

# 特朗普若当选加征关税的可能不宜低估

## ——海外宏观周专题

### 专题内容摘要

我们认为虽然特朗普获得共和党党内提名的可能性较大，但是是否能够赢得一般选举还有较大不确定性。如果特朗普再次当选总统，再次加征关税的可能性是不能忽略的；特朗普还有可能以加征关税作为筹码要求中方做出其他方面的让步。但是，考虑到60%的关税可能使得中美贸易趋于断绝，包括一些并不敏感的劳动密集型产品，既可能导致美国经济蒙受不必要的损失，也可能使得中美关系趋于紧张，我们认为这一情景并非大概率事件。

#### ► 特朗普或能成为共和党候选人

特朗普有多大概率当选这个问题可以分解为两个问题，一个是特朗普是否能获得共和党的党内提名，第二个是特朗普是否能够赢得一般选举。我们认为虽然特朗普获得共和党党内提名的可能性较大，但是是否能够赢得一般大选还有较大不确定性。从目前的情况来看，一般选举中特朗普和拜登的民调结果非常接近。

#### ► 特朗普有意愿延续加征关税的政策

特朗普的讲话和著作表明他的贸易观可能是反对贸易逆差的重商主义。从他的个性来看，他的想法也不太容易被改变。因此，加征关税的政策路线可能持续。此外，对华强硬的目的也可能是为了获得更多的谈判筹码。中美第一阶段贸易协定表明美方可能希望中方在知识产权、食品和农产品贸易、技术转让、金融服务和增加从美国进口方面等方面做出让步。如果特朗普加征新关税或提出新要求，当前中方有优势的新能源汽车或被“特别关照”。

#### ► 特朗普对华强硬或是为了争取摇摆州蓝领选票

特朗普期望在对华贸易上表现强硬出来在贸易上“赢”，通过对中国的强硬在选举中“赢”。他可能希望通过对华贸易强硬来赢得重要的制造业蓝领工人在摇摆州的关键选票。特朗普获胜的路径依然在于赢得关键的摇摆州。

#### ► 加征60%关税的可能性相对较低

但是，即使特朗普当选，我们认为真正落实对全部中国产品60%关税的风险有限。首先，美国经济可能蒙受较大损失，一些与无关战略的劳动密集型产品相关的损失毫无必要。其次，参考“大萧条”期间的“斯姆特-霍利关税法”和美苏冷战的历史，贸易断绝可能加剧民族主义情绪推动国家关系走向紧张。紧张的中美关系也并不符合美国国家利益。最后，市场套利机制和规避关税的行为会使得全面对华产品加征高额关税的执法成本也很高。

**风险提示：**特朗普一意孤行机会主义，地缘政治冲突风险超预期，双边民族主义情绪上升超预期。

### 作者

分析师：樊磊

执业证书编号：S0590521120002

邮箱：fanl@glsc.com.cn

分析师：王博群

执业证书编号：S0590524010002

邮箱：wangboq@glsc.com.cn

### 相关报告

- 1、《春节期间国内外宏观数据有积极信号：——宏观专题研究》2024.02.17
- 2、《1月PMI传递积极信号：——对1月PMI和高频数据的思考及未来经济展望》2024.02.01

## 正文目录

1. 特朗普当选还有较大不确定性.....	4
1.1 党内提名的竞争 .....	4
1.2 一般选举 .....	5
1.3 大选年的影响 .....	8
2. 不宜低估加征关税的可能.....	9
2.1 特朗普的可能策略 .....	9
2.2 选举政治的计算 .....	15
2.3 加征 60% 关税的可能不大 .....	19
3. 风险提示 .....	26

## 图表目录

图表 1: 2024 年美国大选重要节点.....	4
图表 2: 德桑蒂斯退选.....	5
图表 3: 目前的代表票数.....	5
图表 4: 拜登和特朗普的年龄.....	6
图表 5: 历任美国总统年龄.....	6
图表 6: 生命表未来 1 年死亡的概率.....	7
图表 7: 生命表未来死亡的累积概率.....	7
图表 8: 拜登和特朗普在美国的支持率不相上下 (%).....	8
图表 9: 美国财政支出和收入情况.....	9
图表 10: 美国财政支出和收入情况.....	9
图表 11: 特朗普的贸易观.....	11
图表 12: 美国自中国进口金额(亿美元).....	11
图表 13: 美国国会山骚乱.....	12
图表 14: 特朗普最“懂”的领域.....	12
图表 15: 中国向美国购买金额(亿美元).....	14
图表 16: 实际进口占承诺的比例 (%).....	14
图表 17: 中国承诺进口主要品类(亿美元).....	15
图表 18: 没有贸易纠纷的情景(亿美元).....	15
图表 19: 2016 年美国大选选举人票.....	16
图表 20: 2016 年美国大选总选票(万人).....	16
图表 21: 2020 年美国大选选举人票.....	16
图表 22: 2020 年美国大选总选票.....	16
图表 23: 关键摇摆州的选举人票.....	17
图表 24: 密歇根州制造业就业占比.....	18
图表 25: 宾夕法尼亚州制造业就业占比.....	18
图表 26: 2016 年选举票数差距.....	18
图表 27: 2020 年选举票数差距.....	18
图表 28: 有大学文凭的选民.....	19
图表 29: 没有大学文凭的选民.....	19
图表 30: 美国 30 年代的进口(亿美元).....	21
图表 31: 2018 年美国关税的对比快照.....	22
图表 32: 中美之间的关税税率.....	23
图表 33: 美国自中国进口和出口占全部进出口的比例.....	23
图表 34: 2018 年后美国自中国进出口的变化.....	23
图表 35: 2018 年至 2022 年美国从中国和世界其他地区进口的金额 (2018 年 6 月)	

=100) ..... 24

## 1. 特朗普当选还有较大不确定性

根据美国的选举制度，特朗普有多大概率当选这个问题可以分解为两个问题，一个是特朗普是否能获得共和党的党内提名，第二个是特朗普是否能够赢得一般大选。我们认为虽然特朗普获得共和党党内提名的可能性较大，但是是否能够赢得一般大选还有较大不确定性。一般选举中特朗普和拜登的民调结果非常接近。

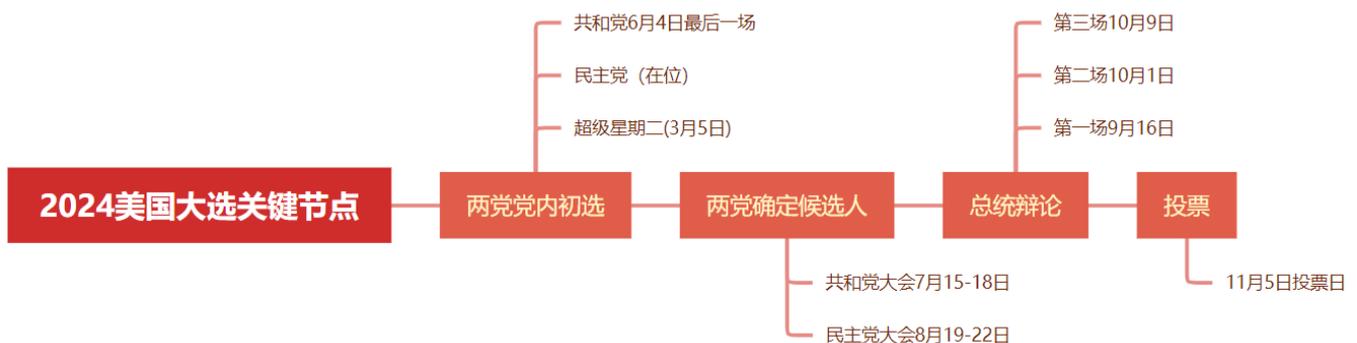
### 1.1 党内提名的竞争

特朗普赢得共和党党内提名成为共和党的候选人可能性很大，他在党内选举的优势较为明显。

#### 1.1.1 2024 年总统竞选的时间线

从时间线上看，有这么几个时间点值得关注，第一个就是两党确定候选人的时间点，共和党作为在野党 7 月会确定它的候选人，而民主党会在之后的 8 月确定党内候选人。第二个重要的时间节点是三场总统辩论，第三场 10 月 9 日结束后选情就会进一步明朗。第三个也就是最后一个时间点就是 11 月 5 日的大选投票日，将最终决定谁将成为 2024 年大选的获胜者。

图表1：2024 年美国大选重要节点



资料来源：路透社，国联证券研究所整理

### 1.1.2 共和党提名

特朗普获得共和党的党内提名可能性较大。在美国总统竞选中一个候选人首先需要获得党内的提名，然后才可以参加一般选举。在共和党内的选举中，候选人需要1215名代表的票才能赢得提名。

在共和党党内候选人竞争中，特朗普的竞争优势较为明显，目前不存在有威胁的竞争对手。特朗普之前的党内主要竞争对手之一，德桑蒂斯(DeSantis)已经在1月21日艾奥瓦州初选之后退出了党内初选。这样共和党内就只剩下两个候选人，特朗普(Trump)和黑利(Haley)。黑利在民调上大幅落后于特朗普，黑利曾经是南卡罗来纳州的州长，南卡可谓是她的主场，但是即便在南卡，根据2月1日发布的《华盛顿邮报-蒙茅斯大学》的一项调查，特朗普领先黑利26个百分点<sup>1</sup>。如果黑利在南卡主场作战都无法赢过特朗普，那么就很难看到一个她赢得共和党党内初选的路径。

图表2：德桑蒂斯退选

人民日报 有品质的新闻 打开

**德桑蒂斯退出美国总统竞选，宣布支持特朗普竞选**

央视新闻 2024-01-22 07:09 浏览量39.6万

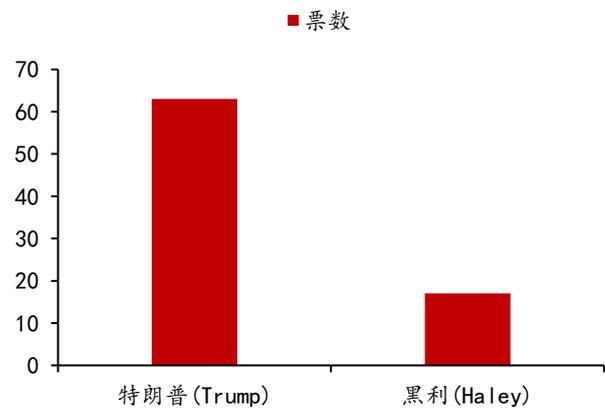
当地时间1月21日，据美国有线电视新闻网（CNN）报道，美国佛罗里达州州长德桑蒂斯当日宣布退出2024年美国总统竞选，同时宣布支持特朗普竞选美国总统。

据悉，德桑蒂斯在此前艾奥瓦州共和党总统初选中以21.2%的支持率排名第二。而根据一份最新民意调查数据显示，德桑蒂斯在即将于23日举行的新罕布什尔州共和党总统初选中的支持率仅为6%。

责任编辑：安博文

资料来源：人民日报，国联证券研究所

图表3：目前的代表票数



资料来源：AP，国联证券研究所

## 1.2 一般选举

党内提名确认之后就是两党候选人直接的竞争，共和党的候选人大概率是特朗普，而民主党的候选人拜登的可能性大，但是也有一些变数。拜登和特朗普在民调中

<sup>1</sup> <https://www.politico.com/news/2024/02/01/trump-polls-haley-south-carolina-00139021>

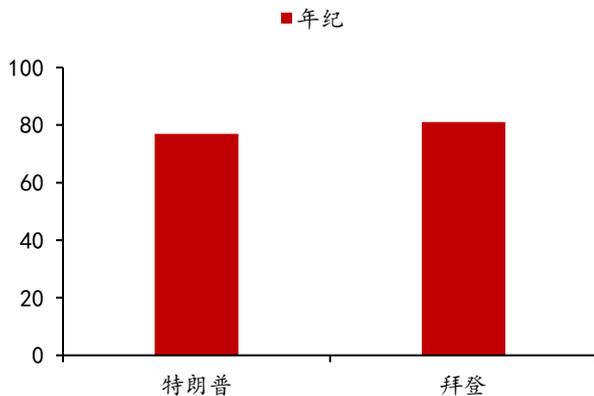
的结果比较接近，一般选举中特朗普并不一定就能击败拜登。

### 1.2.1 再一次特朗普对拜登？

多数的美国人并不希望再次看到特朗普对拜登的总统大选。路透社的民调中，有67%的受访者表示他们“厌倦在总统选举中看到相同的候选人，希望有新的面孔。”<sup>2</sup>根据NBCNews的民调，70%的美国人认为拜登不应该寻求连任，其中51%的民主党人持有这种观点<sup>3</sup>。与此同时，包括三分之一的共和党人在内，60%的美国人表示特朗普（76岁）不应该竞选总统。而根据AP-NORC的民调，56%的美国成年人对拜登在2024年成为民主党总统候选人感到“非常”或“有些”不满意，而58%的人对特朗普成为共和党总统候选人也感到非常或有些不满意。

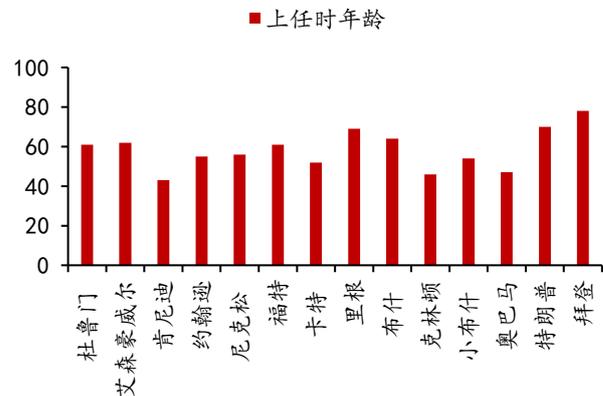
从二战以来历任美国总统，平均上任的年龄是56岁，其中不乏像奥巴马和克林顿这样40多岁就成为美国总统的年轻总统。但是从特朗普2016年成为总统，直接把总统上任的年龄拉到了70岁，而拜登上任的时候更是78岁了。

图表4：拜登和特朗普的年龄



资料来源：Wind，国联证券研究所

图表5：历任美国总统年龄



资料来源：Wind，国联证券研究所

民主党方面拜登是否继续参选仍有一定的不确定性，主要的不确定性在于拜登的身体状况。虽然民主党要到8月才会确定候选人，但是3月初最主要的党内初选

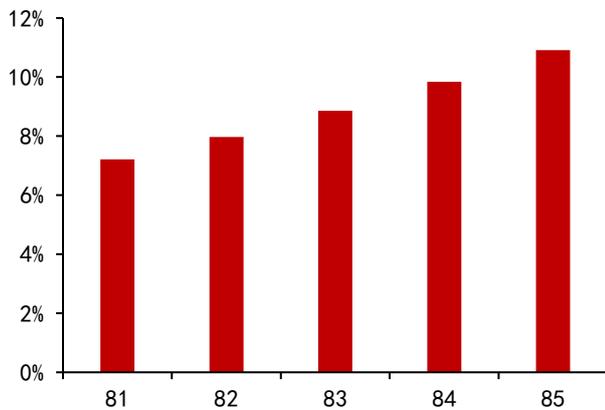
<sup>2</sup> <https://www.reuters.com/world/us/americans-dismayed-by-biden-trump-2024-rematch-reutersipsos-poll-finds-2024-01-25/>

<sup>3</sup> <https://www.axios.com/2023/04/25/2024-trump-biden-presidential-rematch>

就会完成。从初选到民主党大会之前和之后，在不同时点拜登无法继续竞选都可能产生不同的情景，变数仍然存在。美国主流媒体 CNN 也在争论米歇尔 (Michelle Obama) 竞选总统的可能性<sup>4</sup>。

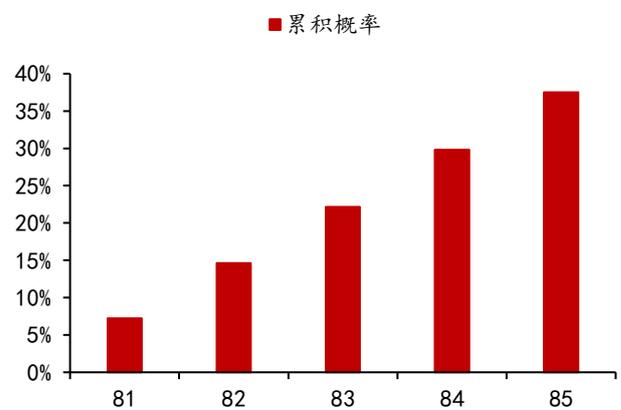
拜登 81 岁了，由于他生日是 1942 年 11 月 20 日，选举日后不久将满 82 岁。根据美国社保的精算生命表数据，美国男性 81 岁时未来一年死亡的概率为 7.2%。而在未来整个 4 年总统任期的死亡概率接近 4 成。

图表6：生命表未来 1 年死亡的概率



资料来源：美国社保，国联证券研究所

图表7：生命表未来死亡的累积概率



资料来源：美国社保，国联证券研究所

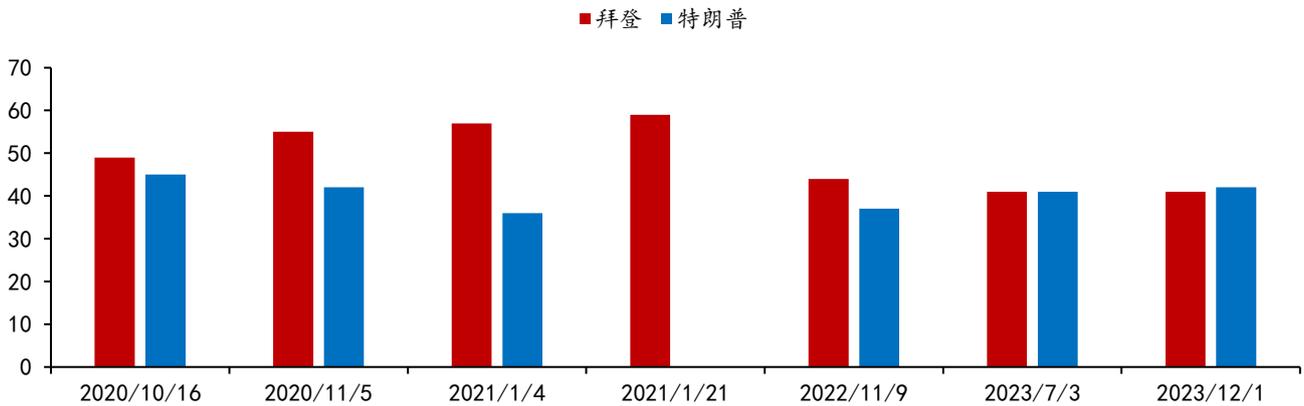
### 1.2.2 特朗普和拜登民调接近

根据盖洛普 (Gallup) 民调，拜登和特朗普在美国的支持率不相上下，到 2023 年底的数据显示两者的支持率只相差 1%<sup>5</sup>。如果一般选举再次是拜登对特朗普，究竟谁能获胜现在还很难说，特朗普并没有赢下一般选举的压倒性优势。

<sup>4</sup> <https://edition.cnn.com/videos/politics/2024/02/10/smr-axelrod-on-the-michelle-obama-rumor.cnn>

<sup>5</sup> <https://news.gallup.com/poll/548138/american-presidential-candidates-2024-election-favorable-ratings.aspx>

图表8：拜登和特朗普在美国的支持率不相上下(%)



资料来源：盖洛普，国联证券研究所整理

### 1.3 大选年的影响

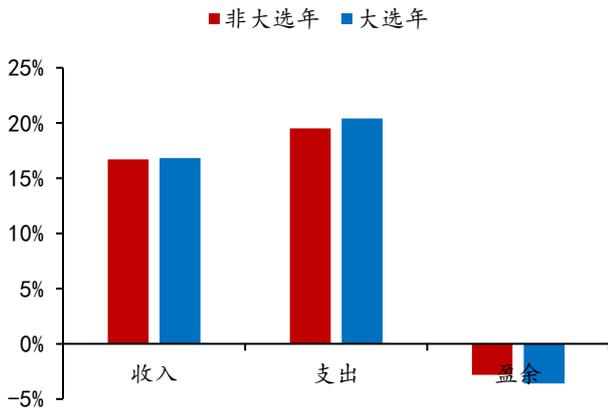
大选年中的财政支出高于非大选年，其中民主党总统在任的大选年中支出水平低于共和党总统。大选年中在任总统可能向美联储施压让美联储降息支持就业。

#### 1.3.1 美国财政政策

在大选年财政支出比非大选年略高，非大选年财政支出占 GDP 的比重平均为 19.5%，大选年为 20.4%，由于收入几乎没有区别，所以财政赤字在大选年也会略高，非大选年财政赤字为 2.8%，大选年为 3.6%。

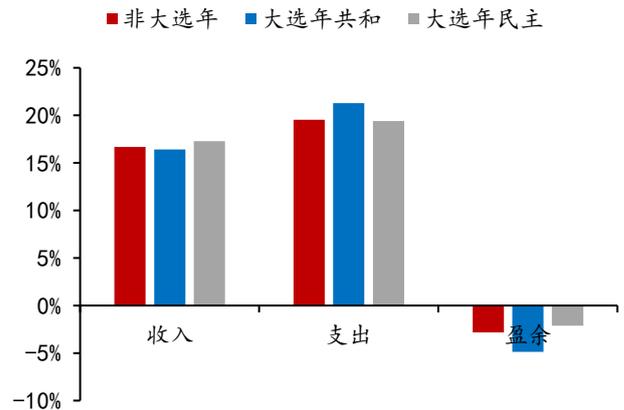
如果我们把大选年进一步分成在任总统不同的党派时，可以看到更加明显的模式。如果大选年是共和党的总统在位，那么财政赤字是 4.9%；而如果是民主党的总统在位，那么财政赤字是 2.1%。当大选年是共和党在任总统的时候财政赤字更大一些。另外，在财政收入方面民主党在任总统时大选年的财政收入为 17.3%，而共和党在任总统时为 16.4%，民主党总统在任时大选年的财政收入更高；在支出上则是反过来，民主党在任总统时大选年的财政支出为 19.4%，而共和党在任总统时为 21.3%。财政收入、支出和赤字的数据似乎支持了共和党总统在台上就减税，民主党总统在台上就加税的模式。

图表9：美国财政支出和收入情况



资料来源：Wind，国联证券研究所

图表10：美国财政支出和收入情况



资料来源：Wind，国联证券研究所

### 1.3.2 美国货币政策

虽然美联储是独立的中央银行，但是在大选年总统总是希望央行能够用利率支持就业来帮助总统获得选举胜利。

保罗沃克可谓是最鹰派的美联储主席之一，他在他的自传里面披露了他在 1984 年曾经遇到总统向他施压，希望他不要在选举前加息。那次会面被安排在图书馆而不是椭圆形办公室，总统和办公厅主任詹姆斯贝克一起，而且总统一句话也没说。会面的地点也很特殊，图书馆不像椭圆形办公室，没有录音系统，会谈不会被记录下来。沃克在当时也没有将这个情况公之于众，但是这件事也提醒我们在选举到来的时候，政治因素可能对美联储产生压力，尽管美联储有坚持它独立性的理由。

## 2. 不宜低估加征关税的可能

市场对于如果特朗普当选总统，是否会再度对中国出口产品加征关税十分关切。我们的基本观点是如果特朗普再次当选总统，再次加征关税的可能性是不能忽略的，而且，特朗普可能会以加征关税作为手段，逼迫中国在其他领域做出让步。但是对所有中国出口产品全面加征关税到 60% 的水平，可能会导致中美贸易的基本断绝，损害美方的经济和安全利益，我们认为发生的可能性并不高。

### 2.1 特朗普的可能策略

从特朗普的讲话和过去的著作看，他的贸易观可能是反对贸易逆差的重商主义，而且他的想法可能不会改变，因此他很可能继续对华贸易强硬。特别是当前中国有优势的新能源汽车产业链可能会受到“特殊关照”。当然，对华贸易强硬的目的是可能为了获得更多的谈判筹码。

### 2.1.1 特朗普的贸易观

特朗普在联合国上的发言是他发动贸易纠纷理由的很好的描述“美国在中国加入 WTO 之后失去了三百多万个制造业岗位，钢铁产业的近四分之一，以及六万个工厂。在过去的二十年里，我们累计贸易逆差达到了 13 万亿美元，但那些日子已经结束了。我们将不再容忍这种滥用，我们将不允许我们的工人成为受害者，我们的公司被欺骗，我们的财富被掠夺和转移。美国永远不会为保护其公民而道歉。美国刚刚宣布对另外 2000 亿美元的中国商品征收关税，迄今为止总额达到了 2500 亿美元。我对我的朋友习主席怀有极大的尊敬和喜爱，但我已经明确表示，我们的贸易不平衡是无法接受的。中国的市场扭曲和他们的交易方式是不能容忍的，正如我的政府已经证明的那样，美国将始终根据我们的国家利益行事。”

特朗普还在推特上表达了他对中国的贸易不满，称与中国的贸易每年“损失 5000 亿美元”。

2017 年美国自中国的全部进口就是差不多 5000 亿美元，按照特朗普的说法，进口就是损失。其实这种观点在经济学里一点都不新鲜，历史上这种对贸易顺差的偏好就是重商主义。重商主义认为，国际贸易是一种零和博弈，即贸易一方的顺差要以另一方的逆差为代价。因此，国家应该努力保持贸易顺差，以增加国家财富和实力。

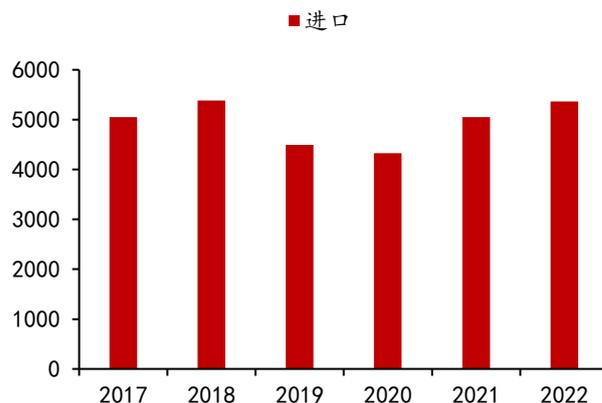
如果特朗普的贸易观是国际贸易是一种零和博弈，那么在贸易上可能美国仍然会和其他国家继续冲突和摩擦。

图表11: 特朗普的贸易观



资料来源: X, 国联证券研究所

图表12: 美国自中国进口金额(亿美元)



资料来源: Wind, 国联证券研究所

### 2.1.2 特朗普的固执

虽然美国的贸易赤字并未因为特朗普 2018 年发动的贸易纠纷而减少, 甚至关税的成本主要也是由美国的进口商承担<sup>6</sup>, 特朗普会承认他发动的对中国的贸易纠纷失败了吗? 特朗普很难承认他错了。从他与幕僚商议可能对华加征关税到 60%就说明他并不认为自己过去做错了。

“没有人比我更懂...”<sup>7</sup>是特朗普的经典表达方式, 他也说过没有人比他更了解贸易 (trade)<sup>8</sup>。这可能也是较难改变特朗普看法的一个证据, 你很难让一个认为懂得比你多的人放弃他原来的观点来认同你的观点。杯中水的比喻可能有助于理解, 装满水的杯子里是无法再继续往里面装水的。

从这个角度看 2018 年的特朗普的想法和 2025 年特朗普的想法可能不会有本质上的变化, 他可能仍然会继续在对华贸易上表现强硬。

<sup>6</sup> [中美贸易紧张局势造成的影响 \(imf.org\)](https://www.imf.org)

<sup>7</sup> <https://www.axios.com/2019/01/05/everything-trump-says-he-knows-more-about-than-anybody>

<sup>8</sup> <https://www.youtube.com/watch?v=-i4H2k4HiZw>

图表13: 美国国会山骚乱



资料来源: 财新, 国联证券研究所

图表14: 特朗普最“懂”的领域

领域	时间	领域	时间
贸易	2016年3月	税	2016年5月
竞选资金	1999年	债务	2016年6月
ISIS	2015年11月	钱	2016年6月
社交媒体	2015年11月	基建	2016年7月
法庭	2015年11月	建筑	2018年5月
诉讼	2016年1月	经济	2018年10月
政治		技术	2018年12月
签证系统	2016年3月	无人机	2019年1月
美国政府系统	2016年4月	无人机科技	2019年1月
可再生能源	2016年4月	电视评级	2012年10月

资料来源: Axios, 国联证券研究所

我们认为中国当前在全球有优势的新能源汽车产业链可能会受到特朗普的“特别关切”。特朗普在自己创建的社交网站“Truth Social”上发文批评说：“电动汽车对美国汽车行业工人和美国消费者来说都是一场灾难。”“它们都将在中国制造。它们将如此昂贵，走不了多远，充电时间太长。另外，在特定的气候条件下，它们将带来各种各样的问题。”“如果发生这种情况，美国汽车工人将被彻底摧毁。所有电动汽车政策都和开放边境一样愚蠢。这完全是灾难性的<sup>9</sup>。”

### 2.1.3 谈判的艺术

特朗普加征的关税可能是一项为了获得更好谈判地位的策略。如果结果只能是两败俱伤，美国也没有好处，那么特朗普可能就不会那么做。

特朗普在他的书《渡过难关：让美国重新登顶》(Time to Get Tough: Making America #1 Again) 说“相反，一位真正的总统应该坐下来与中国人进行谈判，要求达成一项真正的协议，一项更好的协议。要么中国按规则办事，要么我们对中国商品征收关税。就这么简单。”书里有一整章的内容都是关于中国，而章节的题目就是“向中国征税以挽救美国就业”。

特朗普是生意场上的高手，深谙谈判中的心理战，他的极限施压、对抗和反击都可能是为了获得更好的“生意”条件。特朗普在他的书《做生意的艺术》(Art of the Deal) 谈到做生意的要素里重要的一条是“善于反击”。他说“尽管争取积极主动极为重要，但在某些情况下唯一的选择就是对抗。我是个很好打交道的人，对我好的人，我也对他们好。但一旦有人很恶劣地或不公平地对待我，或想占我的便宜，我的一贯

<sup>9</sup> 川普：“电动汽车对美国来说是场灾难，它们都将在中国制造！”(163.com)

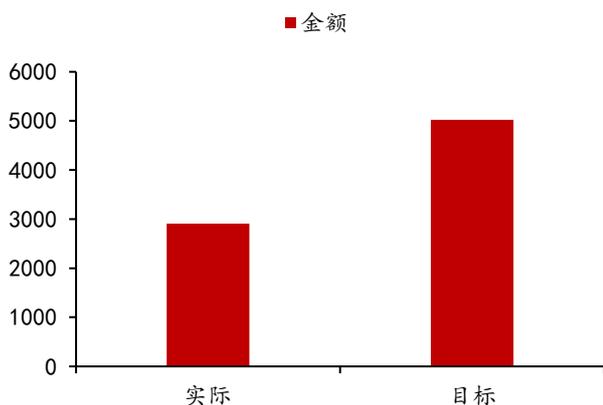
态度是毫不留情地给予有力的反击。这肯定会带来危险，起码会使本来很糟的形势变得更糟，我当然不是向所有人推荐这种方法，但我的经验是，如果你是为你信念而战，即使这意味着在这一过程中你将失掉一些人，但你要相信，事情总会有好的结局。”他还写道：“一个远高于预期的条件让对手无从下手——反复无常的变化给对手施加压力——给出次优条件让对手急于接受了事——达到最初想要的结果。”

#### 2.1.4 中国可能的让步

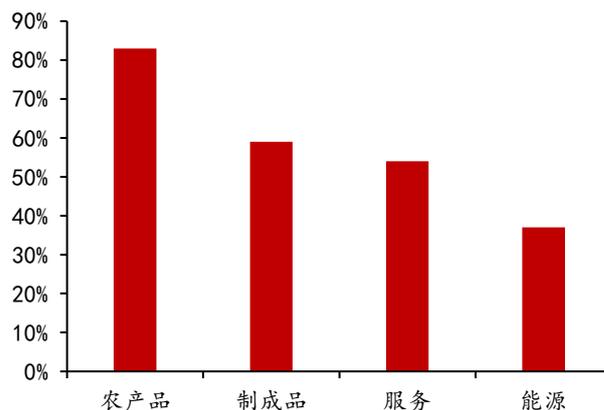
美国希望中国让步的主要内容可能已经包括在第一阶段贸易协定中，特朗普还可能对华提出新的要求。这可能意味着又会出现一次和 2018 年-2019 年类似的博弈和谈判的过程。

从 2018 年贸易纠纷之后中美达成的第一阶段贸易协定的主要内容，我们可以大致看到美国希望中国做出妥协的主要方面，该协议涉及许多领域，包括知识产权、食品和农产品贸易、技术转让、金融服务、宏观经济政策、汇率问题、透明度，以及双边评估和争端解决等。协议的第 6 章涉及扩大贸易的问题，中国同意于 2020 年和 2021 年，在 2017 年基数之上，扩大自美进口货物和服务不少于 2000 亿美元。

彼得森国际经济研究所(PIIE)的估计，中国同意在 2020 年购买至少 2279 亿美元的美国出口产品，在 2021 年购买 2745 亿美元，两年内总计 5024 亿美元。最终，中国在 2020-21 年期间只购买了其根据协议承诺购买的美国商品和服务出口总额的 58%，只购买了 2908 亿美元，和 5024 亿美元目标相比差了 2116 亿。换言之，从总量上看，中国没有购买根据该协议承诺的额外 2000 亿美元美国出口产品，中国自美国购买的总额较 2017 的基数还略低。

**图表15: 中国向美国购买金额(亿美元)**


资料来源: PIIIE, 国联证券研究所

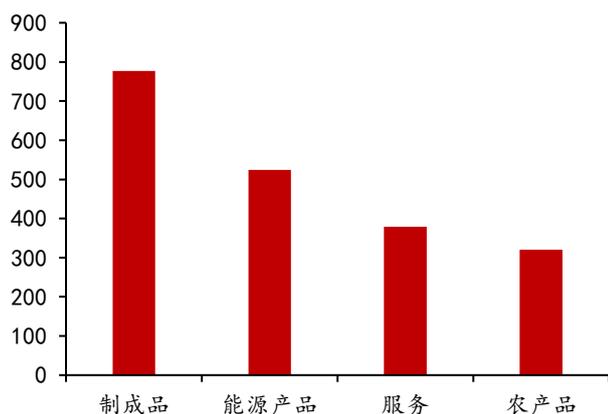
**图表16: 实际进口占承诺的比例(%)**


资料来源: PIIIE, 国联证券研究所

中国同意于扩大自美进口货物和服务 2000 亿美元主要可以分成 4 个大类, 制成品 (777 亿美元)、能源产品 (524 亿美元)、服务 (379 亿美元) 和农产品 (320 亿美元)。其中制成品下包括工业机械、电气设备和机械、药品、飞机 (订单及交付)、汽车、光学设备和医疗设备、钢材; 农产品包括油料种子、肉类、谷物、棉花、其他农产品、水海产品; 能源产品包括液化天然气、原油、石化产品、煤炭; 服务包括知识产权使用费、商务旅行和旅游、金融服务和保险、其他服务、云和相关服务。

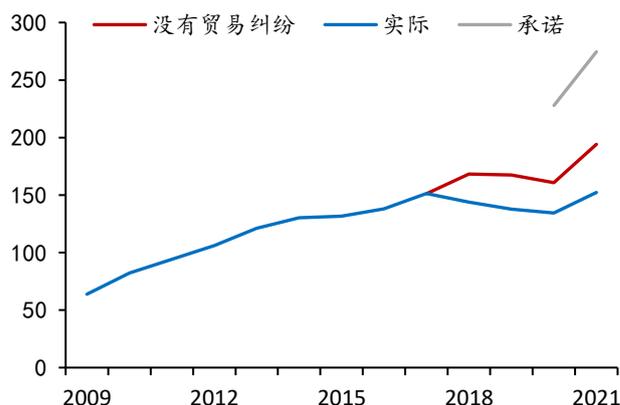
从 4 大类来看, 农产品购买相对于承诺的完成度最高达到了 83%, 其次是制成品 59%, 第三是服务 54%, 最后是能源 37%。贸易纠纷可能是中国自美国进口表现不及承诺的最重要原因之一, 彼得森国际经济研究所 (PIIE) 估计, 没有贸易纠纷情况下中国两年将从美国进口共 3549 亿美元, 较实际值高出 641 亿美元。其次疫情对服务贸易也有显著的负面影响, 旅游、商务旅行、留学等都受到较大的冲击, 是服务购买低于承诺的重要因素。另外, 能源购买的目标可能是过高的, 从历史上看, 美国一直不是中国的大型能源出口国, 这可能也使得承诺的完成度看起来偏低。能源商品的实际购买较 2017 年的基准是实现了不错的增长。

图表17: 中国承诺进口主要品类(亿美元)



资料来源: PIIE, 国联证券研究所

图表18: 没有贸易纠纷的情景(亿美元)



资料来源: PIIE, 国联证券研究所

另一方面,第一阶段贸易协定的成果可能并不够令美国满意。无论是特朗普还是拜登政府,美国国会议员和贸易官员都一再对中国未能全额履行第一阶段贸易协议的采购承诺表示失望<sup>10</sup>。第一阶段贸易协议包含的采购承诺于2021年12月31日到期。2020年,两国曾计划商讨第二阶段贸易协议,但从未展开。

由于事实上第一阶段的贸易协定内容并没有完全实现,所以特朗普通过高关税施压的第一步可能是希望让第一阶段贸易协定中的内容落实,即使不是完全落实第一阶段协议,美方提出的要求可能也比较类似。当然,特朗普对中国提出新要求的可能性也不能低估,但是要让中方做出让步肯定也会经历一个艰苦博弈和谈判的过程。

## 2.2 选举政治的计算

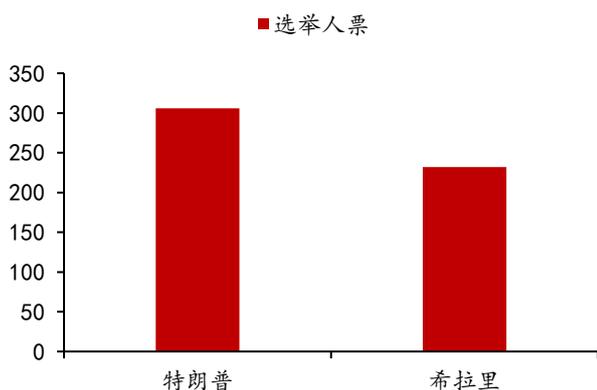
特朗普是一个商人也是一个政治家,他期望在对华贸易上表现强硬在贸易上“赢”,另一个重要的考量也是通过对中国的强硬在选举中“赢”。他可能希望通过对华贸易强硬来赢得重要的制造业蓝领工人在摇摆州的关键选票。特朗普在总票数上可能并不占优,特朗普获胜的路径依然在于赢得关键的摇摆州,其中制造业那些没有大学文凭的蓝领工人的选票至关重要。

### 2.2.1 总票数不占优

<sup>10</sup> 除了扩大贸易部分较容易量化,其他部分量化起来较难。

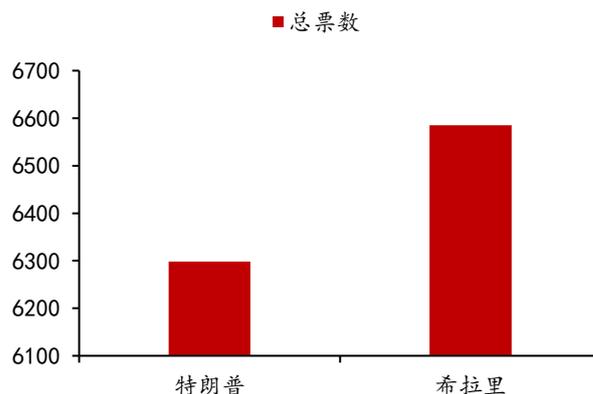
特朗普在总票数上可能并不占优，从全部选民的数量上看，2024 年的选举支持特朗普的可能仍少于半数。2016 年大选的时候特朗普在选举人票上以 306 比 232 赢过希拉里获得大选的胜利，但是在总选票上特朗普其实比希拉里落后了将近 300 万票。

图表19：2016 年美国大选选举人票



资料来源：联邦选举委员会，国联证券研究所

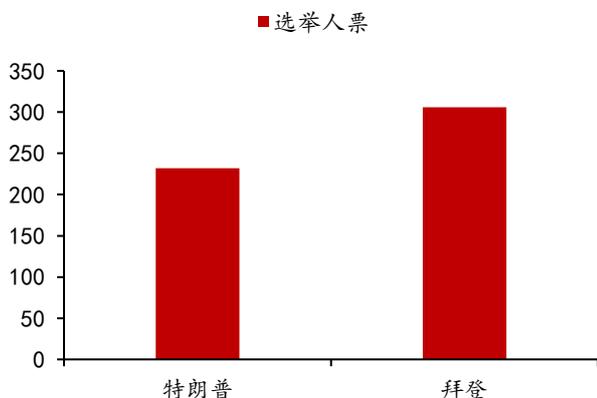
图表20：2016 年美国大选总选票(万人)



资料来源：联邦选举委员会，国联证券研究所

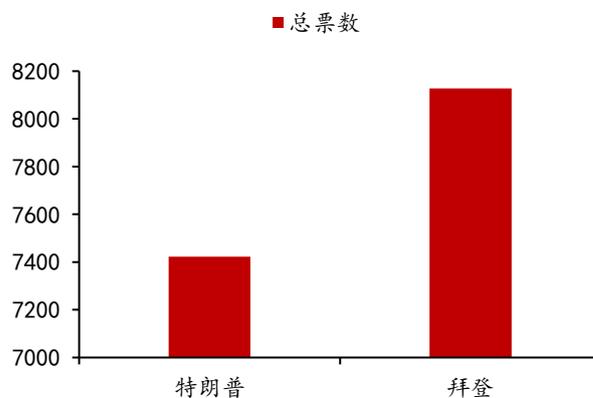
2020 年大选的时候特朗普在选举人票上以 232 比 306 输给了拜登，在总选票上特朗普比拜登落后了超过 700 万票，在总票数上落后的差距进一步扩大了。

图表21：2020 年美国大选选举人票



资料来源：联邦选举委员会，国联证券研究所

图表22：2020 年美国大选总选票

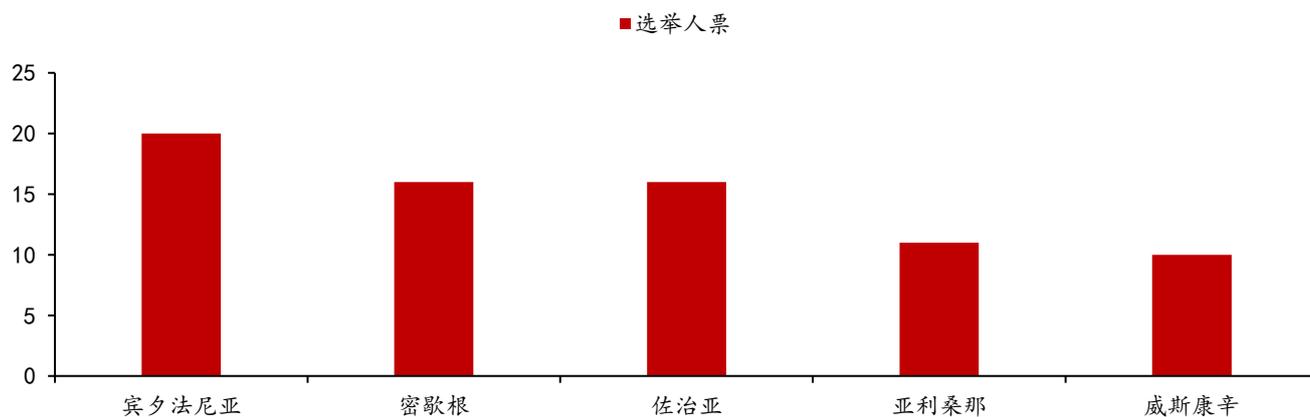


资料来源：联邦选举委员会，国联证券研究所

## 2.2.2 胜选的路径：摇摆州

在总票数不占优的情况下，特朗普获胜的路径依然在于赢得关键的摇摆州。2016年特朗普选举获胜，而2020年选举失利其中选举人票发生变化的是5个摇摆州。这5个州在2016年投票给了特朗普，而在2020年投票给了拜登，5个州加起来的票数是73票。

图表23：关键摇摆州的选举人票

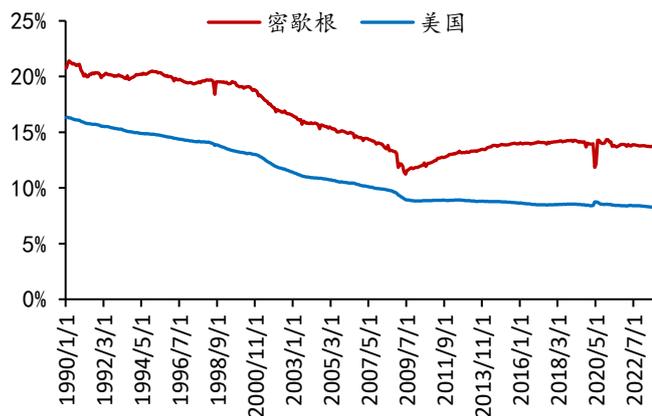


资料来源：联邦选举委员会，国联证券研究所整理

在5个摇摆州里面，尤其值得关注的是美国东北部地区的密歇根州和宾夕法尼亚州，这两个州都是美国的制造业大州。密歇根是美国汽车的制造业中心，美国三大车厂的总部都位于此。

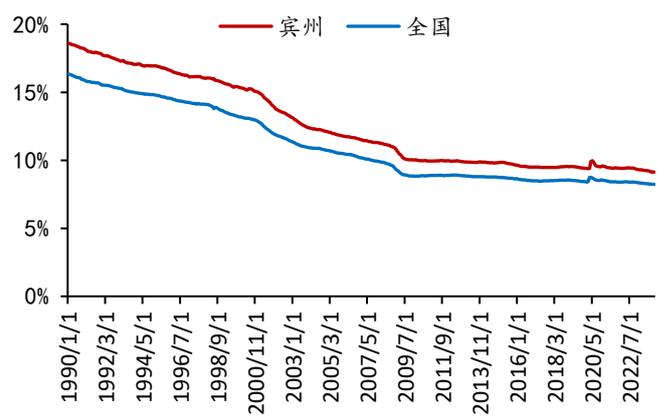
从就业上看，密歇根的制造业就业占比比美国全国的水平高出超过5个百分点。宾州制造业就业比密歇根略少40万，占比也更低一些，只略高于9%，但是也比美国全国的水平高出1个百分点。

图表24：密歇根州制造业就业占比



资料来源：FRED，国联证券研究所

图表25：宾夕法尼亚州制造业就业占比



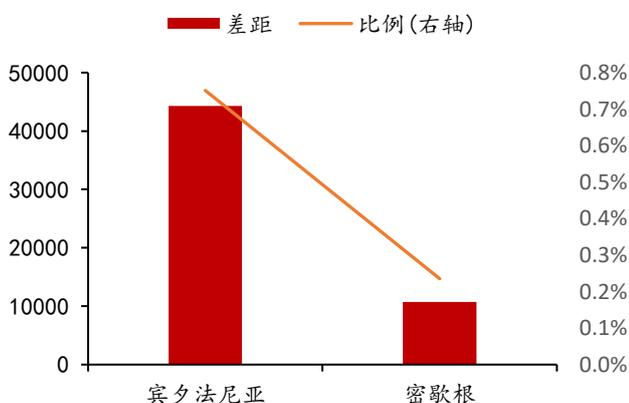
资料来源：FRED，国联证券研究所

中国是制造业大国，在制造业上可能和这些制造业非常重要的州存在潜在的竞争关系。

“让制造业回归”是特朗普的一项重要的竞选承诺。特朗普在贸易和振兴制造业岗位方面的信息引起了宾夕法尼亚州许多工人阶级选民的共鸣。他在经济问题和就业创造方面的强调吸引了那些感觉在全球化和产业变革中被抛在后面的社区。

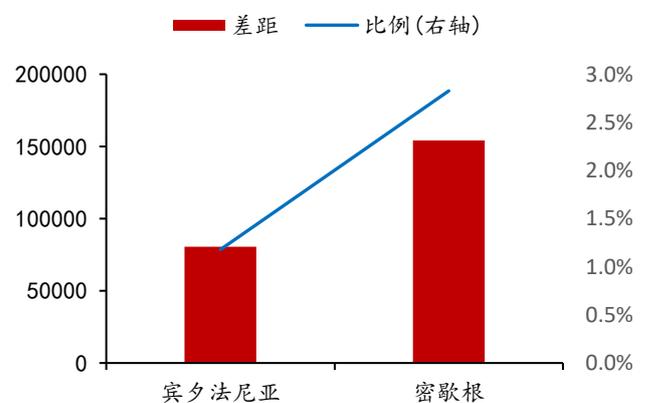
密歇根州和宾夕法尼亚州竞选的票数差距很接近，特朗普在 2016 年赢得这两个周的时候领先优势均不到 1%，宾州赢了 4 万票 0.75%，密歇根 1 万票 0.24%；而特朗普在 2020 年输掉这两个州的时候，在宾州输了 8 万票 1.18%，密歇根输了 15 万票 2.83%。

图表26：2016 年选举票数差距



资料来源：联邦选举委员会，国联证券研究所

图表27：2020 年选举票数差距

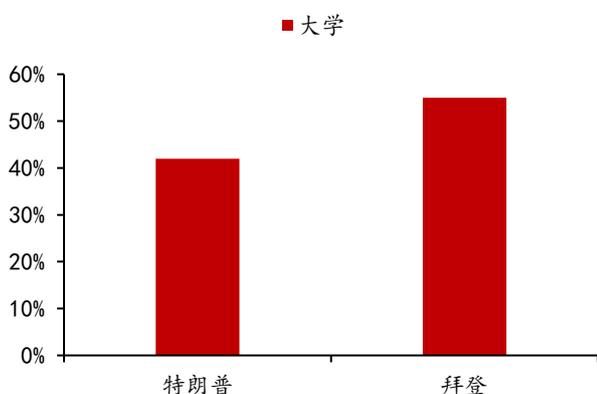


资料来源：联邦选举委员会，国联证券研究所

### 2.2.3 重要的蓝领支持者

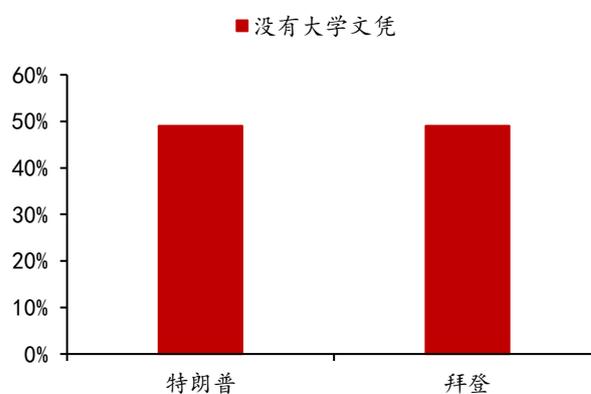
在有大学文凭的选民中，特朗普的支持率不高，他在接受过大学教育的人群中并没有那么受欢迎。2020年11月3日美国2020年总统选举的投票后民调，按教育程度划分的选票份额中，特朗普在有大学的选民中显著落后。由于来自发展中经济体的进口竞争加剧，只有高中学历的制造业工人更可能失业<sup>11</sup>。没有大学文凭的选民可能是特朗普最重要的基本盘之一。

图表28：有大学文凭的选民



资料来源：Statistita, 国联证券研究所

图表29：没有大学文凭的选民



资料来源：Statistita, 国联证券研究所

## 2.3 加征 60%关税的可能不大

我们认为对华所有产品加征 60%的关税可能性不大。一方面，从 2018 年贸易纠纷以及更早期斯姆特-霍利关税法贸易纠纷的教训中看，大幅加征关税对美国经济也是较大的伤害。根据美中贸易全国委员会和牛津经济研究院的报告估计如果贸易纠纷进一步升级到加征 45%的关税，那么美国可能一年损失 73 万的就业岗位，1.6% (3620 亿美元) 的国内生产总值；60%的关税影响可能将是 45%关税非成比例地进一步放大。特别是对一些非战略性的劳动密集型的产品，让美国消费者承担损失毫无必要。另一方面，中美贸易关系的完全断绝可能使得两国关系全面恶化，也会对美国国家利益构成重大损害。

<sup>11</sup> Kemeny, Thomas, David Rigby, and Abigail Cooke. "Cheap imports and the loss of US manufacturing jobs." *The World Economy* 38.10 (2015): 1555-1573.

### 2.3.1 又一场贸易纠纷？

根据美国 CNBC 的报道，特朗普表示如果他赢得第二个任期，他将对中国商品征收 60% 或更高的关税<sup>12</sup>。特朗普会真地加征 60% 的关税吗？我们的思路是看，加征关税会带来什么结果，是否能达到预期的效果，如果结果不可承受，那么付诸实施的可能性就不大。

如果假设加征了 60% 的关税会发生什么呢？我们可以有以下几个观察角度，一是从特朗普上次任期加征的关税影响看，二是从美国历史上加征的关税中和 60% 的关税最接近的事件中或许有可以借鉴的地方。

### 2.3.2 史上最惨烈的贸易纠纷

美国在历史上曾经出现过最大规模的贸易纠纷以及影响最大的加征关税事件是斯姆特-霍利关税法（The Smoot-Hawley Tariff Act）。斯姆特-霍利关税法（The Smoot-Hawley Tariff Act）于 1930 年 6 月 17 日经签署成为法律，该法案将 20000 多种的进口商品关税提升到历史最高水平。美国的进口从 1930 年到 1932 年累计下降了接近 60%。从进口下降的幅度看，这是美国历史上最惨烈的贸易纠纷。当然，这中间除了贸易纠纷的影响外，大萧条也是背后的大背景，银行倒闭股市崩溃，但无疑贸易纠纷加剧了大萧条的严重程度。1933 年的世界贸易水平，只有 1929 年的三分之一，自 1929 年到 1934 年，世界贸易规模缩水了 66%<sup>13</sup>。

进一步，也有观点认为大萧条最后引发了世界大战<sup>14</sup>。经济危机中，各国以关税形式强化了经济的民族主义，1929 年至 1933 年期间的“大萧条”随后引发世界政局大变动和世界思潮的转向，激起了浪漫极权主义政治运动（如德国纳粹）的兴起，包括独裁者的崛起（如希特勒、墨索里尼）和极权统治的盛行。在所有国家中，经济衰退的后果是大规模失业：美国 1370 万人，德国 560 万人，英国 280 万人；而民众由于失业和生活水平的下降，对本国政府强烈不满，示威、游行和罢工斗争不断，阶级矛盾空前尖锐；法西斯分子也乘机兴风作浪，促使社会更加动荡不安。从整体看，经济危机加剧了世界局势的紧张。在经济危机中，国家间对市场的争夺，使各国分裂

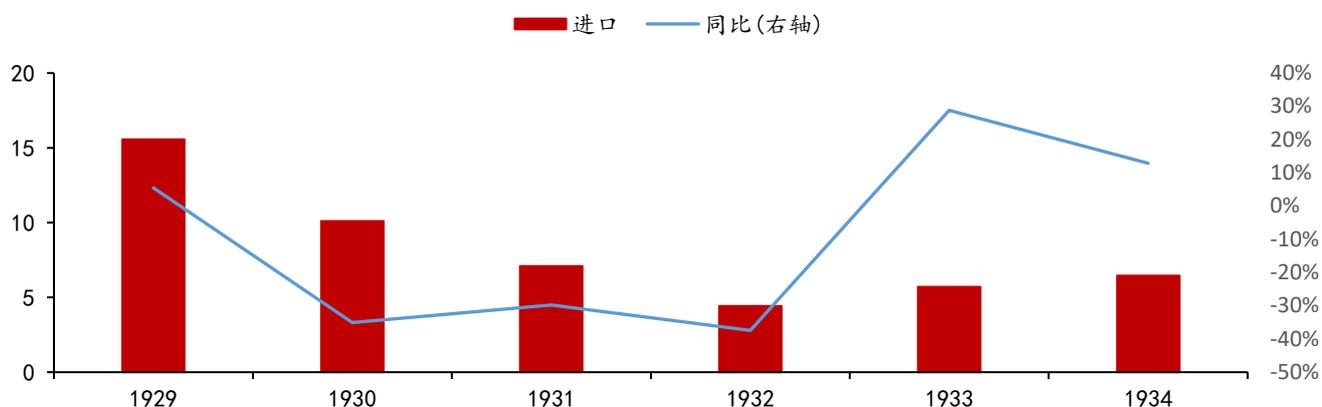
<sup>12</sup> <https://www.cnbc.com/2024/02/04/trump-floats-more-than-60percent-tariffs-on-chinese-imports.html#:~:text=Trump%20confirmed%20that%20he%20would,%24250%20billion%20in%20China%20tariffs.>

<sup>13</sup> <https://www.visualcapitalist.com/history-u-s-trade-wars/>

<sup>14</sup> <https://www.nbd.com.cn/articles/2013-06-28/753572.htm>

对立程度加深，出现了以单一国家为核心的集团化对抗。在金融领域，英、美、日等国纷纷在贸易纠纷中通过降价，用“廉价”商品对别国进行“倾销”。彼此金融联系密切的国家，也如法炮制地组成诸如英镑、美元集团、日元集团等相互对立、封闭的货币集团。类似做法，扩大了经济冲突，导致国家集团对抗局面的形成，为二战的发生埋下了导火索。经济危机带来的世界格局的变化以及大国集团间的冲突，最终引爆了第二次世界大战。经济战争随即转变为军事战争，战争成为解决国际国内问题的突破口，成为让脆弱的经济走向复苏的残酷解决方式。

图表30：美国 30 年代的进口(亿美元)



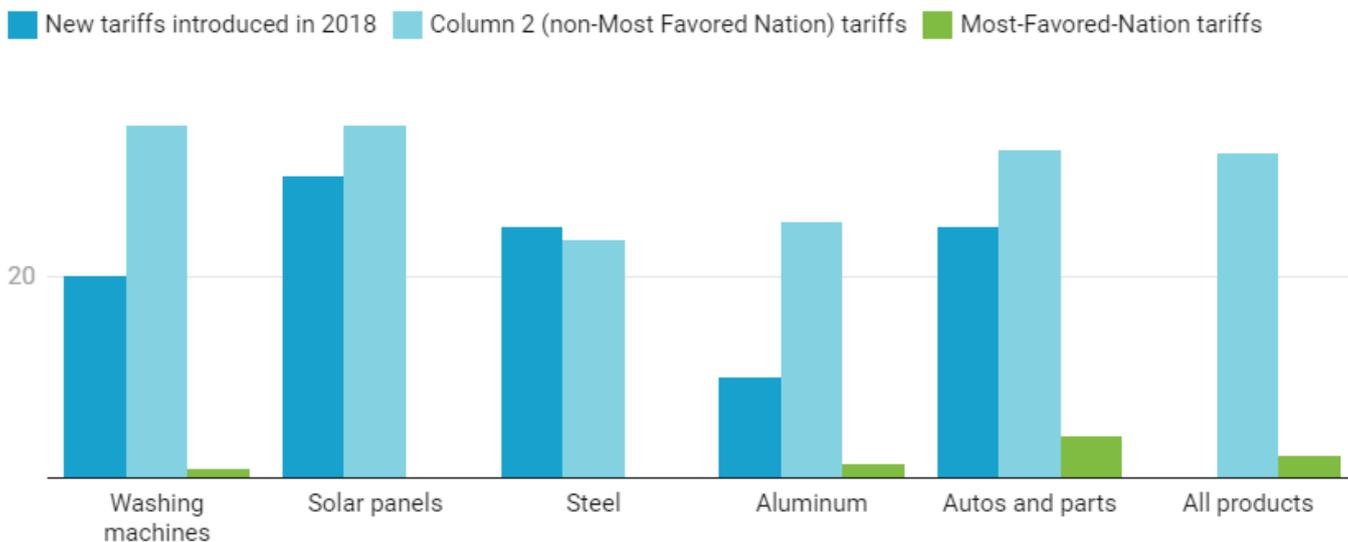
资料来源：美国人口普查局，国联证券研究所整理

对比 2018 年，Brookings 的分析显示，在很大程度上斯穆特-霍利法案下的关税是非正常贸易关系，列 2 关税是最初施加在所有美国进口上的斯穆特-霍利法案下的关税<sup>15</sup>。2018 新实施的关税很多与应用于美国从古巴和朝鲜进口的“列 2”（非最惠国）关税率相一致，而这些国家不享有“正常贸易关系（NTR）”的待遇。60%的关税将是更高的关税，几乎就等于切断贸易往来。

<sup>15</sup> <https://www.brookings.edu/articles/back-to-the-1930s-do-us-tariffs-signal-a-shift-to-smoot-hawley-type-protectionism/>

图表31：2018年美国关税的对比快照

Based on trade-weighted averages



For "New tariffs introduced in 2018": (1) Washing machines and Solar panels: above-quota safeguard tariffs to be applied in the first year. (2) Autos and parts: not yet official.

Get the data · Created with Datawrapper

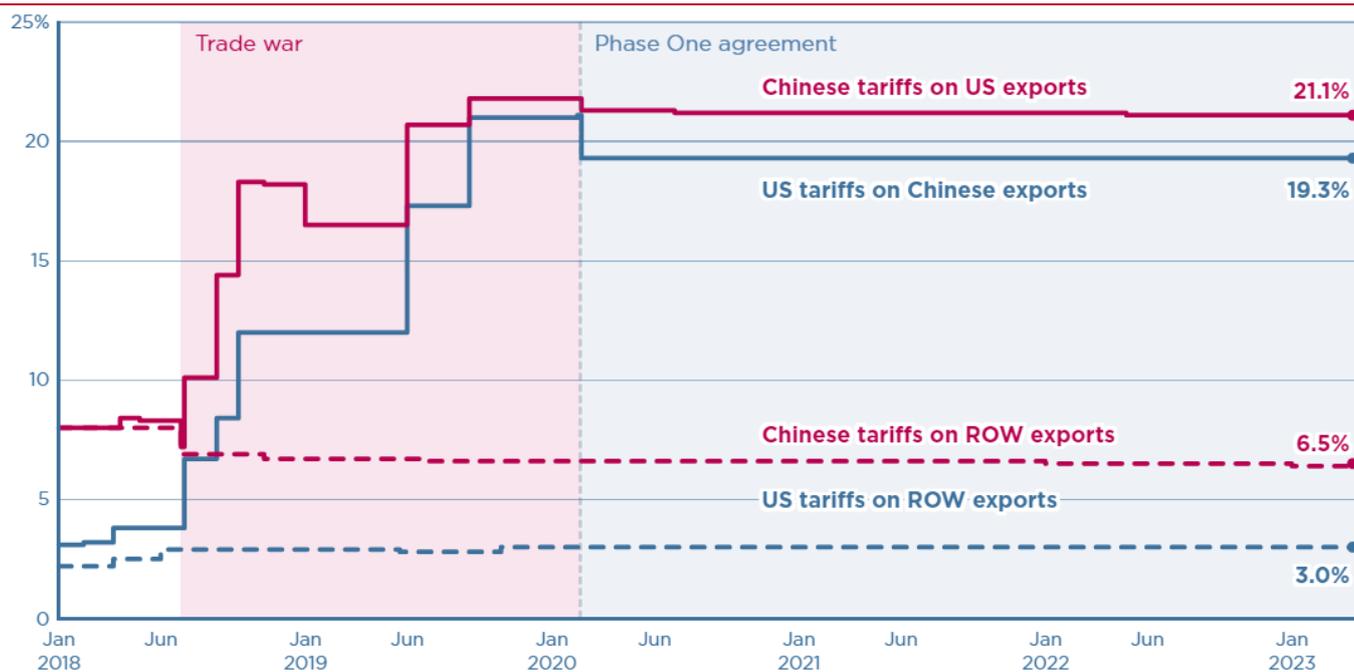
资料来源：Brookings，国联证券研究所整理

### 2.3.3 2018 年的贸易纠纷

2018 年美国对中国加征了 25% 的关税，中国也进行了相应的反击，双方的贸易争端升级。

根据彼得森研究所的统计，美国的关税从 3.1% 上升到了接近 20%，而中国的关税从不到 10% 的 8% 左右上升到了超过 21%。被加征关税的中国出口占比达到 66%，而美国出口占比也接近 60%。

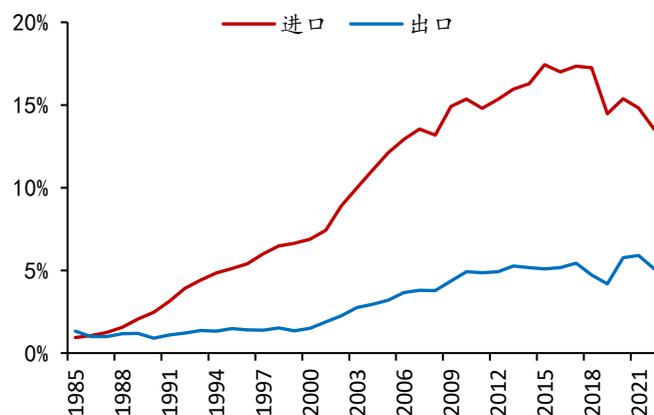
图表32：中美之间的关税税率



资料来源：彼得森研究所，国联证券研究所

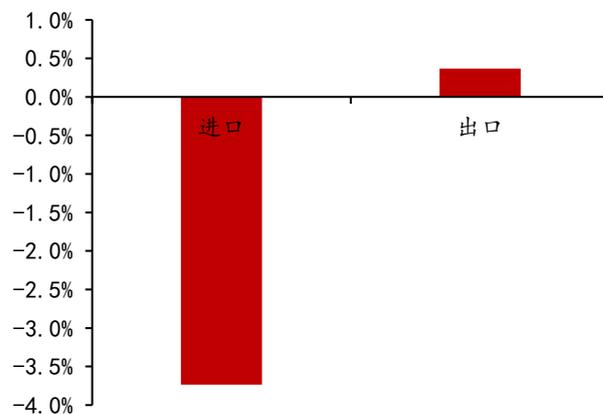
贸易纠纷最直接的影响就是降低贸易量。2018 年加征关税之后美国自中国进口的金额占美国全部进口的比例出现了明显的下降，从超过 17% 下降到仅略高于 13%，大概下降了接近 4 个百分点。对应 2023 年的进口金额的话，意味着每个月美国从中国减少了约 280 亿美元进口，一年将减少超过 3000 亿美元。

图表33：美国自中国进口和出口占全部进出口的比例



资料来源：Wind，国联证券研究所

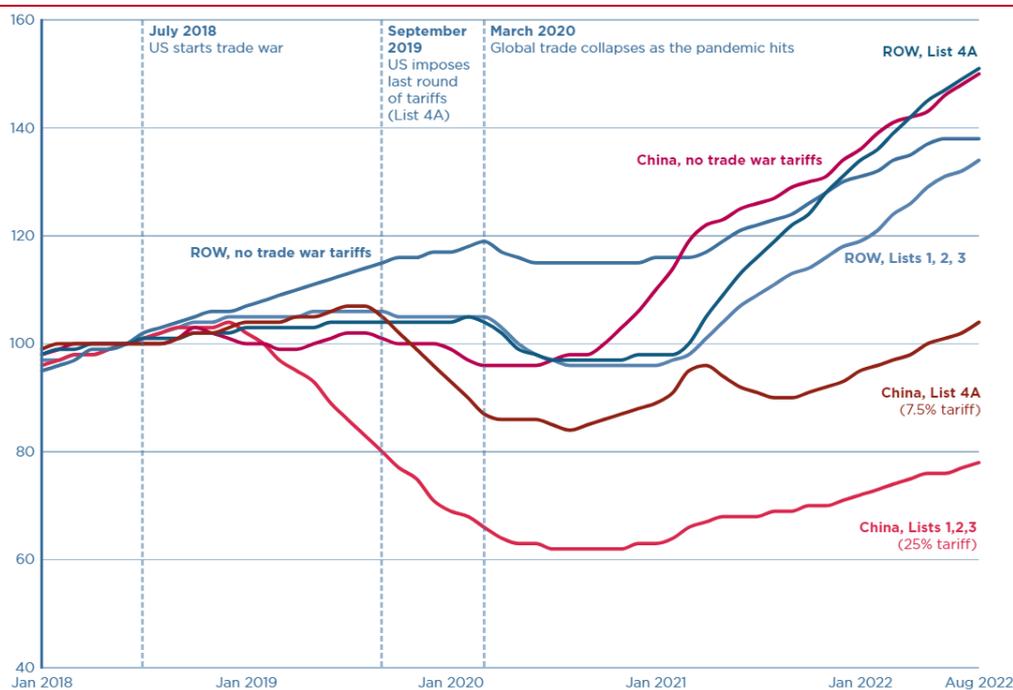
图表34：2018年后美国自中国进出口的变化



资料来源：Wind，国联证券研究所

如果像特朗普所说的那样将关税提高到 60%，那么相比之前 2018 年加征 25% 的关税，关税的增幅是 2018 的 2.4 倍。根据彼得森研究所的统计，关税清单上商品对美出口显著低于没有在清单上的商品，25% 关税清单的商品还不到 2018 年的 80% 的水平，而没有加征关税的商品已经是 2018 年的约 150%。如果把 2018 年以来中美贸易纠纷的影响作为关税上升 60% 的影响的参考基准，做粗略的估算。美国自中国进口的比例或至少下降到仅略高于 8%，这相对于 2018 年美国自中国进口的比例就接近腰斩了，而且这可能是贸易量影响的一个下限。关税税率的影响很可能不是线性的，如果关税税率真全部上升到 60%，那么美国自中国进口的比例或下降到远低于 8%<sup>16</sup>。

图表35：2018 年至 2022 年美国从中国和世界其他地区进口的金额（2018 年 6 月=100）



ROW = Rest of world

Notes: Indexed value of US monthly imports, not seasonally adjusted, 12-month trailing sums. A "list" refers to the group of products subject to the US tariffs imposed on imports from China under Section 301 of the Trade Act of 1974.

Source: Constructed by the author with US import data from US Bureau of the Census.

资料来源：PIIE，国联证券研究所整理

除了对贸易量直接的影响外，关税对总产出、就业和消费者都会产生影响。根据美中贸易全国委员会和牛津经济研究院的研究，高关税可能通过 4 个渠道伤害美国经济：

<sup>16</sup> [Transcript: What Trump's 60% China Tariffs Would Mean for the US Economy - Bloomberg](#) , "The impact of the proposed tax that could shrink US-China trade to almost nothing."

- 消费者价格：关税会直接提升进口商品的价格，进而直接降低贸易量。进口商品价格的上涨会降低消费者的实际收入和消费，让家庭实际收入降低，进而进一步降低经济的总需求。
- 推迟和取消投资：间接地，贸易的紧张可能进一步增加投资的不确定性，进而降低投资或让投资推迟。
- 消费者财富：同时，贸易纠纷还可能影响金融市场，降低投资者信心和影响消费者财富，从而进一步降低消费者需求。
- 企业竞争力：长期来看，贸易纠纷造成的供应链中断导致企业投入成本上升，因为一些中间产品是从中国进口的，将损害美国企业的竞争力和利润率，资源的配置效率将下降。

根据美中贸易全国委员会和牛津经济研究院的报告估计贸易纠纷使得美国一年损失了 25 万的就业，0.5%(1080 亿美元)的国内生产总值，每个美国家庭的损失 675 美元。进一步，他们还估计了如果贸易纠纷进一步升级到加征 45%的关税，那么损失将进一步扩大到 73 万的就业，1.6%(3620 亿美元)的国内生产总值<sup>17</sup>。

根据 Itakura (2020)<sup>18</sup>的估计，贸易纠纷的升级使中国和美国的国内生产总值分别下降了-1.41%和-1.35%。

### 2.3.4 避开关税的可能

60%关税的实施可能会有其他问题。可能可以有方法绕过一部分关税，比如一些中国产商可能通过在第三国例如越南或者墨西哥建厂来规避高关税的影响。在现有的关税下，这种现象已经在发生，中国通过墨西哥向美国运送更多商品，以避开美国政府征收的高额关税<sup>19</sup>。

如果对全部中国产品加征高额关税，美国的执法成本也会大大上升，而且也未必能过真正禁绝中国对美国出口。

考虑到中国对美出口中还有大量并不敏感的劳动密集型产品，无论是让美国消费者承担这些损失，还是增加美国的执法成本，其实都没有必要。即使在 2018 年的贸易摩擦中，特朗普也没有对这些产品加征关税。

<sup>17</sup> [https://www.uschina.org/sites/default/files/the\\_us-china\\_economic\\_relationship\\_-\\_a\\_crucial\\_partnership\\_at\\_a\\_critical\\_juncture.pdf](https://www.uschina.org/sites/default/files/the_us-china_economic_relationship_-_a_crucial_partnership_at_a_critical_juncture.pdf)

<sup>18</sup> Itakura, Ken. "Evaluating the impact of the US-China trade war." *Asian Economic Policy Review* 15.1 (2020): 77-93.

<sup>19</sup> <https://www.ft.com/content/2ca4da83-f858-4215-88e7-544adf0aa18e>

### 2.3.5 贸易和战争

60%关税的另一个问题在于如果加征了 60%的关税，中美之间的贸易完全断绝，那么两国之间产生更加直接的冲突的可能性或上升。历史上美苏冷战的一个重要危险因素在于美苏之间几乎没什么贸易往来，而大萧条期间的关税对全球地缘政治也产生了深远影响。不能排除 60%的关税可能将中美之间的关系推向恶化，这可能也不是美国希望看到的结果。

实际上，在经历了最近几年的博弈，美方对中美关系的定位仍是竞争关系，甚至避免了“战略性竞争关系”的说法<sup>20</sup>，还远远不是“敌对关系”<sup>21</sup>。美国高层官员不断强调要为中美竞争加装护栏，要管理好双边关系。这意味着中美关系走向紧张，也会严重损害美国的国家利益。

## 3. 风险提示

*特朗普一意孤行机会主义，特朗普特立独行可能做出超出大家预想的举动，可能采取机会主义做法。*

*地缘政治冲突风险超预期，俄乌冲突等地缘政治冲突风险可能超预期，对未来世界宏观经济带来更大不确定性。*

*双边民族主义情绪上升超预期，随着双方冲突摩擦的发生，民族主义的情绪可能上升超预期。*

---

<sup>20</sup> Scott Kennedy, U.S.-China Relations in 2024: Managing Competition without Conflict, CSIS working paper

<sup>21</sup> [如何定义中美关系？美安全顾问：“不是敌人”|奥布莱恩|台湾 新浪新闻 \(sina.com.cn\)](https://www.sina.com.cn)

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的6到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A股市场以沪深300指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准；韩国市场以柯斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表指数涨幅20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表指数跌幅10%以上
	行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表指数涨幅10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表指数跌幅10%以上

### 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属国联证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“国联证券”）。未经国联证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为国联证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，国联证券不因收件人收到本报告而视其为国联证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国联证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国联证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，国联证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

国联证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。国联证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国联证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

### 特别声明

在法律许可的情况下，国联证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到国联证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

### 版权声明

未经国联证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、转载、刊登和引用。否则由此造成的一切不良后果及法律责任有私自翻版、复制、转载、刊登和引用者承担。

### 联系我们

**北京：**北京市东城区安定门外大街208号中粮置地广场A塔4楼  
**无锡：**江苏省无锡市金融一街8号国联金融大厦12楼  
 电话：0510-85187583

**上海：**上海市浦东新区世纪大道1198号世纪汇二座25楼  
**深圳：**广东省深圳市福田区益田路6009号新世界中心大厦45楼