

2025年4月7日

分析师

贾利军

从业资格证号：F0256916

投资咨询证号：Z0000671

电话：021-80128600-8632

邮箱：jialj@qh168.com.cn

明道雨

从业资格证号：F03092124

投资咨询证号：Z0018827

电话：021-80128600-8631

邮箱：mingdy@qh168.com.cn

刘慧峰

从业资格证号：F3033924

投资咨询证号：Z0013026

电话：021-80128600-8621

邮箱：LiuHF@qh168.com.cn

刘兵

从业资格证号：F03091165

投资咨询证号：Z0019876

联系电话：021-80128600-8630

邮箱：liub@qh168.com.cn

王亦路

从业资格证号：F03089928

投资咨询证号：Z0019740

电话：021-80128600-8622

邮箱：wangyil@qh168.com.cn

冯冰

从业资格证号：F3077183

投资咨询证号：Z0016121

电话：021-80128600-8616

邮箱：fengb@qh168.com.cn

中美互加关税对宏观及商品的影响

一. 中美互加关税对宏观经济及市场的影响

北京时间4月3日凌晨4点，特朗普依据 IEEPA（国际紧急经济权力法）宣布对等关税，将于美东时间4月5日00:01生效对全球额外加10%的基准关税，4月9日00:01生效对等关税。本次加征之后，美国进口平均关税税率将达到20%以上，达到1930年代以来的最高值。

具体来看：1、对全球贸易伙伴普遍加征基准关税10%，基本符合预期。2、对特定国家加征更高关税，税率从10%-49%不等。3、加征关税的范围、幅度均超预期。美国贸易代表办公室（USTR）近期针对贸易不公平和非互惠问题重点关注的国家和地区在20-30个左右，但此次加征高关税国家数量达到185个，尤其是对东南亚普遍加征高关税，范围超出预期。其他主要国家面对的关税：亚洲成为重灾区，欧洲加征力度不小，墨西哥、加拿大本次不涉及。本次对等关税，亚洲国家和地区成为“重灾区”，越南46%、泰国36%、中国台湾32%、印尼32%、印度26%、马来西亚24%；欧洲整体加征力度不小，对欧盟加征20%，但对英国10%似乎也表明了关税有可谈判的空间；之前针对墨西哥、加拿大已经加征了25%，本次暂不涉及，部分符合美墨加协定原产地原则的商品依然享受0关税。4、对中国，此次对等关税额外加征34%税率，加上特朗普上任以来以芬太尼等问题为借口已经分别于2月、3月累计加征20%关税，截至目前累计加征关税幅度为54%，最新美国对中国平均关税税率已经来到64.66%的高位。中国在4月4日也对美国所有商品加征34%的关税以及其他措施进行反制。5、此外，结束了对小额进口（低于800美元）关税的豁免。对等关税方案公布后，市场一度对10%的全球基准关税反应相对乐观，但随后大超预期的特定国家高额对等关税迅速扭转市场预期，且市场交易的更多是衰退而非滞胀。

本轮对等关税的最大的影响在于对现有全球关税与贸易体系的冲击，而非单一对我国出口的冲击。对等关税加征后，可能会使得中国、加拿大和欧盟等主要经济体进一步出台反制措施，造成各国关税税率的螺旋上升，重构现有的关税体系，其对全球贸易及各国经济增长的影响难以估量。

相关机构根据美国发布的对等关税相关数据测算，本次加征对等关税会使得美国进口关税加权税率提升16.7%，而如果进一步考虑前期对中国加征的20%、对加拿大和墨西哥加征的25%关税税率，则对美国进口关税加权税率的影响可能扩大到26.4%。据估计，本次加征对等关税可能会使全球贸易收缩25.1%。据世界银行预测，美国全面加征关税叠加贸易伙伴反制，2025年全球经济增速或下降0.3个百分点，美国自身经济增速可能下滑0.9个百分点。

对我国而言，本次对等关税加征再度超预期，叠加前期已经加征的20%关税税率，今年我国已累计被加征54%的关税税率，据相关机构估算，本次对等关

税预计将影响我国对美出口下滑 31.5%，对应我国整体出口下滑 4.6%。拖累今年 GDP 增速约 1.0%，而进一步考虑前期加征的 20%关税，则对 GDP 的拖累将扩大到 1.5%。

对全球市场而言，由于美国加征关税范围和幅度远超市场预期，市场交易逻辑由此前的滞胀转为衰退。

股市方面，全球股市暴跌，美股纳指、道指和标普 500 指数两个交易日跌幅超过 10%，其中纳指跌入技术性熊市。美股科技股成为重灾区，苹果、特斯拉等企业股价显著下挫。欧洲和亚太市场同步受挫，日经 225 指数跌幅一度超过 5%。欧洲市场亦未幸免，对欧盟加征 20%关税加剧欧洲股市波动，欧洲主要股指跌幅均接近 8-10%。中国股市在中国进行反制之后也大幅下跌，其中富时 A50 指数期货跌幅超过 5%，因此节后至于国内股市跳空低开风险，短期持观望态度，关注中美之间贸易帐进一步进展。

债市方面，一方面，全球债市迎来避险资金涌入，债券价格大幅上涨，带动美债、德债等主要国债收益率走低；另一方面，由于市场交易衰退，经济和通胀前景恶化，全球债市收益率均大幅下跌。

汇率方面，美元由于第一阶段交易逻辑为衰退逻辑，导致美联储降息预期年内上升至 4 次，美元指数大幅下跌至 101.267，但是第二阶段由于全球资产暴跌导致流动性危机，全球美元紧张，美元指数重新反弹至 103 上方。后期关注美国贸易战谈判进展、全球资产价格表现以及美联储货币政策动向。非美货币基本跟随美元方向波动。

对于商品市场的影响和冲击较大，而且影响的逻辑也不近相同。一是，美国的关税政策范围和幅度远超预期，导致全球经济衰退的预期大幅增强，摩根大通预计美国经济衰退的概率上升至 50%，因此，全球商品需求预期迅速恶化，国际定价的铜和原油等商品价格大幅下跌。二是，全球市场的大幅下跌短期造成流动性危机，贵金属等流动性较好的资产短期也遭到抛售，因此本因避险需求增强的贵金属也出现大幅下跌。农产品作为中国和欧盟主要的针对目标，外盘的农产品价格大幅下跌，但是人民币定价的农产品价格短期大幅上涨。

二. 各大商品板块分析

贵金属：关税政策冲击全球市场，贵金属共振回落

上周贵金属市场剧烈波动，呈现“避险逻辑”与“流动性挤兑”的双重博弈。伦敦金周内刷新历史新高至 3166.67 美元后连续回落，一度逼近 3000 美元关口，周跌幅 1.62%；伦敦银受工业属性拖累及前期关税溢价坍塌影响，单周暴跌 13.28%，失守 30 美元关键支撑。国内盘面由于清明假期影响尚处高位，周一开盘预计大幅低开。目前市场主线聚焦特朗普对等关税政策冲击，其引发的全球供应链重塑预期及各国反制风险加剧滞胀担忧。相比黄金，白银因光伏需求增速下滑及金融资本外流，回调深度明显超过黄金，短期内或持续承压，金银比或逐渐上升至 100 位置。

本轮黄金下跌主要基于以下几个因素，一方面短期大类资产暴跌触发流动性

危机，抽离黄金多头资金压制价格。其二，超预期非农数据（新增 22.8 万人）及鲍威尔“观望”表态巩固美联储鹰派预期，实际利率反弹叠加美元指数升至 102.9，进一步加剧贵金属抛压。本轮关税黄金金锭未被加征使得 COMEX-LBMA 价差收敛，COMEX 前期地缘溢价持续回落。

展望后市，关税政策公布后，SOFR-OIS 飙升、VIX 逼近 2020 年 3 月水平，美元美债背离加剧市场流动性危机概率，黄金短期面临较大回调压力。中长期来看，当前美国经济指标尚具韧性，关税对实体经济的影响尚未反映在数据上，但后续影响或逐步显现。尽管当前 PCE 及 CPI 等数据较稳定，但美国通胀预期指标飙升及消费指标疲软，后续滞胀担忧或成现实。

当前市场持续计价“衰退恐慌”和“流动性危机”或推动纽金回踩 3000 美元关口，若跌破则可能下探 2800 美元支撑，中长期看，衰退预期叠加美元信用危机仍为黄金提供上行动能，避险属性将不断强化黄金配置价值，显著回调下或出现长线配置良机。

黑色金属：产能过剩格局依旧，会议政策加码预期仍存

4 月份以来，中美互加关税导致金融市场避险情绪大增，清明节小长假期间，海外金融市场出现巨幅波动。此次关税战升级对黑色系的影响，我们从以下几个方面来看，

2024 年，中国对美国钢材直接出口量仅为 89.16 万吨，占出口总量的 0.18%，影响及其有限。若考虑转口贸易影响的话，钢材直接出口的影响量可能在 800-1000 万吨之间，占比在 10% 左右。不过因为关税问题的持续炒作，近两个月海外钢材价格涨幅较大，东南亚、土耳其、印度、独联体与中国钢材价格的价差分别为 25 美元、118 美元和 103 美元；而 3 月初则分别为 16 美元、53 美元和 18 美元。价格优势反倒有所扩大。可能会对部分关税影响。

近几年，国内对美国机电产品出口占国内机电产品出口总额的 60% 左右，占国内出口总额约在 30% 左右。加征关税之后对该部分产品影响较大，相应会对板材类产品的间接出口有较大影响。另外，考虑此次美国是对全球主要经济体同时加征关税，因此对于钢材间接出口的影响可能会更甚。那么板材品种的需求受到的冲击可能会更大。

原料当中，从美国进口焦煤较多，2024 年约为 1066 万吨，占焦煤进口总量的 8.7%。2 月初，对美国焦煤的进口关税已经上调至 15%，本次上调至 34%，后期从美国的焦煤进口量会进一步下降。不过，目前国内焦煤处于过剩状态，且加征关税后的减量完全可通过蒙古、俄罗斯和澳洲弥补，总体来看影响不大。

总体来看，黑色系目前依然处于产能过剩格局，而此次双方互加关税加剧了市场对于全球经济不确定性的预期，对黑色板块影响偏利空。但也需要注意，黑色系主要是国内政策和供需定价为主。关税战升级后，外需下滑较为确定，那么政策层面必然会对冲这一利空的影响。因此，节后几天风险经过充分释放后，4 月中下旬市场关注焦点可能会转向月底中央政治局会议政策加码预期，届时价格可能会逐步企稳。

能源化工：关税叠加增产，能化风险全面引爆

全球对等关税施加后，美股带动风险资产再现历史级回撤，油价在 3 日开始明显回调，而后 OPEC+ 再度宣布将超预期增产，幅度将达到 41.1 万桶/天，价格连续连日受到底层逻辑级打击，Brent 回调至最低不到 65 美金。而从关税角度来看，中国自美国进口原油数量极低，因此此次关税加征从国内基本面的直接影响相对有限，更多是影响下游化工产品的国际贸易壁垒跟进走高。而从结构来看，3 号的下跌初始并未形成和价格的明显共振走弱，主要驱动逻辑来自于美股的下跌带动，而 4 号市场全面开始计价 OPEC 的超预期增产，导致结构出现了回落，价格也创出更大跌幅。此轮价格下跌中，海外炼化利润有一定修复，成品油需求尚可，现货贴水情况并未出现等幅垮塌，且后续跟进的反制措施以及伊朗等制裁风险仍未落定，故短期盘面逻辑将继续有一定支撑，但中期来看，OPEC 的增产路径将不会扭转，油价中枢的继续下行是不可避免的，并且目前来看市场并未充分计价 OPEC+ 今年的全部增产，油价下方中长期仍有空间。当下入场进行低多操作的风险极大，暂时尚不建议入场。

化工方面，较多品种目前都处于偏过剩状态，最可能受影响的是塑料制品出口，出口到美国的塑料制品总额占总出口额的 16.7% 左右，关税壁垒将导致塑料制品需求萎缩。另外一方面是关于国内反制裁关税，如果实施，进口自美国的 PE 占比在 17.2% 左右，可能会造成原材料进口下滑，以及在乙烷方面，进口成本将会上升，但作为美国乙烷主要接受地的中国，关税生效后，美国乙烷出口受阻，价格将会下跌，与成本上升或形成对冲，影响相对较小。而反制裁关税的影响相对更多。而 PP 的原料来源中丙烷脱氢装置也就是 PDH 装置占总装置产能的 22% 左右，丙烷主要依赖于进口，进口自美国丙烷占比大约 60%，反制裁关税将导致丙烷进口短时间内急剧下降，PP 供应大幅减少，对 PP 价格有一定推动。

除此以外，化工对于美国的直接出口都相对有限，所以受到的直接影响并不大，相比之下影响更大的是后期贸易保护主义抬头带来的广泛出口阻碍的增加，这一点在较多过剩周期化工品如 PVC，瓶片等近年来的境遇中已经得到验证，后期将会持续对化工价格中枢造成打压。短期更多的影响则来自于成本塌陷，上游品种自不必说，燃料油需求本就不佳，此次原油价格下行将持续带动价格回调，且后续仍有空间。下游方面，纺服出口企业将面临重大伤害。今年下游聚酯料出口仍然有增加，但终端纺服出口 1-2 月金额已经出现了明显的同比下行，后期关税势必会带动全球供应链重塑，地方贸易主义抬头，出口消费将面临更大的不确定性，聚酯品类短期的中枢将持续被压制。类似的逻辑，过剩周期品种将会面临更大的压力，短期国内消费抬升仍需要政策工具刺激和时间等待。化工总体表现为高库存，在消费引导库存去化之前，化工中枢将仍有下行空间。

有色：宏观风险难言出尽，谨慎操作

美国对等关税落地，我国反制，市场避险情绪急剧升温，假期外盘大幅下跌，有色中铜跌幅最大，铝相对坚挺。于有色金属而言，全球贸易摩擦的影响主要体现在以下几个方面：

1、相比于 18-19 年仅对我国加征关税，只是改变全球贸易流向，虽然我国对美直

接出口下降，但通过越南等国转口贸易，全球实际需求并未受到严重影响。此次是对全球范围加征关税，据 2024 年数据，美国进口汽车占非美汽车总产量的约 9%；空调进口占非美空调总产量的约 4%。假设汽车进口影响 10% 左右，即 80 万辆，综合考虑，影响 3 万吨铜需求，进一步加剧 25 年过剩格局，汽车是有色金属的重要终端下游，将影响铝锡等的需求。这仅仅是美国进口的减量，实际影响绝不限于此，各国反制，一连串连锁反应，对全球经济的影响可能要大得多，全球各国需求都可能面临不同程度下降。

2、美国是我国废料的主要进口国，主要是废铜。以 2024 年为例，我国废铜进口总量为 225 万吨，其中自美国进口 43.9 万吨，占比 19.5%。2017 年我国自美国进口废铜 53.5 万吨，18 年 8 月，对美国进口废铜征收 25% 关税，18 年我国进口废铜 35.2 万吨，同比下降 34.2%，除了关税影响外，2017 年我国开始实施固废进口管理也影响进口。2024 年，我国废铝进口总量为 178 万吨，其中自美国进口 13.5 万吨，占比 7.6%，占比相对较低。本次加征 34% 关税，必定将影响废铜和废铝的进口，进一步加剧国内废料供应偏紧形势。

3、目前难言宏观风险出尽，仍将施压市场。铜当前主要矛盾依然是关税导致的经济忧虑风险，铜价已经跌破前期支撑，短期可能反抽，预计反弹空间有限。铝自身基本面尚可，但自身基本面缺乏故事可讲，虽然产能天花板临近，但产量处于高位和进口刚性，需求端也没有爆发式增长的可能，整体平淡，宏观定价。锡，后期关注缅甸复产进展和刚果金谈判情况，强震并没有对缅甸锡矿造成实质性损害，复产是可以预期的，4 月 9 日刚果金政府和反政府武装要举行谈判，如果缅甸复产有进展的消息和刚果金政府谈判取得进展，那就是讲另一个故事，从供应偏紧到供应增加的故事，造成的影响是非常大的。

以上文中涉及数据来自：Wind、iFind、彭博、路透、百川盈孚、Mysteel、SMM，东海期货研究所整理

重要声明

本报告由东海期货有限责任公司研究所团队完成，报告中信息均源于公开可获得资料。东海期货力求报告内容的客观、公正，但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的观点、结论和建议等全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，也未考虑个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要，客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所导致的任何损失负任何责任，交易者需自行承担风险。本报告版权仅为东海期货有限责任公司研究所所有，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，须注明出处为东海期货有限责任公司。

东海期货有限责任公司研究所

地址：上海浦东新区峨山路505号东方纯一大厦10楼

联系人：贾利军

电话：021-68757181

网址：www.qh168.com.cn

E-MAIL: Jialj@qh168.com.cn