

2025 年 8 月 13 日

全球宏观

关税传导仍不明显，其他政策影响也在显现—美国 7 月 CPI 点评

美国 7 月 CPI 同比增 2.7%，低于预期 2.8%，持平上月 2.7%；7 月 CPI 环比增 0.2%，预期 0.2%，上月 0.3%；7 月核心 CPI 同比 3.1%，预期 3.1%，上月 2.9%，核心 CPI 连续三个月走高；7 月核心 CPI 环比 0.3%，预期 0.3%，上月 0.2%。7 月 CPI 数据整体合乎市场预期，名义通胀继续回落，主要因能源价格受益于地缘局势降温而回落，但核心通胀连续走高，其中核心商品及核心服务价格均双双走高，关税传导仍不明显，但其他政策影响也在显现。具体来看：

李少金

Evan.Li@bocomgroup.com
(852) 3766 1849

- ④ **能源价格全面降温是 7 月通胀回落的主要贡献因素。**6 月原油价格因地缘因素短暂激增。近期随着情况缓和，国际原油价格亦相应回落，带动能源价格分项重新走低。同时，美国电力使用量已过高峰，预计能源服务价格后续也将同步回落。
- ④ **商品价格已连续第四个月走高，但关税传导尚未完全显现。**7 月核心商品价格延续走高，主要来自受关税影响的家具价格及二手车价格走高的影响。前瞻指标来看，二手车价格指数已经收敛，但从原材料价格走势来看，木材、铝制品价格正在快速上涨，预计后续仍将推动商品价格走高。
- ④ **特朗普政策影响再起，超级核心通胀再度升温。**住房通胀走势已趋稳定，但除住房通胀外的超级核心通胀近期则明显升温，其中医疗服务是主要推动项。医疗服务价格快速上涨主要来自特朗普一系列政策影响。受特朗普减税法案中对医保项目支出的削减，以及近期威胁对医药进口加税，恐大幅抬高药品价格。受此影响，私人保险公司快速提高保费。同时，对于移民限制也造成医院护工短缺，从而可能造成持续性的医疗服务价格走高。

整体符合预期的 7 月通胀数据公布后，降息预期进一步升温。利率期货市场隐含的降息预期显示，9 月降息 1 次的概率由 83.8% 升至 93.6%，并预期全年降息近 3 次左右。当前通胀数据似乎尚不能完全反映关税影响，主要在于美国企业吸收了大部分成本。根据美联储的一份调查显示，美国企业吸收了大概 50% 以上的关税成本，且当前受高利率对需求端的限制，以及前期关税实施后的企业“抢进口”、居民“抢消费”，使得部分需求前置，而当前需求走低的环境下，企业较难将价格转移给终端消费者。然而，随着时间推移，特别是在中期美国财政、货币重回宽松，终端需求回暖，价格效应将逐渐显现，届时通胀可能会再度走高。

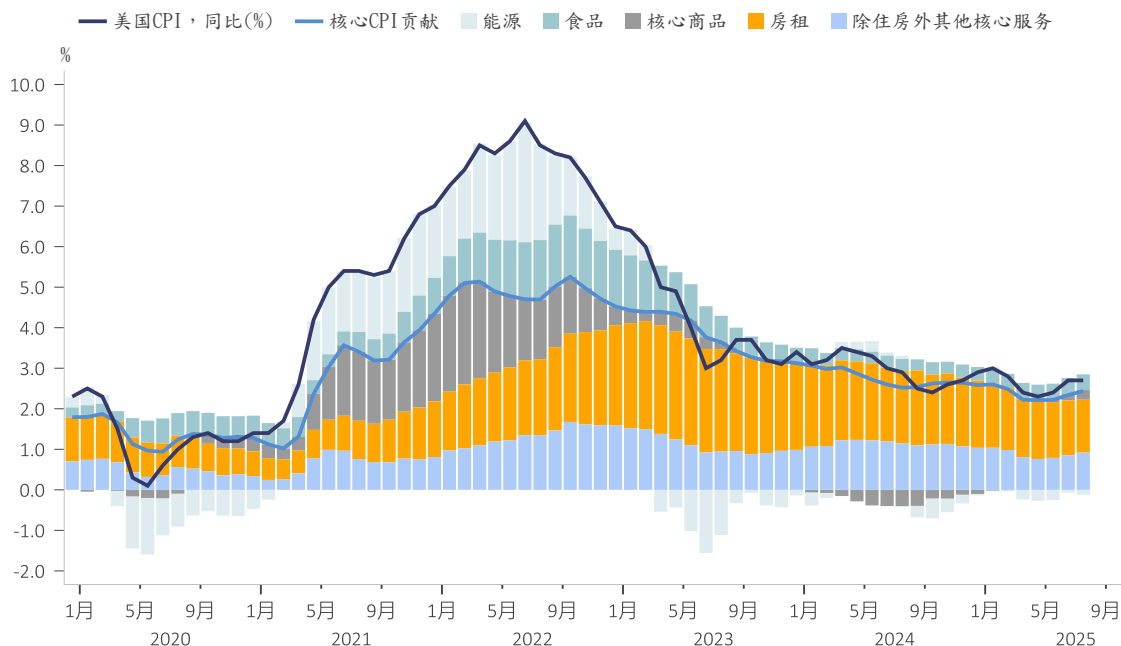
后市观察：无论是从利率期货市场，以及主流预测网站的数据来看，9 月降息已成大概率事件。7 月非农数据走软，当前就业继续下行风险大幅增加，参照 2024 年 3 季度非农就业的意外失速使得美联储迅速降息，9 月通过降息保就业具有一定的合理性。特别是近期特朗普安排白宫经济顾问委员会斯蒂芬米兰（“海湖协议”作者）担任临时美联储理事，可能进一步使得美联储往降息的方向倾斜。然而，9 月 FOMC 会议前还有 8 月非农及通胀数据可以参照，因此降息可能还存在一定的变数。同时，8 月下旬杰克逊霍尔大会，按照惯例，美联储主席鲍威尔也会提前释放是否降息的信号。

图表 1：美国 CPI 及其分项同比、环比变化

	权重(%)	同比(%)				环比(%)			
		7/2025	6/2025	5/2025	4/2025	7/2025	6/2025	5/2025	4/2025
美国CPI	100.0	2.7%	2.7%	2.4%	2.3%	0.2%	0.3%	0.1%	0.2%
食品	13.7	2.9%	3.0%	2.9%	2.8%	0.0%	0.3%	0.3%	-0.1%
家庭食品	8.0	2.2%	2.4%	2.2%	2.0%	-0.1%	0.3%	0.3%	-0.4%
谷物烘焙	1.1	1.0%	0.9%	1.0%	0.0%	-0.2%	-0.2%	1.1%	-0.5%
肉禽鱼蛋	1.6	5.2%	5.6%	6.1%	7.0%	0.2%	-0.1%	-0.4%	-1.6%
奶制品及周边	0.7	1.5%	0.9%	1.7%	1.6%	0.7%	-0.3%	-0.1%	-0.2%
水果蔬菜	1.3	0.2%	0.7%	-0.5%	-0.9%	0.0%	0.9%	0.3%	-0.4%
非酒精饮料及原料	0.9	3.6%	4.4%	3.1%	3.2%	-0.5%	1.0%	-0.3%	0.7%
其他食品	2.3	1.2%	1.3%	1.4%	0.7%	-0.5%	0.2%	0.7%	-0.1%
外出饮食	5.6	3.9%	3.8%	3.8%	3.9%	0.3%	0.4%	0.3%	0.4%
能源	6.2	-1.6%	-0.8%	-3.5%	-3.7%	-1.1%	0.9%	-1.0%	0.7%
能源产品	3.1	-9.0%	-7.9%	-11.6%	-11.5%	-1.9%	1.0%	-2.4%	-0.2%
燃油	0.1	-2.9%	-4.7%	-8.6%	-9.6%	1.8%	1.3%	0.9%	-1.3%
发动机燃料	3.0	-9.3%	-8.2%	-11.9%	-11.7%	-2.0%	1.0%	-2.6%	-0.1%
汽油(所有类型)	2.9	-9.5%	-8.3%	-12.0%	-11.8%	-2.2%	1.0%	-2.6%	-0.1%
能源服务	3.1	7.2%	7.5%	6.8%	6.2%	-0.3%	0.9%	0.4%	1.5%
电力	2.3	5.5%	5.8%	4.5%	3.6%	-0.1%	1.0%	0.9%	0.8%
公用燃气服务	0.8	13.8%	14.2%	15.3%	15.7%	-0.9%	0.5%	-1.0%	3.2%
核心CPI	80.1	3.1%	2.9%	2.8%	2.8%	0.3%	0.2%	0.1%	0.2%
除食品能源外商品	5.3	1.2%	0.7%	0.3%	0.1%	0.2%	0.2%	0.0%	0.1%
服饰	2.5	-0.2%	-0.5%	-0.9%	-0.7%	0.1%	0.4%	-0.4%	-0.2%
新车	4.4	0.4%	0.2%	0.4%	0.3%	0.0%	-0.3%	-0.3%	0.0%
二手车和卡车	2.4	4.8%	2.8%	1.8%	1.5%	0.5%	-0.7%	-0.5%	-0.5%
医疗保健品	1.5	0.1%	0.2%	0.3%	1.0%	0.1%	0.1%	0.6%	0.4%
酒精饮料	0.8	1.4%	1.4%	1.5%	1.8%	0.1%	0.1%	-0.1%	0.0%
烟草和吸烟制品	0.5	6.5%	6.3%	6.3%	7.1%	0.3%	0.5%	0.8%	0.3%
除食品能源外服务	60.7	3.6%	3.6%	3.6%	3.6%	0.4%	0.3%	0.2%	0.3%
住所	35.5	3.7%	3.8%	3.9%	4.0%	0.2%	0.2%	0.3%	0.3%
主要住宅租金	7.5	3.5%	3.8%	3.8%	4.0%	0.3%	0.2%	0.2%	0.3%
业主等值住宅租金	26.3	4.1%	4.2%	4.2%	4.3%	0.3%	0.3%	0.3%	0.4%
医疗服务	6.7	4.3%	3.4%	3.0%	3.1%	0.8%	0.6%	0.2%	0.5%
医生服务	1.8	3.1%	3.0%	2.9%	3.1%	0.2%	0.2%	-0.3%	0.3%
医院服务	1.6	5.8%	4.2%	3.6%	3.6%	0.5%	0.7%	0.4%	0.6%
交通服务	6.3	3.5%	3.4%	2.8%	2.5%	0.8%	0.2%	-0.2%	0.1%
机动车维修保养	1.0	6.5%	5.2%	5.1%	5.6%	1.0%	0.2%	-0.1%	0.7%
机动车保险	2.8	5.3%	6.1%	7.0%	6.4%	0.1%	0.1%	0.7%	0.6%
机票价格	0.8	0.7%	-3.5%	-7.3%	-7.9%	4.0%	-0.1%	-2.7%	-2.8%

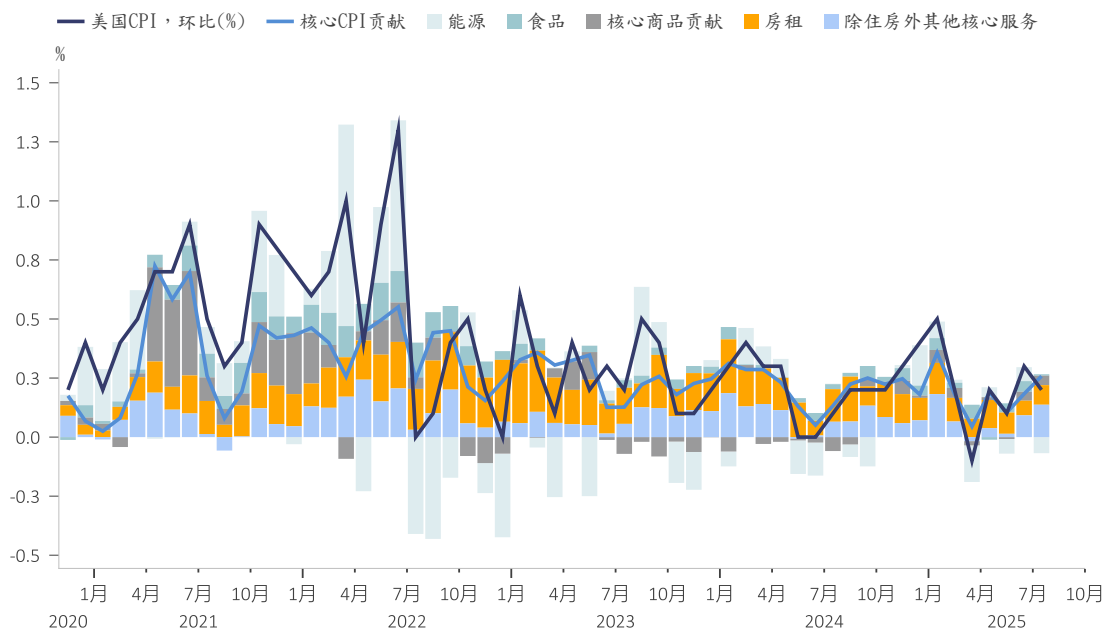
资料来源：Macrobond，美国劳工部，交银国际

图表 2：美国 CPI 同比分项贡献情况



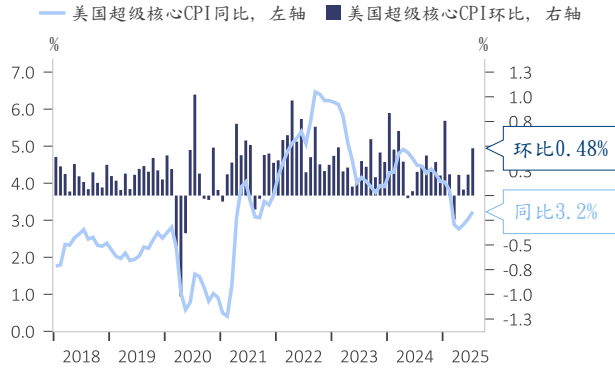
资料来源：Macrobond，交银国际

图表 3：美国 CPI 环比分项贡献情况



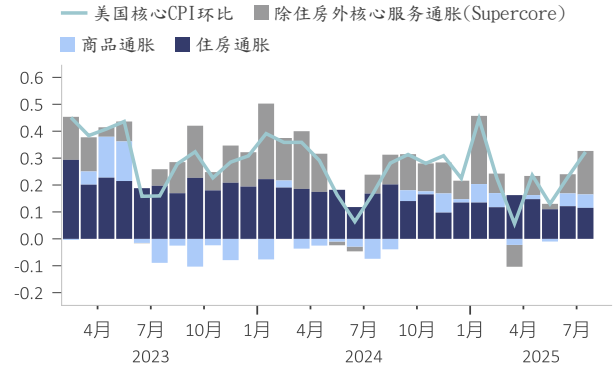
资料来源：Macrobond，交银国际

图表 4：美国超级核心通胀同比及环比



资料来源：Macrobond，交银国际

图表 5：美国核心 CPI 环比主要贡献项



资料来源：Macrobond，交银国际

图表 6：全球供应链压力指数与美国通胀



资料来源：Macrobond，交银国际

图表 7：美国二手车价格指数



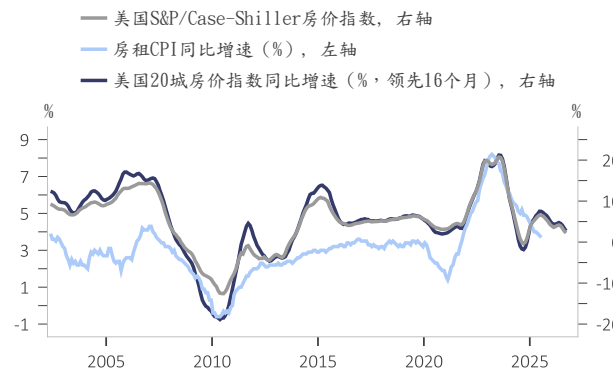
资料来源：Macrobond，交银国际

图表 8：租金指数与住房通胀



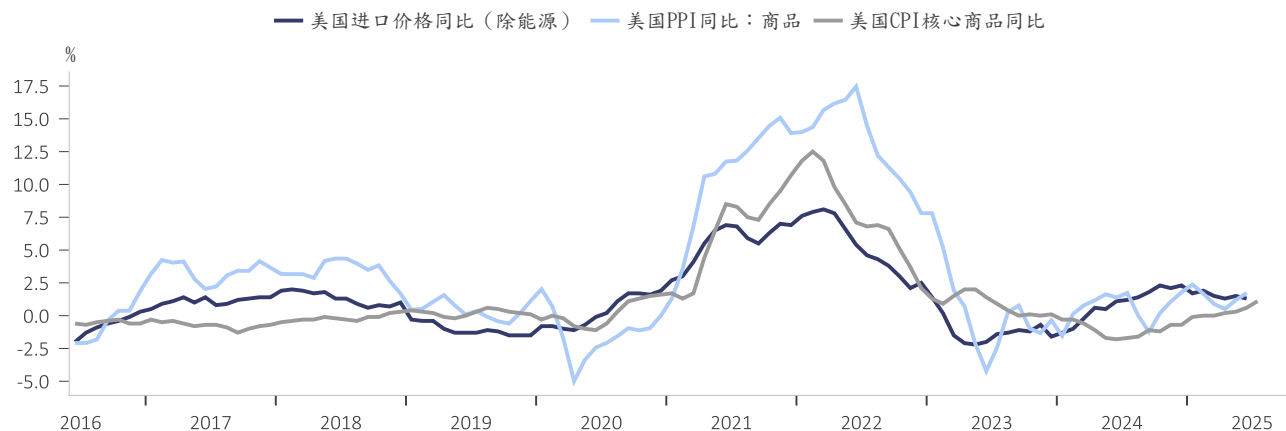
资料来源：Macrobond，交银国际

图表 9：房价指数与住房通胀



资料来源：Macrobond，交银国际

图表 10：美国进口商品价格同比与核心商品通胀走势



资料来源：Macrobond，交银国际

交銀國際

香港中环德辅道中 68 号万宜大厦 9 楼
总机: (852) 3766 1899 传真: (852) 2107 4662

评级定义

分析员个股评级定义：

买入：预期个股未来12个月的总回报**高于**相关行业。

中性：预期个股未来12个月的总回报与相关行业**一致**。

沽出：预期个股未来12个月的总回报**低于**相关行业

无评级：对于个股未来12个月的总回报与相关行业的比较，分析员**并无确信观点**。

分析员行业评级定义：

领先：分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现相对于大盘标杆指数**具吸引力**。

同步：分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现与大盘标杆指数**一致**。

落后：分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现相对于大盘标杆指数**不具吸引力**。

香港市场的标杆指数为**恒生综合指数**，A股市场的标杆指数为**MSCI 中国A股指数**，美国上市中概股的标杆指数为**标普美国中概股50（美元）指数**

分析员披露

本研究报告之作者，兹作以下声明：i) 发表于本报告之观点准确地反映有关于他们个人对所提及的证券或其发行者之观点；及ii) 他们之薪酬与发表于报告上之建议/观点并无直接或间接关系；iii) 对于提及的证券或其发行者，他们并无接收到可影响他们的建议的内幕消息/非公开股价敏感消息。

本报告之作者进一步确认：i) 他们及他们之相关有联系者【按香港证券及期货监察委员会之操守准则的相关定义】并没有于发表本报告之30个日历日前交易或买卖本报告内涉及其所评论的任何公司的证券；ii) 他们及他们之相关有联系者并没有担任本报告内涉及其评论的任何公司的高级人员（包括就房地产基金而言，担任该房地产基金的管理公司的高级人员；及就任何其他实体而言，在该实体中担任负责管理该等公司的高级人员或其同级人员）；iii) 他们及他们之相关有联系者并没拥有于本报告内涉及其评论的任何公司的证券之任何财务利益。根据证监会持牌人或注册人操守准则第16.2段，“有联系者”指：i) 分析员的配偶、亲生或领养的未成年子女，或未成年继子女；ii) 某信托的受托人，而分析员、其配偶、其亲生或领养的未成年子女或其未成年继子女是该信托的受益人或酌情对象；或iii) 惯于或有义务按照分析员的指示或指令行事的另一人。

有关商务关系及财务权益之披露

交银国际证券有限公司及/或其有关联公司在过去十二个月内与交通银行股份有限公司、国联证券股份有限公司、交银国际控股有限公司、四川能投发展股份有限公司、光年控股有限公司、七牛智能科技有限公司、武汉有机控股有限公司、上海小南国控股有限公司、Sincere Watch (Hong Kong) Limited、地平线、多点数智有限公司、草姬集团控股有限公司、安徽海螺材料科技股份有限公司、北京赛目科技股份有限公司、滴普科技股份有限公司、Mirxes Holding Company Limited、山东快驴科技发展股份有限公司、佛山市海天调味食品股份有限公司、药捷安康（南京）科技股份有限公司、周六福珠宝股份有限公司、搜康视云制药有限公司、富卫集团有限公司、宜搜科技控股有限公司及广州银诺医药集团股份有限公司有投资银行业务关系。

交银国际证券有限公司及/或其集团公司现持有东方证券股份有限公司、光大证券股份有限公司及七牛智能科技有限公司的已发行股本逾1%。

免责声明

本报告之收取者透过接受本报告（包括任何有关的附件），表示并保证其根据下述的条件下有权获得本报告，并且同意受此中包含的限制条件所约束。任何没有遵循这些限制的情况可能构成法律之违反。

本报告为高度机密，并且只以非公开形式供交银国际证券的客户阅览。本报告只在基于能被保密的情况下提供给阁下。未经交银国际证券事先以书面同意，本报告及其中所载的资料不得以任何形式(i)复制、复印或储存，或者(ii) 直接或者间接分发或者转交予任何其它人作任何用途。

交银国际证券、其附属公司、关联公司、董事、关联方及/或雇员，可能持有在本报告内所述或有关公司之证券、并可能不时进行买卖、或对其有兴趣。此外，交银国际证券、其附属公司及关联公司可能与本报告内所述或有关的公司不时进行业务往来，或为其担任市场庄家，或被委任替其证券进行承销，或可能以受托人身份替客户买入或沽售其证券，或可能为其担当或争取担当并提供投资银行、顾问、包销、融资或其它服务，或替其从其它实体寻求同类型之服务。投资者在阅读本报告时，应该留意任何或所有上述的情况，均可能导致真正或潜在的利益冲突。

本报告内的资料来自交银国际证券在报告发行时相信为正确及可靠的来源，惟本报告并非旨在包含投资者所需要的所有信息，并可能受送递延误、阻碍或拦截等因子所影响。交银国际证券不明示或暗示地保证或表示任何该等数据或意见的足够性、准确性、完整性、可靠性或公平性。因此，交银国际证券及其集团或有关的成员均不会就由于任何第三方在依赖本报告的内容时所作的行为而导致的任何类型的损失（包括但不限于任何直接的、间接的、随之而发生的损失）而负上任何责任。

本报告只为一般性提供数据之性质，旨在供交银国际证券之客户作一般阅览之用，而非非考虑任何某特定收取者的特定投资目标、财务状况或任何特别需要。本报告内的任何资料或意见均不构成或被视为集团的任何成员作出提议、建议或征求购入或出售任何证券、有关投资或其它金融证券。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映交银国际证券或其集团的立场，亦可在没有提供通知的情况下随时更改，交银国际证券亦无责任提供任何有关资料或意见之更新。

交银国际证券建议投资者应独立地评估本报告内的资料，考虑其本身的特定投资目标、财务状况及需要，在参与有关报告中所述公司之证券的交易前，委任其认为必须的法律、商业、财务、税务或其它方面的专业顾问。惟报告内所述的公司之证券未必能在所有司法管辖区或国家或供所有类别的投资者买卖。

对部分的司法管辖区或国家而言，分发、发行或使用本报告会抵触当地法律、法则、规定、或其它注册或发牌的规例。本报告不是旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。本报告的发送对象不包括身处中国内地的投资人。如知悉收取或发送本报告有可能构成当地法律、法则或其他规定之违反，本报告的收取者承诺尽快通知交银国际证券。

本免责声明以中英文书写，两种文本具同等效力。若两种文本有矛盾之处，则应以英文版本为准。

交银国际证券有限公司是交通银行股份有限公司的附属公司。