拜登的中国政策：相同的诊断，不同的药方

2020 年 08 月 31 日

证券分析师 陈李
执业证号：S0600518120001
021-60197988
yjs_chenl@dwzq.com.cn

事件

■ **拜登、特朗普均把竞赛谁“对华更强硬”作为 2020 年大选的主要竞选战略之一。**民主党 8 月 18 日公布的长达 92 页的新党章中，中国被提及 22 次，其中，亚太地区章节着重八成笔墨强调，遏制中国符合美国及其地区盟友的利益。而特朗普 2020 年竞选纲领中，十大施政项目之一就是“结束对中国的依赖”。

观点

■ **民调显示拜登约领先特朗普 7 个点，但 10 月份电视辩论后，选情可能逆转。**回顾 2016 年大选，我们发现三轮电视辩论对最终选举结果影响巨大。2016 年 10 月电视辩论前，希拉里在摇摆州的民调支持率持续领先特朗普，但进入电视辩论环节后，特朗普和希拉里的支持率出现反转。我们需要密切关注 2020 年 9 月 29 日电视辩论后的选情。

■ **拜登的白宫对中国意味着什么？**

一、拜登愿意免去贸易战以来美对华商品关税，利好对美出口：拜登上台大概率会结束特朗普政府制定的对中国商品征收的关税，这将直接利好中国出口，也将减缓跨国企业供应链从中国向东南亚的外移的节奏。

美对华加征关税的平均税率为 19.8%。综合近三年对美出口降幅和各类商品加征关税税率，我们认为取消额外关税将明显提振第八类（生皮、皮毛皮及其制品；鞍具及挽具；旅行用品、手提包）、第十七类（车辆、航空器、船舶及运输设备）和第十五类（贱金属及其制品）商品。

但是取消关税并不是毫无代价，拜登一方面可能转而与美国其他盟友开展对话，以施压中国，另一方面利用关税作为筹码，减免以换取一个更大的包括知识产权、产业补贴、市场准入等议题的贸易协定。拜登的贸易政策意味着中国需要更快地推行制度改革和市场开放。

二、拜登将联合盟友共同对抗中国，但同时也开放更多与华对话渠道：1. 一旦拜登入主白宫，美国将重返世界卫生组织，重返巴黎协定，继续领导国际组织在各项国际事务上的决策。加强与日本、韩国和澳大利亚等传统盟国的关系，并继续深化印度和东南亚等国的战略伙伴关系。因此，拜登带领下的美国更有可能逼迫其他国家表态、站队，抵制中国的群体可能扩大。

2. 拜登相信中美在气候变化和无核化等重大国际问题上仍能合作，因此中美双方将开放更多对话渠道和机制，有利于缓和中美关系。

三、拜登的政策具有可预测性。拜登 41 年丰富的从政履历决定了他对华政策的可预测性，有别于特朗普的反复无常，降低两国战略误判的风险。

■ **风险提示：**中美军事冲突；邮政投票存在造假可能性，因此特朗普败选可能质疑选举合法性并拒绝离开白宫。

相关研究

1、《策略点评**20200810**：中美贸易协定中期成果不及目标，半年度回顾两大看点》**2020-08-10**

2、《策略点评**20200806**：黄金还能上车吗？一些风险信号》**2020-08-06**

3、《东吴证券月度策略及金股组合：依然看好市场保持活跃：依然看好市场保持活跃》**2020-07-31**

4、《策略点评**20200729**：黄金还能继续牛吗？》**2020-07-29**

5、《二季度基金持仓行为分析：二季度基金持仓行为分析》**2020-07-26**

6、《如果拜登获胜，美国股市会如何》**2020-08-21**

请务必阅读正文之后的免责声明部分

内容目录

1. 民调数据显示拜登领先，但十月电视辩论或导致大反转 4
2. 对华政策分析 6
2.1. 拜登可能取消中国关税 7
2.2. 拜登主张联合同盟共同对抗中国，但同时也将开放更多与华对话渠道 10
2.3. 拜登更具可预测性 11
3. 风险提示 12

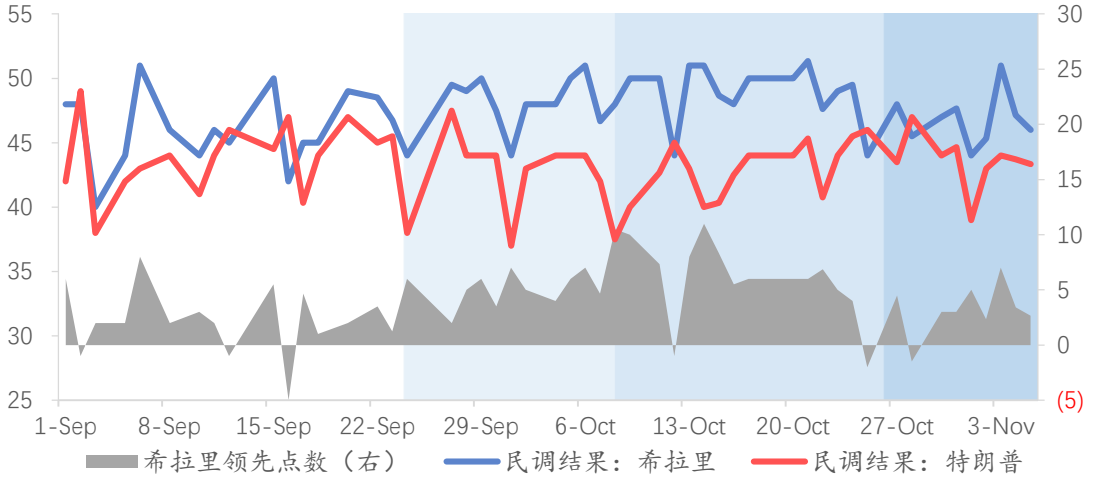
图表目录

图 1：2016 年大选前两个月民调结果变化 4
图 2：2016 年大选前两个月密歇根州选情反转 4
图 3：2016 年大选前两个月宾夕法尼亚州选情反转 4
图 4：拜登、特朗普社交媒体粉丝数对比 5
图 5：近期拜登 vs 特朗普支持率民调，RCP 平均数 5
图 6：拜登特朗普支持率（RCP 平均数）及差额时间轴（%） 5
图 7：支持者热情度 6
图 8：拜登、特朗普对华政策对比 7
图 9：中美平均关税时间轴（%） 8
图 10：2019 年起美国自中国进口金额同比增速跌落零以下，今年 3 月见底回升 8
图 11：近三年对美各品类商品出口金额变化（单位：万元人民币） 9
图 12：美自华进口各品类商品的三等主要额外关税税率分布（注：商品大类同上表） 9
图 13：美国从东南亚各国进口增速（%），越南明显受益于中美贸易战 10

1. 民调数据显示拜登领先，但十月电视辩论或导致大反转

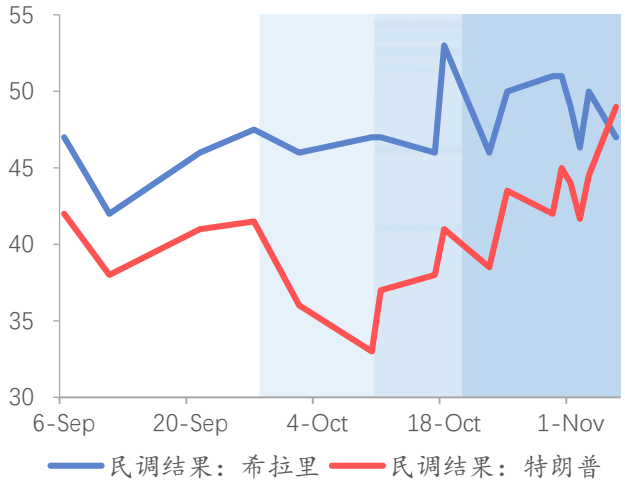
九、十月份的大选辩论对选举结果的影响巨大。民调显示拜登约领先特朗普7个点，领先幅度较7月份略有收窄。回顾2016年大选，我们发现三轮电视辩论对最终选举结果影响巨大，特朗普仍有机会谋得连任。2016年10月电视辩论前，希拉里在摇摆州的民调支持率持续领先特朗普，但在进入电视辩论环节后，特朗普和希拉里的支持率出现反转趋势。“邮件门”事件的不断发酵，叠加前脱口秀明星－特朗普自带的流量属性和话题度，使得特朗普在距离大选当日最近的一次民调中，在几乎全部摇摆州的支持率反超希拉里。

图1：2016年大选前两个月民调结果变化（蓝色阴影区域分别为三场总统候选人电视辩论后）



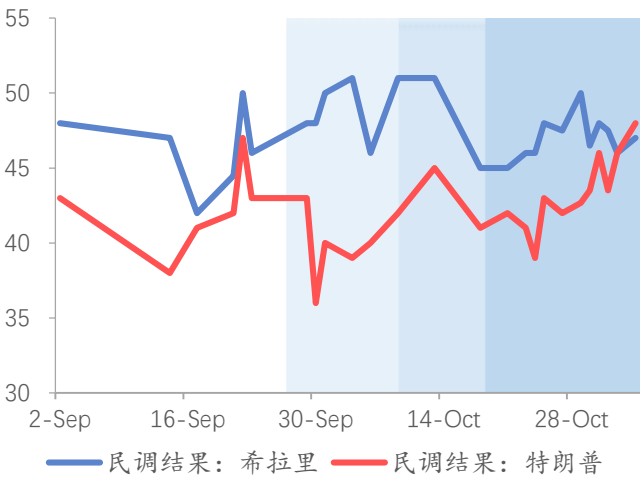
数据来源：RCP，东吴证券研究所

图2：2016年大选前两个月密歇根州选情反转



数据来源：RCP，东吴证券研究所

图3：2016年大选前两个月宾夕法尼亚州选情反转



数据来源：RCP，东吴证券研究所

相比于特朗普，拜登在媒体曝光和话题度上占据劣势，社交网络关注人数仅是特朗普的十分之一。电视辩论可能会冲击拜登在民调结果上的领先优势，直接影响 11 月 3 日的大选结果，辩论期间选情变化值得密切关注。**第一场总统辩论将于 9 月 29 日在印第安纳圣母大学举行。**

图 4：拜登、特朗普社交媒体粉丝数对比

百万（关注者）			
川普	30.7	21.5	85.3
拜登	2.6	3.45	8.6

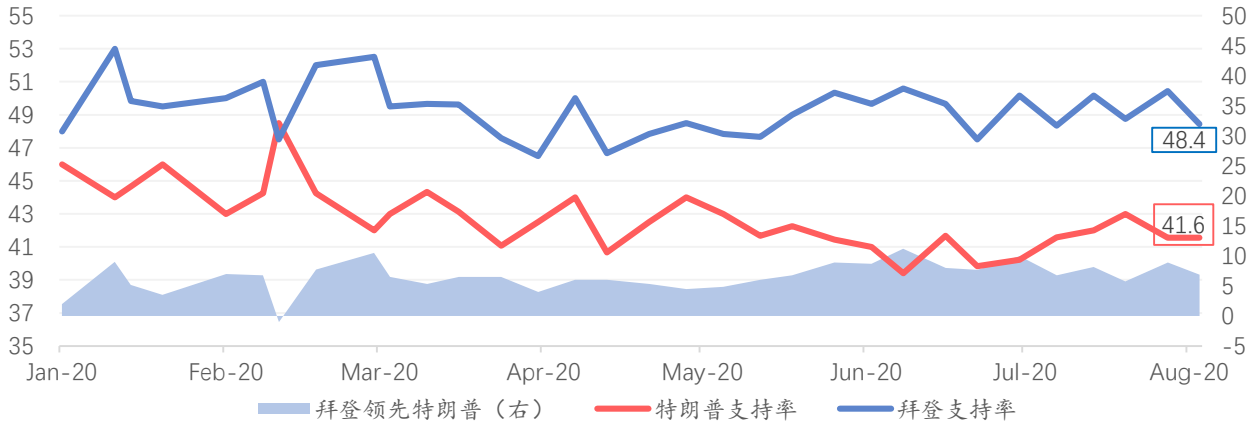
数据来源：Facebook, Instagram, Twitter，东吴证券研究所

图 5：近期拜登 vs 特朗普支持率民调，RCP 平均数

	统计日期	拜登支持率(%)	特朗普支持率(%)	领先者	领先点数
RCP 平均值	**8/9 - 8/25**	**49.6**	**42.5**	**Biden**	**7.1**
Economist/YouGov	8/23 - 8/25	50	41	Biden	9
The Hill/HarrisX	8/22 - 8/25	47	38	Biden	9
CNBC/Change Research (D)*	8/21 - 8/23	51	43	Biden	8
CNN	8/12 - 8/15	50	46	Biden	4
ABC News/Wash Post	8/12 - 8/15	54	44	Biden	10
NBC News/Wall St. Jrnl	8/9 - 8/12	50	41	Biden	9
FOX News	8/9 - 8/12	49	42	Biden	7

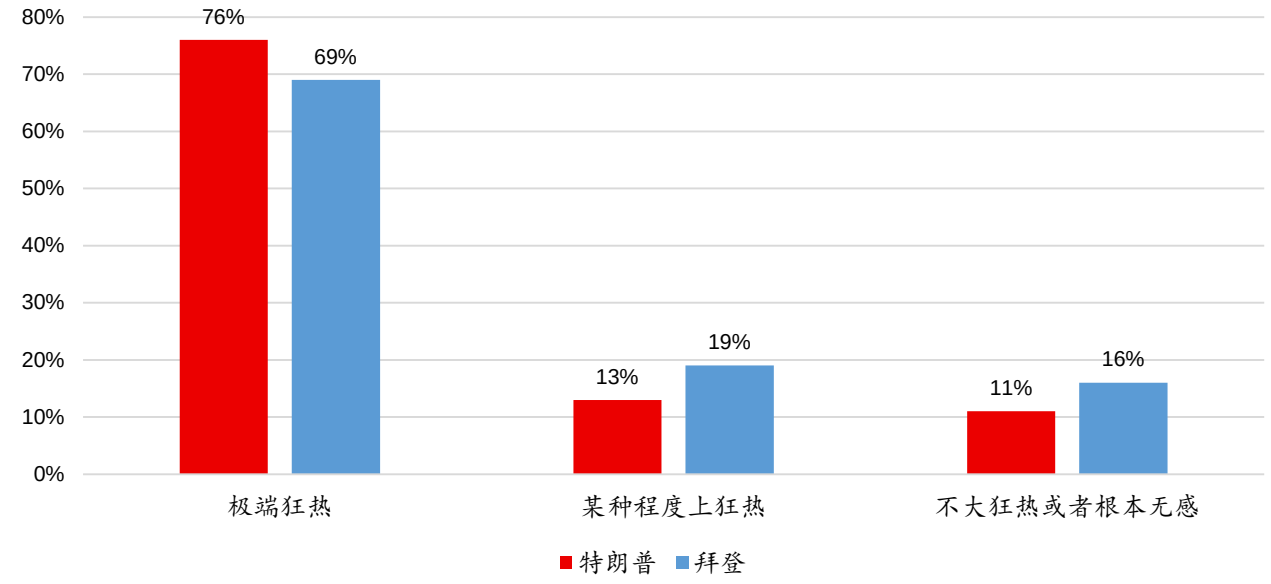
数据来源：RCP，东吴证券研究所

图 6：拜登特朗普支持率（RCP 平均数）及差额时间轴（%）



数据来源：RCP，东吴证券研究所

图 7：支持者热情度



数据来源：RCP，东吴证券研究所

2. 对华政策分析

不论谁上任，美国都将长期视中国为“战略对手”。今年五月白宫发布的《美对华战略方针》宣告过去 40 年美国政府所采取的对华接触政策失败。2020 年以来，美国针对中国的一系列制裁法案，均在参众两院获得快速一致的通过，说明两党在对华态度上达成了前所未有的共识，华盛顿的亲中派已所剩无几。

“对华更强硬”是二人共同的竞选战略，在民主党新党章和特朗普竞选纲领中均有体现。新冠疫情的蔓延导致美国国内对中国的舆论前所未有地负面，美国国内对中国持负面态度的美国人已经上升到了 73%，而 05 年的时候这个比例只有 43%。攻击中国具备民意基础，于是，二人自然而然把竞赛谁“对华更强硬”作为 2020 年大选的主要竞选战略之一。民主党 8 月 18 日公布的长达 92 页的新党章中，中国被提及 22 次，其中，亚太地区章节着重八成笔墨强调，遏制中国符合美国及其地区盟友的利益。而特朗普 2020 年竞选纲领中，十大施政项目之一就是“结束对中国的依赖”。

拜登若当选，对中国意味着什么？尽管两党对华态度一致，但拜登的对华政策与特朗普相比仍存在两大差异：

一、拜登可能会免去贸易战以来美对华商品关税，利好出口：拜登主张自由贸易，

可能免除全部对华商品关税，而特朗普相信全球化不符合美国利益，其任内各领域脱钩可能更快发生；**二、拜登将联合盟友共同对抗中国，但同时也开放更多与华对话渠道：**拜登倡导外交上联合同盟，在广泛议题上共同打击中国，而特朗普任内通过与不少盟友发起贸易战，多面树敌。在一些国际性议题上，例如气候变化、朝鲜半岛无核化，拜登仍希望与中国合作。

下表是我们梳理的特朗普和拜登的对华政策倡导和历史态度。

图 8：拜登、特朗普对华政策对比

	拜登对华政策	特朗普对华政策
国际合作	回归奥巴马的亚太平衡政策，联合超过世界一半经济的盟国共同对抗中国。美国继续领导世界，重回《巴黎气候协定》，重返WHO等；**在气候变化、无核化等重要国际议题上与中国寻求合作**	**单边主义，**退出国际合作，如退出《巴黎气候协定》、退出WHO；对加拿大、部分欧洲国家等盟友如英、法征收关税
关税与贸易	1979年中美邦交正常化后第一批来华美国官员，曾支持中国加入WTO。崇尚全球化、自由贸易，反对“单边关税战”，认为关税了伤害美国的农民、制造商、消费者，**可能结束特朗普政府制定的对中国商品征收的关税**，要为美国农民、工人谋求“最好的贸易协定”	2018年发起贸易战以削减对华贸易逆差，中国承诺在2017年从美进口商品的基础上多购买2000亿美元；协议期间维持对中国25%关税，以阶段一协议完成度作为是否去除关税的考核标准
制造业	恢复美国供应链，未来减少危机时刻对中国的依赖。新冠疫情显示过度依赖全球供应链的风险，民主党将**加快把包括医疗用品和药品在内的关键供应链转移回美国**	**特朗普2020年竞选纲领中十大施政项目之一就是“结束对中国的依赖”**，提出在第二个总统任期**把100万个制造业工作岗位从中国转回美国**，为这些企业提供税务优惠，从中国采购的公司将无法和联邦政府合作
市场化机制	希望中国遵守世界规则，**打击中国知识产权窃取，停止强制技术转让和非市场化产业补贴等**，副手哈里斯也将作为硅谷代言人大力打击中国窃取知识产权；而2015年美国副总统拜登曾欢迎中国为全球谈判“制定规则”	阶段一贸易协议中虽提及知识产权保护、技术转让、市场准入等议题，等并无明确条款及反制措施。被民主党批评没有解决中美矛盾核心的结构性问题
政治	**香港、台湾、新疆等一系列问题在拜登的外交政策中占据核心地位**，拜登将在这些议题上与中国展开对抗，2020年民主党新党章中一个中国原则被略去	追求“美国利益”、”美国优先“，看重经济与股市，从而淡化制度差异、价值观议题的重要性
脱钩意愿	不再牺牲美国价值观以换取经济利益，但将确保中美竞争不会威胁全球稳定，**不希望掉入“新冷战”(new cold war)的陷阱中**	利用贸易协议和关税维持中美贸易关系的同时，**实现其他领域的全面脱钩，如学术、科技、金融、外交等。**切断华为全球供应链，8月5日国务卿蓬佩奥发起“清洁行动”，8月6日特朗普利用总统行政令直接封杀微信、TikTok等在美有影响力的中国软件

数据来源：东吴证券研究所整理

2.1. 拜登可能取消中国关税

拜登上台大概率会结束特朗普政府制定的对中国商品征收的关税，这将直接利好中国出口，也将减缓跨国企业供应链从中国向东南亚的外移的节奏。拜登作为 1979 年中美邦交正常化后第一批来华的美国官员，曾支持中国加入 WTO，他崇尚全球化和自由贸易，反对 “单边关税战”，认为对华商品加征关税伤害美国消费者，中国的反制关税又反过来让农民、制造商承担连带伤害(collateral damage)。

若拜登上台后取消对华额外关税，将利好中国对美出口。根据中美贸易协定，我国

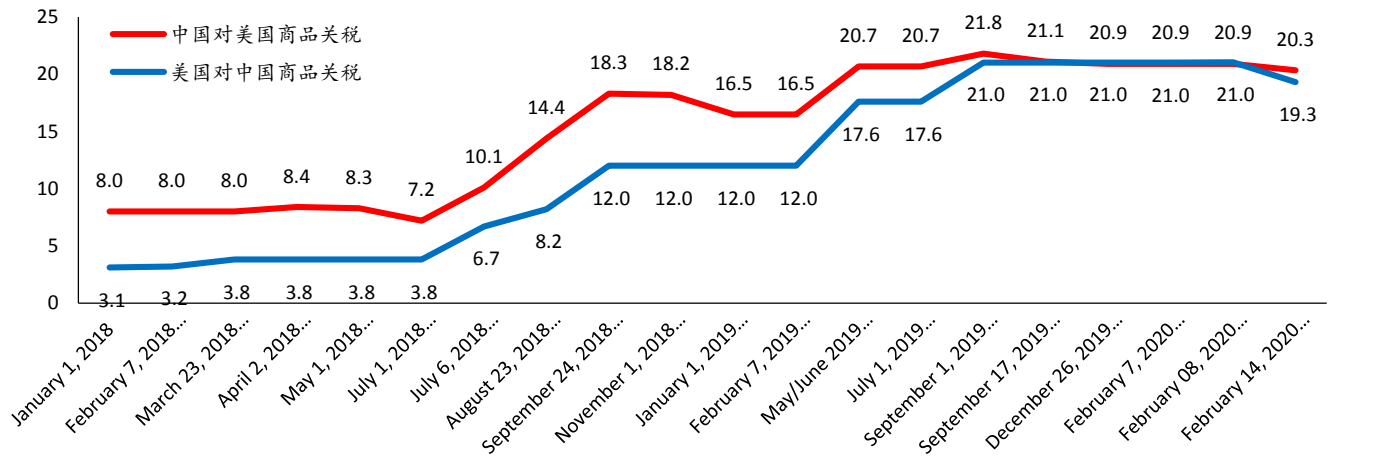
请务必阅读正文之后的免责声明部分

商品出口美国主要面临三等额外关税税率：7.5%，15%及25%，综合来看，美对华加征额外关税的平均税率为19.8%。假设2019相比2017年中对美出口额的降幅完全是由于贸易战以来征收关税导致，则关税的减免将贡献0.02%的额外GDP增长。我们从两个角度测算了关税减免对各品类商品出口的提振作用：

一、假设2019相比2017年中对美出口额的降幅完全是由于贸易战以来征收关税导致，则以下几个行业（300亿元以上对美出口规模）受益于关税减免幅度最大：第八类（生皮、皮毛皮及其制品；鞍具及挽具；旅行用品、手提包）、第十七类（车辆、航空器、船舶及运输设备），及第十五类（贱金属及其制品）；

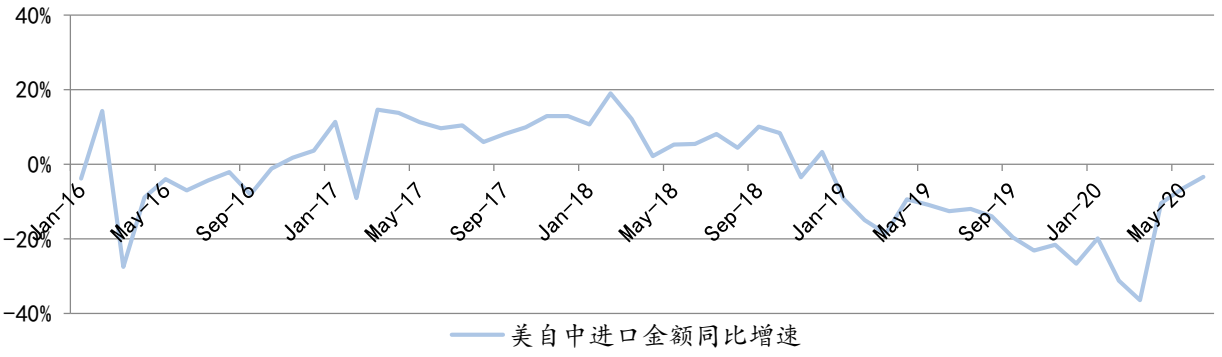
二、以2019年各品类对美出口金额为基数，乘以各类商品平均额外税率，我们发现潜在的税收减免对以下几个行业出口的提升幅度最大：第十六类（机电、音像制品及其零件、附件），第十一类（纺织原料及纺织制品），第七类（塑料及其制品；橡胶及其制品）和第十七类（车辆、航空器、船舶及运输设备）。

图9：中美平均关税时间轴（%）



数据来源：PIIE，东吴证券研究所

图10：2019年起美国自中国进口金额同比增速跌落零以下，今年3月见底回升



数据来源：Wind，东吴证券研究所

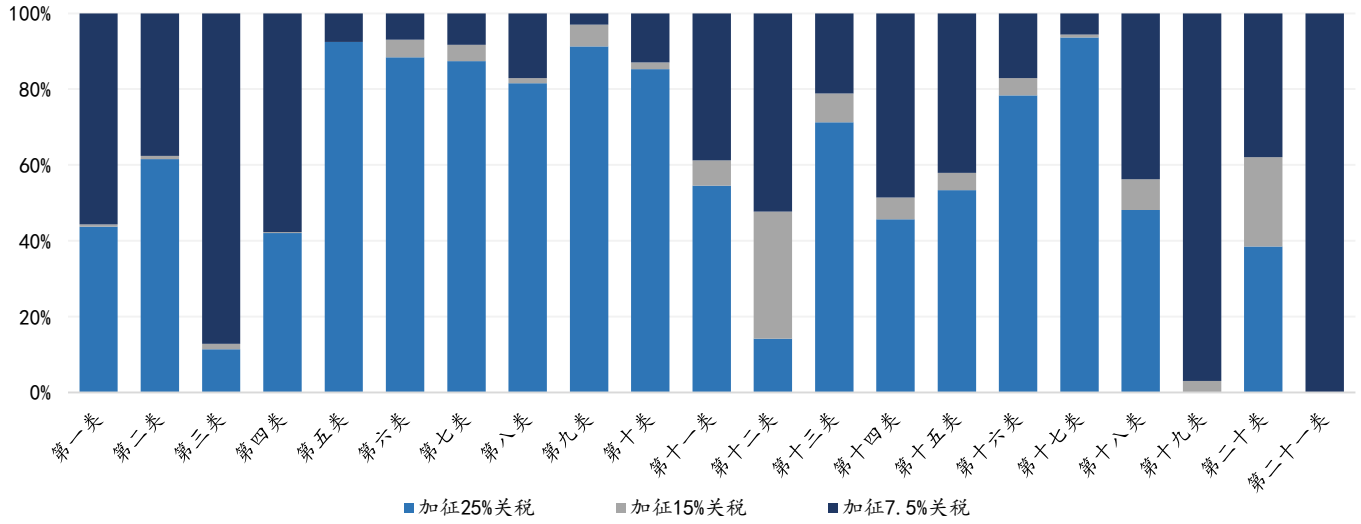
图 11：近三年对美各品类商品出口金额变化（单位：万元人民币）

（注：蓝色字体为千亿人民币以上规模的商品大类，单元格蓝色越深代表数值越大，红色越深代表数值越小）

	商品类别	2017年对美出口金额	2018年对美出口金额	2019年对美出口金额	各类商品平均额外税率	预计税收减免对出口金额的提升	2017到2019年出口额缩量	2017到2019年出口额减幅
1	活动物、动物产品	1,360,011	1,361,935	1,116,601	15.2%	169,790	243,410	17.9%
2	植物产品	1,081,096	1,013,011	915,772	18.3%	167,932	165,324	15.3%
3	动、植物油、脂、蜡；精制食用油脂	57,264	58,171	60,005	9.6%	5,765	-2,741	-4.8%
4	食品；饮料、酒、醋；烟草及制品	2,592,417	2,896,482	2,238,166	14.9%	333,101	354,251	13.7%
5	矿产品	1,098,767	1,121,019	863,623	23.7%	204,549	235,144	21.4%
6	化学工业及其相关工业的产品	9,452,911	11,028,894	9,540,833	23.3%	2,224,420	-87,922	-0.9%
7	塑料及其制品；橡胶及其制品	12,559,784	14,500,144	13,379,905	23.1%	3,092,305	-820,121	-6.5%
8	生皮、皮毛皮及其制品；鞍具及挽具；旅行用品、手提包	4,630,170	4,701,690	3,697,946	21.9%	808,926	932,224	20.1%
9	木及制品；木炭；软木；编织品	2,703,811	2,826,274	2,275,949	23.9%	544,058	427,862	15.8%
10	木浆等；废纸、纸；纸、纸板及其制品	2,804,176	3,161,815	3,151,005	22.6%	710,635	-346,829	-12.4%
11	纺织原料及纺织制品	28,775,674	30,242,555	29,368,706	17.5%	5,153,509	-593,032	-2.1%
12	鞋帽伞等；已加工的羽毛及其制品；人造花；人发制品	10,830,917	11,011,413	11,136,247	12.5%	1,392,031	-305,330	-2.8%
13	石料、石膏、水泥、石棉、云母及类似材料的制品；陶瓷产品；玻璃及其制品	4,971,953	5,741,765	4,883,622	20.5%	1,003,299	88,331	1.8%
14	珠宝、贵金属及制品；仿首饰；硬币	2,428,771	2,070,074	1,581,599	15.9%	251,926	847,172	34.9%
15	贱金属及其制品	15,264,139	16,326,714	14,550,792	17.2%	2,500,239	713,347	4.7%
16	机电、音像制品及其零件、附件	134,320,462	146,898,985	132,845,853	21.5%	28,625,921	1,474,609	1.1%
17	车辆、航空器、船舶及运输设备	13,345,400	15,160,003	11,979,862	23.9%	2,868,685	1,365,538	10.2%
18	光学、医疗等仪器；钟表；乐器	7,211,588	7,606,292	7,436,402	16.5%	1,229,157	-224,814	-3.1%
19	武器、弹药及其零件、附件	55,515	63,700	56,974	7.7%	4,403	-1,459	-2.6%
20	杂项制品	34,561,281	37,214,436	34,851,010	16.0%	5,578,762	-289,729	-0.8%
21	艺术品、收藏品及古物	26,863	46,976	52,667	7.5%	3,950	-25,804	-96.1%
	总值	291,027,844	315,986,764	287,694,743	19.8%	56,873,362	3,333,101	1%

数据来源：海关总署，美国国际贸易委员会，东吴证券研究所

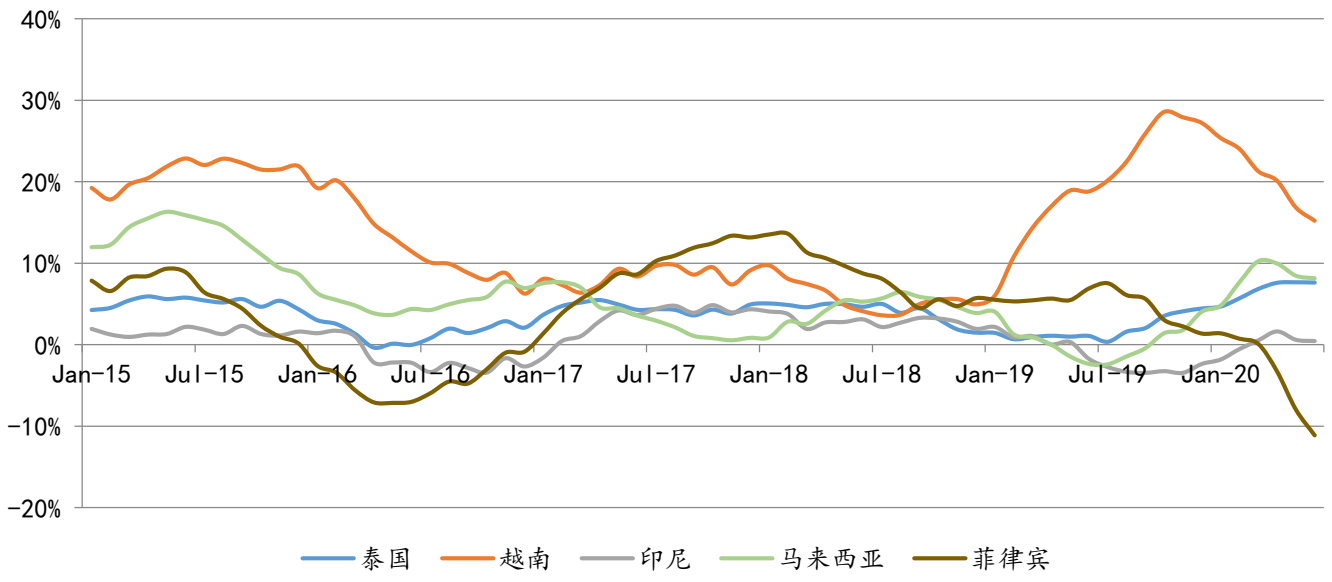
图 12：美自华进口各品类商品的三等主要额外关税税率（7.5%，15%，及 25%）分布（注：商品大类同上表）



数据来源：海关总署，美国国际贸易委员会，东吴证券研究所

请务必阅读正文之后的免责声明部分

图 13：美国从东南亚各国进口增速（%），越南明显受益于中美贸易战



数据来源：Wind，东吴证券研究所

取消关税并不是毫无代价，拜登一方面可能转而与美国其他盟友开展合作，以施压中国，另一方面利用关税作为筹码，减免以换取一个更大的包括知识产权、产业补贴、市场准入等议题的贸易协定。

拜登的贸易政策看重市场规则，贸易逆差不是重点。拜登将会在知识产权窃取、强制技术转让和非市场化的产业补贴等方面加大对中国的打击力度，这也是他选择曾任加州检察长的“硅谷代言人”哈里斯的原因之一。相比之下，特朗普追求“美国利益”、“美国优先”，以经济利益为主要目标，对贸易逆差的数字尤为着迷。拜登批评特朗普未能解决中美贸易的核心矛盾，而把过多的注意力放在缩小贸易逆差上。实际上，阶段一贸易协议已涵盖了加强知识产权保护、打击假冒伪劣相关章节，中方也依照协议一一立法。拜登可能要求中国更快地推行制度改革和市场开放。

2.2. 拜登主张联合同盟共同对抗中国，但同时也将开放更多与华对话渠道

特朗普频频退出国际组织，疏远盟国。特朗普先后退出跨太平洋伙伴关系协定、《巴黎协定》、伊朗核协定一系列的国际协议，并停止资助世卫组织。与此同时，美国与另外好几个国家也开打贸易战，例如 2018 年 3 月对钢铁和铝开征 25%和 10%的关税，今年 8 月加征自欧洲进口商品的关税，导致德国和法国正计划减少向美国购买军事装备的订单，减少对美依赖。特朗普政府多面树敌。

拜登政府将联合同盟，共同遏制中国的力量。一旦拜登入主白宫，美国将重返世界卫生组织，重返巴黎协定，继续领导国际组织在各项国际事务上的决策。民主党新党章“加强美国利益”章节下的亚太篇里，八成以上篇幅用于强调中国对于美国领导下的世界秩序的挑战，以及美国应妥善利用好亚太区盟友以共同对抗中国的力量。拜登领导的美国将在某种程度上回归奥巴马时期的亚太平衡政策，加强与日本、韩国和澳大利亚等传统盟国的关系，并继续深化印度和东南亚等国的战略伙伴关系。因此，拜登带领下的美国更有可能逼迫其他国家表态、站队，抵制中国的群体可能扩大。

若拜登入主华盛顿，则中美仍有合作、对话空间，不会全面脱钩：拜登在处理中国问题时仍拥有美国自信，不认为中美应全面脱钩，也拒绝掉入“新冷战”的陷阱中，承诺中美竞争不威胁到全球稳定。同时，拜登相信在美国重返国际舞台后，中美在气候变化和无核化等重大国际问题上仍能合作。因此可以推断，在拜登领导下，中美双方将开放更多对话渠道和机制。

2.3. 拜登更具可预测性

拜登 41 年丰富的从政履历决定了他对华政策的可预测性，有别于特朗普的反复无常。拜登在制定对华政策时会更加遵循一般的外交原则，任意关闭领馆、封禁微信之类随机事件发生的概率也将会大大降低。这在一定程度上将会缓解中美的紧张关系，降低两国战略误判的风险。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

3. 风险提示

中美军事冲突；邮政投票存在造假可能性，因此特朗普败选可能质疑选举合法性并拒绝离开白宫。

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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。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。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级：

增持： 预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5%以上；

中性： 预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘-5%与 5%；

减持： 预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5%以上。

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

