

## 宏观动态跟踪报告

## 美国对华关税政策调整：缘由、影响与走向

## 证券分析师

钟正生 投资咨询资格编号  
S1060520090001  
ZHONGZHENGSHENG934@pingan.com.cn

## 研究助理

张璐 一般证券从业资格编号  
S1060120100009  
ZHANGLU150@pingan.com.cn



## 事项：

2022年5月以来，在通胀压力加剧背景下，拜登政府不断释放调整对华关税政策的信号。本文评估对华加征关税对美国通胀的影响，分析了最新关税豁免政策对于减轻这一影响的作用。

## 平安观点：

- **高通胀成为美国对华关税调整的“导火索”。**支持取消对华加征关税的代表性人物是财长耶伦，2021年起，耶伦多次表示降低对华关税有助于缓解美国通胀压力。但也不乏以美国贸易代表戴琪、前美国贸易代表莱特希泽为代表的反对意见。6月美国CPI同比创下近四十年来新高，拜登表示倾向于从特朗普时期对中国输美产品加征关税的清单中移除一些产品。
- **美对华加征关税直接推升CPI约0.22%。**我们测算显示，在不考虑关税豁免的情况下，2021年美国依据301条款对华加征关税带来的总成本约为483亿美元，约抬高美国CPI同比0.22个百分点。此外，加征关税也可能通过“竞争效应”等渠道间接影响价格水平（PIIE有研究认为间接渠道的影响可能是直接效应的3倍以上），不过关于间接效应是否显著，尚有较大争论。因此，取消加征关税只能在一定程度上缓和美国通胀压力。分行业来看，美国工业品涨价压力与对华加征关税影响有明显的正相关性。
- **最新关税豁免约可降低30%关税影响。**我们测算，最新被延长豁免的352项产品，涉及加征关税约为142亿美元，占全部加征关税的29.4%。**豁免产品呈现出几个特点：一是**，本次未获得继续豁免的产品具有自中国进口比例相对较小、加征关税总额相对较低的特点，典型包括印刷、木材和杂项。**二是**，国内通胀压力成为美国关税豁免的重要考量因素。美国PPI上涨压力较大的行业在较大比例上获得了延长豁免。**三是**，各行业被豁免关税的程度，除与美国通胀压力有关外，还与美国对华进口依赖度有正相关性。**四是**，加征关税后，我国多数行业在美国进口中的占比明显下降，但不少行业表现出进口“刚性”。这体现出中国生产这些产品的竞争力较强、可替代性较弱，这些行业相应获得了较大程度的关税豁免。
- **拜登对华关税政策将走向何方？**目前高通胀已经成为美国民众关心的首要问题。考虑到拜登政府在全面取消对华加征关税上仍然面临政治压力，以及当前美国“友岸外包”逐渐出现“积极”迹象（从中国产品“借道”东南亚过渡到部分产业的实质转移），我们认为美国政府更可能通过关税豁免的方式，暂时降低对华关税的通胀影响，同时通过“印太经济框架”等拉拢相关国家，寻求以时间换空间，达到逐步降低对我国进口依赖的效果。对此，需保持高度关注和积极应对。

2022年5月以来，在通胀压力加剧的背景之下，拜登政府不断释放调整对华关税政策的信号。美东时间5月3日，美国贸易代表办公室（USTR）发布公告称，中美贸易战期间对自中国进口商品加征的关税即将到期，即日起将启动相关复审程序。公告表示，作为复审程序的第一步，将告知那些受益于对华加征关税的美国国内行业代表，行业代表可分别在7月5日和8月22日之前提出自己的观点，向USTR申请维持加征关税。USTR将根据申请对相关关税进行复审，复审期间将维持这些关税。本轮复审包括2018年7月6日和8月23日起加征的，针对340亿美元、160亿美元中国进口商品的关税，即贸易战中清单1与清单2中的商品。而涉及金额更大的清单3与清单4的关税将于今年9月与明年9月到期。

本文评估对华加征关税对美国通胀的影响，分析最新关税豁免政策对于减轻这一影响的作用。我们估算，美对华加征关税直接推升美国CPI约0.22个百分点，最新的关税豁免约可降低30%关税影响，因此只能在一定程度上缓和美国高通胀压力。我们认为，拜登政府通过关税豁免的方式降低关税成本压力，不仅可以对美国选民有所交代，也能在对华政策方面保留较大的灵活性与筹码，可能性相对更高些。当前美国“友岸外包”逐渐出现“积极”进展，部分产业有从中国向印太地区迁移的迹象。美国政府通过关税豁免的方式，暂时降低对华关税的通胀影响，同时通过“印太经济框架”等拉拢相关国家，寻求以时间换空间，达到逐步降低对我国进口依赖的效果。对此，需保持高度关注和积极应对。

图表1 中美贸易战期间美国对中国加征关税信息

项目	金额	加征时间	税率	加征产品	到期时间
清单1	340亿美元	2018年7月6日	25%	机械设备、电子产品、电气设备、运输设备等	2022年7月
清单2	160亿美元	2018年8月23日	25%	机械设备、电子产品、电气设备、运输设备、化工等	2022年8月
清单3	3000亿美元	2018年9月24日	初始为10%，2019年5月10日提升至25%	机械设备、化工、轻工、电子产品、电气设备、家电等	2022年9月
清单4A	1200亿美元	2019年9月1日	初始为15%，2020年2月14日降至7.5%	机械设备、化工、轻工、纺织服装、农产品、电子产品、电气设备、家电等	2023年9月
清单4B	800亿美元	---	---	---	---

资料来源：USTR, 平安证券研究所

## 一、通胀压力成为关税调整的“导火索”

近几个月以来，面对不断加剧的通胀压力，以及由此引发的民众不满，美国国内对于取消对中国进口商品关税的呼声愈发高涨。其中代表性人物便是现任美国财长耶伦，早在2021年，耶伦便在不同场合多次表示降低对华关税有助于缓解美国通胀压力。另外，美国商务部部长雷蒙多（Gina Raimondo）、美国国家安全副顾问达利普·辛格（Daleep Singh）等人也赞同取消部分对华关税。当地时间2022年5月18日，全美零售联合会（National Retail Federation）呼吁拜登政府降低或取消对华关税，以应对通胀高企。

不过，美国国内对于取消对华关税也不乏反对意见。同样来自民主党的美国贸易代表戴琪在对华关税问题上的表态则较为强硬。据路透社报道，戴琪近期表示，抗击通胀是一个“仅聚焦”中国关税所无法解决的、更为复杂的问题，对美中贸易关系采取“深思熟虑、审慎、战略性”的做法很重要。来自共和党的前美国贸易代表莱特希泽（Robert Lighthizer）亦表达了类似的观点。他表示通货膨胀是一个严重的问题，但它不是由关税引起的，它必须以通常的方式来对抗——货币政策、财政政策、能源政策等。

预计高通胀压力之下，拜登政府对华关税政策有望调整。近几个月来，美国通胀压力不断加剧，6月美国CPI同比达到8.6%，再度创下近四十年来新高，而拜登政府也在不断对外释放调整对华关税政策的信号。美国商务部部长雷蒙多6月5日表示，拜

登已要求她的团队研究取消前总统特朗普实施的一些对中国加征关税的方案，以应对当前的高通胀。6月14日，美国Axios网站独家报道称，美国总统拜登上周在白宫椭圆形办公室与内阁主要成员会面时表示，他倾向于从特朗普时期对中国输美产品加征关税的清单中移除一些产品，倾向于命令美国贸易代表办公室启动一个正式的“豁免程序(Exclusion Process)”，以确定一些消费品是否应该被免除所谓的“301关税”，但不太可能涉及钢铁、铝等大型工业产品。这一消息随后得到了美国白宫发言人皮埃尔(Karine Jean-Pierre)的证实。

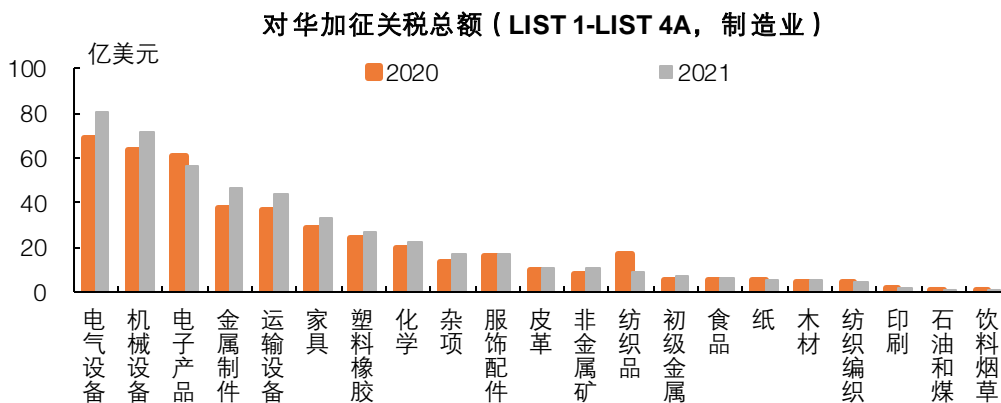
## 二、美国加征关税对通胀的影响评估

### 1、美对华加征关税直接推升CPI约0.22%

为了便于与美国国内相关数据进行比较，我们通过American Action Forum公布的近年来各类征税产品自中国的进口金额(10位HS编码)和关税税率，结合美国商务部普查局(US Census Bureau)公布的NAICS编码与HS编码之间的对应表，计算了清单4生效后，2020年、2021年的加征关税总成本。结果显示，在不考虑关税排除的情况下，2021年美国依据301条款对华加征关税带来的总成本约为483亿美元。

分行业来看，这些关税主要针对制造业产品(对应NAICS编码31、32、33三个大类行业，21个子行业)，占比达到99%。其中，电气设备、机械设备、电子产品等机电相关产品被加征了较多关税，家具、塑料制品等劳动密集型产品亦受到较显著影响。

图2 美国对华加征关税主要集中在机电相关产品



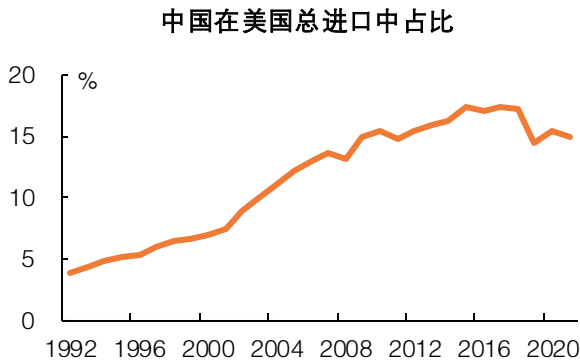
资料来源: American Action Forum, US Census Bureau, 平安证券研究所

在不考虑关税豁免的情况下，对华加征关税约抬高美国CPI同比0.22个百分点。估算过程如下：2021年美国对华加征关税总额为483亿美元，而美国自中国进口总额为5049亿美元，即美国对华加征关税约提升美国自中国进口成本9.6个百分点。2019-2021年自中国进口在美国总进口中的占比约为15%，从而对华加征关税约使得美国进口成本上升1.44个百分点。而2000年至2019年期间，美国进口价格每上升1个百分点，约带动其CPI同比上涨0.15%，这意味着对华关税对美国CPI同比的直接影响约为0.22个百分点。

此外，加征关税也可能通过“竞争效应”等渠道间接影响价格水平，不过关于间接效应是否显著，目前尚有较大争论。彼得森国际经济研究所(PIIE) Sherman Robinson等人的最新研究表明，若美国和中国取消贸易战关税，并取消所有国家的钢铝关税和加拿大的软木关税，则美国CPI将在现有水平上下降1.3个百分点，其中进口产品价格下降带来的竞争效应约为1个百分点，也即是说“竞争效应”等间接渠道的影响可能是直接效应的3倍以上。但是，也有研究表明取消对华关税对美国

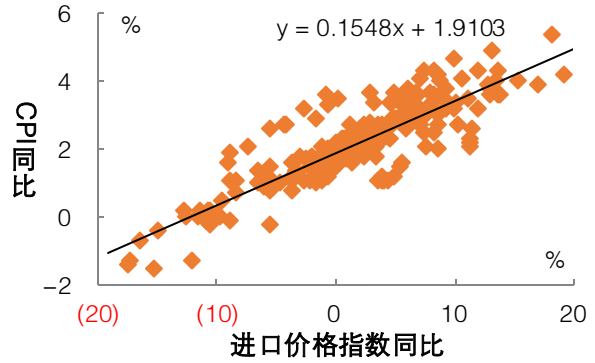
通胀的间接影响很小。例如，同样来自 PII 的 Kathryn Russ 的研究就认为，由于零售商调整价格需要一定时间，且可能通过自身吸收关税成本，因而取消对中国进口商品的关税所带来的间接影响可能是微不足道的。其研究显示，取消对华关税对美国 CPI 同比的直接影响约为 0.26 个百分点，与我们上面的结论相近。

图表3 2021年中国在美国总进口中的占比约为15%



资料来源: Wind,平安证券研究所

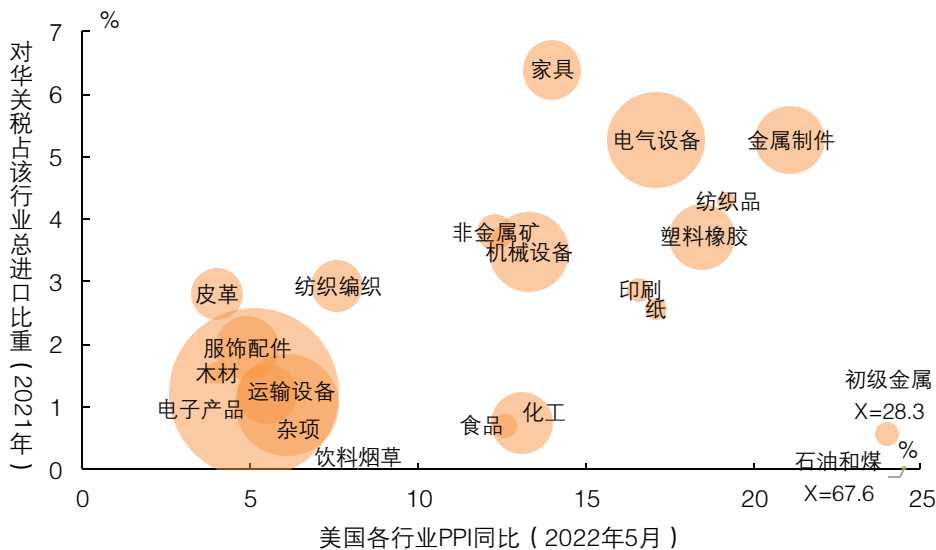
图表4 美国进口价格指数上涨1%对应CPI上升0.15%



资料来源: Wind,平安证券研究所

分行业来看，美国工业品涨价压力与对华加征关税影响有明显的正相关性。对华加征关税对进口成本影响较大的行业，PPI 同比也呈现出更大的涨幅。这其中既有劳动密集型的家具、纺织、塑料橡胶、印刷和纸制品，也包括金属制品、电气设备、非金属矿和机械设备这些对中国进口依赖较高的行业。而初级金属、食品、化工产品虽然 PPI 涨幅较高，但对华关税对其影响实际较小，主要受到海外供给收缩的压力。更多传统劳动密集型产品和电子产品，则处于对华关税影响相对较小、PPI 涨幅相对不大的区间。

图表5 美国受对华加征关税影响较大的行业，价格上涨压力更大



资料来源: American Action Forum, US Census Bureau, Wind,平安证券研究所。注: 气泡大小代表自中国进口金额, 初级金属、石油和煤两个行业5月PPI同比分别为28.3%、67.6%

## 2、最新关税豁免约可降低 30%关税影响

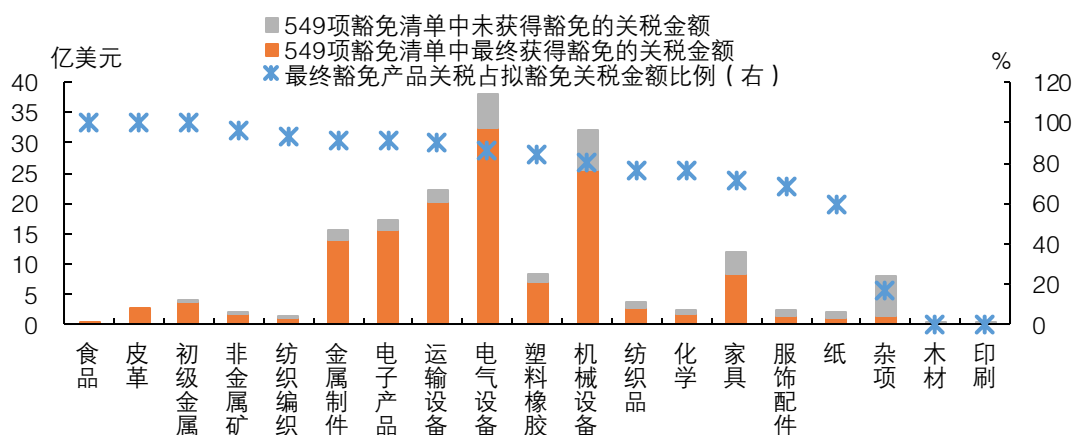
美国政府通过关税豁免程序，在一定程度上降低了对华关税带来的通胀影响。为减轻加征关税对美国部分行业的影响，2018 年 12 月至 2020 上半年，美国贸易代表办公室陆续披露了豁免加征关税的 2200 多项商品，豁免期限为一年。2019 年末，随着首批排除清单到期，贸易代表办公室开启了延长豁免，有 549 项商品陆续获得了延长排除资格，但多数在 2020 年末到期，剩余部分也在 2021 年上半年到期。2021 年 10 月，美国贸易代表办公室宣布，拟重新豁免 549 项从中国进口商品的关税，并就此征询公众意见。时隔近半年之后，美国贸易代表办公室在今年 3 月 23 日发表声明，对此前拟重新豁免关税的 549 项从中国进口商品中的 352 项商品确认豁免关税，豁免期回溯至 2021 年 10 月 12 日至 2022 年 12 月 31 日。我们的测算表明，2021 年这 352 项产品自中国进口金额约为 659 亿美元，涉及加征关税约为 142 亿美元，占全部加征关税的 29.4%<sup>1</sup>。

考察本次被延长豁免的 352 项产品，有几个特点：

一是，在 549 项产品中，获得继续豁免的产品项目占 64.1%，2021 年自中国进口金额约占 77%、涉及加征的关税约占 81.1%。也就是说，本次未获得继续豁免的产品具有自中国进口比例相对较小、加征关税总额相对较低的特点，典型包括印刷、木材和杂项（主要是劳动密集型产品）。

二是，美国 PPI 上涨压力较大的食品、初级金属，以及关税对 PPI 影响显著的非金属矿、金属制品、运输设备、电气设备、塑料橡胶、机械设备等，都在较大比例上获得了延长豁免。这说明国内通胀压力成为美国关税豁免的重要考量因素。

图表6 2021 年 10 月提出的 549 项拟豁免商品最终关税豁免情况



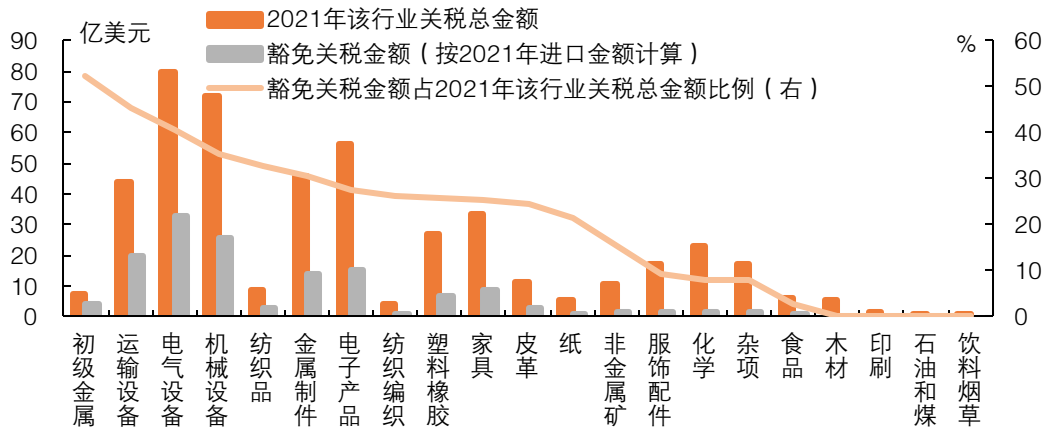
资料来源：American Action Forum, US Census Bureau, USTR, Wind, 平安证券研究所

三是，从本次被豁免的 352 项产品关税占各行业关税的比例来看：21 个制造业行业中的 17 个行业均获得了不同程度的豁免，仅自中国进口金额较小的木材、石油和煤、印刷、饮料烟草行业不涉及关税豁免。初级金属、运输设备、电气设备、机械设备几个行业有超过 1/3 的关税得到了豁免，电子产品、金属制件及部分劳动密集型行业（纺织、塑料、家具、皮革、纸）有超过 1/5 的关税被豁免，而非金属矿、化工、及其它劳动密集型产品关税豁免的比例较低。各行业被豁免关税的程度，除了与美国通胀压力有关外（如 PPI 同比较高的初级金属、电气设备、机械设备、纺织、金属制品被豁免的比例较高），还与美国对华进口依赖度（自中国进口金额/总进口金额）有正相关性。豁免比例较低的食品、化工、纸，对华进口依赖度相对较低，因而尽管价格上涨压力较大，美国也并未在对华关税上给与更多豁免。

<sup>1</sup> 由于豁免产品为 HS10 位编码，而我们基于的进口数据为 HS8 位编码，因此数据可能存在小幅高估。

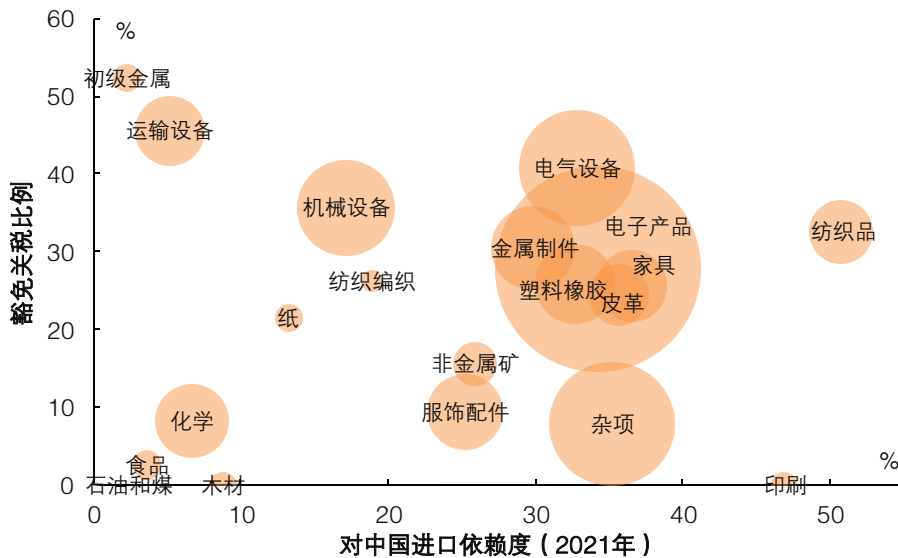


图表7 2022年3月美国对华352项产品关税豁免的影响



资料来源: American Action Forum, US Census Bureau, USTR, Wind, 平安证券研究所

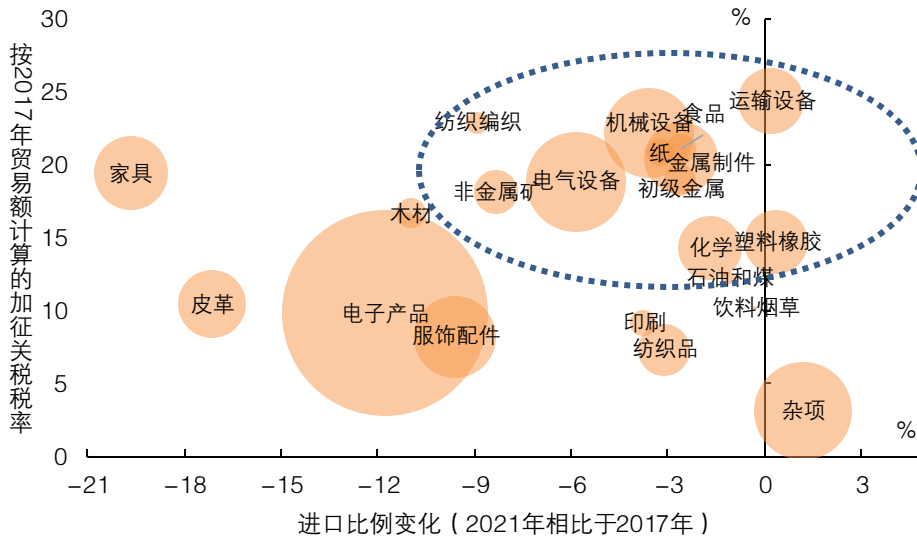
图表8 各行业被豁免关税的程度, 与美国对华进口依赖度有正相关性



资料来源: American Action Forum, US Census Bureau, Wind, 平安证券研究所。注: 气泡大小代表2021年自中国进口金额

四是, 加征关税后, 我国多数行业在美国进口中的占比明显下降, 但不少行业表现出进口“刚性”, 这些行业相应获得了较大程度的关税豁免。我们根据2017年美国自中国进口各类商品的金额, 还原出各行业在加征关税伊始面临的关税压力, 并与2017年至2021年中国在美国进口中的占比变化进行对比。可以发现, 多数行业在关税压力增加之下, 从中国进口的比例有所下降, 但各行业下降的幅度与关税水平的高低并不成正比(趋势线左上-右下方向倾斜)。运输设备、金属制品、初级金属、纸、机械设备、电气设备、纺织编制等行业, 虽然初始关税水平较高, 但加征关税的四年中, 美国从中国进口的比例降幅却相对较小。这种“刚性”的出现, 体现出中国生产这些产品的竞争力较强、可替代性较弱, 而这些行业均获得了较高比例的关税豁免。

图表9 贸易战后我国多数行业在美国进口中的占比下降，但不少行业表现出进口“刚性”

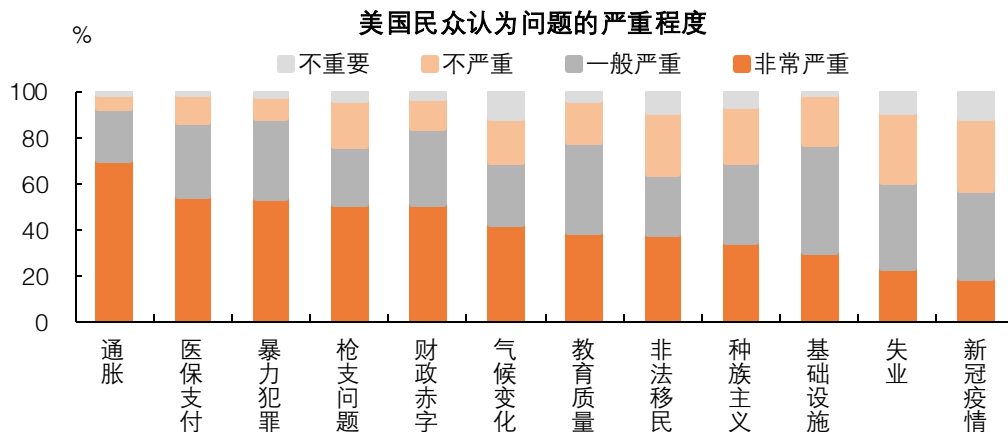


资料来源: American Action Forum, US Census Bureau, Wind, 平安证券研究所。注: 气泡大小代表自中国进口金额

### 三、拜登对华关税政策将走向何方?

目前，通胀问题已经成为美国民众关心的首要问题。根据皮尤研究中心 (Pew Research Center) 今年 4 月 25 日至 5 月 1 日进行的问卷调研，有 70% 的美国民众认为通胀是美国面临的首要问题，占比远高于医保支付问题 (55%) 和暴力犯罪问题 (54%)。布鲁金斯学会的文章指出，对通货膨胀影响感受最深的人，也是在过去两次总统选举中投下关键摇摆票的人，拜登赢得 2020 年总统大选的部分原因是提高了其在摇摆州的工薪阶层白人选民中的票数。因此，为了争取选票，避免在今年 11 月举行的中期选举中失利，拜登政府亟需在中期选举前让通胀“降温”。因此，拜登政府有较大动力调整对华关税政策，以向选民传达“不惜一切抗击通胀”的信号。

图表10 通胀已成为美国民众最为关心的问题



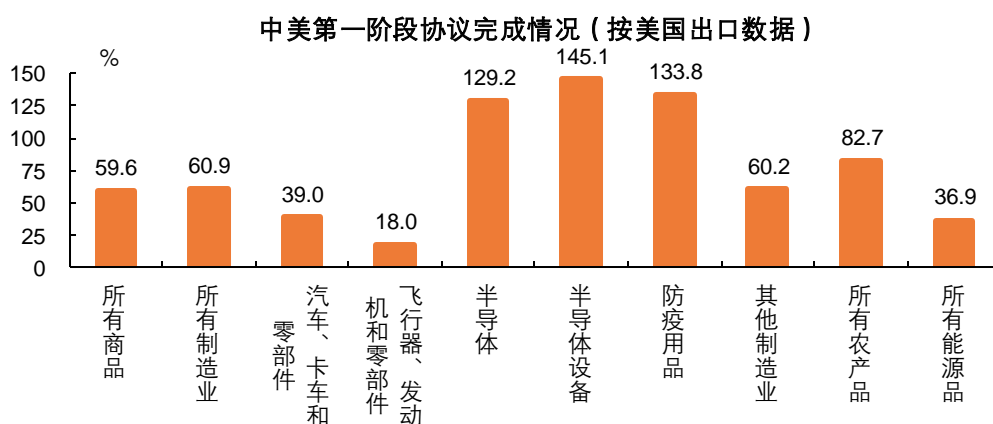
资料来源: 皮尤研究中心, 平安证券研究所

不过，在全面取消贸易战时期对中国加征的关税上，拜登政府仍然面临政治压力。主要包括：

一是，招致“对华政策软弱”的攻击。自上任以来，拜登政府一直被共和党人批评“对华软弱”，指责拜登团队表面上指责中国，但行动上却很缓慢。不仅来自共和党的前任总统特朗普、副总统彭斯以及部分现任共和党议员多次在公开场合表态，民主党内部保守派对拜登的对华政策亦颇有微词。2021年4月14日，拜登气候问题特使克里赴华，就导致了美国民主党保守派的不满，认为拜登政府“对华软弱”。

二是，中美第一阶段经贸协议的扩大进口目标完成度不高，也会增强对拜登政府取消对华关税的反对意见。按照2020年1月中美双方签署的第一阶段经贸协议，中方承诺2020-2021年扩大自美进口2000亿美元，基准规模为2017年进口额，即该时间段内中国应从美国进口相关商品不少于3522亿美元。根据PIIE数据，截至2021年末，中国在两年的时间内从美国进口相关商品总额为2101亿美元，仅达到目标的59.6%。

图表11 中美第一阶段经贸协定下，中国对自美进口商品目标的完成情况



资料来源：PIIE, 平安证券研究所

三是，部分受益于关税的工会反对放松关税政策。尽管关税政策对整体经济带来负面影响，但仍有部分行业受益于此。据美国政治新闻网站POLITICO报道，美国贸易代表办公室的论点与工会和美国工业界的观点密切相关，美国工业界作为关税政策的受益者，要求保留这些关税。5月，美国一家主要纺织集团的负责人在与USTR的一名高级官员会面时，公开敦促政府不要理会日益增长的关税减免呼声。美国贸易代表办公室和劳工部劳工咨询委员会工作人员主席迈克韦塞尔也曾表示，“为更多中国产品进入美国放宽道路，只会破坏我们制造基地和就业的恢复”。而关税复审程序的第一步，就是告知那些受益于对华加征关税的美国行业代表，由其在规定时间内向USTR申请维持加征关税。

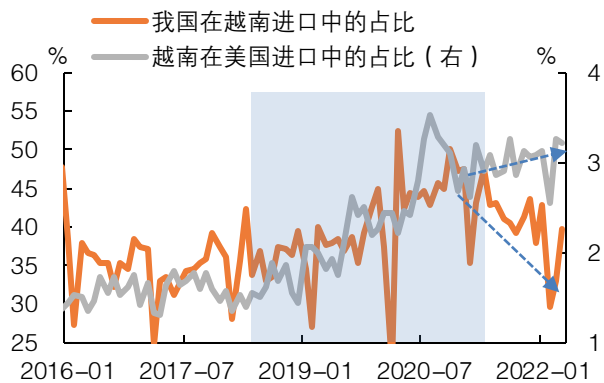
我们认为，通过关税豁免的方式降低关税成本压力，不仅可以对美国选民有所交代，亦能在对华政策方面保留较大的灵活性与筹码，可能性相对更高。根据我们前面的分析，通过关税豁免的方式能有效降低自中国进口商品的关税成本，亦可有针对性地考虑不同产品对中国的依赖度和可替代性。美国贸易代表戴琪此前曾表示，美国全面取消对华关税，将失去在谈判中的筹码。并且，若全面取消对华关税，再次加征关税需要重新进行贸易调查、签署总统备忘录等流程，这部分流程需要大约半年的时间。美国财长耶伦近期提出，美国应该与大量可信赖的国家建立供应链的“友岸外包”(Friend Offshoring)模式，以安全地扩大市场准入，并降低经济风险。

而事实上，当前美国“友岸外包”的形势正在发生变化，从产品借道东南亚过渡到部分产业的转移：中美贸易战爆发初期，有证据表明美国自中国进口比例的下降，主要是通过产品“借道”东南亚的方式间接出口至美国，以规避对华关税。这表现为2018年下半年到2021年上半年，越南、泰国等在美国进口中的占比显著上升，而同期这些国家从中国进口的比例也显著上升。但2021年下半年以来，这种“借道”有式微迹象。这表现为2021年下半年以来，越南、泰国、印度等在美国进口中的占比继续上升，而这些国家从中国进口的比例出现明显下降。这意味着东南亚、印度等国开始实现自身产能扩张，我国部分劳



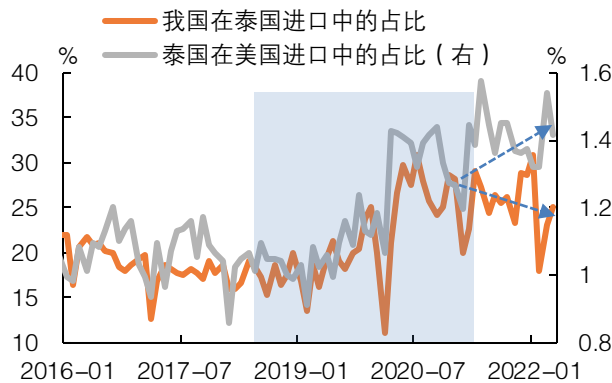
动密集型产业向外迁移的迹象更加凸显。在此背景下，美国政府更有可能通过关税豁免的方式，暂时降低对华关税的通胀影响，并通过“印太经济框架”等拉拢相关国家，寻求以时间换空间，达到逐步降低对我国进口依赖的效果。

图表12 中国在越南进口中的占比明显走低



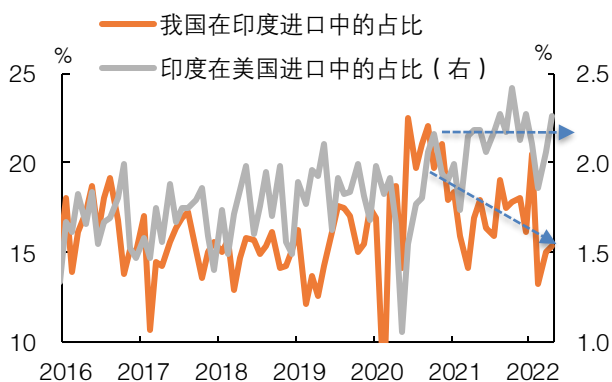
资料来源: Wind,平安证券研究所

图表13 泰国在美国进口中的占比再上台阶



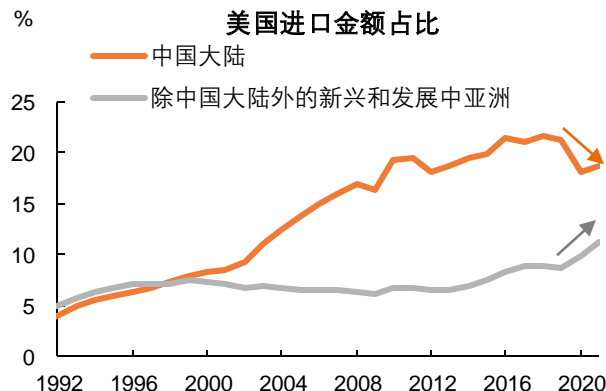
资料来源: Wind,平安证券研究所

图表14 印度在美国进口中的比例显著提升



资料来源: Wind,平安证券研究所

图表15 美国从其它新兴和发展中亚洲进口的比例抬升



资料来源: Wind,平安证券研究所

## 平安证券研究所投资评级：

### 股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于市场表现 20% 以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于市场表现 10% 至 20% 之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对市场表现在  $\pm 10\%$  之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于市场表现 10% 以上）

### 行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于市场表现 5% 以上）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对市场表现在  $\pm 5\%$  之间）
- 弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场表现 5% 以上）

### 公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险，投资需谨慎。

### 免责条款：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2022 版权所有。保留一切权利。

## 平安证券

### 平安证券研究所

电话：4008866338

#### 深圳

深圳市福田区福田街道益田路 5023 号平安金融中心 B 座 25 层  
邮编：518033

#### 上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融大厦 26 楼  
邮编：200120

#### 北京

北京市西城区金融大街甲 9 号金融街中心北楼 15 层  
邮编：100033