

就业疲软与温和通胀共振推升降息预期

——美国通胀系列十七

研究院

徐闻宇

✉ xuwenyu@htfc.com

从业资格号：F0299877

投资咨询号：Z0011454

投资咨询业务资格：

证监许可【2011】1289号

宏观事件

北京时间 2025 年 8 月 12 日晚美国劳工部公布 7 月通胀数字。其中：

同比：CPI+2.7%，预期+2.8%，前值+2.7%；核心 CPI+3.1%，预期+3.0%，前值+2.9%。
环比：CPI+0.2%，预期+0.2%，前值+0.3%；核心 CPI+0.3%，预期+0.3%，前值+0.2%。

核心观点

■ 7 月 CPI 持平

7 月美国 CPI 与核心 CPI 走势分化明显，揭示出通胀的结构性特征。总体 CPI 同比上涨 2.7%、环比 0.2%，低于市场预期，受汽油与能源价格下跌拖累，显示短期波动项对整体物价的压制作用；核心 CPI 剔除食品与能源后同比升至 3.1%、环比 0.3%，主要受住房、医疗、交通运输等服务价格上涨推动，反映工资与人工成本的粘性支撑。商品端通胀整体温和，仅二手车、新车等关税敏感品类有小幅上涨，能源与部分食品价格回落缓和了压力；服务端通胀韧性更强，剔除住房后的服务价格同比涨幅创半年新高，娱乐、医疗等领域涨幅显著。

■ 温和通胀助推降息预期

本次美国 7 月 CPI 数据总体温温和，环比上涨 0.2%、同比 2.7%均低于市场预期，而核心 CPI 虽升至 3.1%但涨幅可控，缓解了市场对关税引发全面通胀上行的担忧。结合此前疲弱的非农数据，利率掉期显示 9 月美联储降息 25 个基点的概率迅速升至 95%以上，年内累计降息 50 个基点的预期升温。受降息预期推动，金融市场风险偏好调整，美股三大股指期货短线拉升，短期限美国国债收益率下行，美元指数走低，现货黄金一度冲高，显示资金在利率下行预期下向风险资产与避险资产双向流入。

■ 风险

经济数据短期波动风险，上游价格快速上涨风险

目录

宏观事件	1
核心观点	1
CPI vs 核心 CPI	3
商品型通胀 vs 服务型通胀	5
通胀的影响	6

图表

图 1：CPI 和核心 CPI 同比 单位：%YoY	3
图 2：CPI 的食品和能源分项 单位：%YoY	3
图 3：二手车和新车分项 单位：%YoY	4
图 4：酒店和交通分项 单位：%YoY	4
图 5：商品型 CPI 和服务型 CPI 单位：%YoY	5
图 6：房价领先于房租上涨 单位：%YoY	5
图 7：租金和汽车分项 单位：%YoY	5
图 8：两种不同的租金分项 单位：%YoY	5
图 9：油价和 TIPs 利率对比 单位：%YoY	6
图 10：CPI 增速与薪资增速 单位：%PCT	6

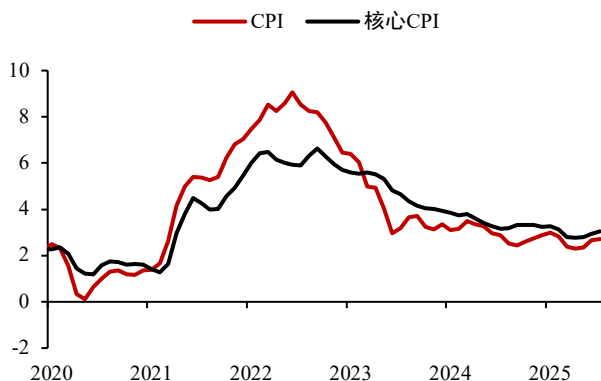
CPI vs 核心 CPI

7月CPI与核心CPI走势出现明显分化，反映出食品与能源价格波动对整体通胀的压制作用，以及服务与部分耐用品价格对核心通胀的支撑作用。总体CPI方面，美国7月同比上涨2.7%，较6月持平，低于市场预期的2.8%，环比上涨0.2%，涨幅较6月回落0.1%。核心CPI（剔除食品与能源）同比上涨3.1%，高于预期的3.0%，环比上涨0.3%，较6月提升0.1个百分点。这一对比表明，剔除高波动项后，美国基本物价水平依旧存在韧性，通胀回落的动力不足。

从结构来看，CPI温和的主要原因在于汽油价格下降9.5%、能源价格下降1.6%，这些分项直接压低了整体通胀读数。而核心CPI上涨则主要受住房、医疗服务等服务类价格驱动。这说明，即便能源与汽油价格短期承压，服务业通胀依然偏热，特别是医疗服务涨幅显著，显示工资与人工成本压力仍在向下游传导。

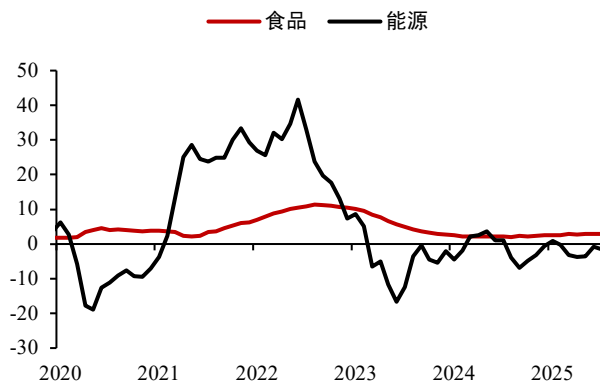
CPI与核心CPI的背离对货币政策信号具有双重影响。一方面，整体CPI温和增长，缓解了市场对关税引发全面物价上行的担忧，支撑美联储9月降息概率升至95%以上；另一方面，核心CPI的韧性则提醒决策者通胀粘性仍存，尤其是与工资相关的服务价格可能拖慢通胀回落节奏。市场普遍预计，在就业市场走弱、核心通胀不过热的背景下，美联储仍倾向年内多次降息，但降息节奏将受后续服务业通胀走势的制约。

图1：CPI和核心CPI同比 | 单位：%YoY



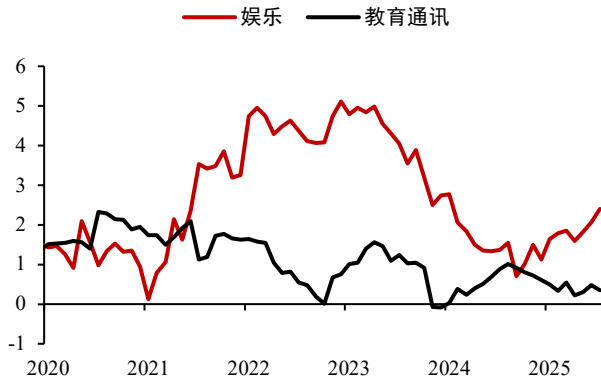
数据来源：iFinD 华泰期货研究院

图2：CPI的食品和能源分项 | 单位：%YoY



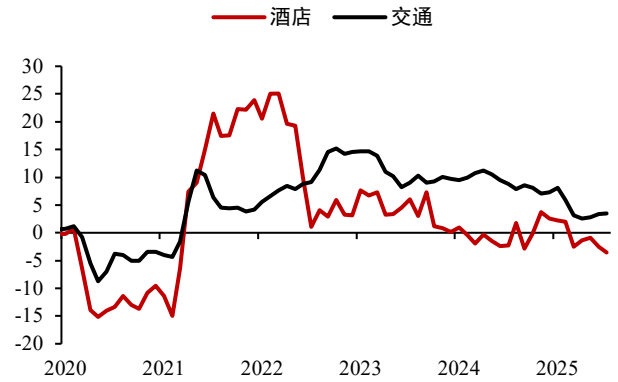
数据来源：iFinD 华泰期货研究院

图3：娱乐和教育通讯分项 | 单位：%YoY



数据来源：iFinD 华泰期货研究院

图4：酒店和交通分项 | 单位：%YoY



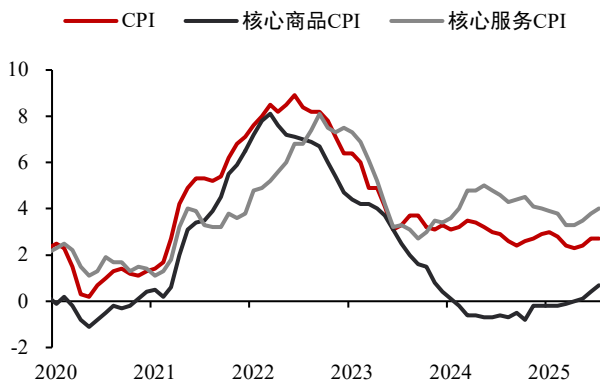
数据来源：iFinD 华泰期货研究院

商品型通胀 vs 服务型通胀

从商品型通胀看，剔除食品和能源的商品价格环比涨幅相对温和。二手车价格环比上涨 4.8%，新车价格上涨 0.4%，均出现上涨，显示出一定关税传导的效果，且企业仍在消化关税生效前的库存，未形成全面价格上行。能源和部分食品价格甚至出现环比下降，对整体通胀形成一定拖累，反映商品端的供需矛盾并不突出。

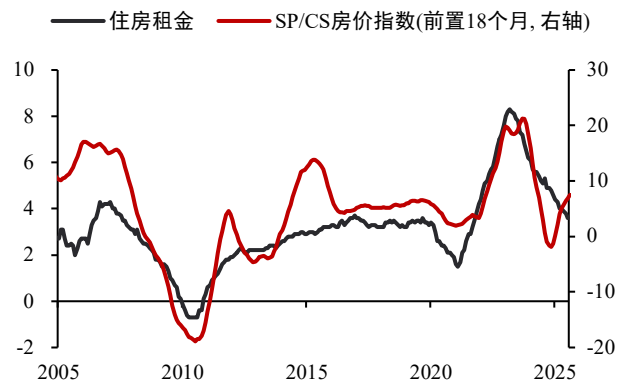
相比之下，服务型通胀的韧性更强，成为核心 CPI 走高的主因。7 月美国 CPI（剔除住所）同比上涨 4%，创 1 月以来新高。医疗服务、娱乐等领域价格涨幅显著，医疗服务价格上涨 3.1%。这些分项与工资成本联系紧密，粘性较强，不易因短期需求波动迅速回落。这类价格的持续上行，反映出劳动力成本和需求结构对服务业价格的支撑。

图 5：商品型 CPI 和服务型 CPI | 单位：%YoY



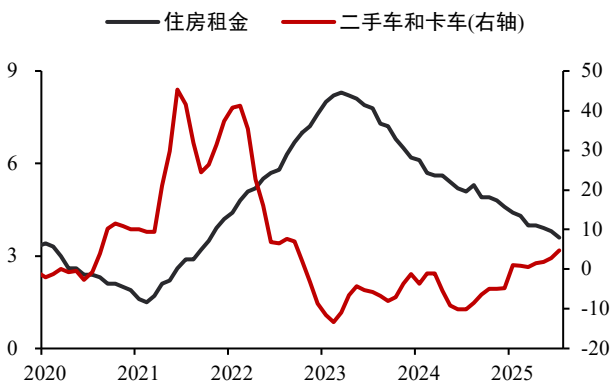
数据来源：iFinD 华泰期货研究院

图 6：房价领先于房租上涨 | 单位：%YoY



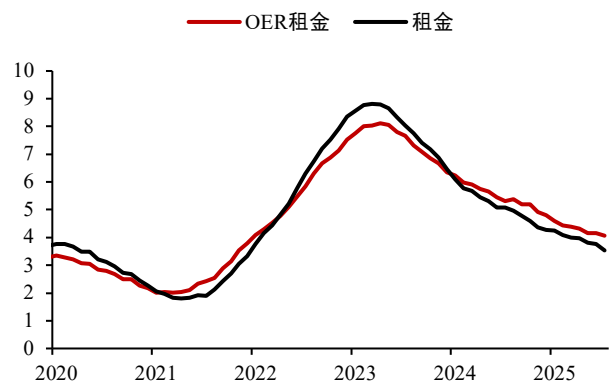
数据来源：iFinD 华泰期货研究院

图 7：租金和汽车分项 | 单位：%YoY



数据来源：iFinD 华泰期货研究院

图 8：两种不同的租金分项 | 单位：%YoY



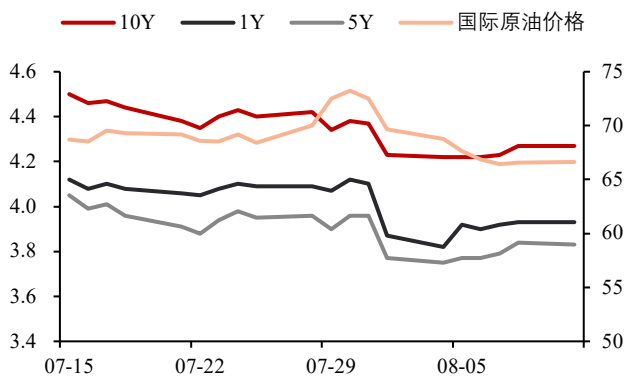
数据来源：iFinD 华泰期货研究院

通胀的影响

本次美国 7 月 CPI 数据显示，总体通胀环比上涨 0.2%、同比 2.7%，低于市场预期的 2.8%，而核心 CPI 环比上涨 0.3%、同比升至 3.1%，为 2 月以来新高。数据表明总体通胀压力温和，未出现市场担忧的关税大幅推升效应，商品端价格上涨有限，能源和部分食品价格回落；但服务端价格仍偏强，尤其是交通、医疗等与工资成本关联度高的领域，令核心通胀维持韧性。

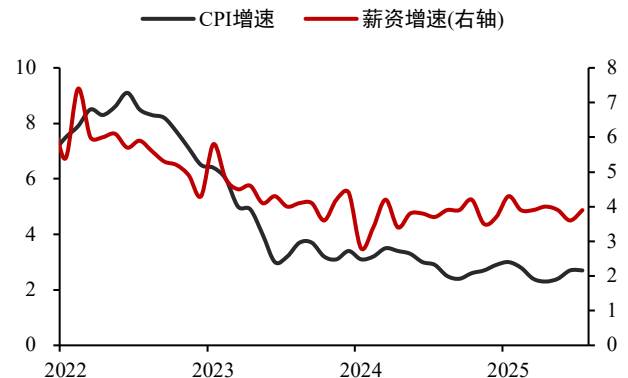
对美联储政策而言，通胀结构的分化意味着短期内降息的障碍有所缓解。就业市场此前已显露疲态，7 月非农大幅低于预期并被明显下修，增强了市场对宽松的押注。当前利率掉期显示，9 月降息 25 个基点的概率超过 95%，市场甚至有预期年内累计降息 50 个基点。整体来看，只要后续数据不出现核心通胀显著反弹，美联储在就业承压、通胀温和的背景下大概率将开启降息周期，但服务业价格粘性或令降息节奏趋于渐进。

图 9：油价和 TIPs 利率对比 | 单位：%YoY



数据来源：Bloomberg 华泰期货研究院

图 10：CPI 增速与薪资增速 | 单位：%pct



数据来源：Bloomberg 华泰期货研究院

免责声明

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、结论及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，投资者并不能依靠本报告以取代行使独立判断。对投资者依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰期货研究院”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

华泰期货有限公司版权所有并保留一切权利。

公司总部

广州市天河区临江大道1号之一2101-2106单元 | 邮编：510000

电话：400-6280-888

网址：www.htfc.com