

关税“博弈”：谁是主要“受害者”？

2025 年 07 月 17 日



分析师：陶川

执业证号：S0100524060005

邮箱：taochuan@mszq.com

分析师：林彦

执业证号：S0100525030001

邮箱：linyan@mszq.com

研究助理：武朔

执业证号：S0100125070003

邮箱：wushuo@mszq.com

➤ **三季度，美国关税大戏进入数据验证窗口。**市场异常冷静，有人相信了通胀退潮的“海市蜃楼”，有人则押注特朗普再端上一盘“TACO”大餐。但眼下，除了等待，我们别无他法。市场之外，4-6 月，美国关税口袋鼓了不少（累计约 644 亿美元收入，年化接近 2600 亿美元）。这笔账，最终究竟由谁“买单”？

➤ **作为经济学和国际贸易研究的核心问题，关税主要涉及出口商，进口商和消费端三方的博弈。**虽然本质上是对进口企业征收的税种，但支付≠承担，最终成本承担者取决于供需弹性和市场议价能力，进口商（制造商或批发商）可以通过提价将成本向下游（零售商或消费者）转移，或压价向上游（出口商）分摊。

➤ **根据以往的研究，在全球化供应链中，由于对进口品需求相对刚性、议价弱势和替代成本高，进口国企业和消费者往往成为关税的实际承担者，而其中消费者的议价能力更弱，会被动承接更多的关税成本。**那么，这个规律适用于本轮的情况吗？

➤ **首先，面对巨额关税下的进口需求下降，出口商为了获取订单和抢占市场，可能会主动降价，牺牲部分利润，相当于间接承担了关税成本。**但从美国进口价格指数来看，近几个月走势相对平稳（2-5 月月均增速约为 0%），而剔除了能源和食品后的数据更是出现了多月连续上涨（2-5 月月均增速约为 0.2%），降价促销的特征并不明显，这也**一定程度上说明了在关税的前几个月，出口商整体并没有出现特别明显的分担关税的行为。**

➤ **从结构上来看，日本、中国等可能通过降价受到部分影响。**关税征收后，美国对主要伙伴如欧盟、东盟、加拿大和墨西哥等进口价格并未出现明显回落，东盟对美出口价格甚至明显上升，我们估计可能是由于美国将部门订单转移东盟，提高了东盟在对美贸易之间的议价能力。

➤ 由于本轮关税普加 10%，因此对于多数国家来说关税处于同一竞争起跑线，因此降价竞争的压力不大，而关税加征幅度（25%）更大的加拿大和墨西哥由于部分产品受到 USMCA 的豁免，因此降价的压力也偏小。而日本、中国等可能受到了一定影响，前者主要是由于汽车、钢铁等行业关税严重遏制了其经济增长命脉；后者则因为税率偏高，影响了一定的对美出口份额。

➤ **其中，日本制造业降价明显，尤其以汽车的最为显著（4-6 月对美汽车出口价格累计下跌 18%）。**自 4 月对等关税和行业关税征收以来，日本对美出口价格大幅下降，远低于日本总体出口价格降幅。由于美国在日本出口占比中的份额约在 20%左右，其中汽车、钢铁更是其出口的重中之重，50%的钢铁关税和 25%的汽车关税对日本制造业和经济增长颇具影响。

➤ 截止至 6 月，日本对美国乘用车价格自 4 月以来下降近 18%，而对非美国国家仅下降 0.1%，产品端降价压力飙升，利润明显收缩。因此，我们也不难理解为什么日美至少进行了 7 轮谈判均未达成明显共识，以及日本在谈判中对取消汽

相关研究

1. 海外市场点评：6 月美国 CPI 的降息“份量” -2025/07/16
2. 2025 年上半年经济数据点评：5.3%的预期与现实-2025/07/15
3. 2025 年 6 月外贸数据点评：6 月出口：“预期差”在哪？ -2025/07/14
4. 美国经济研究：关税“悖论”：真的越加越通缩？ -2025/07/12
5. “十五五”规划系列报告（三）：从今年高考看“十五五”规划-2025/07/11

车关税的强硬态度了。

➤ **其他产品上**，日对美纺织、机械、化工、金属等出口价格也均有明显下行，较日本对全球出口价格明显走弱，关税压力下日本企业降价行为较为普遍，也是关税的主要影响国之一。

➤ **此外，美国进口中国价格也受到一定影响**。2-5 月美国对中国进口价格月均增速为-0.4%，中国出口商可能存在一定的降价换取对美出口份额的特征，尤其是服装、低端电子产品、塑料等商品。

➤ **进一步需要注意的是，虽然从整体上，出口商并未明显分担关税，但并不意味着其可以“独善其身”，其中的关键因素在于美元贬值**。自年初以来，美元贬值 10% 以上，几乎相当于税率的增幅。这对于以美元结算的货物来说，相当于换回的本币收入更少，即产生了汇兑损失，进一步导致出口商的财务费用上涨。因此，我们倾向于认为虽然美国国内主要承担了关税成本，而对于出口商则更多承担了美元贬值的负担。

➤ **其次，既然 4-6 月的关税成本主要由美国国内负担，那么哪个环节是主要承接者？**

➤ **我们认为当前主要是美国国内的制造商和批发商吞下了这笔成本，尚未大幅转移至下游零售商和消费者**。4 月以来，美国制造商和批发商进口海外商品要支付大范围对等关税，这直接导致两者面临的成本上升。但终端价格却保持相对平稳（核心 CPI 环比持续 5 个月不及预期），并未出现大范围的涨价特征，这意味着关税成本可能更多由制造商和批发商自身消化，尚未大幅向下游零售端转移。

➤ **主要原因在于**，年初制造商和批发商积累了大量的廉价库存，这使得下游零售端依然能拿到相对便宜的货源，价格上涨并不明显。但 4 月以来美国制造商和批发商库存开始逐步消耗，我们在报告《关税“悖论”：真的越加越通缩？》中提到，预计这批低价库存将在 7 月前完全消化完毕，届时 4 月以来制造商和批发商的新增进口（完全承担 10% 的税率）将开始逐步进入零售商柜台，关税成本向零售端的转嫁也将加快。

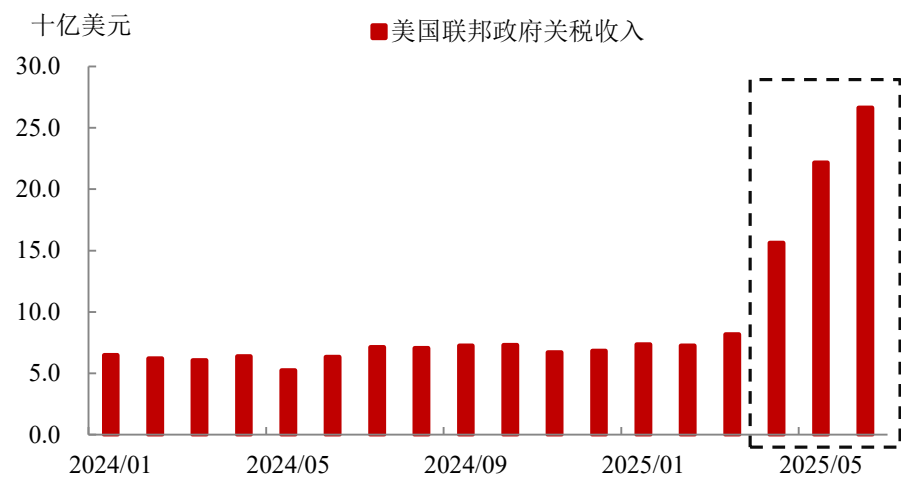
➤ **但最终受害的还是美国消费者**。随着进口商向下游的成本转嫁，美国零售商的涨价诉求越来越强，尤其是在巨头沃尔玛的带头下（计划 6 月起逐步提价），美国诸多零售商纷纷透露涨价意向，核心原因仍在于当前美国零售商的稀薄利润率已经禁不起关税的蚕食了。

➤ **我们以美国主要零售商企业为例**。可以看到，美国零售商自身的利润率不高，除了少数几个如威廉姆斯-索诺玛、家得宝利润率稍高以外，其余大多数均低于 5%，甚至部分为负。零售端的利润很大程度上来自于库存管理，原本就是薄利多销赚高周转的钱。因此，利润率稍高的家得宝可能是为数不多的敢于维持价格不变的零售企业，但对于其他大多数零售商来说，面对如此稀薄的利润率，实在没有全盘吃下关税成本的底气。

➤ **综上，特朗普要求美国零售商自行承担即将到来的关税成本，而不是将其转嫁给消费者的号召的确不太现实**。根据 PIIIE 测算，如果零售商完全吸收关税成本，将导致总体零售利润率下降 2.5 个百分点，这对于部分企业来说将是毁灭性的打击。

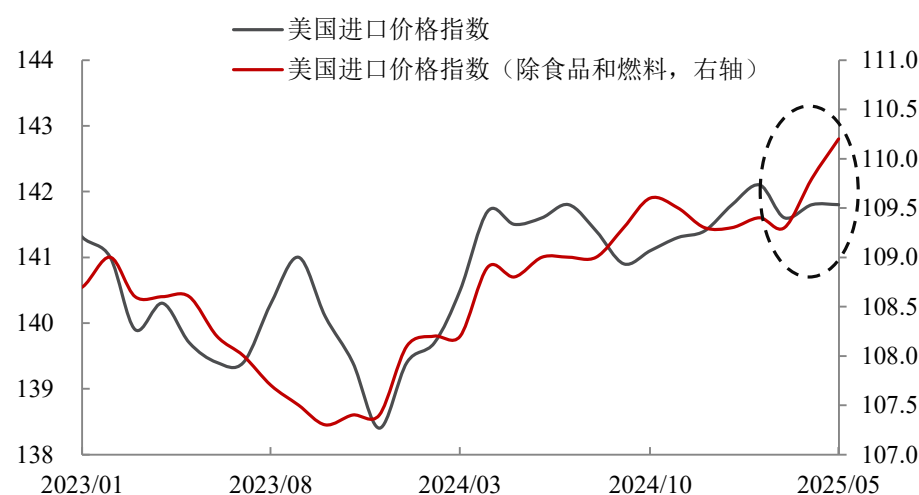
- **那么后续企业向消费者转嫁成本的比例有多大？** 根据纽约联储的调查，超过一半的企业倾向于将至少 50%-75% 的成本转移给消费者，这也意味着随着时间的推移，后续消费端的价格压力将明显提升，并且逐步反映在 CPI 的涨幅上。
- 我们预计将在今年晚些时候看到更大范围的价格上行，这将进一步蚕食美国家庭的生活成本和消费活力，国内消费者将成为关税的主要受害者，而美国经济也更能维持滞胀的局面。
- **风险提示：** 美国经贸政策大幅变动；关税扩散超预期，导致全球经济超预期放缓、市场调整幅度加大。

图1：美国 4-6 月关税收入创新高



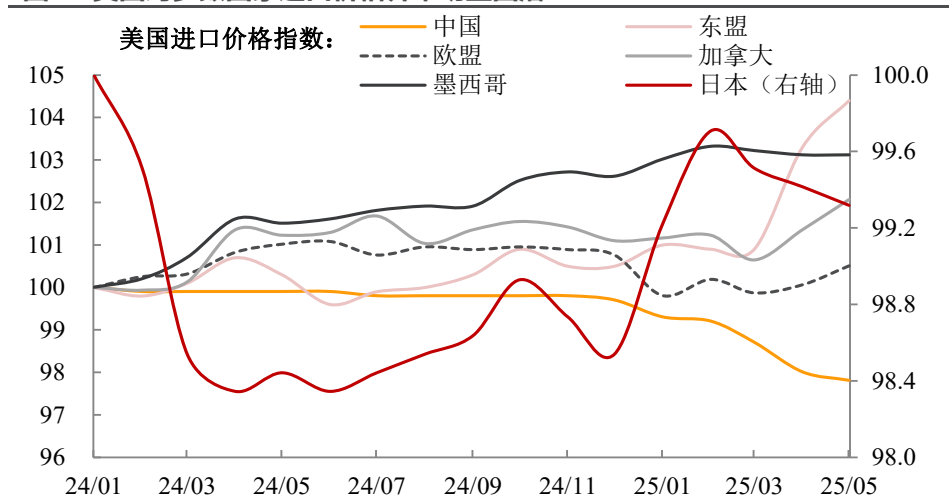
资料来源：彭博，民生证券研究院

图2：美国进口价格指数并未出现明显走弱



资料来源：彭博，民生证券研究院

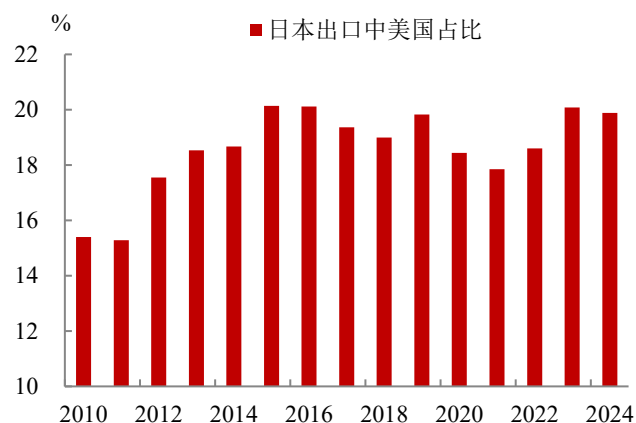
图3：美国对多数国家进口价格并未明显回落



资料来源：彭博，民生证券研究院

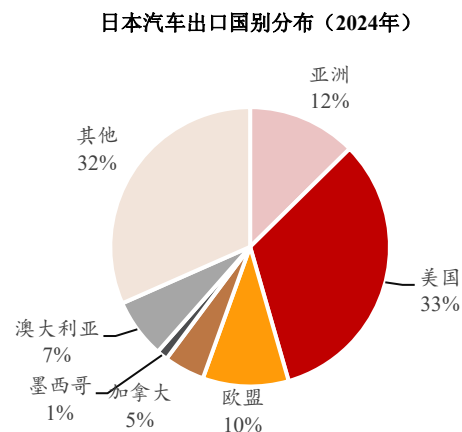
注：2024年1月标准化为100；墨西哥和加拿大为工业制成品价格（剔除能源影响）。

图4：日本出口份额中美国占比较高



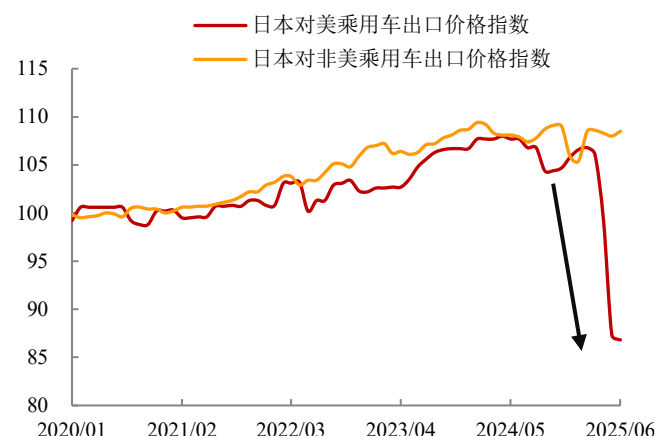
资料来源：ifind，民生证券研究院

图5：对美汽车出口是日本制造业重要命脉



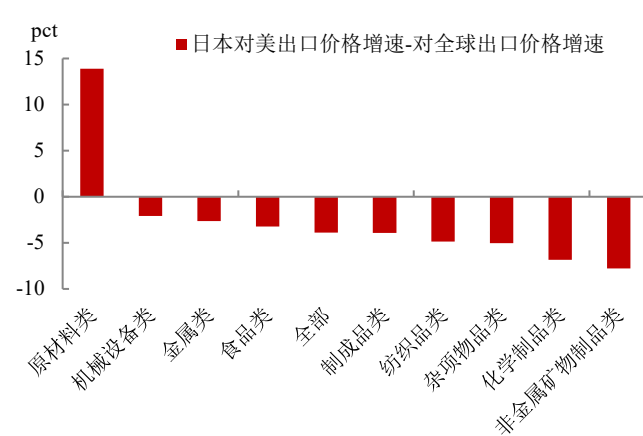
资料来源：ifind，民生证券研究院

图6：日本对美乘用车出口价格断崖式下降



资料来源：BOJ，民生证券研究院

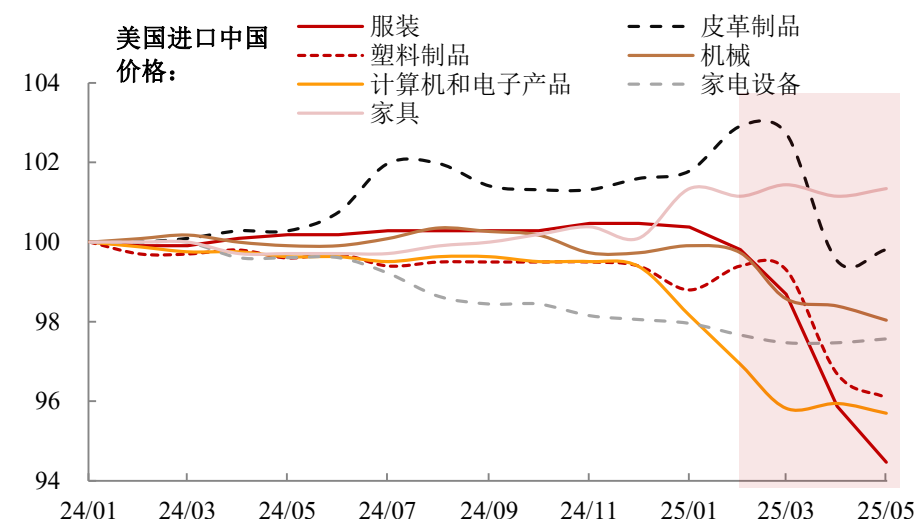
图7：日本对美多数产品出口价格降幅高于对全球降幅



资料来源：ifind，民生证券研究院

注：增速为2025年5月较2025年3月价格涨跌幅。

图8：中国对美出口服装、皮革、电子产品等价格边际下降



资料来源：彭博，民生证券研究院

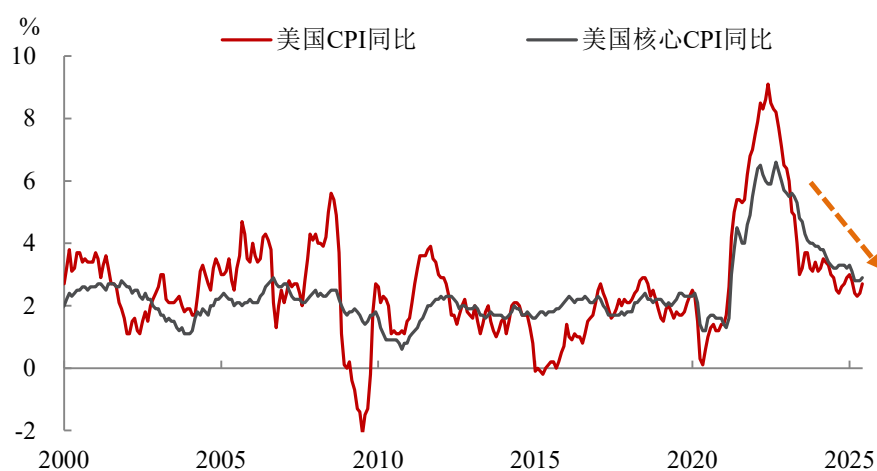
注：2024年1月标准化为100。

图9：年初以来美元贬值 10%以上



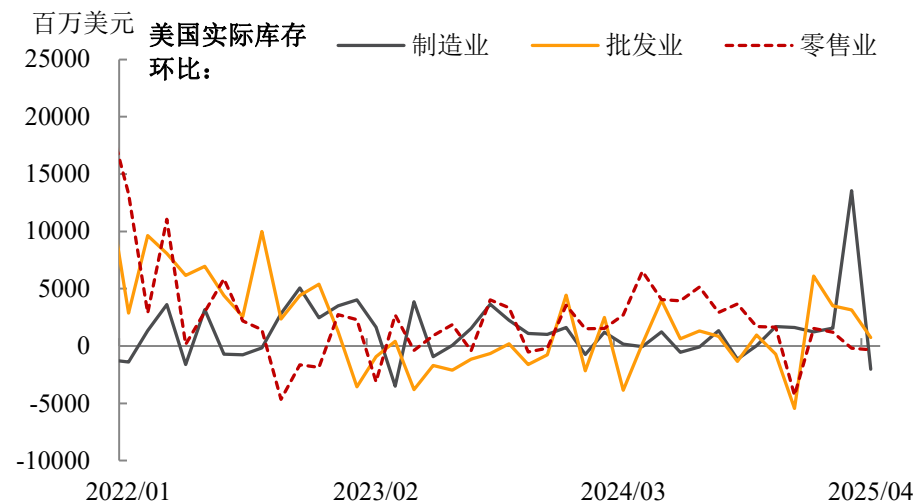
资料来源：ifind，民生证券研究院

图10：美国国内消费端的成本上涨迹象尚不明显



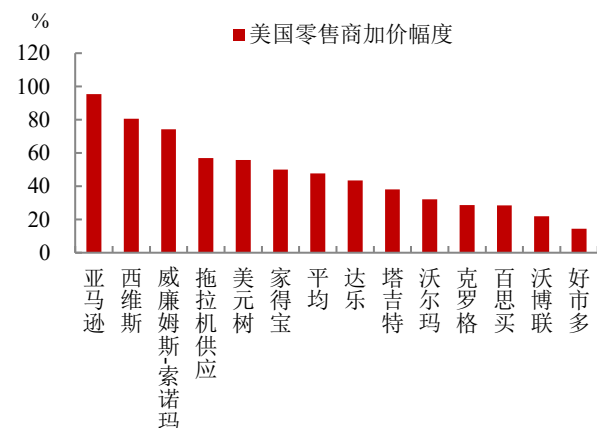
资料来源：ifind，民生证券研究院

图11：批发商和制造商是前期库存上涨的主要推动力



资料来源：ifind，民生证券研究院

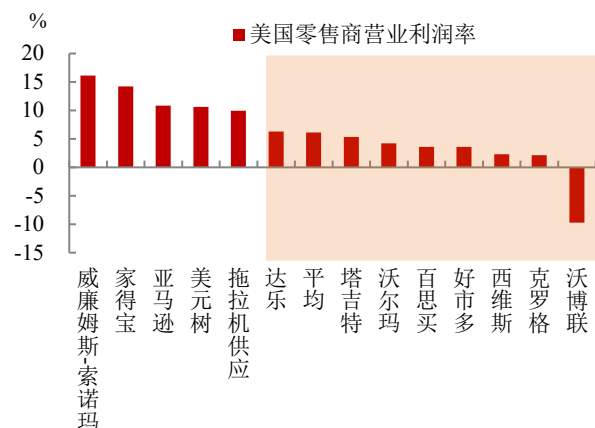
图12：美国零售商销售价格较成本存在较高加价



资料来源：PIIE，民生证券研究院

注：数据为2024年；加价幅度计算为（销售额-销售成本）/销售成本。

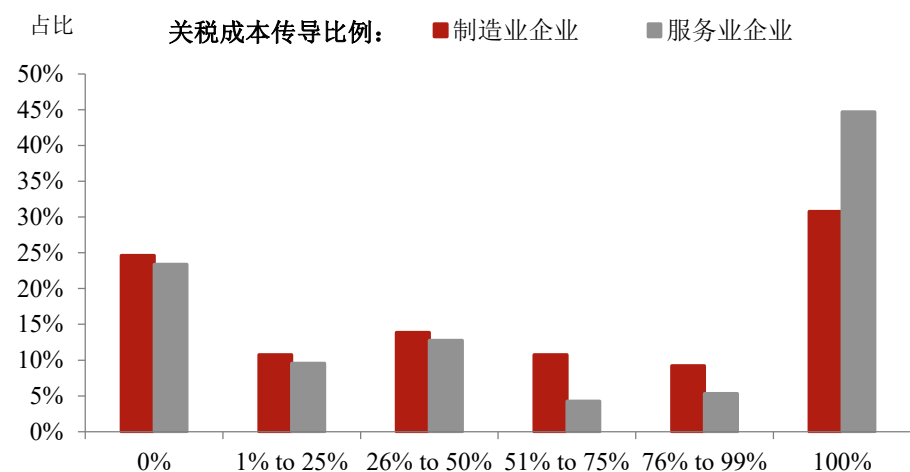
图13：但在各项费用影响下，整体利润率偏低



资料来源：PIIE，民生证券研究院

注：数据为2024年。

图14：超过一半的企业倾向于将至少 50%-75%的成本转移给消费者



资料来源：纽约联储，民生证券研究院

注：纵轴表示企业占比，横轴表示企业愿意将成本转移给消费者的比重；以制造业为例，愿意将 51%-75% 的成本转移给消费者的企业占比约 11%，转移 76%-99% 成本的企业占比约 9%，转移 100% 成本的企业占比约 31%，累计占比超过 50%。

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。本报告清晰准确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