

假若中美贸易缓和，哪些行业最为受益？

证券研究报告

2021年08月31日

● 核心结论

高通胀显著掣肘美国总统拜登支持率；政策开始转向打压通胀预期。高通胀已通过两条路径掣肘总统支持率。首先，高通胀将约束拜登施政空间。4月铜价大涨、5月铜价调整以及过去两个月铜价走势的波澜不惊皆与市场对于拜登基建政策预期变化有关。此外，财政刺激退出与高通胀并行加深民众不满。因此，Q2以来拜登众多政策都开始转向打压通胀预期。首先，Q2美国开始积极改善与欧盟及中国的贸易关系。第二，5月以来拜登有意推迟基建落地并压低基建规模。第三，拜登政府施压OPEC干预油价。

输入型通胀略有控制，内生性通胀仍在攀升。从效果来看，拜登打压通胀预期收效甚微。尽管美国CPI能源价格同比与进口价格指数同比6-7月持续回落，但亦与基数效应有关并且仍处高位。5月以来美国个人耐用品消费降温、服务消费反弹，在服务供给不能及时跟上的情况下服务价格一次性走高的概率极高。此外，7月美国时薪同比增速为4%，在高基数背景下该指标仍然明显高于疫前常规水平说明中低收入群体回归就业市场也对薪资有了更高要求。人力成本一次性上升也将令Q3通胀面临更多挑战。

“基建+加税”政策组合等待落地，打压通胀预期更加迫切。我们在报告《基建加税加速推进，拜登新政如何影响资本市场？》中指出今年Q4大概率要落地“基建+加税”的组合政策。但通胀不降温，基建就难推进。因此，打压通胀（预期）对拜登政府而言极为迫切。

调降关税或为拜登政府打压通胀（预期）的重要备选方案。2018年9月24日美国宣布对华进口的2000亿美元商品加征10%关税。随后2018年10月美国所有口径通胀均现跳升。逆向思维，假若美国对华商品削减甚至取消部分关税，大概率也能立竿见影地为美国通胀降温。但该方案亦为相机抉择，拜登政府不在Q2就调降关税是因为当时疫后补贴下耐用品消费量仍在攀升并推动贸易逆差扩张，彼时调降关税可能会产生加剧这一反作用。

假若削减关税，金属制品、塑料制品及电气设备等有望受益。从美国自中国进口商品份额来看，中国对美出口仍以轻工消费品、纺织品和电气设备为主。美国对华上调关税也覆盖了上述商品类别。美国个人消费结构中耐用品已经回落，中国对美To C端出口将放缓，即便调降此部分商品关税也难以刺激消费。但Q4美国基建政策有望落地，未来5年美国地产投资高景气，对固定资产投资方向有提振。新能源政策又将直接推动能源、新能源汽车等制造业领域发展。换言之，往后看，中国对美To B端出口领域景气上升，一旦美国调降相关进口商品关税，将进一步提振相关企业出口利润。结合来看，金属制品、塑料制品、电气设备等领域或最为受益。

风险提示：美国及全球疫情超预期；美国改变关税政策仅为可选方案。

分析师



张静静 S0800521080002



13716190679



zhangjingjing@research.xbmail.com.cn

相关研究

内容目录

一、高通胀显著掣肘美国总统拜登支持率.....	3
二、Q2 以来打压通胀预期成为拜登内政关键，当前更为迫切	5
（一）在通胀的高压之下，Q2 以来拜登众多政策都开始转向打压通胀预期	5
（二）输入型通胀略有控制，内生性通胀仍在攀升	5
（三）“基建+加税”政策组合等待落地，打压通胀预期更加迫切.....	7
（四）调降关税或为拜登政府打压通胀（预期）的重要备选方案	7
二、中国对美出口结构与关税.....	9
（一）中国对美出口结构：以轻工消费品为主	9
（二）2018-2019 年美国对华进口商品加征关税情况梳理.....	10
三、假若削减关税，金属制品、塑料制品及电气设备等有望受益	11
四、风险提示	12
（一）美国及全球疫情超预期	12
（二）美国关税政策超预期.....	12

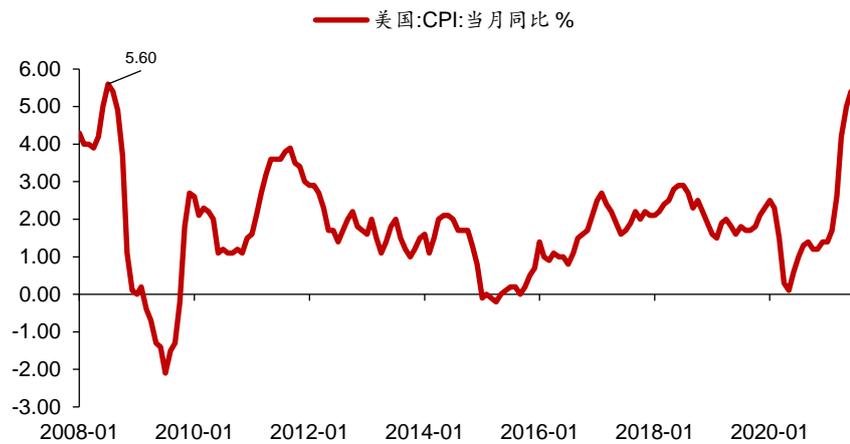
图表目录

图 1：美国 CPI 同比	3
图 2：拜登支持率	3
图 3：4 月以来美国基建预期与铜价走势	4
图 4：美国 CPI 能源分项于进口价格指数同比	6
图 5：美国 CPI 同比与核心 CPI 同比	6
图 6：美国 PCE 同比与核心 PCE 同比	6
图 7：美国时薪增速	7
图 8：美国贸易差额与商品贸易差额	9
图 9：2019-2020 年分行业美国自中国进口商品占美国该行业进口商品金额比重（HS2 分类， 金额占比前 20 章）	10
图 10：2021 年 1-7 月美国零售分项环比增速	11
图 11：2019 年建筑业投入占比	11
表 1：美国各州结束疫后额外救助金时间与就业数据变化	4
表 2：美国 2018 年 9 月 24 日落地对华加征关税涉及商品对 10 月 CPI 及 PPI 的影响	8
表 3：美国 2019 年 5 月 10 日落地对华加征关税涉及商品对 5 月 CPI 及 PPI 的影响	8
表 4：美国 2019 年 9 月 1 日落地对华加征关税涉及商品对 9 月 CPI 及 PPI 的影响	8
表 5：2018 年美国对华贸易施压以来关税调整涉及商品	10

一、高通胀显著掣肘美国总统拜登支持率

美国4月CPI同比为4.2%，创出金融危机后新高；5月美国CPI同比进一步攀升至5.0%、6-7月则高达5.4%。与美国通胀攀升同步的是总统拜登支持率的下滑。事实上，高通胀会通过两条路径掣肘总统支持率。首先，高通胀将约束拜登施政空间。今年4月铜价大涨、5月铜价调整以及过去两个月铜价走势的波澜不惊皆与市场对于拜登基建政策预期变化有关（如图3所示）。由此可见，一旦大规模基建落地美国高通胀形势将更为严峻，这也是拜登政府迟迟未能快速推动大规模基建落地的主因。

图1：美国CPI同比



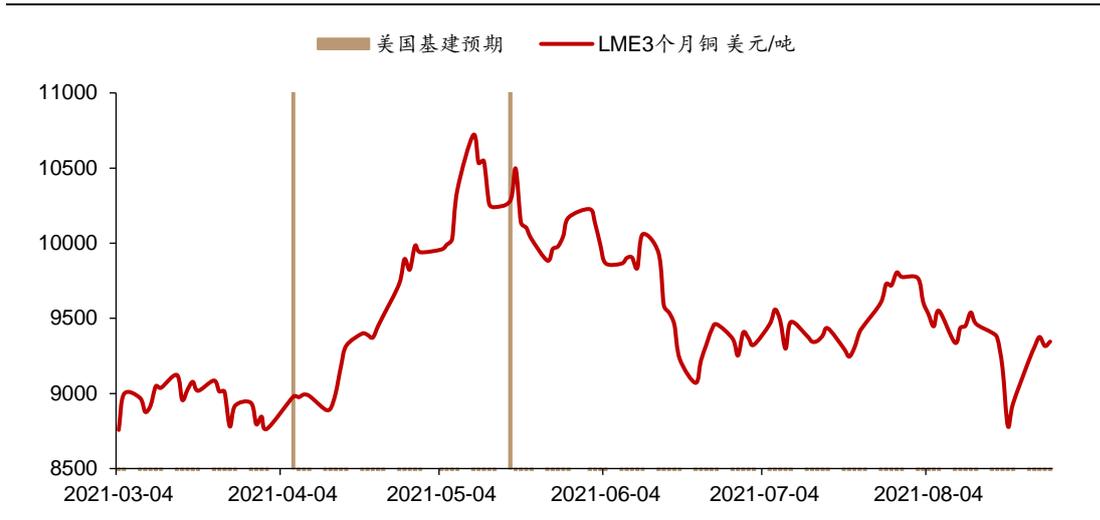
资料来源：WIND，西部证券研发中心

图2：拜登支持率



资料来源：FiveThirtyEight，西部证券研发中心

图3：4月以来美国基建预期与铜价走势



资料来源：FiveThirtyEight，西部证券研发中心

此外，财政刺激退出与高通胀并行之下，加深民众不满，亦掣肘其支持率。美国各州结束疫后额外失业救助金时间有别，6月12日、6月19日、7月底以及9月6日均有部分州结束疫后额外失业救助。表1所示，较早结束额外救助金的州续请失业金人数下降更快，表明失去财政转移支付后的民众就业意愿更强。但为什么越晚结束额外救助金的州失业率变化越积极呢？因为失业率是居民调查口径，疫后“停薪留职但能领到救助金”的民众可能会认定自己未失业、“停薪留职不再领到救助金”的民众则可能会认定自己失业。由此可见，疫后财政转移支付退出会令民众感到生活压力，叠加高通胀就会加速民众对政府的不满进而掣肘了拜登支持率。

表1：美国各州结束疫后额外救助金时间与就业数据变化

额外救助金结束时间	续请失业金人数变化均值：7月末相对5月末	失业率变化均值：7月末相对5月末
6月12日	-33.74%	0.05%
6月19日	-21.23%	-0.12%
6月底至7月底	-18.95%	-0.13%
9月6日	-14.30%	-0.18%

资料来源：<https://oui.doleta.gov/unemploy/claims.asp>，西部证券研发中心

二、Q2以来打压通胀预期成为拜登内政关键，当前更为迫切

（一）在通胀的高压之下，Q2以来拜登众多政策都开始转向打压通胀预期

首先，Q2 美国开始积极改善与欧盟及中国的贸易关系。4 月底美国方面表示正努力解决与欧盟之间的钢铝关税问题和飞机补贴争端¹。5 月 17 日欧盟同意推迟对大约 40 亿美元美国出口商品加征 50% 的报复性关税，并表示欧盟将与拜登政府进一步就前总统特朗普施加的钢铁关税进行谈判²。6 月 15 日美欧就波音和空客航空补贴争端发表声明，称双方将暂停对彼此征收报复性关税，为期五年³。另一边，中国商务部新闻发言人高峰 6 月 3 日表示中美经贸领域已开始正常沟通，下一步将共同努力务实解决一些具体问题，推动中美经贸关系健康稳定发展⁴。从美国与中欧同时改善贸易关系来看，美国政府或存在缓解内部高通胀压力的诉求。

第二，拜登有意推迟基建落地并压低基建规模。拜登上任以来市场一直对其基建政策有所期待。4 月 5 日美国参议院议事顾问麦克唐纳表示可以修改预算决议，并在修改时囊括预算和解流程指令⁵，相当于给了拜登政府一个可以在 2021 财年落地基建的 Option，但 5 月 17 日白宫同时指出要严肃对待通胀且不认为 5 月可以通过基建法案⁶。表面看基建落地节奏放慢与两党分歧有关，但事实上 4 月 5 日的 Option 意味着拜登可以直接绕过共和党落地基建，可见 5 月以来拜登似乎有意放慢基建推行进度。

第三，拜登政府施压中东干预油价。5 月 6 日一位美国高级官员表示美国或于伊朗总统大选前取消对伊朗石油部门的制裁⁷。5 月 31 日伊朗外交部发言人哈提卜扎德表示伊朗核问题全面协议相关方会议取得重大进展⁸。7 月 6 日白宫新闻秘书 Jen Psaki 表示⁹，拜登政府官员对正在进行的 OPEC 谈判感到“鼓舞”，并与沙特阿拉伯和阿拉伯联合酋长国的官员进行了交谈，希望能够达成协议以阻止原油价格上涨。随后 7 月 18 日 OPEC+ 就在其会议上达成了自 8 月起每月增产 40 万桶/日原油的共识。

（二）输入型通胀略有控制，内生性通胀仍在攀升

从效果来看，拜登打压通胀预期收效甚微。尽管美国 CPI 能源价格同比与进口价格指数同比 6-7 月持续回落，但亦与基数效应有关并且仍处高位。与此同时，7 月美国 CPI 同比持平 6 月、PCE 同比与核心 PCE 同比较 6 月还有小幅走高。事实上，即便输入型通胀逐步回落，Q3 美国仍有内生性通胀压力。我们在报告《怎么看美国主客观数据的背离？》中指出 5 月以来美国个人耐用品消费降温、服务消费反弹，这种结构切换就是防疫措施减弱与财政刺激退出的结果。被压制的服务消费很有可能快速反弹，在服务供给不能及时跟上的情况下服务价格一次性走高的概率极高。

此外，7 月美国时薪同比增速为 4%，在高基数背景下该指标仍然明显高于疫前常规水平说明中低收入群体回归就业市场也对薪资有了更高要求。人力成本一次性上升也将令 Q3 美国通胀面临更多挑战。

¹ <https://ielp.worldtradelaw.net/2021/04/index.html>

² <https://www.usnews.com/news/business/articles/2021-05-17/eu-us-agree-to-temporarily-suspend-tariffs-in-steel-dispute>

³ <https://www.cnn.com/2021/06/15/us-and-eu-truce-boeing-airbus-dispute.html>

⁴ http://www.xinhuanet.com/world/2021-06/03/c_1127526063.htm

⁵ <https://www.cnn.com/2021/04/05/chuck-schumer-says-senate-can-pass-another-bill-through-budget-reconciliation.html>

⁶ <https://www.whitehouse.gov/briefing-room/press-briefings/2021/05/17/press-briefing-by-press-secretary-jen-psaki-may-17-2021/>

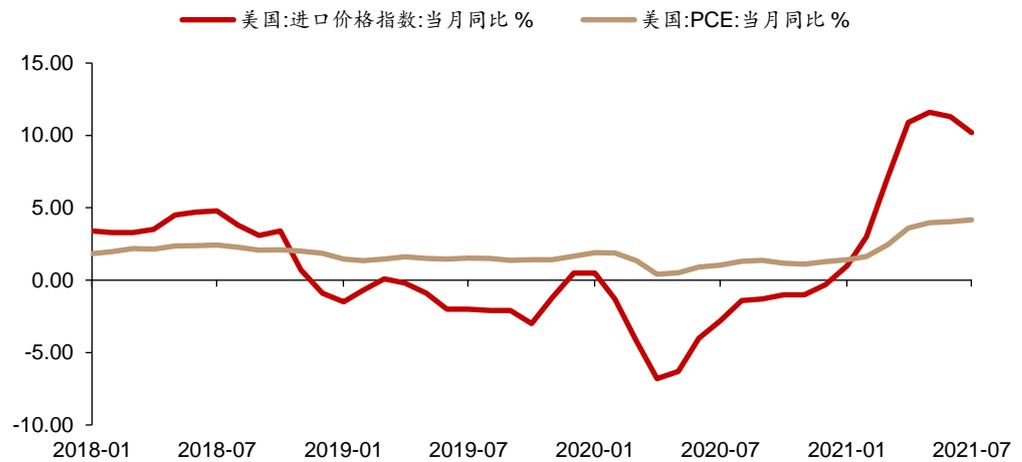
⁷ <https://www.argusmedia.com/en/news/2212527-us-says-iran-sanctions-relief-is-possible>

⁸ http://www.xinhuanet.com/world/2021-06/01/c_1127515169.htm

⁹ <https://www.whitehouse.gov/briefing-room/speeches-remarks/2021/07/06/press-briefing-by-press-secretary-jen-psaki-july-6-2021/>

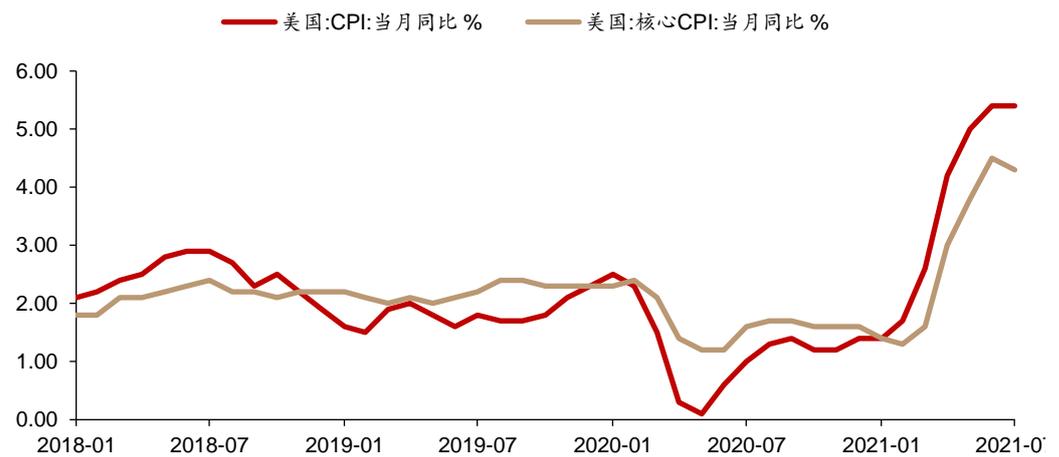
⁵ | 请务必仔细阅读报告尾部的重要声明

图4：美国CPI能源分项于进口价格指数同比



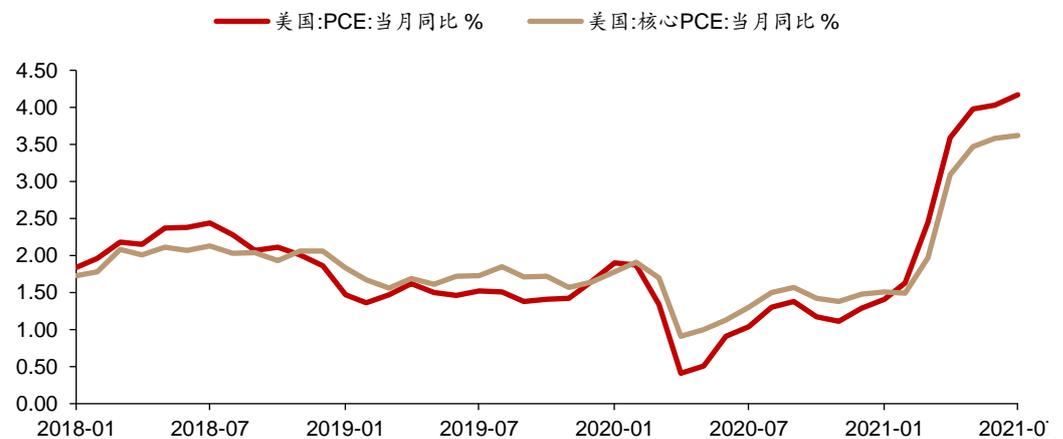
资料来源：Wind，西部证券研发中心

图5：美国CPI同比与核心CPI同比



资料来源：Wind，西部证券研发中心

图6：美国PCE同比与核心PCE同比



资料来源：Wind，西部证券研发中心

图7：美国时薪增速



资料来源：Wind，西部证券研发中心

（三）“基建+加税”政策组合等待落地，打压通胀预期更加迫切

我们在报告《基建加税加速推进，拜登新政如何影响资本市场？》中指出，北京时间8月25日美国众议院通过了2022财年财政预算决议，意味着3.5万亿美元社会基础设施建设和加税计划将可以通过预算和解流程立法，美国参议院称在9月15日前将开启这一程序。长期看，该政策组合意味着美国内政从“追求效率”向“追求公平”切换，但中短期该政策意图就是为明年中期选举和2024年大选铺路。由于加税靴子落地大概率引发美股调整，而所有利空政策最好在当年兑现以免对明年中期选举造成负面影响，因此今年Q4大概率要落地“基建+加税”的组合政策。但我们在前文中亦指出，通胀不降温，基建就难推进。因此，打压通胀（预期）对拜登政府而言极为迫切。

（四）调降关税或为拜登政府打压通胀（预期）的重要备选方案

假若未来2-3个月美国通胀仍高烧不退，我们认为拜登政府或将削减甚至取消对外关税，包括对华关税。2018年9月24日美国宣布对华进口的2000亿美元商品加征10%关税。随后2018年10月美国所有口径通胀均现跳升：当月CPI同比2.5%，前值2.3%；CPI环比0.2%，前值0.1%；PPI同比2.9%，前值2.7%；PPI环比0.6%，前值0.2%；进口物价指数同比3.5%，前值3.1%；进口物价指数环比0.5%，前值0.2%；ISM制造业PMI物价指数也同步出现跳升。但无论是10月能源价格的变化亦或CPI及PPI的翘尾因素都无法解释美国10月通胀数据的反弹，因此我们可以将彼时美国通胀整体调整归因为上调关税。我们将2018-2019年美国对华进口商品加征关税对美国通胀的具体影响总结于表2-4。

逆向思维，假若美国对华商品削减甚至取消部分关税，大概率也能立竿见影地为美国通胀降温。那么，为何拜登政府不在Q2就调降对华关税？因为当时美国财政还有疫后补贴，美国个人耐用品消费量仍在攀升并推动贸易逆差扩张，彼时调降关税可能会产生加剧贸易逆差扩张的反作用。当然，对拜登而言是否调降对华进口商品关税属于相机抉择的选项。如果未来2-3个月美国通胀高位回落则可不降；但若通胀仍居高不下，调降关税的概率就是极高的。

那么，问题来了，假若中美贸易缓和、美国调降甚至削减对华进口商品关税，国内哪些行

业受益？

表 2：美国 2018 年 9 月 24 日落地对华加征关税涉及商品对 10 月 CPI 及 PPI 的影响

		2018 年 9 月 24 日落地的 2000 亿美元加征 10%关税商品影响
10 月 CPI	同比	在加征 10%关税的 2000 亿美元清单中，HS 二级分类税项中 52.5%的项目 10 月 CPI 同比变动超过 1%，其中 15%的项目 10 月 CPI 同比变动在 3%-5%之间。 与不在 2000 亿关税清单中的二级分类项目相比较，加征关税的二级分类税项 10 月 CPI 同比出现较大的变动幅度，说明 10 月 CPI 同比受到加征关税的影响。
	环比	在加征 10%关税的 2000 亿美元清单中，HS 二级分类税项中 65%的项目 10 月 CPI 环比变动在 0-1%之间， 其中 35%的项目 10 月 CPI 环比变动在 1%-2%之间，说明 10 月 CPI 环比受到加征关税影响。
10 月 PPI	同比	在加征 10%关税的 2000 亿美元清单中，HS 二级分类税项中 65%的项目 10 月 PPI 同比变动超过 1%， 其中 30%的项目 10 月 PPI 同比变动在 5%以上，说明 10 月 PPI 同比变动受到加征关税的影响。
	环比	在加征 10%关税的 2000 亿美元清单中，HS 二级分类税项中 77.5%的项目变动幅度在 0-1%之间， 其中 22.5%的项目 10 月 PPI 环比变动超过 1% ，此外“乳品；蛋品；天然蜂蜜；其他食用动物产品；”一项变动幅度达到 10%，说明 10 月 PPI 环比变动受到加征关税的影响。

数据来源：Wind, Comtrade, 西部证券研发中心

表 3：美国 2019 年 5 月 10 日落地对华加征关税涉及商品对 5 月 CPI 及 PPI 的影响

		2019 年 5 月 10 日落地的 2000 亿美元额外加征 15%关税商品影响
5 月 CPI	同比	在 2019 年 5 月 10 日加征 15%关税的 2000 亿美元清单中，HS 二级分类项中 52.5%的项目 5 月 CPI 同比变动小于 0，15%的项目 5 月 CPI 变动在 0%-1%之间， 32.5%的项目 5 月 CPI 同比变动大于 1%，说明 5 月 CPI 同比受加征关税影响显著。
	环比	在 2019 年 5 月 10 日加征 15%关税的 2000 亿美元清单中，HS 二级分类项中 42.5%的项目 5 月 CPI 环比变动小于 0，30%的项目 5 月 CPI 环比变动在 0%-1%之间，说明 5 月 CPI 环比受关税变动影响不明显。
5 月 PPI	同比	在 2019 年 5 月 10 日加征 15%关税的 2000 亿美元清单中，HS 二级分类项下 52.5%的项目 5 月 PPI 同比变动小于 1%，10%的项目 5 月 PPI 同比变动在 1%-3%之间， 37.4%的项目 5 月 PPI 同比变动大于 3%，说明 5 月 PPI 同比变动受到加征关税的影响。
	环比	在 2019 年 5 月 10 日加征 15%关税的 2000 亿美元清单中，HS 二级分类项下 10%的项目 5 月 PPI 环比变动小于 0，40%的项目 5 月 PPI 环比变动在 0%-1%之间， 40%的项目 5 月 PPI 环比变动大于 1%，说明 5 月 PPI 环比受加征关税影响较为明显。

数据来源：Wind, Comtrade, 西部证券研发中心

表 4：美国 2019 年 9 月 1 日落地对华加征关税涉及商品对 9 月 CPI 及 PPI 的影响

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_25671云报告
https://www.yunbaogao.cn云报告
https://www.yunbaogao.cn云报告
https://www.yunbaogao.cn