

通胀预警：特朗普关税牌还如何打？

2025 年 02 月 13 日



分析师：陶川

执业证号：S0100524060005

邮箱：taochuan@mszq.com

分析师：邵翔

执业证号：S0100524080007

邮箱：shaoxiang@mszq.com

分析师：裴明楠

执业证号：S0100524080002

邮箱：peimingnan@mszq.com

➤ **“烫手”的通胀，可能让特朗普“出牌”的手犹豫了。**当地时间 2 月 12 日，美国公布 2025 年 1 月 CPI，同比增速超预期上行，不仅食品、能源价格坚挺，核心商品、核心服务的环比增速也均明显上行。好在特朗普之前预告的本周二、三签署**“对等关税”迟迟未定、默契地避开了 CPI 数据**，没有给市场“火上烧油”。美元和美债收益率在 CPI 发布后的 2 小时内攀升后，有所回落。

➤ **不仅是 CPI 攀升，居民通胀预期的反弹，也给特朗普的政策出牌敲响警钟。**1 月份美国密歇根调查 1 年期居民通胀预期由 3.3% 飙升至 4.3%。纽约联储、克利夫兰联储的通胀预期调查也在上行。**当前财政压力下，美政府对压低长端利率也有较大诉求，因而政策出牌也需更谨慎**，如果利率继续走高，将对经济形成较大下行压力（图 2）。

➤ **通胀“绑住”关税的手？**我们在报告《沙盘推演：特朗普关税的原点与终点》中分析，特朗普团队的立场分歧：有贸易和移民立场偏温和、重视呵护 GDP 和美股的“经济增长派”；也有更强调重塑全球贸易格局、政策偏激进的“经济民族主义”。**特朗普则在两者间权衡排序，通胀现状下，似乎不宜将天平倒向后者**，短期内关税“激烈升格”的概率下降。

➤ **“对等关税”后续怎么推进？**白宫周三表态，特朗普可能会在周四与印度总理莫迪会面前宣布“对等关税”计划。

➤ **我们认为，内容安排上，可能给对方国家留出更多的调整空间。**例如，欧盟、印度和美国的贸易中，美国征收的关税税率明显更低（图 3）；如果欧盟、印度愿意主动下调对美的关税税率、方便美国商品打开市场，美方或也会提供相应的动态调整机制，甚至提供豁免机制。

➤ **俄乌缓和，可能也是缓解通胀担忧的“筹码”。**CPI 能源与国际油价变动几乎同步，因此稳定中东局势和国际油价至关重要。2 月 12 日特朗普表示，与普京进行了“富有成效的电话”，讨论了结束俄乌冲突的共同愿望及会面的可能计划。另外，CPI 食品滞后于 PPI 食品项增速约半年，这显示未来半年食品项增速或波动向上（图 7）。

➤ **特朗普已宣布关税计划，对通胀有何潜在影响？**

1、加墨 25% 关税（已推迟至 2025 年 3 月 4 日）。

从美国国内需求的供应结构看，纺服/计算机和电子产品/家具/机动车及零部件/原油和天然气，这些对外依赖高，因此价格受关税影响大。其中，**原油天然气、机动车及零部件进口中，加墨的商品占比尤高**。美墨加产业深度融合，生产过程需多次跨境，价格影响也是多次“25% 关税”的叠加。加墨全面关税对美国商品售价影响较大，我们认为该关税或在 2025 年 3 月 4 日前降级甚至取消。

2、中国 10% 关税（已生效）。

相关研究

1. 新质生产力系列（三）：一季度拼经济的“科技锚”：2025 vs 2024-2025/02/12
2. 海外政策跟踪：沙盘推演：特朗普关税的原点与终点-2025/02/09
3. 经济动态点评：地方“新春第一会”的信号-2025/02/06
4. 经济动态点评：春节消费“打几星”？-2025/02/04
5. 市场跟踪：AI VS 关税：节后市场的“拉锯战”？-2025/02/03

美国的纺服、家具家电、计算机及手机等电子产品的进口中，中国商品占比均达三成左右。美国加征理由为“芬太尼问题”，即关税为谈判筹码；如果中美能够在芬太尼、TikTok 等问题上达成合作协议，该关税同样有降级的可能。

3、钢铝产品 25%关税 (2025 年 3 月 12 日生效)。

美国对铝的进口依赖达 82%，而铝进口 58%来自于加拿大。特朗普 2018 年就曾对钢铝加征关税，后给加、墨等多国豁免；拜登上任后又给欧、日等地豁免。本次特朗普强调“没有任何豁免”，若后续不再豁免、甚至各国反制导致关税升级，那么可能对其国内汽车制造、楼房建造的成本产生较大影响。

➤ **美联储下一次降息的预期时点进一步推迟。**美联储主席鲍威尔周二表示“中性利率已经上升”、“不需要急于降息”；特朗普则在次日喊话降息、配合即将到来的关税政策。CPI 数据公布后，市场预期下一次降息在今年 12 月。

➤ 我们认为，眼下**美政府对压低长端利率有较大诉求**，控制住“再通胀”的苗头比重塑供应链更为迫切。短期内关税口号声音响亮、但实际执行或偏谨慎。

➤ **风险提示：**特朗普的关税和移民政策超预期，美国经济基本面变化超预期。

图1：美国 CPI 分项的同比和环比增速

单位:%	权重	同比 (%)							季调环比 (%)		
		2025-01	2024-12	2024-11	2024-10	2024-09	2024-08		2025-01	2024-12	2024-11
CPI	100.0	3.0	2.9	2.7	2.6	2.4	2.5		0.5	0.4	0.3
食品	13.7	2.5	2.5	2.4	2.1	2.3	2.1		0.4	0.3	0.3
家庭食品	8.0	1.9	1.8	1.6	1.1	1.3	0.9		0.5	0.3	0.4
非家用食品	5.6	3.4	3.6	3.6	3.8	3.9	4.0		0.2	0.3	0.3
能源	6.2	1.0	-0.5	-3.2	-4.9	-6.8	-4.0		1.1	2.4	0.1
能源类商品	3.1	-0.5	-3.9	-8.5	-12.4	-15.3	-10.1		1.9	3.9	0.2
能源服务	3.1	2.5	3.3	2.8	4.0	3.4	3.1		0.3	0.8	-0.1
核心CPI	80.1	3.3	3.2	3.3	3.3	3.3	3.2		0.4	0.2	0.3
商品（能源商品和食品除外）	19.4	-0.1	-0.5	-0.6	-1.0	-1.0	-1.9		0.3	0.0	0.2
家用家具和供给	3.4	-0.9	-0.9	-1.0	-2.2	-2.2	-2.6		-0.2	-0.2	0.6
服装	2.5	0.3	1.4	1.2	0.2	2.3	0.7		-1.4	0.1	0.1
运输产品,不含汽车燃料	7.3	0.2	-1.2	-1.4	-1.7	-2.3	-4.4		0.8	0.5	0.6
医疗护理商品	1.5	2.3	0.5	0.4	1.0	1.6	2.0		1.2	0.0	-0.1
休闲商品	1.8	-1.9	-1.5	-1.5	-1.7	-1.5	-0.9		0.3	-0.5	-0.4
教育和通讯商品	0.8	-6.6	-6.1	-5.4	-6.7	-6.9	-5.9		0.1	-1.3	-0.9
酒精饮料	0.8	1.4	1.4	1.8	1.6	1.5	1.9		0.3	-0.3	0.0
其他商品	1.3	2.6	2.7	2.6	2.4	3.0	3.2		0.2	-0.4	0.2
服务（能源服务除外）	60.7	4.3	4.4	4.6	4.8	4.7	4.9		0.5	0.3	0.3
住所	35.5	4.4	4.6	4.7	4.9	4.9	5.2		0.4	0.3	0.3
水、下水道和垃圾回收服务	1.1	4.4	5.2	5.2	5.0	4.8	4.2		0.7	0.1	0.5
家庭经营	1.0	-	-	-	5.7	-	-		-	-	-
医疗护理服务	6.7	2.7	3.4	3.7	3.8	3.6	3.2		0.0	0.2	0.3
交通运输服务	6.3	8.0	7.3	7.1	8.2	8.5	7.9		1.8	0.5	0.1
休闲服务	3.4	3.8	2.7	3.5	2.8	2.2	3.2		1.4	0.3	0.7
教育和通讯服务	5.0	1.7	1.8	1.8	2.1	2.3	2.3		0.3	0.2	-0.2
其他私人服务	1.6	2.3	3.7	4.2	4.1	4.1	4.6		-0.5	-0.3	0.4

资料来源：wind，民生证券研究院

图2：美债收益率上升，或暗示对美国经济不利



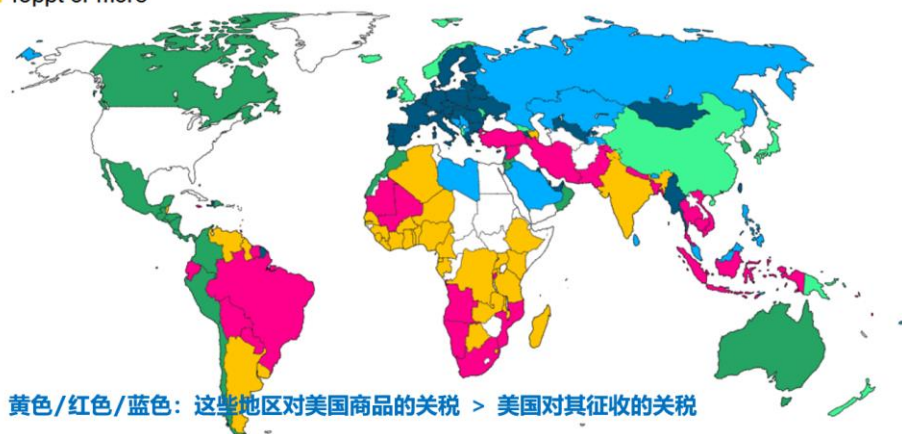
资料来源：wind，民生证券研究院

图3：美国和欧盟、印度等地区的贸易中，美国征收关税更低

Economies' Tariffs on US Versus US Tariffs on Them

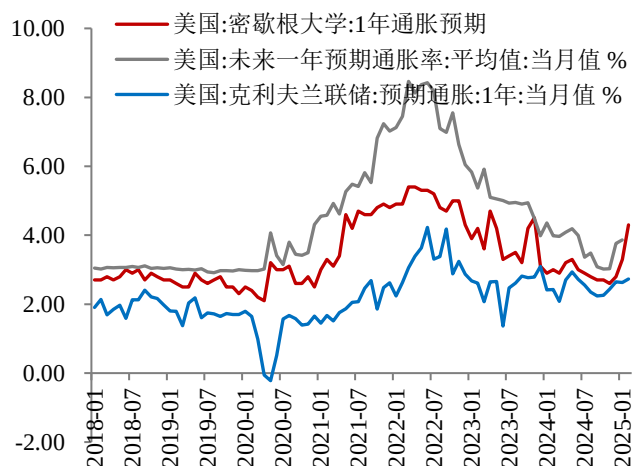
经济体对美国的关税 vs 美国对它们的关税

- Free trade agreement Lower than US tariffs
- Exceeds US tariffs by < 2ppt 2 to 5ppt 5 to 10ppt
- 10ppt or more



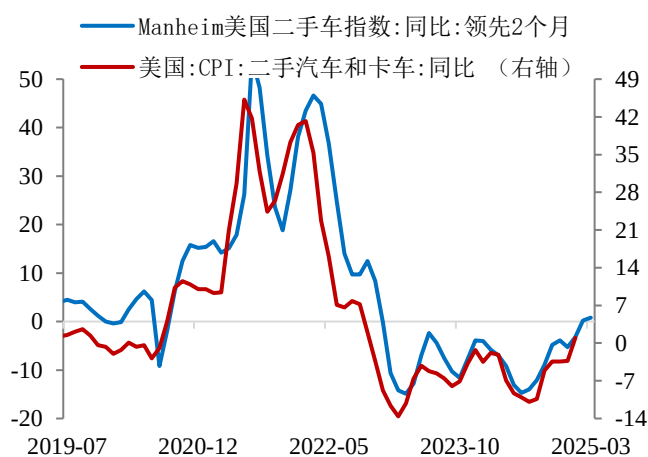
资料来源：彭博，民生证券研究院

图4：美国居民调查通胀预期上行



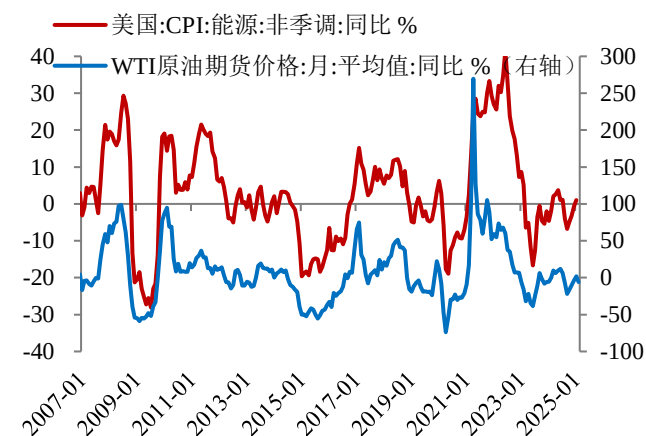
资料来源：ifind，民生证券研究院

图5：美国 CPI 机动车增速上行



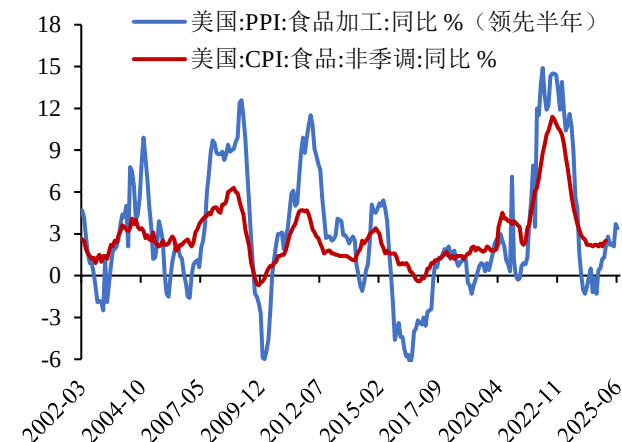
资料来源：彭博，wind，民生证券研究院

图6：近期美国能源 CPI 同比和国际油价几乎同步



资料来源：wind，民生证券研究院

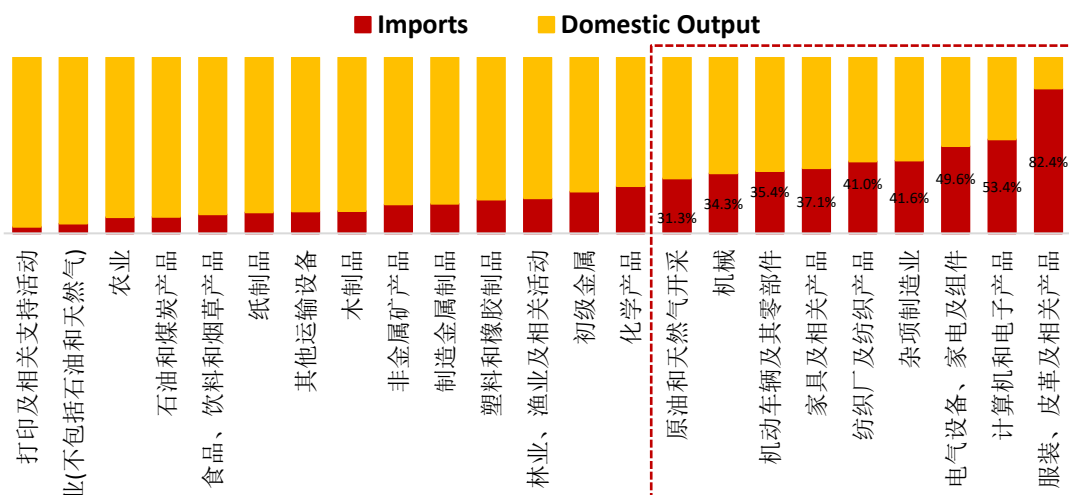
图7：未来半年美国食品增速或趋于波动向上



资料来源：wind，民生证券研究院

图8：美国的国内需求：进口提供 or 自产提供 (2023 年)

美国的国内需求：进口提供 or 自产提供 (2023 年)



自产的占比更高；加关税对美国物价的影响可能较小

进口的占比超过30%；加关税对美国物价的影响可能较大

资料来源：美国 BEA，民生证券研究院

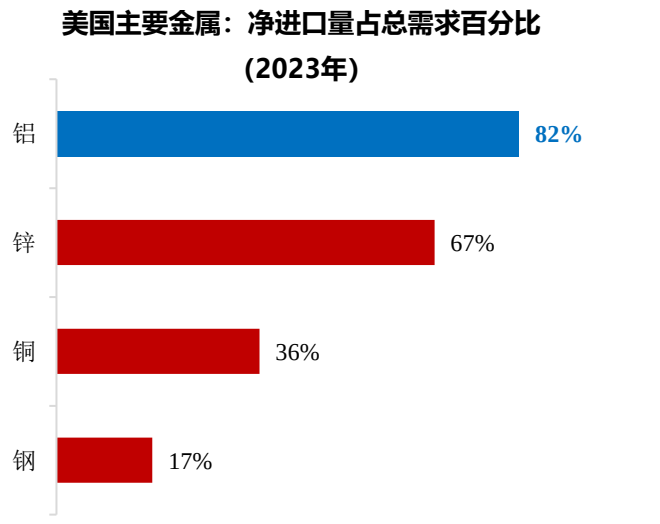
图9：进口占国内消费比例较高的商品，美国的进口来源分布（2023 年）

进口占国内消费比例较高的商品，美国从哪儿进口？

按最终产品分类：机械		按最终产品分类：原油和天然气		按最终产品分类：汽车及其零部件		按最终产品分类：家具和家电		按最终产品分类：服装/纺织/皮革/鞋靴		按最终产品分类：计算机及其配件/手机/电子产品	
中国	14.1%	加拿大	58.0%	墨西哥	20.1%	中国	31.5%	中国	29.8%	中国	34.9%
日本	13.0%	墨西哥	11.3%	日本	18.9%	墨西哥	24.3%	越南	14.7%	墨西哥	16.5%
墨西哥	12.4%	沙特	6.0%	加拿大	16.1%	越南	15.2%	印度	6.4%	中国台湾	9.4%
德国	11.3%	伊拉克	3.3%	韩国	14.4%	韩国	3.7%	孟加拉国	6.0%	越南	8.7%
加拿大	7.6%	巴西	3.3%	德国	10.9%	加拿大	3.7%	印尼	4.4%	泰国	4.0%
韩国	5.7%	哥伦比亚	3.1%	斯洛伐克	3.1%	泰国	3.5%	墨西哥	4.4%	马来西亚	3.0%
意大利	4.5%	尼日利亚	2.9%	英国	3.0%	马来西亚	2.4%	意大利	4.3%	韩国	2.9%
中国台湾	3.0%	厄瓜多尔	2.2%	意大利	2.4%	意大利	2.1%	柬埔寨	4.1%	日本	2.8%
英国	2.9%	委内瑞拉	1.9%	瑞典	1.8%	中国台湾	1.9%	巴基斯坦	3.0%	印度	2.0%
印度	2.8%	圭亚那	1.7%	泰国	1.5%	印尼	1.8%	洪都拉斯	2.0%	德国	1.9%
越南	2.3%	特多	0.9%	比利时	1.1%	德国	1.2%	尼加拉瓜	1.6%	加拿大	1.8%
其他	20.3%	其他	5.5%	其他	6.8%	其他	8.6%	其他	19.3%	其他	12.0%

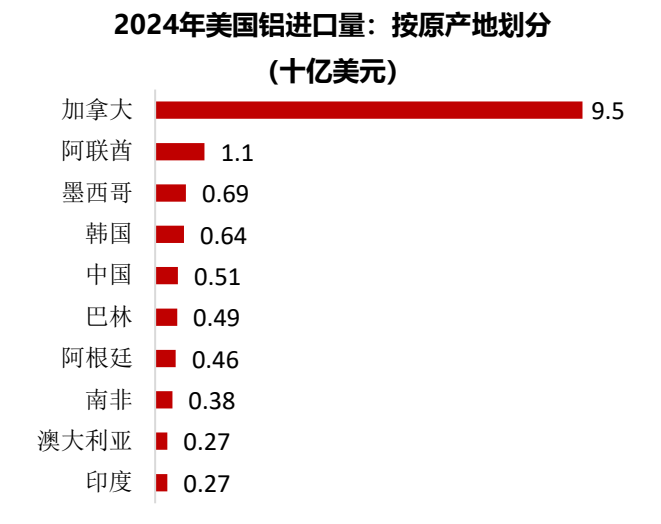
资料来源：美国普查局，民生证券研究院

图10：美国铝需求的对外依赖度较高



资料来源：彭博，民生证券研究院

图11：2024 年美国铝进口量：按原产地划分



资料来源：彭博，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：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

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