

宏观深度报告

美国对华关税调整：一个“痛定思痛”后的必然选择

证券分析师

钟正生 投资咨询资格编号
S1060520090001
ZHONGZHENGSHENG934@pingan.com.cn

研究助理

张璐 一般证券从业资格编号
S1060120100009
ZHANGLU150@pingan.com.cn

范城恺 一般证券从业资格编号
S1060120120052
FANCHENGKAI146@pingan.com.cn



平安观点：

- 今年四季度以来，美国通胀压力仍在加剧，与此同时，中美对话呈现积极动向，人民币汇率闻声走强。我们认为，美国通胀问题演化下，美国政府内生地存在调整对华关税的诉求。
- 目前，通胀问题是美国经济的最大痛点，“胀”已成为“滞”的催化剂。1) 物价上涨抑制消费支出，通胀预期抑制消费信心；2) 通胀压力抑制生产经营活动，制造业、中小企业受较大冲击；3) 物价与工资螺旋，“工资粘性”短期抑制就业复苏；4) 国内物价压力抑制出口、扩大贸易逆差。
- 供应链瓶颈在通胀演绎中扮演着关键角色。今年9月以来，美国供应链瓶颈再升级，原材料产能恢复相对较慢，交通运输和仓储是最严重的堵点。供应链瓶颈的成因：一是，持续强劲的终端商品需求，对供应链提出更高要求；二是，非美地区需求相对不足，导致美国港口空箱堆积、造成拥堵；三是，疫情担忧仍在影响制造业、交运等劳动密集型行业就业增长；四是，交运产能周期处于底部，使运力调整更加困难，且该问题或至少持续 1-2 年。综合判断，美国供应链瓶颈或在未来 1-2 个季度内得到一定缓解，但彻底改善可能需要更长时间。
- 特朗普时期加征的关税不仅增加了进口成本，也破坏了供应链的稳定性。特朗普时期加征关税或有较大部分被美国消费者承担，预计抬升居民商品消费总成本 0.5-1%。更重要的是，受加征关税影响较大的产品，在疫后美国工业用品需求激增的情况下，也遭遇了更严重的供应链瓶颈问题。深层次原因是，美国制造业回流的愿景，与后疫情时代美国经济的新特征出现矛盾。此外，加征关税促使全球供应链重塑，引发贸易伙伴关税反制，亦造成更广泛的国际供应链压力。
- 我们判断，美国有较大可能通过放松关税豁免规则，下调部分关键产品税率（但全面下调和取消关税的可能性不大）。上一轮关税豁免即将于年底到期，美国已宣布重启有关 549 项产品的关税豁免审查。往后看：1) 中美第一阶段经贸协定执行率有限，美国或缺乏全面下调关税的契机。但其执行情况并非美国核心诉求，拜登政府的关税选择仍有台阶；2) 考虑美国供应链压力，美国自中国进口的电子设备、机械设备、杂项产品和木制品等品类的关税下调概率较大；美国或有较强意愿就交通运输设备出口与中国进行磋商；3) 考虑原材料供给与国际供应链压力，美国有望考虑放松 232 条款下针对钢铁和铝的关税限制。
- 风险提示：美国通胀超预期；美国供应链修复超预期；中美经贸关系复杂程度超预期等。

正文目录

一、 通胀成为美国经济痛点	4
1.1 美国经济遭遇“类滞胀”	4
1.2 “胀”是“滞”的催化剂	5
二、 供应链瓶颈加剧美国通胀	7
2.1 美国供应链瓶颈的特征	7
2.2 美国供应链瓶颈的成因和持续性	9
三、 高关税对美国通胀和供应链的影响	11
3.1 关税与通胀压力	11
3.2 关税与供应链瓶颈	12
四、 美国对华关税调整：一个“痛定思痛”的选择	14

图表目录

图表 1	今年二季度美国经济领先指标见顶，三季度以来美国经济边际放缓	4
图表 2	美国 9 月 CPI 环比增速反弹	5
图表 3	美国居民和市场的通胀预期仍在上升	5
图表 4	美国物价上涨伴随消费支出增长停滞	5
图表 5	美国通胀预期走高抑制消费信心	5
图表 6	美国制造业 PMI 物价与生产活动走势差距较大	6
图表 7	美国中小企业盈利预期与通胀走势相反	6
图表 8	美国物价与工资螺旋式上升，目前工资增速暂时落后于物价	6
图表 9	美国进口价格增长低于出口价格	7
图表 10	美国出口体量远不及疫情前水平	7
图表 11	美国制造业供应链阻塞在今年 3-6 月已经凸显	8
图表 12	美国制造业企业自身库存积压、下游库存告急	8
图表 13	美国制造业产能整体已恢复至疫情前水平	8
图表 14	交通运输和仓储是美国物流中最严重的堵点	8
图表 15	美国纺织、运输设备、化工产品等行业下游拥堵；纸制品、杂项产品、木制品、机械设备等上游拥堵	9
图表 16	美国新增订单与未完成订单同时增长	9
图表 17	美国零售商库存销售比下降后补库需求走强	9
图表 18	美国进口集装箱几乎“座无虚席”	10
图表 19	美国港口停泊的集装箱货轮激增	10
图表 20	美国制造业、运输业等职位空缺数激增	10
图表 21	美国运输仓储业就业修复尚未充分	10
图表 22	2019 年以来全球船舶供给已经开始下降	11
图表 23	全球干散货价格和运力亦可能处于底部	11
图表 24	2020 年特朗普时期加征关税（232 条款和 301 条款）所涉及的商品价值和关税成本	12
图表 25	美国受特朗普贸易保护而涨价较明显的进口产品，受疫情与供应链瓶颈的影响也相对较大	13
图表 26	近年来美国自中国和东盟进口价格走势趋同	13
图表 27	2021 年 3 季度东盟制造业再受新冠疫情冲击	13
图表 28	2020 年特朗普时期加征关税（232 条款和 301 条款）引致“关税反制”，涉及的商品价值和关税成本	14
图表 29	2018 年以来中美贸易摩擦过程中双方关税水平变化	15
图表 30	中美第一阶段经贸协定下，中国对自美进口商品目标的完成情况	15
图表 31	美国对华使用 301 条款涉及的自华进口商品情况	17

美国对外经贸关系的诉求与其自身经济问题密不可分。2021 年四季度以来，美国通胀压力仍在加剧，在美联储慎谈“通胀暂时论”的同时，拜登政府力推的财政法案在国会屡屡受阻。于此同时，中美对话呈现积极动向，下一阶段经贸谈判即将启动，美方将有关关税的调整提上日程，人民币汇率闻声走强。

我们认为，美国通胀问题不断演化下，美国政府内生地存在调整对华关税的诉求。目前，通胀问题是美国经济的最大痛点，“胀”已成为“滞”的催化剂，而供应链瓶颈在通胀问题的演绎中扮演着关键角色。特朗普时期美国加征的关税不及增加了进口成本，也破坏了供应链的稳定性，受加征关税影响较大的产品，在疫后美国工业用品需求激增的情况下，遭遇着更严重的供应链瓶颈问题。我们判断，美国有较大可能通过放松关税豁免规则，下调部分关键产品税率（虽然全面下调和取消关税的可能性不大），包括美国自中国进口的钢铁和铝等原材料，以及电子设备、机械设备、杂项产品和木制品等供应链压力较大的品类。

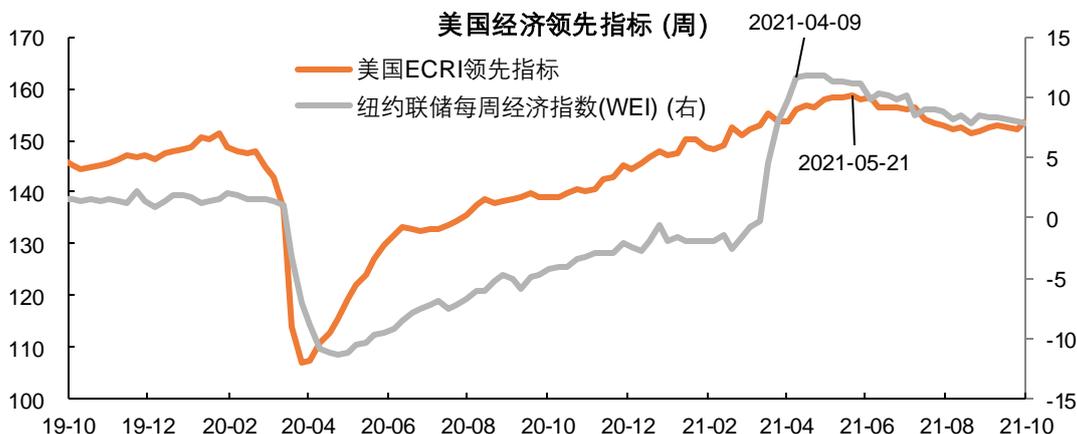
本篇报告接下来将详细阐述：通胀对美国的影响、供应链瓶颈的严重程度和可持续性、关税对美国通胀和供应链的影响、以及美国对华关税调整或有怎样的诉求。

一、 通胀成为美国经济痛点

1.1 美国经济遭遇“类滞胀”

今年三季度以来，美国经济增长动能边际放缓。美国经济领先指标显示，纽约联储每周经济指数（WEI，涵盖零售、消费信心、就业、钢铁生产、能源消费量等多维度）和美国 ECRI 领先指标（包括资产价格、消费订单和预期、建筑业等综合维度）分别在今年 4 月和 5 月到达拐点（图表 1）。消费方面，美国 9 月零售和食品服务销售总额（季调）为 6254.2 亿美元，比今年 4 月高点减少了 33.4 亿元；生产方面，美国 9 月工业总体产出指数（季调）为 100.2，比今年 7 月高点低 1.4%；就业方面，美国 9 月新增非农就业人数不到 20 万人，远不及今年 6 月和 7 月约 100 万人的水平。

图表1 今年二季度美国经济领先指标见顶，三季度以来美国经济边际放缓

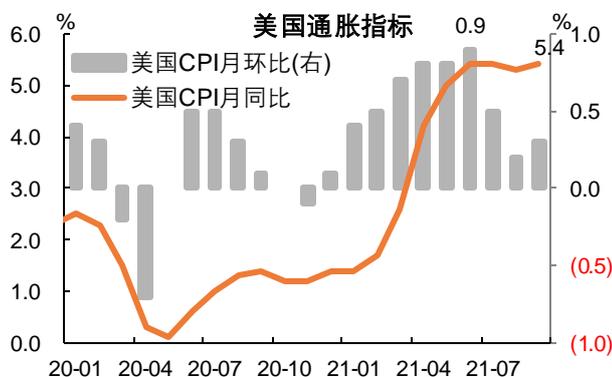


资料来源：Wind，纽约联储，平安证券研究所

于此同时，美国不断上升的通胀压力尚未迎来拐点。一方面，美国通胀指标出现反弹迹象、且未来仍有可能上升。美国 CPI 单月环比增速在今年 6 月达到 0.9%，在 7-8 月连续降温、环比分别降至 0.5% 和 0.2%。然而，美国 9 月 CPI 环比增速重新上升至 0.3%，CPI 同比增速回升至 5.4%，已连续 5 个月破 5%（图表 2）。美国 9 月 PPI 单月同比上升 8.6%，继续创历史新高。由于近期能源品价格进一步走高，美国通胀指标仍可能继续抬升。另一方面，美国通胀预期指标亦出现上升迹象。美国密歇根大学调查的居民对未来 1 年通胀预期，曾在 6 月回落至 4.2%，但 7 月以后反弹至 4.6% 以上；美国 5 年 TIPS 国债

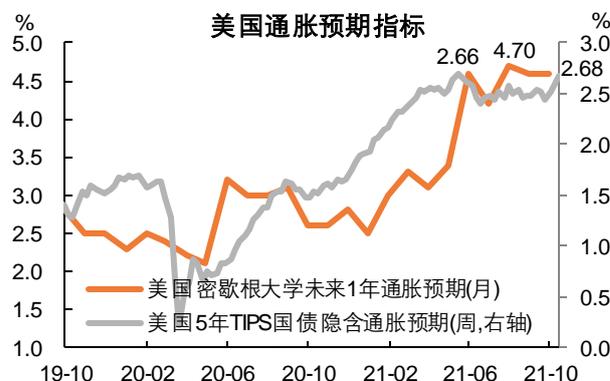
市场交易结果隐含的中期通胀预期，在 10 月中旬升破今年 5 月的前期高点（图表 3）。

图表2 美国 9 月 CPI 环比增速反弹



资料来源: Wind,平安证券研究所

图表3 美国居民和市场的通胀预期仍在上升



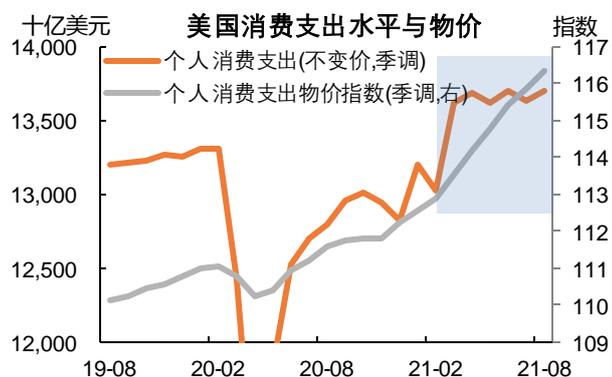
资料来源: Wind,平安证券研究所

1.2 “胀”是“滞”的催化剂

美国经济边际走弱和通胀压力不断加剧，形成“类滞胀”局面，而现阶段“胀”已成为“滞”的催化剂。受财政发力退坡、以及 Delta 变异病毒引发的新一轮疫情等影响，本轮美国经济在二季度边际走弱。然而进入三季度以来，通胀压力对美国经济的负面影响愈发明显。这主要体现在以下四个方面：

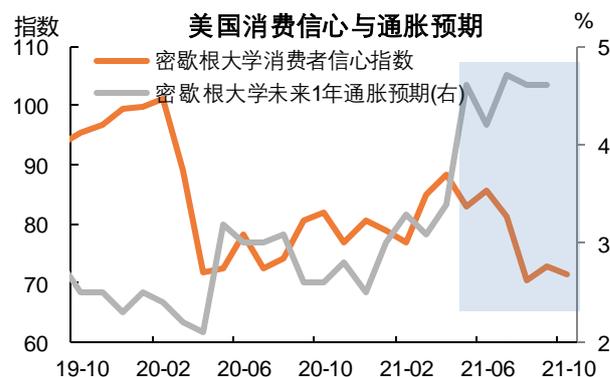
1) 物价上涨抑制消费支出、通胀预期抑制消费信心。一方面，美国物价上涨伴随消费支出增长停滞。今年 3 月美国个人消费支出 (PCE) (不变价) 超过 13.6 万亿美元，环比增速达 4.6%，但此后个人消费支出基本停止上涨趋势，而 PCE 物价指数仍保持环比 0.4% 以上的高速增长 (图表 4)。另一方面，美国通胀预期走高抑制消费信心。美国密歇根大学调查的居民对未来 1 年通胀预期升破 4% 以后，居民消费信心也见顶回落，8 月消费信心指数大幅下滑、甚至跌破 2020 年 4 月新冠疫情刚开始爆发时的水平 (图表 5)。虽然美国财政补贴结束后消费信心有所下滑是可预见的，但下滑的幅度仍是超预期的，且考虑到目前疫情冲击已经在疫苗保护下显著弱于去年，因此目前美国消费信心弱于去年在更大程度上与通胀预期的持续发酵有关。

图表4 美国物价上涨伴随消费支出增长停滞



资料来源: Wind,平安证券研究所

图表5 美国通胀预期走高抑制消费信心



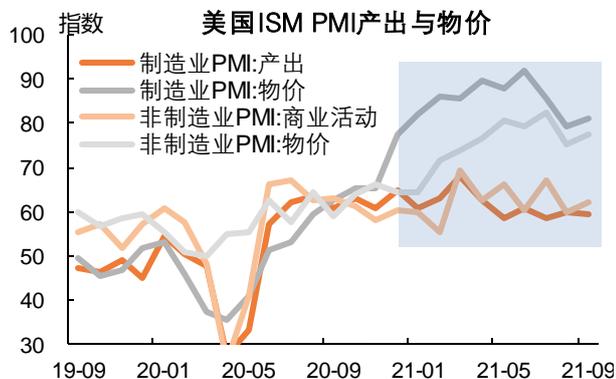
资料来源: Wind,平安证券研究所

2) 通胀压力抑制生产经营活动，制造业、中小企业受较大冲击。虽然美国相对于中国而言，由于终端需求较强，企业有更强的能力将成本的上升传递给消费者，但成本压力仍在影响企业投资和生

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

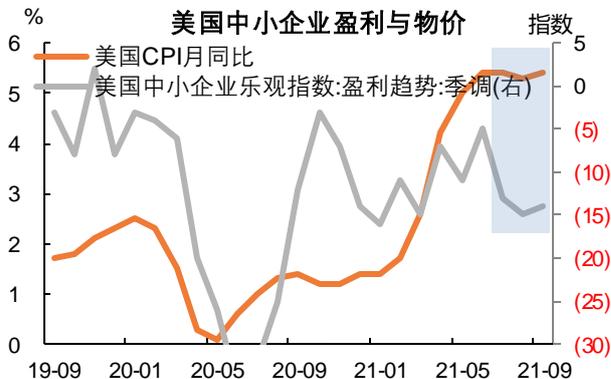
小企业消化成本的能力更弱、经营压力更为显著。今年以来，美国 ISM PMI 中的物价分项显著攀升，且制造业物价分项高于非制造业；相应地，制造业 PMI 产出指数以及非制造业 PMI 商业活动指数自 3 月以后并未继续上升，且制造业产出指数略低于非制造业商业活动指数（图表 6）。三季度以来，伴随通胀指标高企，中小企业盈利预期明显走弱（图表 7）。

图表6 美国制造业 PMI 物价与生产活动走势差距较大



资料来源: Wind, 平安证券研究所

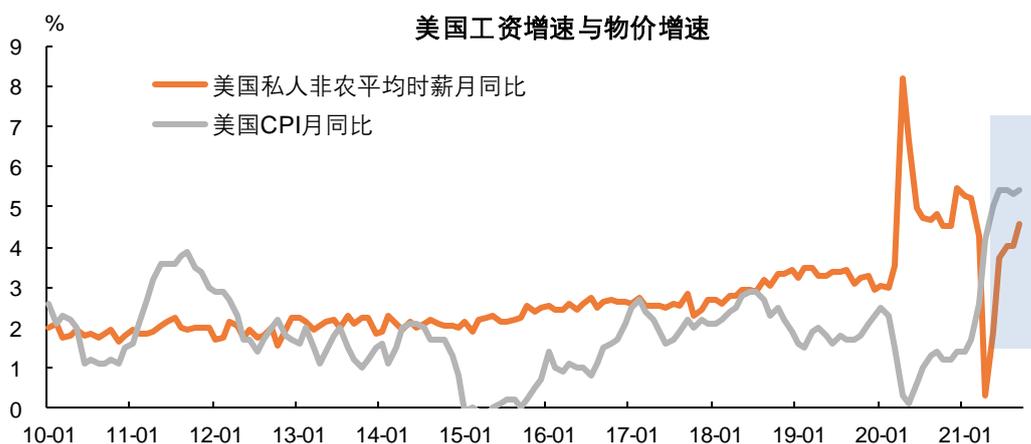
图表7 美国中小企业盈利预期与通胀走势相反



资料来源: Wind, 平安证券研究所

3) 物价与工资螺旋, “工资粘性”短期抑制就业复苏。新冠疫情爆发前, 美国工资增速波动较小, 2010 年以来非农时薪同比增速基本稳定在 2-3%, 物价增速围绕工资增速波动。2020 年 4 月以来, 美国就业市场受疫情冲击而出现“用工荒”, 工资大幅增长, 2021 年 3 月以前非农时薪同比增速保持在 4% 以上。今年 4 月以来, 非农时薪同比增速大幅回落且低于物价同比增速(图表 8), 环比增速也未能“跑赢”CPI 增速。当工资增速慢于物价时, 居民整体就业意愿可能受到抑制。因此, 物价的过快上涨将一定程度上抑制就业市场复苏, 近两个月美国非农就业数据疲弱的背后, 与通胀压力也许不无关系。

图表8 美国物价与工资螺旋式上升, 目前工资增速暂时落后于物价

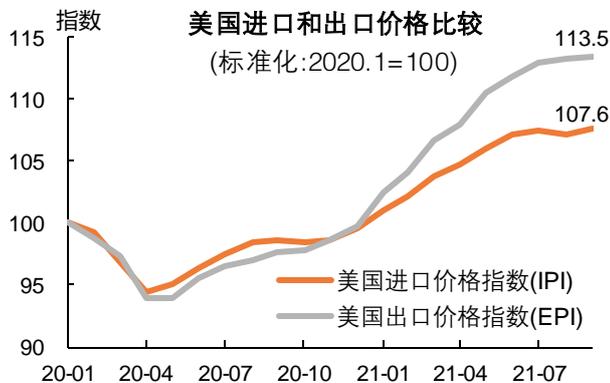


资料来源: Wind, 平安证券研究所

4) 国内物价压力抑制出口、扩大贸易逆差。比较美国进口和出口价格指数, 今年以来美国进口价格增长显著低于出口价格(图表 9)。因此, 美国国内物价压力, 一方面将增加对低价商品的进口需求, 另一方面也可能抑制出口表现。美国今年 8 月贸易逆差金额达到 732.5 亿美元, 继续创历史新高, 其中, 美国出口金额基本持平于新冠疫情前水平、而进口金额却大幅超越疫情前水平。排除价格因素后, 美国出口金额与出口价格指数的比值, 低于疫情前水平 10 个百分点, 而进口金额与进

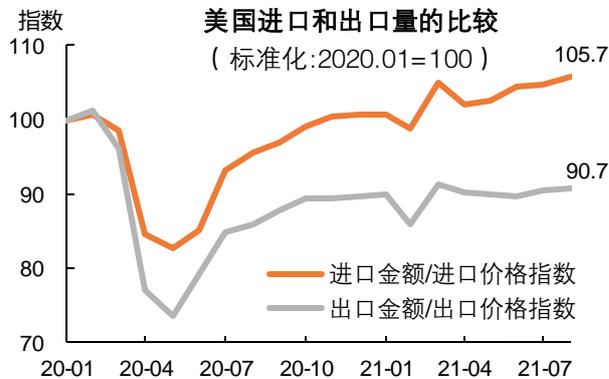
口价格指数比值，仅上升约 6 个百分点（图表 10）。因此，美国国内通胀压力主要通过抑制出口进一步拉大美国贸易逆差，对 GDP 增长形成侵蚀。

图表9 美国进口价格增长低于出口价格



资料来源: Wind,平安证券研究所

图表10 美国出口体量远不及疫情前水平



资料来源: Wind,平安证券研究所

二、 供应链瓶颈加剧美国通胀

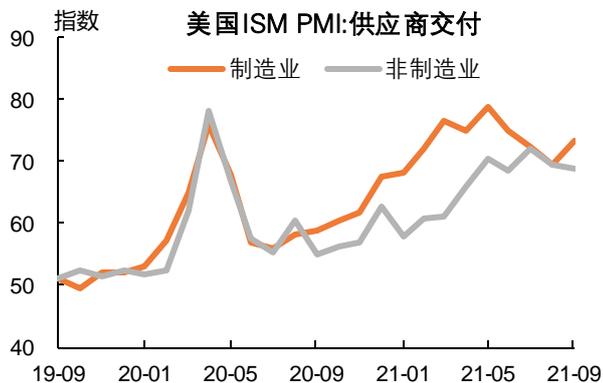
今年三季度以来，美国供应链瓶颈问题开始受到关注；近一个月以来，供应链瓶颈问题进一步升级，伴随能源品、交通运输相关服务价格蹿升，供应链问题在美国通胀演绎过程中正在扮演关键角色。美联储 7 月上旬发布的半年度货币政策报告已提及“供应链瓶颈”问题，9 月 28 日美联储主席鲍威尔称供应链瓶颈的影响比预期得更持久；10 月公布的美联储 9 月会议纪要提到，供应链中断、劳动力短缺以及其对价格和薪酬的影响都要比预期得更加严重，通胀的主要风险趋于上行。美联储 10 月 20 日发布的“褐皮书”称，供应瓶颈和劳动力短缺导致美国经济增长放缓和价格急剧上涨。

2.1 美国供应链瓶颈的特征

今年以来美国供应链瓶颈的特征包括：

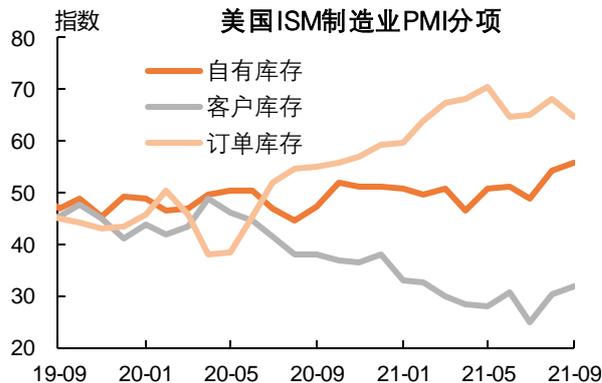
第一，制造业客户库存告急。供应链阻塞情况在今年 3-6 月已经突出，7-8 月稍有缓和，但 9 月以来又出现恶化，其中非制造业供应链问题有一定滞后性、且程度不及制造业。美国 ISM 制造业 PMI 供应商交付指数分项在今年 3-6 月均保持在 75% 以上，8 月曾回落至 70% 以下，但 9 月反弹至 73.4%；非制造业 PMI 供应商交付分项走势相比制造业滞后约 2 个月，且交付时长基本上不高于制造业（图表 11）。换个角度看，美国制造业供应链瓶颈还表现为自身库存积压、下游库存告急。今年以来，美国 ISM 制造业 PMI 分项中，自有库存指数走势平缓，但订单库存指数显著走高、客户库存指数显著下降（图表 12），说明制造业企业将订单转化为下游客户产品的能力较弱。

图表11 美国制造业供应链阻塞在今年3-6月已经凸显



资料来源: Wind,平安证券研究所

图表12 美国制造业企业自身库存积压、下游库存告急

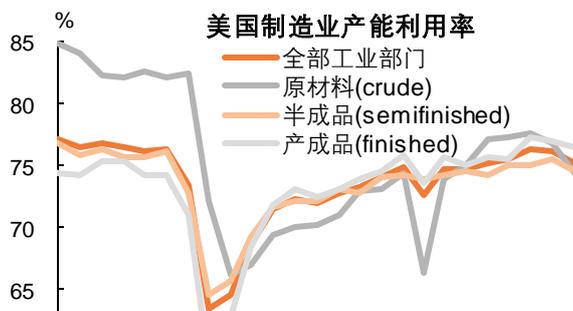


资料来源: Wind,平安证券研究所

第二，原材料产能恢复迟滞。美国制造业产能整体已恢复至疫情前水平，但原材料产能恢复相对较慢。据美联储数据，美国制造业中，全部工业部门的产能利用率基本恢复至疫情前水平。按不同生产阶段划分，最上游的“原材料”(crude)产能利用率与疫情前水平相比，仍有5-10个百分点的差距；而越偏下游的产能利用率恢复越充分，其中最下游的“产成品”(finished)产能利用率甚至小幅超过疫情前水平(图表13)。但相对而言，美国制造业生产活动不是供应链瓶颈的主要拖累因素。

第三，交运仓储是最严重堵点。美国物流经理指数(LMI)显示，截至今年9月，仓储能力和交运能力指数分别为47.9和37.2，均处于收缩区间。边际上看，仓储能力已经有所改善，9月指数比8月上升8.8；交运能力指数仍在下降，9月指数比8月下降3.3。价格方面，涨价压力最大的环节依次是交运、仓储和库存(图表14)。我们理解，交运环节的拥堵，衍生出额外的仓储和库存需求，因此交运环节可谓是供应链瓶颈的最核心环节。

图表13 美国制造业产能整体已恢复至疫情前水平



图表14 交通运输和仓储是美国物流中最严重的堵点

LMI	2021年9月	方向	8月	变化
总指数	72.2	扩张	73.8	-1.6
库存水平	58.6	扩张	63.8	-5.2
库存成本	86.6	扩张	85.9	0.7
仓储能力	47.9	收缩	39.1	8.8
仓储利用	66.4	扩张	66.3	0.1
仓储价格	89.3	扩张	88	1.3
交运能力	37.2	收缩	40.5	-3.3

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_28436

