

7 月美国 CPI：9 月降息稳了吗？

2025 年 08 月 13 日



分析师：陶川

执业证号：S0100524060005

邮箱：taochuan@mszq.com

分析师：邵翔

执业证号：S0100524080007

邮箱：shaoxiang@mszq.com

研究助理：武朔

执业证号：S0100125070003

邮箱：wushuo@mszq.com

➤ **事件：**当地时间 8 月 12 日，美国劳工局公布 7 月消费者价格数据：7 月美国 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 同比升至 3.1% (预期 3%，前值 2.9%)，环比 0.3% (预期 0.3%，前值 0.2%)。

➤ **非农“唱戏”，通胀“搭台”，7 月 CPI 的不及预期使得市场几乎清一色地倒向了 9 月降息。**美元资产也做出了一致乐观的反馈，股债双赢。但抛去能源和食品的波动以外，7 月通胀实际上是一份“喜忧参半”的数据。惊喜在于进口相关的服装、家具等大部分商品价格并未出现进一步恶化的迹象，核心商品 CPI 环比也并未加速，关税对通胀的影响似乎相对可控；但另一方面历史上一直是通胀“罪魁祸首”的服务业通胀却再次加速，成为本期核心 CPI 回升的主要推动，美国经济仍然朝着“滞胀”的方向演绎。

➤ **当然不变的是，白宫一如既往的施压和美联储内部的强烈分歧。**数据公布后，特朗普再次威胁鲍威尔降息太迟，并计划对其提起诉讼，财长贝森特甚至表态希望美联储在 9 月降息 50 个基点。而美联储内部分歧依然明显，美联储理事提名人米兰和前圣路易斯联储主席布拉德均表示关税不会引发通胀，但巴尔金则表示通胀和就业之间的平衡尚不明朗。

➤ **9 月降息前还有什么变量？**我们认为，尽管当前数据组合朝着有利于降息的方向演绎，但在通胀预期尚未完全“下桌”的情形下，鲍威尔预计仍将扮演其“卫道士”的角色，强调数据依赖，对降息缄默其口。因此随着通胀的温和上行，下个月的非农数据将成为关键的一环，如果就业市场的下行风险进一步验证，届时美联储可能再没有“硬撑”的理由；此外，需关注鲍威尔在杰克逊霍尔会议上的表态，是否透露出货币政策转向的倾向，或许会一定程度上影响市场预期。

➤ **具体来看，本期 CPI 环比增速回落至 0.2% (前值 0.3%)，主因能源和食品价格承压。**随着地缘冲突的缓和，能源价格也在 7 月大幅回落，环比增速自前值的 0.9% 回落至 -1.1%；食品价格则小幅放缓至 0% (前值 0.3%)，压制 CPI 读数。

➤ **但核心 CPI 则延续上涨态势，与 6 月的服装、家具等其他核心产品的加速上升，7 月的数据更多来自汽车和住房以外的核心服务拉动。其中：**

➤ **商品方面，关税带来的成本压力依然存在，但就目前情况来看影响似乎可控。**尤其反映在 6 月环比加速上涨的家具、服装、休闲产品等，本期虽仍然维持上涨态势，但较上期均有不同程度的回落。

➤ **汽车是本期核心商品回升的主要力量。**7 月无论是新车还是二手车价格均呈现明显上涨迹象，由于 9 月 30 日起美国将不再为电动汽车提供 7500 美元的税收抵免，为了赶在 9 月底前享受优惠，美国消费者正掀起一波汽车“抢购潮”。根据美国考克斯汽车咨询公司，7 月份美国消费者共购买了约 13 万辆新电动汽

相关研究

1. 美国经济研究：美国通胀：“不担心”的三个理由 - 2025/08/11

2. 资产价格研究：股市跑赢 GDP：分析框架和中外镜鉴 - 2025/08/08

3. 2025 年 7 月贸易点评：出口加速：7 月外贸的三个“意外” - 2025/08/07

4. 2025 年 7 月服务业 PMI 点评：两个服务业景气指标为何大幅背离？ - 2025/08/06

5. 美国经济研究：美国经济成色究竟如何？ - 2025/08/06

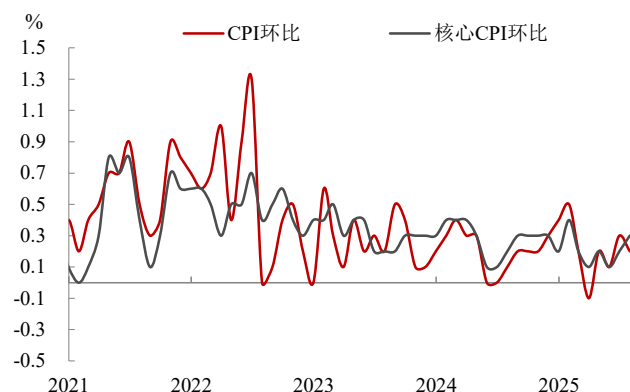
车，环比增长 26.4%，是有记录以来第二高的月度销量，这一定程度上支撑了 7 月汽车 CPI 的亮眼表现。但我们预计随着 9 月后税收抵免的取消以及透支需求的回补，汽车端面临的降价压力会更加明显。

➤ **服务方面，住房依旧呈现放缓趋势，但其他核心服务分项表现出强劲上涨动能，尤其是运输服务。**高利率的压制下，住房需求仍然呈现降温趋势，本期住房 CPI 环比持平前期，同比则进一步下行，根据 Zillow 房屋价格指数等高频前瞻指标，住房 CPI 后续的下行压力仍然较大。

➤ **但抛去住房后的超级核心 CPI 继续创下今年以来的最高水平，环比上涨 0.55%。**其中本期运输服务上升最为明显（环比 0.8%，前值 0.2%），机票价格环比更是飙升至 4%（前值-0.1%），正值美国夏季旅行旺季，美国居民旅行热潮显著带动了运输业的价格改善，美国机场安检的数量持续维持在季节性高位，航班数量也在 6-7 月明显上升。此外，医疗护理服务（环比 0.8%）、休闲服务（环比 0.4%）、教育通讯服务（环比 0.2%）增速均有不同程度的改善，显示美国消费和服务需求旺盛。

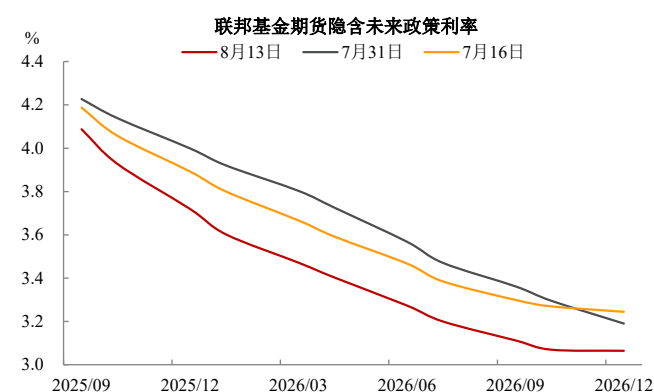
➤ **风险提示：**美国经贸政策大幅变动；关税扩散超预期，导致全球经济超预期放缓、市场调整幅度加大。

图1：美国 CPI 环比增速回落



资料来源：wind，民生证券研究院

图2：市场基本定价美联储 9 月降息



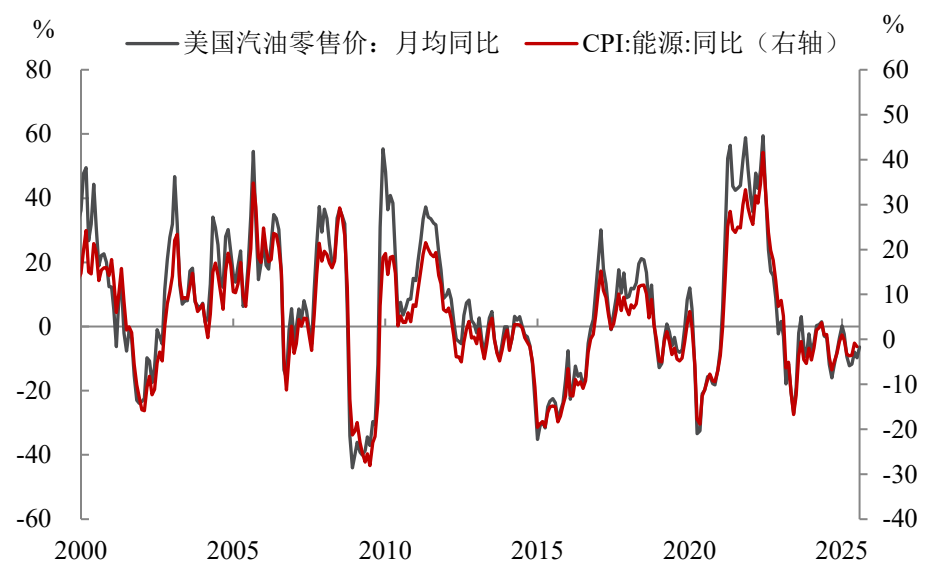
资料来源：彭博，民生证券研究院

图3：美国 CPI 分项一览

2025年7月美国CPI数据一览										
	同比 (%)					环比, 季调 (%)				
	2025-07	2025-06	2025-05	2025-04	2025-03	2025-07	2025-06	2025-05	2025-04	2025-03
CPI	2.7	2.7	2.4	2.3	2.4	0.2	0.3	0.1	0.2	-0.1
食品	2.9	3.0	2.9	2.8	3.0	0.0	0.3	0.3	-0.1	0.4
家庭食品	2.2	2.4	2.2	2.0	2.4	-0.1	0.3	0.3	-0.4	0.5
非家用食品	3.9	3.8	3.8	3.9	3.8	0.3	0.4	0.3	0.4	0.4
能源	-1.6	-0.8	-3.5	-3.7	-3.3	-1.1	0.9	-1.0	0.7	-2.4
能源类商品	-9.0	-7.9	-11.6	-11.5	-9.5	-1.9	1.0	-2.4	-0.2	-6.1
汽油 (所有种类)	-9.5	-8.3	-12.0	-11.8	-9.8	-2.2	1.0	-2.6	-0.1	-6.3
燃油	-2.9	-4.7	-8.6	-9.6	-7.6	1.8	1.3	0.9	-1.3	-4.2
能源服务	7.2	7.5	6.8	6.2	4.2	-0.3	0.9	0.4	1.5	1.6
电力	5.5	5.8	4.5	3.6	2.8	-0.1	1.0	0.9	0.8	0.9
公共事业燃气服务	13.8	14.2	15.3	15.7	9.4	-0.9	0.5	-1.0	3.7	3.6
核心CPI	3.1	2.9	2.8	2.8	2.8	0.3	0.2	0.1	0.2	0.1
商品,不含食品和能源商品	1.2	0.7	0.3	0.1	-0.1	0.2	0.2	0.0	0.1	-0.1
家居和家用品	2.4	1.7	0.6	0.3	-0.3	0.7	1.0	0.3	0.2	0.0
服装	-0.2	-0.5	-0.9	-0.7	0.3	0.1	0.4	-0.4	-0.2	0.4
运输产品(不含汽车燃料)	2.0	1.2	1.0	0.8	0.3	0.2	-0.4	-0.3	-0.2	-0.2
新交通工具	0.4	0.2	0.4	0.3	0.0	0.0	-0.3	-0.3	0.0	0.1
二手汽车和卡车	4.8	2.8	1.8	1.5	0.6	0.5	-0.7	-0.5	-0.5	-0.7
医疗护理商品	0.1	0.2	0.3	1.0	1.0	0.1	0.1	0.6	0.4	-1.1
休闲商品	-0.1	-0.8	-1.3	-1.8	-2.3	0.4	0.8	0.4	0.4	-0.3
教育和通讯商品	-4.3	-3.3	-3.8	-5.3	-5.7	-1.3	0.0	0.1	0.3	0.5
其他商品	3.0	3.0	2.9	3.2	2.8	0.2	0.3	0.2	0.3	0.3
服务,不含能源服务	3.6	3.6	3.6	3.6	3.7	0.4	0.3	0.2	0.3	0.1
住所	3.7	3.8	3.9	4.0	4.0	0.2	0.2	0.3	0.3	0.2
住所租金	3.6	3.8	3.9	4.0	4.0	0.2	0.2	0.3	0.4	0.2
水、下水道和垃圾回收	5.3	5.4	5.2	4.9	4.9	0.4	0.4	0.2	0.3	0.2
运输服务	3.5	3.4	2.8	2.5	3.1	0.8	0.2	-0.2	0.1	-1.4
机票	0.7	-3.5	-7.3	-7.9	-5.2	4.0	-0.1	-2.7	-2.8	-5.3
医疗护理服务	4.3	3.4	3.0	3.1	3.0	0.8	0.6	0.2	0.5	0.5
休闲服务	3.9	3.8	3.7	3.6	4.3	0.4	0.2	-0.1	-0.3	0.1
教育和通讯服务	1.1	1.1	1.0	1.2	1.6	0.2	0.1	0.1	-0.2	0.2
其他个人服务	4.5	4.3	4.6	3.9	4.7	0.5	0.6	0.4	0.2	1.6

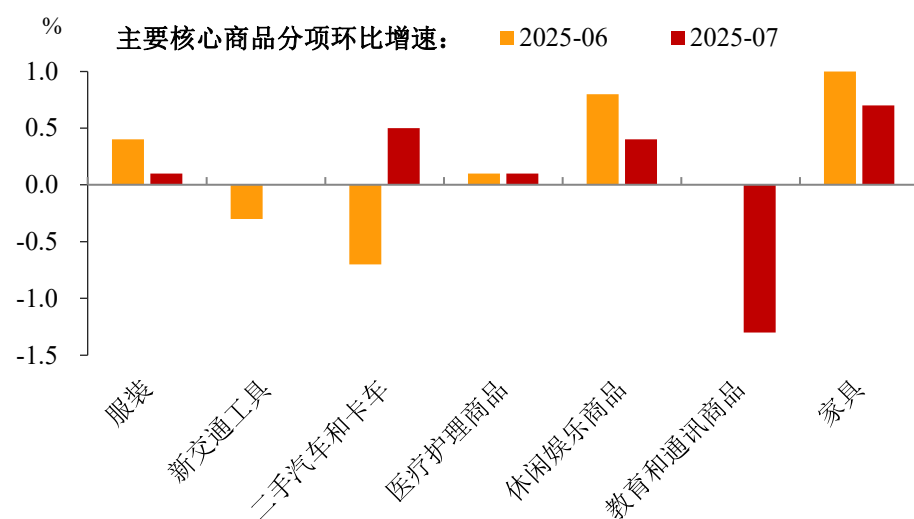
资料来源：Wind，民生证券研究院整理

图4：地缘冲突缓和和下油价放缓



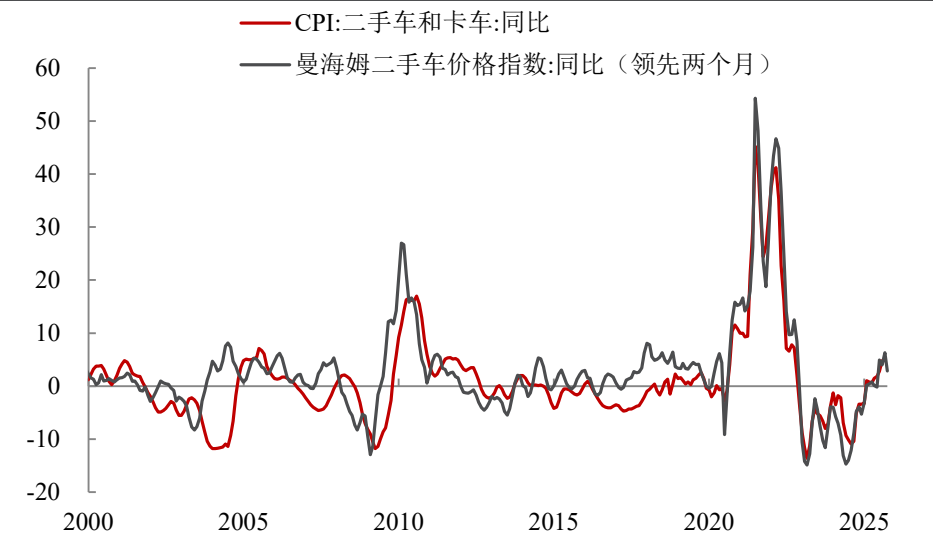
资料来源：wind，民生证券研究院

图5：服装、家具、休闲产品等核心商品环比放缓



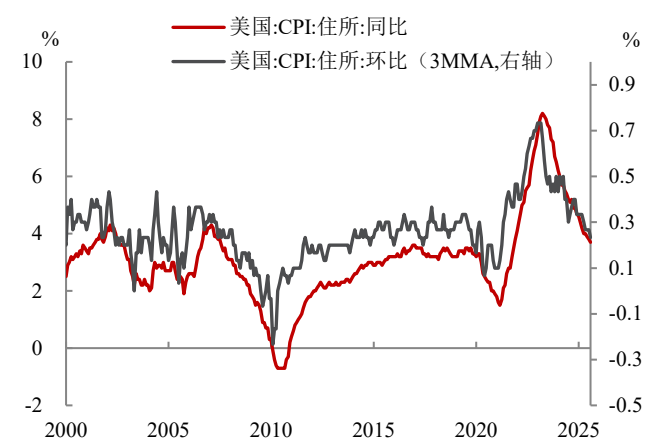
资料来源：wind，民生证券研究院

图6：抢消费下汽车价格短期上行



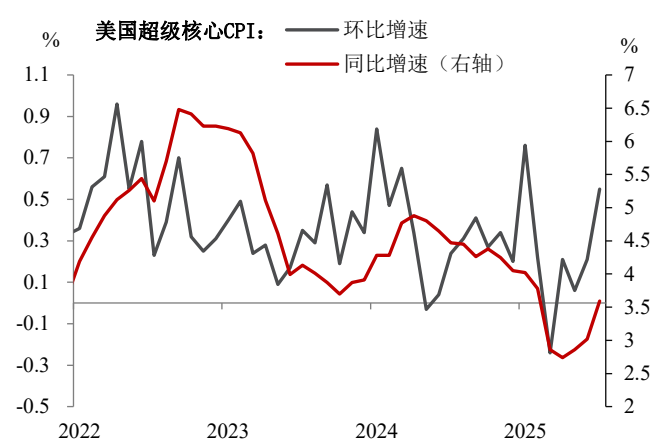
资料来源：wind，民生证券研究院

图7：美国住所价格整体趋势放缓



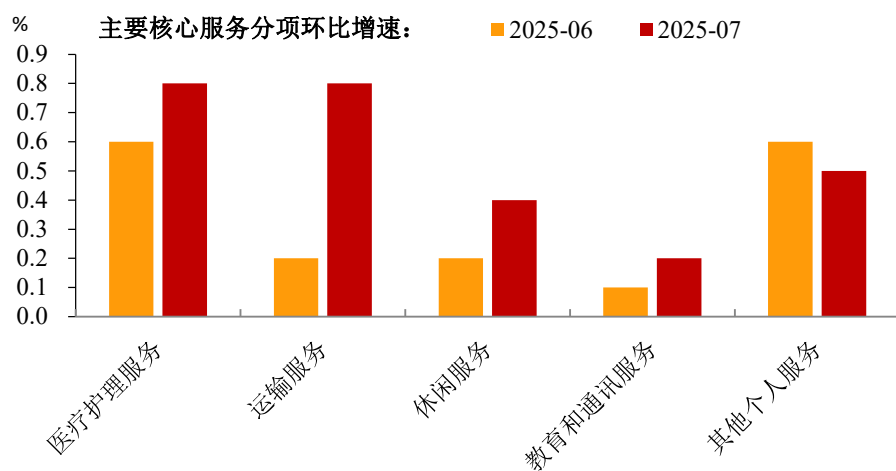
资料来源：wind，民生证券研究院

图8：超级核心 CPI 环比和同比再次回升



资料来源：彭博，民生证券研究院

图9：除住房外的核心服务分项普遍上涨



资料来源：wind，民生证券研究院

分析师承诺

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登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准		评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	公司评级	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
		谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上
	行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑获取本报告的客户及个人的具体投资目的、财务状况、特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，进行独立评估，并应同时考量自身的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代自身的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市虹口区杨树浦路 188 号星立方大厦 7 层； 200082

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 1 座 10 层 01 室； 518048