

美国通胀：“不担心”的三个理由

2025 年 08 月 11 日

➤ **虽然上周美国非农“捅了娄子”，但是对于美联储宽松的遐想还有一块“心病”——通胀。**6 月美国通胀虽然整体不及预期，但部分分项上已经显露出明显的通胀冲击迹象，“一波未平一波又起”，7 月底特朗普在新一轮关税博弈中，将美国对外关税再次整体性推高。那么怎么看待关税连环拳下的通胀冲击？

➤ **我们从三个维度去分析和跟踪当前的美国的通胀：首先是历史维度，其次是当前如何去追踪美国的通胀压力，最后我们认为要注意的是：通胀和通胀数据可能不是一回事了。**我们并不担心短期内的“通胀数据”，而更担心美联储重启降息后，美国通胀的顽固性。

➤ **首先，回顾历史，历史经验给出的答案往往是多面的。**关税的影响其实主要是两方面，一是带来价格的直接上涨（价），二是造成供应链冲击（量）。这两个维度其实对应着不同的历史经验：前者比较直观的例子就是加税（国内），比如发达国家比较常见的增值税改革；后者的极端例子就是 1970 年代石油禁运带来的冲击，带来严重供应短缺。

➤ **当前的关税可能介于上述两种情形之间。**一方面，虽然特朗普将关税提高到 1933 年以来的最高水平，但还没有出现供应短缺，暂时不存在难以弥补的供需缺口；另一方面，关税对美国国内价格的冲击还是会大于一般国内税加税的情形。对于美国来说，全球供应链的调整会比单纯的内销转出口更灵活，更容易向终端消费传导；此外还要考虑美元大幅贬值加剧通胀的影响。

➤ **其次，如何全面、及时评估关税对通胀的影响？**今年以来在政府裁员和白宫施压的影响下，追踪通胀数据变化可能比以往更为困难，在这种情况下通过多维度的指标辅助研判通胀走势显得尤为重要，包括：**进口价格/海运价格，各种调查价格，以及部分高频指标等。**

➤ **而对于 7 月数据，我们认为可能仍将持续“冰火两重天”的趋势。**能源、二手车、住房等大权重分项预计延续走弱趋势，而关税影响下的其他核心商品上涨的动能更强。因此相比于总量，我们认为结构的重要性在上升，需进一步关注物价上涨的广度。

➤ **最后，可能不得不考虑的问题是：在当前的美国，通胀和通胀数据可能不是一回事。**

➤ **担心通胀，不担心通胀数据？**因为非农数据的“事故”，特朗普果断撤换了美国劳工统计局局长，在白宫影响下通胀数据可能失真。

➤ **裁员的助攻？**此外，由于联邦政府裁员等因素影响，今年 3 月以来，调查数据可得性的下降导致越来越多的通胀分项数据是通过估算得来，这无疑会降低数据准确度，无法反映客观事实。

➤ **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 邵翔

执业证书：S0100524080007

邮箱：shaoliang@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. 资产价格研究：股市跑赢 GDP：分析框架和中外镜鉴-2025/08/08
2. 2025 年 7 月贸易点评：出口加速：7 月外贸的三个“意外” -2025/08/07
3. 2025 年 7 月服务业 PMI 点评：两个服务业景气指标为何大幅背离？ -2025/08/06
4. 美国经济研究：美国经济成色究竟如何？ -2025/08/06
5. 海外市场追踪：非农骤降的市场信号-2025/08/02

目录

1 历史比较：当前的通胀情形更类似于哪个阶段？	3
2 如何全面、及时评估关税对通胀的影响？	8
3 通胀的其他扰动	11
4 风险提示	12
插图目录	13

虽然上周美国非农“捅了娄子”，但是对于美联储宽松的遐想还有一块“心病”

——通胀。6月美国通胀虽然整体不及预期，但部分分项上已经显露出明显的通胀冲击迹象，“一波未平一波又起”，7月底特朗普在新一轮关税博弈中，将美国对外关税再次整体性推高。那么怎么看待关税连环拳下的通胀冲击？

从分析的完整性来看，**其实所有的经济冲击都是两面性**，因为经济本身有自我平衡能力。以通胀冲击为例，一般而言，一方面，冲击当然会对价格上涨产生压力；但另一方面，外部冲击带来的价格上涨本身会抑制需求，这反过来其实会限制通胀的传导。

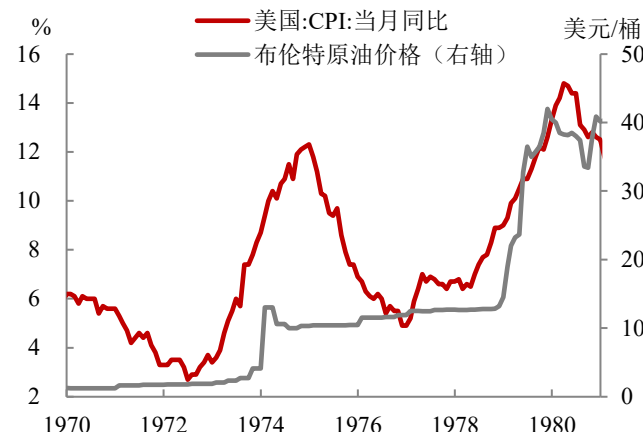
我们从三个维度去分析和跟踪当前的美国的通胀：**首先是历史维度，其次是当前如何去追踪美国的通胀压力，最后我们认为要注意的是：通胀和通胀数据可能不是一回事了。**我们并不担心短期内的“通胀数据”，而更担心美联储重启降息后，美国通胀的顽固性。

1 历史比较：当前的通胀情形更类似于哪个阶段？

回顾历史，历史经验给出的答案往往是多面的。市场比较喜欢把当前和 1970s 的石油冲击和滞胀对比，但是我们认为背后可能存在值得进一步剖析的细节：关税的影响其实主要是两方面，**一是带来价格的直接上涨（价），二是造成供应链冲击（量）。**这两个维度其实对应着不同的历史经验：前者比较直观的例子就是对国内生产或流通环节的商品加税，比如发达国家比较常见的增值税改革；后者的极端例子就是 1970 年代石油禁运带来的冲击，带来严重供应短缺。

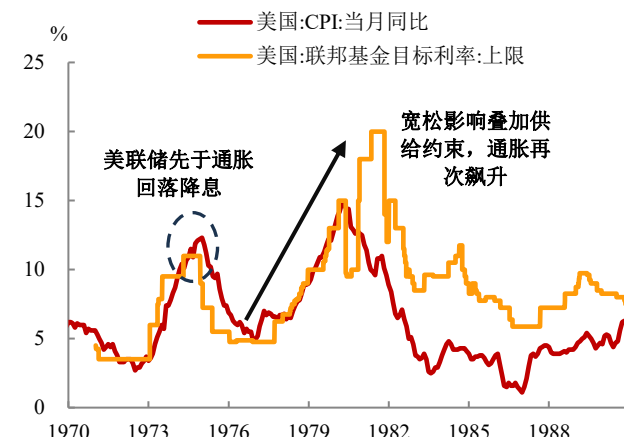
1970s 石油危机：石油禁运带来的供应中断，对通胀的影响幅度更大、更难缠。供应短缺带来的缺口，如果没法找到新的供给来源，客观上只能通过减少需求来控制通胀，而这个过程必然是“痛苦”的，一旦政策不够坚决，通胀会显得异常顽固。然而，1970 年代初以前持续宽松的货币政策带来通胀预期，叠加彼时美国货币政策纪律性不强，为配合白宫稳定经济，美联储加息不彻底，在通胀尚未回落前便迅速降息，虽然经济短暂复苏，但也带来了通胀中枢和通胀预期的上行，埋下了物价反复的伏笔。随着第二次石油危机的爆发和供给端的再次受控，通胀更加“不可收拾”。

图1：供给约束下油价飙升助推通胀上行



资料来源：ifind，民生证券研究院

图2：美联储在通胀回落前便开始降息

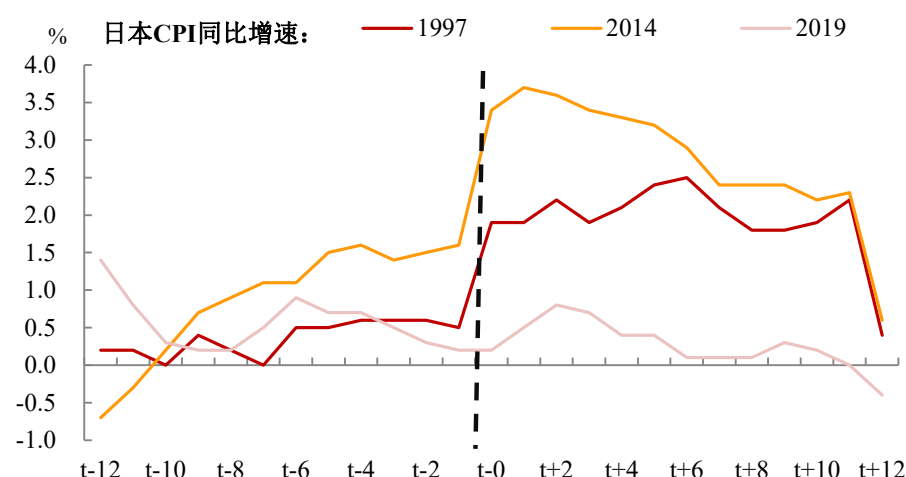


资料来源：ifind，民生证券研究院

而加税的经验可以参考历史上的日本和英国：

日本增值税上调（货币政策宽松背景下）。复盘历史，日本增值税共进行三轮调整（分别是1997、2014、2019年），共使得增值税率由3%上升至10%，为我们研究价格冲击的持续性提供了丰富的参考案例。可以看到，在日本三次上调增值税后，由于外部干预因素影响，价格均出现一次性上涨，CPI同比增速短期明显上升。

图3：日本上调增值税后，物价快速上升



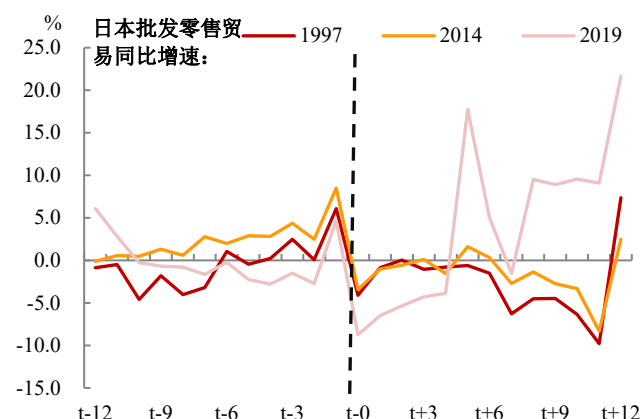
资料来源：ifind，民生证券研究院

注：t-0表示上调增值税当月。

但与此同时，需求侧也明显受挫，税率上升带来的价格上涨极大削弱了消费者的消费能力，日本国内批发零售销售出现断崖式下降，居民实际消费支出下行并维

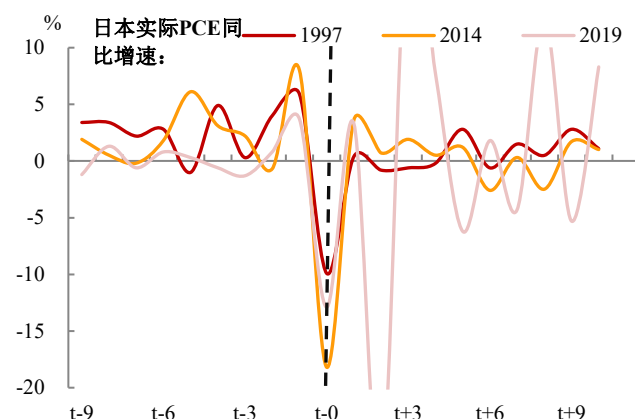
持在低位运行。需求的下行一定程度上抵消了价格的外部上涨，日本 CPI 同比在征税 3 个月左右后开始出现回落。

图4：日本批发零售销售断崖式下降



资料来源：ifind，民生证券研究院
 注：t-0 表示上调增值税当月。

图5：日本实际 PCE 支出大幅下降并且整体中枢下移



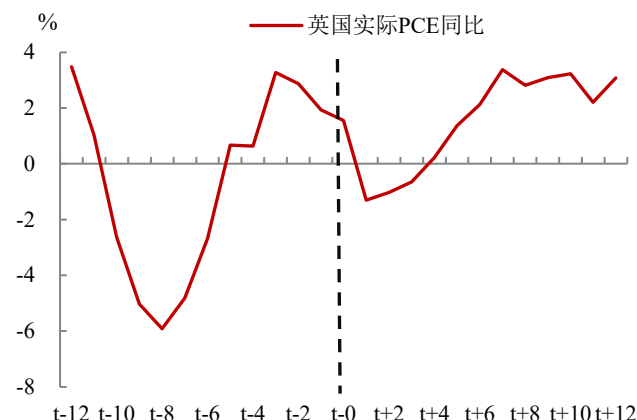
资料来源：ifind，民生证券研究院
 注：t-0 表示上调增值税当季。

英国增值税上调(货币政策偏紧背景下)。2011年1月,英国将增值税从17.5%提高到20%，导致本已处于上升趋势的通胀骤然加剧。英央行虽然将其视为暂时性的，但也担心通胀预期上升可能导致更持续的通胀。英国内部也存在较大争议，部分人认为英国央行应采取大步伐的加息行动，否则将丧失抑制通胀的可能性，但也有人认为英国经济复苏远未达到稳定的地步，当前加息太早。最终英央行出于经济的考虑，选择保持利率水平不变，而随着增值税带来的真实支出放缓，通货膨胀也在不久后触顶回落。

图6：税率上调后，英国核心CPI进一步上涨


资料来源：同花顺，民生证券研究院

注：t-0表示上调增值税当月（2011年1月）。

图7：税率上调后，英国实际PCE支出大幅下降


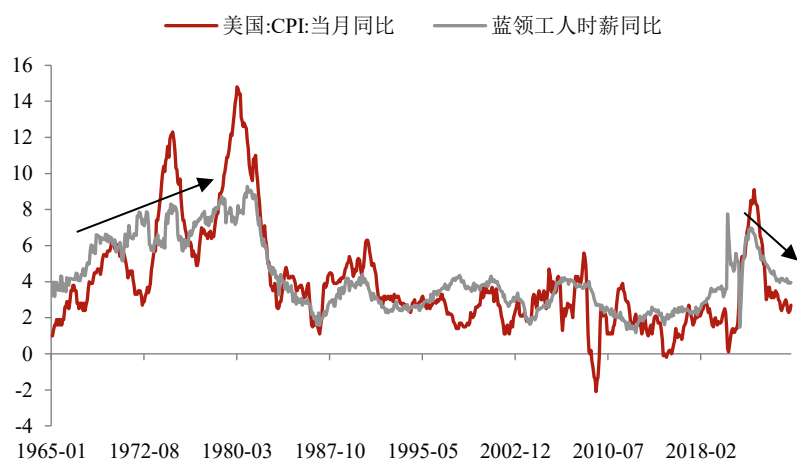
资料来源：同花顺，民生证券研究院

注：t-0表示上调增值税当季（2011年Q1）。

当前的关税可能介于上述两种情形之间。一方面，虽然特朗普将关税提高到1933年以来的最高水平（18.6%），但还没有出现供应短缺，暂时不存在难以弥补的供需缺口：非美经济体大部分选择“服软”，没有因此带来国内严重的产品短缺，作为全球最大的消费国，非美国国家尤其是新兴经济体还无法摆脱对美国的出口依赖。另一方面，关税对美国国内价格的冲击还是会大于一般国内税加税的情形。对于美国来说，全球供应链的调整会比单纯的内销转出口更灵活，更容易向终端消费传导；此外还要考虑美元大幅贬值加剧通胀的影响。

不可否认，关税最终大部分会由美国的企业和居民承担。但这是个“时间换空间”的游戏：如果控制不好节奏，确实会带来短期内的通胀压力问题；而如果控制好节奏，把价格传导分散、时间拉长，价格缓慢上涨又是另一种光景——但这个前提是美国能保持工资增速继续放缓，同时降息不过于激进导致信贷明显扩张。而短期内，至少美国经济基本面是符合这两点的情况的，所以通胀的传导也会相对可控。但往后白宫和美联储如何不断调整政策组合和节奏将至关重要。

图8：美国通胀：工资-通胀螺旋很重要



资料来源：同花顺，Federal Reserve Bank of St. Louis，民生证券研究院

2 如何全面、及时评估关税对通胀的影响？

今年以来追踪通胀数据变化可能比以往更为困难，联邦政府的预算削减和裁员使得外派搜集数据的人员不足，统计工作量和估算比例大幅上升，一定程度上放大了数据的波动性，导致精细度和准确性降低。

因此，在这种情况下通过多重维度的指标辅助研判通胀走势显得尤为重要，包括：

进口价格/海运价格：各个国家出口价格的高频指标，比如中国义乌小商品价格指数、CCFI 航运价格，日本出口价格指数等。

各种调查价格：ISM 制造业和服务业价格指数，各地联储的调查的原材料和出厂价格指数，中小企业调查提价意愿等。

高频指标：例如美国汽油零售价格，CRB 食品指数，曼海姆二手车价格，Zillow 住房价格等，可提供对于部分分项走势的参考。

图9：美国国内部分通胀观测指标一览

美国国内部分通胀观测指标一览（%）								
	边际	2025/7	2025/6	2025/5	2025/4	2025/3	2025/2	2025/1
观察指标								
ISM制造业PMI：价格	↓ -4.9	64.8	69.7	69.4	69.8	69.4	62.4	54.9
ISM服务业PMI：价格	↑ 2.4	69.9	67.5	68.7	65.1	60.9	62.6	60.4
联储调查平均PMI：投入价格	↑ 4.2	41.3	37.2	39.2	39.0	35.0	31.1	19.5
联储调查平均PMI：产品价格	↓ -2.8	19.1	21.9	20.8	21.7	15.5	15.9	12.3
高频指标								
WTI原油价格同比	↓ -2.0	-16.4	-14.5	-22.5	-25.4	-15.5	-7.1	1.7
汽油零售价格同比	↓ -1.8	-9.8	-7.9	-11.7	-12.2	-9.4	-2.4	0.2
曼海姆二手车价格同比（领先2个月）	↓ -0.9	4.0	4.9	-0.2	0.1	0.8	0.4	0.2
国际粮油组织食品价格同比（领先8个月）	↑ 0.9	5.9	5.0	2.2	-0.3	-3.0	-1.7	-3.4
Zillow房屋价值指数同比（领先1年）	↓ -0.5	3.4	3.9	4.3	4.4	4.2	3.7	3.2
预期指标								
联储调查平均PMI：投入价格预期	↑ 6.2	38.9	32.7	32.2	34.9	31.2	36.0	32.1
联储调查平均PMI：产品价格预期	↑ 4.4	42.7	38.3	39.1	45.5	33.7	39.0	35.4
中小企业乐观指数：价格计划	↑ 1.0		32.0	31.0	28.0	30.0	29.0	26.0
密歇根通胀预期：1年	↓ -0.5	4.5	5.0	6.6	6.5	5.0	4.3	3.3
密歇根通胀预期：5年	↓ -0.2	3.4	4.0	4.2	4.4	4.1	3.5	3.2

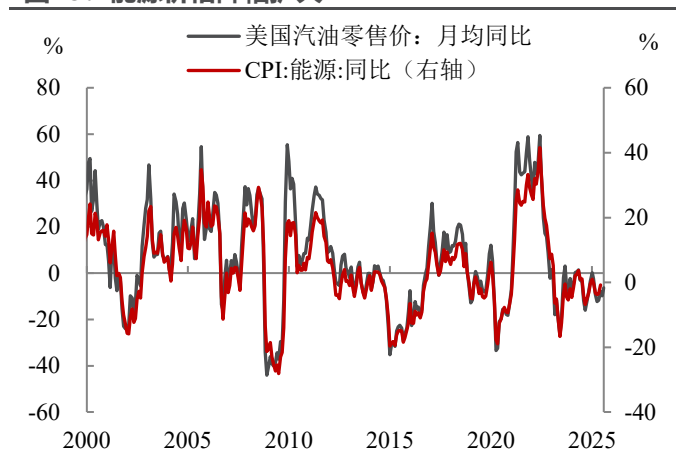
资料来源：同花顺，民生证券研究院

而对于7月数据，我们认为可能仍将持续“冰火两重天”的趋势，能源、二手车、住房等大权重分项预计延续走弱趋势，而关税影响下的其他核心商品上涨的动能更强。因此相比于总量，我们认为结构的重要性在上升，需进一步关注物价上涨的范围和广度。一个典型的例子在于，6月核心通胀虽未及预期，但由于关税相关的多数产品呈现涨价迹象，仍引发降息预期和资产价格的回撤。具体来看：

一方面，从高频数据上，7月能源（汽油零售价格）同比降幅扩大，并且作为核心分项的二手车、住房分项价格也延续回落，前者主要受到去库存、需求透支和海外降价等因素影响（详见报告《“外强中干”的美国消费？》），后者则受到高利

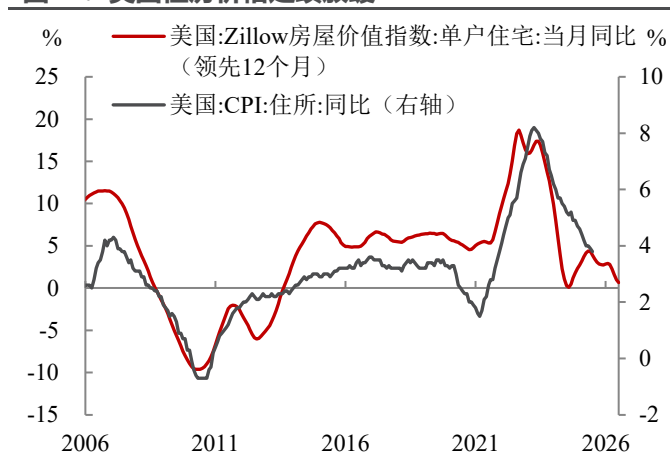
率的压制和购房需求的放缓，这会很大程度上压制 7 月 CPI 的读数。

图10：能源价格降幅扩大



资料来源：同花顺，民生证券研究院

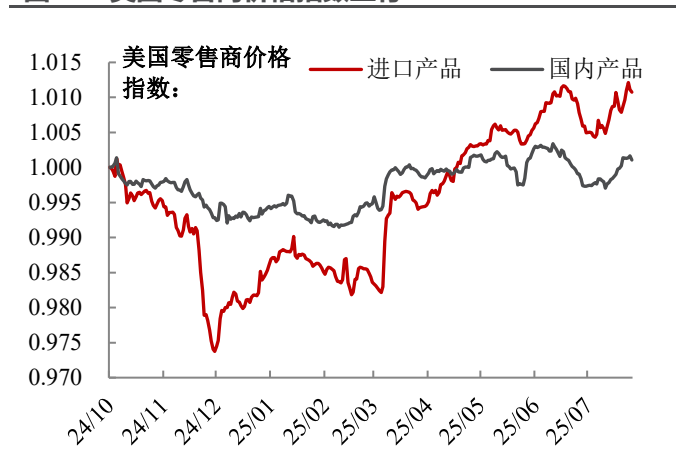
图11：美国住房价格延续放缓



资料来源：同花顺，彭博，民生证券研究院

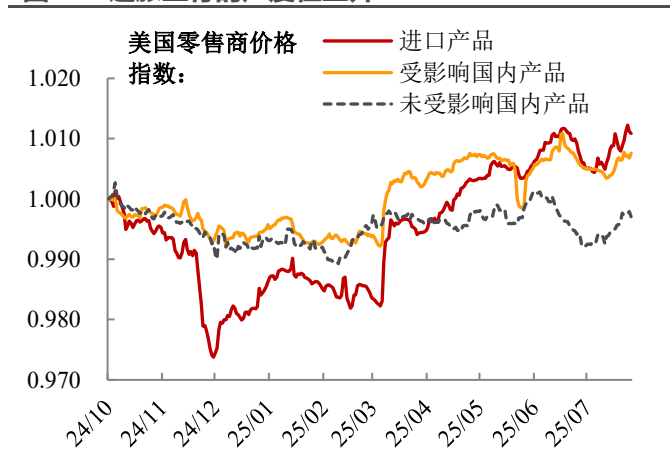
另一方面，对于与关税和进口更相关的产品，例如服装、家具、休闲电子等，由于缺乏相应的高频指标，难以对其价格涨幅进行大致的估计。但从美国大型零售商的产品价格（哈佛大学测算）可以观察到一些端倪，7月以来美国大型零售商开启新一轮涨势。而且从结构上来看，本轮上涨的范围更加广泛：无论是美国进口商品还是国内本土制造商品、受关税影响还是未受影响的商品价格均同步上行（与 4-6 月的分化特征有所不同），这反映出通胀上涨和广度在显著上升。

图12：美国零售商价格指数上行



资料来源：哈佛大学，民生证券研究院

图13：通胀上行的广度在上升



资料来源：哈佛大学，民生证券研究院

而从微观企业行为来看，企业后续整体提价意愿较高。当前制造业和服务业 PMI 价格指数延续高位徘徊，而随着对等关税 2.0 在 8 月正式落地，企业对于未

来价格上涨的预期和提价意愿也明显上升（中小企业涨价计划和地区联储价格预期持续上升），这反映出企业对通胀的担忧仍然较强，后续涨价的范围可能更加广泛。

图14：中小企业涨价意愿上升



资料来源：同花顺，民生证券研究院

图15：地区联储产品价格预期大幅上行



资料来源：同花顺，民生证券研究院

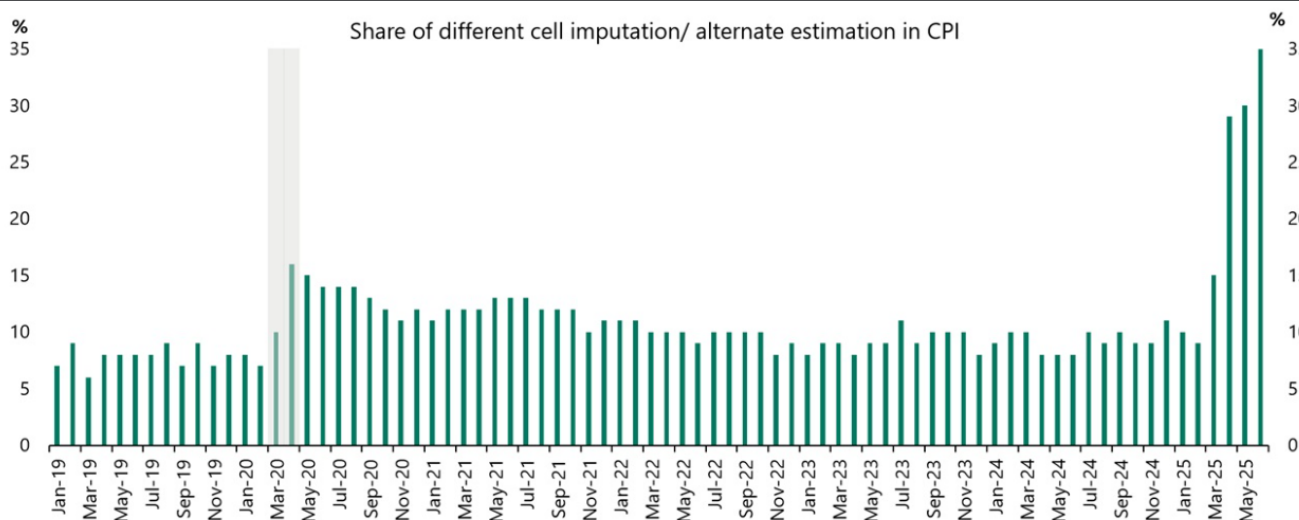
3 通胀的其他扰动

最后可能不得不考虑的问题是：在当前的美国，通胀和通胀数据可能不是一回事。

担心通胀，不担心通胀数据？ 因为非农数据的“事故”，特朗普果断撤换了美国劳工统计局局长，而“巧合”的是美国通胀数据的搜集整理发布也是劳工统计局负责，因此在白宫影响下通胀数据可能失真。

裁员的助攻？ 此外，由于联邦政府裁员等因素影响，今年3月以来，调查数据可得性的下降导致越来越多的通胀分项数据是通过估算的来，6月估算的部分占比已经超过三分之一（正常情况在10%左右），这可能会降低数据准确度，无法反映客观事实。

图16：美国 CPI 中因数据不可得、使用估算方法来测算的部分占比



资料来源：Apollo，民生证券研究院整理

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: 供给约束下油价飙升助推通胀上行	4
图 2: 美联储在通胀回落前便开始降息.....	4
图 3: 日本上调增值税后, 物价快速上升	4
图 4: 日本批发零售销售断崖式下降.....	5
图 5: 日本实际 PCE 支出大幅下降并且整体中枢下移	5
图 6: 税率上调后, 英国核心 CPI 进一步上涨.....	6
图 7: 税率上调后, 英国实际 PCE 支出大幅下降	6
图 8: 美国通胀: 工资-通胀螺旋很重要.....	7
图 9: 美国国内部分通胀观测指标一览.....	8
图 10: 能源价格降幅扩大	9
图 11: 美国住房价格延续放缓.....	9
图 12: 美国零售商价格指数上行.....	9
图 13: 通胀上行的广度在上升.....	9
图 14: 中小企业涨价意愿上升.....	10
图 15: 地区联储产品价格预期大幅上行	10
图 16: 美国 CPI 中因数据不可得、使用估算方法来测算的部分占比.....	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