

宏观报告

招商证券(香港)有限公司
证券研究部

美国 7 月 CPI: 略低于预期, 9 月降息概率上升

- 美国 7 月 CPI 同比上涨 2.7%, 略低于预期; 环比上涨 0.2%, 基本符合预期
- 核心服务上涨主要由医疗保健和运输服务推动, 可能是短期因素
- 预计美联储 9 月开始降息空间打开, 国际资本流出美国, 利好港股

事件

整体通胀表现温和, CPI 涨幅略低于预期。美国 7 月 CPI 同比上涨 2.7%, 与 6 月持平但略低于市场预期的 2.8%; 环比上涨 0.2%, 低于 6 月的 0.3%, 整体通胀压力继续缓解。核心 CPI (即剔除食品和能源) 环比上涨 0.3%, 高于 6 月的 0.2%, 同比从 2.9% 上升至 3.1%。从数据结构看, 能源价格环比下跌 1.1% 成为拖累整体通胀的主要因素, 其中汽油价格大幅下跌 2.2% (前值 +1.0%)。食品价格环比持平 (前值 +0.3%), 其中家庭食品下跌 0.1%, 鸡蛋价格在禽流感疫情平息后继续下跌 3.9%。住房项环比上涨 0.2%, 与近期趋势保持一致。核心商品 (剔除食品和能源) 环比上涨 0.2%, 与上月持平; 核心服务项整体环比上涨 0.4%, 高于前值 0.3%。

医疗保健和运输服务的大幅上涨拉动核心 CPI, 具有短期特征。虽然核心 CPI 的涨幅重回 3% 以上, 仍然高于 2% 的温和通胀水平, 但这交通运输成本和医疗服务成本的显著上涨是核心 CPI 走高的主要原因, 不一定具有长期持续性和广泛性。医疗保健服务环比上涨 0.8% (前值 0.6%), 其中牙科服务环比飙升 2.6% 为主要推动力, 但医生服务仅上涨 0.2%, 处方药价格下跌了 0.2%, 医疗涨价并非全面性的。运输服务环比上涨 0.8% (前值 0.2%), 主要受机票价格环比暴涨 4.0% (前值 -0.1%) 的推动。主要是受到飞机交付滞后、航空公司运营期旅游旺季的季节性影响。在扣除牙医和机票服务后, 预计核心服务增速下降 6bps 至环比 0.3%, 与上月持平。值得注意的是, 机动车保险同比涨幅已从 6.1% 放缓至 5.3%, 住宿服务价格继续下跌, 酒店旅馆等环比下跌 1.3%, 服务业通胀并非广泛性的。

商品通胀压力有所缓解, 关税敏感型商品涨价放缓, 影响有限。汽车价格止跌企稳, 新车价格环比持平 (前值 -0.3%), 二手车价格小幅反弹至环比 0.5% (前值 -0.7%)。更重要的是, 此前市场担忧的关税敏感型商品涨价势头并未出现: 音响设备环比涨幅从 2.9% 降至 2.2%, 玩具环比从 1.8% 大幅降至 0.2%, 家用电器更从 +1.9% 转为 -0.9%。关税通胀传导风险或被出口商和零售商吸收, 并未如市场担忧的那样超预期。然而, 本次 CPI 仅受 4 月初第一轮关税影响, 而 8 月第二轮关税影响将在四季度逐步显现。后续影响有待观察。

9 月降息预期继续强化。7 月 CPI 数据发布后, 市场对通胀走势的担忧明显缓解。市场对美联储 9 月降息的预期进一步强化。根据 FedWatch 的数据, 9 月 17 日降息的概率已经升至 94% 以上。从通胀趋势看, 能源价格持续下跌, 食品价格降温, 住房通胀保持稳定, 关税传导有限。而医疗和运输服务的价格上涨更多是一次性和季节性因素, 不具有持续性。这一趋势也为降息进一步打开了空间。

我们的观点

在通胀势头温和的态势下, 美联储将开启降息进程。国际资本流出美国, 推升港股风险偏好。预计 9 月、10 月和 12 月各降息 25bps。CPI 数据发布后, 美股上涨; 2 年期美国国债利率下行 2.93bps, 10 年期利率反而小幅上升 0.97bp; 美元指数小幅走弱。一方面, 股市的上涨和利率期限曲线的陡峭化反映了市场对于在降息周期中美国经济实现“软着陆”的乐观预期。另一方面, 长端利率的上行和美元指数的走弱, 也说明了资金在撤离美国市场。国际资本的流出, 有利于支撑港股的流动性。在外资流入的背景下, 流动性充裕可能推升港股市场的风险偏好。在外资和南向资金的共同作用下, 也将有利于成长股 (科技、创新药等)、中小盘股的行情, 市场对个股盈利的敏感度可能下降。建议关注科技板块的补涨机会。

郭书音

+852 3189 6394

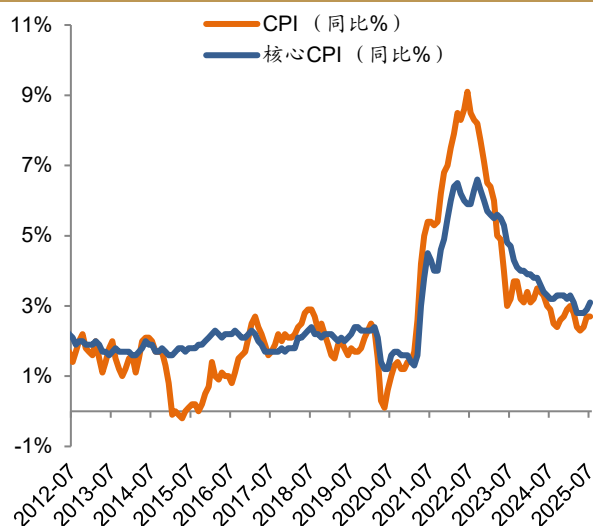
shuyinguo@cmschina.com.hk

相关报告

1. 港股策略月报 (2025/8) - 震荡中蓄力上行 (2025/8/8)
2. 宏观报告 - 美国非农就业数据大幅下修, 美联储 9 月提前降息概率增加 (2025/8/4)
3. 宏观报告 - 中央政治局会议解读: 从优化供给到扩大有效需求 (2025/7/31)
4. 宏观报告 - FOMC 会议解读: 美联储立场偏鹰, 12 月或迎首次降息 (2025/7/31)
5. 策略报告 - 中国香港稳定币发展的前景和挑战 (2025/7/18)
6. 招证国际海外市场观察 (2025/02) - 回购对公司价值影响 (2025/2/3)
7. 招证国际海外市场观察 (2024/12) - 2025 海外资产配置 (2024/12/31)
8. 招证国际月度赴海 (2024/12) - 全球主要市场月度表现最佳行业及个股追踪 (2024/11/29)
9. 招证国际海外市场观察 (2024/11) - 日本观察之二: 1990 年代刺激政策下的经济及股市 (2024/11/29)
10. 招证国际海外市场观察 (2024/11) - 东盟主要国家经济及股市概览 (2024/11/4)

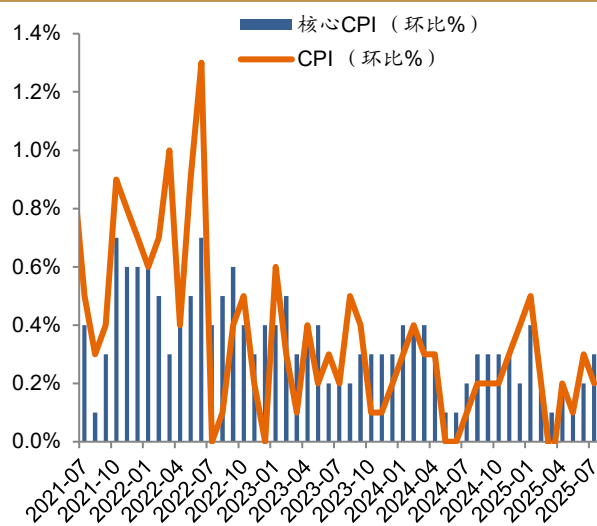
关键图表

图表 1: 美国 CPI 同比持平, 核心 CPI 同比上涨



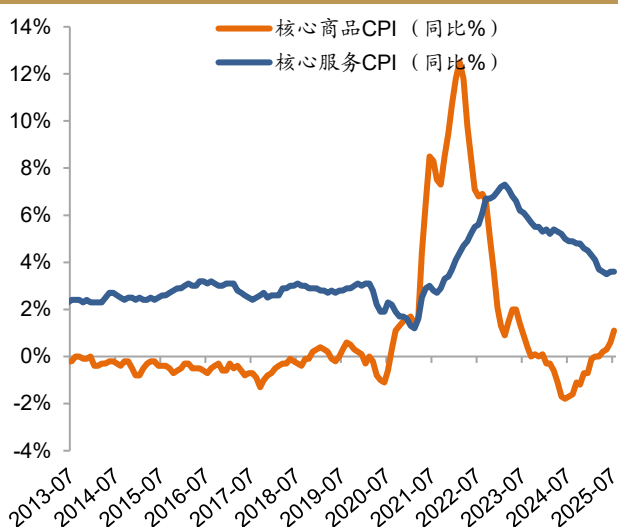
资料来源: 万得, 招商证券 (香港) 研究部

图表 2: 其中, 核心 CPI 环比上涨 0.3%



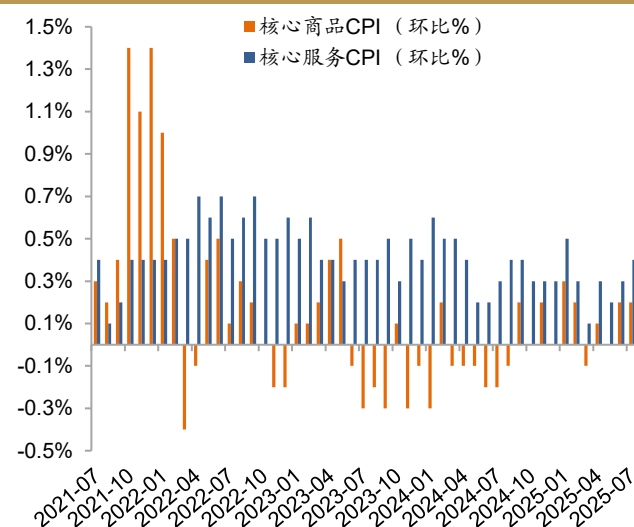
资料来源: 万得, 招商证券 (香港) 研究部

图表 3: 美国核心商品 CPI 同比持续上行



资料来源: 万得, 招商证券 (香港) 研究部

图表 4: ...但核心服务 CPI 环比加速明显



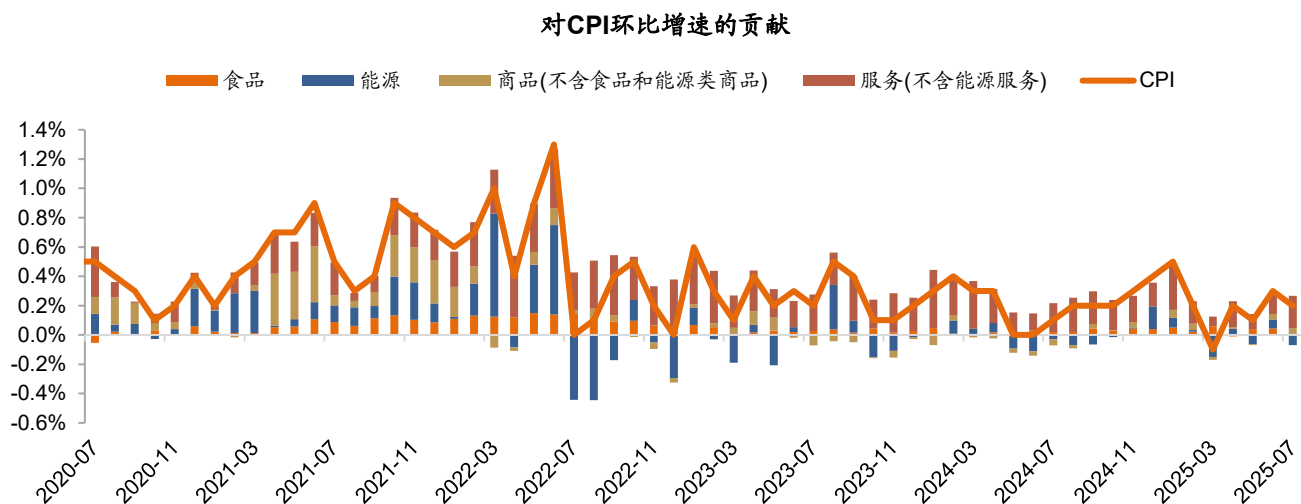
资料来源: 万得, 招商证券 (香港) 研究部

图 5: 核心服务中, 医疗保健服务和运输服务大涨 0.8%

	2024-11	2024-12	2025-01	2025-02	2025-03	2025-04	2025-05	2025-06	2025-07	权重
CPI	0.3	0.4	0.5	0.2	-0.1	0.2	0.1	0.3	0.2	100.0
食品	0.3	0.3	0.4	0.2	0.4	-0.1	0.3	0.3	0.0	13.6
家庭食品	0.4	0.3	0.5	0.0	0.5	-0.4	0.3	0.3	-0.1	8.0
谷物和烘焙制品	-1.2	1.0	-0.4	0.4	-0.1	-0.5	1.1	-0.2	-0.2	1.1
肉类、家禽、鱼和蛋类	1.5	0.4	1.9	1.6	1.3	-1.6	-0.4	-0.1	0.2	1.6
乳制品及相关制品	-0.3	0.2	0.3	-1.0	1.0	-0.2	-0.1	-0.3	0.7	0.7
水果和蔬菜	-0.1	0.1	-0.5	-0.5	-0.5	-0.4	0.3	0.9	0.0	1.3
无酒精饮料和饮料原料	1.3	-0.3	0.9	-0.5	0.6	0.7	-0.3	1.4	-0.5	0.9
其他家庭食品	0.3	0.3	0.3	-0.5	0.5	-0.1	0.7	0.2	-0.5	2.3
非家用食品	0.3	0.3	0.2	0.4	0.4	0.4	0.3	0.4	0.3	5.6
能源	0.1	2.4	1.1	0.2	-2.4	0.7	-1.0	0.9	-1.1	6.5
能源类商品	0.2	3.9	1.9	-0.9	-6.1	-0.2	-2.4	1.0	-1.9	3.2
燃油及其他燃料	-1.4	2.1	6.2	0.8	-4.2	-1.3	0.9	1.3	1.8	0.1
发动机燃料	0.2	4.0	1.8	-0.9	-6.2	-0.1	-2.6	1.0	-2.0	3.0
能源服务	-0.1	0.8	0.3	1.4	1.6	1.5	0.4	0.9	-0.3	3.3
电力	-0.2	0.2	0.0	1.0	0.9	0.8	0.9	1.0	-0.1	2.5
公共事业(管道)燃气服务	0.5	2.8	1.8	2.5	3.6	3.7	-1.0	0.5	-0.9	0.8
核心 CPI	0.3	0.2	0.4	0.2	0.1	0.2	0.1	0.2	0.3	0.0
商品(不含食品和能源类商品)	0.2	0.0	0.3	0.2	-0.1	0.1	0.0	0.2	0.2	19.3
服装	0.1	0.1	-1.4	0.6	0.4	-0.2	-0.4	0.4	0.1	2.5
新交通工具	0.5	0.4	0.0	-0.1	0.1	0.0	-0.3	-0.3	0.0	4.3
二手汽车和卡车	1.3	0.8	2.2	0.9	-0.7	-0.5	-0.5	-0.7	0.5	2.4
医疗护理商品	-0.1	0.0	1.2	0.1	-1.1	0.4	0.6	0.1	0.1	1.5
酒精饮料	0.0	-0.3	0.3	0.5	0.2	0.0	-0.1	0.1	0.1	0.8
烟草和烟草制品	1.0	0.0	0.4	0.6	0.6	0.3	0.8	0.5	0.3	0.5
服务(不含能源服务)	0.3	0.3	0.5	0.3	0.1	0.3	0.2	0.3	0.4	60.6
收容所	0.3	0.3	0.4	0.3	0.2	0.3	0.3	0.2	0.2	35.4
主要居所租金	0.2	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.2	0.2	0.3	7.4
业主等价租金	0.3	0.3	0.3	0.3	0.4	0.4	0.3	0.3	0.3	26.2
医疗护理服务	0.3	0.2	0.0	0.3	0.5	0.5	0.2	0.6	0.8	6.8
运输服务	0.1	0.5	1.8	-0.8	-1.4	0.1	-0.2	0.2	0.8	6.3

资料来源: 彭博, 招商证券(香港)研究部

图 6: 7 月 CPI 环比增速几乎都来自核心服务



资料来源: 彭博, 招商证券(香港)研究部

投资评级定义

行业投资评级	定义
推荐	预期行业整体表现在未来 12 个月优于市场
中性	预期行业整体表现在未来 12 个月与市场一致
回避	预期行业整体表现在未来 12 个月逊于市场

公司投资评级	定义
增持	预期股价在未来 12 个月上升 10%以上
中性	预期股价在未来 12 个月上升或下跌 10%或以内
减持	预期股价在未来 12 个月下跌 10%以上

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明:(i)本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对所评论的证券和发行人的看法;(ii)该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相关系。

监管披露

有关重要披露事项,请参阅本公司网站之「披露」网页 <http://www.newone.com.hk/cmshk/gb/disclosure.html> 或 <http://www.cmschina.com.hk/Research/Disclosure>。

免责条款

本报告由招商证券(香港)有限公司提供。本报告的信息来源于被认为可靠的公开资料,但招商证券(香港)有限公司、其母公司及关联机构、任何董事、管理层、及员工(统称“招商证券”)对这些信息的准确性、有效性和完整性均不作任何陈述及保证。招商证券对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失,概不负责。

本报告中的内容和意见仅供参考,其并不构成对所述证券或相关金融工具的建议、出价、询价、邀请、广告及推荐等。本报告中讨论的证券,工具或策略,可能并不适合所有投资者,某些投资者可能没有资格参与其中的一些或全部。某些服务和产品受法律限制,不能在全球范围内不受限制地提供,和/或可能不适合向所有投资者出售。招商证券并非于美国登记的经纪自营商,除美国证券交易委员会的规则第 15(a)-6 条款所容许外,招商证券的产品及服务并不向美国人提供。

招商证券可随时更改报告中的内容、意见和估计等,且并不承诺提供任何有关变更的通知。过往表现并不代表未来表现。未来表现的估计,可能基于无法实现的假设。本报告包含的分析,基于许多假设。不同的假设可能导致重大不同的结果。由于使用不同的假设和/或标准,此处表达的观点可能与招商证券其他业务部门或其他成员表达的观点不同或相反。

编写本报告时,并未考虑投资者的财务状况和投资目标。投资者自行决定使用其中的任何信息,并承担风险。投资者须按照自己的判断,决定是否使用本报告所载的内容和信息,并自行承担相关的风险。且投资者应自行索取独立财务及/或税务专业意见,并按其本身的投资目标及财务状况自行评估个别投资风险,而非本报告作出自己的投资决策。

招商证券可能会持有报告中所提到公司所发行的证券头寸并进行交易,还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权归招商证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和刊登。对于因使用或分发本文档而引起的任何第三方索赔或诉讼，招商证券不承担任何责任。

本报告仅在适用法律允许的情况下分发。如果在任何司法管辖区、任何法律或法规禁止或限制下，您仍收到本报告，则不旨在分发给您。尤其是，本报告仅提供给根据美国证券法允许招商证券接触的某些美国人，而不能以其他方式直接或间接地将其分发或传播入美国境内或给美国人。

在香港，本报告由招商证券（香港）有限公司分发。招商证券（香港）有限公司现持有香港证券及期货事务监察委员会（SFC）所发的营业牌照，并由 SFC 按照《证券及期货条例》进行监管。目前的经营范围包括第 1 类（证券交易）、第 2 类（期货合约交易）、第 4 类（就证券提供意见）、第 6 类（就机构融资提供意见）和第 9 类（提供资产管理）。

在韩国，专业客户可以通过 China Merchants Securities (Korea) Co., Limited 要求获得本报告。

在英国，本报告由 China Merchants Securities (UK) Limited 分发。本报告可以分发给以下人士：(1) 符合《2000 年金融服务和市场法》（2005 年金融促进）令第 19(5)章定义的投资专业人士；(2) 符合该金融促进令第 49(2)(a)至(d)章定义高净值的公司、或非法人协会等；或(3) 可以通过合法方式传达或促使其进行投资活动的邀请或诱使的人（根据《2000 年金融服务和市场法》第 21 条的定义）（所有这些人一起被称为“相关人”）。本报告仅针对相关人员，非相关人员不得对其采取行动或依赖该报告。本报告所涉及的任何投资或投资活动仅对相关人员开放，并且仅与相关人员进行。

如本免责条款的中、英文两个版本有任何抵触或不相符之处，须以英文版本为准。

© 招商证券（香港）有限公司 版权所有

香港

招商证券（香港）有限公司
香港中环交易广场一期 48 楼
电话：+852 3189 6888
传真：+852 3101 0828