

中美元首视频会晤，市场开始定价取消关税了吗？

2021年11月14日

证券分析师 陶川

执业证号：S0600520050002

taoch@dwzq.com.cn

研究助理 赵艺原

zhaoyy@dwzq.com.cn

■ 中美元首即将于2021年11月16日上午举行视频会晤，这也是拜登就任以来的首次中美元首峰会。虽然本次峰会交谈的内容并不仅限于经贸领域，但随着10月以来中美经贸官方代表在不同场合都谈及关税问题，市场对于本次元首会晤的一大关注点，无疑是中美双方重启贸易谈判和讨论取消前期互征关税的可能性（表1）。而正如我们此前的报告所述，这种可能性自拜登政府上任以来是在不断加大的。

■ 事实上，随着中美元首视频会晤的临近，美国金融市场已经开始 price in 中美取消关税。如图1所示，如果选取在此前对中美关税敏感的美股上市公司（如英伟达、美光科技、卡特彼勒等），则10月以来由这些上市股价构成的指数（这里称之为美股关税输家篮子）显著跑赢了标普500指数，可见美股对于中美取消关税预期的升温。相比之下，A股市场对于中美取消关税的预期并不强烈，从机械、轻工、纺服这些主要的中美关税受损行业来看，其10月以来相对大盘的超额收益并不明显。

■ 为什么美国金融市场对于中美关税取消的预期更为强烈呢？我们认为主要有如下两点原因：

■ 一是当前中国工业部门的通胀正在向美国传导，增加了美国国内本已严重的通胀压力。如图2所示，历史上美国自中国进口价格与中国的PPI具有明显的正相关性，并且在金融危机后，前者在回升上往往滞后于后者。这表明相对于中国国内消费品，中国的企业对于美国出口商品具有更强的定价能力，即当国内原材料和中间品的成本上升时，会通过提高出口价格转嫁给美国消费者。因此，在美国通胀愈演愈烈的当前，美国金融市场对于取消关税以缓解输入性通胀压力的诉求更为强烈。

■ 二是中美互加关税以来，美国消费者的损失远高于中国消费者。根据彼得森国际经济研究所的统计，当前美国进口中国产品平均的关税税率为19.3%，较互征关税前的3.1%上升了16.2个百分点；而中国进口美国产品平均的关税税率虽然高达20.7%，较互征关税前的8%仅上升了12.7个百分点（图3）。因此，虽然中国互征关税的过程是争锋相对，但事后来看，鉴于美国对华贸易逆差的扩大，美国消费者遭受的损失明显高于中国。

■ 当然，中国对于取消关税并非没有诉求。我们此前的报告研究表明，中美取消互征关税将显著缓解2022年中国经济稳增长的压力，分阶段取消关税对2022年中国GDP增速的影响在0.3到1个百分点之间。因此，如果此次元首会晤能够释放关税取消的信号，无疑将提升A股的风险偏好。

■ 未来若中美逐步取消互征关税，A股可能如何定价？

■ 本文以2018-2019年中美关税升级时期A股各行业表现作为参考。2018年3月23日美方启动“301调查”开启中美加征关税序幕，此后美方陆续宣布了500亿美元、2000亿美元、3000亿美元加征关税商品清单。在上述每一轮关税升级期间，除最后一次3000亿美元商品加征关税市场预期相对充分外，前四次A股各行业股价普遍下跌（图4），其中TMT板块和钢铁产业链领跌（图5）。例如，2018年3月23日当天上证指数下跌3.4%，其中通信（下跌6.7%，下同）、计算机（-6.3%）、钢铁（-5.8%）、电子（-5.5%）、传媒（-5.3%）位列跌幅前五。

■ 结合美国对华加征关税商品以机电设备、运输设备、钢铁等为主（图6），我们预计若美国逐步取消对华进口商品加征关税，A股前述领域（即TMT板块、钢铁上下游行业、汽车等）最可能出现股价的“补涨”。

■ 风险提示：会晤谈判未能就关税减免达成一致意见；疫情扩散超预期

1、《宏观周报 20211112：2022年美国工资-通胀螺旋上升的风险有多大？》2021-11-12

2、《宏观月报 20211111：“滞胀”对居民消费有何影响？》2021-11-11

3、《宏观月报 20211110：通胀触顶后，我们如何走出“滞胀”？》2021-11-10

4、《宏观周报 20211108：碳减排支持工具如何破局滞胀？》2021-11-08

5、《宏观周报 20211107：“类滞胀”交易：中美金融市场有何不同？》2021-11-07

表 1: 2021 年 10 月至今中美双方在经贸问题的表态上多次涉及取消关税

日期	事件
2021 年 10 月 4 日	美国贸易代表戴琪在美国智库战略与国际研究中心发表演讲，首次阐述拜登政府对华贸易政策愿景。她说，美国计划与中方就中美第一阶段经贸协议落实情况、产业政策等问题展开坦率对话。
2021 年 10 月 9 日	国务院副总理刘鹤与美贸易代表戴琪举行视频通话。 <u>中方就取消加征关税和制裁进行了交涉</u> ，就中国经济发展模式、产业政策等问题阐明了立场。
2021 年 10 月 14 日	美国贸易代表办公室宣布， <u>拟重新豁免 549 类中国进口商品的关税</u> ，将从 10 月 12 日到 12 月 1 日咨询公众意见。
2021 年 10 月 26 日	国务院副总理刘鹤应约与美财政部长耶伦举行视频通话。 <u>中方表达了对美国取消加征关税和制裁、公平对待中国企业等问题的关切</u> 。双方同意继续保持沟通。
2021 年 11 月 1 日	美财政部长耶伦在接受路透社采访时表示， <u>中美之间最终可能会考虑以互惠的方式降低一些关税</u> ，降低关税可以压低通胀。
2021 年 11 月 13 日	外交部发言人华春莹宣布，经中美双方商定，国家主席习近平将于北京时间 11 月 16 日上午同美国总统拜登举行视频会晤，就中美关系和双方共同关心的问题交换意见。

数据来源：新华网、Bloomberg，东吴证券研究所

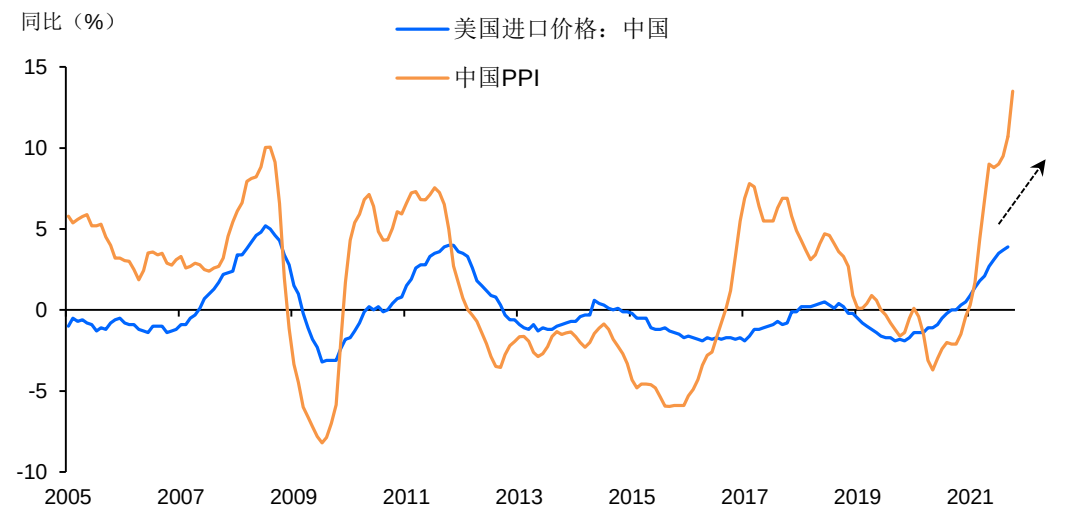
图 1: 10 月以来，美股中对中美关税敏感的上市公司（关税输家）显著跑赢大盘



备注：美股关税输家篮子包括英伟达、美光科技、卡特彼勒、迪尔农业机械等

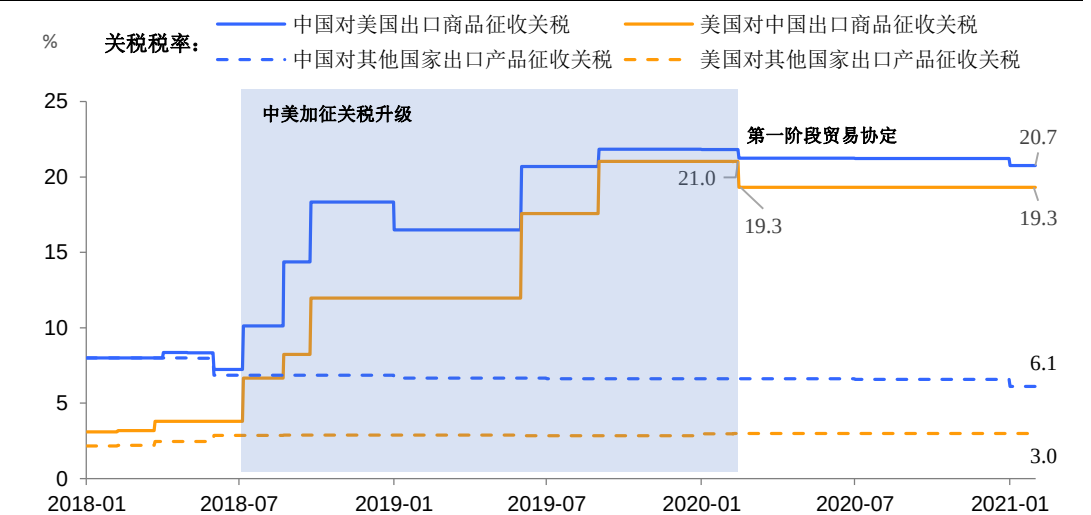
数据来源：Bloomberg，东吴证券研究所

图 2：美国自中国进口价格的回升滞后于中国 PPI 的回升



数据来源：Bloomberg，东吴证券研究所

图 3：截至 2021 年 1 月，中国进口美国产品平均的关税税率达 20.7%



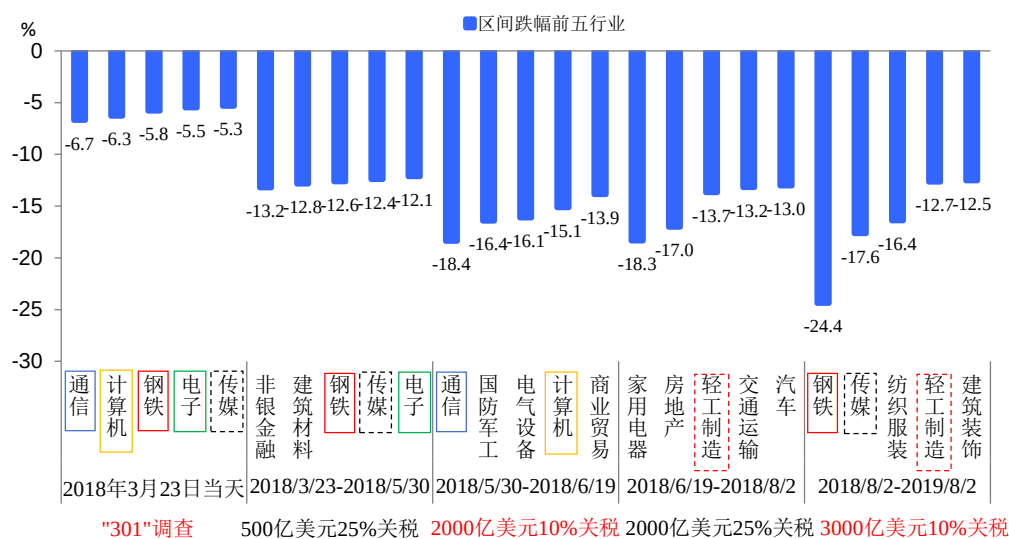
数据来源：PIIE，东吴证券研究所

图 4：2018-2019 年中美贸易摩擦期间 A 股各行业涨跌幅（单位：%）

	2018年3月23日 美国宣布针对中国知识 产权侵权，对500亿美元 中国出口商品征收关税	2018年5月30日 美方称将对中国500 亿美元商品征收 25%关税	2018年6月19日 美方称可能对额外 2000亿美元中国商品 加征10%关税	2018年8月2日 美方称要把2000亿美元 从中国输美商品征税税率 从10%提高到25%	2019年8月2日 美方称从9月1日起对从 中国进口的3000亿美元 商品加征10%的关税
时间区间	当天	2018/3/23-2018/5/30	2018/5/30-2018/6/19	2018/6/19-2018/8/2	2018/8/2-2019/8/2
间隔天数	0	68	20	44	365
上证指数	-3.39	-6.80	-6.81	-8.40	1.53
家用电器	-2.72	-8.74	0.36	-18.34	9.00
非银金融	-4.24	-13.22	-5.99	-10.99	29.04
房地产	-3.27	-11.65	-4.91	-17.02	4.88
传媒	-5.32	-12.41	-13.13	-11.38	-17.65
休闲服务	-2.82	2.80	-3.05	-5.52	0.93
食品饮料	-2.28	6.79	-1.06	-11.92	24.44
医药生物	-3.28	6.80	-10.19	-10.44	-9.48
建筑材料	-5.28	-12.85	-7.17	-2.28	-2.64
农林牧渔	0.42	0.55	-10.25	-8.58	48.02
通信	-6.71	-8.30	-18.37	-11.33	8.66
计算机	-6.28	-2.35	-15.13	-7.63	5.30
商业贸易	-4.66	-4.53	-13.85	-11.90	-9.68
交通运输	-3.22	-4.55	-6.71	-13.19	-1.34
轻工制造	-4.47	-7.31	-12.27	-13.68	-12.65
纺织服装	-4.74	-4.78	-12.21	-10.33	-16.40
银行	-2.54	-9.53	-3.34	-6.09	11.43
国防军工	-3.39	-8.31	-16.43	-3.11	11.25
建筑装饰	-3.79	-10.26	-9.38	-1.89	-12.52
机械设备	-4.78	-9.71	-13.65	-8.91	0.83
电子	-5.49	-12.14	-11.45	-9.46	-1.78
综合	-5.33	-13.48	-14.31	-8.78	-0.06
汽车	-4.11	-8.59	-7.97	-13.02	-10.39
公用事业	-3.84	-7.01	-10.13	-7.10	-6.69
钢铁	-5.80	-12.64	-2.70	-2.00	-24.37
化工	-4.72	-5.42	-11.17	-5.33	-11.58
有色金属	-5.13	-10.72	-11.55	-11.88	-10.45
采掘	-4.60	-11.32	-7.54	-10.47	-3.38
电气设备	-4.74	-11.16	-16.13	-8.66	2.10

数据来源：新华网，Wind，东吴证券研究所

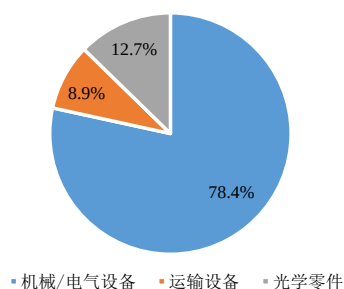
图 5: 2018-2019 中美贸易摩擦期间 TMT 行业、钢铁上下游行业跌幅靠前



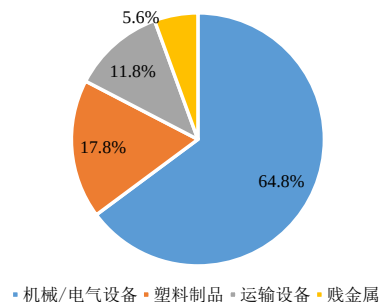
数据来源: 新华网, Wind, 东吴证券研究所

图 6: 美国对自华进口加征关税商品以机电设备、运输设备、钢铁等为主

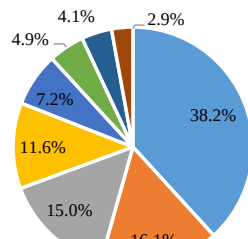
340亿清单 2021前8月美国自中国进口金额占比



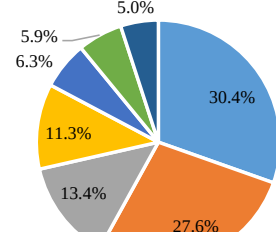
160亿清单 2021前8月美国自中国进口金额占比



2000亿清单 2021前8月美国自中国进口金额占比



1120亿清单 2021前8月美国自中国进口金额占比



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_29466
