

美国通胀：PPI 会如何“搅局”？

2025 年 08 月 17 日

➤ **本周最让人纠结的就是美国通胀。**7 月 CPI 的“踌躇不前”刚让市场畅想宽松，“飘飘欲仙”；PPI 的“突施冷箭”又让市场暗暗捏了一把汗。在就业市场偏弱和充满不确定性的背景下，通胀无疑会是接下来一段时间挑动市场神经最重要的因素之一，那么后续怎么看？PPI 会如何向 CPI 传导？对 9 月美联储降息有什么影响？

➤ 对于美国通胀和降息，我们三个基本论断：1) **关税冲击通胀，不是“有无”问题，而是节奏问题**；2) 9 月议息：**降不降是政治问题，降多少才是经济问题**；3) **降息不是问题的答案，而问题的开始**，我们倾向于年内美联储降息 2 次。

➤ **7 月物价数据为我们描绘了一幅复杂的通胀画像：**从 CPI 来看，关税对通胀的影响似乎可控，但根据地区联储 PMI 指数，尽管平均产出价格有所回落，但投入价格延续上涨，上游可能更加明显地感知到了关税带来的成本压力，但当前尚未完全传导至下游。

➤ **这一特征在 PPI 数据上得到了印证。**7 月 PPI、核心 PPI 环比均超预期上升至 0.9%（前值均为 0%），**从结构上来看，贸易服务成为 PPI 上涨的核心拉动**，贸易服务 PPI 的大幅上升表明为应对关税影响带来的成本压力，贸易商可能在提价来增厚自己的利润率。

➤ **但短期内 PPI 向 CPI 的传导仍存在时滞：**一方面，贸易服务中，批发贸易增长是主要贡献，其环比增速远高于零售贸易，价格压力还未完全传导至终端消费者；**另一方面**，核心商品涨幅相对平稳，这意味着更广泛的价格上涨压力并未出现。我们理解为虽然贸易商开始提价（可能来源于直接进口商品的成本上升），但部分制造业厂商加价依旧谨慎、利润受到一定侵蚀，这与 7 月制造业 PMI 价格指数的回落相一致。

➤ **我们预计 9 月议息前 CPI 仍将保持温和上涨，而在四季度价格压力可能更加明显。**

➤ **对于 9 月议息会议，降不降是政治问题，降多少才是经济问题。**当前的数据组合基本完全朝着 9 月降息的方向发展，在白宫的极限施压下以及美联储内部官员的接连转向下，鲍威尔可能再没有“硬撑”的理由。**至于降息多少 bp，仍取决于经济数据的指引**，尽管当前贝森特等开始引导美联储降息 50bp 的预期，但如果下个月的非农数据没有出现大幅度的走弱，引发衰退恐慌，释放降息的紧急信号，鲍威尔预计仍不会轻举妄动。

➤ **但对于美联储而言，最难的可能是重启降息后的节奏问题，降息不是问题的答案，而问题的开始。**我们不担心短期内的“通胀数据”，而更担心 9 月美联储重启降息后，美国通胀的顽固性。无论从特朗普关税的反复性，还是从历史经验中通胀的顽固性来看，如果想避免通胀在第四季度继续“卷土重来”，美联储必须控制降息的幅度和节奏，我们倾向于美联储不会连续降息，更可能是渐进式的逐季降息，我们预计年内降息 2 次是基准情形。

➤ **风险提示：**特朗普政策过于激进导致美国经济陷入滞胀甚至衰退；关税扩散超预期，导致全球经济超预期放缓；地缘政治风险升温导致资产价格波动加大。



分析师 陶川

执业证书：S0100524060005

邮箱：taochuan@mszq.com

分析师 邵翔

执业证书：S0100524080007

邮箱：shaoxiang@mszq.com

分析师 林彦

执业证书：S0100525030001

邮箱：linyan@mszq.com

研究助理 武朔

执业证书：S0100125070003

邮箱：wushuo@mszq.com

相关研究

1. 地缘政治研究：“破冰”几何？美俄会晤的可能影响-2025/08/16
2. 2025 年 7 月经济数据点评：7 月经济数据的不寻常-2025/08/15
3. “十五五”规划系列报告（五）：从新兴支柱产业看“十五五”-2025/08/14
4. 资产价格研究：A 股“跑赢”行情的新高度-2025/08/13
5. 海外市场点评：7 月美国 CPI：9 月降息稳了吗？-2025/08/13

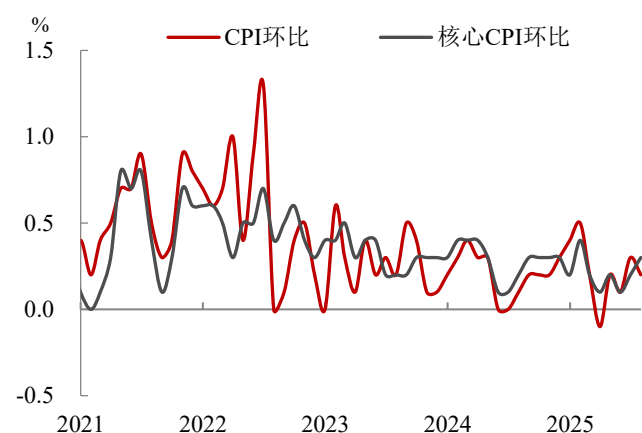
目录

1 如何理解 7 月复杂的通胀数据?	3
2 对 9 月降息有什么影响?	7
3 风险提示	9
插图目录	10

本周最让人纠结的就是美国通胀。7月CPI的“踌躇不前”刚让市场畅想宽松，“飘飘欲仙”；PPI的“突施冷箭”又让市场暗暗捏了一把汗。在就业市场偏弱和充满不确定性的背景下，通胀无疑会是接下来一段时间挑动市场神经最重要的因素之一，那么后续怎么看？PPI会如何向CPI传导？对9月美联储降息有什么影响？

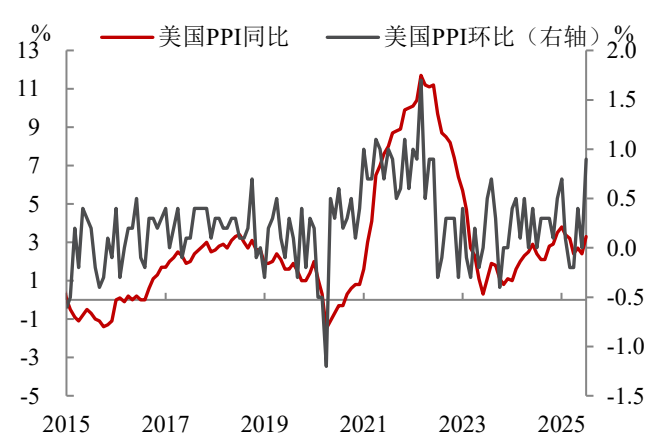
对于美国通胀和降息，我们三个基本论断：1) **关税冲击通胀，不是“有无”问题，而是节奏问题**；2) 9月议息会议：**降不降是政治问题，降多少才是经济问题**；3) **降息不是问题的答案，而问题的开始**，我们倾向于年内美联储降息2次。

图1：CPI 环比增速回落



资料来源：wind，民生证券研究院

图2：PPI 同比、环比超预期上行



资料来源：ifind，民生证券研究院

1 如何理解 7 月复杂的通胀数据？

7 月物价数据为我们描绘了一幅复杂的通胀画像：

首先，从CPI来看，关税对通胀的影响似乎可控。7月的数据更多来自汽车（抢消费）和住房以外的核心服务拉动，但与进口相关的服装、家具等大部分商品价格并未出现进一步恶化的迹象，核心商品CPI环比也并未加速。

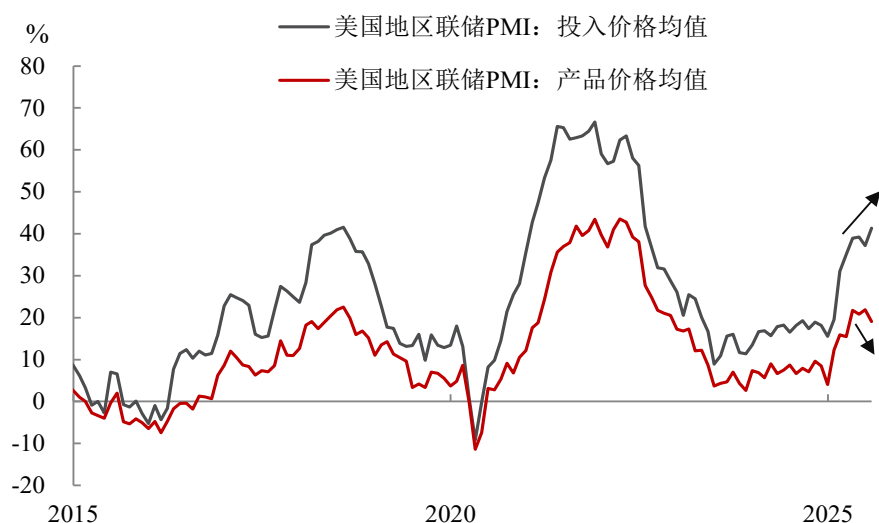
图3：与进口相关的家具、服装、休闲商品等多数品种环比并未进一步回升

2025年7月美国CPI数据一览										
	同比 (%)					环比, 季调 (%)				
	2025-07	2025-06	2025-05	2025-04	2025-03	2025-07	2025-06	2025-05	2025-04	2025-03
CPI	2.7	2.7	2.4	2.3	2.4	0.2	0.3	0.1	0.2	-0.1
食品	2.9	3.0	2.9	2.8	3.0	0.0	0.3	0.3	-0.1	0.4
家庭食品	2.2	2.4	2.2	2.0	2.4	-0.1	0.3	0.3	-0.4	0.5
非家用食品	3.9	3.8	3.8	3.9	3.8	0.3	0.4	0.3	0.4	0.4
能源	-1.6	-0.8	-3.5	-3.7	-3.3	-1.1	0.9	-1.0	0.7	-2.4
能源类商品	-9.0	-7.9	-11.6	-11.5	-9.5	-1.9	1.0	-2.4	-0.2	-6.1
汽油 (所有种类)	-9.5	-8.3	-12.0	-11.8	-9.8	-2.2	1.0	-2.6	-0.1	-6.3
燃油	-2.9	-4.7	-8.6	-9.6	-7.6	1.8	1.3	0.9	-1.3	-4.2
能源服务	7.2	7.5	6.8	6.2	4.2	-0.3	0.9	0.4	1.5	1.6
电力	5.5	5.8	4.5	3.6	2.8	-0.1	1.0	0.9	0.8	0.9
公共事业燃气服务	13.8	14.2	15.3	15.7	9.4	-0.9	0.5	-1.0	3.7	3.6
核心CPI	3.1	2.9	2.8	2.8	2.8	0.3	0.2	0.1	0.2	0.1
商品,不含食品和能源商品	1.2	0.7	0.3	0.1	-0.1	0.2	0.2	0.0	0.1	-0.1
家居和家用用品	2.4	1.7	0.6	0.3	-0.3	0.7	1.0	0.3	0.2	0.0
服装	-0.2	-0.5	-0.9	-0.7	0.3	0.1	0.4	-0.4	-0.2	0.4
运输产品(不含汽车燃料)	2.0	1.2	1.0	0.8	0.3	0.2	-0.4	-0.3	-0.2	-0.2
新交通工具	0.4	0.2	0.4	0.3	0.0	0.0	-0.3	-0.3	0.0	0.1
二手汽车和卡车	4.8	2.8	1.8	1.5	0.6	0.5	-0.7	-0.5	-0.5	-0.7
医疗护理商品	0.1	0.2	0.3	1.0	1.0	0.1	0.1	0.6	0.4	-1.1
休闲商品	-0.1	-0.8	-1.3	-1.8	-2.3	0.4	0.8	0.4	0.4	-0.3
教育和通讯商品	-4.3	-3.3	-3.8	-5.3	-5.7	-1.3	0.0	0.1	0.3	0.5
其他商品	3.0	3.0	2.9	3.2	2.8	0.2	0.3	0.2	0.3	0.3
服务,不含能源服务	3.6	3.6	3.6	3.6	3.7	0.4	0.3	0.2	0.3	0.1
住所	3.7	3.8	3.9	4.0	4.0	0.2	0.2	0.3	0.3	0.2
住所租金	3.6	3.8	3.9	4.0	4.0	0.2	0.2	0.3	0.4	0.2
水、下水道和垃圾回收	5.3	5.4	5.2	4.9	4.9	0.4	0.4	0.2	0.3	0.2
运输服务	3.5	3.4	2.8	2.5	3.1	0.8	0.2	-0.2	0.1	-1.4
机票	0.7	-3.5	-7.3	-7.9	-5.2	4.0	-0.1	-2.7	-2.8	-5.3
医疗护理服务	4.3	3.4	3.0	3.1	3.0	0.8	0.6	0.2	0.5	0.5
休闲服务	3.9	3.8	3.7	3.6	4.3	0.4	0.2	-0.1	-0.3	0.1
教育和通讯服务	1.1	1.1	1.0	1.2	1.6	0.2	0.1	0.1	-0.2	0.2
其他个人服务	4.5	4.3	4.6	3.9	4.7	0.5	0.6	0.4	0.2	1.6

资料来源: wind, 民生证券研究院整理

但从联储调查来看，企业成本压力和涨价倾向可能愈发严重。根据地区联储PMI 指数，尽管平均产出价格有所回落，但投入价格延续上涨，上游可能更加明显地感知到了关税带来的成本压力，但当前尚未完全传导至下游。

图4：7月地区联储PMI中，投入价格和产品价格分化



资料来源：ifind，民生证券研究院

这一特征在 PPI 数据上得到了印证。7 月 PPI、核心 PPI 环比均超预期上升至 0.9%（前值均为 0%），引发市场降息预期回调。

从结构上来看，贸易服务成为 PPI 上涨的核心拉动，PPI 贸易服务分项的特殊在于其并不按照最终出售的价格进行统计，而是使用价差法（售价-进价），因此实际指代的是“利润”的变化，衡量分销环节的加价空间。贸易服务 PPI 的大幅上升表明为应对关税影响带来的成本上升，贸易商可能在提价来增厚自己的利润率。

图5：服务贸易是 PPI 上涨最大推动

	环比，%					同比，%				
	2025-07	2025-06	2025-05	2025-04	2025-03	2025-07	2025-06	2025-05	2025-04	2025-03
PPI	0.9	0.0	0.4	-0.2	-0.2	3.3	2.4	2.7	2.4	3.2
核心PPI	0.9	0.0	0.4	-0.2	0.2	3.7	2.6	3.2	3.1	3.8
商品	0.7	0.3	0.1	0.0	-0.9	1.9	1.7	1.1	0.4	0.8
食品	1.4	0.1	0.0	-0.9	-2.2	4.2	3.1	3.2	2.9	3.5
能源	0.9	0.9	-0.4	-0.3	-3.9	-3.2	-2.5	-5.1	-8.1	-6.7
不含食品和能源	0.4	0.2	0.3	0.3	0.3	2.8	2.6	2.4	2.4	2.4
服务	1.1	-0.1	0.5	-0.3	0.2	4.0	2.7	3.5	3.3	4.3
贸易	2.0	-0.3	1.5	-0.3	0.4	6.9	2.9	5.1	4.2	5.0
运输仓储	1.0	-0.8	0.0	0.1	-1.7	0.9	1.1	1.8	1.2	0.5
不含贸易、运输仓储	0.7	0.1	0.1	-0.4	0.3	3.1	2.8	3.0	3.2	4.4

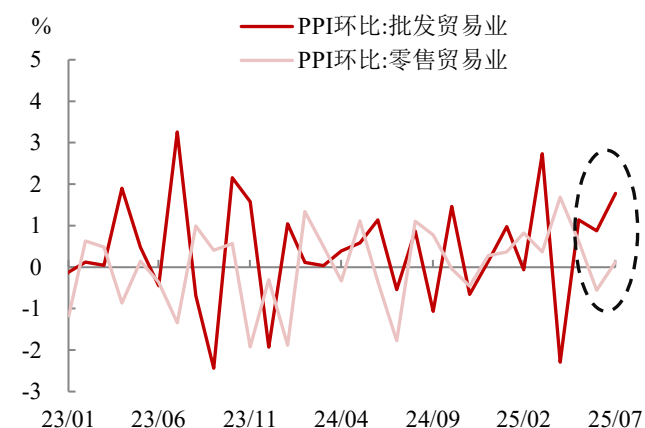
资料来源：wind，民生证券研究院

但短期内 PPI 向 CPI 的传导仍存在时滞：

一方面，贸易服务中，批发贸易增长是主要贡献，其环比增速远高于零售贸易，价格压力还未完全传导至终端消费者；

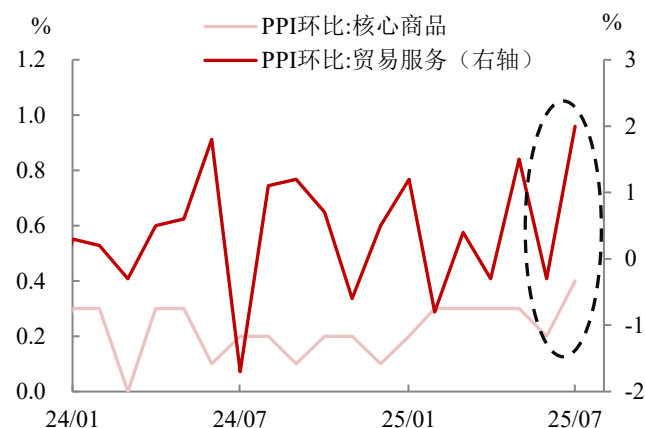
另一方面，核心商品涨幅相对平稳，这意味着更广泛的价格上涨压力并未出现。我们理解为虽然贸易商开始提价（可能来源于直接进口商品的成本上升），但部分制造业厂商加价依旧谨慎、利润受到一定侵蚀，这与7月制造业PMI价格指数的回落相一致。

图6：批发贸易 PPI 涨幅更高



资料来源：ifind，民生证券研究院

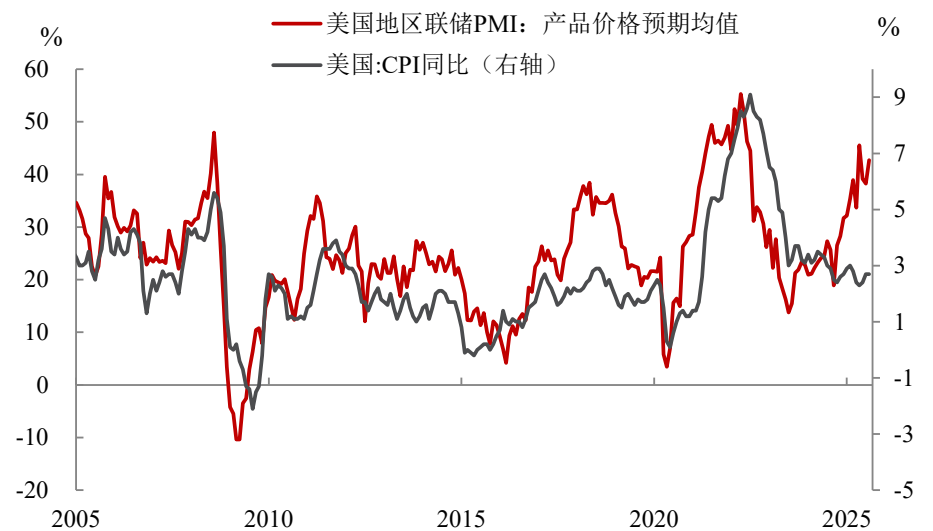
图7：核心商品价格上涨较为温和



资料来源：ifind，民生证券研究院

因此我们预计9月议息前CPI仍将保持温和上涨，而在四季度价格压力可能更加明显。根据地区联储PMI调查，企业未来6个月内的价格预期大幅上升，企业不可能不顾利润完全吃掉关税成本，向下游的传导只是时间问题。

图8：地区联储未来产品价格预期持续上行

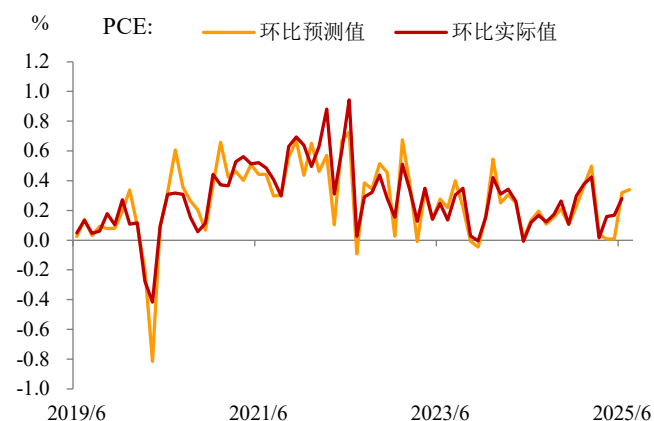


资料来源：ifind，民生证券研究院

2 对 9 月降息有什么影响？

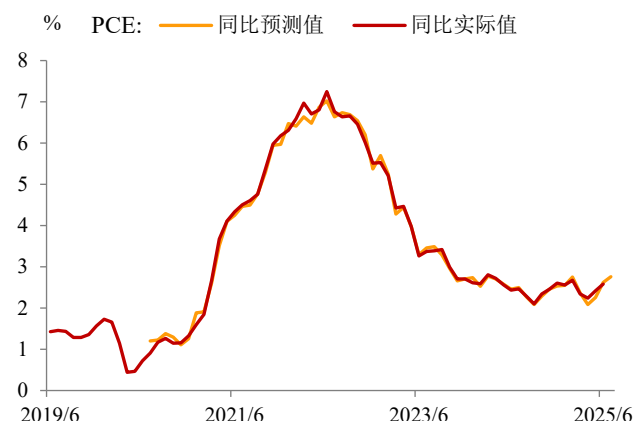
对于 9 月议息会议，我们认为降不降是政治问题，降多少才是经济问题。当前的数据组合基本完全朝着 9 月降息的方向发展，很难逆转降息预期。一方面，非农大幅走弱给美联储提供了“台阶”，另一方面，通胀上，根据 CPI 和 PPI 拟合下来的 7 月 PCE 环比略有加速，约为 0.34%，同比因为基数原因进一步上涨至 2.76%，但尚不足以达到阻止 9 月降息的地步。因此在白宫的极限施压下以及美联储内部官员的接连转向下，鲍威尔可能再没有“硬撑”的理由。

图9：拟合后的 7 月 PCE 环比增速为 0.34%



资料来源：wind，民生证券研究院

图10：拟合后的 7 月 PCE 同比增速为 2.76%



资料来源：wind，民生证券研究院

至于降息多少 bp，仍取决于经济数据的指引，尽管当前贝森特等开始引导美联储降息 50bp 的预期，但如果下个月的非农数据没有出现大幅度的走弱，引发衰退恐慌，释放降息的紧急信号，鲍威尔预计仍不会轻举妄动。

图11：8月非农的强弱程度可能影响9月降息50bp的决策

美国非农数据一览										
	新增非农就业人数（万人）					新增非农就业环比变动（万人）				
	2025-07	2025-06	2025-05	2025-04	2025-03	2025-07	2025-06	2025-05	2025-04	2025-03
美国新增非农就业	7.3	1.4	1.9	15.8	12.0	5.9	-0.5	-13.9	3.8	1.8
私营	8.3	0.3	6.9	13.3	11.4	8.0	-6.6	-6.4	1.9	0.7
商品	-1.3	-1.3	-1.3	0.2	0.5	0.0	0.0	-1.5	-0.3	-1.9
采矿伐木	-0.4	-0.1	-0.4	0.2	-0.1	-0.3	0.3	-0.6	0.3	-0.5
建筑	0.2	0.3	0.2	0.0	0.5	-0.1	0.1	0.2	-0.5	-0.7
制造业	-1.1	-1.5	-1.1	0.0	0.3	0.4	-0.4	-1.1	-0.3	-0.5
耐用品	0.0	-1.3	-0.8	0.3	-0.2	1.3	-0.5	-1.1	0.5	-0.8
机动车辆和零部件	-0.2	-0.3	0.3	-0.3	-0.1	0.1	-0.6	0.6	-0.3	0.6
非耐用品	-1.1	-0.2	-0.3	-0.3	0.3	-0.9	0.1	0.0	-0.6	0.1
服务	9.6	1.6	8.2	13.1	10.9	8.0	-6.6	-4.9	2.2	2.6
批发业	-0.8	-0.8	0.2	0.1	-0.5	0.0	-1.0	0.0	0.6	-1.2
零售业	1.6	-1.4	-1.5	0.5	1.6	3.0	0.1	-2.0	-1.2	-2.0
运输仓储业	0.4	0.1	-0.1	-0.8	-2.1	0.3	0.1	0.7	1.3	-3.9
公用事业	0.0	0.0	0.3	-0.1	0.2	0.0	-0.2	0.4	-0.3	0.1
信息技术	-0.2	0.0	0.5	0.1	-0.2	-0.2	-0.5	0.4	0.3	-0.2
金融活动	1.5	-0.2	0.7	0.5	0.3	1.7	-0.9	0.2	0.2	-1.2
专业和商业服务	-1.4	-1.1	-2.3	2.7	-1.1	-0.3	1.2	-5.0	3.8	-2.6
临时救助服务	-0.4	-0.3	-1.5	1.7	-1.4	-0.1	1.2	-3.2	3.1	-1.2
教育和保健	7.9	5.2	7.0	8.5	6.5	2.7	-1.8	-1.5	2.0	0.0
医疗保健和社会援助	7.3	5.9	7.2	7.9	6.7	1.4	-1.3	-0.7	1.2	-1.0
休闲和住宿	0.5	0.4	2.7	1.8	4.5	0.1	-2.3	0.9	-2.7	-7.9
其他服务	0.2	-0.5	1.0	-0.3	1.7	0.7	-1.5	1.3	-2.0	-1.7
政府	-1.0	1.1	-5.0	2.5	0.6	-2.1	6.1	-7.5	1.9	-1.1
联邦	-1.2	-0.9	-2.6	-1.3	-1.1	-0.3	1.7	-1.3	-0.2	-0.2
州政府	0.5	1.0	-1.1	1.1	0.1	-0.5	2.1	-2.2	1.0	-1.1
地方政府	-0.3	1.0	-1.3	2.7	1.6	-1.3	2.3	-4.0	1.1	-0.2

资料来源：ifind，民生证券研究院整理

但对于美联储而言，最难的可能是重启降息后的节奏问题，降息不是问题的答案，而问题的开始。我们不担心短期内的“通胀数据”，而更担心9月美联储重启降息后，美国通胀的顽固性。无论从特朗普关税的反复性，还是从历史经验中通胀的顽固性来看，如果想避免通胀在第四季度继续“卷土重来”，美联储必须控制降息的幅度和节奏，我们倾向于美联储不会连续降息，更可能是渐进式的逐季降息，我们预计年内降息2次是基准情形。

3 风险提示

1) 特朗普政策过于激进导致美国经济陷入滞胀甚至衰退：关税大幅推高通胀、抑制需求的背景下，债务负担与货币紧缩的双重压力推升美国经济“滞胀螺旋”；若特朗普未能及时妥协或美联储转向不及时，经济有陷入衰退的风险。

2) 关税扩散超预期，导致全球经济超预期放缓：关税超预期扩散导致全球供应链风险明显上升，贸易和经济增长大幅放缓。

3) 地缘政治风险升温导致资产价格波动加大：俄乌、中东局势升温导致“黑天鹅”事件频发，避险情绪升温，资金外流，放大市场资产波动。

插图目录

图 1: CPI 环比增速回落	3
图 2: PPI 同比、环比超预期上行	3
图 3: 与进口相关的家具、服装、休闲商品等多数品种环比并未进一步回升	4
图 4: 7 月地区联储 PMI 中, 投入价格和产品价格分化	5
图 5: 服务贸易是 PPI 上涨最大推动	5
图 6: 批发贸易 PPI 涨幅更高	6
图 7: 核心商品价格上涨较为温和	6
图 8: 地区联储未来产品价格预期持续上行	6
图 9: 拟合后的 7 月 PCE 环比增速为 0.34%	7
图 10: 拟合后的 7 月 PCE 同比增速为 2.76%	7
图 11: 8 月非农的强弱程度可能影响 9 月降息 50bp 的决策	8

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：上海市虹口区杨树浦路 188 号星立方大厦 7 层； 200082

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