

宏观

证券研究报告

2024年04月28日

如何理解近期美国拟采取的贸易限制措施?

我们认为近期拜登政府正在考虑对华采取贸易壁垒，更多是出于大选年的政治考量。

拜登政府提出对钢铁和铝加征关税或正是为了争取铁锈带的宾夕法尼亚州、密歇根州和威斯康辛州这三个拥有大量传统制造业的摇摆州的产业工人的选票。

事实上，自特朗普政府时期起实施的钢铝关税，对中国出口的影响并不显著。但是，钢铝关税却对美国的下游产业产生了负面效应。

耶伦在访华时提出美国并不寻求与中国“脱钩”。

而事实上，中美“脱钩”是无力的。

作者

宋雪涛 分析师
SAC 执业证书编号: S1110517090003
songxuetao@tfzq.com

相关报告

- 《宏观报告: 宏观报告-美国经济“滞涨”了吗?》 2024-04-26
- 《宏观报告: 宏观-大类资产风险定价周度观察-24年4月第4周》 2024-04-23
- 《宏观报告: 宏观-拆解定量资产配置模型系列1——什么是我们眼中好的交易拥挤度指标?》 2024-04-19

风险提示: 美国摇摆州民调结果和选举结果反转; 地缘政治摩擦加剧; 拜登政府出于竞选诉求加大贸易限制

近期拜登政府正在考虑对华采取贸易壁垒。

4月17日，拜登政府宣布采取行动保护美国钢铁和造船业免受不公平贸易行为的影响，包括考虑将中国钢铁和铝的关税提高两倍，也就是乘以三。目前在301条款下，一些钢铁和铝产品的进口关税为7.5%。

拜登在匹兹堡竞选连任时表示要将这些中国钢铁和铝产品关税提高到25%。除此之外，拜登政府还称将与墨西哥合作防止中国以从墨西哥转口的方式逃避钢铝关税，并针对中国海运、物流和造船行业启动“301调查”。

表 1：美国 232 条款和 301 条款中的钢铁和铝商品的关税

| 商品 | 232 条款税率 | 301 条款税率 |
|-------|----------|------------|
| 钢铁厂产品 | 25% | 7.5%或者 25% |
| 钢铁衍生品 | 25% | 25% |
| 未锻轧铝 | 10% | 7.5% |
| 锻造铝制品 | 10% | 7.5%或者 25% |
| 铝衍生品 | 10% | 25% |

资料来源：“Economic Impact of Section 232 and 301 Tariffs on U.S. Industries” by United States International Trade Commission，天风证券研究所

我们认为美国可能采取的一系列对华贸易限制措施，更多是出于大选年的政治考量。

拜登发表连任竞选讲话的匹兹堡位于宾夕法尼亚州，该州和密歇根州是美国主要的钢材产地，邻近的威斯康辛州以丰富的铁矿石资源而闻名。这三个州位于著名的“铁锈地带”，以传统工业为经济根基，在2016年总统选举中起到了决定性作用，是特朗普击败希拉里的关键。当时三州“翻红”的一个重要原因是选民期待特朗普能够兑现贸易保护政策来维护他们赖以生存的传统产业。四年后的2020年，拜登在宾夕法尼亚州、密歇根州和威斯康辛州又以1.2%、2.8%和0.6%的优势赢得普选票，最终“翻蓝”。

因此在今年的美国大选中，这三个传统工业州可能将再次扮演关键摇摆州的重要角色。

而根据 Morning Consult 最新民调数据，拜登和特朗普在这三个工业州的支持率非常接近——拜登在威斯康辛州的支持率为46%，略高于特朗普的45%，而在密歇根州和宾夕法尼亚州，两位候选人的支持率均为45%。

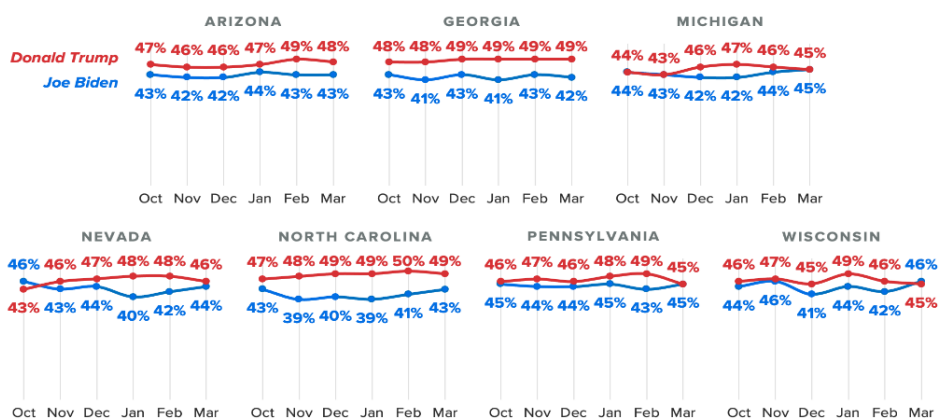
我们判断拜登政府提出对钢铁和铝加征关税或正是为了争取这三个有大量传统制造业的摇摆州的产业工人的选票。

除东北的铁锈三州以外，东南的佐治亚州也是选举的关键摇摆州之一，有16张选举人票，2020年拜登仅以0.3%的微弱优势获胜，因此今年佐治亚州也是选举的关键赛点。

自2022年《通胀削减法案》实施以来，佐治亚州获得了将近150亿美元的清洁能源领域投资，包括光伏和锂电池制造等。因此，民主党在佐治亚州的选举走向或将是“拜登经济学”的一块试金石。

但是根据 Morning Consult 最新民调数据，特朗普在佐治亚州的支持率（49%）高于拜登（42%）。随着大选临近，不排除拜登政府会在选情吃紧时进一步出台清洁能源产业的贸易保护主义政策，以巩固和提升“拜登经济学”所取得的经济成果。

图 1：截至 2024 年 3 月，拜登和特朗普在摇摆州的支持率



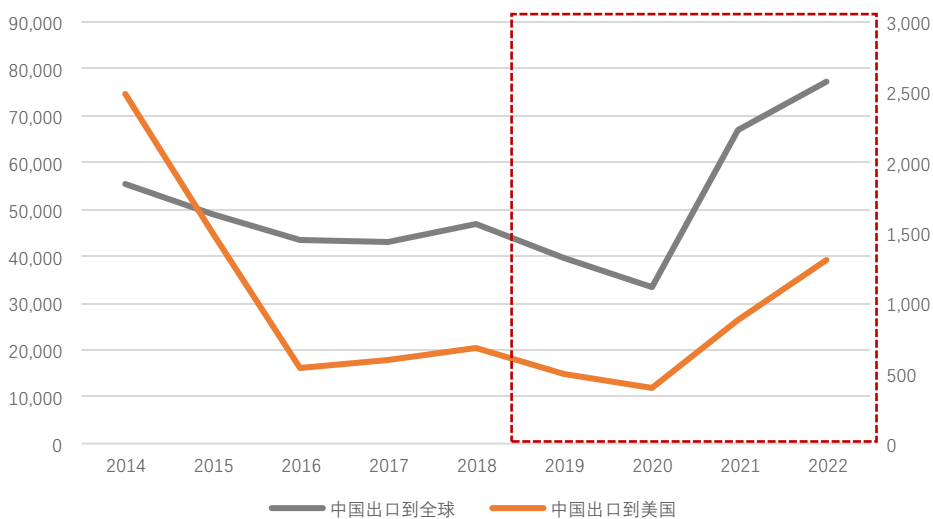
资料来源：Morning Consult, 天风证券研究所

事实上，自特朗普政府时期起实施的钢铝关税，对中国钢铝出口的影响并不显著。

2019 年中国钢铁出口额为 394 亿美元，较 2018 年下降了 16%，但 2021 年反弹至 670 亿美元，相较于 2018 年增长了 43%。2019 年中国铝及铝制品出口额为 261 亿美元，较 2018 年下降了 4%，2021 年反弹至 347 亿美元，相较于 2018 年增长了 28%。

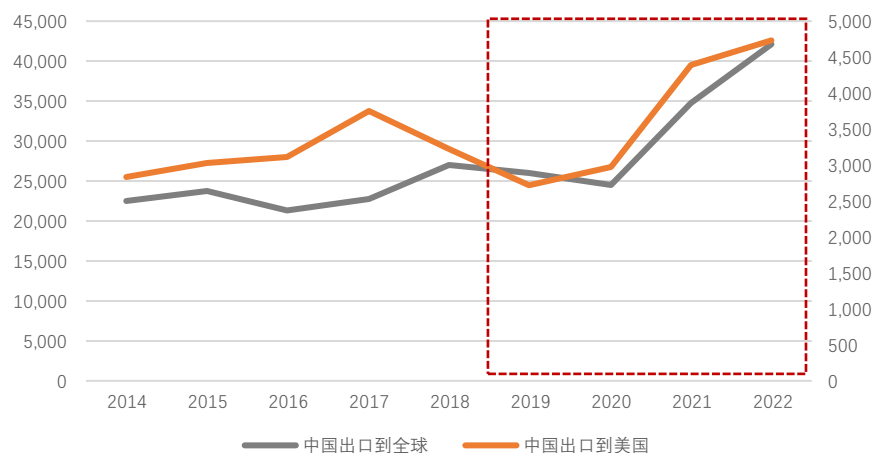
其中，中国对美国的钢铁出口在 2021 年较 2018 年的涨幅为 30%。中国对美国的铝及铝制品出口在 2021 年较 2018 年的涨幅为 37%。可见，加征关税对钢铝这类普通工业品的出口起不到持续的作用。

图 2：关税生效后，中国出口到全球和美国的钢铁金额小幅下跌后，重新上涨（单位：百万美元）



资料来源：ITC, 天风证券研究所

图 3：关税生效后，中国出口到全球和美国的铝及铝制品金额小幅下跌后，重新上涨（单位：百万美元）



资料来源：ITC，天风证券研究所

但是，钢铝加征的关税却对美国下游制造业产生了负面效应。根据美国国际贸易委员会报告《Economic Impact of Section 232 and 301 Tariffs on U.S. Industries》，2018-2021 年期间 232 条款加征的钢铝关税导致美国钢和铝的年均进口量减少了 24.0%和 31.1%，进口价格上涨了 22.7%和 8.0%，美国本土钢和铝的价格上涨了 0.7%和 0.9%，美国钢铝的平均价格上涨了 2.4%和 1.6%。

尽管钢铝价格上涨使得美国本土钢铝生产商获得了 28 亿美元的额外收益，但也导致依赖这些原材料的下游产业的生产规模收缩。根据美国国际贸易委员会的模型分析，2018-2021 年期间美国钢铝下游行业¹的年均减产额达到 34 亿美元，损失超过了本土钢铝生产商的额外收益，使得关税加征政策造成了每年 6 亿美元的净损失。

表 2：美国 232 条款加征钢铝关税对产量、价格和进口的影响估计（以百分比变化表示）

| 变量 | 对 2018 年的影响 | 对 2019 年的影响 | 对 2020 年的影响 | 对 2021 年的影响 | 平均影响 |
|---------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|--------|
| 钢材进口数量 | -23.8% | -23.6% | -24.7% | -24.0% | -24.0% |
| 铝进口数量 | -30.3% | -29.8% | -32.2% | -32.0% | -31.1% |
| 钢材进口价格 | 22.8% | 22.8% | 22.7% | 22.7% | 22.7% |
| 铝进口价格 | 8.0% | 8.1% | 7.9% | 7.9% | 8.0% |
| 美国国产钢材价格 | 0.81% | 0.87% | 0.52% | 0.75% | 0.74% |
| 美国国产铝价格 | 1.02% | 1.10% | 0.67% | 0.71% | 0.87% |
| 美国钢材平均价格 (国产和进口) | 2.7% | 2.8% | 1.6% | 2.5% | 2.4% |
| 美国铝平均价格 (国产和进口) | 1.8% | 1.9% | 1.2% | 1.3% | 1.6% |

资料来源：“Economic Impact of Section 232 and 301 Tariffs on U.S. Industries” by United States International Trade Commission，天风证券研究所

实际上，拜登政府自就任以来虽然没有取消特朗普时期加征的关税，但也没有做增量，而是专注于针对半导体、人工智能、量子计算等细分领域“小院高墙”式的技术制裁，并可能扩大到生物制药（CXO）和社交网络（TikTok）。

耶伦在访华期间表达对于清洁能源商品产能过剩关切的同时，也强调对产能过剩的担忧并非出于“脱钩”的愿望，并在行程末尾的发布会上再次表示，美国并不寻求与中国“脱钩”。耶伦在九个月前的访华中强调“去风险”和“脱钩”不是同一回事。美方的“去风险”涉及的是防止关键和新兴技术领域技术外流、推动重点产业供应链多元化等内容。

正如我们在《无力的脱钩》（2023.12.26）中所提出的观点，大面上的“脱钩”是无力的。虽然中国对美的直接出口份额从 2017 年的 21.9%下滑至 2023 年前三季度的 14%，但减少

¹ 以其他通用机械（NAICS 3339）、农业、建筑和采矿机械制造业（NAICS 3331）、其他金属制品制造业（NAICS 3329）和机动车转向和悬挂部件制造业（NAICS 3363A0）为主的下游行业。

的份额流向了墨西哥、东盟、欧盟等地。2023年1-9月，中国占墨西哥、印度尼西亚、越南、新加坡、菲律宾等国的进口份额比2017年分别提高了4.8、7.4、9.6、4.8、9.6个百分点。除此之外，投入产出表也显示美国对中国商品的直接和间接依赖程度不降反升。

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。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（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“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，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天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风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，天风证券及/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，天风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。天风证券的销售人员、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。天风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。天风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，天风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，投资者应当考虑到天风证券及/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。

投资评级声明

| 类别 | 说明 | 评级 | 体系 |
|--------|--------------------------------|------|-------------------|
| 股票投资评级 | 自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅 | 买入 | 预期股价相对收益 20%以上 |
| | | 增持 | 预期股价相对收益 10%-20% |
| | | 持有 | 预期股价相对收益 -10%-10% |
| | | 卖出 | 预期股价相对收益 -10%以下 |
| 行业投资评级 | 自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅 | 强于大市 | 预期行业指数涨幅 5%以上 |
| | | 中性 | 预期行业指数涨幅 -5%-5% |
| | | 弱于大市 | 预期行业指数涨幅 -5%以下 |

天风证券研究

| 北京 | 海口 | 上海 | 深圳 |
|-----------------------|--------------------------|--------------------------|----------------------|
| 北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层 | 海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 | 上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层 | 深圳市福田区益田路 5033 号 |
| 邮编：100088 | A 栋 23 层 2301 房 | 邮编：200086 | 平安金融中心 71 楼 |
| 邮箱：research@tfzq.com | 邮编：570102 | 电话：(8621)-65055515 | 邮编：518000 |
| | 电话：(0898)-65365390 | 传真：(8621)-61069806 | 电话：(86755)-23915663 |
| | 邮箱：research@tfzq.com | 邮箱：research@tfzq.com | 传真：(86755)-82571995 |
| | | | 邮箱：research@tfzq.com |