

宏观点评 20220521

美国削减关税：口舌之争还是箭在弦上？

2022年05月21日

证券分析师 陶川

执业证书：S0600520050002

taoch@dwzq.com.cn

研究助理 段萌

执业证书：S0600121030024

duanm@dwzq.com.cn

相关研究

《LPR 点评：15bp 稳地产够不够？》

2022-05-20

《经济如何走出 4 月的“二次底”？》

2022-05-16

《15 分钟核酸“采样圈”的稳增长深意》

2022-05-15

■ 近两周来（2022/5/9-2022/5/20），对美国削减对华关税的呼声越来越大。但是相比前几次有类似消息时的情况，本次市场并未太“买账”，“美股关税输家篮子”并未明显跑赢大盘（图 1）。在通胀高企、商界和消费者对美国政府施加的压力愈发增大的背景下，如果拜登削减对华关税，规模有多大、速度有多快、对通胀的压制又如何？我们将在本文进行探讨。

■ 美国政府内部对于削减对华关税存在分歧，而在我们看来，赞同者占据主导地位，这之中包括财长耶伦和商务部长雷蒙多。

如表 1 所示，耶伦认为应该取消对华的惩罚性关税，因为这对于解决两国间的问题无战略意义；不过贸易代表戴琪倾向于在出台更广泛的对华贸易战略之前暂时维持关税。我们认为拜登受到耶伦的影响更大。如表 2 所示，耶伦作为拜登内阁的第三号人物，其地位仅次于副总统哈里斯和国务卿布林肯，相对而言，戴琪排位较为靠后。叠加近期企业界的施压加码，美国的政治环境使得削减对华关税的可能性增加，但考虑到美国官员间尚存分歧，削减规模有限。

■ 值得关注的时点方面，首先是未来几周中美元首或将进行的通话（由美国国家安全顾问沙利文在 19 日透露），届时拜登或就削减对华关税释放更多信号。此外，7 月 6 日和 8 月 23 日分别为 301 关税清单 1 和清单 2（共涉及 500 亿美元商品）的到期日，复审程序已启动。而后续削减对华关税的程序或经历不同阶段的调查，第一阶段的必要性审查或于 8 月下旬完成，我们将密切关注期间美国政府就对华贸易政策的表态。

■ 下面我们来看看美国对华商品加征的关税有多高？根据彼得森经济研究所的测算，几轮加征关税下，美国进口中国产品的平均关税税率已从 2018 年 6 月的 3.8% 升至 2022 年 5 月的 19.3%（图 2）；范围覆盖了美国从中国进口的 66%，涉及金额 3,350 亿美元（以 2017 年美国进口水平衡量）。

如表 3 所示，中美两国互相加征关税主要经历了三个阶段：（1）互相加征关税举措加码（2018 年 7 月至 9 月 24 日），期间美国对华平均关税税率升至 12%；（2）关税几乎无变化的缓冲期（2018/9/25 -2019/6/14）；（3）互相加征关税再次加码（2019/6/15-2019/9/1），美国对华平均关税税率一度升至 21%。自 2020 年 1 月签署第一阶段协议以来，美国调降了对华部分商品加征的关税税率，但对华平均关税税率仍维持高位。

■ 削减关税对压降美国通胀有多大帮助？我们预计对通胀的压制不足 0.5%。尽管幅度有限，但在俄乌冲突、全球供应链扰动的背景下，仍是对消费者的慰藉。

拜登政府希望通过削减对华关税来降低美国通胀，挽回部分民众支持率。自 2021 年三季度通胀飙升以来，拜登的民调支持率一蹶不振，已降至不足 42%（2022/5/18），美国民众对由民主党掌控的国会的信心也受到侵蚀（图 3-图 4）。舆论压力下，拜登 5 月 10 日发表演讲时表示，应对通胀是美国政府的优先事项。

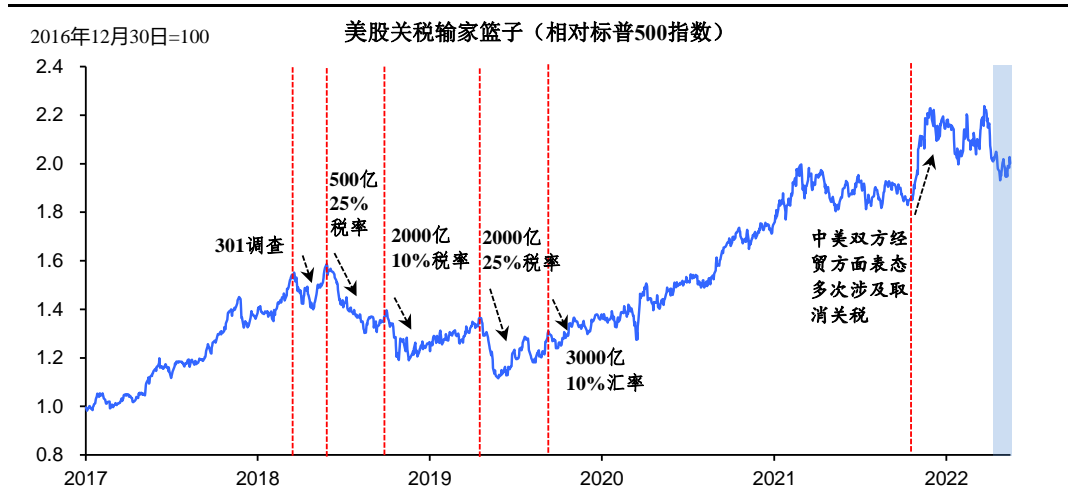
不过削减对华关税对美国通胀的压制有限，不足以对冲俄乌冲突的影响。彼得森经济研究所的测算显示，取消对华关税的直接影响会使美国 CPI 降 0.26%，PCE 降 0.35%（图 5）。而推高美国通胀的风险点更多，一方面，OECD 预计俄乌冲突将推升美国通胀 1.4%；另一方面，中国疫情有加剧全球供应链中断的态势，自 2022 年初一直呈回落态势的纽约联储全球供应链压力指数已于 4 月反弹（图 6）。

■ 美国削减对华关税的市场影响如何？美国对华加征关税商品以机电设备、运输设备、钢铁等为主（图 7），若美国削减对华进口商品加征关税，A 股中以 TMT、钢铁上下游、汽车为代表的行业或收益。美股方面，如上文所述，市场尚未大规模交易美国削减对华关税。

■ 总体来说，我们认为美国将削减特朗普时期的对华关税，尤其是消费品相关的关税，但不排除美国政府后续宣布部分对非消费品的额外限制或开启调查，以此显示其对华的强势态度，为中期选举“作秀”。

■ 风险提示：新冠病毒变异导致疫苗失效，确诊病例大爆发导致美国经济重回封锁；俄乌局势失控造成大宗商品价格剧烈波动

图1: 2022年5月, 市场对削减关税的反应并不强烈



备注: 美股关税输家篮子包括英伟达、美光科技、卡特彼勒、迪尔农用机械等对中美关税敏感的美股上市公司

数据来源: Bloomberg, 东吴证券研究所

表1: 美国财政部长耶伦和贸易代表戴琪就是否取消对华关税存在分歧

官员	表态日期	表态内容
耶伦	2022/5/18	我认为要取消部分对华惩罚性关税, 特朗普时代对中国征收的一些关税对美国消费者和企业造成了更大的伤害, 在解决我们与中国之间的实际问题方面不太具有战略意义
	2022/4/22	我们正在仔细审查对中国的贸易战略, 取消美国对华加征的关税是值得考虑的, 我们想尽所能来解决通胀问题, 削减对华关税会有一些理想的效果, 这是我们正在研究的事情
	2021/11/14	正如美国贸易代表戴琪所言, 我们再次研究了与中国贸易协议的第一阶段, 确实会对降低关税进行考虑
	2021/11/1	我们的贸易代表戴琪已表示, 我们将考虑进一步降低关税, 并希望看到中国履行承诺, 以互惠的方式稳定并最终降低一些关税, 可能是一个理想的结果
	2021/7/16	我们对中国征收关税的方式没有经过深思熟虑, 在某些情况下, 我们所做的伤害了美国消费者, 中美第一阶段贸易协议实际上并没有从很多方面解决我们与中国之间存在的根本问题
戴琪	2022/5/17	如何处理关税措施应该作为对中国整体贸易战略的一部分, 对华贸易应采取更具战略性的方法, 应该暂时维持关税, 以便出台更广泛的对华贸易战略, 保护美国就业并应对中国在全球市场中的行为
	2022/5/5	对于我们来说, 重要的是在如今的全球大环境中专注发展一项长期、有效的战略, 以提高我们与中国竞争的能力, 并且度过眼下我们正在经历的极具破坏性的阶段, 在这一阶段中, 国内普通的美国人正在遭受痛苦
	2022/5/5	美国贸易代表办公室关于对中国商品加征惩罚性关税的审查将是一个积极的协商过程, 这个过程将收集广泛的行业意见, 并对潜在的经济影响加以评估
	2022/5/3	虽然美国政府正在考虑是否为了压低通胀降低对华关税, 但这一措施只不过是美国政府的选项之一, 应该在进行深入研究后再做出决定
	2022/5/2	为了解决不断上升的通胀, 所有的工具都摆在台面上, 包括降低中国进口商品的关税, 但任何政策转换, 都需要考虑到中期目标, 即打造一个更有弹性、更持久的全球经济, 为工人和消费者服务
2021/3/28	我听到了外界呼吁取消关税的声音, 但突然取消关税可能会损害经济, 除非以一种让经济活动的各方都能够做出调整的方式进行	

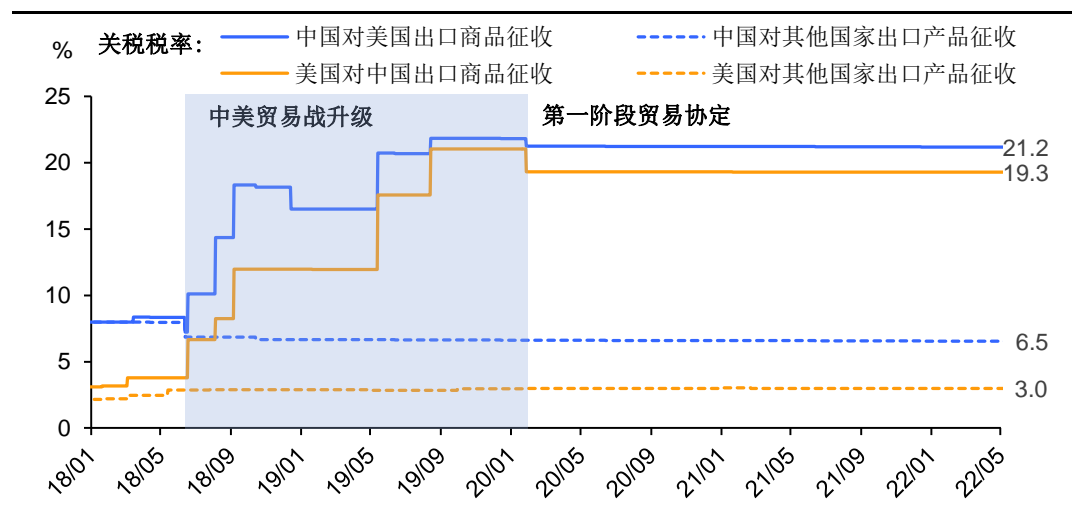
数据来源: 财联社, 观察者网, 人大重阳, 路透财经, 参考消息, 上海公平贸易, 东吴证券研究所

表2: 拜登内阁最具影响力的官员

官员	职务	履历
 卡玛拉·哈里斯	副总统	<ul style="list-style-type: none"> 曾当选旧金山地区检察官、加利福尼亚州总检察长和美国参议员
 安东尼·布林肯	国务卿	<ul style="list-style-type: none"> 奥巴马政府时期: 副国务卿 克林顿政府时期: 国家安全委员会成员
 珍妮特·耶伦	财政部长	<ul style="list-style-type: none"> 克林顿政府时期: 经济顾问委员会主席 布什政府时期: 旧金山联储主席 奥巴马政府时期: 美联储主席
 劳埃德·奥斯汀	国防部长	<ul style="list-style-type: none"> 曾任第12任中央司令部司令、陆军副参谋长 曾任驻伊美军末任司令

数据来源: 白宫网站, 东吴证券研究所

图2: 美国对中国产品的关税从2018年6月的不足5%升至2022年5月的19.3%



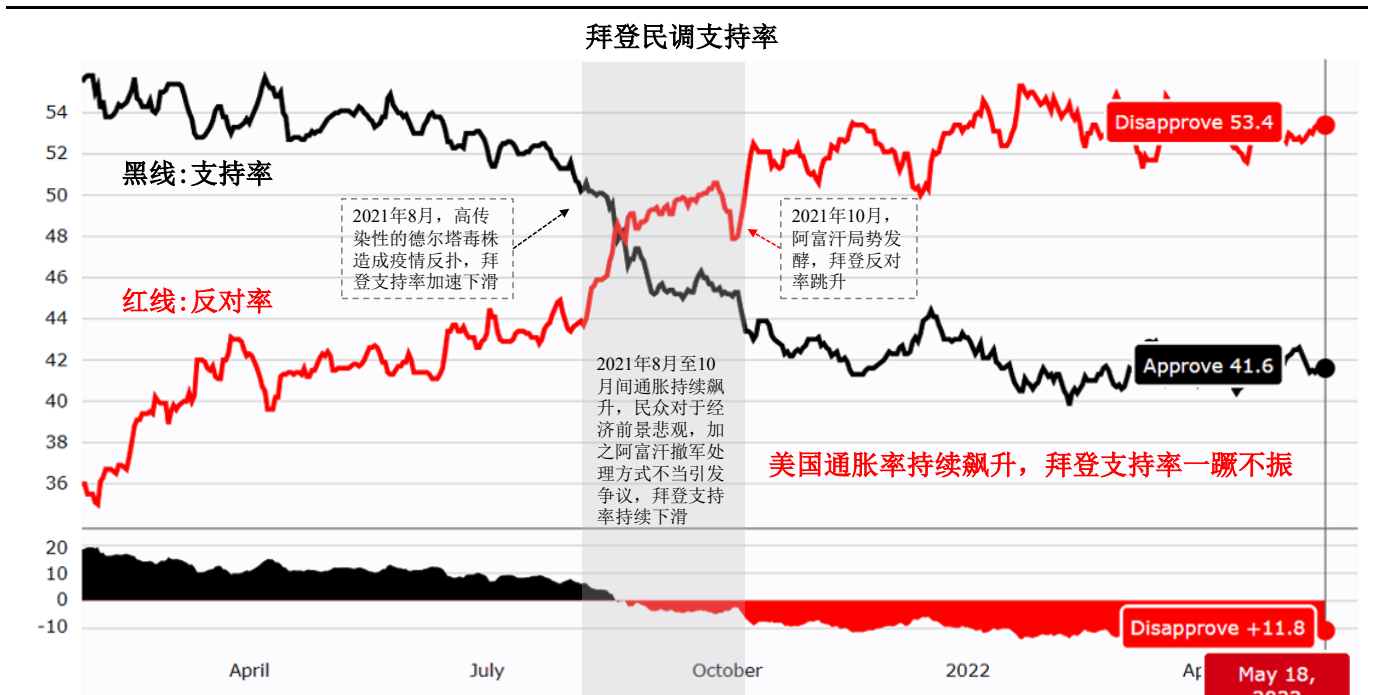
数据来源: PIIIE, 东吴证券研究所

表3: 2018年开始的中美贸易战中, 中美两国彼此共计加征了五次关税

日期	对应清单	美国对华加征关税举措	中国反制行为
2018/7/6	List 1	美国对价值 340亿美元 的中国商品 加征25%的301关税	中国对价值 340亿美元 的美国产品 加征25%的进口关税
2018/8/23	List 2	美国对价值 160亿美元 的中国商品 加征25%的301关税	中国对价值 160亿美元 的美国产品 加征25%的进口关税
2018/9/24	List 3	美国对价值 2000亿美元 的中国商品 加征10%的301关税	中国对价值 600亿美元 的美国产品 加征10%、5%的进口关税
2019/6/1		美国对上述从中国进口的2000亿美元商品 加征的关税税率由10%提高至25% (2019年6月15日生效)	中国对上述已实施加征关税的600亿美元的美国商品, 其中 部分提高加征的关税税率至20%、25% (6月1日生效)
2019/9/1	List 4A	美国对价值 3000亿美元 的中国商品 加征15%的301关税	中国对价值 750亿美元 的美国产品 加征10%、5%不等的关税
2020/2/14		美国对已于2019年9月1日加征关税的1200亿美元商品, 加征关税由15%调整为7.5%	中国对2019年9月1日起已加征关税的美国商品 加征税率减半

数据来源: BBC, 东吴证券研究所

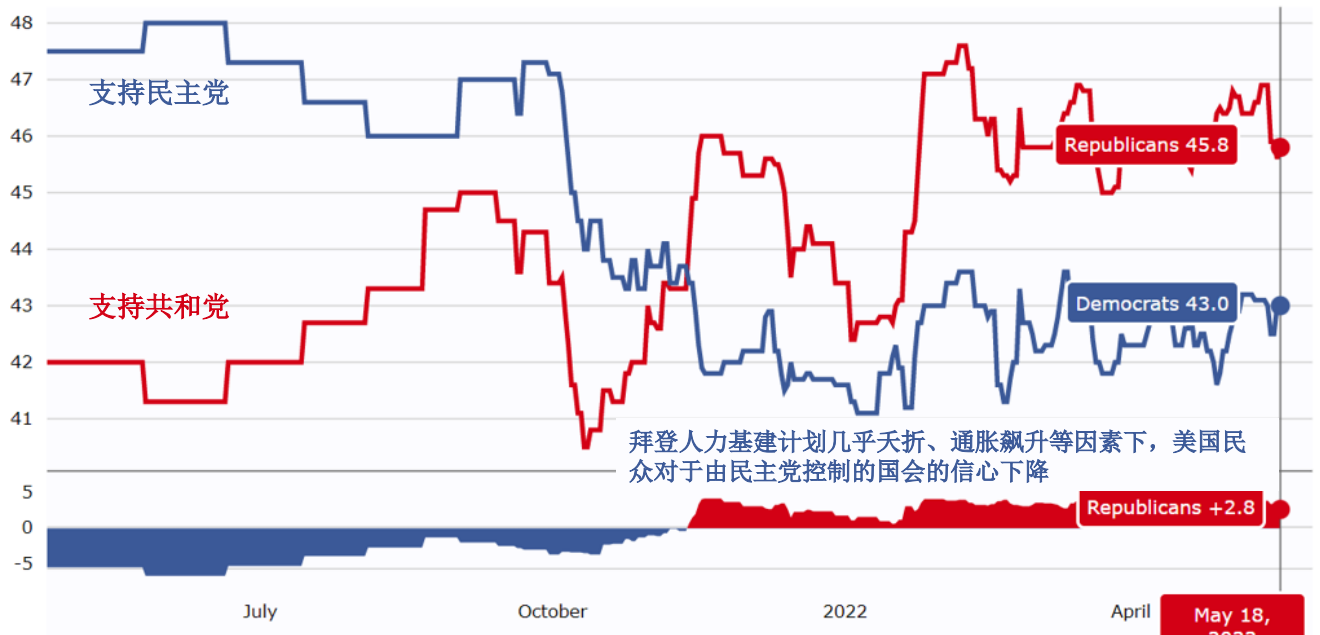
图3: 自2021年三季度美国通胀飙升以来, 拜登的民调支持率一蹶不振



数据来源: RealClearPolitics., 东吴证券研究所

图4：2021年三季度以来通胀的飙升，也蚕食了美国民众对由民主党掌控的国会的信心

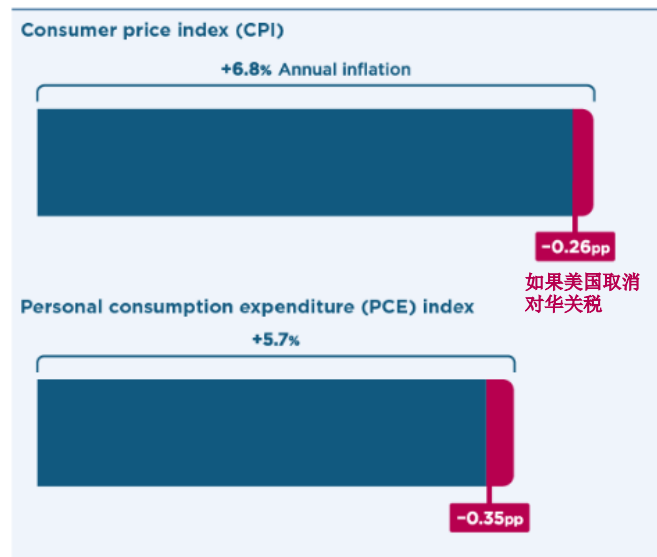
2022国会中期选举民调数据：美国民众对于两党的支持率



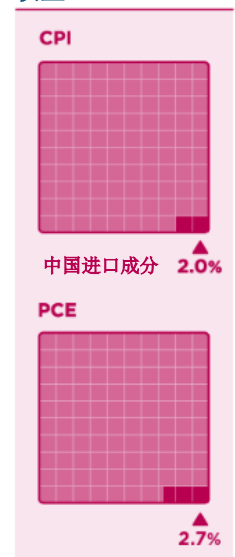
数据来源：RealClearPolitics., 东吴证券研究所

图5：取消对华关税的对于美国通胀的直接影响低于 0.5%

a. 2021年11月通胀同比

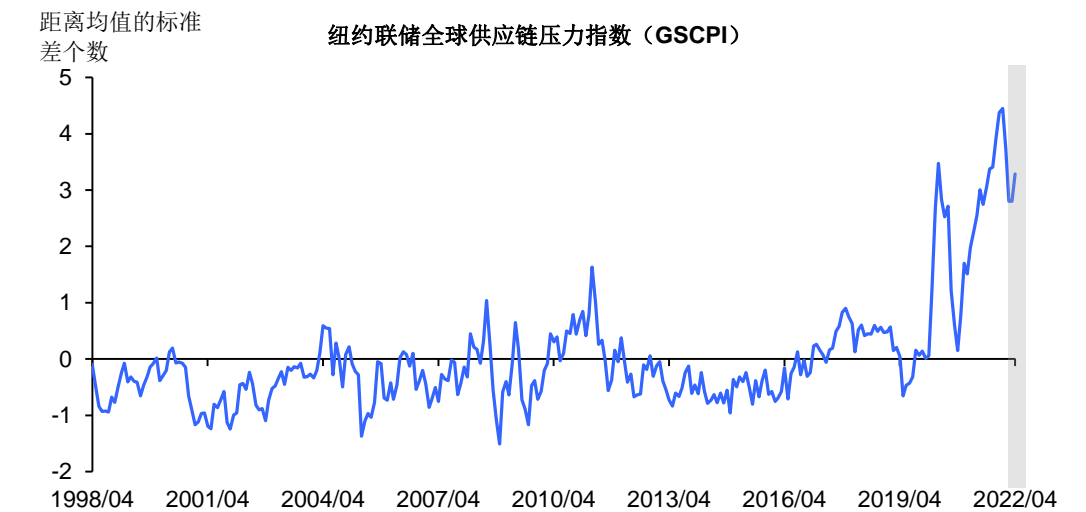


b. CPI和PCE指数中从中国进口成分的权重



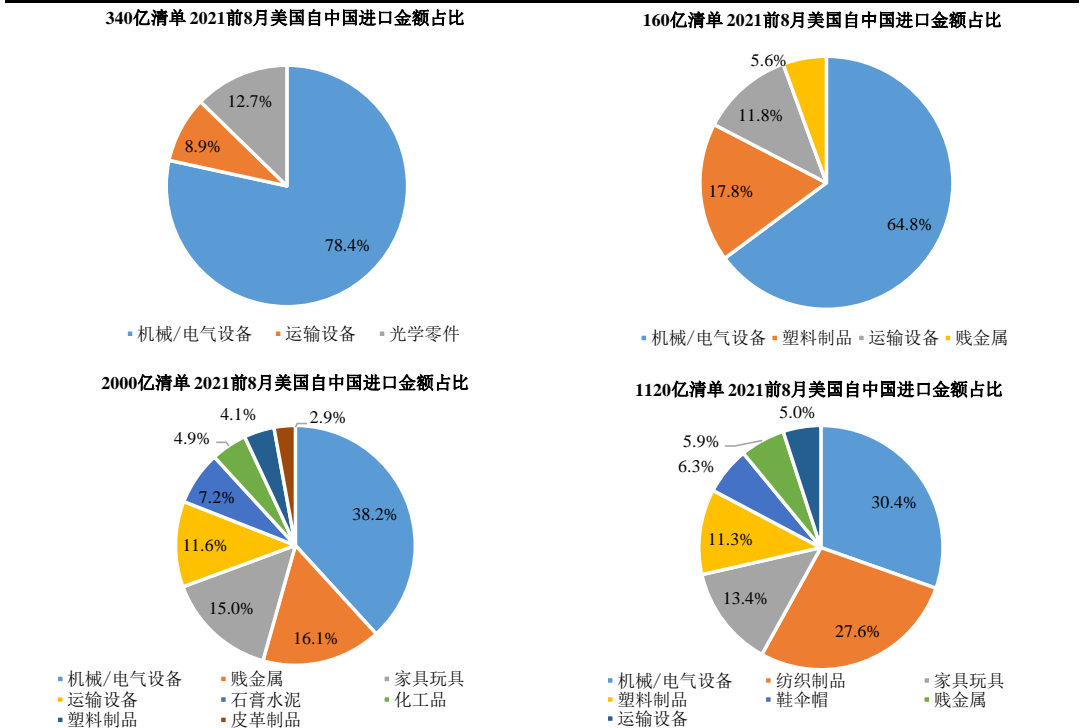
数据来源：PIIE, 东吴证券研究所

图6：自 2022 年初一直呈回落态势的纽约联储的全球供应链压力指数已于 4 月反弹



数据来源：纽约联储，东吴证券研究所

图7：美国对自华进口加征关税的商品以机电设备、运输设备、钢铁等为主



数据来源：USTR，Wind，东吴证券研究所

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，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、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021
传真：（0512）62938527
公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

