

研报精选

2025年8月24日 第235期

宏观专栏

强调结构性支持，维护银行竞争秩序|货币政策执行报告点评

报告认为，央行发布的2025年二季度《货币政策执行报告》更加强调既有政策的实施，这整体反映出央行认为当前的货币政策总量力度相对合意，同时央行认为“物价水平温和回升的积极因素增多”，短期内物价可能不会成为改变央行货币政策的核心因素。

居民存款搬家潜力几何？

报告从超额储蓄、定期存款到期和存款活化视角测算，居民存款潜在入市的资金规模约为5-7万亿元，但实际入市情况取决于宏观经济、政策预期、外部环境等多种因素。

专题聚焦

美联储为何不能大幅降息？

报告认为，当前美国面临的重大风险是“类滞胀”，而降息并不能解决这一矛盾，货币政策仍应以稳定通胀（预期）为核心。美联储在降息决策上或将保持谨慎，不会大幅宽松。

美国企业承担了多少关税成本？

报告通过价和量的维度分析了关税对美国企业的影响。从价的维度看，与零售商相比，生产商吸收较多关税成本；从量的维度看，耐用品需求前置，在结构上向性价比消费调整。

宏观专栏

强调结构性支持，维护银行竞争秩序|2025年2季度货币政策执行报告点评

2025年8月15日央行发布2025年二季度《货币政策执行报告》(以下简称《报告》)。本次《报告》更加强调既有政策的实施，这整体反映出央行认为当前的货币政策总量力度相对合意，同时央行认为“物价水平温和回升的积极因素增多”，短期内物价可能不会成为改变央行货币政策的核心因素。此外，央行强调维护银行业的竞争秩序，这意味着推动社会综合融资成本下行不仅依靠降息，也要依赖改革。最后，货币政策中间目标“优化”进一步体现，更强调结构性的支持。

本次《报告》更加强调既有政策的实施，认为“物价水平温和回升的积极因素增多”。与上次货币政策执行报告表述不同，本次《报告》将“实施好适度宽松的货币政策”改为“落实落细适度宽松的货币政策”，在后文货币政策展望的部分，上次《报告》在“保持融资和货币总量合理增长”之后紧跟“强化逆周期调节”，但这次《报告》在“强化逆周期调节”之前增加了“进一步落实好适度宽松的货币政策，抓好各项货币政策措施执行”。我们认为这整体反映出央行认为当前的货币政策总量力度相对合意。从本文的专栏以及近期央行推出的政策来看，需要进一步落实落细的政策包括近期对消费的金融支持政策，以及对民营企业的金融支持政策等。

近期PPI、CPI数据相对疲弱，央行强调“把促进物价合理回升作为把握货币政策的重要考量”，但考虑到央行在报告中提出“物价水平温和回升的积极因素增多”，这类积极因素包括“治理企业低价无序竞争”、“提振消费的宏观调控思路”。因此，短期内物价可能不会成为改变央行货币政策的核心因素。

强调维护银行业的竞争秩序，推动社会综合融资成本下行更加依赖改革。与上次报告提出的“维护市场竞争秩序”不同，本次《报告》明确提出要“维

护银行业竞争秩序”，我们认为一个突出的体现是在贷款利率的竞争上。自今年5月LPR调降以来，新发企业贷款利率和新发个人房贷利率基本与4月持平，并没有明显变化，这可能在一定程度上已经反映出维护银行业竞争秩序的结果。除了贷款利率之外，维护银行业竞争秩序或也会体现在对存款利率下行后的监督上。

在这个背景下，如何进一步推动社会融资成本进一步下行呢？综合《报告》各部分行文来看，改革成为推动社会融资成本进一步下行的重点。本次《报告》提出“持续深化明示企业贷款综合融资成本试点”，这一方案意在推动企业融资非利息成本的下行，包括抵押费、担保费、中介服务等。此外，本次《报告》在专栏中也指出，要“研究健全民营中小企业增信制度”、用好“全国中小微资金流信用信息共享平台”，这些金融改革措施如果顺利落地，也有助于进一步缓解中小企业融资难、融资贵的问题。

货币政策中间目标“优化”进一步体现，信贷更强调结构性支持。2024年6月，中国人民银行行长潘功胜在陆家嘴论坛上提出¹“优化货币政策调控的中间变量”、“需要把金融总量更多作为观测性、参考性、预期性的指标，更加注重发挥利率调控的作用”。在今年7月14日国新办的新闻发布会上²，中国人民银行副行长邹澜也提出要“优化货币政策中间变量”。

本次《报告》进一步体现出了“优化”的含义，即更注重信贷的结构性支持。上次《报告》中提到要“引导银行加大信贷投放力度、保持信贷总量合理增长”，本次《报告》中则提出“引导银行稳固信贷支持力度、保持金融总量合理增长”。在金融周期下行的过程当中，私人去杠杆、政府加杠杆是大趋势，未来货币与社融增速的稳定仍然需要财政与准财政政策的支撑。

往前看，央行在信贷方面的政策可能更加强调结构性支持，继续以“五篇大文章”为主线布局各类结构性支持政策，这类政策可能不仅包括结构性货币

¹ <http://www.pbc.gov.cn/goutongjiaoliu/113456/113469/5379007/index.html>

² <http://www.pbc.gov.cn/goutongjiaoliu/113456/113469/5779493/index.html>

政策工具的支持，还包括债券市场建设、信用体系与增信体系建设、丰富金融产品等多项制度性改革措施。这意味着央行指出“持续营造适宜的金融环境”可能也不再仅仅包括传统意义上的社融货币增速、贷款利率等等，也包括这一系列综合政策的实施效果。



以上观点来自：2025年8月17日中金公司研究部已发布的《强调结构性支持，维护银行竞争秩序|2025年2季度货币政策执行报告点评》

周彭 分析员 SAC 执证编号：S0080521070001 SFC CE Ref: BSI036

张文朗 分析员 SAC 执证编号：S0080520080009 SFC CE Ref: BFE988

黄文静 分析员 SAC 执证编号：S0080520080004 SFC CE Ref: BRG436

段玉柱 分析员 SAC 执证编号：S0080521080004 SFC CE Ref: BWF061

潘治东 联系人 SAC 执证编号：S0080124080025

宏观专栏

居民存款搬家潜力几何？——货币流动性新形势（2）

存款搬家迹象初现。

今年5月以来伴随股市上涨，我们观察到存款出现向股票市场搬家的迹象，主要包括以下方面：

1. 存款活化，定期化趋势出现拐点。7月M1同比增长5.6%，较5月的2.3%继续上升3.3个百分点。M1的上升除去年清理手工补息的低基数效应外，也和存款进一步活化有关。而存款定期化趋势也在2023年以来首次出现拐点，体现出居民定期存款、银行理财等固定收益产品到期并未续投，成为潜在的入市资金。

2. 股票基金热度提高。今年以来固定收益类财富管理产品，包括银行理财、固定收益类公募基金、保险等规模增长相比去年明显放缓，而权益类公募产品和私募证券投资基金增速回升。

3. 券商保证金账户资金快速增长。历史上非银存款增速上升通常由于两方面因素：存款进入券商保证金账户准备入市；居民申购银行理财、固定收益类基金等产品，非银机构认购定期存款。我们观察到7月非银存款同比多增1.4万亿元，存款进入股票账户可能是重要因素。

4. 资本市场活跃。8月以来A股单日成交额突破2万亿元，成交量明显放大，同时A股融资余额突破2万亿元，都表明股票市场资金更为活跃。7月上交所开户数量相比5月增长26%，但与去年10月的高点仍有一定距离，散户还未出现大规模入市。

搬家存款从何而来？

在流动性充裕、居民风险偏好较弱的环境下，形成了居民的“超额储蓄”，我们估算2022-2024年三年居民形成“超额储蓄”规模约5万亿元（包括存款和理财），估算的方法是将超过2016-2024年平均储蓄倾向的存款和理财作为“超

额储蓄”。较为充裕的流动性环境和货币增速是“超额储蓄”形成的基础，否则居民偿还债务会导致存款和贷款同时减少，出现“资产负债表衰退”。与20世纪90年代的日本不同，中国近年来尽管宏观经济存在一定压力，但M2和社融增速仍保持在7%-8%左右，并未出现日本当时实体部门“资产负债表衰退”、银行缩表、M2增速下降至0%附近的现象。因此，在分析存款搬家之前，我们有必要先分析存款创造的主要来源，主要包括以下方面：

1. 财政投放和国际收支的对冲。在居民和企业信贷需求较为疲弱的环境下，信贷的存款创造效应减弱，政府主动加杠杆，使得中国宏观杠杆率得以继续上升，通过财政的存款投放保障了实体经济部门的现金流稳定；随着出口商结汇、外资流出放缓，国际收支对存款创造的贡献也在上升，我们观察到过去12个月银行累计代客结售汇规模在2025年7月转为顺差，为2023年以来首次。截至2025年7月，我们测算实体存款创造的三种主要方式中财政对存款创造的贡献从2023年底的25%上升至当前的53%，实体信贷的贡献从2023年的73%下降至当前的41%，国际收支的贡献从2023年的1%上升至当前的6%。

2. 逆周期的信贷投放。尽管信贷增速从2023年初的12%左右下降至当前的7%左右（截至2025年7月），但仍高于日本90年代接近0%的增速，这背后主要是由于银行逆周期的信贷投放仍保持了较强的力度，特别是国有大行2022年以来贷款增速超过中小银行，成为信贷的有力支撑。国有大行的信贷主要投向为国企和基建项目、新质生产力、普惠等政策性领域，对冲了房地产的收缩效应。

3. 金融脱媒的减弱。2023-2024年存款利率的下调、手工补息的清理、同业存款的规范共同导致存款流向理财、固收基金、保险等非银部门，形成了“金融脱媒”效应（参见我们2024年6月的报告《[银行：从“超额储蓄”到金融脱媒](#)》）。我们根据实体存款创造方式和实际净增规模的差异估算2024年金融脱媒对实体存款的拖累约在12万亿元的规模，而这一效应到2025年7月缩减为8万亿元（按照12个月滚动计算）。从固收类非银部门回流存款也成为今年存款增长回升的主要贡献。

存款为何搬家？

根据上文的讨论，尽管财政、国际收支和存款回表等因素在近两年形成了可以入市的“弹药”，但直到今年6-7月存款向股市搬家的迹象才初步显现。我们认为推动存款向股市搬家的动力主要有以下几点：

1. 风险偏好提升：随着去年“924”一揽子刺激政策的推出，包括央行和汇金对股市的支持、化债、消费支持等一系列政策改善了长期经济预期，人工智能的突破、新消费趋势、创新药等主题也形成了新的投资叙事，居民风险偏好提升。我们监测的样本银行财富管理数据也显示，去年以来股市的上涨使得中高净值客户金融资产增速回升，这一部分客户风险偏好通常更高，成为首先入市的资金。

2. “资产荒”缓解：2023-2024年中国最主要的两类风险资产房地产和股市回报率表现较弱，在这一环境下资金流向银行理财、债基、保险等产品、居民偿还高利率房贷。而随着股市回暖，当前A股累计12个月平均回报达到20%左右，历史上出现类似情形为2009年、2014年底、2019年底，通常出现持续一年以上的存款搬家和股市上涨行情。

3. 美元走弱，海外资金回流。年初至今美元指数持续走弱，主要由于宏观经济和货币政策预期、地缘政治格局变化等因素。在这一背景下，全球资金也从美国回流，根据美国财政部统计截至2025年5月中国大陆账户持有美国股票规模下降约600亿美元。海外资金回流后，为获取较高收益，进入股市成为可行选择。

4. 实体投资预期偏弱。本轮经济稳增长主要由国企投资拉动，民间投资需求仍然偏弱。截至2025年7月，国企和民间累计固定资产投资增速分别为3.5%和-1.5%，在实体投资回报预期有待继续改善的背景下，资金进入资本市场。

存款搬家潜力几何？

截至2025年7月居民存款规模约160万亿元，而A股自由流通市值约43万亿元，居民存款规模为A股自由流通市值规模的约4倍。值得注意的是，存款向股市搬家的幅度和持续性取决于宏观经济预期、货币政策、地缘政治、产业景气

度等多重因素，不仅仅由流动性决定。但我们可以通过以下几个视角测算存款向股市搬家的潜力和影响：

1. 超额储蓄视角：首先我们用居民近两年积累的超额储蓄规模作为可能入市资金的测算。储蓄倾向为历史新增存款和银行理财占可支配收入的比例，2016年-2024年平均约为20%。我们测算2022年-2024年新增存款和银行理财规模约50万亿元，其中“超额储蓄”约为5万亿元，可能成为潜在用于消费、投资的资金。从历史经验看，2016年“资产荒”中居民积累超额储蓄约3万亿元，2017年超额储蓄消耗约6万亿元，主要进入房地产市场、股票市场和用于消费。

2. 存款到期视角：我们使用上市银行的存款重定价数据估算长定期存款在今年到期规模。我们估算2025年到期的1年期及以上居民定期存款规模约为70万亿元，其中3年期定期存款到期规模约7万亿元，这部分存款主要为2022年下半年股市资金回流和理财回表产生，重定价后利率下降约140个基点（3.0%到1.6%），到期后居民存在寻找其他高收益资产的动力。

3. 存款活化视角：我们也可以将居民存款的活期化部分作为潜在入市的资金，假设在经济持续复苏、市场向好的环境下，年内M1增速继续上行至10%左右，居民活期存款增速上升幅度与M1增速同步，则今年后4个月居民活期存款净增约5万亿元，该部分资金也可能进入股市，或用于消费和其他投资。

4. 非银存款视角：最后，我们参考历史经验估算历史上股市上涨行情中居民存款实际入市的规模。参考2016-2017年、2020-2021年两轮股市上涨的行情中，非银存款净增规模分别为1万亿元和5万亿元，增速最高水平约为20%，主要由于存款流入券商账户和公募基金等。如果年内非银存款增速从当前的15%左右上升至20%，则年内非银存款净增规模为1万亿元。如果考虑IPO发行节奏放缓的影响，本轮非银存款的弹性可能更高，因为股权融资能够将居民存款转化为企业存款。例如前两轮行情中IPO的规模分别为0.4万亿元和1万亿元，而截至8月15日2025年IPO规模约600-700亿元，在IPO供给有限的条件下居民存款入市对非银存款增速影响更加明显。值得注意的是，以上测算可能受到债基和保险机构购买银行存款等因素的干扰，仅供参考。

综上所述，我们从超额储蓄、定期存款到期和存款活化视角测算，居民存款潜在入市的资金规模约为5-7万亿元，可能高于2016-2017年、2020-2021年两轮股市上涨的行情中存款入市的规模，但实际入市情况取决于宏观经济、政策预期、外部环境等多种因素。

对于银行而言，存款搬家有利于银行息差扩张，主要由于居民存款活期化、负债成本降低，市场和经济预期改善对信贷需求回升也有帮助。另外，我们预计银行代销基金等财富管理业务也有望受益。在股市吸引力提高的背景下，债券可能受到阶段性扰动，但在适度宽松的货币政策下利率上行空间有限，部分债券投资收益占比较高的中小银行营收增速可能下降，但综合来看存款搬家入市对银行影响为正面。银行基本面根本上取决于经济增长实际改善的情况，高股息收益率在股市活跃的情况下吸引力相对下降，但对险资等长期资金来讲仍然具有吸引力。



以上观点来自：2025年8月18日中金公司研究部已发布的《居民存款搬家潜力几何？——货币流动性新形势（2）》

林英奇 分析员 SAC 执证编号：S0080521090006 SFC CE Ref: BGP853

许鸿明 分析员 SAC 执证编号：S0080523080007 SFC CE Ref: BUX153

周基明 分析员 SAC 执证编号：S0080521090005 SFC CE Ref: BTM336

张帅帅 分析员 SAC 执证编号：S0080516060001 SFC CE Ref: BHQ055

专题聚焦

美联储为何不能大幅降息？

近期市场对美联储降息的定价大幅提升，美联储内部分歧加剧，既有赞同降息也有主张观望的声音。美国总统特朗普和财政部长贝森特等人也在向美联储施压，呼吁大幅度降低利率。但我们认为，现实条件并不支持大幅降息，当前美国面临的**最大风险是“类滞胀”**，而降息并不能解决这一矛盾。货币政策仍应以**稳定通胀（预期）为核心**，而非追求短期增长或屈从于政治压力。因此我们判断，美联储在降息决策上将保持谨慎，不会大幅宽松。就业放缓与通胀粘性并存，货币政策路径的变数将大大提升。

原因一：降息无法应对“类滞胀”

二季度以来，美国经济总需求下行压力加大。二季度对国内私人部门最终销售环比折年率下降至1.2%，为2023年以来最低水平。房地产和建筑投资均为连续两个季度负增长。设备投资虽强劲，但主要受人工智能（AI）浪潮下企业资本开支所推动，难以完全抵消其它领域的投资下滑。就业增长降温，截至7月的三个月平均新增非农就业人数下滑至3.5万人，ADP“小非农”等其他就业指标也显示企业招聘活动放缓。

与此同时，通胀压力仍在积累。7月核心CPI和PPI同比增速均出现反弹，企业利润率被挤压，仍存在向消费者转嫁成本的冲动。此外，8月ISM服务业调查显示，企业新订单指数低迷，但价格指数则持续攀升；8月密歇根大学消费者信心调查显示，消费者信心指数下降，但通胀预期则出现反弹。由此我们判断，**当前美国面临的最大风险是“类滞胀”**，而非单一的需求下滑（详细分析请参考报告《[美国经济面临“类滞胀”](#)》）。

此时如果大幅降息，将会加快企业将成本转嫁至终端价格的速度，导致通胀进一步恶化。换言之，货币政策难以解决当前的核心矛盾，甚至可能“火上浇油”。财政部长贝森特此前批评鲍威尔，称其不能像前美联储主席格林斯潘那样具有前瞻性³。但问题在于，格林斯潘在上世纪90年代前瞻性降息的前提

³ <https://thehill.com/business/5450331-bessent-pressures-fed-on-interest-rates/>

是美国财政紧缩，全球化加快推进，从而导致通胀趋势性降低，而当前则恰恰相反——美国财政保持宽松，特朗普的关税政策正进一步加剧逆全球化。

原因二：“忽略通胀”的假设不成立

一种观点认为，由于关税引发的通胀是一次性的，美联储应当“忽略”(look through)，在政策上不必理会，专注于应对就业放缓压力。然而，我们认为这一假设难以成立。

原因在于，目前关税成本尚未完全转嫁，大部分仍由企业自行消化。这是因为企业对未来需求的预期偏弱，不敢贸然涨价，只能通过压缩利润空间暂时应对。然而，一旦美联储大幅降息，企业将迅速修正对需求的预期，转而选择提价以恢复盈利能力。届时，通胀将不再停留于一次性冲击，而是可能演变为持续、广泛的上涨。换言之，目前关税的传导效应尚未完全显现，正是因为美联储采取了相对偏紧的货币政策，不应将其视为“理所当然”。

此外，最新数据显示，尽管关税通胀尚未完全体现，但服务通胀已经出现了重新抬头的迹象。服务通胀的粘性更强，一旦形成趋势，更加难以扑灭。如果通胀因此而加剧，将进一步削弱消费者实际购买力，使消费需求受到侵蚀。最终结果很可能是经济既未获得真正的需求改善，反而陷入“通胀上涨—消费下降—经济更疲弱”的恶性循环，进而造成“cutting into stagflation”（降息导致滞胀）的困境。

原因三：资本市场可能发生剧烈动荡

回顾过去三十年，美联储在核心CPI同比增速高于3%的环境下仅有过一次降息，那就是去年9月的一次性降息50个基点。然而，那次降息后，美国10年期国债收益率不降反升，从3.6%一路攀升至年底的4.8%。这表明，债券市场认为大幅降息会使美联储无法实现2%的通胀目标，从而要求更高的风险补偿。

当前，如果美联储再次大幅降息，资本市场很可能复制甚至放大去年9月的剧烈反应。10年期美债收益率再度上行，期限溢价走阔，对整个金融市场带来负面冲击。更严重的是，市场对美联储控制通胀的信任将受到严重侵蚀。一旦货币政策公信力丧失，美联储将陷入灾难性的两难：若继续降息，则通胀失

控；若被迫再度加息，则损害信誉并导致经济活动受到剧烈冲击。这将成为真正的政策风险。

展望：美联储或采取谨慎降息立场

综上，大幅降息无法缓解美国经济面临的压力，反而可能加剧“类滞胀”并引发金融动荡。面对“类滞胀”风险，美联储货币政策应以稳定通胀（预期）为核心，而非追求短期增长或屈从于政治压力。虽然保持偏紧的立场会带来一些“痛苦”，但这却是避免更大风险的必要代价。

因此我们判断，美联储在降息决策上将保持谨慎，不会大幅宽松。在7月CPI报告公布后，已有多位联储官员发表了谨慎言论：旧金山联储主席戴利表示，没有看到在9月急迫降息50个基点的必要性⁴。圣路易斯联储主席、今年的票委之一穆萨莱姆表示，50个基点的降息幅度“与当前经济状况及经济前景不相符”⁵。芝加哥联储主席、今年的票委之一古尔斯比则表达了对最新CPI报告中的服务通胀上升的担忧，他指出“如果接下来我们继续看到类似的通胀报告，显示关税推动的通胀正在扩散，而不是局限在其自身范围内，那么情况就更值得担忧了。”⁶

往前看，就业放缓与通胀粘性并存，货币政策路径的变数将大大提升。美联储在短期内或难以形成强有力的共识，无论下一步决定降息还是维持利率不变，都可能面临内部意见分裂。这种分化通常会加大波动性，使市场在经济数据与美联储官员讲话的反复作用下加剧震荡。

以上观点来自：2025年8月17日中金公司研究部已发布的《美联储为何不能大幅降息？》

刘政宁 分析员 SAC 执证编号：S0080520080007 SFC CE Ref: BRF443

肖捷文 分析员 SAC 执证编号：S0080523060021 SFC CE Ref: BVG234

张文朗 分析员 SAC 执证编号：S0080520080009 SFC CE Ref: BFE988

⁴ <https://www.wsj.com/livecoverage/stock-market-today-dow-sp-500-nasdaq-08-14-2025/card/exclusive-fed-s-daly-says-jumbo-rate-cut-next-month-doesn-t-seem-warranted-QXA92UJOg8dUxPJqNN8i>

⁵ <https://finance.yahoo.com/news/stocks-mixed-hot-ppi-report-155055508.html>

⁶ <https://www.wsj.com/livecoverage/stock-market-today-dow-sp-500-nasdaq-08-13-2025/card/fed-s-goosbees-flags-concerning-rise-in-services-prices-in-july-cpi-hkQAccR2A1zhkrPBGX6U>以及
<https://www.reuters.com/business/feds-goosbee-want-more-assurance-inflation-cut-sept-or-autumn-2025-08-15/>

专题聚焦

美国企业承担了多少关税成本？——来自财报的线索

自今年年初特朗普上任后，各种针对国家（地区）和行业的关税政策层出不穷，目前美国根据每月关税收入计算的实际有效税率已经升至10.6%，而根据各贸易伙伴进口金额和关税估算的本轮理论有效税率或升至16~17%。不断加码的关税引发了市场对美国通胀的担忧，但CPI（尤其是核心商品）的抬升却并未像投资者预期的那样剧烈，过去4个月都是低于预期，其背后可能有包括抢进口、豁免、应税范围较小、服务通胀走缓、季调扭曲等各种原因。

但另一个不可忽视且更为重要的问题是：**关税究竟由谁来承担，将直接决定美国的压力？**如果大部分是出口商承担，则对美国最有利，如果是美国企业承担则会压制利润率，如果转嫁到消费者，则通胀必然走高且需求回落。目前大部分对美国通胀的测算，都是假设一个“分担比例”，但这一比例纯粹就是假设，毕竟，最终如何达成新的均衡还有待关税最终落地，也需要企业与消费者，出口商与进口商反复博弈。本文从微观视角出发，在二季度美股财报和电话会（earnings call）中寻找“关税背景下的美国企业行为”的线索。

本文从两个维度筛选观察的企业。1）选取海外依赖度较高的行业，通过观察一个行业的美国制造业出货额和进口额的比例，可以大致判断该行业的海外依赖度。美国的电子产品、纺织服装、工业品的该比例数值偏低，海外依赖度较大，对关税相关的问题更有参考价值。2）选取处于不同供应链环节的企业。理论上，一个产品的流通过程会涉及海外企业部门、国内企业部门和终端消费者三个环节。本文所关注的美国国内企业部门中，又可以拆分为生产商、渠道商、零售商和其它支持部门。任何一个国内企业，都可能受到来自海外供应商的直接关税冲击，以及来自上游国内供应商的间接关税传导。考虑到关税给不同供应链环节的企业带来的影响不同，我们在每个行业的每个供应链环节都选出了代表性企业，还筛选了综合零售商龙头，全面地考察各类企业在关税成本传导中的作用。

企业如何对冲关税压力？既可以在产品端提价，也可以在投入端做供应链调整

面对关税压力，美国企业普遍采取的措施有两类：一是在产品端直接调整价格，向下传导成本；二是在投入端与供应商谈判或优化供应链。但不同的业务特点和竞争格局意味着企业所偏好的措施也不尽相同。

一、在产品端缓解关税压力：提价，但以可选和高端产品为主

企业应对关税压力最直接的方式，就是通过提价向下游客户传导成本，考察的维度包括提价幅度和提价节奏。整体来看，大部分企业在上半年选择观望并暂时承担关税带来的成本冲击，对客户的价格传导较为保守，主要原因包括二季度大部分关税条款尚处于谈判阶段、试图保持市场份额等。下半年，一些企业表示会进行更大幅度的涨价，但主要集中在可选消费和高端产品上。

► **从行业角度看：必需品提价较晚、幅度较小；可选消费品更明显，服装等品类具有季节性。**1) **必需品的需求价格弹性较低，价格调整对消费者的冲击更大，因此企业涨价更谨慎。**例如不少综合零售龙头都将提价视为最后手段，沃尔玛表示“不会让某些日用品的关税成本压力传导到食品价格上”“在品类内部进行成本吸收”，Kroger则“努力减轻生鲜农产品和鲜花受到的关税影响”。2) **可选消费品涨价或更激进。**汽车零部件就是典型例子，O'Reilly Automotive提及“行业中的价格变动和成本变化高度同步”，甚至二季度公司产品提价时点早于成本上涨，LKQ也“一直在推动提价”“通过定价将所有关税成本都传导出去”。此外，部分行业的销售周期导致其提价节奏具有季节性，例如服装行业的耐克、拉夫尔·劳伦会选择在春秋季节定价时考虑关税成本。

► **从市场定位角度看：与定位高端的产品相比，主打性价比的产品提价较晚，幅度较小。**以服装行业为例，主打中高端服装配饰的拉夫尔·劳伦认为“自身客户群对价格不那么敏感”，并且早在二季度就已在秋季系列的定价中考虑了关税成本。相反，聚焦折扣服装零售的TJX和罗斯百货对待调价则更为谨慎。TJX“将在行业零售价格上涨时追随，但会保持与行业平均水平的差距”，时间上倾向于在关税不确定性基本消除的下半年再提价。罗斯百货同样“对待涨价非常小心”，并且在6-7月零售业已经出现价格压力的情况下，依旧“不想成为第一个涨价的公司”。

二、在投入端缓解关税压力：供应链调整，减少对中国大陆敞口

供应商谈判和供应链调整是主要的在投入端缓解压力的方法。1) 短期来看，几乎所有企业都会进行供应商谈判。虽然企业通常不会披露谈判细节，但我们可以推测，结果大概率是各方“各退一步”，企业自身、国内供应商、国外供应商都会承担一部分成本。2) 中长期来看，很多企业试图对供应链进行调整，因为他们意识到，逆全球化和贸易限制很可能是持续存在的风险因素。具体而言：

► 多数企业会考虑生产地转移或供应链多元化，特别是减少对中国大陆的敞口，这在供应链相对灵活的零售行业尤其常见。家居零售商Home Depot预计未来12个月内任何非美地区的采购占比不超过10%。消费电子零售商Best Buy在5月底表示，中国采购占比已经从3月的55%下降到5月的30-35%，而越南、印度、韩国、中国台湾由于当时适用的关税税率是10%，采购比例总计达40%。综合零售商Target称，成本中的中国进口占比已经从2017年的60%下降到当前的30%，年底计划降至25%以下。

► 相反，部分生产商的供应链调整成本较高，所以为了防范长期贸易风险，正在让生产基地逐渐回流美国，或是寻求“国产替代”。通用汽车和特斯拉都声称，将在美国工厂增加投资，用以应对关税风险。地板行业龙头Mohawk Industries表示，随着关税演变“正在积极推广国产地砖和墙砖”，并扩建美国田纳西州的石英台面产能。

微观层面的企业供应链调整也反映到了宏观进口数据的规模和结构上：1) 美国进口额萎缩，从一季度的9481亿美元下降到二季度的8181亿美元，其中既有一季度抢进口的影响，也有企业逐步转向国内供应商的原因。2) 各地区的进口占比差距缩小，占比标准差从2024年的5.07%一路下降到2025年6月的4.71%，与美国企业的供应链多元化战略相对应。3) 中国进口占比下滑迅速，从2024年的13.4%跌至2025年6月的7.1%，下降幅度是所有经济体中最大的。而承接了这部分转口贸易需求的中国台湾和越南对美国进口的重要性提高，2024年到2025年6月的占比增幅分别是2.8%和2.5%。

关税对企业影响有多大？价的维度看，生产商吸收较多关税成本；量的维度看，耐用品需求前置、性价比消费攀升

一、价的维度：关税成本对样本利润率平均拖累1.2%，生产商压力更大

在我们的样本中，关税成本导致企业利润率平均下降1.2%。当企业无法进一步在产出端和投入端疏导关税时，这部分压力就会直接反映在利润表中，拖累企业的盈利表现。有两个途径可以观测企业自身吸收的关税成本：1) 企业披露的关税成本估计是最直接的数据参考，通过计算该成本占收入比例，就可以知道利润率受到多大程度侵蚀，企业在供应链中分摊了多少关税压力。在我们选取的样本中，关税成本占收入比例从0.5%到超过2.3%不等，平均在1.2%左右。2) 如果企业未公布关税成本数据，可以通过观察利润率（尤其是毛利率）变动作为替代。毛利率受到的负面影响较为直接，因为关税带来的投入品价格上涨会推升存货价值，进而体现在销售成本上。而净利率则可能受到额外的间接影响，比如关税引发的合规成本、供应链转移成本乃至广泛的工资上升压力等。但利润率变动和企业自身产品结构、销售策略、会计处理等因素息息相关，因此需结合财报和财报电话会中的定性描述辩证看待。

从供应链环节看，与零售商相比，生产商承担的关税压力普遍较高，可能因为对进口原材料的直接暴露更多、投入品（如关键零部件）替换周期更长、部分行业还面临激烈的价格竞争等，但各环节具体的分担比例因行业而异。

► **汽车：**生产商虽然有所调价，但仍吸收相当一部分关税成本，而零部件零售商甚至因为事先提价而利润空间扩大。例如通用汽车的关税成本占收入比例达到2.3%，即使是主打新技术、客户群对价格不太敏感的特斯拉汽车业务，该比例也达到1.2%；而主打汽车后市场和零部件的LKQ和Genuine Parts都声称关税对财务数据的负面影响很小，O'Reilly Automotive甚至因为在成本上涨前主动提价，而给毛利率带来提升。

► **工业品：**生产商吸收大部分成本。例如Caterpillar的关税成本占收入比例达到2.2%，毛利率较上年预计下降2.2ppt。而渠道商（如Fastenal和W.W. Grainger）的毛利率影响程度相对较小，Fastenal提及“目标是保护利润率”。

► **服装家居：**生产商和渠道零售均吸收关税成本，主打性价比的企业更明显。在披露关税估计的企业中，不同环节的关税成本占收入比例从0.5%-1.1%不等，相比之下更为均衡。

零售商承担的关税成本整体偏低，可归纳为三个原因：1) 自身利润空间不高，实体零售商较为明显。比如沃尔玛就明确表示，零售行业本身利润率就偏低，难以吸收全部关税成本。2) 产品组合有更大的调整余地，SKU弹性更强。Target提及自身能够对冲关税影响的一个重要原因就是“多品类业务提供的灵活性”。沃尔玛也会选择减少采购本身售价偏高且受关税影响的进口商品。3) 偏向市场型平台 (marketplace) 的电商受益于商业模式，典型代表是Ebay，以收取交易佣金为主要的收入来源决定了受关税影响较小。但也有为了保证性价比，而选择自己承受成本压力，比如关税成本占比较高的Dollar Tree。

二、量的维度：需求有下行压力，耐用品需求前置、性价比消费攀升

在谈论下游需求时，我们注意到部分企业（以耐用消费品企业为主）认为下半年存在下行压力，在结构上向性价比消费调整。背后原因可能是关税导致涨价和消费者信心下降，还引发了未来需求的透支。

► **耐用品需求前置**：部分产品（尤其高价值产品）的需求在关税影响价格之前出现阶段性上升。通用汽车提到，美国汽车行业在4-5月出现需求激增，主要原因是消费者为了规避关税而进行提前采购；随后在6-7月，需求已经回落到和预期一致的水平。苹果也观察到了类似现象，估计在4月的需求中，大约10%来源于关税相关的提前采购。宏观层面的GDP数据也能体现这一变化，今年二季度实际GDP中，耐用品消费环比折年率从-0.28%抬升到0.27%，机动车与零部件消费环比折年率从-0.30%抬升到0.38%。这意味着部分耐用品消费被提前透支，叠加关税本身对基本面的压力，可能对后续数据造成不利影响。

► **性价比消费攀升**：在关税压力下，美国消费者变得“精打细算”，低价或具有性价比的产品具有优势。比如在消费电子行业，Best Buy就已经发现消费者偏好有此种趋势。在汽车行业则是出现了二手车或汽车零部件对新车的替代效应，比如LKQ指出，新车涨价将消费者推向替代零部件，尤其不受关税影响的拆车件具有更大优势。

政策含义？国内外企业分担关税压力，温和抬升的通胀使美联储具备开启降息的条件；但需留意可选消费等品类的风险

国内外企业分担关税压力，通胀抬升温和。企业的提价措施表明关税确实会向下游消费端传导，但供应链调整也意味着海外进口商消化了部分压力，这也部分解释了，为什么过去四个月的通胀抬升较为温和。如果未来分摊比例和关税税率不发生较大变化，通胀压力可能继续以缓和的方式体现，甚至被推后至四季度显现，并在年底见顶。我们预计整体CPI和核心CPI受关税推升幅度都不超过1.0个百分点，今年12月同比分别为3.2%和3.4%，明年3月同样为3.2%和3.4%。

若保持现有趋势，美联储具备开启降息的条件。市场关于货币政策的一个误区是，一定要通胀本身回落才能降息。事实上，7月非农“雪崩”表明美国底层增长正在放缓（《[非农“雪崩”意味着什么](#)》），而且耐用品消费前置可能已经透支一部分未来的需求，所以美国经济本就需要降息和财政的支持。美联储原先面临通胀变数的阻碍，但现在主要贸易伙伴关税和通胀路径已基本确定，过往四个月CPI数据也都仅显示出温和的关税传导，所以这一层障碍也被扫除了，具备开启降息的条件（《[美联储接近下一次降息了吗](#)》）。CME FedWatch数据显示，美联储9月降息概率已上升至96.2%，年底前有望降息75bp。

后续关注关税分摊是否出现非线性变化，尤其是可选消费品类。上文提及，美国企业存在下半年加速提价的倾向。其中，可选消费的提价策略又较为激进，如果出现，可能会对通胀造成更大压力（尤其是像二手车这样过去几个月受季调因素拖累严重的分项）。

以上观点来自：2025年8月20日中金公司研究部已发布的《美国企业承担了多少关税成本？——来自财报的线索》

刘刚 分析员 SAC 执证编号：S0080512030003 SFC CE Ref: AVH867

郝悦宁 联系人 SAC 执证编号：S0080125070024

附：一周主要研报回顾

宏观

2025.8.22 中国宏观热点速评：存量在建PPP重启，支撑基建投资——前7月财政收支数据点评

策略及大宗商品

2025.8.18 中国策略简评：“十年新高”高不高？
 2025.8.20 海外策略专题：美国企业承担了多少关税成本？——来自财报的线索
 2025.8.23 港股策略：恒生与港股通调整影响分析（2025-8）

固定收益

2025.8.18 信用分析周报：中国信用债评级调整周报
 2025.8.18 资产证券化分析周报：消费贷贴息对ABS有何影响
 2025.8.18 信用债收益率跟踪周报：风险偏好走强主导下债市走弱
 2025.8.19 简评：金达威转债投资价值分析
 2025.8.20 信用分析周报：中国短期融资券及中期票据信用分析周报
 2025.8.21 信用分析周报：中国公司债及企业债信用分析周报
 2025.8.22 中国可转债策略周报：中概转债发行如火如荼，掘金海外布局抢占先机

行业

2025.8.18 不动产与空间服务：美国住宅建筑商：把握利率预期变动下的投资机遇
 2025.8.18 化工：海外不可抗力频发，关注电子气体行业投资机会
 2025.8.18 REITs：利率扰动，市场观望情绪加重——公募REITs周报（8.11-8.15）
 2025.8.18 电力电气设备：线缆深度系列1：如何看机器人的“血管与神经系统”？
 2025.8.18 银行：居民存款搬家潜力几何？——货币流动性新形势（2）
 2025.8.19 金融：券商涨到哪了？
 2025.8.19 不动产与空间服务：周评#452：8月前两周新房销量同比降一成
 2025.8.19 物业管理：如何看待民企物业管理标的上涨
 2025.8.19 机械：人形机器人8月报：产业大会密集催化
 2025.8.19 传媒互联网：广电总局出台新政促供给，传媒内容产业迎多重利好

- 2025.8.19 主题研究：光伏周谈 | 牛市下主产业链“强预期、弱现实”，逆变器板块景气度上行(25年第33周)
- 2025.8.20 科技硬件：AI进化论（14）：液冷，引领服务器散热新时代
- 2025.8.21 有色金属：稀土：7月磁材出口大幅修复，国内镨钕价格有望进一步上行
- 2025.8.21 主题研究：7月逆变器出口金额环降，澳洲增长亮眼
- 2025.8.22 农业：养殖专题#9：猪价新范式—振幅收敛、长度缩短、波动下降



CICC
中金公司

法律声明

本文章由中金研究院基于公开信息及/或中国国际金融股份有限公司已发布的研究报告（以下简称“研究报告”）制作而成。中国国际金融股份有限公司及其关联机构（以下合称“中金公司”）对这些信息及观点的真实性、准确性、时效性及完整性不作任何保证。

本文章仅摘编研究报告的部分观点，贵方如使用本文章所载观点，有可能会因缺乏对完整报告的了解或缺乏相关的解读而对其中的信息、观点、判断等内容产生理解上的歧义。贵方如使用本文章，须寻求专业顾问的指导及解读。

本文章中的信息、意见等均仅供贵方参考之用，其中的信息或观点不构成对买卖任何证券或其他金融工具的出价或征价或提供任何投资决策建议的服务。该等信息、意见在任何时候均不构成对任何人的具有针对性的、指导具体投资的操作意见。贵方应当对本文章中的信息和意见进行评估，根据自身情况自主做出决策并自行承担风险。对依据或者使用本文章所造成的任何后果及风险，中金公司及/或其关联人员均不承担任何责任。

本文章所载意见、评估及预测为研究报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，中金公司研究部可能会发出与本文章所载意见、评估及预测不一致的研究报告。中金公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本文章意见不一致的市场评论和/或观点。

本文章不构成任何合同或承诺的基础，中金公司不因任何单纯接收、阅读本文章的行为而将接收人视为中金公司的客户。

本文章的版权仅为中金公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、转载、翻版、复制、刊登、发表、修改、仿制或引用。

如有进一步需求，请联系：

赵 扬 yang8.zhao@cicc.com.cn

伍曼玮 manwei.wu@cicc.com.cn