

李超 执业证书编号: S0570516060002
研究员 010-56793933
lichao@htsc.com

朱洵 执业证书编号: S0570517080002
研究员 021-28972070
zhuxun@htsc.com

相关研究

- 1 《宏观: 通胀和 PPI 均平稳上行》2019.05
- 2 《宏观: 财政发力提效, 需关注下半年空间》2019.05
- 3 《宏观: 未来进出口形势仍面临下行压力》2019.05

中美再加关税对两国通胀影响几何

中美贸易摩擦系列十三

我们认为, 5月13日的对美贸易反制措施对国内物价影响较为微弱

针对美国宣布将自华进口 2000 亿美元商品加征关税税率从 10% 提高到 25%, 5月13日中国提出反制措施, 对已加征关税的 600 亿美元美国商品中的部分, 提高关税税率, 对此前 10% 的商品关税提到了 25% 和 20%, 对原本 5% 的部分关税提到了 10%, 部分维持不变。根据我们的测算结果, 本次我国对美的关税反制措施, 对国内 CPI 和 PPI 中枢的边际影响可能均在 0.02-0.03 个百分点附近, 对国内整体物价的影响可能相当微弱。

本次关税反制涉及的商品门类, 我国对美的贸易依存度均较低

我们整理了本次我国对美的关税反制措施涉及的商品门类, 关税税率上调、且涉及金额相对较大的有“油籽-饲料”、“矿物燃料”、“塑料及制品”、“木浆-纸”、“车辆及零部件”等几类。根据我们的测算, 2018 年, 我国矿物燃料和沥青类、塑料制品、木浆和纸、铜及制品这几类商品对美贸易依存度均在 1% 上下; 汽车的对美贸易依存度在 1.2% 左右; 对于除大豆以外的其余油籽饲料类, 我国对美国的进口依存度较低。

测算加征关税对国内 CPI 影响为 0.02 个百分点, PPI 影响 0.03 个百分点

对通胀的边际影响, 由于本次关税措施涉及的农产品对美依存度较低, 我们主要考量汽车行业。我们测算对美进口汽车加征关税, 对国内 CPI 中枢的影响最高为 0.02 个百分点。考虑消费替代效应, 通胀中枢所受实际影响可能更为有限。我们测算关税反制措施对整体 PPI 的影响将在 0.03 个百分点附近, 实际上, 由于 PPI 大类包含的品类远比本次关税反制措施涉及的商品更丰富, 且对应商品类别对美国的贸易依存度较低、可替代性很高, 我们认为 PPI 中枢受本次关税措施的影响可能相当有限。

2000 亿美元商品提高关税对于美国 CPI 提升有限, 影响约 0.06 个百分点

美国本次上调对华进口 2000 亿美元商品的关税税率, 清单涉及的领域集中在工业用品, 受影响的消费品主要是家居用品和家具, 汽车及零部件。我们假设关税上调全部传导到产品价格端, 并且美国对中国的依存度不变, 通过产品价格变化、对中国依存度以及 CPI/PCE 中权重三者相乘进行测算, CPI 的边际影响为 0.06 个百分点, PCE 的边际影响是 0.04 个百分点。我们认为, 2000 亿商品提高关税对于通胀影响较为有限, 但若美国对剩余 3000 亿商品追加 25% 关税, 其影响会扩大到低端消费品以及更大范围的电子机械产品, 这对于通胀的影响将进一步加大。

若美方对 3000 亿未征税商品加征 25% 关税, 其 CPI 或抬升 0.2 个百分点

若美方对 3000 亿美元的未征税中国商品继续加征 25% 关税, 受影响较大的消费品为服装、汽车及娱乐用品、其他耐用品和家具家用设备, 以上消费品对中国依存度分别为 13.04%、6.75%、3.25% 和 0.87%; 我们在不考虑替代效应的情况下进行测算, 假设 25% 关税加征带来的涨价效应全部由美方承担, 将推升 CPI 同比 0.19 个百分点和 PCE 同比近 0.2 个百分点。考虑实际实施过程中存在替代效应, 且美方不会全部承担关税加价影响, 我们认为若美方未来继续就未征税商品加征 25% 关税, 对美国通胀短期影响有限, 中长期需考虑关税或通过供应链环节推升中间产品价格, 进而抬升通胀。

风险提示: 贸易摩擦继续升级, 涉及更多商品门类, 产生更大输入性通胀压力。

本次中国对美关税反制措施，对国内 CPI 和 PPI 的影响可能有多大？

经过测算分析，我们认为，5月13日我国对美的关税反制措施，对国内 CPI 和 PPI 的影响可能较为微弱。根据我们的测算结果，本次我国对美的关税反制措施，对国内 CPI 和 PPI 中枢的边际影响可能均在 0.02-0.03 个百分点附近，对国内整体物价的影响可能相当微弱；如果考虑进口美国对应商品涨价后，民众可能转而购买同类别的非美进口商品作为替代，则对国内物价的传导影响可能更为微小。

针对美国宣布将自华进口 2000 亿美元商品加征关税税率从 10% 提高到 25%，5月13日中国提出反制措施，对已加征关税的 600 亿美元美国商品中的部分，提高关税税率，对此前 10% 的商品关税提到了 25% 和 20%，对原本 5% 的部分关税提到了 10%，部分维持不变。

我们整理了本次我国对美的关税反制措施涉及的商品门类，本次关税税率上调、且涉及金额相对较大的有“油籽-饲料”、“矿物燃料”、“塑料及制品”、“车辆及零部件”等几类。通过对比我国近年对于这些商品的总消费量、以及 2018 年我国从美国进口这些类别商品的金额，并结合我国 CPI 和 PPI 的权重构成，我们认为应重点观察本轮关税反制措施可能导致国内农产品和汽车类涨价、进而对 CPI 的影响，以及可能导致工业原材料类涨价、进而对 PPI 的影响。

不过，在经过测算后，我们发现本次关税反制涉及的商品门类，我国对美的贸易依存度均较低。根据我们的测算，对于矿物燃料和沥青类、塑料制品、铜及制品这几类商品，我国 2018 年的对美贸易依存度均在 1% 上下；汽车的对美贸易依存度在 1.2% 左右（2018 全年）；对于油籽-饲料类别，我国对美国进口大豆的依存度较高，但对自美进口大豆加征 25% 关税的措施已在去年实施，不含在本批关税反制措施涉及的商品内，而对于除大豆以外的其余油籽饲料类，我国对美国的进口依存度较低，故对国内物价的影响也相对较低。

测算对国内 CPI 的边际影响，由于本次关税措施涉及的农产品对美依存度较低，我们主要考量汽车行业。考虑汽车关税税率由 10% 上调到 25% 全部传导到产品价格端、且对美依存度不变的情景，由于汽车所属交通和通讯大类占 CPI 权重约为 13%，汽车的对美贸易依存度在 1.2% 左右（2018 全年），则中国对美进口汽车加征关税对国内 CPI 中枢的影响最高为 0.02 个百分点。考虑对美进口汽车可以由其他进口车型进行替代，通胀中枢受到的实际影响可能更为有限。

原油行业 and 有色金属行业在 PPI 当中权重均约为 5.3%，化工行业权重约为 6.9%。假设本次上调关税税率全部传导到工业原料价格端、且相关产品对美贸易依存度不变，并选取化工行业涉及的塑料制品作为该行业的对美贸易依存度（实际由于化工行业包含商品品类众多，依存度可能更低），我们测算关税反制措施对整体 PPI 的影响将在 0.03 个百分点附近。实际上，由于 PPI 大类包含的品类远比本次关税反制措施涉及的商品更丰富，且对应商品类别对美国的贸易依存度较低、可替代性很高，我们认为 PPI 中枢受本次关税措施的影响可能相当有限。

我们仍然认为“猪油共振”情形是未来通胀快速上行的最大风险因素，其中油价的短期快速上涨风险可能来自国际地缘政治风险，而猪周期已见底回升，猪肉价格未来的上行速率可能取决于猪肉消费和供给失衡的幅度、以及各大养殖主体对当前较低的生猪库存的补充速度。我们认为本次中国反制美国的关税措施对国内 CPI 和 PPI 影响较为有限，维持对今年全年通胀中枢+2.5% 的中性判断，略高于 2018 年的+2.1%。高点可能在 6-7 月、以及 12 月，高点同比略低于+3%。维持 2019 年 PPI 中枢较 2018 年明显回落的预测，预计全年均值为+0.5%。

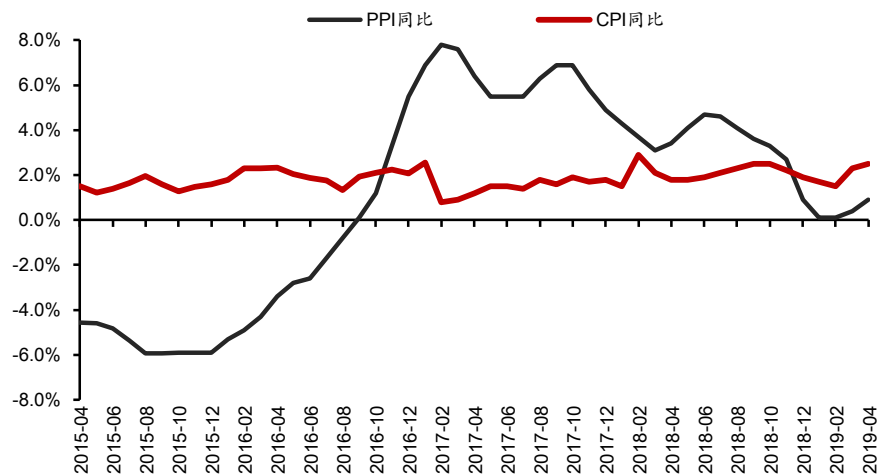
2000亿美元商品提高关税对于美国CPI提升有限，影响约0.06个百分点

美国本次上调对华进口2000亿美元商品的关税税率，清单涉及的领域集中在工业用品，受影响的消费品主要是家居用品和家具，汽车及零部件。我们假设关税上调全部传导到产品价格端，并且美国对中国的依存度不变，通过产品价格变化、对中国依存度以及CPI/PCE中权重三者相乘进行测算，CPI的边际影响为0.06个百分点，PCE的边际影响是0.04个百分点。我们认为，2000亿商品提高关税对于通胀影响较为有限，但若美国对剩余3000亿商品追加25%关税，其影响会扩大到低端消费品以及更大范围的电子机械产品，这对于通胀的影响将进一步加大。

若美方对3000亿未征税商品加征25%关税，其CPI或抬升0.2个百分点

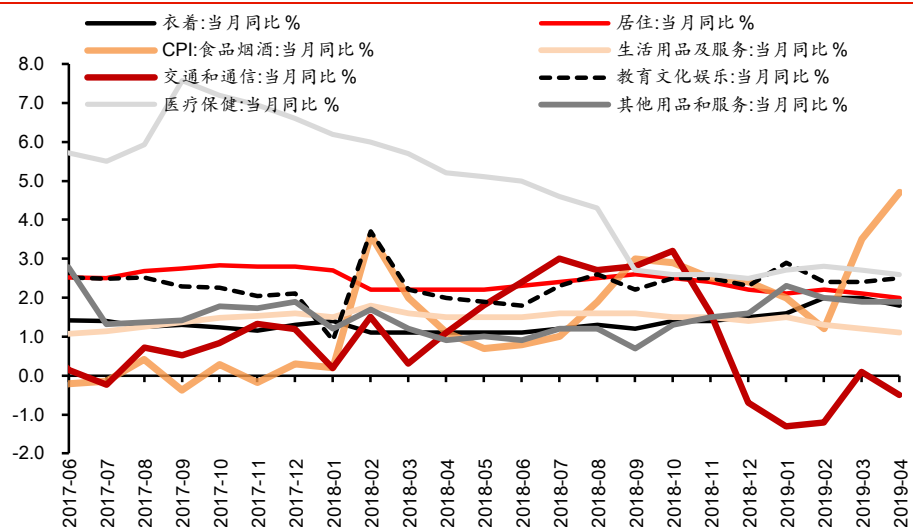
若美方对3000亿美元的未征税中国商品继续加征25%关税，受影响较大的消费品为服装、汽车及娱乐用品、其他耐用品和家具家用设备，以上消费品对中国依存度分别为13.04%、6.75%、3.25%和0.87%；我们在不考虑替代效应的情况下进行测算，假设25%关税加征带来的涨价效应全部由美方承担，将推升CPI同比0.19个百分点和PCE同比近0.2个百分点。考虑实际实施过程中存在替代效应，且美方不会全部承担关税加价影响，我们认为若美方未来继续就未征税商品加征25%关税，对美国通胀短期影响仍有限，中长期需考虑关税或通过供应链环节推升中间产品价格，进而抬升通胀。

图表1：2019年4月份我国PPI和CPI同比增速均继续平稳上行



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表2：我国CPI各大类价格同比增速 %



资料来源：Wind，华泰证券研究所

风险提示：贸易摩擦继续升级，涉及更多商品门类，产生更大输入性通胀压力。

免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司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。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。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。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司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头寸并进行交易，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的资产管理部、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。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91320000704041011J。

全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：A0K809

©版权所有 2019 年华泰证券股份有限公司

评级说明

行业评级体系

— 报告发布日后的 6 个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

— 投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

公司评级体系

— 报告发布日后的 6 个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

— 投资建议的评级标准

买入股价超越基准 20% 以上

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_12506

