

研究报告

欢迎扫码关注
工银亚洲研究



中国工商银行（亚洲）

东南亚研究中心

李卢霞 兰澜
吴起睿 张润锋

从关税的“预期链条”，怎么看美国经济景气线索？

阅读摘要

8月以前，美国与大部分经济体处于关税谈判期但具体关税额度未落地。分析通胀数据变化，我们认为该阶段关税的效应更多停留在产业链上游（对PPI的抬升较为明显），但对消费终端价格（CPI）的“直接穿透”相对有限，表现为核心商品价格增速较温和。

整体来看，生产侧数据揭示这一期间关税对于经济的影响更多通过“预期链条”发挥作用，且主要被供给侧“量”的变化所吸收。首先，从产业链来看，关税预期抬升了上、中、下游企业的库存动机，由此造成美国供给侧数据“繁荣假象”。其次，预期效应主要被“进口量增多”、“耐用品产量增多”、“零售让利增多”三种效应吸收，并表现在零售销售数据上，一定程度上影响市场理解美国经济真实情况。

目前，美国与大部分国家的“对等关税”基本落地。8月通胀数据符合我们预期，关税通过价格的“直接穿透”效应已开始显现。9月后通胀预计进一步“显化”，经济数据加速下滑，加上“独立性”压力，美联储将面临更艰难的决策困境，美元指数预计在震荡中延续中枢下行态势，而美债利率曲线的“牛陡”特征将更加明显。

从关税的“预期链条”，怎么看 美国经济景气线索？

一、从三季度通胀数据来看，关税对价格影响的“直接穿透”开始有所显现

“对等关税”政策自4月宣布以来多次延期，美国对多数国家的新税率自8月后才正式生效、对中国的税率目前仍处于延期窗口期内。政策的不确定性拉长了关税对物价的实际影响周期，进口商品的运输距离较长、清关查验等流程耗时月余，成本压力无法即时反应；同时美国企业目前消耗前期“抢进口”累积的库存，短期内延缓成本向终端价格传导。

（一）CPI与PPI剪刀差出现弥合，关税对通胀的传导在消费端逐渐释放

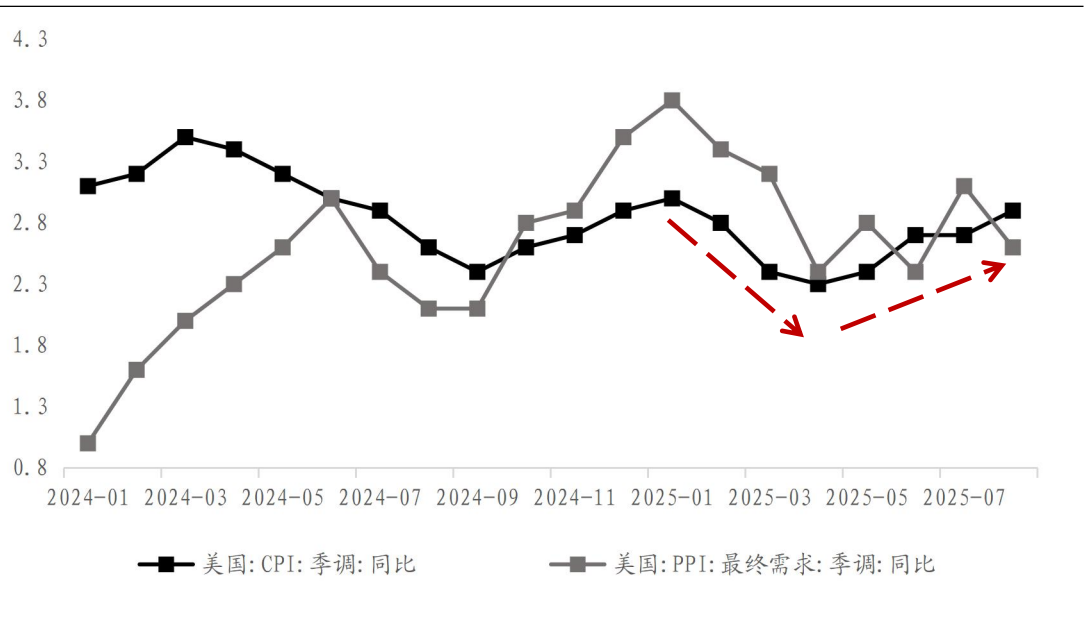
首先，2025年以来美国CPI与PPI均呈现“V”型走势但较为缓和，反映关税因素对商品价格产生了阶段性扰动。其中，PPI二季度以来呈现震荡反弹态势，同比增速自1月的3.8%下降至4月的2.4%，随后波动反弹至7月的3.1%，但8月意外下跌至2.6%。CPI二季度以来温和回升。CPI同比增速自1月的3.0%持续下行至4月的2.3%，之后逐步上扬至8月的2.9%（见图表1）。

CPI与PPI剪刀差在8月出现弥合，反映关税对通胀的传导效应在消费端逐渐释放。7月生产端PPI同比增速较6月提升0.7个百分点至3.1%；核心PPI亦环比上涨0.9%，

为 2022 年 3 月以来最高水平。消费端 CPI 则保持相对平稳，7 月 CPI 环比上涨 0.2%，同比增速与上月持平为 2.7%。关税政策延期、物流周期制约和前期“囤货”的缓冲作用是此前关税对消费端通胀的传导效应尚不明显的主要原因。

最新的 8 月通胀数据显示，PPI 暂时降温，但通胀向产业链的传导开始显化。首先，8 月 PPI 超预期环比下跌 0.1%，同比增速降至 2.6%（前值：3.1%），导致 CPI、PPI 的“剪刀差”出现弥合。分项看，服务价格环比下跌 0.2% 是主因，其中贸易服务利润率下跌 1.7% 形成拖累。其次，CPI 延续温和上升态势，8 月 CPI 环比上涨 0.4%，同比增长 2.9%；核心 CPI 与上月持平环比上涨 0.3%。关税对商品价格的传导效应持续显现，预期 8 月之后通胀的传导会更加显化。

图表 1：2025 年以来美国 CPI 与 PPI 均呈现温和“V”型走势



数据来源：Wind、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

（二）CPI 缓慢上涨归因：核心服务是主要构成部分，价格压力整体温和

核心服务仍是通胀的主要构成部分，2024 年以来其在 CPI 的权重占比始终维持在 60%以上，2025 年 7 月为 60.65%，因此核心服务对美国通胀走势具有关键性影响。不过，2025 年 4-8 月核心服务价格同比增速始终稳定在 3.6%的水平，并未对 CPI 的边际上涨构成显著拉动。其中，非住房服务价格温和上行，对通胀的同比拉动率自 4 月的 0.6%延续上行至 8 月的 0.8%，医疗服务和运输服务温和升温是主要因素¹。住房服务通胀压力进一步下行，8 月住房 CPI 同比增速降至 3.6%，为 2021 年 10 月以来的最低水平，较 1 月的 4.4%下降 0.8 个百分点。当前美国房地产市场景气偏弱，库存与房价居于高位、房价涨幅已放缓²。

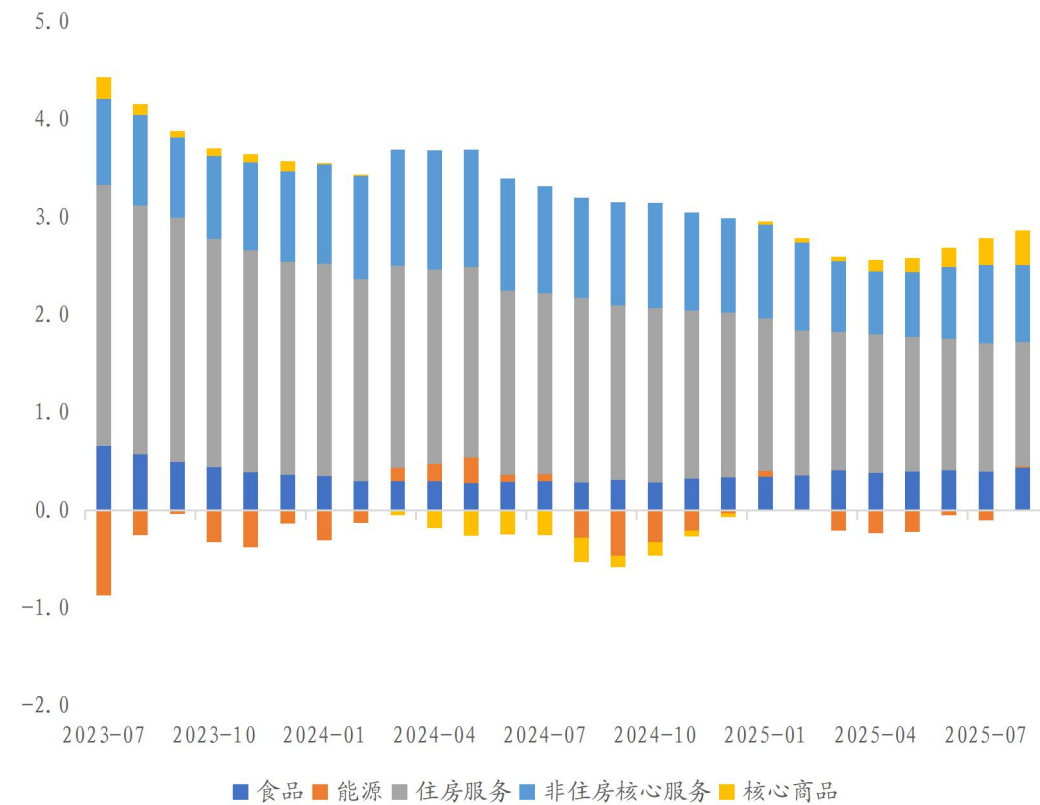
核心商品逐渐为 CPI 上涨贡献小幅边际增量，反映关税对于通胀产生边际扰动，但目前影响幅度仍较小。二季度以来核心商品价格上升趋势逐步确立，同比增速自 1 月的-0.1%攀升至 8 月的 1.8%，尤其是 7 月、8 月上行明显，核心商品对 CPI 的拉动率分别升至 0.3 个、0.4 个百分点。具体看，家具和运输产品价格领涨，1-8 月家具价格同比增速由 0.4%跃升至 3.9%；运输产品（不含汽车燃料）价格同比增速从 0.3%升至 2.5%，尤其 7 月加速上涨、环比增速由负转正（6 月、7 月环比增速分别为：-0.4%、0.2%），8 月进一步环比

¹ 医疗服务价格同比增速显著扩大，从 1 月的 2.7%升至 8 月的 4.2%。运输服务方面，暑期出行旺季带来的需求提振叠加燃油成本边际回升影响，推动运输服务通胀 4 月以来回升，8 月同比增长 3.7%（4 月：2.4%）。

² 标普/CS 房价指数同比涨幅降至 6 月的 1.86%（1 月：4.17%），Zillow 租金同比涨幅也延续回落，7 月同比增 2.77%（1 月：3.44%，2024 年月均同比增速为 3.16%）。

上涨 0.5%。4 月以来汽车零部件关税开始逐步传导，8 月启动的进口家具关税调查预期或延续抬升后续成本（见图表 2）。

图表 2：核心服务仍是通胀的主要构成部分，核心商品逐渐小幅贡献边际增量



数据来源：Wind、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

二、关税效应主要通过“预期”起作用，被供给侧“量”的变化所吸收

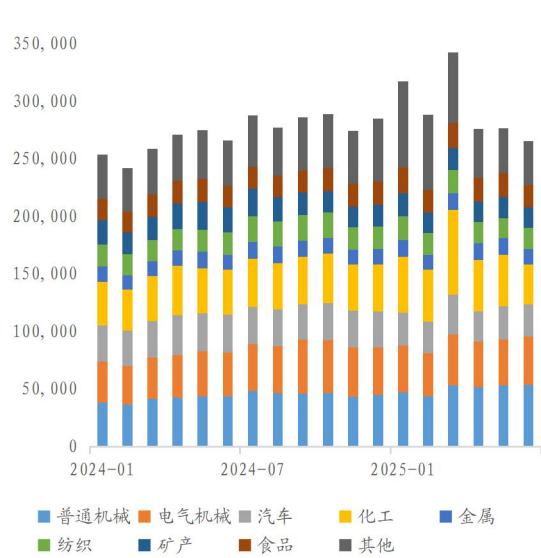
（一）从产业链来看，关税预期抬升企业库存动机

1. 上游：自中国、欧盟等地“抢进口”电气机械、汽车、化工等产品，制造商、批发商库存上升。

从进口端看，为应对关税可能造成的进口成本上升压力，进口商未雨绸缪提前进口原材料，ISM 制造业进口分项在 1-3

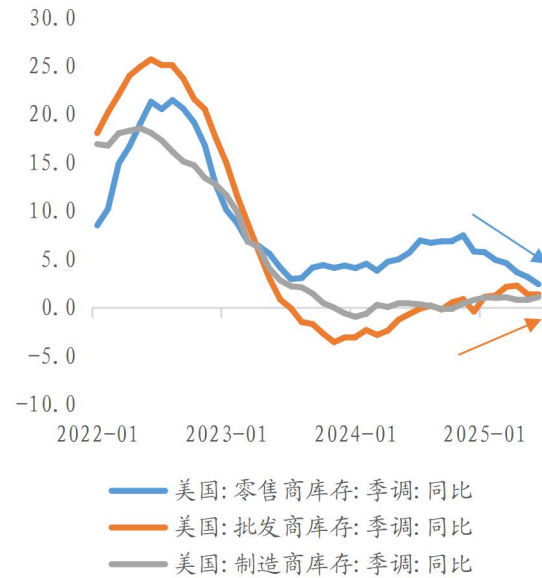
月阶段性扩张，同期进口金额也阶段性增加，国别看主要由中国、欧盟进口增加引起，分产品看主要由电气机械、汽车、化工进口增加引起（见图表 3）。从库存端看，2025 年初至今零售商库存增速放缓（下游消费者囤货消费）；但中上游因生产增加带动批发商、制造商“抢进口”，库存增速进一步加快（见图表 4）。

图表 3：年初美国进口金额的增加主要由电气机械、汽车、化工等产品的进口所推动（百万美元）



数据来源：WIND、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

图表 4：零售商库存增速明显下滑，而批发商、制造商库存增速保持上行

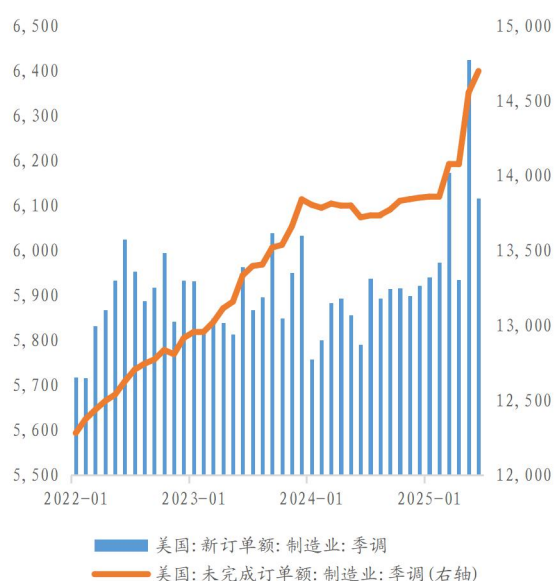


数据来源：WIND、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

2. 中游：订单增加，生产供不应求。ISM 制造业 PMI 新订单分项在 2024 年末即显著扩张，制造业新订单在 3 月、5 月分别环比骤增了 201 亿、490 亿美元，至 6 月制造业未完成订单较 1 月增加了 839 亿美元（6.1%，见图表 5）。大量订单刺激下，工业生产活动从 2023、2024 年的低迷中迅速恢复，至 7 月工业生产指数较 1 月抬升 1.8%、制造业产出指数

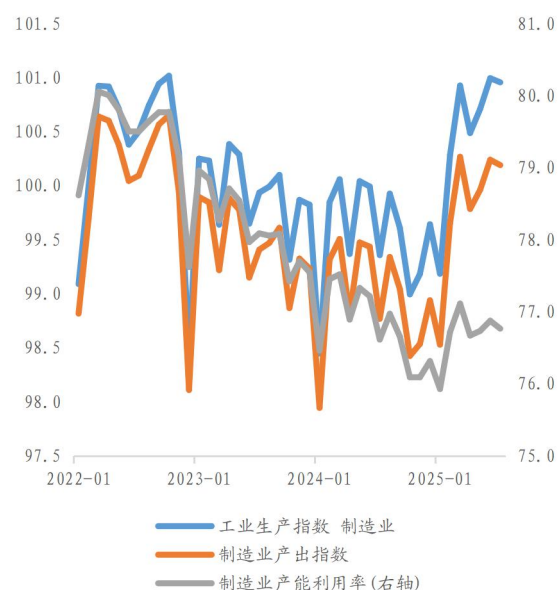
较 1 月抬升 1.7%，基本恢复至 2022 年末水平，而产能利用率的调整尚需一定时日，至 7 月恢复至 2024 年三季度水平（见图表 6）。特别地，汽车及其零部件的生产活动、产出、产能利用率反弹尤为明显。

图表 5：新订单显著增多，未完成订单积压明显



数据来源：WIND、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

图表 6：生产活动恢复最明显，产出恢复次之，产能利用率恢复较有限

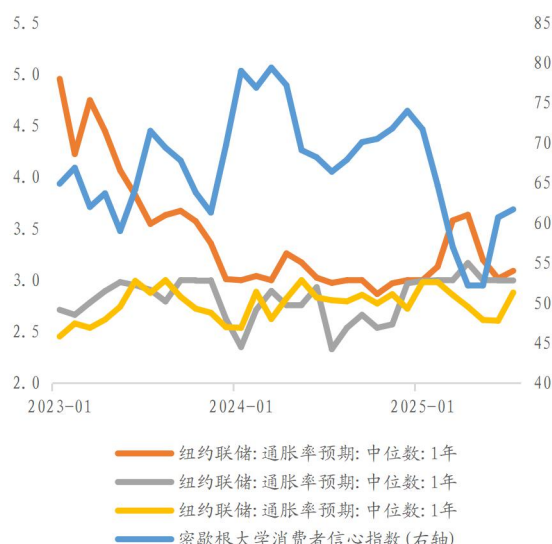


数据来源：WIND、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

3. 下游：消费者信心下滑、对涨价忧虑上升、抢先“囤货”。在“对等关税”尚未落地、232 关税先行期间，密歇根大学消费者信心指数自 2024 年 12 月的 64.0 大幅下滑至 2025 年 4 月的 52.2，纽约联储一年期通胀预期中位数自 2024 年的 3.0% 提升至 2025 年 4 月的 3.6%（见图表 7）。消费者在“涨价忧虑”下抢先囤货，在个人端体现为部分产品零售数据的抬升，如机动车及零部件、家具家电、服装配饰零售额在 3 月均录得高个位数增长（分别为 8.7%、8.7%、7.1%，见图表 8），在企业端体现为零售商本土市场营收加速增长，如沃尔

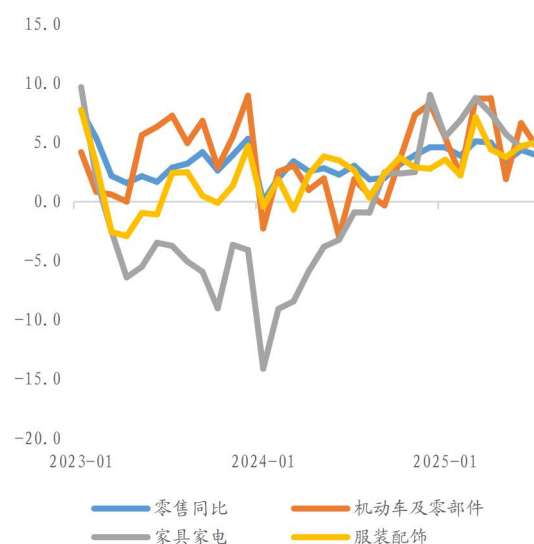
玛 2025 年 Q1、Q2 美国市场可比销售同比增 4.5%、4.6%，显著高于 2024 财年 Q4 的 4.1%。

图表 7：消费者信心下滑、短期通胀预期抬升



数据来源：WIND、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

图表 8：机动车及零部件、家具家电、服装配饰零售额增速抬升



数据来源：WIND、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

（二）预期效应主要被“进口量增多”、“耐用品产量增多”、“零售让利增多”三种效应吸收

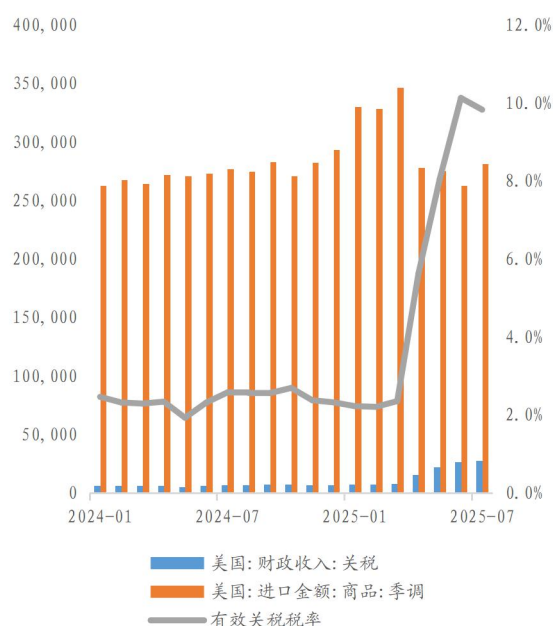
步入“特朗普 2.0”时代，美国有效关税税率（关税收入/美国商品进口金额）自 2 月份的 2.2% 升至 6 月的 10.1% 几乎翻五倍³（见图表 9），但进口价格指数却保持稳定、甚至有小幅下降，有三方面原因：

1. 进口量增多（保税区“准库存”产生了叠加影响）。“对等关税”生效前，企业“抢进口”囤积的货源保证了短期内商品供应。用“进口金额/进口价格指数”来衡量进口量，发现 1-3 月进口量均值较 2024 年均值增加了 17.6%（见图表

³ 根据“美国关税收入/美国商品进口金额”测算。

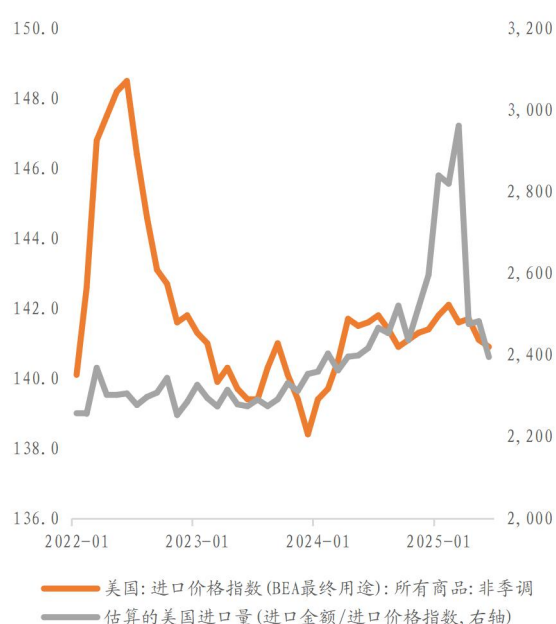
10)。“对等关税”生效后，部分企业将国外货物暂存于保税区⁴作为“准库存”，该部分货物在“对等关税”敲定回落后逐步清关流入美国市场也缓解了短期内外国商品的供应不足问题。

图表 9：3 月起美国有效关税税率飙升



数据来源：WIND、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

图表 10：2025 年初的进口金额增加主要由量带动，进口价格并未上涨

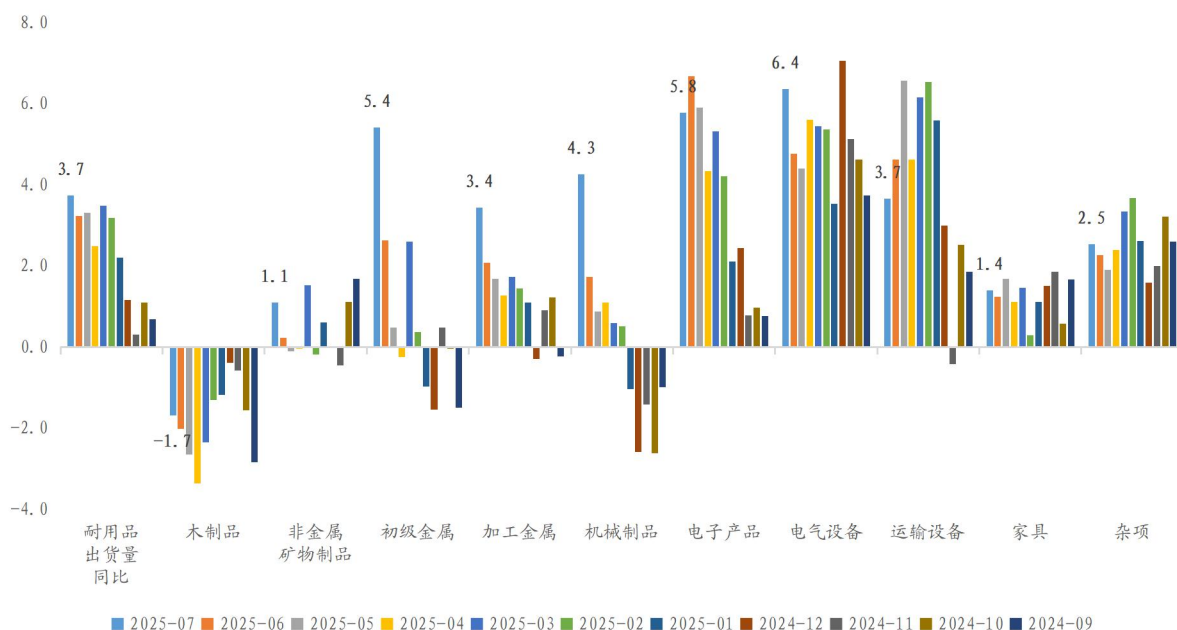


数据来源：WIND、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

2. 耐用品产量增多。2025 年前 7 个月耐用品出货量较 2024 年同期增长 3.1%，而 2024 年前 7 个月增速仅为 0.9%，其中电子产品（4.9%）、电气设备（5.1%）、运输设备（5.3%）增长尤为显著（见图表 11）。加速扩张的耐用品生产一定程度上补充了本地货源，减缓了受关税影响较大的行业终端价格的提升。

⁴ 主要为了等待谈判结束，“对等关税”下调。

图表 11：2025 年以来耐用品出货量加速增长，其中金属、机械、电子电气类产品出货量增长尤其快



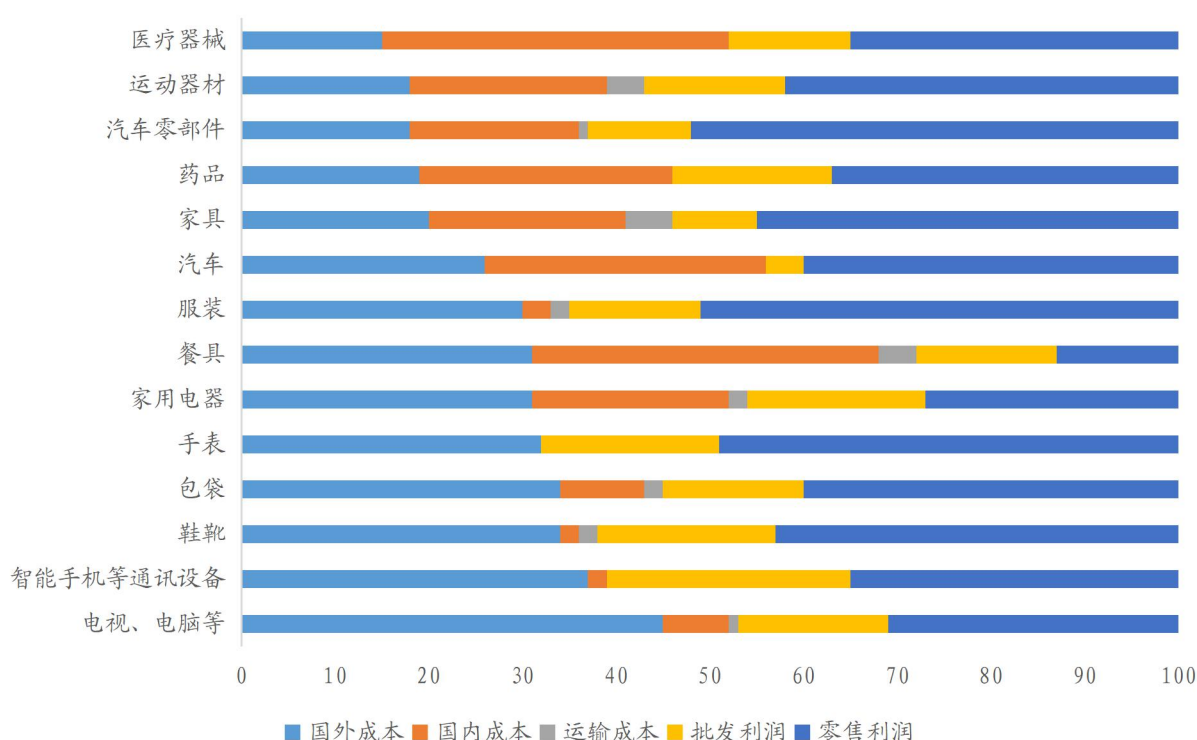
数据来源：WIND、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

3. 让利的零售商增多。零售商通过降低利润来迟滞进口成本向消费者的传导，尤其是零售利润较丰厚或进口成本占比不高的行业（见图表 12）。例如，（1）**服装行业零售利润率高达 51%**、有足够空间吸收关税成本，因此服装价格未见上涨；（2）药品、医疗器械行业零售利润率居中游水平（37%、35%），叠加国外成本仅占 19%、15%，关税对于医疗护理商品价格的影响也有限；（3）**电视、电脑、通讯设备由于零售利润相对较低且国外成本占比较高**，因此 CPI 篮子中信息技术产品（information technology commodities）分项价格上行明显（7 月同比-5.9%、2 月同比-8.6%）。沃尔玛 2025 年 Q2 经营利润同比下降 8.2%，反映美国零售商正在让利以努力稳定终端价⁵，但关税影响预计仍将在三四季度⁶日渐显现。

⁵ 沃尔玛 CFO 称“在某些领域我们已经完全消化了更高关税成本带来的影响，而在其他领域，我们则不得不将部分成本转嫁给消费者。受关税影响的成本仍在持续攀升”。

根据高盛测算，截至 6 月美国企业承担了 64%的关税成本、外国出口商承担了 14%、消费者仅承担 22%，但随着时间推移，至 10 月消费者将承担 67%的成本。

图表 12：美国服装、药品、医疗器械等国外产品占比不高



数据来源：日本内阁府研究《美国贸易政策对其通胀的影响》、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

三、预计 9 月后通胀持续“显化”，经济数据加速下滑，美联储面临更艰难的决策困境

（一）预期 9 月之后美国通胀持续“显化”、四季度关税影响料明显显现

相对于“特朗普 1.0”时代，本次关税向通胀的传导更慢。2025 年 4 月 2 日美国宣布对多国加征“对等关税”，至

⁶ 沃尔玛 CEO 称“随着我们按照关税后的价格水平补充库存，我们每周的成本都在持续上升，我们预计这种情况会一直持续到第三和第四季度”。

第三季度通胀在才开始缓步回升(2018-2019 年贸易战期间,关税传导至通胀时间约 1-2 个月)。核心原因在于本次关税谈判的反复性,上游生产商提前囤积库存亦影响关税传导偏慢。

预计 2025 年第四季度,关税对通胀的影响将明显显现。

随着 8 月关税谈判“靴子”落地、按 1-2 个月左右的传导时间审慎推算,预计 10 月美国通胀将面临明显冲击,叠加《大而美法案》带来的财政刺激效果逐渐显现,以及移民政策对就业供给的掣肘,预计四季度通胀影响进一步上升。但关税政策的不确定性或令影响持续的时间更长。继国别关税后、目前产业关税成为新的讨论重点,例如特朗普表示将根据《国际紧急状态经济权力法》(IEEPA)征收安全生产、公共卫生、供应链稳定相关关税(汽车、钢铝、半导体、药品等)⁷。关税政策呈现更多的长期性和复杂性特征,或令相应通胀影响延迟至 2026 年上半年。

(二) 美国经济数据预计将加速走弱

1. 9 月之前,供给侧支撑美国经济韧性。

2025 年上半年,“关税脉冲”下美国 GDP 增速大幅波动(Q1: -0.5%, Q2: +3.3%),剔除扰动后⁸,实际的经济韧性超出市场预期(Q1: +1.5%, Q2: +1.6%)。超预期的经济数据背后是消费和生产的韧性,我们认为两者主要受到供给侧

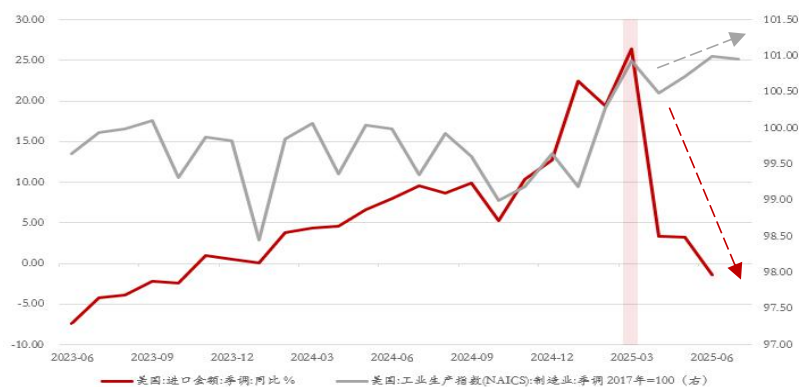
⁷ 美国国际贸易法院于 2025 年 5 月裁定 IEEPA 关税非法,但在案件上诉期间,这些关税被允许继续征收。

⁸ 关税政策不确定性导致生产商在一季度加大进口和累积库存,这一行为在二季度逆转,相应在经济数据上表现为:逆差对 GDP 的环比拉动率由一季度的-4.6%大幅转正为二季度的+5.0%,私人库存对 GDP 的环比拉动率由一季度的+2.6%转向二季度的-3.2%。

的支撑：

（1）非住宅投资和“抢进口”脉冲支撑美国生产侧动能。第一、二季度非住宅投资对 GDP 的环比拉动率为 1.4%、0.8%，投资端的稳健表现支撑美国工业生产的旺盛。实际上，虽然 2025 年 3 月美国进口增速仅出现短暂的“进口上行脉冲”，但是制造业工业生产指数同步冲高后继续维持高位，“抢进口”进入美国的商品被快速用于生产（见图表 13），制造商库存持续增加、批发商库存 3 月有较明显脉冲、零售商库存维持高位（见图表 14）。

图表 13：抢进口脉冲后，制造业工业生产指数持续处于高位



数据来源：WIND、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

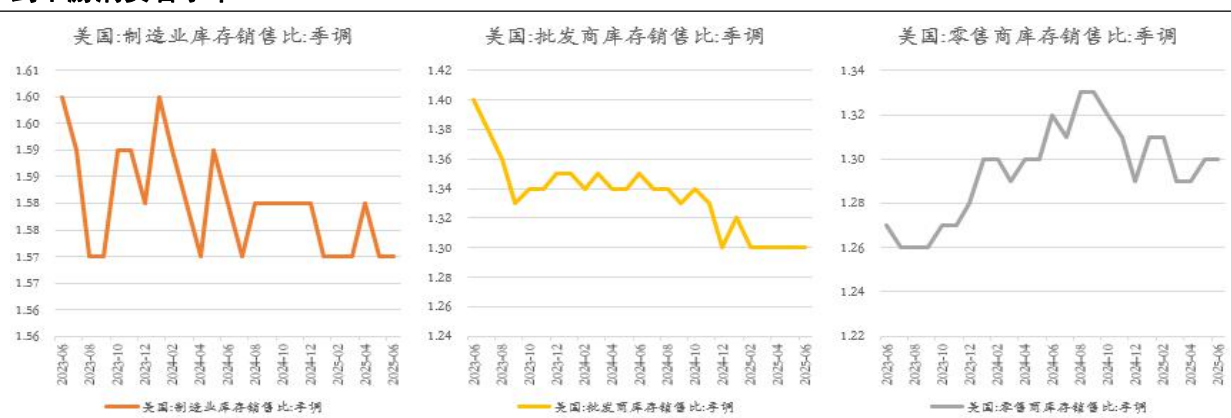
图表 14：制造商库存持续增加、批发商库存 3 月有较明显脉冲、零售商库存维持高位



数据来源：WIND、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

（2）量的增长比较通畅地传导到下游消费者手中，支撑消费表现。第一、二季度私人消费对 GDP 的环比拉动率为 0.3%、1.1%，7 月零售销售数据超预期（环比 0.5%）。关税预期虽扰动消费者信心，但来自于供给端的充足商品供应、保持温和的价格，以及担忧涨价的“囤货消费”意愿⁹，共同支撑消费表现维持韧性。相较于库存的增加，制造商、批发商、零售商库销比并未明显增加（反而减小），显示量的增长比较通畅地传导到下游消费者手中（见图表 15）。

图表 15：制造商、批发商、零售商库销比并未明显增加（反而减小），显示量的增长比较通畅地传导到下游消费者手中



数据来源：WIND、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

2. 关税效果显现预计冲击供给侧韧性，美国经济下行风险料随之加大。

随着关税效果在第三、四季度逐渐显现，来自供给侧的支撑料逐渐消退：超额供给下降、对通胀的抑制效果减弱。一方面，预计生产的旺盛逐渐趋弱，进口减少，库存由累库进入逐渐去库阶段；另一方面，通胀效果将向下游“穿透”，抑制消费表现，企业预计逐步将成本转嫁至消费端。供给侧

⁹ 2025 年第一、二季度，美国耐用品消费环比折年增速为-3.7%、2.6%，非耐用品环比折年增速为 2.1%、2.3%。

支撑的减弱，预计对现阶段美国经济的两大韧性来源造成冲击，美国经济下行风险或加大。

（三）美联储预计面临更为棘手的困境，金融市场波动料加剧

美联储 9 月降息几无悬念，但后续特朗普政府政策施压、下滑的经济数据、高企的通胀将令美联储困境加剧。伴随通胀显化，经济数据走弱，美联储的决策压力将进一步增加，因此我们认为后续美元指数预期下行压力仍大，美债收益率曲线的“牛陡”趋势将进一步加剧。

美元指数：伴随关税效应滞后显现，供给侧支撑减弱加大美国经济下行压力，9 月美联储大概率重启降息，叠加美联储“独立性”承压，拖累美元指数走势。但短期内美元指数大幅下行空间或不大：一是周期效应、财富效应对美国经济韧性仍有支撑（详见前期报告《参考前期报告《政策不确定性如何影响 2025 年美国经济增长？》），《大而美法案》短期或对经济有一定提振效果；二是二次通胀风险掣肘降息幅度；三是欧元区、英国、日本经济趋势向好压力仍存，影响欧元、英镑、日元走势，技术上推高美元读数。综合看，美元指数趋势走弱、短期下行节奏或偏慢。

美债利率：9 月美联储启动降息，拉降美债利率下行，但影响预计主要集中在短端；长端利率受美国通胀预期和债务可持续性忧虑影响下行幅度偏小，预计整体收益率曲线“牛陡”特征将更加明显。



香港中資銀行業協會
Chinese Banking Association
of Hong Kong

本文章版权属撰稿机构及/或作者所有，不得转载。

本文章发表的内容均为撰稿机构及/或作者的意见及分析，并不代表香港中资银行业协会意见。