

关税“悖论”：真的越加越通缩？

2025 年 07 月 12 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

分析师：邵翔

执业证号：S0100524080007

邮箱：shaoliang@mszq.com

研究助理：武朔

执业证号：S0100125070003

邮箱：wushuo@mszq.com

➤ **二季度以来，最令市场感到诧异的莫过于关税（至少 10%）落地之后，美国通胀数据却持续地不及预期了。**4 月以来特朗普大范围对等关税引发市场巨震，但通胀数据却“稳如泰山”，CPI 连续两个月不及预期，难道关税真的对通胀没有影响吗？甚至说美国可以直接跳过关税带来的“滞胀风险”直接进入衰退通缩和政策宽松的象限？

➤ **我们认为，通胀预期至少目前还没有完全“下桌”，短期的数据可能只是暴风雨前的宁静：**跨越大洋的航程叠加美国海关的“慢条斯理”（最高 45 天的结算缓冲），让 4 月打响的关税战的真实影响大幅延后；更关键的是，这次美国企业对关税有充分的心理准备，24Q4-25Q1 囤积的廉价库存，像一块厚实的“安全垫”默默撑住了 4-5 月的物价，但这块垫子，眼看就可能要在夏季的炎热中逐渐“融化”了。

➤ **我们是这么理解这场迟迟未到的涨价潮：**

➤ **首先，由于存在运输时间、海关征收规则的影响，导致了美国关税的征收本身就存在时滞。**根据白宫声明，全面的对等关税于 4 月初开始，而 4 月 9 日前已经从港口启动运输的货物享受对等税率豁免，只有 4 月 9 日后从各国起运的货物才面临大范围的税率上调。

➤ **我们简单算一笔时间账，**从亚洲到北美的海运平均运输时间为 15 至 30 天；而从欧洲到北美的运输时间为 10 至 20 天。这意味着 4 月 9 日后从各国出发的船舶最快将于 4 月下旬开始陆续抵达美国港口。

➤ **而根据美国海关和边境保护局（CBP）关税征收规则，**一般情况下关税应在货物到港放行后 10 个工作日内缴纳，但 CBP 为简化流程，提供了“定期月结单”（PMS）这一便捷功能，可将多笔关税合并处理，并在次月的第 15 个工作日统一缴纳，这也就为进口商提供了最多约 45 天的缓冲时间，而目前通过 PMS 缴纳的关税约在 70% 左右，占主要部分。

➤ **因此，4 月下旬抵达美国的绝大部分货物会在 5 月 21 日（5 月第 15 个工作日）进行集中缴纳税款。而 5 月以后到达的货物则将在 6 月 23 日集中缴纳。这就产生了两个问题：**一方面，从价格上，由于 PMS 的影响，关税集中缴纳的整体时间滞后，税率大规模反映在进口商的成本端上要等到 5 月下旬，进口商从而根据成本端的上升幅度签订新的涨价合同，向零售端的传导需要时间，因此 5 月通胀难以完全反映税率上涨；另一方面，4 月 9 日以来美国到港货物明显减少，5 月港口吞吐量骤降低，这也导致了关税影响的商品占比在下降。

相关研究

1. “十五五”规划系列报告（三）：从今年高考看“十五五”规划-2025/07/11
2. 海外政策展望：跳出关税看谈判：“7 月 9 日”还重要吗？-2025/07/07
3. 市场动态点评：A 股、美股共振：复盘与展望-2025/07/07
4. 海外市场点评：关税大限将至，市场需不需要担心？-2025/07/06
5. 海外市场点评：6 月非农缘何大超预期？-2025/07/04

➤ **其次，而更重要的问题在于，前期抢进口带来的低价库存还没有被消化完。**

出于对关税的担忧，企业集中抢进口带来 1-3 月库存飙升，这些库存享受着对等关税前相对廉价的成本（没有关税且美元币值高企）。我们认为至少截止至 5 月，这批低价库存仍是当前消费的主力军，进而阻碍了通胀的上行，而我们预计这些廉价库存预计将在 7 月前消耗完毕。

➤ **由于库存的数据公布较为滞后，无论是官方库存数据还是零售商中报均发布较晚，对我们研判的验证产生了较大干扰。**从最新 4 月数据来看，虽然实际库存已经边际转负，但提供的信息仍然有限。因此，我们只能大致对后续库存的变化进行估计：

➤ **对于库存的变化方向，我们认为短期内仍以下行为主。**前期库存的高增主要来自于抢进口，而 4-5 月进口明显回落至去年末的水平，随着进口需求的减弱，库存也缺乏向上支撑；另一方面，从与实际库存较为相关的制造业 PMI 库存分项和非农中的仓储运输就业的表现来看，近期均持续走弱，也一定程度上暗示了当前库存正在加快消耗。

➤ **那么，抢进口带来的透支库存何时消耗殆尽？我们预计就在今月，也就是这个时候供应链再次补库就面临美元贬值和关税的双重涨价冲击了。**

➤ **一方面**，我们通过估计 1-3 月美国进口超出趋势的部分来估算当前累积的超额进口需求。参考美国当前的 PCE，累积的超额进口预计能支撑 2.7 个月左右的消费支出（超额进口/（月 PCE*PCE 中进口比重）），大概在 6-7 月消耗完毕；

➤ **另一方面**，结合美国制造和贸易商的库销比情况来看，当前三大库存商库销比均在 1-2 之间，部分行业超过 2 个月以上，例如批发环节的金属矿物、五金水暖，机械设备，零售环节的汽车等（但这其中部分产品原本库存没补上，比如汽车和金属），这也意味着美国库存最晚也将在 2-3 个月左右迎来一轮更新。

➤ **从港口高频数据也可以观察到类似迹象。**根据洛杉矶港口的吞吐量以及中国到美国的集装箱数量来看，4 月以来两者均持续下降，反映了对等关税征收以来的进口需求走弱，但自 6 月初这一现象开始逆转，港口数据逆季节性上行，并在 7 月初达到高峰。这或许意味着前期抢进口带来的库存已经“捉襟见肘”，企业需要开始加大进口补充库存。

➤ **综上，6-7 月或将是美国抢进口库存消耗殆尽，进行阶段性补库的开始，这些新增库存将完全适用于 10% 的关税税率。我们预计，关税对 CPI 的影响也将在 6-7 月左右开始逐步体现，三季度将是通胀上行的重要窗口期。**

➤ **最后，微观企业行为也为我们提供了更多佐证。**当前美国企业的涨价压力越来越大，根据纽约联储的调查，占比最多的企业表示将在关税成本上涨后的 1-3 个月（对应 7 月内）提高价格，并且将以较高的比例将成本转移给消费者。

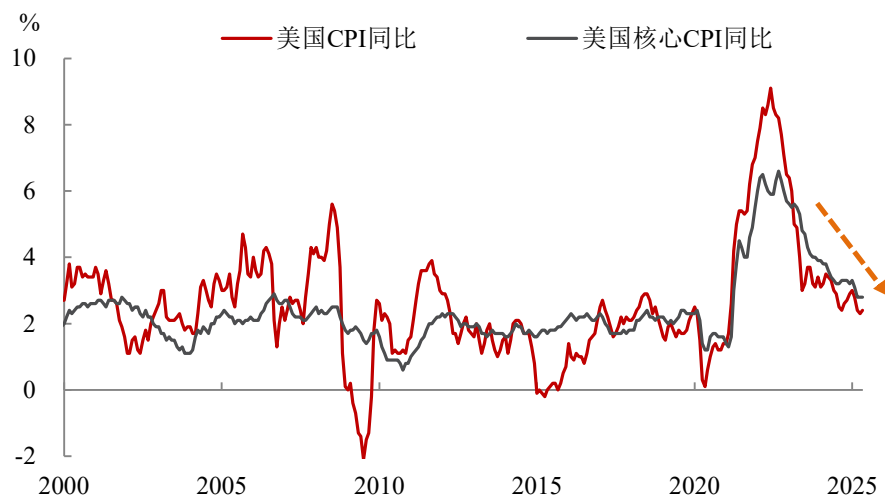
➤ **美国零售商的涨价诉求也越来越多。**尤其以美国零售巨头沃尔玛的带头发声最引人瞩目，沃尔玛财务主管透露，由于关税影响，相关涨价计划将在 5 月底至 6 月逐步实施，甚至一度引发特朗普攻击。此外，玩具制造商美泰，时装品牌拉夫劳伦，运动品牌 Nike、Adidas，汽车厂商沃尔沃等大牌知名企业也均在 5 月以来透露或宣布涨价计划。

➤ **在关税压力下，企业利润端的下行压力不断放大，不得不向消费者转移价格**

压力，我们预计将在即将到来的二季度报看到更多的证据。“**不是不报，时候未到**”，随着关税政策的持续影响，美国消费者或许即将迎来一轮无法避免的涨价潮。

➤ **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。

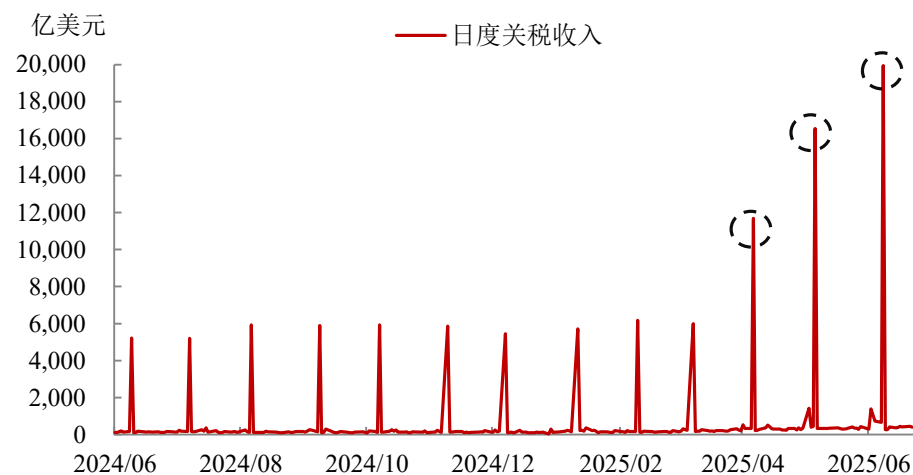
图1：美国通胀尚未充分反映关税压力



资料来源：ifind，民生证券研究院

注：数据截至 2025 年 5 月。

图2：美国每月第 15 个工作日关税收入激增



资料来源：彭博，民生证券研究院

注：数据截至 2025 年 6 月。

图3：美国关税征收流程图



资料来源：美国海关和边境保护局，民生证券研究院

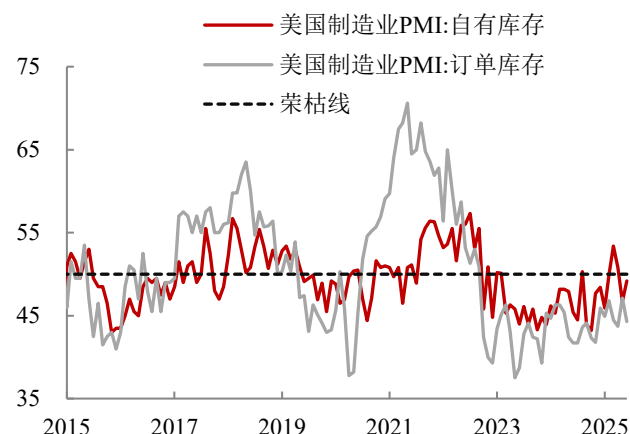
图4：抢进口带来1-3月库存激增，4月开始回落



资料来源：ifind，民生证券研究院

注：进口数据截至2025年5月；实际库存截至2025年4月。

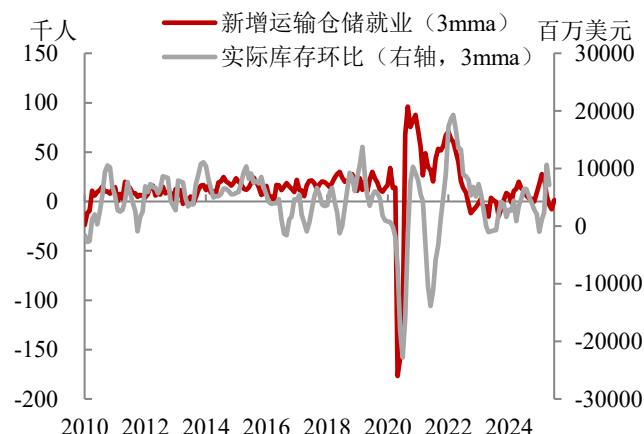
图5：美国制造业 PMI 库存分项落入荣枯线以下



资料来源：ifind，民生证券研究院

注：数据截至2025年6月。

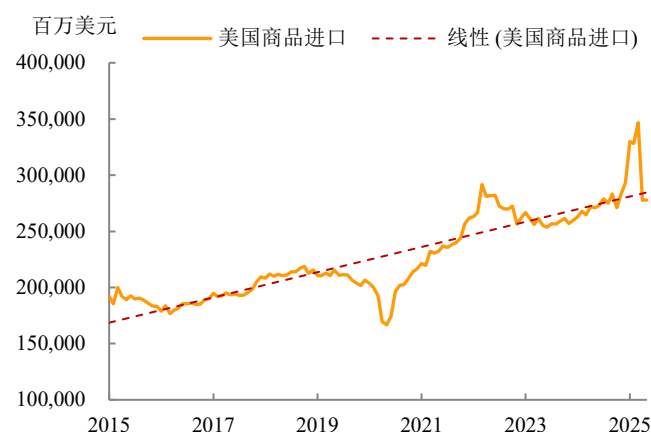
图6：运输仓储就业疲弱



资料来源：ifind，民生证券研究院

注：运输仓储就业截至2025年6月，实际库存截至2025年4月。

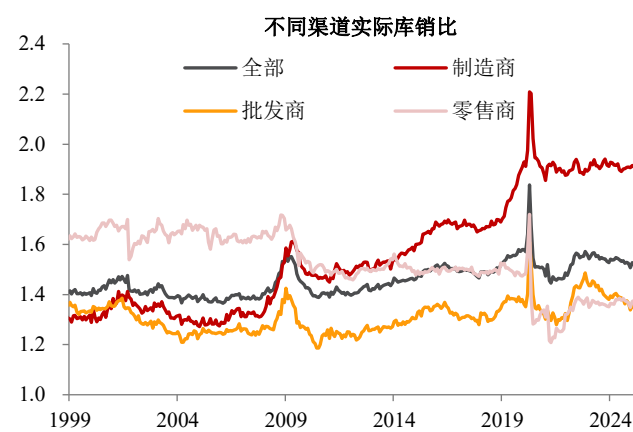
图7：超额进口预计支撑消费2个多月



资料来源：ifind，民生证券研究院

注：数据截至2025年5月。

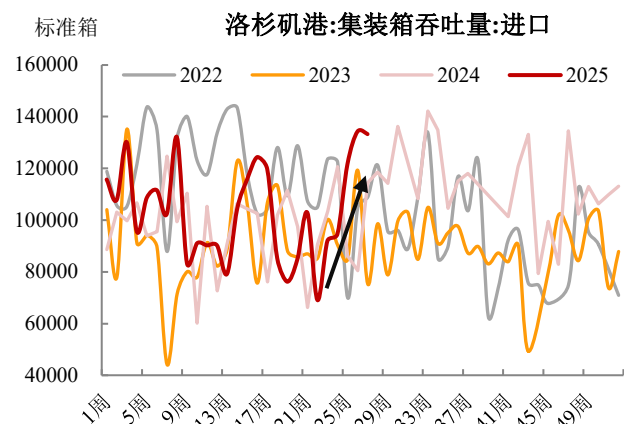
图8：美国库销比在1-2之间



资料来源：BEA，民生证券研究院

注：数据截至2025年4月。

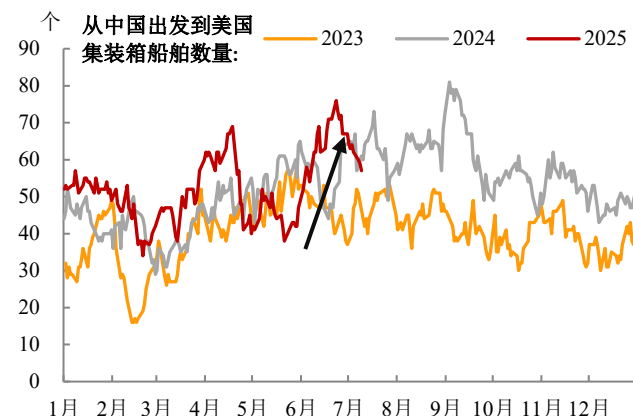
图9：洛杉矶港集装箱吞吐量 6 月初开始回升



资料来源：Wind，民生证券研究院

注：数据截至 2025 年 7 月。

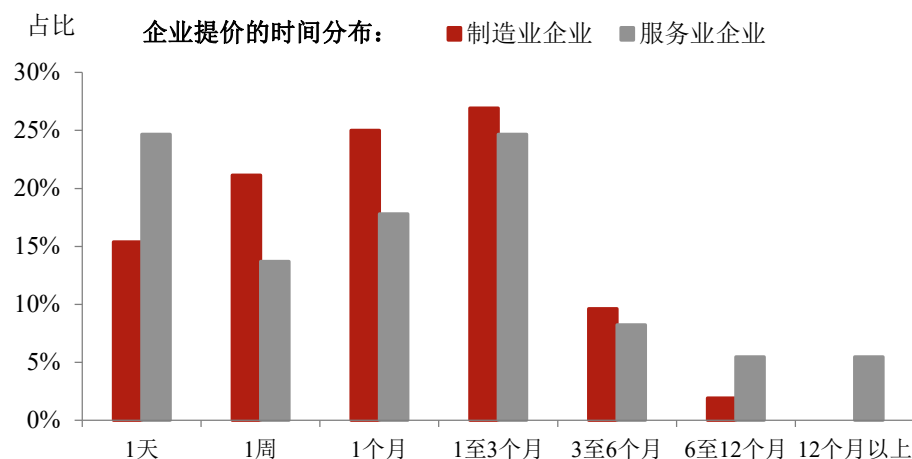
图10：中国到美国集装箱 6 月初开始回升



资料来源：彭博，民生证券研究院

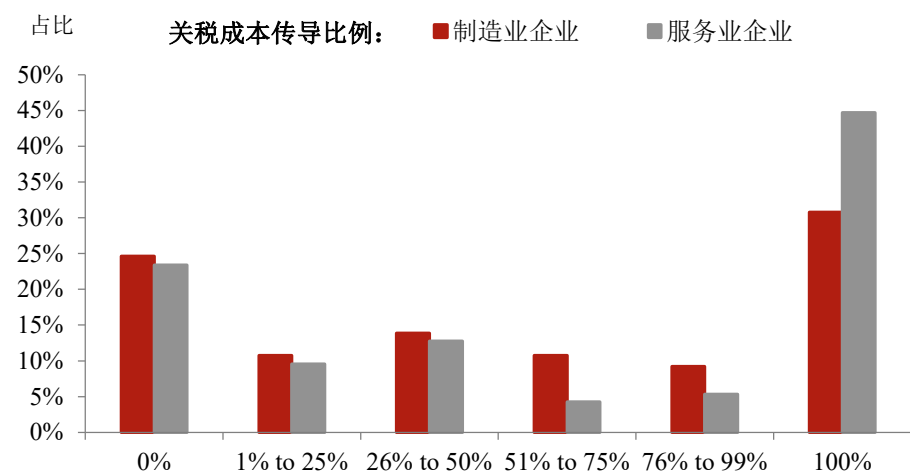
注：数据截至 2025 年 7 月。

图11：绝大多数企业将在关税成本上行 3 个月内涨价



资料来源：纽约联储，民生证券研究院

图12：绝大多数企业选择以更高比例将成本转移给消费者



资料来源：纽约联储，民生证券研究院

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