

## 宏观深度报告

## 估算关税对美国通胀的影响：三个框架

## 证券分析师

钟正生 投资咨询资格编号  
S1060520090001  
ZHONGZHENGSHENG934@pingan.com.cn

张璐 投资咨询资格编号  
S1060522100001  
ZHANGLU150@pingan.com.cn

范城恺 投资咨询资格编号  
S1060523010001  
FANCHENGGKAI146@pingan.com.cn



## 平安观点：

- 目前特朗普上任后宣布的关税政策，主要包括“地区关税”（25%加墨欧、20%中国）和“行业关税”（25%钢铝、汽车、药品、芯片和木纸）等。本篇报告介绍三个分析框架，由简至繁，估算这些政策对美国通胀影响。
- **1、基础框架。**假设关税成本完全传导至消费价格，不考虑企业决策、需求变化、汇率变动和贸易反制等因素。2024年，美国前四大进口来源地分别为欧盟（18.5%）、墨西哥（15.5%）、中国大陆（13.4%）和加拿大（12.6%）。“地区关税”涉及关税金额合计为4689亿美元，相当于对全部商品加税14.3%，预计分别抬升美国CPI、PCE通胀率2.7、2.9个百分点；“行业关税”预计分别拉动CPI、PCE通胀率1.2、1.3个百分点。
- **2、进阶框架。**在基础框架上，考虑企业定价策略，但仍不考虑需求、汇率和贸易反制等影响。这需要将进口商品区分为终端消费品和中间品，消费品关税直接传导至CPI，中间品关税通过PPI间接传导至CPI。在此过程中，我们简化了进口商品类别（按HS2编码重新划分为17大类），并寻找它们与CPI、PPI子项的映射关系。结果显示，“地区关税”预计拉动美国CPI通胀率1.24个百分点，其中消费品直接拉动0.63个百分点、中间品间接拉动0.61个百分点；“行业关税”预计拉动美国CPI通胀率0.75个百分点，其中消费品直接拉动0.48个百分点、中间品间接拉动0.28个百分点。同时实施“地区+行业”关税，预计拉动CPI通胀率1.41个百分点。
- **3、动态均衡模型。**PIIE论文借助多国多部门跨期一般均衡模型（G-Cubed），全面考虑企业定价决策、需求变化、汇率变化、贸易反制等因素。以“25%加墨、10%中国”的关税政策为例，无反制情况下，PIIE模型预计其对2025年美国通胀的拉动为0.49个百分点，低于“进阶框架”测算的0.78个百分点，更低于“基础框架”下的1.57个百分点。模型结果还显示，如果贸易对手反制，这一影响可能放大至无反制情形的2倍左右。
- **总结。**我们自行构建的“进阶框架”兼顾精度和可操作性。而且这一框架不仅可以评估分地区的关税影响，也可以评估行业关税、以及“地区+行业”关税同时生效的影响。我们认为，考虑需求变化、汇率因素等，关税的实际影响可能低于“进阶框架”测算结果0-30%，据此预计“地区关税”对美国通胀的抬升在0.9-1.2个百分点，“行业关税”影响0.5-0.8个百分点，“地区+行业”关税影响1.0-1.4个百分点。最后，可以初步思考通胀制约下，各类关税政策的落地难度，美国对华加征20%关税制约较小，对加拿大、墨西哥加征25%关税制约上升，追加欧盟乃至全球关税的制约更大；汽车关税的制约较大，药品、钢铝、木纸、芯片等关税的制约较小。
- **风险提示：**对于关税向美国通胀传导路径的理解不到位；美国进口商品类别与CPI、PPI的映射存在误差；特朗普关税政策落地存在不确定性等。

# 正文目录

引言 .....	4
<b>一、 基础框架：完全成本转嫁 .....</b>	<b>5</b>
1、分地区的关税影响 .....	5
2、分行业的关税影响 .....	6
<b>二、 进阶框架：不完全成本转嫁 .....</b>	<b>7</b>
1、行业有效关税 .....	7
2、终端消费品关税对 CPI 的影响 .....	9
3、中间品关税对 PPI 的影响 .....	10
4、对 CPI 的总影响 .....	12
5、延申：“地区+行业”关税影响 .....	12
<b>三、 动态均衡模型 .....</b>	<b>13</b>
<b>四、 总结 .....</b>	<b>15</b>
<b>五、 风险提示 .....</b>	<b>16</b>
附录 .....	17

# 图表目录

图表 1	加征关税向美国通胀的传导路径，以及中间可能强化或弱化其影响的各类环节	4
图表 2	2024 年，欧盟、墨西哥、中国大陆和加拿大是美国主要进口来源地	5
图表 3	特朗普首批关税（25%欧加墨、20%中国）相当于对全部商品加征关税 14.3%	6
图表 4	特朗普对五类商品的关税涉及约 25%的进口额	6
图表 5	基于“基础框架”，针对五类商品的关税预计拉动 CPI 和 PCE 通胀率 1.2-1.3 个百分点	6
图表 6	2024 年美国进口商品中占比较高的行业是机械类、电子产品类、运输设备以及化工产品等	7
图表 7	2024 年美国各行业商品的进口来源份额	8
图表 8	美国地区关税政策涉及的体量及行业有效税率	8
图表 9	特朗普首批针对五类商品的关税对应的行业有效关税	9
图表 10	终端消费品关税（地区关税）对 CPI 的影响	10
图表 11	运输商品、家居用品等是主要贡献	10
图表 12	终端消费品关税（行业关税）对 CPI 的影响	10
图表 13	运输商品、医疗保健品等是主要贡献	10
图表 14	中间品关税（地区关税）对 PPI 的影响	11
图表 15	首批地区关税政策将主要通过燃料能源、运输设备、加工食品、机械设备等生产商	11
图表 16	中间品关税（行业关税）对 PPI 的影响	12
图表 17	运输设备、化学品等是主要贡献	12
图表 18	特朗普首批分地区和分行业的关税，预计分别拉动 CPI 通胀率 0.78 和 0.75 个百分点	12
图表 19	特朗普不同关税政策产生的行业有效关税及对通胀的影响	13
图表 20	三种框架下，10%全球关税的影响	14
图表 21	三种框架下，25%加墨+10%中国关税的影响	14
图表 22	贸易对手反制将放大关税对通胀的影响	15
图表 23	贸易对手反制或平抑汇率升值幅度	15
图表 24	对不同地区加征 10%关税的影响比较	16
图表 25	对不同行业加征 25%关税的影响比较	16
附录 1	基于 HS2 编码重新划分的 17 个商品类别（行业）：2024 年进口金额及主要来源地情况	17
附录 2	美国 CPI 商品分项与进口商品行业匹配表	17
附录 3	美国 PPI（最终需求）商品分项与进口商品行业匹配表	18

## 引言

2025年1月20日特朗普上任以来，截至3月21日，已经宣布实施或可能实施多项关税政策。这些政策大致分为两类，一类是针对地区的商品关税，包括已经实施的对中国进口商品加征20%关税，已宣布但推迟实施的对墨西哥、加拿大加征25%关税，以及可能实施对欧盟25%关税等。另一类是针对特定行业（商品类别）的关税，目前相对明确的是针对钢铝制品（已实施）、汽车、药品、芯片、木纸制品等五类商品加征25%关税，还可能对农产品、铜等其他产品加征关税等。此外，特朗普提出“对等关税”（reciprocal tariffs）概念，可能同时涉及特定地区和行业的关税调整，具体内容待4月公布。

当前，通胀仍是美国经济的核心矛盾之一。2025年2月CPI通胀率为2.8%；美联储3月最新经济预测将2025年PCE和核心PCE通胀率预测中值分别上修0.2和0.3个百分点至2.7%和2.8%，仍明显高于2%的政策目标。因此，关税政策对美国通胀的影响备受关注，而通胀压力也是关税政策能否顺利落地的掣肘之一。估算关税政策对美国通胀的影响，一方面有助于研判未来美国通胀走向，另一方面，鉴于通胀压力是关税政策的一大制约，这也有助于评估各类关税落地的难易程度。

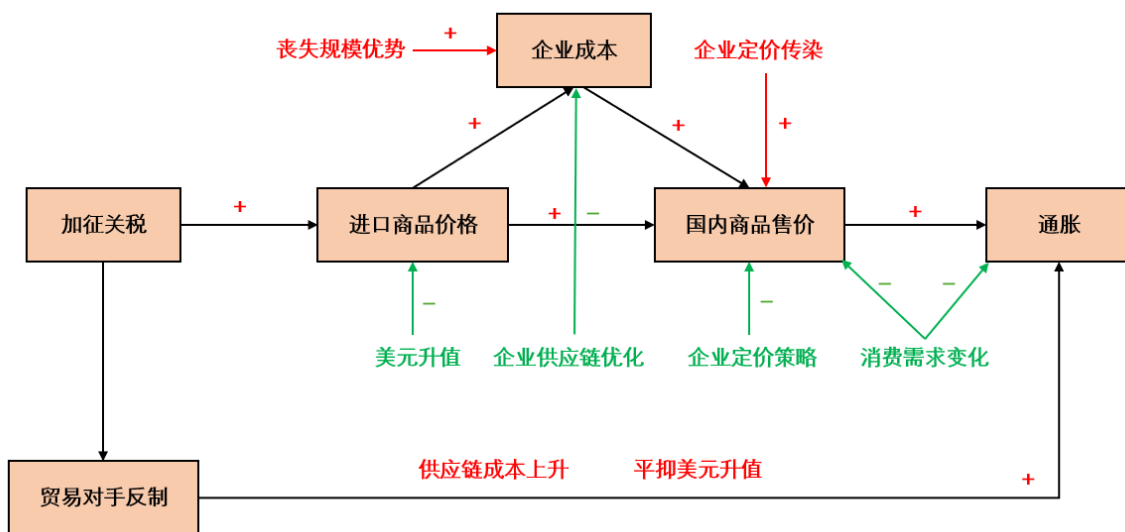
**准确估算关税对一国通胀的影响并不容易。**理论上，加征关税势必提高进口商品价格，继而可以通过进口商品在国内消费市场的份额直接估算其影响。但实际上，在关税和终端消费价格中间，存在多个环节，可能弱化或强化关税对物价的影响。

**可能弱化关税影响的环节包括：**1) 企业供应链优化，即企业可能转移进口来源、寻求国产替代等，继而弱化关税对企业成本的影响。2) 企业定价策略，即进口商以及使用进口中间品作为生产原料的企业，可能担心涨价导致市场份额下降，而选择仅将部分关税成本转嫁至终端消费者。3) 消费需求变化，即物价上涨可能抑制消费需求，影响商品消费权重，继而弱化关税对通胀指标的影响。4) 汇率变化，即关税可能引发美元升值，继而部分抵消进口价格上涨的压力等。

**可能放大关税影响的环节包括：**1) 企业丧失规模优势，因采购或生产规模下降而放大关税引发的成本压力；2) 企业定价传染，即在竞争对手因关税而被迫涨价后，不受关税影响的企业也可能跟随涨价以增厚利润等，导致更加广泛的通胀压力。

此外，如果美国的关税政策引发贸易对手采取反制措施，则可能进一步加大通胀压力。一方面，贸易伙伴加征关税，美国企业出口需求下降，继而可能减少生产规模（规模效应减弱）、提高国内售价以弥补损失等，最终也会导致美国国内商品价格上涨。另一方面，反制行动可能平抑美元升值幅度，减弱美元走强对国内通胀的抑制效果。

图表1 加征关税向美国通胀的传导路径，以及中间可能强化或弱化其影响的各类环节



资料来源：平安证券研究所制图

本篇报告介绍了三个分析框架，由简至繁，估算针对不同地区、不同行业的关税对美国通胀的影响。第一个框架假设关税成本完全传导至消费价格，继而关税的实际影响主要取决于关税体量。这一方法测算相对简便，但容易高估关税对通胀的影响。第二个框架进一步考虑企业定价行为，进一步区分了终端消费品和中间品关税的不同传导路径。这一框架由我们自行构建，能够全面适用于针对不同地区、针对不同行业、以及同时针对地区和行业的关税政策分析，且测算结果有望更加准确。第三个框架则更加动态地考虑关税对不同经济主体的影响，但实操难度较大，且可能不适用于针对不同行业的关税政策。

## 一、基础框架：完全成本转嫁

在第一个分析框架，我们的核心假设是，关税完全传导至进口商品价格，且企业将关税成本完全转嫁至消费者。具体隐含的假设包括：1、不考虑企业供应链调整、定价策略等行为的影响。2、不考虑消费需求、偏好变化的影响。3、不考虑关税对汇率的影响。4、不考虑贸易对手反制的影响。如是，我们可以仅基于关税针对的地区、产品及关税幅度，结合美国进口商品的地区、产品权重，以及美国 CPI、PCE 通胀指标中的商品消费权重，直接估算各类关税政策对通胀的影响。

具体测算方法为：

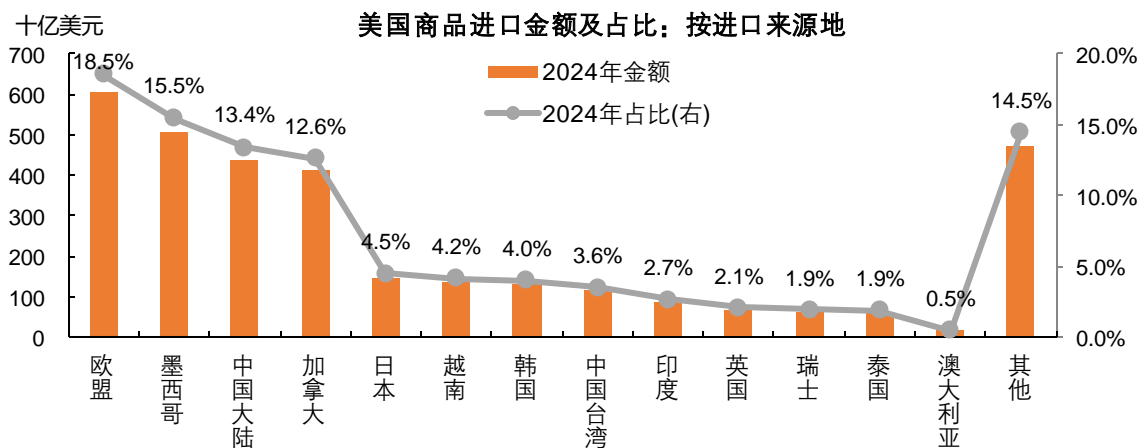
$$\text{关税对美国通胀率的拉动} = \text{有效关税} * \frac{\text{进口商品 GDP}}{\text{商品消费 GDP}} * \text{商品在通胀指标中的权重}$$

其中，有效关税=税率\*涉税商品在全部进口商品中的占比。

### 1、分地区的关税影响

先看针对不同地区的全部商品加征关税的影响。据美国商务部数据，2024年，美国前4大进口来源地区分别是欧盟（18.5%）、墨西哥（15.5%）、中国大陆（13.4%）和加拿大（12.6%）。特朗普首轮关税针对的三大地区墨西哥、加拿大和中国大陆，共涉及超过4成的进口商品；如果算上欧盟，前四大地区进口占比约6成。

图表2 2024年，欧盟、墨西哥、中国大陆和加拿大是美国主要进口来源地



资料来源：美国商务部, Wind, 平安证券研究所

根据2024年美国商品进口的地区份额，特朗普目前已经宣布的分地区的关税政策，即对墨西哥和加拿大加征25%关税、对中国加征20%关税、对欧盟加征25%关税，涉及的关税金额合计为4689亿美元，相当于对全部商品加征14.3%的关税，即有效关税为14.3%。

2024年，美国名义GDP中，进口商品占国内商品消费的比重为52.2%。尽管这些进口商品包括原材料、中间品、终端消费品等，但假设关税全部传导至进口商品价格的上涨，并且各环节成本的上涨将全部传导至终端消费品，那么14.3%的有效关税，相当于增加所有进口商品14.3%的成本，并将抬升全部商品价格7.5% (=14.3%\*52.2%)。

2024年，美国CPI和PCE中，商品消费的权重分别为35.7%和38.9%，均接近4成。假设商品价格变动不改变消费行为，继而不改变通胀指标中的商品权重。据此测算，14.3%的有效关税，将分别抬升CPI、PCE通胀率2.7和2.9个百分点。

图表3 特朗普首批关税（25%欧加墨、20%中国）相当于对全部商品加征关税14.3%

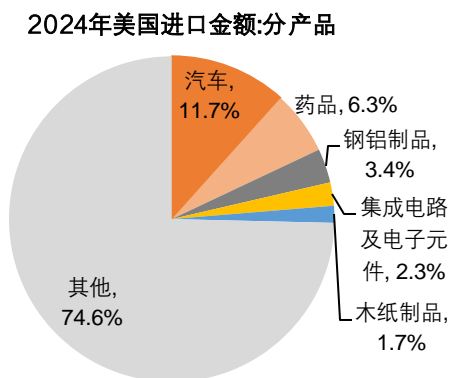
	欧盟	墨西哥	中国大陆	加拿大	其他地区	合计
2024年美国进口商品总额(亿美元)	32,674					
2024年进口商品消费占比	18.5%	15.5%	13.4%	12.6%	39.9%	
关税税率	25%	25%	20%	25%		
关税金额(亿美元)	1,514	1,265	878	1,032		4,689
有效关税税率	4.6%	3.9%	2.7%	3.2%		14.3%
2024年进口商品/国内商品消费	52.2%					
2024年CPI中商品消费权重	35.7%					
2024年PCE中商品消费权重	38.9%					
对CPI通胀率的贡献(百分点)	0.86	0.72	0.50	0.59		2.7
对PCE通胀率的贡献(百分点)	0.94	0.79	0.55	0.64		2.9

资料来源：美国商务部, Wind, 平安证券研究所。注：因四舍五入，数据加总或有出入。

## 2、分行业的关税影响

再看针对全部地区的不同商品加征关税的影响。截至目前，特朗普陆续扬言拟针对钢铝制品、汽车、药品、芯片和木纸制品加征25%的关税。2024年，美国进口商品中，汽车、药品、钢铝制品、集成电路及电子元件、木纸制品等五类商品，占进口总额的比重分别为11.7%、6.3%、3.4%、2.3%和1.7%，合计占比25.4%。我们测算，对这些商品加征25%关税，对应的有效关税合计为6.3%，预计分别拉动CPI、PCE通胀率1.2和1.3个百分点。

图表4 特朗普对五类商品的关税涉及约25%的进口额



资料来源：美国商务部，平安证券研究所。注：2024年集成电路及电子元件份额由2023年数据推算

图表5 基于“基础框架”，针对五类商品的关税预计拉动CPI和PCE通胀率1.2-1.3个百分点

	2024年进口金额占比	25%关税对应的有效关税	拉动CPI	拉动PCE
汽车	11.7%	2.9%	0.5%	0.6%
药品	6.3%	1.6%	0.3%	0.3%
钢铝制品	3.4%	0.8%	0.2%	0.2%
集成电路及电子元件	2.3%	0.6%	0.1%	0.1%
木纸制品	1.7%	0.4%	0.1%	0.1%
合计	25.4%	6.3%	1.2%	1.3%

资料来源：美国商务部，平安证券研究所。注：2024年集成电路及电子元件份额由2023年数据推算

## 二、进阶框架：不完全成本转嫁

在第二个分析框架，我们进一步考虑企业供应链调整和定价策略的影响。在“基础框架”上，将核心假设调整为“关税完全传导至进口商品价格，但企业仅将关税成本部分转嫁至消费者”。换言之，我们将放松假设 1“允许企业进行供应链优化、定价策略、定价传染等”，但仍然保留其他假设（2-4），即仍然不考虑需求变化、汇率变化和贸易对手反制等影响。

考虑企业行为后，分析难度加大，因为不能再简单使用进口商品的总价值，而需要进一步考虑企业定价行为。由于企业在进口消费品（然后直接销售）和中间品（再生产后才销售）的关税成本处理上有区别，这就需要进行进一步分析不同进口商品类别的关税对 CPI 和 PPI 的直接影响，以及 PPI 对 CPI 的间接影响，最终得到关税对 CPI 的综合影响。

具体测算方法：

$$\text{关税对 CPI 通胀率的总拉动} = \text{终端消费进口对 CPI 通胀率的拉动} + \text{中间品进口对 CPI 的间接拉动}$$

其中，终端消费进口对 CPI 通胀率的拉动 =  $\sum \text{CPI 行业通胀率} * \text{CPI 行业权重}$

$$= \sum \text{行业有效关税} * \text{关税对 CPI 的传导系数} * \text{CPI 行业权重}$$

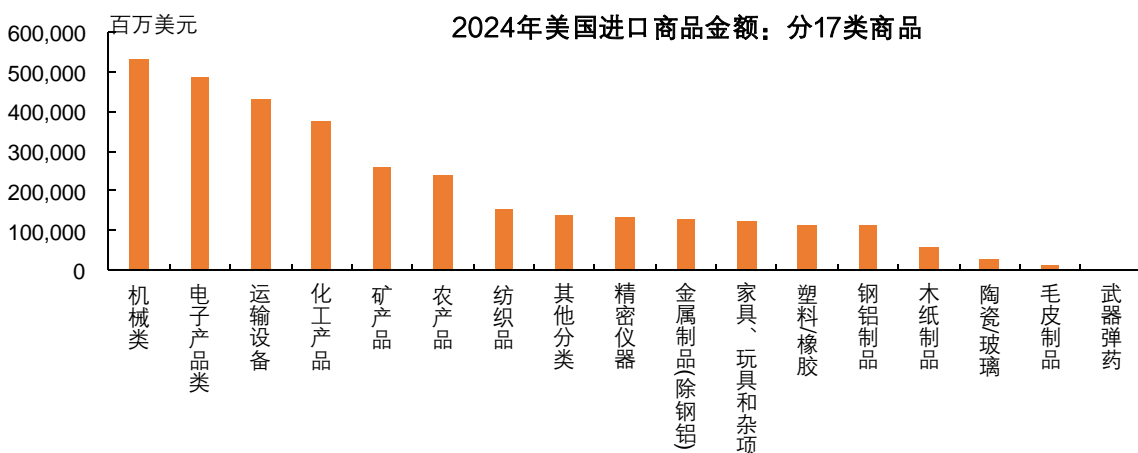
中间品进口对 CPI 的间接拉动 = 中间品对 PPI 的直接拉动 \* PPI 对 CPI 的传导系数

$$= \left( \sum \text{行业有效关税} * \text{关税对 PPI 的传导系数} * \text{PPI 行业权重} \right) * \text{PPI 对 CPI 的传导系数}$$

### 1、行业有效关税

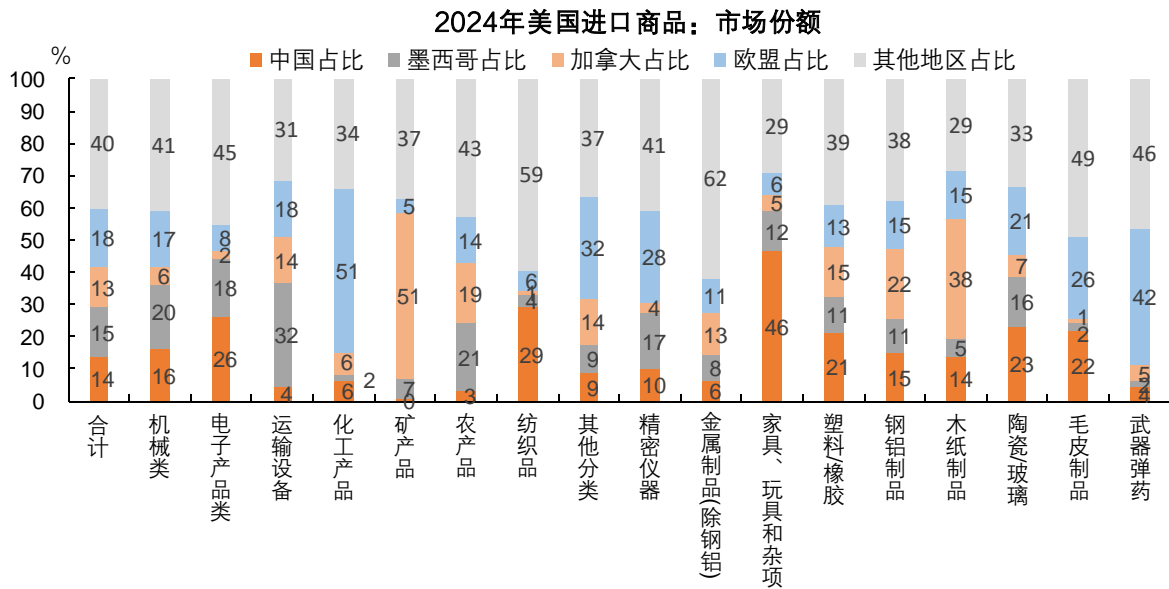
让我们先对美国进口商品的类别（行业）及来源地有一个直观认识。进口商品分类相对繁复，为便于理解和估算，我们将 HS2 编码中的 22 类、98 章商品类型，重新划分为 17 个行业（对应关系详见附件 1）。在我们的分类中，2024 年，美国进口商品中占比较高的是机械类（15.8%）、电子产品类（14.5%）、运输设备（12.9%）以及化工产品等（11.3%）。结合产品类别及进口来源地，可以看出，针对墨西哥、加拿大的关税将主要影响运输设备、矿产品、木纸制品、钢铝制品等商品价格；对中国的关税将主要影响家具玩具类、纺织品、电子产品类、陶瓷玻璃、毛皮制品等。

图表6 2024年美国进口商品中占比较高的行业是机械类、电子产品类、运输设备以及化工产品等



资料来源：美国商务部, 平安证券研究所

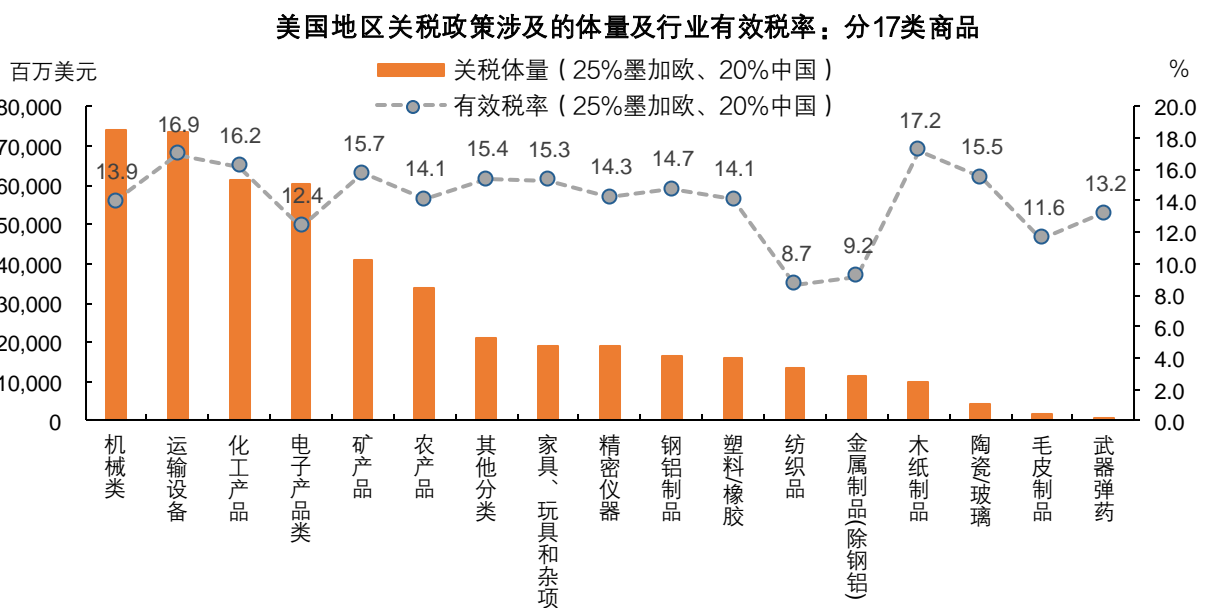
图表7 2024年美国各行业商品的进口来源份额



资料来源：美国商务部,平安证券研究所

考虑特朗普首批分地区的关税，即对墨西哥、加拿大、欧盟加征 25%关税，以及对中国加征 20%关税，涉税商品金额较大的行业分别是运输设备、机械类、化工产品、电子产品类、矿产品以及农产品等，这些商品的涉税金额在 340-740 亿美元左右；涉税商品的有效税率上升幅度较大的是矿产品木纸制品（17.2%）、运输设备（16.9%）、化工产品（16.2%）等，平均有效税率为 14.3%。

图表8 美国地区关税政策涉及的体量及行业有效税率



资料来源：美国商务部,平安证券研究所

考虑特朗普首批分商品类别的关税，即对钢铝制品、汽车、药品、芯片和木纸制品加征 25% 关税，我们可以忽略地区份额，直接通过五类商品在美国进口中的占比测算四个行业的有效关税，这与“基础框架”中的方法一致。其中，“钢铝制品”、“木纸制品”已在我们的 17 个行业中，则两个行业的有效关税为 25%。对于汽车、药品和集成电路及电子元件三类商品，在我们的 17 个行业中，它们分别对应交通运输、化工产品和电子产品类，在三个行业中的占比分别为 56.2%、90.3% 和 16.1%，继而我们可以估算出交通运输、化工产品和电子产品类的有效关税分别为 14.1%、22.6% 和 4.0%。

图表9 特朗普首批针对五类商品的关税对应的行业有效关税

	商品	行业	商品关税	商品在行业的权重	行业有效关税
	钢铝制品	钢铝制品	25%	100%	25.0%
HS 编号	HS72、73、76				
	木纸制品	木纸制品	25%	100%	25.0%
HS 编号	HS44-49				
	药品	化工产品	25%	56.2%	14.1%
HS 编号	HS30	HS28-38			
	汽车	运输设备	25%	90.3%	22.6%
HS 编号	HS87	HS86-89			
	集成电路及电子元件	电子产品类	25%	16.1%	4.0%
HS 编号	HS8541	HS85			

资料来源：美国商务部,平安证券研究所。注：因四舍五入，数据加总或有出入。

## 2、终端消费品关税对 CPI 的影响

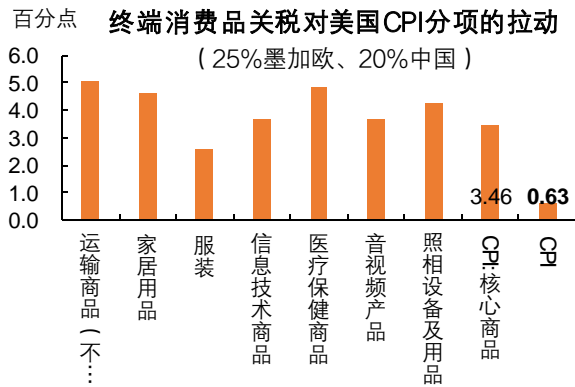
我们将进口商品分作两大类：终端消费品和中间品。首先讨论终端消费进口对 CPI 的拉动。

首先，我们将部分进口商品类别(行业)与 7 个 CPI 子项进行匹配(匹配结果详见附录 2)，这些 CPI 子项包括运输商品(不含燃料)、家居用品、服装、医疗保健品、信息技术商品、音视频产品和照相设备及用品，7 个子项合计占 CPI 的 14.4%，合计占 CPI 核心商品分项近 8 成。这些 CPI 分项主要涉及的进口行业包括运输设备，家具、玩具和杂项，纺织品，电子产品类，化工产品和精密仪器等。

其次，我们假设，对于进口的终端消费品，关税对 CPI 的传导系数为 0.3，即每 1% 的商品关税，抬升 CPI 相关分项 0.3%。逻辑在于，对于终端消费品，加征关税后，关税成本可能较容易转嫁至消费者。参考 2024 年美国进口商品在国内消费中的比重为 35.7%，再考虑 CPI 与进口商品匹配或存误差，据此假设关税对 CPI 子项的传导系数略低于这一数字。

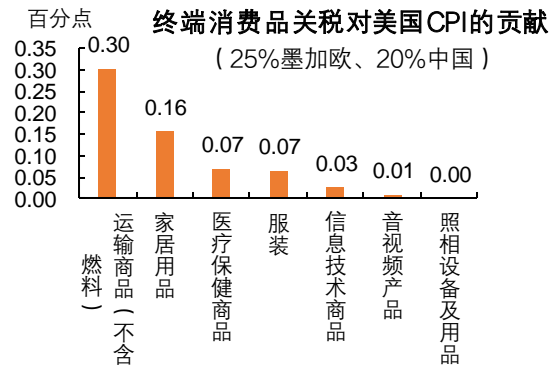
那么，对于特朗普首批分地区的关税政策(25%加墨欧、20%中国)，我们可以估算这些政策对各行业产生的有效关税，乘以传导系数 0.3 后，得到对相关 CPI 分项的拉动。结果显示，这些政策对于 CPI 分项中的运输商品、家居用品、信息技术/音视频商品等分项的影响较大；合计拉动美国 CPI 核心商品分项 3.46 个百分点，拉动 CPI 通胀率 0.63 个百分点。

图表10 终端消费品关税（地区关税）对CPI的影响



资料来源：美国商务部,BLS,平安证券研究所

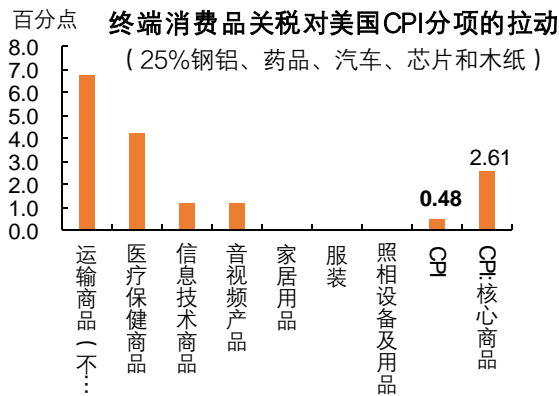
图表11 运输商品、家居用品等是主要贡献



资料来源：美国商务部,BLS,平安证券研究所

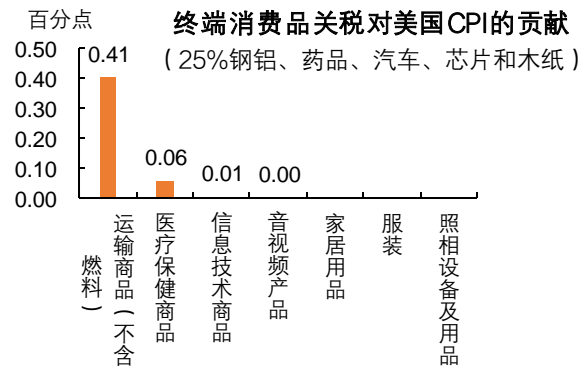
对于特朗普首批分商品类别的关税（25%钢铝、药品、汽车、芯片和木纸），所影响的CPI子项包括运输商品（不含燃料）、医疗保健商品、信息技术商品和音视频商品，其中运输商品的影响及对CPI的贡献十分显著；合计将拉动CPI美国核心商品分项2.61个百分点，拉动CPI通胀率0.48个百分点。

图表12 终端消费品关税（行业关税）对CPI的影响



资料来源：美国商务部,BLS,平安证券研究所

图表13 运输商品、医疗保健品等是主要贡献



资料来源：美国商务部,BLS,平安证券研究所

### 3、中间品关税对PPI的影响

接下来讨论中间品进口对PPI的影响。

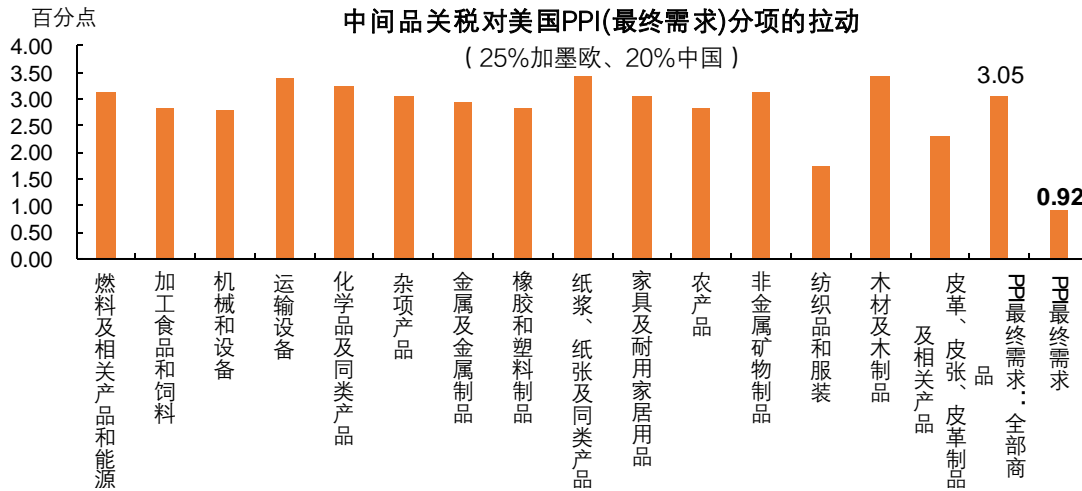
首先，我们将部分进口商品类别（行业）与15个PPI（终端需求）子项进行匹配（匹配结果详见附录3），这些子项是PPI商品分项的所有子项，在PPI中的占比合计为30.1%。其中，在PPI中权重较大的分项主要包括燃料能源、加工食品、运输设备、机械设备、化学品等，对应的进口商品行业为矿产品、农产品、运输设备、机械类和化工产品等。

其次，我们假设，对于中间品，关税对PPI的传导系数为0.2，即每1%的关税抬升PPI相关分项0.2个百分点。我们参考纽约联储论文（2019）的实证研究<sup>1</sup>，其分析了2018年美国关税对PPI的影响，得到的基本结论是，每10个百分点的产出产品（output）和投入产品（input）关税，将分别抬升行业PPI通胀率1.5和2.3个百分点。

<sup>1</sup> <https://libertystreeteconomics.newyorkfed.org/2019/01/the-impact-of-import-tariffs-on-us-domestic-prices/>

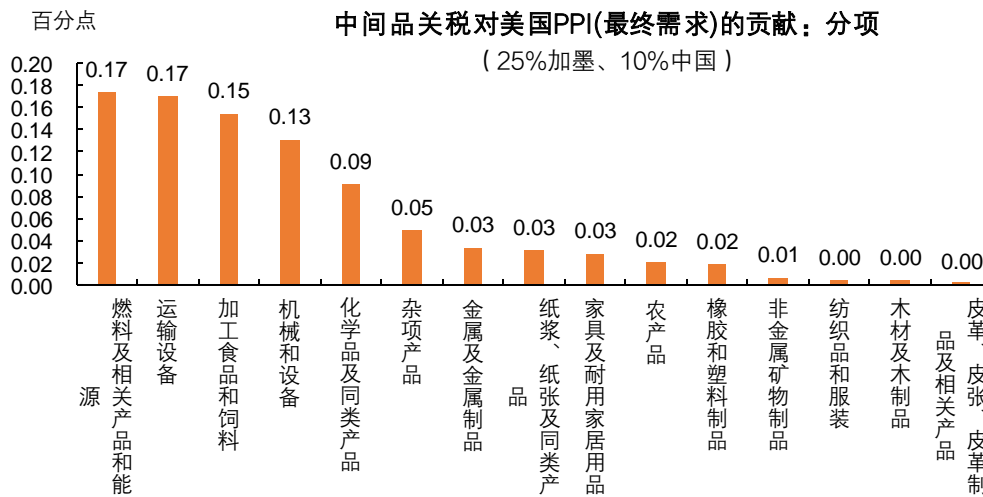
类似地，我们便可得到特朗普首批分地区的关税政策（25%加墨欧、20%中国），对 15 个 PPI 子项和总 PPI 的拉动。结果显示，首批针对三个地区的关税政策将主要通过燃料能源、运输设备、加工食品、机械设备等生产商，以影响 PPI；合计拉动 PPI 商品分项 3.05 个百分点，拉动 PPI 通胀率 0.92 个百分点。

图表 14 中间品关税（地区关税）对 PPI 的影响



资料来源：美国商务部,BLS,平安证券研究所

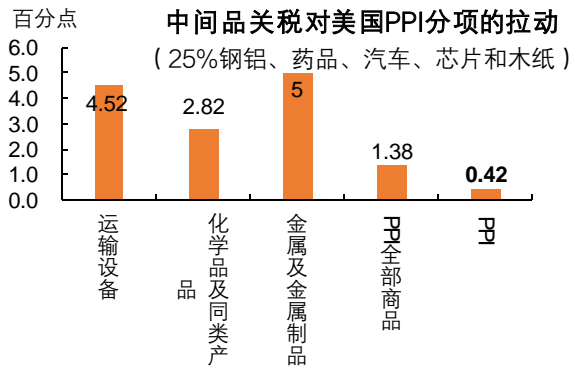
图表 15 首批地区关税政策将主要通过燃料能源、运输设备、加工食品、机械设备等生产商



资料来源：美国商务部,BLS,平安证券研究所

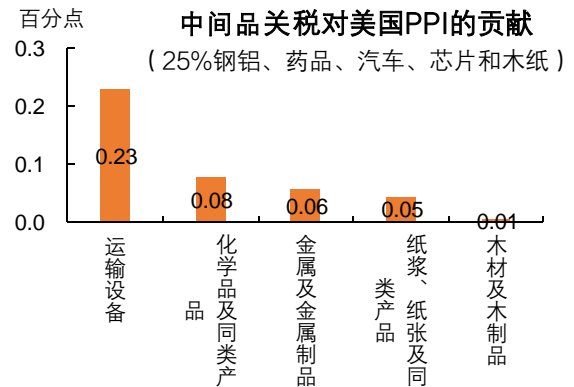
对于首批针对五类商品的关税（25%钢铝、药品、汽车、芯片和木纸），所受影响 PPI 子项包括运输设备、化学品和金属制品，合计将拉动 PPI 商品分项 1.38 个百分点，拉动 PPI 通胀率 0.42 个百分点。

图表16 中间品关税（行业关税）对PPI的影响



资料来源：美国商务部,BLS,平安证券研究所

图表17 运输设备、化学品等是主要贡献



资料来源：美国商务部,BLS,平安证券研究所

#### 4、对CPI的总影响

最后讨论关税对CPI的最终影响。其分为两部分，一部分是终端消费品对CPI的“直接影响”，另一部分是中间品通过影响PPI向CPI传导的“间接影响”。对于间接影响，我们假设，PPI对CPI的传导系数为0.66%。这一数字基于，2010年以来（截至2025年1月），美国PPI与CPI同比的OLS相关系数为0.66。

最终，针对特朗普首批分地区的关税（25%加墨欧、20%中国），预计拉动CPI美国通胀率1.24个百分点，其中消费品直接拉动0.63个百分点、中间品间接拉动0.61个百分点；首批分行业的关税（25%钢铝、药品、汽车、芯片和木纸），预计拉动美国CPI通胀率0.75个百分点，其中消费品直接拉动0.48个百分点、中间品间接拉动0.28个百分点。

图表18 特朗普首批分地区和分行业的关税，预计分别拉动CPI通胀率0.78和0.75个百分点

	地区关税 (25%加墨欧、20%中国)	行业关税 (25%钢铝、药品、汽车、芯片和木纸)
CPI 直接影响(%)	0.63	0.48
CPI 间接影响(%)	0.61 (=0.92*0.66)	0.28 (=0.42*0.66)
<b>CPI 总影响(%)</b>	<b>1.24</b>	<b>0.75</b>

资料来源：美国商务部,BLS,平安证券研究所。注：因四舍五入，数据加总或有出入。

#### 5、延申：“地区+行业”关税影响

如果美国同时实施分地区的关税（25%加墨欧、20%中国），以及分行业的关税（25%钢铝、汽车、药品、芯片和木纸），在评估对CPI的总影响时，不能简单加总两类关税政策的影响，因为分地区的关税已经相当于对特定行业加征了部分关税，所以进一步调高分行业的关税至25%的边际影响理应弱于上文测算的0.75个百分点。

我们测算，在地区关税（25%加墨欧、20%中国）的基础上，加征五个行业的关税（25%钢铝、汽车、药品、芯片和木纸），意味着进一步将钢铝制品、运输设备和木纸制品的行业有效关税上调至25%、22.6%和25%。由于电子产品类（4.0%）和化工产品类（14.1%）的行业有效关税，低于地区关税产生的行业有效税率（7.7%和16.2%），为简化测算，我们暂且忽略

其增量影响。最终得到，全部行业有效关税由 14.3% 仅上升至 15.4%，对 CPI 通胀率的拉动由 1.24 个百分点增加了 0.17 个百分点至 1.41 个百分点。

图表 19 特朗普不同关税政策产生的行业有效关税及对通胀的影响

序号	行业	行业有效关税： 地区+行业关税影响(%)	行业有效关税： 仅地区关税影响(%)	增量(%)
1	农产品	14.1	14.1	
2	矿产品	15.7	15.7	
3	化工产品	16.2	16.2	
4	塑料/橡胶	14.1	14.1	
5	毛皮制品	11.6	11.6	
6	木纸制品	25.0	17.2	+7.8
7	纺织品	8.7	8.7	
8	陶瓷/玻璃	15.5	15.5	
9	金属制品(除钢铝)	9.2	9.2	
10	钢铝制品	25.0	14.7	+10.3
11	机械类	13.9	13.9	
12	电子产品类	12.4	12.4	
13	运输设备	22.6	16.9	+5.7
14	精密仪器	14.3	14.3	
15	武器弹药	13.2	13.2	
16	家具、玩具和杂项	15.3	15.3	
17	其他分类	15.4	15.4	
	<b>全部行业有效关税</b>	<b>15.4</b>	<b>14.3</b>	<b>+1.1</b>
	<b>对美国 CPI 的总影响</b>	<b>1.41</b>	<b>1.24</b>	<b>+0.17</b>

资料来源：美国商务部、BLS、平安证券研究所。注：因四舍五入，数据加总或有出入。

### 三、 动态均衡模型

在第三个分析框架，我们希望进一步放松其他假设和限制，考虑到各类影响因素，包括企业定价决策、消费需求变化、汇率变化、贸易对手反制等。通常而言，实现这一目标大致有两种方法：一是**实证研究**，但难点在于，本轮特朗普的关税政策（涉及的地区、商品类别等）与 2018-2019 年有较大区别，宏观环境（例如近年来全球供应链的变化、美国通胀环境及预期等等）也出现了很大变化，实证研究的难度较大、参考价值有限；二是**借助动态均衡模型**，相对全面地考虑关税对不同经济主体的影响，并得出关税对通胀的综合性影响。

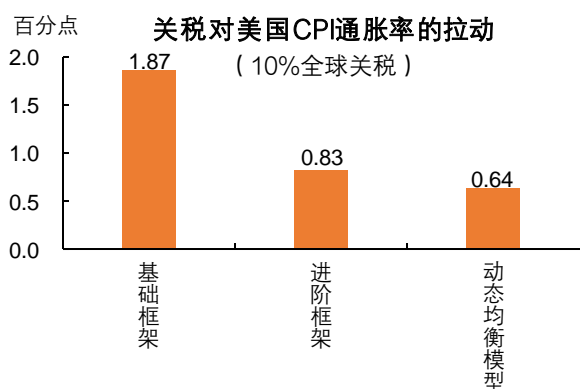
PIIE 论文使用了多国多部门跨期一般均衡模型（G-Cubed）。其模型涵盖 19 个 G20 经济体以及 4 个区域和其他国家，覆盖全球主要经济体。在模型中，可以通过输入不同的政策冲击（如关税调整、劳动力供给变化等），分析其对宏观经济变量（如 GDP、就业、通胀等）和部门产出的影响。对于分析关税影响，模型考虑了家庭和企业的跨时优化决策，意味着模型可以一定程度上捕捉加征关税后，企业行为及消费需求的变化。此外，模型能够考虑汇率变化的影响，以及贸易对手反制的情况。

具体来看，其在 2024 年 9 月<sup>2</sup>和 2025 年 1 月<sup>3</sup>的两篇报告中，分别披露了四类关税政策的影响测算：1) 全球关税 10%；2) 对华加征关税 60%；3) 对加拿大、墨西哥加征关税 25%；4) 对华加征关税 10%。同时，均分别考虑了有无贸易对手反制的情况。

以全球关税 10% 为例，模型结果显示，没有反制时，该关税政策将削弱美国总需求（拖累 2025 年 GDP 增长 0.13 个百分点），同时会引发美元升值（美元名义汇率在 2025 年上涨 5.2%），最终在 2025 年拉动美国通胀 0.64 个百分点。对比来看，在我们的“基础框架”和“进阶框架”中，同样是全球关税 10%，对 CPI 通胀率的拉动分别为 1.87 和 0.83 个百分点。可见，在进一步考虑关税对需求的抑制、以及美元汇率升值的影响后，关税对通胀的综合影响可能有所弱化。

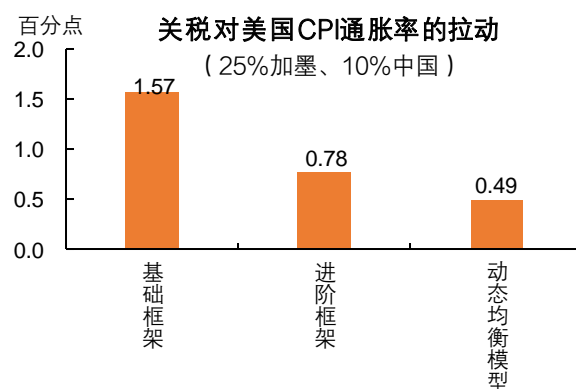
对于特朗普首批针对地区的关税（25%加墨、10%中国），不考虑反制的情况，PIIE 模型预计将拉动 2025 年美国通胀 0.49 个百分点（其中 25%加墨关税贡献 0.43 个百分点，10%中国关税贡献 0.06 个百分点）。对比来看，我们的“基础框架”和“进阶框架”所得结果分别为 1.57 和 0.78 个百分点。

图表 20 三种框架下，10%全球关税的影响



资料来源：PIIE, 美国商务部, BLS, 平安证券研究所

图表 21 三种框架下，25%加墨+10%中国关税的影响



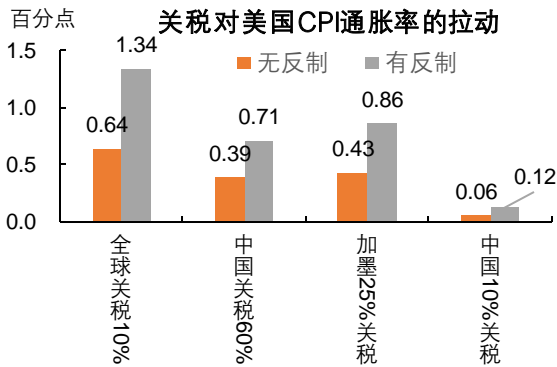
资料来源：PIIE, 美国商务部, BLS, 平安证券研究所

考虑贸易对手反制的情况，关税对美国通胀的影响可能放大至没有反制情形的 2 倍左右。例如，在对加墨 25% 关税情形下，无反制和有反制的情形对应的通胀影响分别是 0.43 和 0.86 个百分点；在对中国 10% 关税下，无反制和有反制的情形对应的通胀影响分别是 0.06 和 0.12 个百分点。理论上，贸易对手反制可能从供应链压力、削弱美元升值等渠道，放大关税的通胀影响。在 PIIE 披露指标中，虽然难以直接观察到供应链压力的表征，但可以观察到平抑汇率升值的效应。譬如，在对中国加征 60% 的情形下，无反制和有反制对应的美元名义汇率的升幅分别为 5.8 和 3.0 个百分点。

<sup>2</sup> <https://www.piie.com/publications/working-papers/2024/international-economic-implications-second-trump-presidency>

<sup>3</sup> <https://www.piie.com/blogs/realtime-economics/2025/trumps-threatened-tariffs-projected-damage-economies-us-canada-mexico>

图表22 贸易对手反制将放大关税对美国通胀的影响



资料来源：PIIE,美国商务部,BLS,平安证券研究所

图表23 贸易对手反制或平抑汇率升值幅度

政策	经济指标	有无反制	影响(%)
对华关税60%	实际 GDP	无	0.03
		有	-0.07
	名义汇率	无	5.84
		有	3.00
	通胀	无	0.39
		有	0.71

资料来源：PIIE,美国商务部,BLS,平安证券研究所

## 四、总结

本轮报告通过三个分析框架，在不同假设下，估算了不同关税政策（分地区、分行业）对美国通胀的潜在影响。

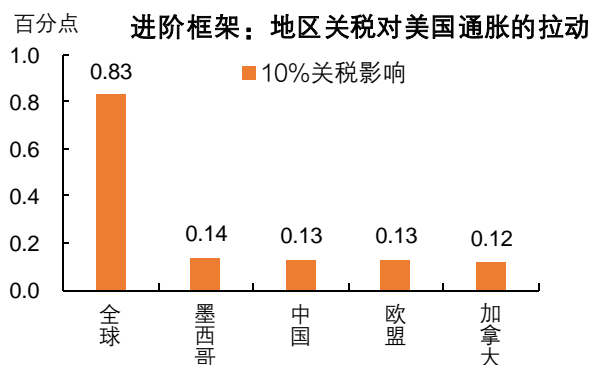
方法论方面，权衡精度和可操作性，我们的“进阶框架”是比较理想的研究方法。对比来看，使用“基础框架”，即假设关税成本完全传导至消费者，测算方式相对简便，但可能显著高估关税对通胀的影响。使用“进阶框架”，即考虑企业的定价策略，需要区分关税在消费品和中间品上的不同影响路径，测算方式相对复杂，但有望更加准确地理解和估算关税对通胀的实际影响。对于特朗普首批关税政策，我们的进阶框架初步测算显示，关税对通胀的影响相较基础框架或弱化 40-60%左右。

使用“动态均衡模型”，尽管测算精度有望进一步提升，但也更加复杂。目前，我们仅根据 PIIE 论文公布的模型测算结果，初步理解关税对通胀的影响及潜在渠道。观察到，可能受需求走弱、汇率升值等影响，关税对通胀的影响相较我们的“进阶框架”或进一步弱化 20-40%左右，且绝对值差距并不大。此外，PIIE 尚未披露基于特定商品类型加征关税的影响分析。针对特定商品类型的关税，我们的进阶框架可能相对准确且实用。而且，我们的进阶框架还可以评估“地区+行业”关税同时生效的影响。

那么，特朗普目前宣布的关税政策对美国通胀的影响究竟多大？我们参考“进阶框架”的测算结果并将其作为上限，在此基础上弱化 30%作为下限，得到的初步结论是：不考虑反制的情况下，首批分地区的关税（25%加墨欧、20%中国），预计拉动美国 CPI 通胀率 0.9-1.2 个百分点；首批分行业的关税（25%钢铝、汽车、药品、芯片和木纸），预计拉动美国 CPI 通胀率 0.5-0.8 个百分点；如果两类关税政策同时生效，预计拉动美国 CPI 通胀率 1.0-1.4 个百分点。如遇反制，关税对美国通胀的影响可能至多放大至 2 倍左右。

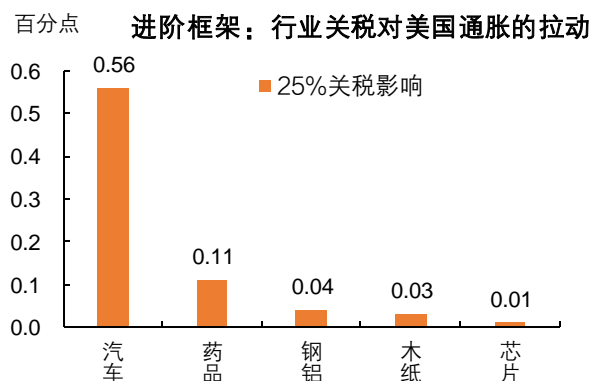
最后，可以初步思考美国各类关税政策的落地难度。基于我们的“进阶框架”，对墨西哥、加拿大、中国和欧盟（美国前四大贸易对手）加征 10%关税，对通胀的拉动基本在 0.12-0.14 个百分点，对全球加征 10%关税的影响则高达 0.83 个百分点。仅考虑通胀的制约，美国对华加征 20%关税的制约较小，目前已经开始实施；对加拿大、墨西哥加征 25%关税的制约会更大一些，这也部分解释了为何近期特朗普不断推迟相关政策实施；同时追加对欧盟的关税，或者对全球所有商品的关税，难度会更大。同时，针对五类不同商品，25%汽车关税对通胀的拉动高达 0.56 个百分点，实际关税幅度或实施细节或有较大回旋空间，这也部分解释了为何特朗普近期推迟对加、墨的汽车关税；而对药品、钢铝、木纸制品和芯片加征 25%关税，对通胀的影响基本不超过 0.1 个百分点，实施的可能性较大。

图表24 对不同地区加征 10%关税的影响比较



资料来源：美国商务部,BLS,平安证券研究所

图表25 对不同行业加征 25%关税的影响比较



资料来源：美国商务部,BLS,平安证券研究所

## 五、风险提示

- 1、对于关税向美国通胀传导路径的理解不到位；
- 2、在进阶框架中，美国进口商品类别与 CPI、PPI 的映射存在误差；
- 3、在进阶框架中，行业关税对 CPI 和 PPI 的影响或存在部分重复，导致高估对通胀的拉动
- 4、在进阶框架中，关税对 CPI 和 PPI 的传导系数、PPI 对 CPI 的传导系数相关假设较强，系数的调整或较大程度上影响测算结果
- 5、特朗普关税政策落地存在不确定性等。

## 附录

附录 1 基于 HS2 编码重新划分的 17 个商品类别 (行业): 2024 年进口金额及主要来源地情况

美国进口商品分类标准及 2024 年进口金额数据 (百万美元)								
序号	HS2 分类	分类名称	总进口	从中国	从墨西哥	从加拿大	从欧盟	从其他地区
1	HS01-24	农产品	241,712	7,683	50,196	45,218	34,603	104,012
2	HS25-27	矿产品	260,625	892	17,566	133,071	12,616	96,479
3	HS28-38	化工产品	378,194	23,957	7,391	24,503	193,825	128,519
4	HS39-40	塑料/橡胶	114,517	24,308	12,965	17,331	14,851	45,061
5	HS41-43	毛皮制品	14,898	3,263	359	132	3,813	7,332
6	HS44-49	木纸制品	56,518	7,806	2,950	21,322	8,328	16,113
7	HS50-67	纺织品	153,166	44,387	6,489	1,610	9,592	91,088
8	HS68-70	陶瓷/玻璃	28,283	6,525	4,437	1,869	5,986	9,466
9	HS71、74-75、78-83	金属制品 (除钢铝)	126,780	8,002	9,902	16,658	13,787	78,431
10	HS72、73、76	钢铝制品	113,953	16,785	12,495	24,628	16,580	43,464
11	HS84	机械类	531,155	85,130	105,830	30,306	91,901	217,988
12	HS85	电子产品类	485,885	127,058	87,556	11,242	39,996	220,032
13	HS86-89	运输设备	433,730	19,344	139,733	60,777	77,698	136,178
14	HS90-92	精密仪器	134,212	13,370	23,077	4,787	37,942	55,036
15	HS93	武器弹药	4,451	184	85	231	1,884	2,067
16	HS94-96	家具、玩具和杂项	125,148	58,042	15,518	6,835	7,872	36,879
17	HS97-99	其他分类	136,880	11,716	12,200	19,428	43,240	50,296
		合计	3,359,310	462,639	509,986	422,170	617,906	1,346,610

资料来源: 美国商务部, 平安证券研究所

附录 2 美国 CPI 商品分项与进口商品行业匹配表

序号	CPI 分项 (英文)	CPI 分项 (中文)	CPI 权重, % (2024 年 11 月)	进口商品行业
1	Household furnishings and supplies	家居用品	3.408	家具、玩具和杂项
2	Apparel	服装	2.515	纺织品
3	Transportation commodities less motor fuel	运输商品(不含燃料)	5.981	运输设备
4	Medical care commodities	医疗保健商品	1.455	化工产品
5	Video and audio products	音视频产品	0.278	电子产品类
6	Photographic equipment and supplies	照相设备及用品	0.024	精密仪器
7	Information technology commodities	信息技术商品	0.712	电子产品类
	Commodities less food and energy commodities	CPI:核心商品	18.347	
	CPI	CPI	100	

资料来源: BLS, 美国商务部, Wind, 平安证券研究所

附录 3 美国 PPI (最终需求) 商品分项与进口商品行业匹配表

序号	PPI 分项 (英文)	PPI 分项 (中文)	PPI 权重, % (2023 年)	进口商品行业
1	Farm products	农产品	0.724	农产品
2	Processed foods and feeds	加工食品和饲料	5.482	农产品
3	Textile products and apparel	纺织品和服装	0.245	纺织品
4	Hides, skins, leather, and related products	皮革、皮张、皮革制品及相关产品	0.033	毛皮制品
5	Fuels and related products and power	燃料及相关产品和能源	5.517	矿产品
6	Chemicals and allied products	化学品及同类产品	2.807	化工产品
7	Rubber and plastic products	橡胶和塑料制品	0.653	塑料/橡胶
8	Lumber and wood products	木材及木制品	0.118	木纸制品
9	Pulp, paper, and allied products	纸浆、纸张及同类产品	0.903	木纸制品
10	Metals and metal products	金属及金属制品	1.158	钢铝制品
11	Machinery and equipment	机械和设备	4.705	机械类
12	Furniture and household durables	家具及耐用家居用品	0.937	家具、玩具和杂项
13	Nonmetallic mineral products	非金属矿物制品	0.211	矿产品
14	Transportation equipment	运输设备	5.034	运输设备
15	Miscellaneous products	杂项产品	1.621	家具、玩具和杂项
	PPI: Goods	PPI 商品	30.148	
	PPI	PPI	100	

资料来源: BLS, 美国商务部, Wind, 平安证券研究所

## 平安证券研究所投资评级：

### 股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于市场表现 20% 以上）
- 推荐（预计 6 个月内，股价表现强于市场表现 10% 至 20% 之间）
- 中性（预计 6 个月内，股价表现相对市场表现在  $\pm 10\%$  之间）
- 回避（预计 6 个月内，股价表现弱于市场表现 10% 以上）

### 行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于市场表现 5% 以上）
- 中性（预计 6 个月内，行业指数表现相对市场表现在  $\pm 5\%$  之间）
- 弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场表现 5% 以上）

### 公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险，投资需谨慎。

### 免责条款：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2025 版权所有。保留一切权利。

## 平安证券

### 平安证券研究所

电话：4008866338

#### 深圳

深圳市福田区福田街道益田路 5023 号平安金融中心 B 座 25 层

#### 上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融大厦 26 楼

#### 北京

北京市丰台区金泽西路 4 号院 1 号楼丽泽平安金融中心 B 座 25 层