

美国对华累计加征超 50%关税，A 股盈利影响几何？

投资咨询业务资格：证监许可【2011】1292 号

叶倩宁 Z0016628

电 话： 020-88818051

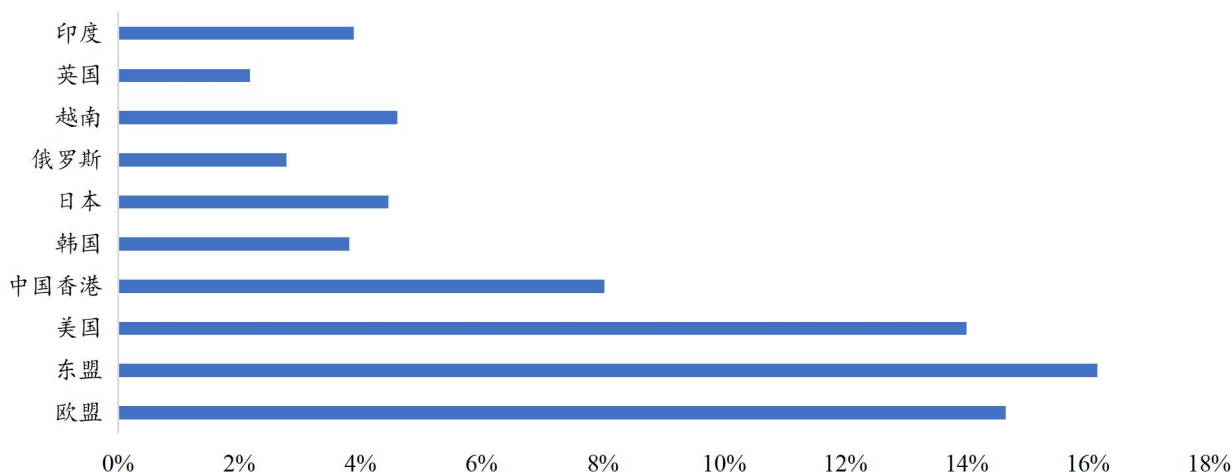
E-mail: yeqianning@gf.com.cn

事件导读：

美国总统特朗普当地时间 4 月 2 日在白宫签署两项关于所谓“对等关税”的行政令，宣布美国对贸易伙伴设立 10% 的“最低基准关税”，并计划分别按照英国 10%，巴西 10%，澳大利亚 10%，菲律宾和以色列 17%，欧盟 20%，日本 24%，韩国 25%，印度 26%，南非 30%，瑞士 31%，印度尼西亚 32%，斯里兰卡 44%，越南 46%，柬埔寨 49%，中国 34%，对上述贸易伙伴征收关税。本次加征 34%，加上今年 1 月、3 月各 10% 之后，美国对我国出口商品关税比例高达 54%，超过市场此前预期的 40% 左右水平。

隔日，A 股主要指数全部早盘低开，计价贸易壁垒产生的外需冲击对我国经济的影响。从我国主要出口商品份额来看，机电产品、高新技术产品、机械设备零件、纺织服装、汽车及家电为主要受影响的类别。而从出口国来看，本次被加征关税较重的欧盟、越南、日本都属于我国主要出口国，因此其影响比中美两国贸易争端更加扩散。

图：我国主要出口目的地国别和地区金额占比



数据来源：Wind 广发期货研究所整理

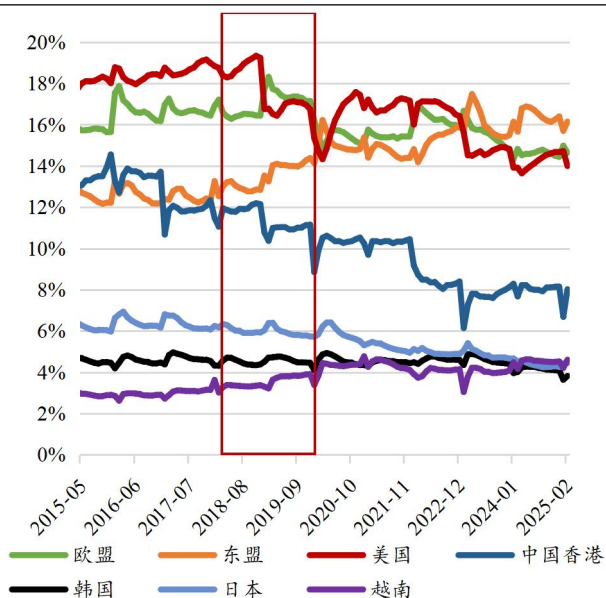
一、对比 2018-2019 贸易冲突涉及范围更广，但国内需求对冲效果重于关税反制措施

2018 年 3 月至 2019 年 5 月，美国从钢铁和铝材加征 25%、10% 关税开始，逐步扩大征税商品类别名单，直至最终对价值 2000 亿美元的中国商品关税从 10% 提高到 25%，并再对自华进口的约 3000 亿美元商品加征 10% 关税。而 2025 年 1 月起至今，特朗普再次上任后，不仅针对中国，还对墨西哥、加拿大及欧盟等国家均加征至少 20% 以上关税，并且包含所有进口商品，而从 3 日开始，美国还将对所有外国制造的进口汽车征收 25% 的关税。此次贸易冲击，由于其涉及国家广泛，尤其是对东南亚，包含日本、越南、韩国等征税额度在 24% 以上，因而我国的“转出口”贸易的曲线路径也将受到影响，难以通过绕道来部分对冲出口美国的需求下降。

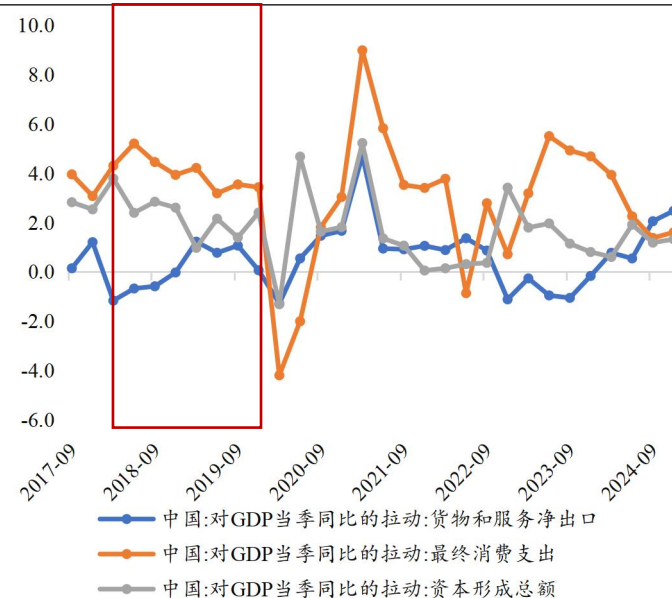
但参考前次贸易战后期的谈判流程，本次高额关税仍有谈判空间，且应对措施也将从外转内。当时在启动第一次加关税的 1 年半后，2019 年 10 月，美商务部即发布公告，将对最后一批 3000 亿美元加征关税清单产品启动排除程序，批准后自 2019 年 9 月 1 日起已经加征的关税可以追溯返还。而新冠疫情第三年，2022 年 3 月 23 日，美国贸易代表办公室宣布，将恢复 352 项自中国进口商品的加征关税豁免。在此期间内，虽然我国对美净出口额累计同比 2019 全年连续下降了 12 个月，但总量上净出

口对我国 GDP 同比的拉动仅在 2018 年 Q1-Q4 季度转负，并且次年 1 季度即回升正值，主因对韩国、越南、东盟出口增速加快，一定程度上互有对冲，此外消费和投资的拉动力量强劲，并未使得我国经济增长受挫。

图：主要出口国/地区份额变化



图：三驾马车对我国经济贡献拉动



数据来源：Wind 广发期货研究所整理

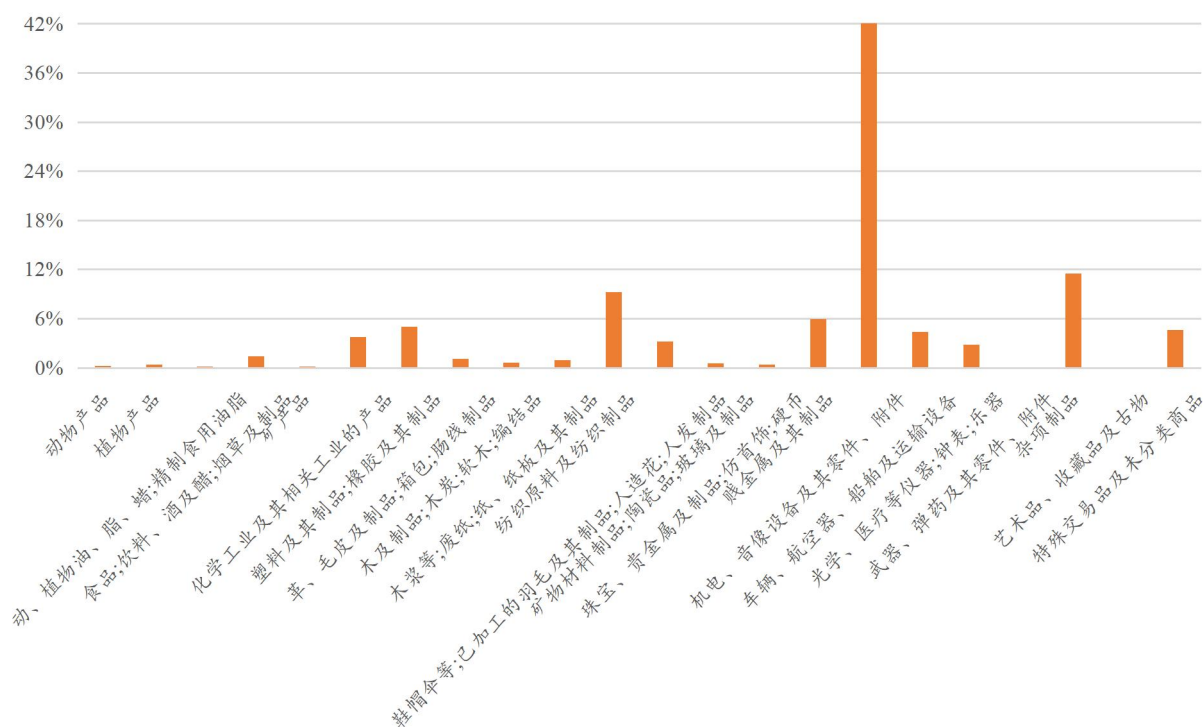
相较于前次针对中国的贸易争端，特朗普政府本轮加关税的主要目的有所不同，其最终希望达到的效果在于制造业回流，为美国本土企业的投资和就业创造机会，将贸易逆差转化为本国收入。但目前时点，由于美联储考虑通胀平衡维持的高利率环境一时难以改变，仅仅依靠外部筑造贸易壁垒，可能造成美国企业在负担高借贷成本压力下再面临原材料成本上升的困境，而最新的 3 月美国 ISM 制造业 PMI 数值也再次降至荣枯线以下。相比于强行扭转逆差，后续与各国的谈判条件更加重要。而对我国政府来说，出口目的地国家中美国的占比已经逐年下降，且政策态度也更加倾向于促进经济内循环的打通。上一轮贸易战我国主要反制措施在于对美进口商品亦加征税率的同时多次寻求与 WTO、美政府代表和相关官员磋商，尽量避免冲突升级，但实质上冲突对外需损害集中在对美出口一端，冲击并未过大。自去年底，各类官方政治会议也早已对特朗普就任后可能的贸易政策表态，将研究以刺激内需恢复的方式加以应对。今年两会，政府工作报告中延续了适度宽松的货币政策和积极加力的财政政策导向，特别国债、赤字率、专项债等全部有所上升，用于消费补贴和维稳地产、资本市场信心。从一季度的国内经济数据看，国内制造业 PMI 率先修复，新订单代表的需求端以及生产端都显示出积极信号，此外政府债高增带来的基建投资加速，科技产业加速转型带来的高新技术行业投资都正在酝酿之中。因此，我们认为，在本轮美国发起的加征关税带来外需冲击之下，国内需求刺激政策对冲效果重于关税反制措施。

二、A 股出口链行业盈利可能集中受到冲击

分析我国对美出口的主要商品，占比较大的是机电、纺织物、贱金属、化工塑料及汽车相关，此次关税也是针对汽车行业特别征收 25%。参考上一轮贸易冲突中 A 股相关出口链行业的季度财报表现情况，基础化工、钢铁、有色金属、轻工制造、汽车电子和机械设备按照显著性由高到低排序，均会出现净利润增速下滑、由增转降等相应趋势。按照时间线来看，这些行业都在 2018 年 Q4 季度开始出现明确利润收缩，并在 2019 全年持续同比负增长，其中电子行业盈利韧性最强，并且在关税协商后好转得最快，而汽车、基础化工、钢铁都经历了四个季度的两位数同比下降，利润受损幅度最多。而其他出口占比较少的行业基本上保持比较稳定或上升的盈利增幅，没有在此期间出现特别的连续业绩下

滑。

图：我国对美出口主要商品占比（%）



数据来源：Wind 广发期货研究所整理

图：出口链行业2018-2019及24Q3盈利表现

2018-2019A股行业净利润增长率（%）								
时间	基础化工	钢铁	有色金属	电子	纺织服装	轻工制造	汽车	机械设备
2024/9/30	-7.58	-114.79	-0.84	38.00	-6.98	-3.50	9.05	-1.42
2019/12/31	-39.59	-44.87	-49.94	30.83	-22.84	4.24	-27.05	-6.23
2019/9/30	-21.97	-45.88	-29.18	1.47	-19.35	-16.55	-31.34	13.86
2019/6/30	-21.10	-39.66	-32.23	-9.66	-13.53	-23.58	-32.32	29.25
2019/3/31	-22.70	-47.75	-38.94	-16.79	2.35	-26.81	-26.84	31.81
2018/12/31	20.05	25.81	-47.63	-27.94	-37.09	-28.59	-18.72	-30.92
2018/9/30	43.62	69.31	12.38	-2.18	3.45	5.28	-1.26	14.72
2018/6/30	47.19	128.22	32.22	-1.31	-0.49	14.56	4.93	13.64
2018/3/31	23.87	93.08	54.57	5.97	-4.23	10.34	2.29	28.62

数据来源：Wind 广发期货研究所整理

前景展望

白宫宣告，10%的基准关税将于4月5日开始，而对不同贸易伙伴的更高关税将于4月9日开始，而近期国内将召开4月政治局会议，预期将公布更多对冲性经济刺激措施。我们判断，A股市场短期内料将因关税而出现风险偏好下降导致的回调，但4月亦是业绩披露验证期，仍然看好盈利改善确定性强的消费、电子、非银金融、保险等板块，同时出口链相关行业待加征关税实际落地后，下半年面临业绩压力确有加大。整体而言，本次关税危机涉及范围加大，但谈判空间仍存，对我国经济的冲击还应结合内需恢复情况综合衡量，主要以短期风险偏好下降、结构性承压形式影响A股波动。

免责声明

本报告中的信息均来源于被广发期货有限公司认为可靠的已公开资料，但广发期货对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。

本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发期货或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

在任何情况下，报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述品种买卖的出价或询价，投资者据此投资，风险自担。

本报告旨在发送给广发期货特定客户及其他专业人士，版权归广发期货所有，未经广发期货书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“广发期货”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

研究报告全部内容不代表协会观点，仅供交流，不构成任何投资建议。

投资咨询业务资格:证监许可【2011】1292号

数据来源: Wind、iFinD、广发期货研究所

广发期货有限公司提醒广大投资者：期市有风险 入市需谨慎！

相关信息

广发期货研究所

<http://www.gfqh.cn>

电话：020-88800000

地址：广州市天河区天河北路 183-187 号大都会广场 41 楼

邮政编码：510620