

通胀整体平稳，杰克逊霍尔会议或成关键手

——海外观察：美国2025年7月CPI数据

证券分析师

刘思佳 S0630516080002

liusj@longone.com.cn

联系人

邓尧天

dytian@longone.com.cn

投资要点

- **事件：**当地时间8月12日，美国劳工局公布美国7月CPI数据。美国7月CPI同比2.7%，预期2.8%，前值2.7%；环比0.2%，预期0.2%，前值0.3%。核心CPI同比3.1%，预期3.0%，前值2.9%；环比0.3%，预期0.3%，前值0.2%。
- **核心观点：**美国7月CPI数据整体略低于预期，但结构上仍有分化。整体通胀受食品价格以及能源价格回落影响，同比增速保持在2.7%水平，略低于预期2.8%；环比则由前值0.3%回落至0.2%。核心通胀方面则进一步上升，核心CPI同比增速由前值2.9%升高至3.1%；其中，服饰、新车以及二手车等重要商品价格分项均有较大幅度的抬升；核心服务项下，房屋租金则延续回落态势，同比下降至3.5%，为2022年1月以来的最低水平。美国7月整体CPI虽受能源食品影响略低于预期，但美联储更加关注的核心通胀却超预期上行，无论是联储内部的“鹰派”或是“鸽派”均能从7月通胀数据中找到各自需要的理由。由此，我们认为7月通胀数据能否打开美联储降息窗口取决于美联储观察的角度，后续须重点关注鲍威尔在8月底举行的杰克逊霍尔会议中的表态。
- **食品价格和能源价格的回落使得整体通胀降温。**食品价格同比由前值3.0%下降至2.9%。其中家庭食品降温较明显，同比由前值2.4%下降至2.2%，环比由前值0.3%下降至-0.1%。能源商品价格同比由前值-7.9%下降至-9.0%，环比由正转负至-1.9%。能源后续或由于OPEC+自愿减产计划退出，继续维持在低位震荡，下半年或依然难以撬动整体通胀上行。
- **关税继续抬升核心商品价格。**核心商品是推高7月核心通胀的主要贡献项，同比由前值0.7%升高至1.2%，二手车分项较为亮眼，同比增速由前值2.8%上升至4.8%，环比则由前值-0.7%转正为0.5%，接近曼海姆二手车价格指数的前瞻性预测（领先两个月）。服饰和新车则受关税影响较多，表现出温和反弹的态势。
- **住房市场依然是核心服务价格的主要拖累。**核心服务同比连续4个月保持在3.6%。其中，房屋价格同比由前值3.8%下降至3.7%，NAHB住房指数在7月虽略微回升至33，但依然处于2023年以来的低位。租房市场上，实际房租和业主等效租金均有不同程度的回落。业主等效租金主要受房屋业主对房市降温的体感影响；实际房租则受房市降温 and 能源服务价格回落的共同作用。因此，当月实际房租下降幅度相对较大，同比由前值3.8%降至3.5%。
- **其他核心服务类价格延续上升态势。**医疗服务为7月核心服务的主要贡献项。医疗服务同比由前值3.4%上升至4.3%，环比超季节提升至0.8%。我们维持在6月通胀报告的观点：受到《美丽大法案》财政改革影响，医疗补助资金的削减以及医疗部门的裁员使得医疗服务价格不断走高。运输价格同比由前值3.4%略微上升至3.5%，娱乐服务价格由前值3.8%略微上升至3.9%，两者或均受贸易协定陆续敲定以及暑假影响而温和上行。
- **市场降息预期升温。**美国7月CPI出炉后，美股上涨，美债收益率下跌，美元指数下跌，黄金收平。我们认为7月通胀美国7月整体CPI虽受能源食品影响略低于预期，但美联储更加关注的核心通胀却超预期上行，无论是联储内部的“鹰派”或是“鸽派”均能从7月通胀数据中找到各自需要的理由。由此，我们认为7月通胀数据能否打开美联储降息窗口取决于美联储观察的角度，后续须重点关注鲍威尔在8月底举行的杰克逊霍尔会议中的表态。
- **风险提示：**美国关税谈判不及预期导致通胀预期上行，美国经济和就业下行超预期。

图1 美国 CPI 拆分

	权重	同比, %				趋势	环比, %				趋势
		2025年4月	2025年5月	2025年6月	2025年7月		2025年4月	2025年5月	2025年6月	2025年7月	
CPI	100%	2.3	2.4	2.7	2.7		0.2	0.1	0.3	0.2	
食品	14%	2.8	2.9	3.0	2.9		-0.1	0.3	0.3	0.0	
家庭食品	8%	2.0	2.2	2.4	2.2		-0.4	0.3	0.3	-0.1	
家庭外就餐	6%	3.9	3.8	3.8	3.9		0.4	0.3	0.4	0.3	
能源	6%	-3.7	-3.5	-0.8	-1.6		0.7	-1.0	0.9	-1.1	
能源商品	3%	-11.5	-11.6	-7.9	-9.0		-0.2	-2.4	1.0	-1.9	
能源服务	3%	6.2	6.8	7.5	7.2		1.5	0.4	0.9	-0.3	
电力	2%	3.6	4.5	5.8	5.5		0.8	0.9	1.0	-0.1	
燃气	1%	15.7	15.3	14.2	13.8		3.7	-1.0	0.5	-0.9	
核心CPI	80%	2.8	2.8	2.9	3.1		0.2	0.1	0.2	0.3	
核心商品	19%	0.1	0.3	0.7	1.2		0.1	0.0	0.2	0.2	
服饰	2%	-0.7	-0.9	-0.5	-0.2		-0.1	-0.4	0.4	-0.3	
新车	4%	0.3	0.4	0.2	0.4		0.0	-0.3	-0.3	0.0	
二手车和卡车	2%	1.5	1.8	2.8	4.8		-0.5	-0.5	-0.7	0.5	
医疗用品	2%	1.0	0.3	0.2	0.1		0.4	0.6	0.1	0.1	
核心服务	61%	3.6	3.6	3.6	3.6		0.3	0.2	0.3	0.4	
房屋	35%	4.0	3.9	3.8	3.7		0.3	0.3	0.2	0.2	
房租	7%	4.0	3.8	3.8	3.5		0.3	0.2	0.2	0.3	
业主等效租金	26%	4.3	4.2	4.2	4.1		0.4	0.3	0.3	0.3	
医疗服务	7%	3.1	3.0	3.4	4.3		0.5	0.2	0.6	0.8	
娱乐	3%	3.6	3.7	3.8	3.9		-0.3	-0.1	0.2	0.4	
教育和通讯	5%	1.2	1.0	1.1	1.1		-0.2	0.1	0.1	0.2	
运输	6%	2.5	2.8	3.4	3.5		0.1	-0.2	0.2	0.8	

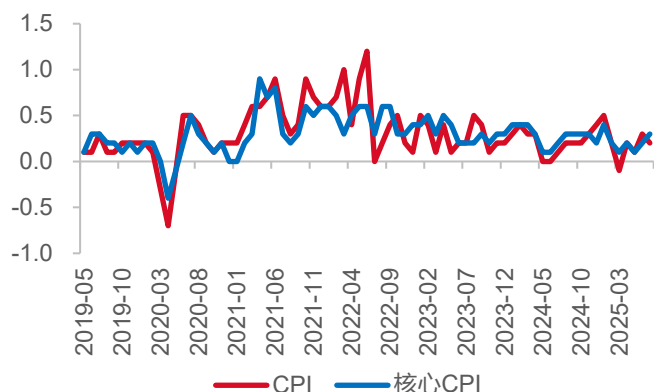
资料来源: BLS, 东海证券研究所

图2 CME FedWatch 显示市场押注美联储 9 月降息概率升高至 94.3%，截至 8 月 13 日

CME FEDWATCH TOOL - CONDITIONAL MEETING PROBABILITIES										
MEETING DATE	200-225	225-250	250-275	275-300	300-325	325-350	350-375	375-400	400-425	425-450
2025/9/17					0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	94.3%	5.7%
2025/10/29	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	61.5%	36.5%	2.0%
2025/12/10	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	50.8%	40.9%	8.0%	0.3%
2026/1/28	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	23.1%	46.3%	25.9%	4.5%	0.2%
2026/3/18	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	11.6%	34.7%	36.1%	15.2%	2.4%	0.1%
2026/4/29	0.0%	0.0%	0.0%	3.1%	17.8%	35.1%	30.5%	11.8%	1.7%	0.1%
2026/6/17	0.0%	0.0%	1.6%	10.8%	26.8%	32.7%	20.7%	6.5%	0.9%	0.0%
2026/7/29	0.0%	0.5%	4.3%	15.4%	28.5%	29.2%	16.6%	4.9%	0.6%	0.0%
2026/9/16	0.2%	1.8%	8.1%	19.9%	28.7%	24.9%	12.6%	3.4%	0.4%	0.0%
2026/10/28	0.4%	2.8%	9.9%	21.3%	28.1%	23.0%	11.2%	3.0%	0.4%	0.0%
2026/12/9	0.4%	2.7%	9.6%	20.8%	27.9%	23.2%	11.7%	3.3%	0.5%	0.0%

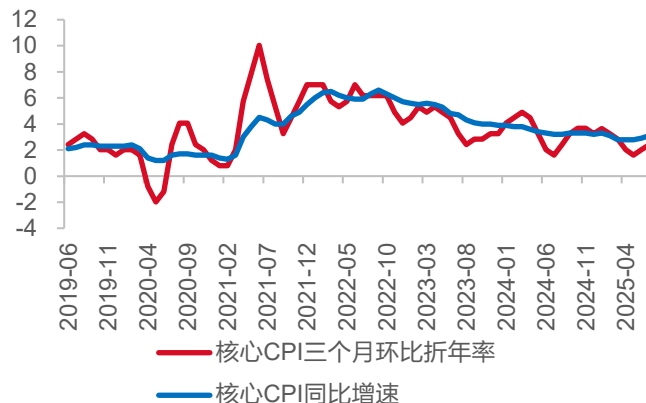
资料来源: CME, 东海证券研究所

图3 美国 CPI 和核心 CPI 环比呈现剪刀差，%



资料来源：BLS，东海证券研究所

图4 美国核心 CPI 环比折年率和同比增速，%



资料来源：BLS，东海证券研究所

图5 核心商品环比增速回升，%



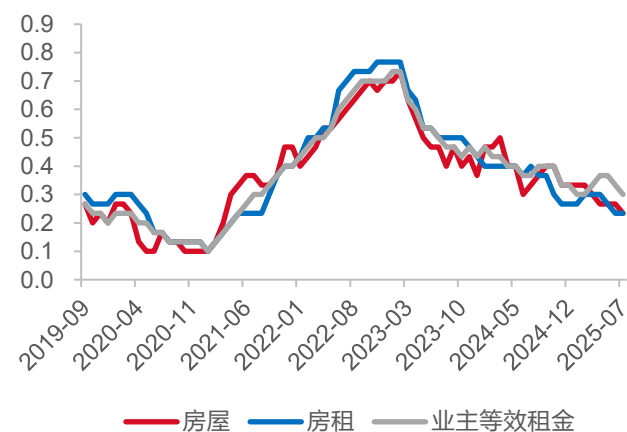
资料来源：BLS，东海证券研究所

图6 核心服务环比增速回升，%



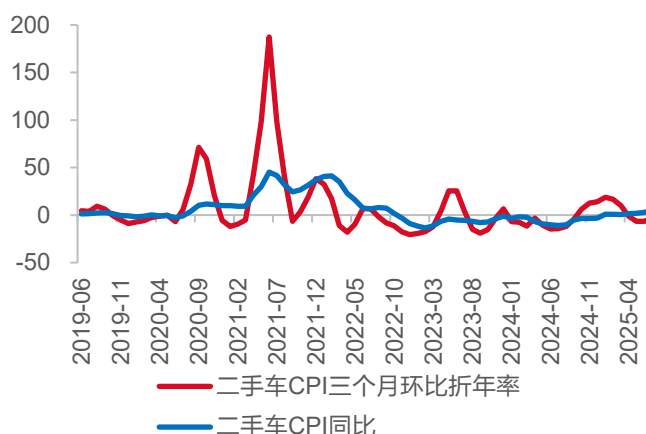
资料来源：BLS，东海证券研究所

图7 住房市场通胀不断走低，%



资料来源：BLS，东海证券研究所

图8 二手车环比折年率抬升，%



资料来源：BLS，东海证券研究所

一、评级说明

	评级	说明
市场指数评级	看多	未来 6 个月内沪深 300 指数上升幅度达到或超过 20%
	看平	未来 6 个月内沪深 300 指数波动幅度在-20%—20%之间
	看空	未来 6 个月内沪深 300 指数下跌幅度达到或超过 20%
行业指数评级	超配	未来 6 个月内行业指数相对强于沪深 300 指数达到或超过 10%
	标配	未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 指数在-10%—10%之间
	低配	未来 6 个月内行业指数相对弱于沪深 300 指数达到或超过 10%
公司股票评级	买入	未来 6 个月内股价相对强于沪深 300 指数达到或超过 15%
	增持	未来 6 个月内股价相对强于沪深 300 指数在 5%—15%之间
	中性	未来 6 个月内股价相对沪深 300 指数在-5%—5%之间
	减持	未来 6 个月内股价相对弱于沪深 300 指数 5%—15%之间
	卖出	未来 6 个月内股价相对弱于沪深 300 指数达到或超过 15%

二、分析师声明：

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注册为证券分析师，具备专业胜任能力，保证以专业严谨的研究方法和分析逻辑，采用合法合规的数据信息，审慎提出研究结论，独立、客观地出具本报告。

本报告中准确反映了署名分析师的个人研究观点和结论，不受任何第三方的授意或影响，其薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

署名分析师本人及直系亲属与本报告所涉及的内容不存在任何利益关系。

三、免责声明：

本报告基于本公司研究所及研究人员认为合法合规的公开资料或实地调研的资料，但对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告仅反映研究人员个人出具本报告当时的分析和判断，并不代表东海证券股份有限公司，或任何其附属或联营公司的立场，本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间等因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致，敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。在法律允许的情况下，本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告仅供“东海证券股份有限公司”客户、员工及经本公司许可的机构与个人阅读和参考。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何机构和个人的投资建议，任何形式的保证证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。本公司客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。

本报告版权归“东海证券股份有限公司”所有，未经本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

四、资质声明：

东海证券股份有限公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构，已经具备证券投资咨询业务资格。我们欢迎社会监督并提醒广大投资者，参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构，注意防范非法证券活动。

上海 东海证券研究所

地址：上海市浦东新区东方路1928号 东海证券大厦
 网址：Http://www.longone.com.cn
 座机：（8621）20333275
 手机：18221959689
 传真：（8621）50585608
 邮编：200125

北京 东海证券研究所

地址：北京市西三环北路87号国际财经中心D座15F
 网址：Http://www.longone.com.cn
 座机：（8610）59707105
 手机：18221959689
 传真：（8610）59707100
 邮编：100089