



宏观经济点评报告

宏观经济点评
证券研究报告

宏观经济组

分析师：宋雪涛（执业 S1130525030001）

songxuetao@gjzq.com.cn

被高估的美国关税通胀

基本内容

当美国衰退逐渐成为共识后，其关税通胀存在高估的可能。尤其是当前和 2018 年在多个维度已不存在可比性：关税带来了明显的金融通缩，且陡增的关税很难由任何一方独自承担。

美国关税通胀的走势，本质是由美国居民、美国企业、美国政府、非美企业以及金融市场的多方动态博弈所决定。关税是需求冲击的紧缩性政策：既可以看作是一场财政紧缩（美国私人部门承担了关税），也可以看作是一场货币紧缩（非美私人部门承担了关税）。

需求侧的消费前置和消费信心的下降将带来消费的进一步放缓，企业用拖延涨价策略来押注高关税的不可持续性，而非关税政策的衰退冲击与原油增产也将进一步拉低美国通胀水平。

对于联储而言，相对滞后的行动轨迹面临着进一步落后于曲线的风险，因此需要以更大的幅度，即 50bp 的降息水平来应对经济增长的放缓；在当前这个“非降不可”的氛围下，6 月开启降息变得更加“合情合理”。

风险提示

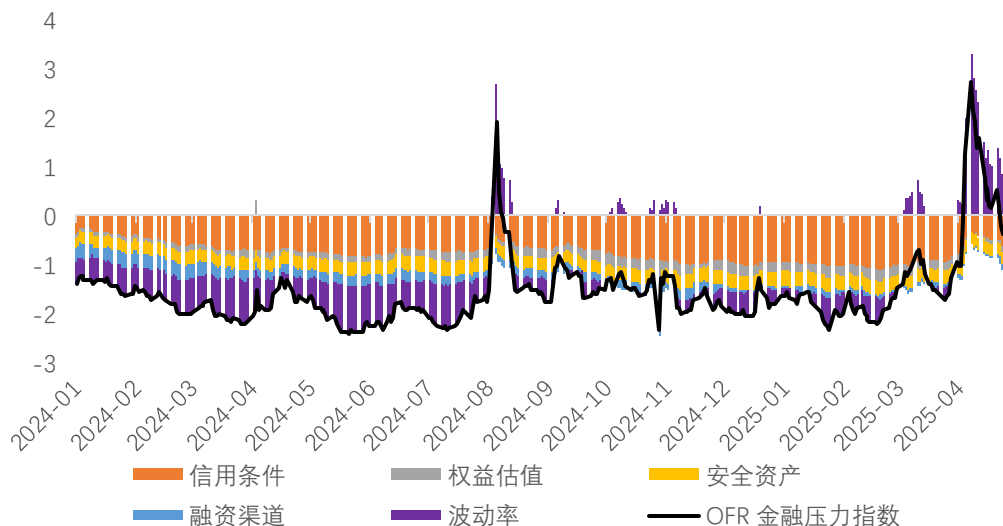
1) “DOGE”改革的进程推进节奏 2) 特朗普关税政策巨大的不确定性 3) 美国企业劳动力需求快速恶化 4) 美国债务上限难以解决导致政府停摆



当美国衰退逐渐成为共识后，其关税通胀存在高估的可能。

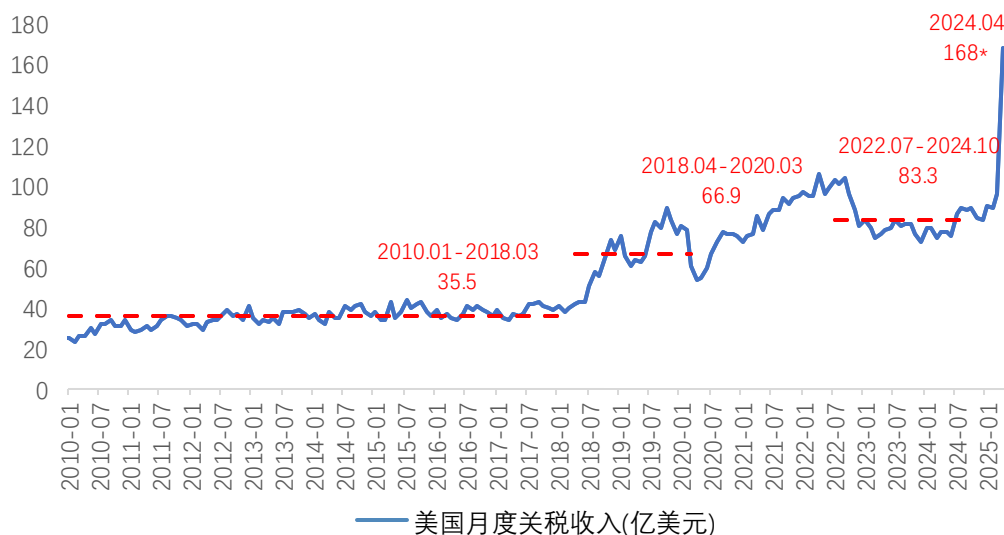
尤其是当前和 2018 年在多个维度已不存在可比性：关税带来了明显的金融通缩（压低盈利预期、侵蚀估值水平、引发去杠杆化以及信贷条件紧缩），且陡增的关税很难由任何一方独自承担（出口商、进口商、消费者）。

图表 1：关注关税进一步带来的金融通缩效应



来源：OFR，国金证券研究所

图表 2：截止 4 月 25 日关税收入为 162 亿美元，预估全月共计 168-170 亿美元



来源：Census Bureau，国金证券研究所（数据截止 4 月 27 日，4 月 28 日-4 月 30 日数据为预估）

美国关税通胀的走势，本质是由美国居民、美国企业、美国政府、非美企业以及金融市场的多方动态博弈所决定。关税是需求冲击的紧缩性政策：既可以看作是一场财政紧缩（美国私人部门承担了关税），也可以看作是一场货币紧缩（非美私人部门承担了关税）。

截至目前而言，广泛的关税冲击对全球风险偏好变化的通货紧缩影响远比关税本身的通胀影响要严重得多。

回到美国经济的视角，当前供需两端都面临着“涨价约束”。居民部门的提前消费意味着他们对于潜在的涨价将会更为敏感，可能选择短期内减少消费而非承担更多价格；企业部门在需求走弱的情况下，更有可能用延缓（小幅高频）的定价策略应对关税压力。两者的互相循环，叠加衰退预期的加剧，美国关税通胀的短期冲击存在高估的可能。

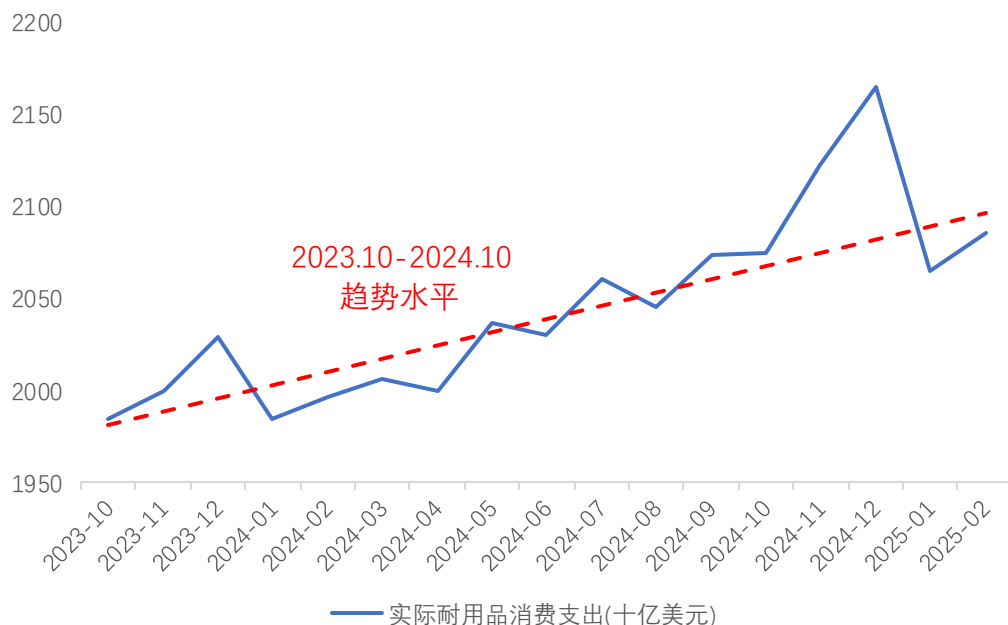
首先是需求侧的消费前置和消费信心的下降将带来消费的进一步放缓。



这既包括了商品消费的走弱，又包括了服务消费的自然下行。美国耐用品的前置消费早在去年 11 月就已发生，甚至早于消费者信心指数的向下拐点，回头来看，当时的消费数据已经包含了部分关税预期。

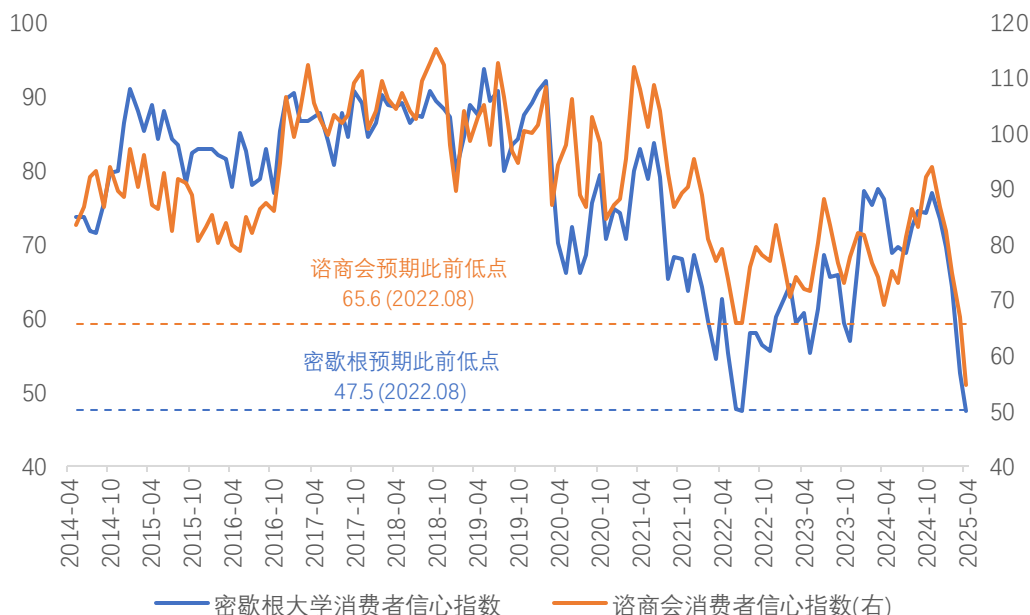
在当前消费者信心预期跌破数年来低点的情况下，美国消费难以明显改善；尽管囤货和提前购买的行为不具备持续性，但会增加居民部门对未来价格的敏感程度，短期减少非必需品购买而拒绝承担更多的涨价可能成为新的消费策略。

图表 3：去年 11 月开始美国商品消费的前置已经发生



来源：WIND，国金证券研究所

图表 4：消费者信心预期均是 2014 年以来最低水平

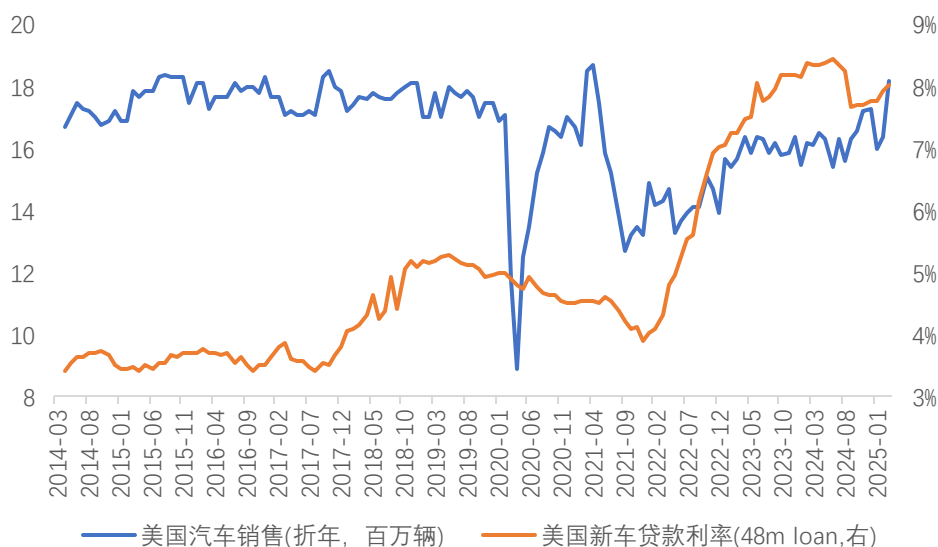


来源：Wind，国金证券研究所

3 月美国汽车消费在消费信心疲软且车贷利率高企的背景下录得了 4 年来新高，反映了对于即将征收汽车关税的规避和敏感的需求弹性，未来的需求将不可避免的快速回落。



图表 5：美国汽车消费的提前消费将大量透支未来需求

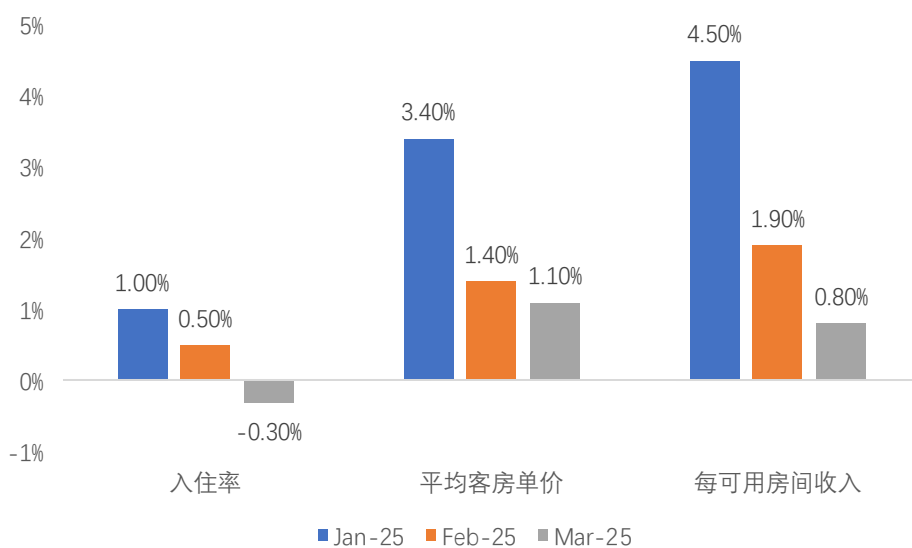


来源：Wind，国金证券研究所

而服务消费的自然走弱体现在美国本土出行旅游等非必要消费的下降，即美国“食、住、行”需求的广谱放缓。

持续下行乃至与去年同期对比收缩的酒店入住率，以及餐饮业同店收入指标的急剧恶化都是具象化体现；而这些都发生在对等关税之前，可以预见的是在关税阴霾之下，这些服务消费的自然走弱将会被放大。

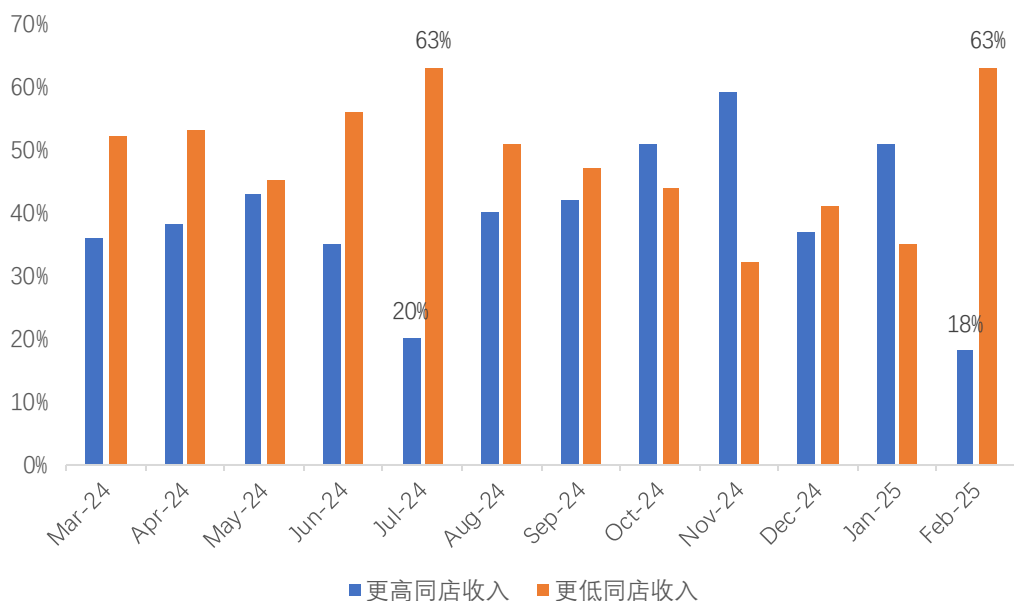
图表 6：进入 2025 年后，美国酒店业各项指标较去年同期增长势头放缓



来源：Costar，国金证券研究所



图表 7：美国餐饮业同店收入并未延续持续修复趋势



来源：NAR，国金证券研究所

关税的“金融通缩效应”对需求的冲击也不容忽视。本轮系统性的关税不是一场单纯的真实冲击(real side shock)，而是会激活相对更脆弱的金融传导渠道。尤其是在美国股市估值处于历史相对高位的情况下，很容易触发经典的Kindleberger-Minsky 金融不稳定性循环(至少其中的一部分已经发生)。

当前美股的阶段式下跌可能只是一个开始，在金融脆弱性已经凸显的当下进一步推进大规模关税，会带来“金融通缩”的结果：压低盈利预期、侵蚀估值水平、触发一定程度的金融去杠杆化(抛售美国资产)、以及收紧信贷条件。

企业端视角下，金融部门放贷意愿会随着企业盈利能力的下降而收缩，而金融市场的“重新评估”将被动带来企业融资成本的攀升，这些又共同作用于压制企业资本开支意愿以及回购水平，引发新一轮循环的开始。

居民端视角下，美股的存量财富效应扭转，以及关税的财政紧缩属性带来流量收入的恶化(实际购买力下降)都会压制居民的消费意愿。

图表 8：Shiller S&P 500 PE 依然处于历史极高水平





来源：Longtermtrend，国金证券研究所

其次是企业用拖延涨价策略来押注高关税的不可持续性。

当前无差别的全球对等关税对美国经济的损害是明显的，从“政治”的角度这种税率更应该是一种手段而非目的。这意味着如果看穿关税的本质，利益关联方或都选择“拖字诀”来押注美国关税的不可持续性，这也正是诸多国家与美国贸易协定进展缓慢的底层思维。

同时，当前每个进口商和每个进口中间产品购买者都会将注意力从日常业务需求转移到争先恐后地重新谈判合同、重新配置供应链和游说关税豁免的过程中——所有这些都在一个不确定、高度政治化的贸易环境中进行。

美国企业的提前补库以应对居民消费的前置也增加了其短期内“共担关税”的能力。

企业的抢进口更多直接转化为了销售水平（而非库存），扛住了过去几个月激增的商品消费需求；因此库存数据和库销比可能都低估了美国企业这一轮的补库水平，更具有代表性的进口数据更能反映出美国企业的积极应对。

短期来看，小幅增加的库存与明确走弱的需求，叠加更高的总体利润和回报率，企业涨价的能力和意愿都相对有限。

图表 9：美国的进口激增展现出美国企业的积极应对

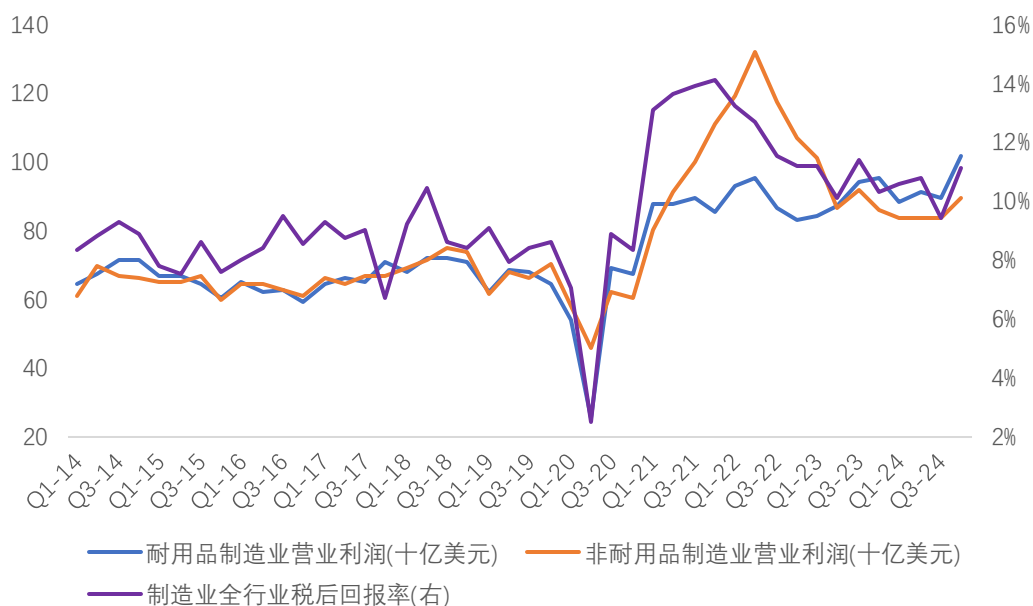


来源：FRED，国金证券研究所

在衰退预期强化的情况下，美国企业当前最好的应对策略是在这个多方博弈中小幅高频进行价格调整。而最新的褐皮书中，部分地方联储（费城、达拉斯和纽约联储等）的企业联系人指出其涨价的“方向”是明确的，而“幅度”尚不明确；即“小涨价”比“大涨价”更为合理。



图表 10: 美国制造业更高的总体利润和税后回报率增加了其短期共担能力



来源: FRED, 国金证券研究所

最后，非关税政策的衰退冲击与原油增产也将进一步拉低美国通胀水平。

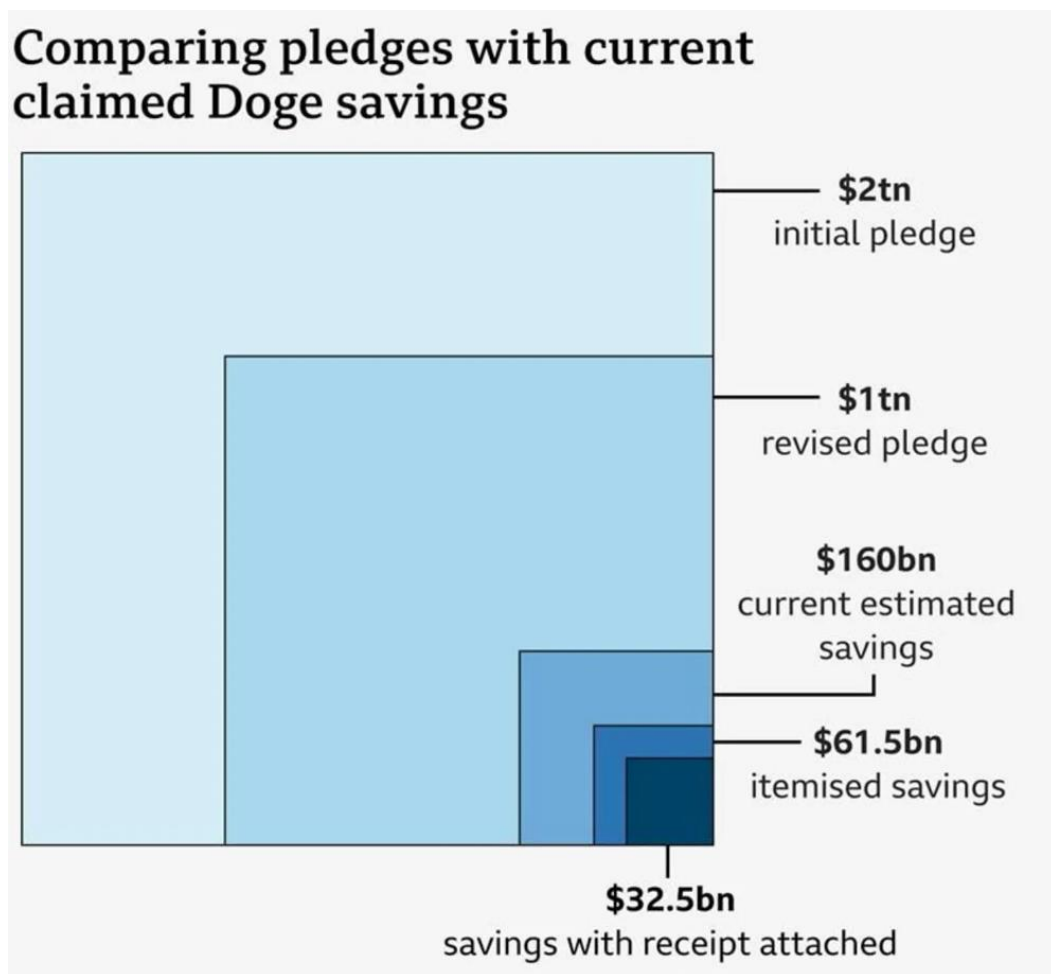
除关税外，我们再次强调非关税政策的衰退冲击仍在共振，它们与关税一道加强了美国衰退预期。

DOGE 改革的负面冲击已经开始在企业利润中显现。例如 Verizon 报告称，第一季度付费电话客户流失了 28.9 万人，与有记录以来最糟糕的季度业绩持平；至少其中的一部分来自于联邦政府更少的订阅。另一方面，特朗普上任至今已有超过 1800 家小型企业承包商被终止合同，数量远远超过了往年的平均水平。

这就是当前阶段 DOGE 改革对经济冲击的不对称性：支出的下降对于平衡财政暂时是杯水车薪，但对于任何一家企业都是可观的收入。



图表 11：截至目前 DOGE 自称已减少约 1600 亿美元支出



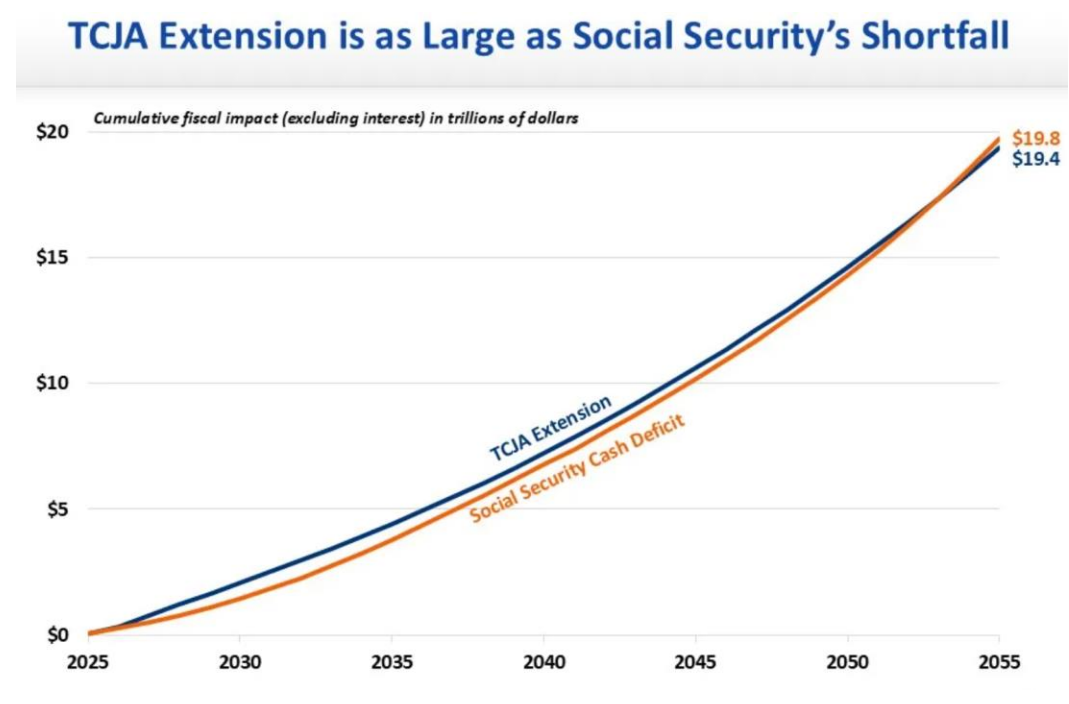
来源：BBC，国金证券研究所

财政预算也面临两难的情形，特朗普将减税提案前置以期提振信心，而选择把减支往后放。如此选择带来一大隐患：如果不进行减支，就难以匹配当前减税水平，会进一步放大而非缩小美国债务（赤字）压力；但在美国经济增长明确放缓的情况下，又很难推进一份大幅减支的方案。

特朗普近期意图用富人税以及其他非传统共和党经济学手段增加税收，可能会带来更大的反噬。尤其是 TCJA 的税收减免规模从长期来看等于当前美国社保缺口总额（即会将目前的缺口翻倍）。



图表 12: 整个 TCJA 的减免规模约等于当前美国社保缺口总额



来源: CRFB, 国金证券研究所

近期的新冲击还有特朗普对于联储独立性的反复质疑和攻击, 市场担忧是特朗普会不会在“白宫-联储”关系上选择一个糟糕的模仿对象: 尼克松-伯恩斯坦。

特朗普对联储的不满背后是认知的不对等: 特朗普对联储的独立性不以为然, 而这恰恰是市场在意的方面。

如果特朗普让联储根据其意志而随意行动。就不仅是美债需要计入更高的期限溢价, 而更动摇到美国资产本身意义, 甚至会带来美国资产无序、无差别抛售; 这也将进一步考验美国金融脆弱性的时刻。

在这些关税和非关税政策带来的衰退预期下, 以原油为首的大宗商品价格也迅速下行, 同时更多的原油供给释放也会压低美国通胀水平。

OPEC+国家的超额产出几乎难以受到任何惩罚, 一旦被认定为“作弊者”, 这个过程就将延续。

OPEC+已经从 4 月开始适度增产, 但随着过去一个月作弊行为的恶化, 沙特阿拉伯推动其在 5 月份进一步增产 41.1 万桶, 是预期的三倍; 甚至考虑 6 月进一步再次加速增产。

沙特也明确表示有能力长期维持“低油价”状态, 整个产油国大规模释放闲置产能以抢夺市场份额的过程才刚刚开始。

关税通胀存在高估风险, 但联储需要“更加合理”的降息决策。

从关税视角看, 需求的被迫前置、金融通缩效应以及企业的拖字诀都会压制通胀的上行水平。而非关税视角下, 其余政策的衰退冲击仍在共振: Doge 改革低调推进, 财政减支的“两难”, 以及在金融脆弱性凸显的当下对联储独立性的怀疑会加码衰退风险。再加上 OPEC+的竞争性增产, 这些都会压制美国通胀水平。

如果美国关税通胀大幅上行, 而非如同我们分析的这样“理性博弈”, 反而会加剧美国经济的走弱程度: 通胀越高, 需求越差, 衰退越快。

对联储而言, 与此前最大的不同是其任何行动现在又多了一层滤镜: 独立性。在经济没有明显走弱的情况下降息, 救的不是美国经济, 不是美股, 而是特朗普和共和党。

联储依然可能强调观察关税通胀是否是一次性效应 (即使存在不及预期的风险), 这意味着至少需要观察到两个月以上的数据才能行动, 这也争取了更多的时间来规避对独立性的质疑。

如此行动轨迹面临着进一步落后于曲线的风险, 因此需要以更大的幅度, 即 50bp 的降息水平来应对经济增长的放缓; 如果仅仅是 25bp 的降息, 很容易两头不讨好: 既没有坚定抗通胀, 又没有积极稳增长。在当前这个“非降不可”的氛围下, 6 月开启降息变得更加“合情合理”。



风险提示

- 1) “DOGE”的改革进程推进节奏可能存在重大变化。马斯克作为“编外”人员参与美国政府改革，在其宣布不再定期到白宫参与 DOGE 工作后，未来减支的效率存在不确定性。
- 2) 特朗普关税政策的不确定性过大，无论是增加关税协定的要求或者放缓关税壁垒都存在可能，这会带来更大的经济波动。
- 3) 美国企业部门劳动力需求急剧收缩，带来非农失速，将美国经济推向衰退，引发联储非常规降息。
- 4) 美国两党分歧加剧导致美国政府长期停摆风险。当前美国政府依赖预算协调法案的通过以维持 2025 财年运转，但两党对于政策目标，经济感知存在越来越大分歧的情况下，可能会出现更长时间的美国政府停摆，进而引发美国资产抛售可能。



特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建国门内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究