

宏观点评 20250813

过于乐观的降息预期——2025 年 7 月美国 CPI 数据点评

2025 年 08 月 13 日

证券分析师 芦哲

执业证书：S0600524110003

luzhe@dwzq.com.cn

证券分析师 张佳炜

执业证书：S0600524120013

zhangjw@dwzq.com.cn

证券分析师 韦伟

执业证书：S0600525040002

weiy@dwzq.com.cn

研究助理 王茁

执业证书：S0600124120013

wangzhuo@dwzq.com.cn

相关研究

《预计 7 月贷款需求回落、社融增速平稳增长》

2025-08-10

《美国 7 月 CPI 前瞻：商品价格抬升或推动 CPI 环比走高》

2025-08-10

■ **核心观点：**美国 7 月 CPI 环比+0.2%，核心环比+0.32%，均符合预期，核心 CPI 环比终结连续 5 个月的不及预期。同比口径的预期差（CPI 同比预期+2.8%，实际+2.7%；核心 CPI 同比预期+3.0%，实际+3.06%）主要来自季调与四舍五入等技术问题。从通胀结构来看，二手车价格的如期反弹、关税对家具&机动车零部件等的价格冲击，以及高波动的机票大涨、酒店价格跌幅收窄等均对本月通胀反弹有所贡献。这也意味着，关税对商品通胀的传导仍在进行，同时服务通胀保持黏性，下行仍有阻力。CPI 数据公布后市场交易“通胀温和→降息预期升温→增长预期改善”的叙事逻辑，美股、长债利率上涨、黄金下跌。向前看，当前市场计价的全年 2.4 次/61bps 的降息预期至少存在 11bps 回调空间，对年内过于乐观的降息预期意味着未来美元指数与短债利率存在上行风险。

■ **美国 7 月 CPI：**环比与核心环比均符合预期。美国 7 月 CPI 环比+0.2%，核心环比+0.32%，均符合预期，核心 CPI 环比终结连续 5 个月的不及预期。同比口径的预期差（CPI 同比预期+2.8%，实际+2.7%；核心 CPI 同比预期+3.0%，实际+3.06%）主要来自季调与四舍五入等技术问题。综合看，更重要的环比口径数据显示这是一份符合预期的通胀数据。

■ **通胀结构：**关税对商品通胀的传导仍在进行，服务通胀黏性依旧。从结构上看，①**核心商品方面**，本月核心商品 CPI 环比由+0.20%略微提升至+0.21%，其中与关税高度相关的家具、服装、休闲商品环比增速均出现不同程度的回落，而交运商品本月环比由-0.38%提升至+0.22%，新车、二手车价格均有反弹。②**居住通胀方面**，本月居住服务环比由+0.18%抬升至+0.23%，自住房折算 OER 与租金 RPR 环比增速分别为+0.28%、+0.26%，回到疫情前中枢水平，但基数效应的影响下，两者同比增速仍处于回落过程中。③**工资通胀方面**，超核心 CPI 环比由+0.21%大幅反弹至+0.48%，其中医疗保险（拉动+0.197%）和交通运输（拉动+0.182%）是最大的边际贡献项目。**整体来看**，二手车价格的如期反弹、关税对家具&机动车零部件等的价格冲击，以及高波动的机票大涨、酒店价格跌幅收窄等均对本月通胀反弹有所贡献。这也意味着，**关税对商品通胀的传导仍在进行，同时服务通胀保持黏性，下行仍有阻力。**

■ **市场反应：**降息预期升温，增长预期改善。7 月 CPI 数据发布后，降息预期升温带动 2 年美债利率下行至 3.72%，同时强化增长预期，带动 10 年美债利率一度上行至 4.31%，10 年实际利率预期一度上行至 1.93%。同时，降息预期升温导致美元指数跌破 98，增长预期强化导致黄金下跌，美股和白银上涨。与 7 月非农公布后的“就业数据太差→降息预期升温”交易不同，CPI 公布后市场交易“通胀温和→降息预期升温→增长预期改善”，虽然都让美元指数与短债利率下行，但前者是因为风险偏好恶化，后者是来自风险偏好改善，因此后者带来美股、长债利率上涨、黄金下跌。

■ **交易策略：**当前降息预期过于乐观，美元指数与短债利率存在上行风险。当前市场预期全年降息已有 2.4 次/61bps。我们预期全年降息的乐观情景是 2 次（9、12 月），悲观情景是 1 次（10 月）。因此，**当前市场计价的 61bps 降息预期至少存在 11bps 回调空间。对年内过于乐观的降息预期意味着美元指数与短债利率存在上行风险。**未来 1 个月黄金若要上涨，反而可能来自“通胀超预期/通胀缺口仍然大→降息预期延后→经济压力增大→增长预期下修”。另外，鉴于非农难以预测的修正和 CPI 越来越少的调查数据，下个月的非农和 CPI 数据质量或仍然较差，这也很难给短期公布的数据一个准确判断。因此，当前市场交易更重要的是把握长期脉络，例如虽迟但至的美联储降息，难以根本逆转的央行购金等。

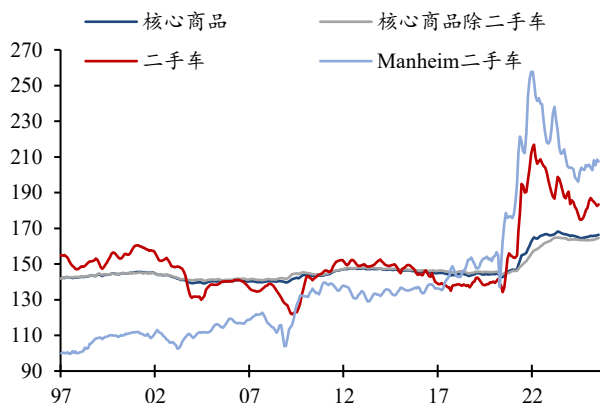
■ **风险提示：**特朗普政策超预期；美联储降息幅度过大引发通胀反弹甚至失控；美联储维持高利率水平时间过长，引发金融系统流动性危机。

图1：美国 CPI 主要分项环比增速

拉动率	权重	环比增速	2025/07	2025/06	2025/05	2025/04	2025/03	2025/02	2025/01	2024/12	2024/11	2024/10	2024/09	2024/08	2024/07	2024/06
0.20	100.00	所有项目	0.20	0.29	0.08	0.22	-0.05	0.22	0.47	0.36	0.28	0.23	0.23	0.18	0.14	0.00
0.01	13.63	食品	0.05	0.33	0.29	-0.08	0.44	0.16	0.36	0.29	0.32	0.21	0.32	0.15	0.15	0.24
-0.01	7.99	食品商品	-0.12	0.28	0.27	-0.44	0.49	0.01	0.46	0.28	0.35	0.19	0.31	0.08	0.11	0.12
0.02	5.65	食品服务	0.28	0.40	0.31	0.44	0.36	0.39	0.24	0.30	0.28	0.24	0.34	0.26	0.21	0.41
-0.07	6.45	能源	-1.07	0.95	-0.98	0.67	-2.39	0.20	1.08	2.42	0.09	-0.22	-0.95	-0.99	-0.43	-1.57
-0.06	3.18	能源商品	-1.88	1.04	-2.42	-0.22	-6.08	-0.89	1.94	3.93	0.23	-1.08	-2.28	-1.28	-0.80	-2.95
-0.06	3.05	机动车汽油	-2.02	1.04	-2.61	-0.11	-6.22	-0.91	1.83	4.00	0.23	-1.03	-2.27	-1.23	-0.89	-2.99
-0.01	3.27	能源服务	-0.29	0.86	0.43	1.55	1.57	1.38	0.31	0.75	-0.08	0.73	0.57	-0.67	0.01	0.09
0.00	2.48	电力服务	-0.11	0.97	0.90	0.85	0.94	1.02	-0.04	0.20	-0.23	0.79	0.54	-0.41	0.16	-0.30
-0.01	0.79	天然气服务	-0.86	0.53	-0.96	3.70	3.57	2.54	1.79	2.82	0.48	0.50	0.67	-1.61	-0.53	1.51
0.26	79.91	核心项目	0.32	0.23	0.13	0.24	0.06	0.23	0.45	0.21	0.29	0.27	0.31	0.28	0.19	0.09
0.04	19.31	核心商品	0.21	0.20	-0.04	0.06	-0.09	0.22	0.28	-0.04	0.21	0.02	0.17	-0.12	-0.23	-0.17
-0.03	16.89	核心商品除二手车	0.17	0.32	0.03	0.15	-0.01	0.12	0.02	-0.13	0.09	-0.11	0.13	-0.11	-0.10	-0.01
0.02	3.38	家居陈设&用品	0.70	0.98	0.34	0.22	0.02	0.19	-0.18	-0.22	0.61	-0.02	0.04	-0.26	0.00	-0.14
0.00	2.49	服装	0.07	0.43	-0.42	-0.20	0.37	0.60	-1.38	0.13	0.08	-0.89	0.99	0.10	-0.27	-0.01
0.02	7.24	交通运输商品	0.22	-0.38	-0.30	-0.18	-0.18	0.22	0.80	0.46	0.64	0.37	0.30	-0.03	-0.51	-0.61
0.00	4.32	新车	0.02	-0.34	-0.29	-0.01	0.10	-0.07	0.04	0.36	0.47	-0.02	0.13	0.03	-0.14	-0.15
0.01	2.42	二手车	0.48	-0.67	-0.54	-0.53	-0.69	0.88	2.19	0.76	1.29	1.21	0.50	-0.16	-1.44	-1.63
0.00	1.51	医保商品	0.05	0.10	0.59	0.42	-1.13	0.12	1.17	-0.01	-0.12	-0.19	-0.68	-0.22	0.16	0.19
0.01	1.83	休闲商品	0.43	0.77	0.41	0.41	-0.32	-0.69	0.32	-0.45	-0.40	-0.04	-0.35	-0.16	-0.32	0.26
-0.01	0.74	教育&通讯商品	-1.29	-0.01	0.06	0.30	0.45	-0.15	0.07	-1.33	-0.86	-0.27	-0.61	-0.73	-0.23	-0.56
0.00	0.83	酒饮	0.10	0.14	-0.14	0.01	0.22	0.49	0.32	-0.34	-0.01	0.41	0.09	0.12	0.09	0.25
0.00	1.29	其他商品	0.20	0.33	0.16	0.33	0.26	0.84	0.22	-0.43	0.25	0.37	0.23	0.24	0.21	0.19
0.22	60.60	核心服务	0.36	0.25	0.17	0.29	0.11	0.25	0.51	0.26	0.29	0.34	0.36	0.38	0.32	0.19
0.09	28.87	服务除居住	0.31	0.38	0.25	0.29	0.26	0.36	0.52	0.32	0.20	0.40	0.50	0.15	0.12	0.07
0.08	35.42	居住	0.23	0.18	0.25	0.33	0.22	0.28	0.37	0.27	0.34	0.39	0.27	0.48	0.36	0.23
0.02	7.45	租金	0.26	0.23	0.21	0.34	0.33	0.28	0.35	0.30	0.25	0.30	0.29	0.35	0.47	0.27
-0.01	1.39	酒店住宿	-1.02	-2.89	-0.07	-0.10	-3.54	0.18	1.43	-0.51	2.60	0.37	-1.08	1.31	0.01	-1.28
0.07	26.17	自住房折算	0.28	0.30	0.27	0.36	0.40	0.28	0.31	0.31	0.25	0.41	0.34	0.47	0.36	0.31
0.00	1.09	供水&垃圾处理	0.44	0.40	0.24	0.29	0.19	1.00	0.65	0.07	0.55	0.40	0.60	0.40	0.48	0.22
0.05	6.75	医保服务	0.79	0.56	0.18	0.51	0.51	0.31	0.02	0.16	0.31	0.33	0.62	-0.07	-0.12	0.19
0.03	3.67	专业医疗服务	0.73	0.51	0.00	0.44	0.18	0.31	-0.21	0.08	0.36	0.45	0.54	-0.06	0.17	0.13
0.01	2.29	医院	0.44	0.42	0.40	0.54	1.32	0.23	0.86	0.23	0.07	0.45	0.27	0.38	-0.99	0.11
0.00	0.80	健康保险	0.44	0.59	0.23	0.43	0.39	0.29	0.74	-0.01	0.18	0.48	0.36	0.14	-0.44	0.11
0.05	6.28	运输服务	0.78	0.16	-0.20	0.14	-1.41	-0.81	1.84	0.46	0.12	0.36	1.21	0.83	0.41	-0.45
0.04	0.88	机票	4.04	-0.11	-2.74	-2.83	-5.27	-3.99	1.24	3.03	-0.01	1.85	2.80	3.19	-0.24	-4.12
0.00	2.82	机动车保险	0.13	0.08	0.65	0.65	-0.76	0.27	1.99	0.46	0.30	-0.19	1.05	0.58	0.93	0.87
0.01	3.45	休闲服务	0.41	0.23	-0.10	-0.29	0.05	0.81	1.37	0.26	0.72	0.65	-0.34	0.07	0.33	0.09
0.01	4.90	教育&通讯服务	0.18	0.12	0.09	-0.20	0.24	0.31	0.34	0.20	-0.22	-0.14	0.04	0.17	0.16	0.01
0.01	1.65	其他服务	0.52	0.60	0.39	0.24	1.62	0.91	-0.50	-0.30	0.38	0.27	0.13	0.20	0.26	0.92

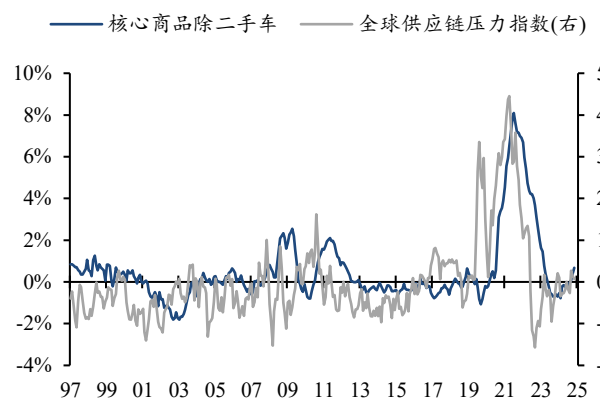
数据来源：彭博、东吴证券研究所；单位%

图2：美国核心商品 CPI 及相关指数



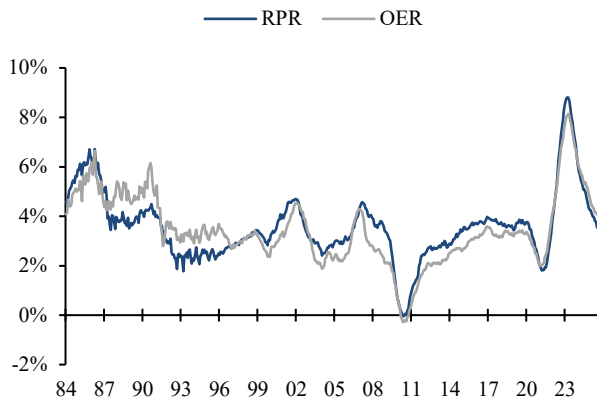
数据来源：彭博、东吴证券研究所

图3：全球供应链压力指数与美国核心商品同比增速



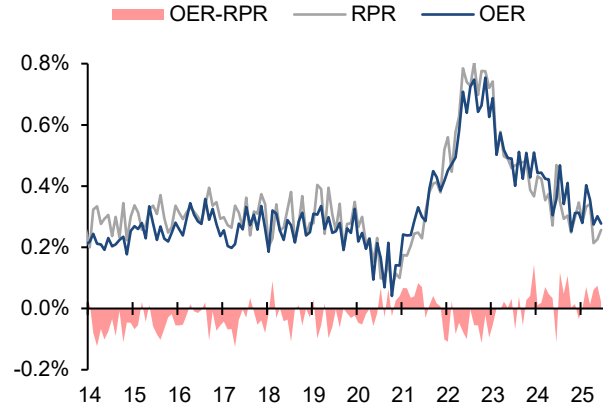
数据来源：彭博、东吴证券研究所

图4：美国居住通胀自住房折算与租金分项同比



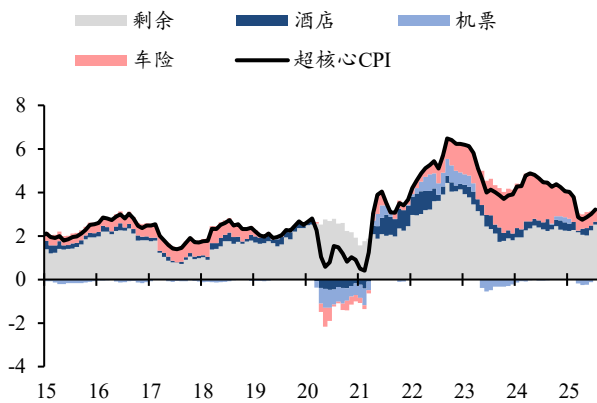
数据来源：彭博、东吴证券研究所

图5：美国居住通胀自住房折算与租金分项环比



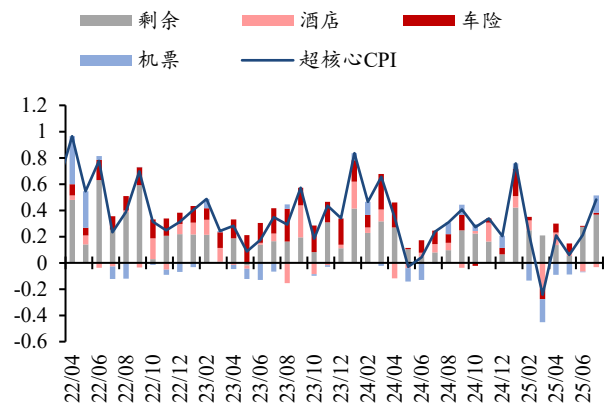
数据来源：彭博、东吴证券研究所

图6：美国超级核心 CPI 同比与分项贡献度



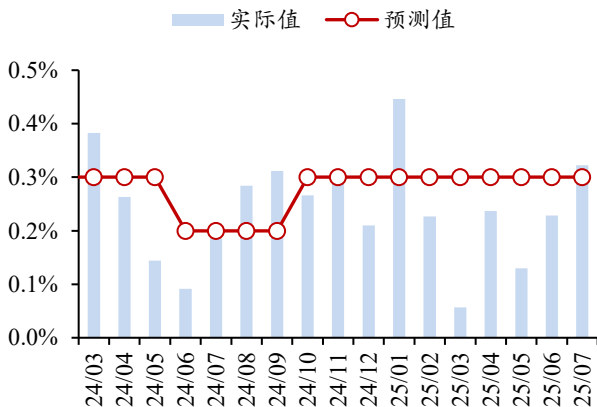
数据来源：彭博、东吴证券研究所

图7：美国超级核心 CPI 环比与分项贡献度



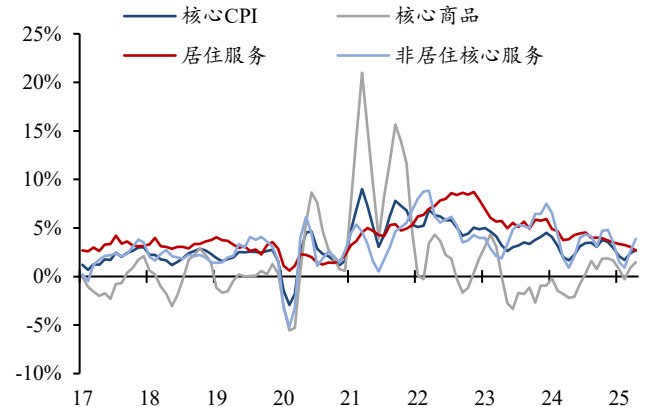
数据来源：彭博、东吴证券研究所

图8：分析师对美国核心 CPI 环比增速预期



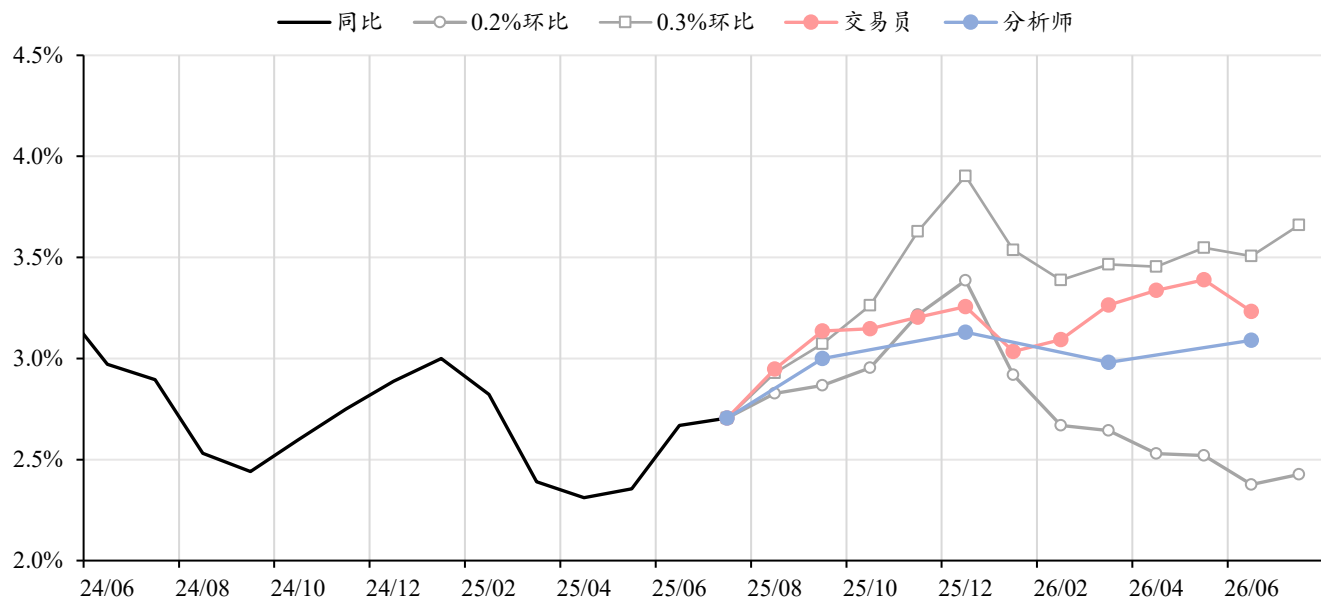
数据来源：彭博、东吴证券研究所

图9：美国核心 CPI 及三大分项环比三个月均年率



数据来源：彭博、东吴证券研究所

图10：研究机构对 2025-26 年各月美国 CPI 同比预测



数据来源：彭博、东吴证券研究所

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议,本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享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。

在法律许可的情况下,东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的,应当注明出处为东吴证券研究所,并注明本报告发布人和发布日期,提示使用本报告的风险,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的,应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期(A 股市场基准为沪深 300 指数,香港市场基准为恒生指数,美国市场基准为标普 500 指数,新三板基准指数为三板成指(针对协议转让标的)或三板做市指数(针对做市转让标的),北交所基准指数为北证 50 指数),具体如下:

公司投资评级:

买入:预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上;

增持:预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间;

中性:预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间;

减持:预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间;

卖出:预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级:

增持:预期未来 6 个月内,行业指数相对强于基准 5%以上;

中性:预期未来 6 个月内,行业指数相对基准-5%与 5%;

减持:预期未来 6 个月内,行业指数相对弱于基准 5%以上。

我们在此提醒您,不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系,表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况,如具体投资目的、财务状况以及特定需求等,并完整理解和使用本报告内容,不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>