



保税区库存，美企避税的最后自留地

2025 年 08 月 18 日

➤ **为何年初美国中上游企业抢进口的廉价库存消耗殆尽，但通胀上行却未如预期般“汹涌”？**我们在报告《关税“悖论”：真的越加越通缩？》中提到，年初企业抢进口囤积的大量廉价库存使得短期通胀效应并未明显显现，此前我们预计这批库存会在 7 月前逐步消耗完毕，而通胀的上行也会加快。当然我们的确看到了 6-7 月核心 CPI 加速上行，但无论是上涨的幅度和广度似乎都有些不及预期。

➤ **我们认为关键环节或在于美国保税区政策——其通过延迟缴税为企业提供了短期避税空间，暂时缓解了成本压力。**围绕这一问题，我们展开以下讨论，来看看“消失的通胀”究竟藏于哪个“隐秘角落”。

➤ **首先，保税区如何实现企业的合理避税？**根据美国海关条例，货物进口美国后通常可存放于保税区（对外贸易区或海关保税仓库）。进口产品无论是存放至保税仓库还是对外贸易区（FTZ），仅需在离开保税区并进入美国消费市场时缴纳关税（税率按离区时标准计算）。这一制度被美国进口商广泛采用。近年数据显示，美国进口至保税区的商品约占总进口的 10%。

➤ **但在 4 月关税大幅上调后，这一原本用于帮助企业短期过渡的进口制度，反而成了企业大规模避税的通道。**近几个月美国保税区净流入呈现显著波动：自去年 11 月，保税区进口净流入占总进口比重加速下滑，在今年 3 月触底（-1.6%）后一路飙升，截至 6 月已接近历史高位（2.6%）。

➤ **其次，美国对哪些国家的进口最受益于保税区政策？**在本轮关税调整中，美国从中国进口商品的保税区囤积行为相对明显——2 月以来，美国从中国进口商品的保税区净流入占比从-7.7%触底反弹，6 月升至 7.3%，创下新高（2010 年以来）。其他地区虽也呈现保税区净流入增长的趋势，但幅度相对偏缓。

➤ **最后，保税区如何影响美国通胀？**近期数据显示，保税区进口净流入与美国实际库存走势截然相反：1-3 月实际库存上升时，保税区净流入下降；4 月以来实际库存骤降，保税区净流入却加速上升。这反映出企业在高关税下的策略调整：从依赖“抢进口囤现货”转向“保税区囤缓冲”。

➤ **两者对通胀的影响存在明显不同。**年初抢进口带来的超额库存几乎不受关税的影响，但保税区货物需在离区时按当前税率（不低于 10%）缴税，本质是“延迟缴税”的缓冲机制。因此，年初库存的关键是“何时耗尽”（6-7 月已近尾声），而保税区库存的关键是“何时离区”。

➤ **从 6 月数据看，保税区净流入尚未放缓，但我们预计拐点可能出现在 8 月。**原因在于：保税区的避税策略本质是对关税不确定性的“应激反应”；8 月后，多数国家关税已落地，企业无需再押注税率下调，与其继续承担高额保税仓租金，不如集中清关以降低长期成本。因此，8 月后保税区净流入或现放缓迹象。

➤ **对通胀而言，真正的压力可能在四季度集中爆发：**7 月前后，年初抢进口的廉价库存已消耗殆尽；8-9 月，保税区货物将集中进入美国市场，企业关税成本压力进一步释放；叠加 9 月大概率降息，会对通胀进一步“推波助澜”。随着“天时地利人和”的消退，四季度美国通胀压力或将显著加剧。

➤ **风险提示：**特朗普政策过于激进导致美国经济陷入滞胀甚至衰退；关税扩散超预期，导致全球经济超预期放缓；地缘政治风险升温导致资产价格波动加大。



分析师 陶川

执业证书：S0100524060005

邮箱：taochuan@mszq.com

分析师 林彦

执业证书：S0100525030001

邮箱：linyan@mszq.com

研究助理 武朔

执业证书：S0100125070003

邮箱：wushuo@mszq.com

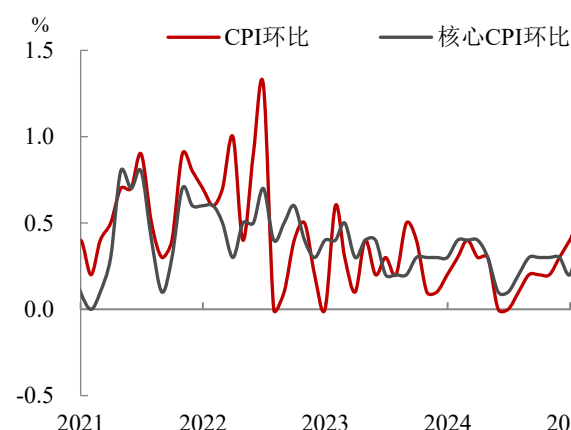
相关研究

1. 海外市场追踪：Hibor 上涨：噪音还是隐忧？-2025/08/17
2. 美国经济研究：美国通胀：PPI 会如何“搅局”？-2025/08/17
3. 地缘政治研究：“破冰”几何？美俄会晤的可能影响-2025/08/16
4. 2025 年 7 月经济数据点评：7 月经济数据的不寻常-2025/08/15
5. “十五五”规划系列报告（五）：从新兴支柱产业看“十五五”-2025/08/14

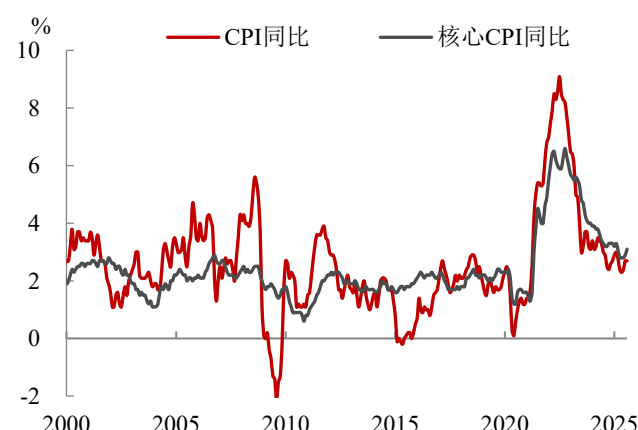
目录

1 保税区如何实现企业的合理避税？	3
2 美国对哪些国家的进口最受益于保税区政策？	8
3 保税区如何影响美国通胀？	10
4 风险提示	12
插图目录	13

为何年初美国中上游企业抢进口的廉价库存消耗殆尽，但通胀上行却未如预期般“汹涌”？我们在报告《关税“悖论”：真的越加越通缩？》中提到，年初企业抢进口囤积的大量廉价库存使得短期通胀效应并未明显显现，此前我们预计这批库存会在 7 月前逐步消耗完毕，而通胀的上行也会加快。当然我们的确看到了 6-7 月核心 CPI 加速上行，但无论是上涨的幅度和广度似乎都有些不及预期。

图1：CPI 环比增速回落


资料来源：wind，民生证券研究院
 注：截至 2025 年 7 月。

图2：通胀走势相对温和


资料来源：wind，民生证券研究院
 注：截至 2025 年 7 月。

当然，微观上，企业主体的行为复杂多样，其在面对关税时的对冲策略多种多样，但目的都是为了“绝地求生”。**但对于宏观研究者而言，在“进口-库存-通胀”的传导链条中，是否有被遗漏的环节？**企业是否通过某种大规模的一致行为规避关税传导的影响，这种行为是否在某些中宏观层面能被我们观察并跟踪？顺藤摸瓜，**我们认为关键环节或在于美国保税区政策**——其通过延迟缴税为企业提供了短期避税空间，暂时缓解了成本压力。围绕这一问题，我们展开以下讨论，来看看“消失的通胀”究竟藏于哪个“隐秘角落”。

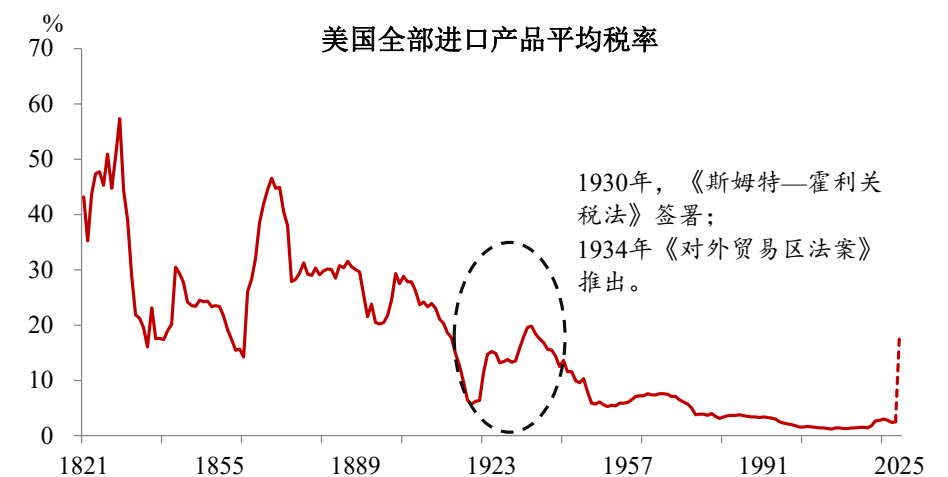
1 保税区如何实现企业的合理避税？

根据美国海关条例，货物进口美国后通常可存放于保税区（对外贸易区或海关保税仓库）。

美国的对外贸易区（FTZ）制度起源于 20 世纪 30 年代。在《斯姆特—霍利关税法》设定高关税的背景下，美国国会于 1934 年通过《对外贸易区法案》。货物存入 FTZ 后可长期存放，企业无需立即缴纳关税；若货物不进入美国市场而直接转口，还可完全免税。这一机制既减轻了企业现金流压力、增强了出口竞争力，

也带动了国内基础设施建设等经济需求。

图3：对外贸易区在美国高关税背景下推出



资料来源：耶鲁实验室，Tax Foundation，民生证券研究院

注：2025 年为耶鲁实验室预测。

海关保税仓库则由美国海关和边境保护局（CBP）授权，用于存放应税进口货物，同样无需预先缴税，储存最长期限为 5 年。

因此，进口产品无论是存放至保税仓库还是 FTZ，仅需在离开保税区并进入美国消费市场时缴纳关税（**税率按离区时标准计算**）；且在保税区内，美国企业可进行简单生产、组装等行为，兼具成本与灵活性优势——尽管保税仓储价格高于普通仓库。

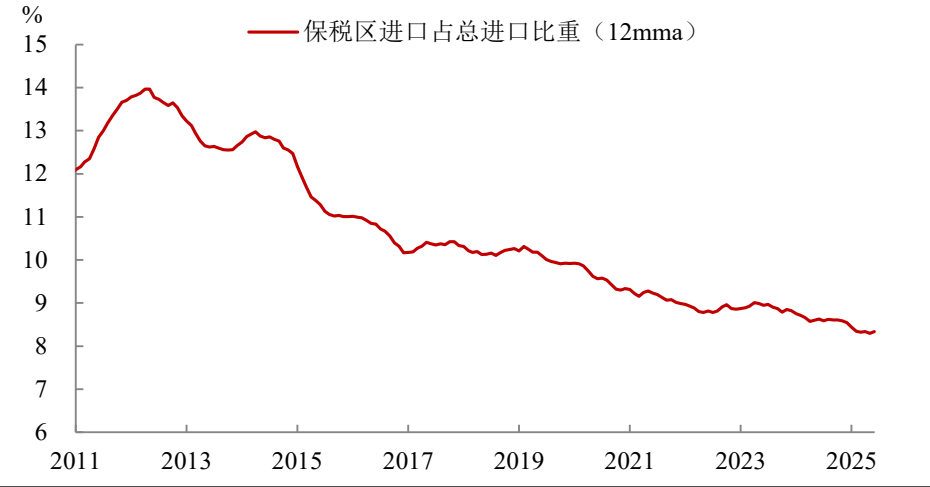
图4：海关保税仓储、对外贸易区仓储和一般仓储对比

项目	保税仓库	外贸区（FTZ）	非保税仓库
征税时间点	提货时才缴纳进口关税与税费，若不进入美国市场而再出口则无需缴税	若再出口则无需缴税；否则在进入美国关税区时缴税	货物一旦入境即需缴纳所有关税与相关税费
最长储存期限	最长可达五年，五年内未处理的货物需清关或再出口	无储存时间限制，可无限期存放	不适用
海关监管强度	由美国海关与边境保护局（CBP）高度监管，分类严格（1-11类）；入库、出库都需记录并可能被抽查	中度监管，由授权特许机构监管，需满足安保、报关、流程等合规要求	无监管要求
典型使用场景	适合暂时储存进口商品，用于延迟缴税或将商品重新包装、组装后再出口，尤其适合季节性商品或高关税产品	适合涉及到复杂制造、保税物流及分销服务的进口商品	国内库存
是否允许加工处理	可进行轻度操作，如贴标、组套、重新包装（需获批），通常不允许复杂制造	可进行全面加工、制造、拆解、组装、测试等操作（需申报并接受监管）	不涉及加工
可存储的货物类型	仅限外国产品，不允许美国产品进入	可存储美国本地与外国产品	仅限美国本地已清关商品

资料来源：美国海关，民生证券研究院整理

这一制度被美国进口商广泛采用。近年数据显示，美国进口至保税区的商品约占总进口的 10%。

图5：美国保税区（保税仓+FTZ）进口占总进口比重约为 10%左右



资料来源：美国国际贸易署，民生证券研究院

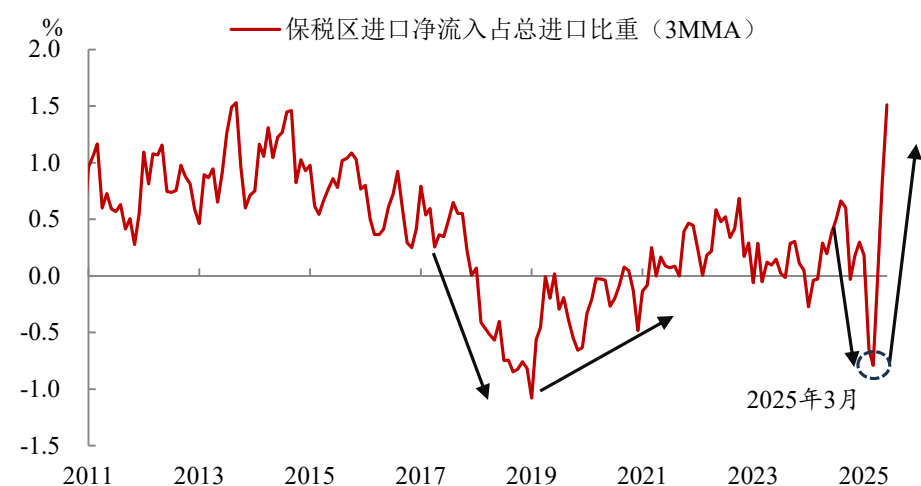
注：截至 2025 年 6 月。

但在 4 月关税大幅上调后，这一原本用于帮助企业短期过渡的进口制度，反

而成了企业大规模避税的通道。近几个月美国保税区净流入呈现显著波动：自去年 11 月，保税区进口净流入占总进口比重加速下滑（这不是传统的去库，而是趁通胀没起来腾空库存为后续囤货做准备），在今年 3 月触底（-1.6%）后一路飙升，截至 6 月已接近历史高位（2.6%）。

这一走势与美国关税政策节奏高度吻合。特朗普胜选后，企业因担忧后续关税上涨，加快将保税区存量货物及新进口商品清关进入国内市场，导致保税区净流入加速下滑；但 4 月关税上调后，企业转入观望状态，将货物暂存保税区——既等待税率下调可能，也通过分批清关避免一次性缴税的流动性压力。类似情形在 2018 年中美贸易摩擦中也曾出现。

图6：美国保税区（保税仓+FTZ）净流入占比先降后升

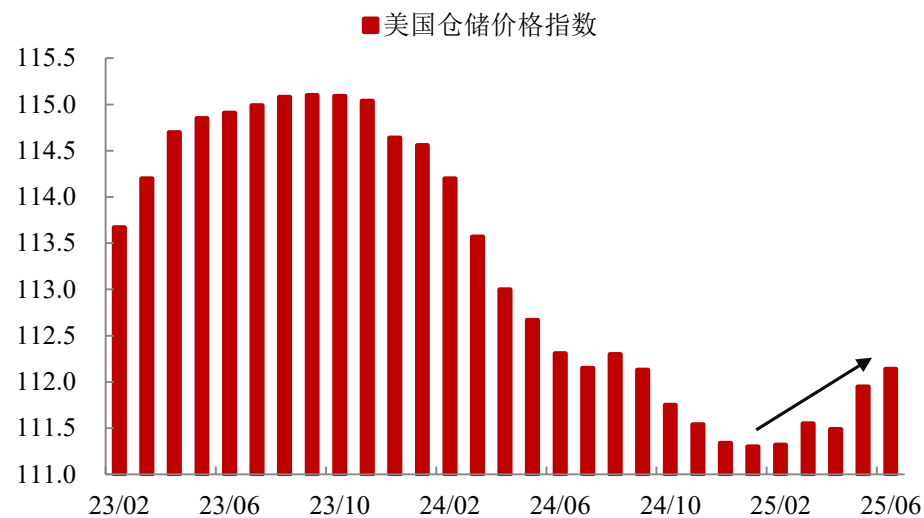


资料来源：美国国际贸易署，民生证券研究院

注：截至 2025 年 6 月。

微观数据也印证了保税仓需求的激增：据数字仓储管理供应商 WarehouseQuote 统计，2025 年一季度保税区及 FTZ 仓储搜索量较去年同期增长超 150%；仓储需求攀升也推高了租金——2024 年初保税仓租金约为普通仓库的两倍，2025 年已攀升至四倍；更有企业向 CBP 申请扩大保税仓储空间，甚至将一般仓库改建为保税仓。

图7：2025 年以来美国仓储价格指数上行



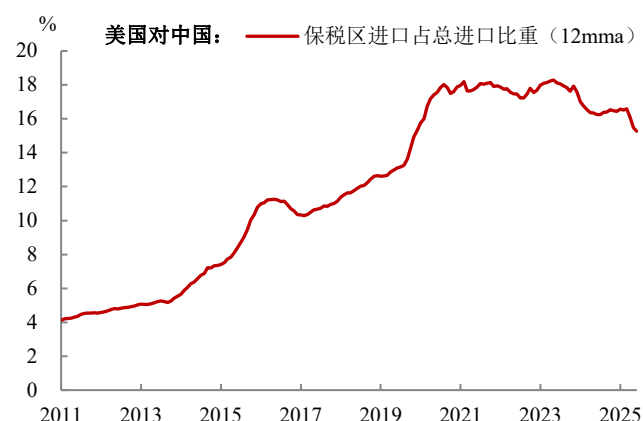
资料来源：WarehouseQuote，民生证券研究院

注：截至 2025 年 6 月。

2 美国对哪些国家的进口最受益于保税区政策？

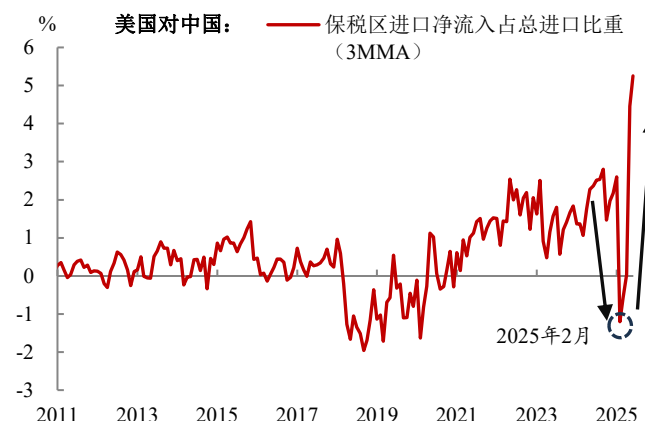
美国对中国进口货物使用保税仓的比重相对较高。自 2018 年中美双边关税上升以来，美国进口中国商品使用保税仓的比例从不足 10% 上升至近 20%。而在本轮关税调整中，美国从中国进口商品的保税区囤积行为也相对明显——2 月以来，美国从中国进口商品的保税区净流入占比从 -7.7% 触底反弹，6 月升至 7.3%，创下新高（2010 年以来）。

图8：美国进口中国商品使用保税仓的比率相对较高



资料来源：美国国际贸易署，民生证券研究院
注：截至 2025 年 6 月。

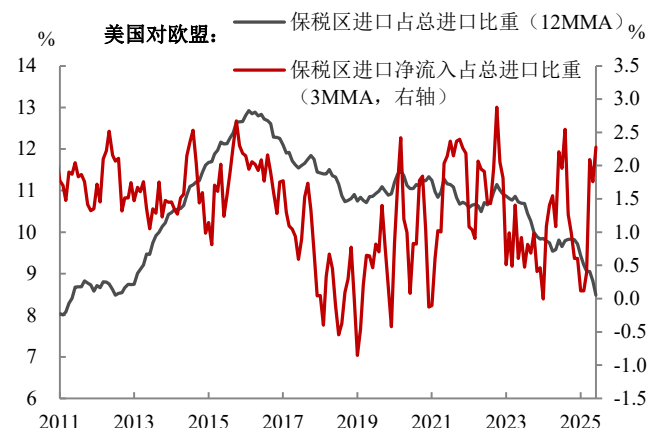
图9：美国对中国进口中，2 月以来保税仓净流入占比上升幅度明显



资料来源：美国国际贸易署，民生证券研究院
注：截至 2025 年 6 月。

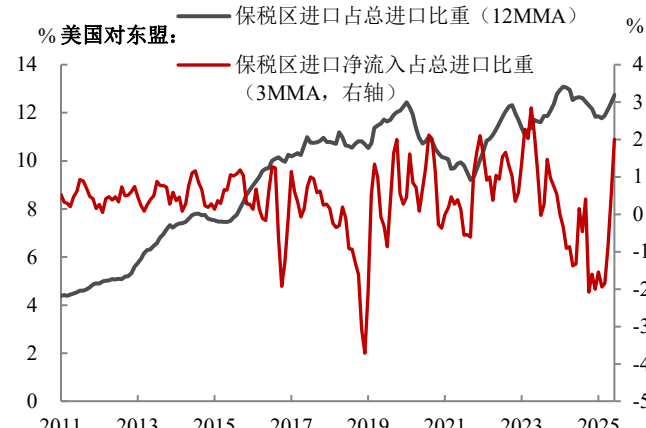
其他地区虽也呈现保税区净流入增长的趋势，但幅度相对偏缓。4 月以来，欧盟、东盟、日本及加墨等地区的保税仓净流入占比快速回升，6 月已基本恢复至 2024 年底水平，但增速较中国更为平缓。

图10：美国保税区使用情况：进口欧盟



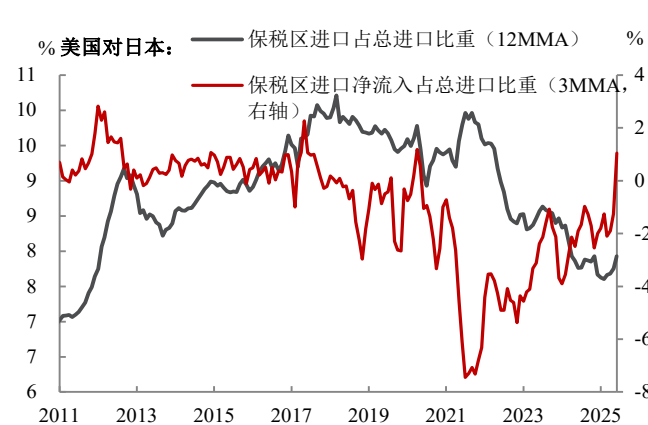
资料来源：美国国际贸易署，民生证券研究院
注：截至 2025 年 6 月。

图11：美国保税区使用情况：进口东盟



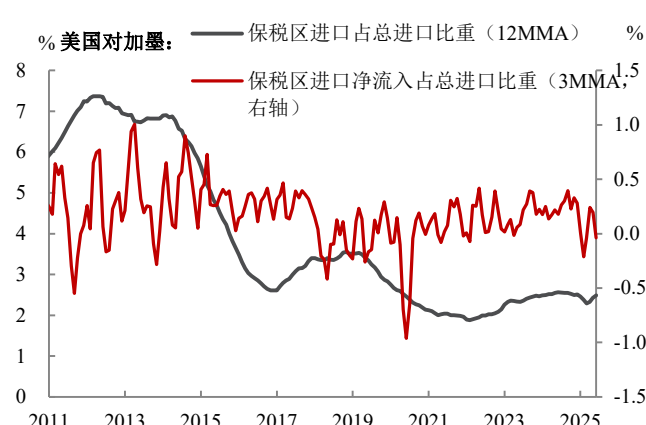
资料来源：美国国际贸易署，民生证券研究院
注：截至 2025 年 6 月。

图12：美国保税区使用情况：进口日本



资料来源：美国国际贸易署，民生证券研究院
注：截至 2025 年 6 月。

图13：美国保税区使用情况：进口加墨



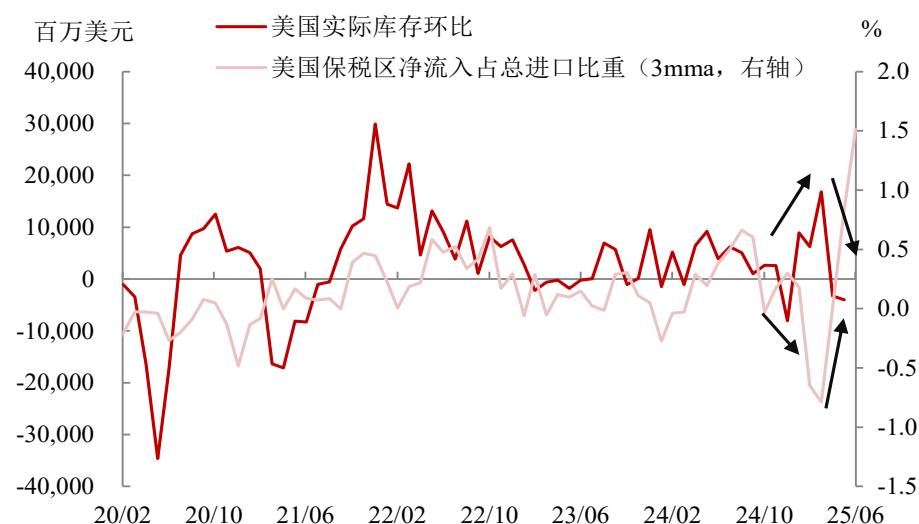
资料来源：美国国际贸易署，民生证券研究院
注：截至 2025 年 6 月。

3 保税区如何影响美国通胀？

我们在《关税“悖论”：真的越加越通缩？》中提到，年初企业抢进口的廉价库存延缓了短期通胀显现，而我们预计这批库存会在 7 月前消耗完毕。但这一分析忽略了美国“第二库存”——保税区的存在。

近期数据显示，保税区进口净流入与美国实际库存走势截然相反：1-3 月实际库存上升时，保税区净流入下降；4 月以来实际库存骤降，保税区净流入却加速上升。这反映出企业在高关税下的策略调整：从依赖“抢进口囤现货”转向“保税区囤缓冲”。

图14：美国保税区一定程度上承担了“第二库存”的功能



资料来源：ifind，美国国际贸易署，民生证券研究院

注：截至 2025 年 6 月。

而保税区库存整体规模并不小。由于企业库存和保税区净流入额两者统计口径存在区别（前者为美国经济分析局统计数据，后者为美国国际贸易署的进口数据），因此我们只能简单近似估算，2025 年上半年保税区累计净流入约 53 亿美元，相当于同期美国名义库存的四分之一。

但两者对通胀的影响存在明显不同。年初抢进口带来的超额库存几乎不受关税的影响，但保税区货物需在离区时按当前税率（不低于 10%）缴税，本质是“延迟缴税”的缓冲机制。因此，年初库存的关键是“何时耗尽”（6-7 月已近尾声），而保税区库存的关键是“何时离区”。

从 6 月数据看，保税区净流入尚未放缓，但我们预计拐点可能出现在 8 月。原因在于：保税区的避税策略本质是对关税不确定性的“应激反应”；8 月后，多数国家关税已落地，企业无需再押注税率下调，与其继续承担高额保税仓租金，不

如集中清关以降低长期成本。因此，8 月后保税区净流入或现放缓迹象。

图15：8 月美国对绝大部分地区对等关税基本落地

主要经济体对等关税变动一览											
经济体	美国贸易差额 (亿美元)	美国进口金额 (亿美元)	4月2日税率 (%)	8月1日税率 (%)	税率变动	经济体	美国贸易差额 (亿美元)	美国进口金额 (亿美元)	4月2日税率 (%)	8月1日税率 (%)	税率变动
欧盟	-2467.6	6179.1	20	15	-5	塞尔维亚	-6.2	8.8	37	35	-2
越南	-1293.8	1424.8	46	20	-26	缅甸	-6.1	6.8	44	40	-4
中国台湾	-763.9	1187.3	32	20	-12	特立尼达和多巴哥	-5.5	34.9	10	15	5
日本	-723.3	1520.7	24	15	-9	科特迪瓦	-4.6	10.5	21	15	-6
韩国	-699.2	1354.6	25	15	-10	博茨瓦纳	-3.1	4.2	37	15	-22
印度	-494.8	912.3	26	25	-1	斐济	-2.5	3.5	32	15	-17
泰国	-482.9	660.1	36	19	-17	加纳	-2.4	12.1	10	15	5
瑞士	-391.0	641.3	31	39	8	莱索托	-2.4	2.4	50	15	-35
马来西亚	-261.4	538.5	24	19	-5	毛里求斯	-2.0	2.4	40	15	-25
印度尼西亚	-193.5	295.5	32	19	-13	列支敦士登	-1.8	2.4	37	15	-22
柬埔寨	-130.4	133.6	49	19	-30	波斯尼亚和黑塞哥维那	-1.3	1.9	35	30	-5
南非	-91.0	149.2	30	30	0	冰岛	-1.3	11.1	10	15	5
以色列	-77.3	225.2	17	15	-2	文莱	-1.2	2.5	24	25	1
孟加拉国	-65.7	87.8	37	20	-17	纳米比亚	-1.2	2.8	21	15	-6
伊拉克	-60.3	76.9	39	35	-4	北马其顿	-1.2	1.8	33	15	-18
菲律宾	-53.0	145.9	17	19	2	玻利维亚	-1.1	5.2	10	15	5
圭亚那	-42.0	55.1	38	15	-23	摩尔多瓦	-0.9	1.4	31	25	-6
巴基斯坦	-33.3	54.7	29	19	-10	刚果民主共和国	-0.7	3.3	11	15	4
斯里兰卡	-27.9	31.6	44	20	-24	莫桑比克	-0.7	2.2	16	15	-1
土耳其	-25.0	178.0	10	15	5	喀麦隆	-0.7	2.6	11	15	4
哥斯达黎加	-23.3	120.1	10	15	5	赞比亚	-0.6	1.7	17	15	-2
挪威	-22.9	68.8	15	15	0	赤道几内亚	-0.4	1.4	13	15	2
委内瑞拉	-20.8	63.2	15	15	0	乌干达	-0.3	1.4	10	15	5
尼加拉瓜	-18.2	47.7	18	18	0	津巴布韦	-0.3	0.7	18	15	-3
尼日利亚	-16.9	58.7	14	15	1	乍得	-0.2	0.8	13	15	2
厄瓜多尔	-15.6	91.0	10	15	5	福克兰群岛	-0.2	0.2	41	10	-31
阿尔及利亚	-15.3	25.4	30	30	0	马拉维	-0.2	0.4	17	15	-2
约旦	-14.1	34.4	20	15	-5	巴布亚新几内亚	-0.1	0.8	10	15	5
新西兰	-13.6	58.6	10	15	5	阿富汗	-0.1	0.2	10	15	5
哈萨克斯坦	-13.3	24.1	27	25	-2	叙利亚	-0.1	0.1	41	41	0
安哥拉	-12.3	19.1	32	15	-17	瓦努阿图	-0.1	0.1	22	15	-7
利比亚	-9.3	14.9	31	30	-1	瑙鲁	0.0	0.0	30	15	-15
老挝	-8.1	8.5	48	40	-8	巴西	54.8	441.8	10	10	0
马达加斯加	-7.0	7.5	47	15	-32	英国	106.7	692.7	10	10	0
突尼斯	-6.5	11.5	28	25	-3						

资料来源：白宫，trade map 等，民生证券研究院整理

注：1) 其中欧盟为阈值税率，原税率低于 15%，加征差额税为 15% 减去原税率；原税率大于等于 15%，则不再附加加税，保持原税率不变。2) 巴西除 10%对等关税外另有惩罚（总税率达 50%）。3) 印度除 25%对等关税外另有惩罚（总税率达 50%）；4) 除上述规定以外，其余地区适用 10%对等关税，中国为 34%（其中 24%暂缓）。

对通胀而言，真正的压力可能在四季度集中爆发：我们预计，7 月前后，年初抢进口的廉价库存接近尾声；8-9 月，保税区货物将集中进入美国市场，企业关税成本压力进一步释放；叠加 9 月大概率降息，会对通胀进一步“推波助澜”。随着“天时地利人和”的消退，四季度美国通胀压力或将显著加剧。

4 风险提示

1) 特朗普政策过于激进导致美国经济陷入滞胀甚至衰退：关税大幅推高通胀、抑制需求的背景下，债务负担与货币紧缩的双重压力推升美国经济“滞胀螺旋”；若特朗普未能及时妥协或美联储转向不及时，经济有陷入衰退的风险。

2) 关税扩散超预期，导致全球经济超预期放缓：关税超预期扩散导致全球供应链风险明显上升，贸易和经济增长大幅放缓。

3) 地缘政治风险升温导致资产价格波动加大：俄乌、中东局势升温导致“黑天鹅”事件频发，避险情绪升温，资金外流，放大市场资产波动。

插图目录

图 1: CPI 环比增速回落	3
图 2: 通胀走势相对温和	3
图 3: 对外贸易区在美国高关税背景下推出	4
图 4: 海关保税仓储、对外贸易区仓储和一般仓储对比	5
图 5: 美国保税区 (保税仓+FTZ) 进口占总进口比重约为 10%左右	5
图 6: 美国保税区 (保税仓+FTZ) 净流入占比先降后升	6
图 7: 2025 年以来美国仓储价格指数上行	7
图 8: 美国进口中国商品使用保税仓的比率相对较高	8
图 9: 美国对中国进口中, 2 月以来保税仓净流入占比上升幅度明显	8
图 10: 美国保税区使用情况: 进口欧盟	9
图 11: 美国保税区使用情况: 进口东盟	9
图 12: 美国保税区使用情况: 进口日本	9
图 13: 美国保税区使用情况: 进口加墨	9
图 14: 美国保税区一定程度上承担了“第二库存”的功能	10
图 15: 8 月美国对绝大部分地区对等关税基本落地	11

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准		评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	公司评级	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
		谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上
	行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑获取本报告的机构及个人的具体投资目的、财务状况、特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，进行独立评估，并应同时考量自身的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代自身的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市虹口区杨树浦路 188 号星立方大厦 7 层； 200082

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 1 座 10 层 01 室； 518048