

宏观点评 20240514

拜登加征关税的“醉翁之意”

2024年05月14日

证券分析师 陶川

执业证书: S0600520050002

taoch@dwzq.com.cn

证券分析师 邵翔

执业证书: S0600523010001

shaox@dwzq.com.cn

相关研究

《社融转负急需宽松减“负”》

2024-05-11

《4月通胀: 推动PPI回升是要务》

2024-05-11

■ 压力之下，拜登政府还是打出了“中国牌”，不过今天的“关税牌”充满了平衡的艺术，其最终目的可能不在“钞票”、而在“选票”。我们在之前的报告中也提及过，今年拜登连任之路充满坎坷，既要面临通胀的难题、健康的质疑和市场的动荡，还得对线特朗普的舆论攻势，关税成为“祸水东引”的重要手段。

这次加征关税的操作，规模是特朗普时期以来最小（180亿美元），而且经过较充分的预期沟通、留有较充足的余地，征税的商品也是有的放矢、踩准热点。而这略带“作秀”的成分背后，目的无疑是既想争取更多的选票，又有效管控中美之间的分歧。对于中国而言，加征关税的直接影响是有限的，我们更应该关注的可能是美国“小院高墙”的承诺是否真的可靠。

■ 税率不低，但征税规模不大。从税率看，本次拜登政府加征关税下手不轻——电动车的关税税率增加三倍，从原本的25%增加到100%；锂电池和其他电池部件的关税增加超过两倍；光伏电池的关税增加一倍。不过整体180亿美元的规模仅占2023年中国对美出口和中国出口总量的3.6%和0.5%。和特朗普时期大面积征税形成对比：

1) 2018年加征关税初期：实施对钢铁、铝等金属产品以及高科技行业产品等商品的关税，涉及价值约500亿美元；

2) 2018年9月加征关税举措加码期：对另外价值约2000亿美元的中国商品征收关税，涉及包括汽车零部件、电子设备、化工产品等在内的多个行业；

3) 2018年底-2019年中缓冲+再升级期：中美两国开始进行贸易谈判，但谈判并未取得实质性突破。特朗普政府在2019年6月将第二波关税从10%提高至25%，并威胁对剩余约3000亿美元的中国商品征收关税；

4) 2019年底中国反制期：作为对美国关税的回应，中国宣布对价值约750亿美元的美国商品征收额外关税，涉及农产品、能源和化工产品等领域；

5) 2020年新一轮制裁期：特朗普政府宣布将继续对价值约3000亿美元的中国商品征收关税，并加强对华为等中国科技公司的制裁。

■ 美国对加征关税“战火升级”的背后，我们认为其“作秀式”政治性意义远大于其经济性意义，而这主要是基于以下三方面的考虑：

■ 首先，从大选年的视角下，加征钢铁及铝的关税，以此获得更多摇摆州选民（尤其是：“铁锈地带”的摇摆州：宾夕法尼亚州、密歇根州、威斯康辛州）的支持无疑是急迫性最靠前的。众所周知，在美国当前的选举人团制度下，摇摆州对大选结果起到了“一锤定音”的作用。不过目前的情况来看，麻烦的是拜登基本“全面落后”特朗普：截至2024年5月13日的民调显示，拜登在六个摇摆州中的五个州民意落后。其中宾夕法尼亚州和密歇根州的落后差距较小，但佐治亚州、亚利桑那州、内华达州和北卡罗来纳州的落后幅度较大。

为扭转弱势，“投其所好”可能是赢得“铁锈”摇摆州的最好策略。值得注意的是，宾州是北美最大工会——美国钢铁工人联合会总部的所在地；而密歇根州则是新能源电池和新能源车产能投入较多的地区之一。因此拜登对中国钢铝和新能源加征关税，以争得更多“铁锈带”票仓是一大重要原因。

■ 其次，从美国经济角度来看，加征中国电动汽车及其他清洁能源产品的关税，表面上有利于其自身的新能源行业发展。这一切源于经济危机后，奥巴马将推动新能源产业发展作为经济的新动力。时至今日，拜登延续并强化了发展新能源的政策底层逻辑，大量出台相关政策支持助力新能源产业。

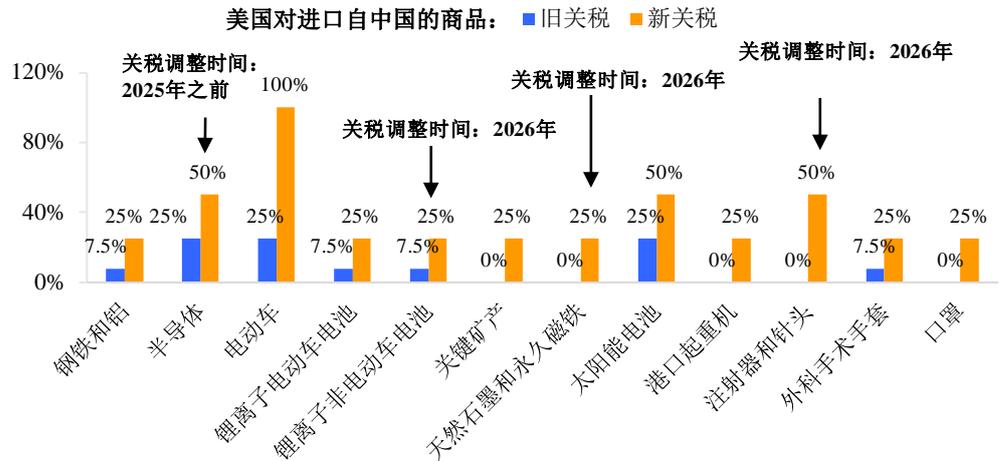
具体来看，2023年美国在清洁能源、清洁汽车、建筑电气化和碳管理技术的制造和应用方面的新投资达2390亿美元，比2022年增长38%。其中，

2023 年第四季度的投资额达到创纪录的 670 亿美元，比 2022 年同期增长 40%。

由此可见拜登对美国清洁技术上政策支持的坚定决心。而加征电动车等其他清洁能源相关关税税率无疑了其发展的重要一环。

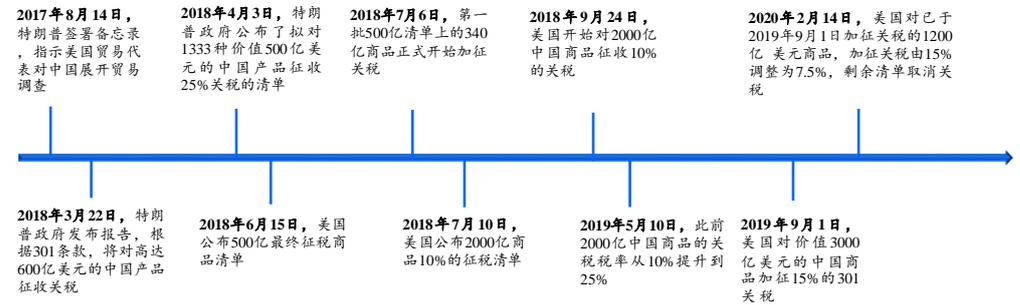
- **但实则政策力度更像是“一拳打在棉花上”。**整体来看，除电动车外，其他加征关税情况远好于市场预期。储能电池及锂电均从 2026 年才开始加征。这无疑体现了拜登政府的“中庸”艺术，一方面其希望通过以维护美国工人的利益，发展国内产业为由塑造政府形象，以赢得更多的选民支持，但另一方面也并不希望和中国的关系过于“僵硬”，因此在政策实施上留下了更多的余地。
- **其三，本轮关税征收对象明确，矛头直指我国“新三样”等优势制造行业，但仅靠这些关税还远不足以达到削弱中国的程度。**近年来，“新三样”等产品成为我国出口的主要支柱，合计占我国出口比例约为 10%，也是我国在国际上占有显著优势的产业，近年来对我国出口增速产生明显支撑，尤其是“新三样”成为了我国出口的一张亮眼的“名片”，尽管在全球经济衰退的 2023 年依然走出了不错的成绩。因此美国通过征收关税一定程度上会对中国相关产品出口产生影响，但难以从实质上达到削弱中国优势制造业的目的。
- **那么，本轮征收关税对我国哪类产品出口影响较大？**我们不妨来看一下这几类产品在我国出口中的结构，我们拆分了钢铁及钢铁制品、铝及铝制品以及“新三样”等主要受新一轮关税影响的产品出口的国别分布。其中对美出口钢铁及钢铁制品、铝及铝制品以及“新三样”占各自总出口中的比例分别达到了 8%、10%和 9%以上，整体是一个不小的比例，因此我国钢铝受到关税的影响可能相对比较大。
- **而“新三样”中主要受关税影响的产品为锂离子蓄电池，但太阳能电池、电动载人汽车出口受到的影响或可忽略不计。**细分“新三样”产品出口，其中，我国对美出口锂离子蓄电池的占比超过 20%，是主要受到关税影响的产品，而对美出口太阳能电池以及电动载人汽车的占比仅约为 0.25%和 1.1%，比例过小，可以近似忽略不计，当前我国太阳能电池和电动载人汽车的出口伙伴仍集中在欧盟和东盟等地区，表面上受到美国贸易制裁的影响不大。
- **此外，需要警惕美国对转口贸易的限制以及起到的带头示范作用，贸易制裁的影响或许比想象中的更强。**贸易摩擦以来，美国对华持续脱钩，但中国通过东盟、墨西哥等转口贸易间接向美国输送产品，但也引起了美国的相应重视，持续对相应国家施压，当前墨西哥大幅提高了对进口产品的关税，或许出于这方面的压力和考虑。另一方面，美国贸易制裁的带头示范作用也不容忽视，尤其是欧盟对华“新三样”的反倾销、反补贴调查已经酝酿已久，在美国大选正“如火如荼”之时，今年贸易摩擦的影响或许比以往要更加猛烈。
- **因此总结来看，加征关税的落地或多或少有点“作秀”的味道。**拜登“既要又要”：一方面既想赢得选民支持，“拼命”维护美国工人的一些利益；另一方面，又不希望和中国的关系搞得太僵，因此给政策留下了不少空间。
- **可能更值得我们注意的是，在贸易摩擦扩大的情况下，拜登政府“小院高墙”的承诺是否可靠。**今年以来，拜登政府的“小院高墙”策略逐步升级，从对中国人工智能、通信、电子等领域的科技制裁，扩大至钢、铝、造船以及对“新三样”（电动载人汽车、太阳能电池、锂电池）产能过剩“贴标签”来进行的贸易制裁的扩大。防范于未然，可能我们需要更加注重内循环来应对外部的不确定性。
- **风险提示：**政策出台节奏及项目落地放缓导致经济复苏偏慢；海外经济体提前显著进入衰退，国内出口超预期萎缩。

图1: 拜登政府对进口自中国商品关税调整对比



注：其余未标注项目的关税调整时间均为 2024 年；
数据来源：白宫，东吴证券研究所

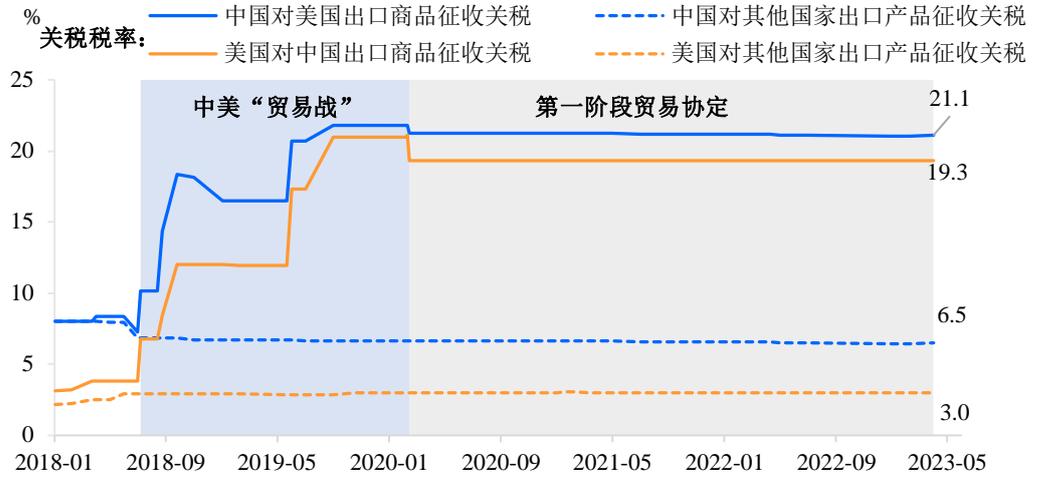
图2: 2018 年开始的中美贸易摩擦中，中美双方共计加征 5 次关税



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

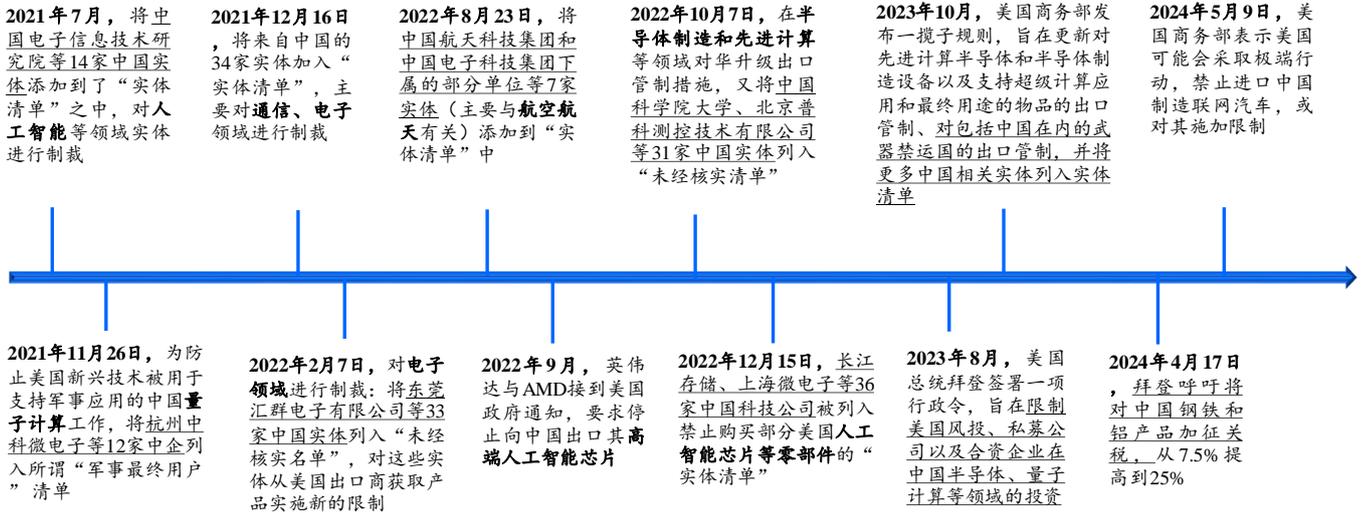
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图3：美国对中国商品关税税率平均达到 20%左右



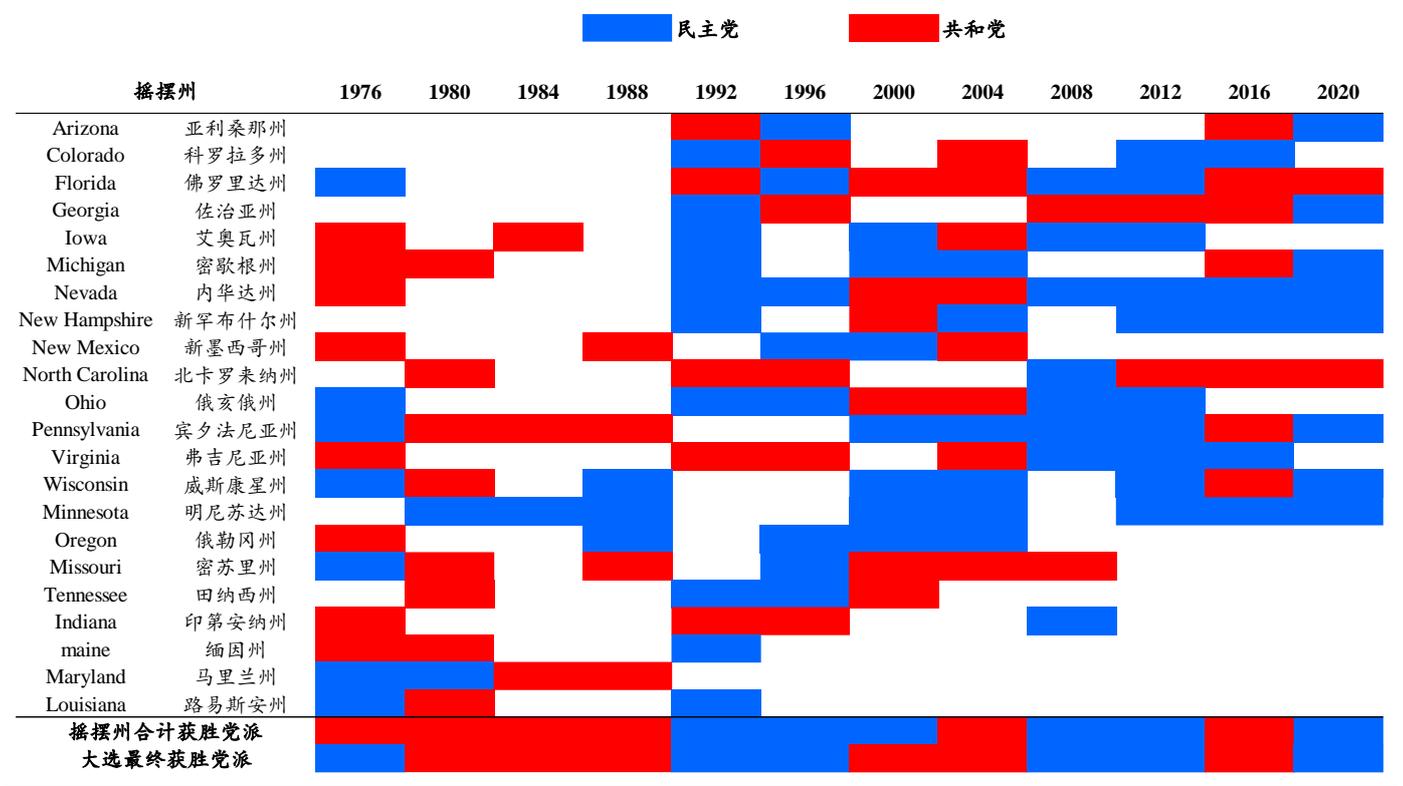
数据来源：PIIE，东吴证券研究所

图4：拜登政策在延续特朗普对华贸易制裁的基础上，进一步加大对中国人工智能、通信、电子等领域的科技制裁



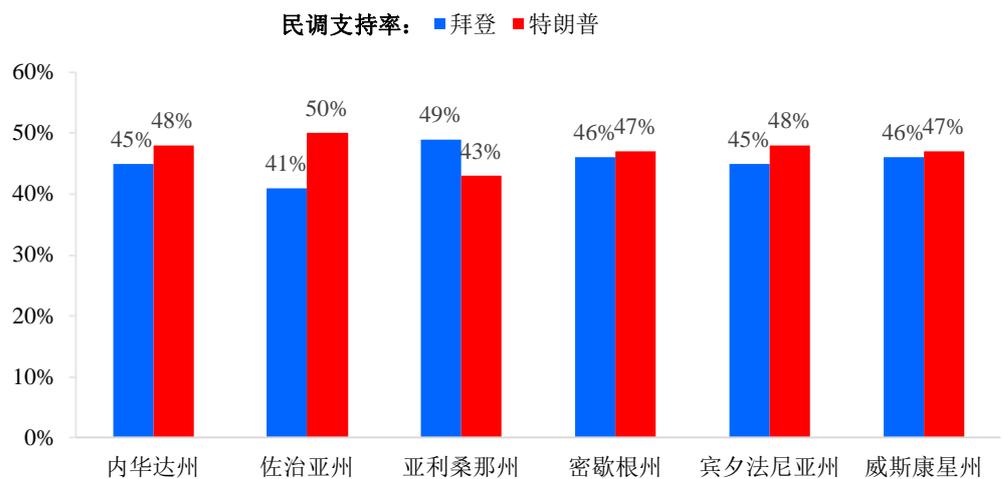
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图5: 得“摇摆州”者, 得“天下”



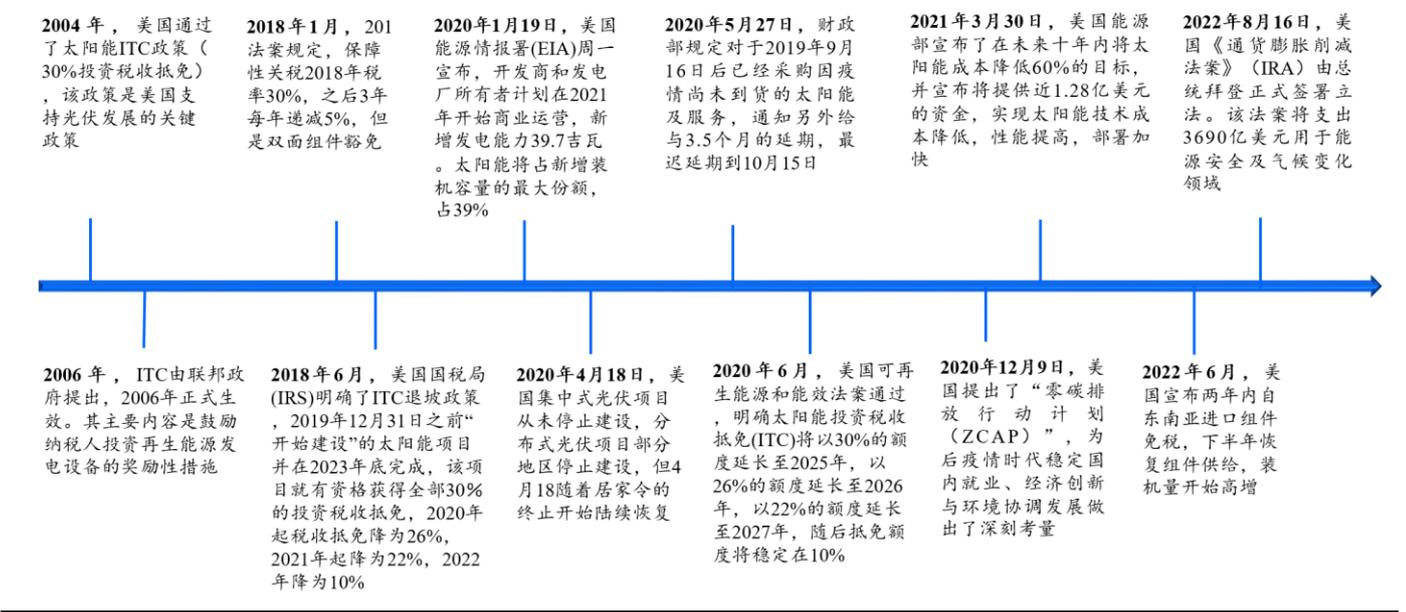
数据来源: 27twin, 东吴证券研究所

图6: 最新民调显示, 拜登在 6 大摇摆州中落后 5 个



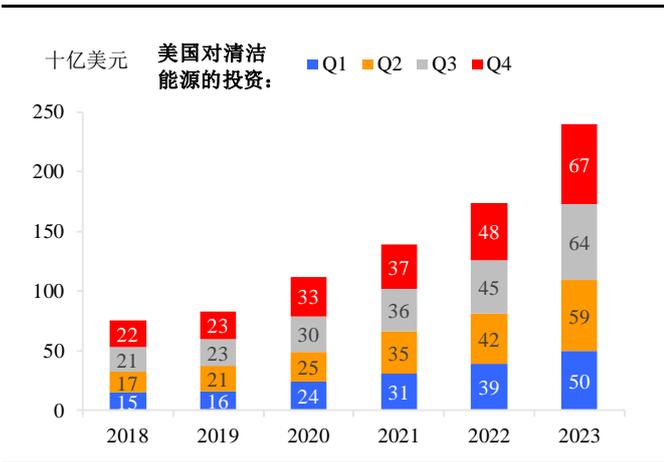
注: 数据截至 2024 年 5 月 13 日;
数据来源: RealClear Polling, 东吴证券研究所

图7: 美国对新能源方面的政策梳理



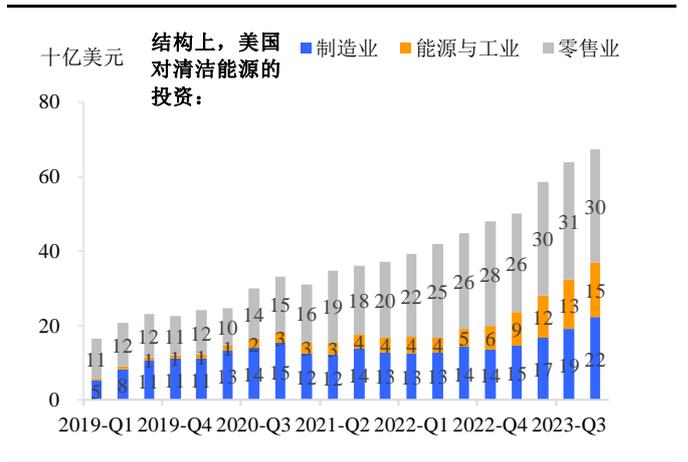
数据来源: 白宫, EIA, IRS, 东吴证券研究所

图8: 美国对清洁能源的投资力度不断加大



数据来源: Clean investment monitor, 东吴证券研究所

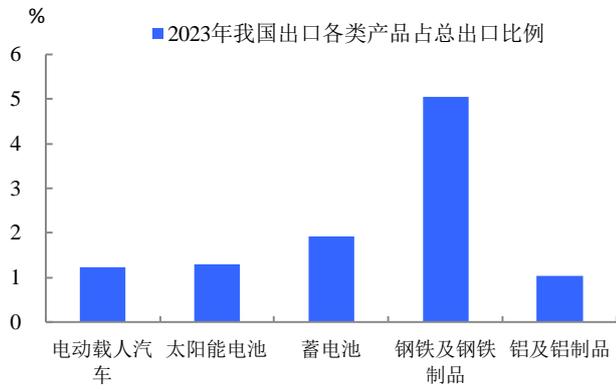
图9: 清洁能源投资结构中, 主要投向零售



注: 制造业: 建造或扩建生产清洁能源、清洁车辆、建筑电气化或碳管理技术的工厂; 能源与工业: 新建或扩建生产清洁能源、捕获二氧化碳排放或使工业活动脱碳的设施; 零售业: 个人家庭和企业购买和/或安装清洁发电和储能、清洁车辆或建筑电气化技术;

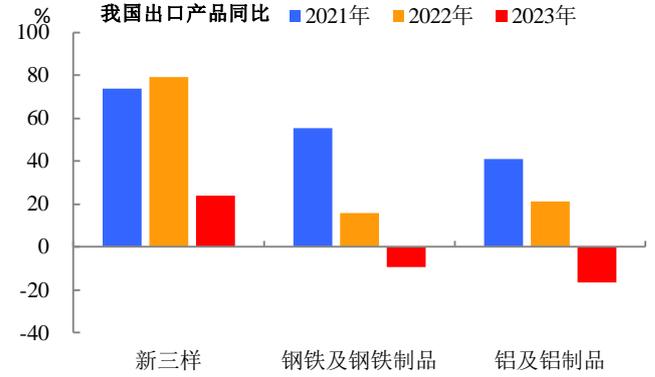
数据来源: Clean investment monitor, 东吴证券研究所

图10: 新三样、钢铝出口合计占总出口约 10%



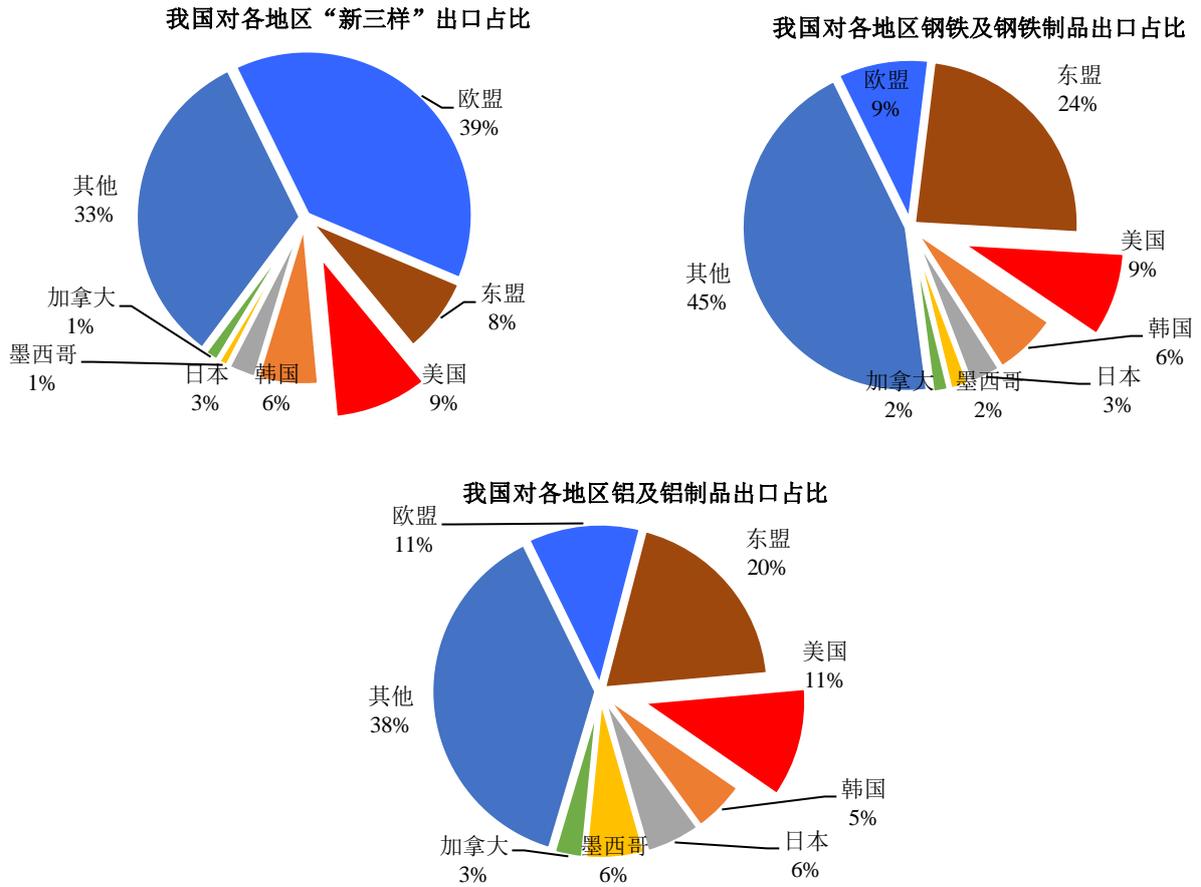
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图11: 新三样支撑我国出口增速



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

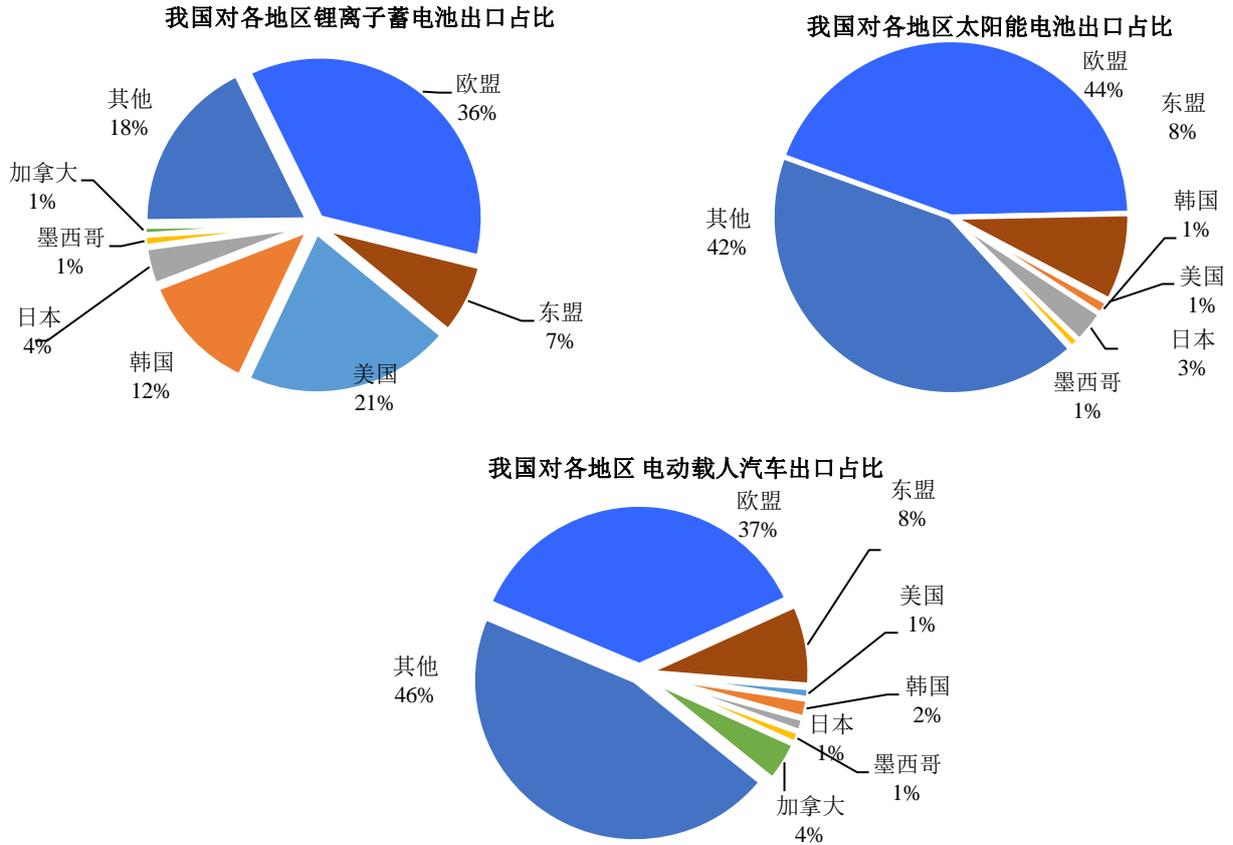
图12: 我国对美出口钢铁、铝、新三样占比较高



注: 数据截至 2023 年;

数据来源: 海关总署, 东吴证券研究所

图13: 新三样中, 对美出口锂离子蓄电池占比较高, 而太阳能电池和电动载人汽车占比过低



注: 数据截至 2023 年;

数据来源: 海关总署, 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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

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。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 -15% 以下。

行业投资评级：

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

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

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>