

美国7月核心CPI略微回升但符合预期，9月重启降息可期

美国核心CPI通胀率7月微升，大致符合市场预期。从环比来看，核心CPI通胀率从6月的0.23%上升到7月的0.32%（市场预期：0.3%）。然而整体CPI环比增速从6月的0.29%下降至0.20%，亦符合市场预期。其中能源环比通胀率大幅下降2个百分点到-1.07%，食品环比通胀率亦下降0.28个百分点到0.05%。按同比看，美国整体CPI通胀率维持在2.7%不变，而核心CPI通胀率因为基数下降而上升0.2个百分点到3.1%。

从环比细分数据来看，扣除住房的核心服务CPI（超级核心服务CPI）继续走强，住房和商品CPI略微上升（图表1）：

- 核心商品价格环比增速微升至**0.21%（6月：0.20%）**。其中在6月环比增速上升较为显著的服装、家具和娱乐商品价格均有所回落，尤其是服装环比通胀率下滑较多，下降0.36个百分点到0.07%。不过0.70%的家具和0.43%的娱乐商品环比通胀率仍较高，继续反映加征关税影响。此外，运输商品通胀率由跌转升（7月：0.22%，6月：-0.38%），不论是新车还是二手车的环比通胀率均上升，二手车涨幅更高。此前特朗普对汽车行业加征的25%关税的影响似乎开始显露。
- 住房价格环比增速7月微升**0.06个百分点到0.23%**。这主要是因为外宿价格环比跌幅收窄所致（7月：-1.02%，6月：-2.89%）。业主等价租金和主要居所租金环比通胀率均大致持平。
- 超级核心服务价格环比CPI增速再上升**0.19个百分点到0.55%**，主要受暑假季节性因素影响。运输服务环比通胀率上升最多，增加0.63个百分点到0.78%，机票价格在暑假大涨是主要原因（7月：4.04%，6月：-0.11%）。暑假因素同样提振了娱乐服务价格，环比通胀率上升0.18个百分点到0.41%（图表3）。此外，医疗护理和教育环比通胀率亦有所改善。

与此同时，正如我们此前所**预料**的，劳动力市场数据开始走弱。7月新增非农就业人数录得7.3万人，低于市场预期的10.4万人（图表4）。此外，5-6月的数据被大幅下修，两个月加起来下修幅度高达25.8万人（其中5月下修12.5万人，6月下修13.3万人）。失业率从6月的4.117%上升到7月的4.248%（图表5）。不过，平均时薪增速不论是从环比还是同比的角度来看均有所上升。在此前非农数据屡超预期的时候，我们就曾指出该数据改善或并不能持久，7月非农数据和5-6月数据的显著下修印证了我们的观点。往前看，我们相信劳动力市场数据将继续走弱，失业率还有上升空间。

金晓雯，PhD，CFA

首席宏观分析师

xiaowen_jin@spdbi.com

(852) 2808 6437

2025年8月13日



扫码关注浦银国际研究

浦銀國際

数据点评

美国7月核心CPI略微回升但符合预期，9月重启降息可期

往前看，通胀前景的关键仍在关税影响上。虽然 7 月商品环比通胀率基本维持不变，但是从家具、娱乐商品和运输价格的表现来看，关税对商品价格的影响正在逐渐显露，只是相对 6 月数据并未显著增强。我们依然认为关税影响在今后的数据中或有更明显体现，尽管影响从目前来看似乎会低于几个月前的预期。而超级核心服务 CPI 作为 7 月核心环比 CPI 通胀回升的主要推动力，其回升主要是因为季节性因素，或并不能持久。此前支撑核心服务 CPI 韧性的住房 CPI 近期持续维持温和且有望进一步下行。

特朗普“新关税框架”已浮现，关税政策不确定性下降，现有关税政策对通胀的传导情况或成关键。7 月 31 日，白宫发布新的行政令，在 4 月初“对等关税”政策和 3 个多月谈判的基础上将各个国家的关税分为三类：第一类是已经和美国达成贸易协议、或对美国有小幅商品贸易逆差的经济体，这类经济体的关税税率在 15%，包括欧盟、日本、韩国、以色列等；第二类是未与美国达成协议，且对美国有大规模贸易顺差的国家，他们将面临更高的关税税率，其中关税税率超过 40% 的有叙利亚、老挝和缅甸，东南亚国家大多面临 19%-20% 的关税。印度的关税因为向俄罗斯购买石油等问题在 8 月 7 日后被加征到 50%，瑞士被加征 39%；第三类是未在行政令上列明的经济体，统一适用 10% 的税率。而在 8 月 12 日，中美斯德哥尔摩经贸会谈联合声明发布：自 2025 年 8 月 12 日起再次暂停实施 24% 的关税 90 天，符合我们 5 月下旬在[年中展望报告](#)中做出的下半年中美关税维持现状的预期。

行业关税方面，特朗普在 8 月 7 日宣布拟对进口芯片加征 100% 的关税，但豁免在美国投资的企业。至此，在特朗普二次上任以来，关税政策的不确定性大幅下降，通胀走势关键还在于现有关税政策对通胀率的传导情况。我们估算现有关税政策将美国的加权平均关税税率大约拉高至~20%，高于此前 90 天暂缓期内的 17%。假设关税对最终消费物价的传导在 50%-100%，现有关税政策或拉高美国通胀率 0.8-1.6 个百分点（图表 6）。不过从当前的进展来看，最终影响或低于我们的模型估算。

考虑到关税政策不确定性的下降以及 7 月的通胀和就业数据，我们维持 9 月开始降息，今年还有 2 次 25 个基点降息的基本预测。在 7 月的[美联储会议](#)上，鲍威尔未对 9 月是否降息给出具体指引，表示仍需要看接下来 2 个月的通胀和就业数据做决定。而 7 月符合预期的通胀数据和显著下修的 5-6 月非农就业数据或给美联储 9 月降息提供了较为充足的理由。鲍威尔并未对 7 月非农就业数据发表评论，而他在 8 月 21-23 日即将举行的杰克逊霍尔经济研讨会 (Jackson Hole Economic Symposium) 上的发言或为今年接下来的潜在降息路径提供更多线索。当然，在 9 月议息会议前，美联储还会看到 8 月通胀和就业数据。如果 8 月就业数据意外好转，或通胀数据超预期上升，美联储仍可能增加观望时间。

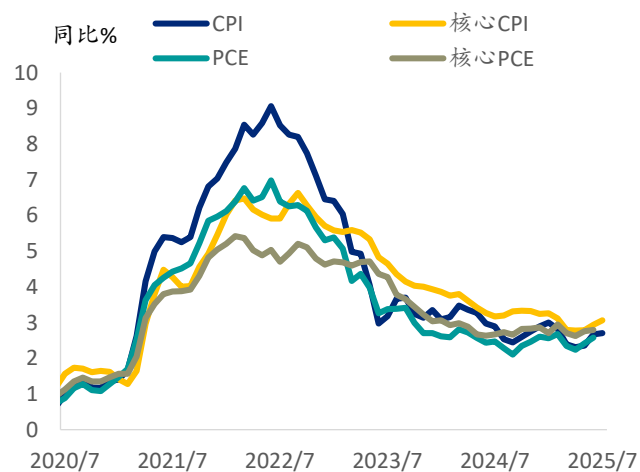
风险提示：降息过快或特朗普的加征关税导致再通胀；降息过慢引起经济衰退。

图表 1: 美国 CPI 各分项环比增速和环比贡献

	环比 (%)			权重 (%)	环比贡献 (%)
	25 年 7 月	25 年 6 月	25 年 5 月		
CPI	0.20	0.29	0.08	100.0	0.20
食品	0.05	0.33	0.29	13.6	0.01
能源	-1.07	0.95	-0.98	6.4	-0.07
核心 CPI	0.32	0.23	0.13	79.9	0.26
- 商品	0.21	0.20	-0.04	19.3	0.04
家用家具和供给	0.70	0.98	0.34	3.6	0.03
服装	0.07	0.43	-0.42	2.5	0.00
运输	0.22	-0.38	-0.30	7.3	0.02
医疗护理	0.05	0.10	0.59	1.5	0.00
娱乐商品	0.43	0.77	0.41	1.9	0.01
教育和通讯商品	-1.29	-0.01	0.06	0.7	-0.01
酒精饮料	0.10	0.14	-0.14	0.8	0.00
其它	0.20	0.33	0.16	1.3	0.00
- 服务	0.36	0.25	0.17	60.6	0.22
住房	0.23	0.18	0.25	35.4	0.08
主要居所租金	0.26	0.23	0.21	7.5	0.02
外宿	-1.02	-2.89	-0.07	1.4	-0.01
业主等价租金	0.28	0.30	0.27	26.2	0.07
核心服务扣除住房	0.55	0.36	0.06	25.2	0.14
医疗护理	0.79	0.56	0.18	6.8	0.05
运输	0.78	0.16	-0.20	6.3	0.05
娱乐	0.41	0.23	-0.10	3.4	0.01
教育和通讯商品	0.18	0.12	0.09	4.9	0.01
其它个人服务	0.83	0.63	0.32	1.0	0.01

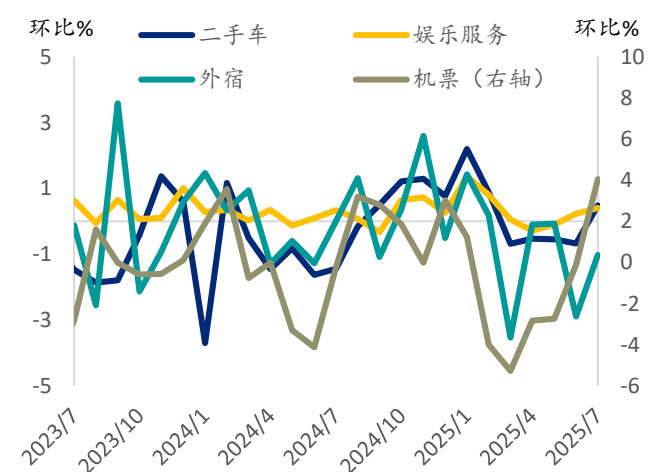
资料来源: CEIC、浦银国际

图表 2: 7 月核心 CPI 同比通胀率因为基数下降而微升, 整体 CPI 同比通胀率维持不变



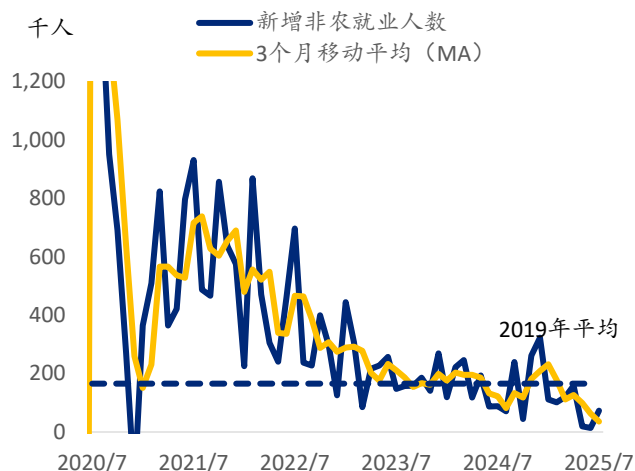
资料来源: CEIC、浦银国际

图表 3: 暑假因素推高机票和娱乐服务通胀率, 外宿价格环比跌幅亦有所收窄



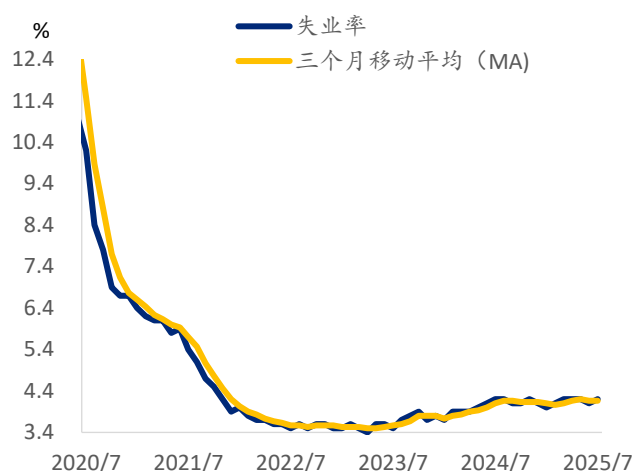
资料来源: CEIC、浦银国际

图表 4：7 月新增非农就业人数录得 7.3 万人，低于市场预期，5-6 月的数据被大幅下修



资料来源：CEIC、浦银国际

图表 5：7 月失业率开始回升



资料来源：CEIC、浦银国际

图表 6：特朗普第二任期以来关税政策对美国整体关税水平和潜在通胀影响：现行政策或拉高 CPI 0.8-1.6 个百分点，影响适中

事件	加权平均 关税税率	平均关税增幅 (百分点)	对通胀率影响 (百分点)	
			50%	100%
特朗普上任前	5.4			
2 月加征 10% 中国商品关税后	6.7	1.3	0.1	0.1
3 月再加征 10% 中国商品关税后	8.1	2.7	0.1	0.3
3 月钢铝 25% 关税生效后	8.9	3.5	0.2	0.4
4 月初 25% 汽车关税生效后	10.1	4.7	0.3	0.5
4 月初 10% 最低基准关税生效	15.7	10.4	0.6	1.1
4 月 11 日-5 月 13 日：对华加征 145% 关税，其他国家 10% 最低基准关税线，3C 产品豁免对等关税	25.5	20.1	1.1	2.2
5 月 14 日到 7 月：90 天暂缓期加上对华关税加征幅度降低到 30%	17.0	11.6	0.6	1.3
8 月 7 日起：关税新政、印度再加征 25%、中国维持现状	20.0	14.6	0.8	1.6

资料来源：PIIE、浦银国际估算

注：我们用去年中国出口占美国总进口比重计算了加权平均关税税率。我们假设美国商品 11% 来自进口，关税 50% 或 100% 传导至美国消费者来计算通胀影响。

图表 7：近期相关报告列表

日期	报告标题和链接
2025 年 7 月 31 日	美联储 7 月继续暂停降息，鲍威尔未对 9 月是否降息给出指引
2025 年 7 月 23 日	月度美国宏观洞察：8 月 1 日征税函生效在即，关税再成焦点
2025 年 7 月 16 日	美国 6 月核心 CPI 回升但低于预期，料本月议息会议将继续按兵不动
2025 年 7 月 3 日	暂缓期大限将至，个性化“对等关税”会卷土重来吗？
2025 年 6 月 20 日	月度美国宏观洞察：暂缓期大限将至，关税政策或再引关注
2025 年 6 月 19 日	美联储 6 月继续暂停降息，关税对通胀的影响仍是降息关键
2025 年 6 月 12 日	美国 5 月 CPI 超预期回落，料降息至少延迟至 9 月
2025 年 5 月 24 日	2025 年中期宏观经济展望：关税进展仍是中美经济关键因素
2025 年 5 月 14 日	美国 4 月 CPI 回升但不及预期，尚未体现关税影响
2025 年 5 月 8 日	美联储 5 月如期继续暂停降息，并排除“先发制人”可能性，降息还需“边走边看”
2025 年 5 月 7 日	月度美国宏观洞察：“对等关税”下美国经济濒临衰退
2025 年 4 月 11 日	美国 3 月 CPI 再超预期回落，但难抵关税阴霾
2025 年 4 月 3 日	政策解读：美国“对等关税”远超预期，而后或有部分减免可能
2025 年 3 月 25 日	月度美国宏观洞察：新一轮关税风暴或一触即发
2025 年 3 月 20 日	美联储 3 月如期继续暂停降息，强调经济不确定性增加
2025 年 3 月 13 日	美国 2 月 CPI 超预期回落，关税战影响尚未显现
2025 年 2 月 25 日	月度美国宏观洞察：关税大棒逐渐落下，美国经济何去何从？
2025 年 2 月 13 日	美国 1 月 CPI 超预期反弹，进一步拉低近期降息可能
2025 年 1 月 30 日	美联储 1 月如期暂停降息，3 月或继续暂停降息
2025 年 1 月 22 日	月度美国宏观洞察：特朗普 2.0 拉开帷幕
2025 年 1 月 16 日	美国 12 月核心 CPI 微降，或不影响本月美联储暂停降息
2024 年 12 月 12 日	美国 11 月核心环比通胀率大致稳定，或不影响 12 月降息
2024 年 11 月 25 日	2025 年宏观经济展望：在特朗普 2.0 的不确定性中寻找确定性
2024 年 11 月 14 日	美国 10 月核心环比通胀率如预期微跌
2024 年 11 月 8 日	11 月美联储会议点评：如期降息，短期内货币政策不受大选影响
2024 年 10 月 29 日	月度美国宏观洞察：大选结果揭晓在即，将如何影响美国经济和金融市场？
2024 年 10 月 10 日	美国 9 月核心环比通胀率再超预期，11 月降息幅度或锁定在 25 个基点
2024 年 9 月 26 日	月度美国宏观洞察：后续降息幅度和经济衰退讨论仍悬而未决
2024 年 9 月 19 日	美联储 9 月超预期降息 50 个基点，年内或还有单次 50 个基点降息
2024 年 9 月 12 日	美国 8 月核心环比通胀率略超预期，基本锁定 9 月 25 个基点降息
2024 年 8 月 27 日	月度美国宏观洞察：衰退尚未到来，降息时点已至
2024 年 8 月 24 日	杰克逊霍尔全球央行年会点评：鲍威尔基本确认 9 月降息
2024 年 8 月 23 日	宏观主题研究：哈里斯经济政策愿景渐清晰，对美国影响几何？
2024 年 8 月 15 日	符合市场预期的美国 7 月环比通胀率上升大概率不会影响 9 月降息决议
2024 年 8 月 1 日	月度美国宏观洞察：迎接降息和美国大选
2024 年 8 月 1 日	7 月美联储会议点评：9 月剑指降息
2024 年 7 月 30 日	宏观主题研究：特朗普 2.0 将如何影响美国经济和金融市场？
2024 年 7 月 12 日	美国 6 月通胀数据再次超预期放缓，9 月降息预期获进一步确认
2024 年 6 月 25 日	月度美国宏观洞察：经济向右，美联储向左？
2024 年 6 月 13 日	偏鹰的美联储会议或未计入 5 月通胀数据的超预期放缓
2024 年 5 月 30 日	2024 年中期宏观经济展望：平波缓进，渐入佳境
2024 年 5 月 16 日	4 月美国通胀放缓，或有助于美联储提升降息信心
2024 年 5 月 6 日	月度宏观洞察：探究美联储的降息逻辑变化
2024 年 5 月 2 日	5 月美联储会议点评：何时降息取决于经济数据
2024 年 4 月 11 日	3 月通胀数据和美联储会议纪要点评：降息或被延迟至三季度
2023 年 12 月 1 日	2024 年宏观经济展望：中美经济周期错位进入下半场

资料来源：浦银国际

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),表示及保证其根据下述的条件下有权获得本报告,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。

本报告是由从事证券及期货条例(香港法例第 571 章)中第一类(证券交易)及第四类(就证券提供意见)受规管活动之持牌法国-浦银国际证券有限公司(统称“浦银国际证券”)利用集团信息及其他公开信息编制而成。所有资料均搜集自被认为是可靠的来源,但并不保证数据之准确性、可信性及完整性,亦不会因资料引致的任何损失承担任何责任。报告中的资料来源除非另有说明,否则信息均来自本集团。本报告的内容涉及到保密数据,所以仅供阁下为其自身利益而使用。除了阁下以及受聘向阁下提供咨询意见的人士(其同意将本材料保密并受本免责声明中所述限制约束)之外,本报告分发给任何人均属未经授权的行为。

任何人不得将本报告内任何信息用于其他目的。本报告仅是为提供信息而准备的,不得被解释为是一项关于购买或者出售任何证券或相关金融工具的要约邀请或者要约。阁下不应将本报告内容解释为法律、税务、会计或投资事项的专业意见或为任何推荐,阁下应当就本报告所述的任何交易涉及的法律及相关事项咨询其自己的法律顾问和财务顾问的意见。本报告内的信息及意见乃于文件注明日期作出,日后可作修改而不另通知,亦不一定会更新以反映文件日期之后发生的进展。本报告并未包含公司可能要求的所有信息,阁下不应仅仅依据本报告中的信息而作出投资、撤资或其他财务方面的任何决策或行动。除关于历史数据的陈述外,本报告可能包含前瞻性的陈述,牵涉多种风险和不确定性,该等前瞻性陈述可基于一些假设,受限于重大风险和不确定性。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映浦银国际证券的立场。浦银国际控股有限公司及其联属公司、关联公司(统称“浦银国际”)及/或其董事及/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。浦银国际或其任何董事及/或雇员对投资者因使用本报告或依赖其所载信息而引起的一切可能损失,概不承担任何法律责任。

浦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。

美国

浦银国际不是美国注册经纪商和美国金融业监管局(FINRA)的注册会员。浦银国际证券的分析师不具有美国金融监管局(FINRA)分析师的注册资格。因此,浦银国际证券不受美国就有关研究报告准备和分析师独立性规则的约束。

本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法规则 15a-6 定义的“主要机构投资者”,不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人士。接收本报告的美国收件人如想根据本报告中提供的信息进行任何买卖证券交易,都应仅通过美国注册的经纪交易商来进行交易。

英国

本报告并非由英国 2000 年金融服务与市场法(经修订)(「FSMA」)第 21 条所界定之认可人士发布,而本报告亦未经其批准。因此,本报告不会向英国公众人士派发,亦不得向公众人士传递。本报告仅提供给合格投资者(按照金融服务及市场法的涵义),即(i)按照 2000 年金融服务及市场法 2005 年(金融推广)命令(「命令」)第 19(5)条定义在投资方面拥有专业经验之投资专业人士或(ii)属于命令第 49(2)(a)至(d)条范围之高净值实体或(iii)其他可能合法与之沟通的人士(所有该等人士统称为「有关人士」)。不属于有关人士的任何机构和个人不得遵照或倚赖本报告或其任何内容行事。

本报告的版权仅为浦银国际证券所有,未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用,浦银国际证券对任何第三方的该等行为保留追述权利,并且对第三方未经授权行为不承担任何责任。

权益披露

- 1) 浦银国际并没有持有本报告所述公司逾 1%的财务权益。
- 2) 浦银国际跟本报告所述公司在过去 12 个月内并没有任何投资银行业务的关系。
- 3) 浦银国际并没有跟本报告所述公司为其证券进行庄家活动。

评级定义

证券评级定义:

“买入”: 未来 12 个月, 预期个股表现超过同期其所属的行业指数

“持有”: 未来 12 个月, 预期个股表现与同期所属的行业指数持平

“卖出”: 未来 12 个月, 预期个股表现逊于同期其所属的行业指数

行业评级定义 (相对于 MSCI 中国指数):

“超配”: 未来 12 个月优于 MSCI 中国 10%或以上

“标配”: 未来 12 个月优于/劣于 MSCI 中国少于 10%

“低配”: 未来 12 个月劣于 MSCI 中国超过 10%

分析师证明

本报告作者谨此声明: (i) 本报告发表的所有观点均正确地反映作者有关任何及所有提及的证券或发行人的个人观点, 并以独立方式撰写; (ii) 其报酬没有任何部分曾经, 是或将会直接或间接与本报告发表的特定建议或观点有关; (iii) 该等作者没有获得与所提及的证券或发行人相关且可能影响该等建议的内幕信息 / 非公开的价格敏感数据。

本报告作者进一步确定 (i) 他们或其各自的关联人士 (定义见证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则) 没有在本报告发行日期之前的 30 个历日内曾买卖或交易过本报告所提述的股票, 或在本报告发布后 3 个工作日 (定义见《证券及期货条例》(香港法例第 571 章)) 内将买卖或交易本文所提述的股票; (ii) 他们或其各自的关联人士并非本报告提述的任何公司的雇员; 及 (iii) 他们或其各自的关联人士没有拥有本报告提述的证券的任何金融利益。

浦银国际证券机构销售团队

杨增希

essie_yang@spdbi.com

852-2808 6469

浦银国际证券财富管理团队

王玥

emily_wang@spdbi.com

852-2808 6468

浦银国际证券有限公司

SPDB International Securities Limited

网站: www.spdbi.com

地址: 香港轩尼诗道 1 号浦发银行大厦 33 楼

