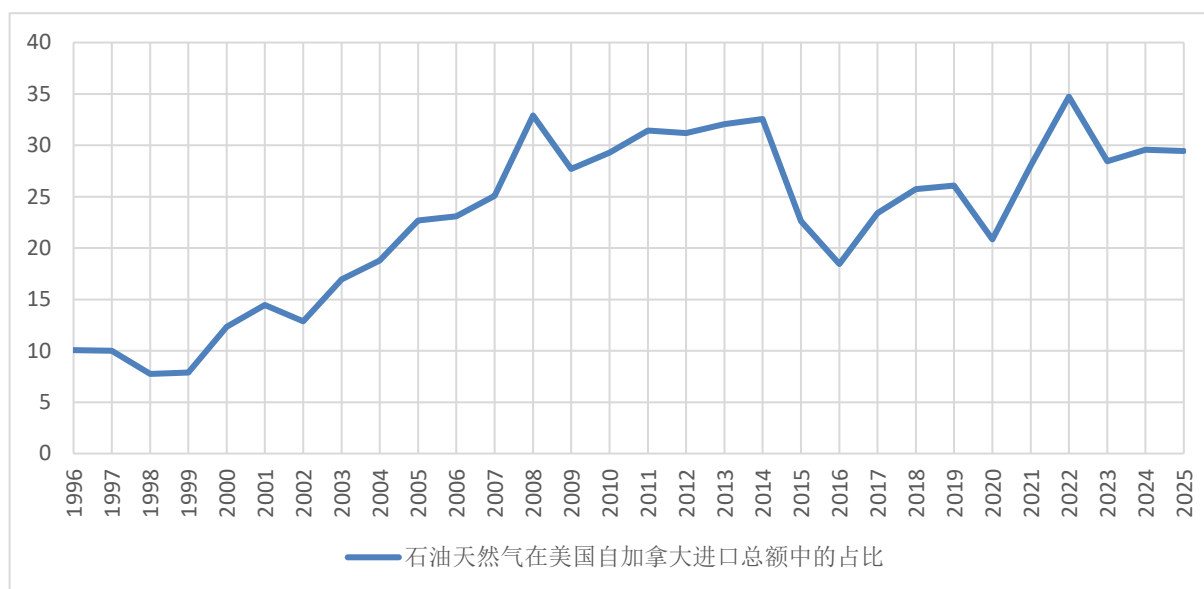


资料来源：根据 Wind 数据自行整理分析

其次，对于石油、天然气、铁矿石这些大宗商品生产企业，美国加征关税的影响相对比较小。由于存在一个非常庞大的、有效的国际市场，如果进口商试图通过压低商品价格将关税负担转移给出口企业，就会导致出口企业将相应的出口转向国际市场上其他的进口商，因此，这种情况下美国加征的关税只能由进口商承担，进一步向美国国内的消费者进行转移，并引发商品价格上涨和通货膨胀。例如，加拿大向美国出口的石油和天然气占全部加拿大对美出口总额的 30% 左右，而石油和天然气存在一个非常发达的全球市场，因此，美国对于加拿大石油、天然气加征关税，将主要由美国消费者承担。



图表 1：加拿大对美出口总额中石油和天然气的占比 %



资料来源：根据 Wind 数据自行整理分析

此外，加征关税的分担比例还受到出口商对于出口商品全球市场垄断性、出口商的利润率、进口国在全球市场上的份额等因素的影响。

从加征关税对于美国消费者影响的角度，主要受到消费者需求的价格弹性、收入变化、商品可替代性和汇率等因素的影响。首先，对于基本的生活用品，消费者需求的价格弹性相对较低，奢侈品的消费者需求的价格弹性比较高，因此对于基本生活用品的加征关税将主要有普通消费者承担，而奢侈品加征的关税将主要有供应商承担。由此可以得到的结论：美国对于基本生活用品加征的关税对于普通家庭的打击会更大一些，并由此可能推动通货膨胀出现上涨。

对于加征的关税，消费者负担部分比例用公式清晰表达出来就是：

$$\text{消费者负担部分比例} = \frac{E_s}{E_s + E_d}$$

其次，由于这次加征关税带来的通货膨胀并非源于国内经济的高涨，因此，并不会对于美国家庭的收入带来正向的推动，反而因为物价上涨导致实际购买力下降，使得普通工薪家



庭的生活状况出现下降，并由此进一步对于美国经济增长形成压力，甚至出现减速。

二、“对等加征关税”对于美国经济的冲击

这次“对等加征关税”对于美国经济的冲击过程，可能呈现几个明显不同的阶段，因而也会出现不同的投资机会和风险特征，形成不同的投资策略。

第一阶段，物价上涨，通货膨胀快速上升。由于关税负担的上升将根据进口商品的需求价格弹性和供给方的价格弹性情况，由进口商和出口商进行分担，进口商会进一步将所承担的部分关税增加转嫁给消费者。因此，短时间内美国进口商品价格将会出现不同程度的普遍上涨，推升通货膨胀。

第二阶段，消费下降，经济减速。由于通货膨胀上升，导致实质私人消费的下降，经济增速随之下降，经济运行状态逐渐低迷，迫使政府采取宽松的财政政策和货币政策刺激经济。在这一过程中，由于很多美国的大型跨国公司受到全球性贸易战的冲击，经营情况可能出现恶化，因此股价随之大幅下跌（已经出现），而这些大型跨国公司在美国市场指数中的占比非常高，这就直接导致美国股指大幅下挫。这种情况如果不能及时得到控制和好转，很可能会触发边缘性投资机构或者个人出现爆仓，产生雪崩式的链条传染。

其次，这次美国关税调整也将会对中国经济和金融市场产生很大的冲击。如果关税上升到 54%，那就意味着中国商品对美出口的难度急剧上升，同时也很难通过其他市场加以抵补。另外，这次关税调整对于越南、柬埔寨、缅甸等东南亚国家也实施了非常高的关税，这就使得中国企业很难再通过将产业链的后端外移避开关税差异。如果这样的情况持续一段时间，将会使得中国的外向型企业陷入一个相对艰难的困境，进而波及到就业市场和经济的宏观整体状况。在金融市场方面，由于很多中国的上市公司的海外业务都占据公司经营的相当大比重，随着这次关税调整并且可能引发的全面贸易战，海外业务占比比较高的上市公司经营数据可能出现恶化，海运市场将会受到冲击。



最后，这种变化也会产生新的投资机会。由于贸易战的全面升级，中国经济的健康发展将会更多地向内寻求动力，经济的内循环将会受到更大的支持。未来几年中国经济发展的动力将主要来自国内的消费和投资。为此，中国将会实施更加强有力的财政政策、货币政策和产业政策。首先，财政政策的力度可能会进一步调整、加大，以此对冲外部环境的恶化冲击；其次，货币政策的宽松政策可能会来的更早、更大、更准。在更加强有力的政策支持下，中国的居民消费、基础设施投资和民生保障将会得到更多的资金支持，这些行业的上市公司将会迎来一次超级的发展机会，同时，那些经营稳健、防御性强的上市公司很可能成为投资者的共同避风港，因而受到追捧。



研究员声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析员在此声明：(1) 该研究员以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映了该研究员的研究观点；(2) 该研究员所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在还是将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

一般声明

本报告由香港致富证券有限公司（以下简称“致富证券”）制作，报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本报告版权归致富证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。

本报告内的所有意见均可在不作另行通知之下作出更改。本报告的作用纯粹为提供信息，并不应视为对本报告内提及的任何产品买卖或交易的专业推介、建议、邀请或要约。

香港	北京	上海	深圳
香港致富证券有限公司	香港致富证券有限公司北京代表处	香港致富证券有限公司上海代表处	香港致富证券有限公司深圳代表处
香港德辅道中 308 号 富卫金融中心 11 楼	北京市朝阳区国贸写字楼 1 座 6 层	上海市陆家嘴东路 161 号招商局大厦 1309 室	深圳福田区福华路 399 号中海大厦 6 楼
电话：(852) 25009228	电话：(8610) 66555862	电话：(8621) 38870772	电话：(86755) 33339666
传真：(852) 25216893	传真：(8610) 66555831	传真：(8621) 58799185	传真：(86755) 33339665

网址：www.chiefgroup.com.hk