

宏观点评 20220705

美国减免对华关税：浪子回头还是“与虎谋皮”？

2022年07月05日

证券分析师 陶川

执业证书：S0600520050002

taoch@dwzq.com.cn

研究助理 邵翔

执业证书：S0600120120023

shaox@dwzq.com.cn

■ 在经济滞胀的压力下，美国减免对华关税终于要兑现了。我们在之前的报告《美国削减关税：口舌之争还是箭在弦上？》里曾经提及，在高通胀带来的经济和政治压力下，**白宫将削减对华关税，尤其是消费品相关的关税**。目前看来兑现的期限已经临近，根据华尔街日报 7 月 4 日的报道，美国总统拜登很可能在本周宣布暂停对中国进口消费品（例如服装）加征的关税，并且允许进口商申请其他商品的关税减免。

■ 不过我们的解读偏谨慎，关税减免可能换来的是有限的汇率升值（甚至可能是贬值）和放大的市场波动。从资产来看，如图 1 所示，**最兴奋的还是汇率**，尽管美元指数重回 105 上方，但是人民币汇率在日间却一度逆势升破 6.69，股市方面，**直接受益的板块如纺织服装也出现一定的“躁动”**，但是考虑到当前特殊的环境，我们认为减免关税带来的人民币升值会比较有限、在 2% 以内；对于股市来讲美国政府可能会通过制裁企业等手段进行平衡，反而可能增加国内权益市场的波动性；但对于出口来说，阶段性的对华关税减免可能会意外增加下半年出口的韧性。

■ 我们对于人民币汇率的谨慎基于三个方面的考虑：

■ 首先，从关税减免对汇率的影响来看，人民币的升值幅度 1.1% 至 1.8% 左右，对应的美元兑人民币的水平在 6.58 至 6.63 之间（按 6.70 来计算）。我们认为第三季度美国取消部分消费品进口加征关税是合理的，我们通过测算发现美国对中国出口关税税率水平每增加 1 个百分点，对应的人民币贬值幅度在 0.3 至 0.7 个百分点之间（图），结合美国对华加征关税清单中消费品占比和不同部分的关税水平，我们测算了关税减免对人民币升值的影响，结果如图 4。考虑到当前市场对于人民币的看涨情绪并不强烈，我们预计在美国取消消费品进口关税的情景下，人民币升值不会超过 6.58。

此外，值得注意的是华尔街日报在提及拜登减免对华关税时使用的动词时“暂停”（pause），这可能意味着关税的降低可能只是阶段性，这对于人民币汇率的升值影响会更加有限。

■ 其次，从经济环境来看，第三季度市场的阶段性主题会是定价衰退，而衰退背景下美元指数不会弱，客观上会抑制人民币升值的空间。我们在之前的报告《大类资产如何定价衰退？》中指出美元指数在衰退前后表现不会差，如表 2 所示，往往要等到衰退开启后 2 至 5 个月才会触顶回落，这取决于美联储宽松的力度、速度以及非美经济体的经济韧性。而在当前的高通胀下，我们预计衰退不会轻易中断美联储紧缩，这意味着美元的强势也会更加“顽固”

除此之外，日元大幅贬值引领的“货币战”，会给包括人民币在内的众多亚洲货币带来经济上和情绪上的压力。从历史上看，日元的率先企稳回升是亚洲货币集体转暖的必要条件。

■ 第三，从政策意愿看，人民币大幅升值可能不符合中美双方的政策博弈。从美国角度看，减免对华关税的一个重要目的是为了减轻国内的通胀压力，而人民币兑美元大幅升值（反过来看就是美元相对人民币大幅贬值）对于美国居民来说是具有通胀特性的，让人民币贬值更有利于控制美国的输入性通胀。这很可能是白宫将表示仅阶段性减免对华关税的重要原因之一。

从中国角度，面对日韩的竞相贬值，疫情之后经济复苏尤其是保护中小企业，需要避免人民币的大幅升值，客观上央行很可能转为默许人民币汇率波动性提高。我们觉得一个观察窗口是 7、8 月央行是否会重新上调外汇风险准备金。这比本周央行跨半年之后连续进行 30 亿元低

相关研究

《大宗商品牛市接近尾声了吗？》

2022-07-04

《开发性金融债支持基建透露了什么信号？》

2022-07-01

《基建投资基金的来龙去脉》

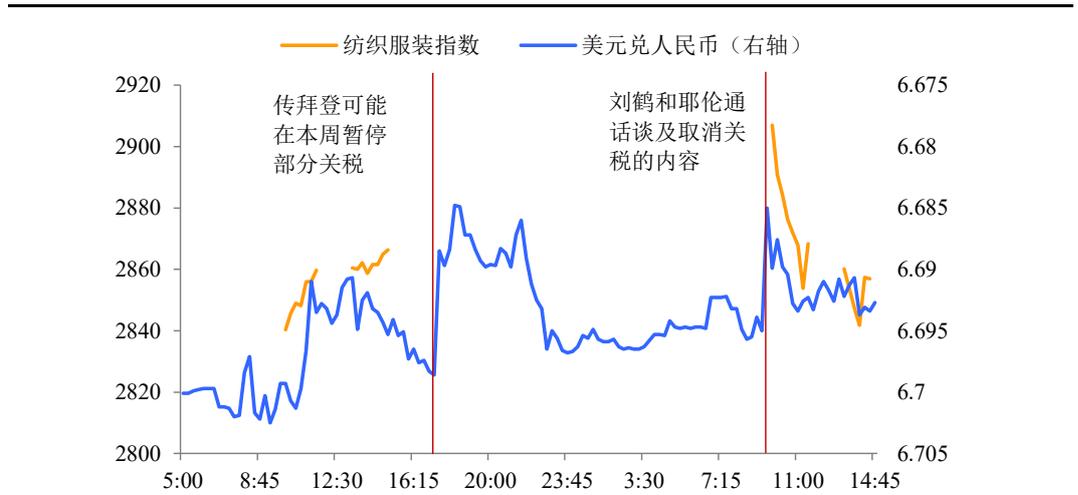
2022-06-30

量公开市场操作更具有参考意义。

外汇远期购汇风险准备金是央行限制企业和机构通过远期市场做空人民币的重要手段，此前在人民币掉期转负（说明在远期市场上购买美元更划算）或者银行代客远期结售汇出现大幅逆差（说明远期购买美元的企业远远多于远期出售美元的，做空人民币情绪浓厚）时，央行往往出手限制企业的远期购汇行为，我们预计 7 月银行代客远期结售汇大概率仍会录得逆差，而如果央行继续按兵不动，可以视为重要的汇率信号。

- 对于权益市场而言，美国减免关税的利多可能并不“单纯”。除了减免商品的范围有限、减免的时间可能具有阶段性外，另一个不容忽视的考量是在 11 月国会选举前，美国两党往往会选择通过对华强硬来争取国内的民意支持。减免关税对中国的示好很可能通过其他强硬手段进行平衡，诸如制裁中国企业，将更多的中资企业纳入各类“黑名单”的措施可能会更加频繁地出现，这可能会使得 A 股得不偿失、波动性加大。而汇率波动性的上升对于股市也是一个潜在的不确定性因素。
- 不过从宏观上看，阶段性的对华关税减免可能使得下半年出口获得额外的支撑。参考 2018 年至 2019 年，面临美国不断提高对华关税的外部环境，企业选择提前出口的方式来尽量规避税收负担（图 6），同样如果拜登政府明确减免关税的暂时性，企业同样会选择提前出口来利用税收窗口，这可能会导致今年下半年类似 2018 年，出口增速保持相当的韧性。
- 风险提示：疫情扩散超市场预期，政策对冲经济下行力度不及市场预期，测算基于我们对政策和疫情发展情况的假设，可能会与实际情况有所偏离。

图1: 2022年7月4日至5日人民币汇率和纺服板块受益于美国减免关税的新闻



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

表1: 美国对中国加征关税的主要内容

| 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 1120亿美元 的中国商品 加征15%的301关税 | 中国对部分美国产品（750亿美元清单的一部分） 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 |

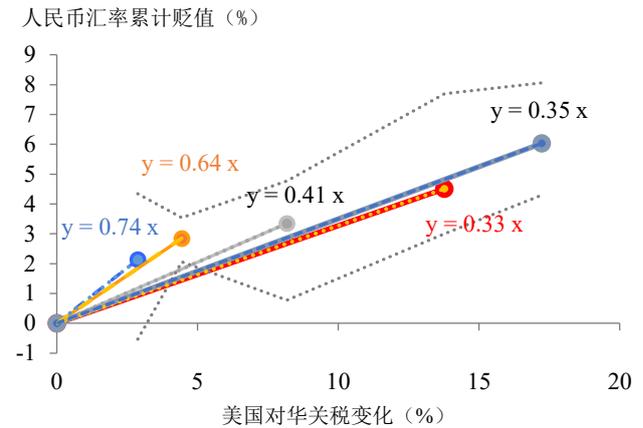
数据来源: BBC, USTR, 东吴证券研究所

图2: 美国对中国出口商品征收的税率和人民币汇率



数据来源: Wind, PIIE, 东吴证券研究所

图3: 人民币汇率对关税税率的敏感性分析



数据来源: Wind, PIIE, 东吴证券研究所

图4: 不同减免关税的情境下人民币汇率的升值空间测算

| 情景 | 美国对中国出口平均税率下降 (%) | 汇率弹性 | | |
|------------------------|-------------------|--------|--------|--------|
| | | 均值 | 最小 | 最大 |
| 取消消费品加征关税 按6.70汇率计算 | -3.4 | -1.81% | -1.11% | -2.51% |
| 取消所有加征关税 按6.70汇率计算 | -13.0 | -6.95% | -4.26% | -9.64% |

数据来源: Wind, 东吴证券研究所测算

表2: 美国衰退前后美元指数表现总结

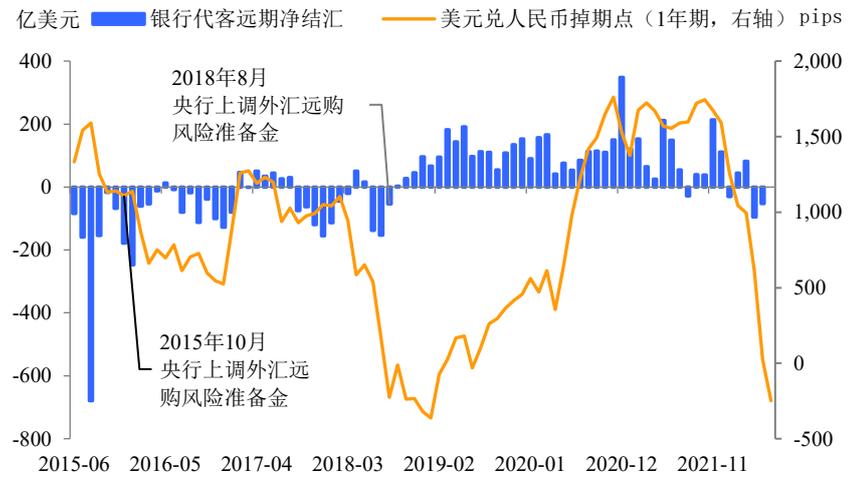
| 衰退开始月份 | 衰退前半年美元低点 | 衰退后美元高点出现 | 衰退结束 | 衰退前半年美元收益率 | 衰退前30天美元收益率 | 衰退开始至高点美元收益 | 衰退前半年美元走势 | 衰退期间美元走势 |
|---------|-----------|-----------|-------|------------|-------------|-------------|-----------|----------|
| 1973-11 | -4月 | +2月 | +16月 | 2.86% | 5.56% | 8.86% | | |
| 1980-01 | 0月 | +3月 | +6月 | -0.95% | 0.37% | 10.16% | | |
| 1981-07 | -4月 | +1月 | +16月 | 17.82% | 2.95% | 10.51% | | |
| 1990-07 | -0月 | +8月 | +8月 | -5.41% | -4.37% | 5.26% | | |
| 2001-03 | -2月 | +4月 | +8月 | 3.15% | 4.79% | 3.03% | | |
| 2007-12 | -1月 | +15月 | +18月 | -6.38% | 0.72% | 17.29% | | |
| 2020-02 | -2月 | +1月 | +2月 | -0.79% | 0.14% | 5.60% | | |
| 均值 | -2月 | +5月 | +11月 | 1.47% | 1.45% | 8.67% | | |
| 均值1 | -2.4月 | +2.2月 | +9.6月 | 4.42% | 2.76% | 7.63% | | |

注:

1. 衰退前半年美元低点、衰退后美元高点出现和衰退结束的时点都表示成相对于衰退开始月的间隔月份。
2. 1990 和 2008 年的衰退特殊之处在于危机根源在美国自身金融体系。
3. 均值 1 是剔除了 1990 和 2008 年衰退之后的样本均值。

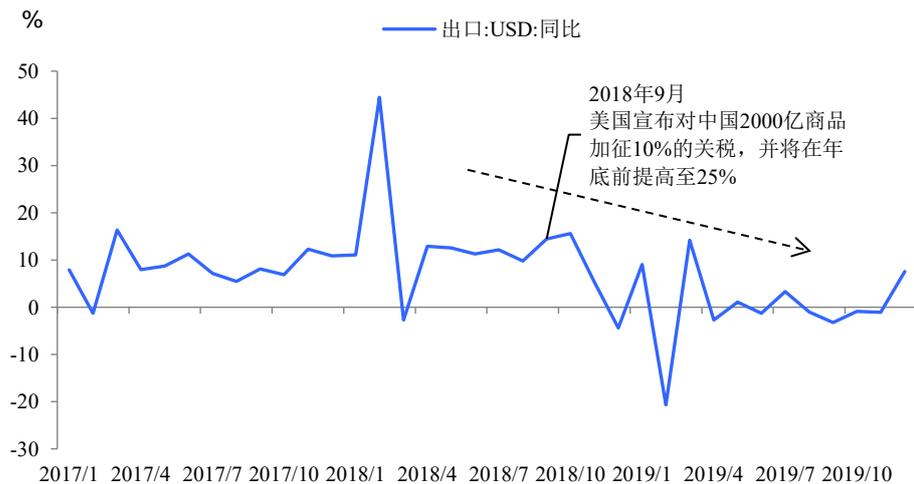
数据来源: CEIC, NBER, 东吴证券研究所测算

图5: 银行代客净结汇和人民币汇率掉期双双转负



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图6: 2018年由于美国不断加征关税的前景, 企业选择提前出口



数据来源: 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。

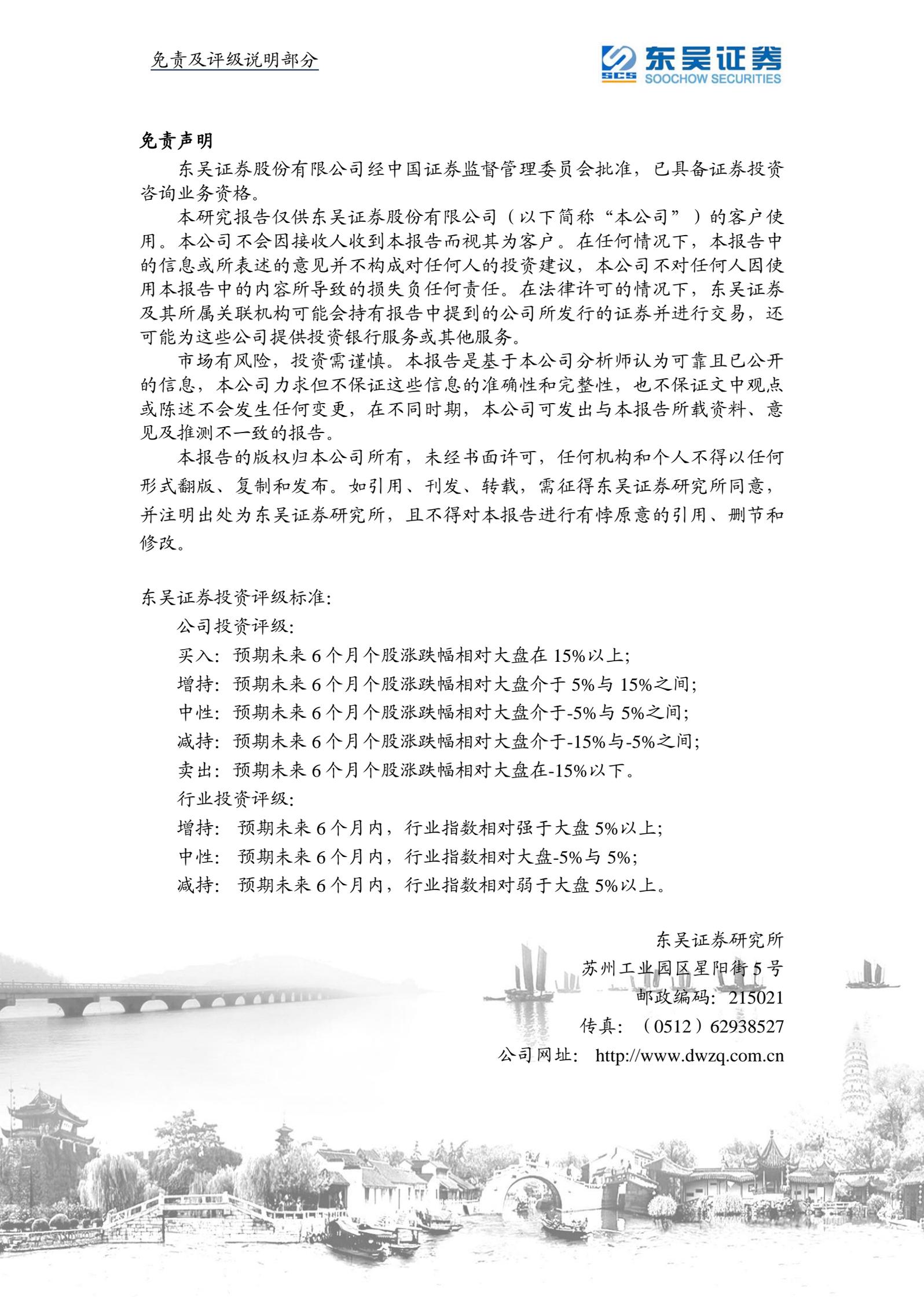
东吴证券投资评级标准：

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>