

2025 年 08 月 13 日

美联储 9 月或降息 25bp，但后续降息次数可能有限 ——美国 7 月 CPI 点评

宏观研究团队

何宁（分析师）

hening@kysec.cn

证书编号：S0790522110002

潘伟桢（分析师）

panweizhen@kysec.cn

证书编号：S0790524040006

事件：美国公布 2025 年 7 月最新通胀数据。其中 CPI 同比上升 2.7%，环比上升 0.2%，同比增速不及市场预期；核心 CPI 同比上升 3.1%，环比上升 0.3%，同比增速超市场预期。

● 通胀相对平稳，核心通胀略超预期，关税冲击正在体现

1. 总体通胀相对平稳，核心通胀同比增速超市场预期。美国 7 月 CPI 同比上升 2.7%，环比上升 0.2%，表现相对平稳；核心 CPI 同比上涨 3.1%，环比上升 0.3%，出现不同程度反弹。总的看，美国通胀总体未再回升，但核心通胀同比增速较 6 月有一定反弹，且相对超市场预期，或显示关税对美国通胀的冲击正在体现，且影响力度较大。往后看，由于 2024 年基数相对较低，通胀水平或将继续反弹，需观察美国通胀的向上斜率、弹性及持久性。

2. 能源通胀降幅扩大，核心商品对通胀贡献度继续提升。具体而言，7 月能源项同比下降 1.6%，降幅较 6 月份扩大 0.8 个百分点；7 月份食品项同比上升 2.9%，较 6 月下降 0.1 个百分点。核心 CPI 方面，7 月核心 CPI 同比上升 3.1%，环比上升 0.3%。同比增速、环比增速均边际走强。核心商品同比增速较 6 月上升 0.47 个百分点至 1.17%；核心服务同比上升 3.637%，较 6 月份上升约 0.02 个百分点，基本持平。

3. 通胀或将继续回升，关注暑期通胀向上斜率与持续性。总的看，7 月 CPI 数据显示美国通胀相对平稳，但核心通胀超预期反弹。而核心商品的再通胀，或显示关税对美国通胀的冲击还在进行中。从美联储关注的超级核心服务通胀（去掉住房的核心服务）来看，7 月份同比、环比增速分别较 6 月份上升 0.19 个百分点、0.27 个百分点。往后看，随着低基数效应的出现、关税影响的进一步显现，总体通胀水平或在核心通胀的带动下再度上行。此外，特朗普政府的新对等关税税率也在 8 月全面生效，政策的不确定性下行，企业或将更加明确的进行涨价，后续通胀上行斜率的不确定性较高，持久性也有待观察。

● 7 月通胀相对平稳，美联储或在 9 月开启 25bp 降息

第一，关税对通胀的影响在 7 月 CPI 中进一步体现，但整体通胀由于能源项拖累，未进一步反弹，美联储 9 月降息的障碍大大降低。如前所述，由于能源项的拖累幅度扩大，7 月通胀保持了相对平稳。因此虽然核心通胀反弹相对超预期，且超级核心通胀亦同步反弹，但考虑到美国劳动力市场已经出现了较为明显的走弱迹象，在通胀未出现全面超预期反弹的情况下，叠加到 7 月密歇大学 1 年期通胀预期回落至 4.5%，3 年期通胀也维持在 3% 左右的水平，美联储 9 月降息 25bp 的阻碍大大降低；

第二，仍需关注后续通胀反弹斜率，对全年降息次数不宜太乐观。但需要注意的是，由于特朗普新实施的对等关税税率较前期暂缓期间更高，且其后续还打算利用 232 条款来加征钢铝等行业关税，美国商品价格上涨的幅度或比预期更高。此外，由于美国驱逐非法移民行动持续，虽然新增就业持续走低，失业率或也难继续大幅上行，美国经济快速走软的概率也不高，因此美联储对于降息的决策或将比较谨慎，对全年降息次数不宜太乐观。

基准情形下，我们认为美联储首次降息或在 9 月，全年有 2 次降息。后续关注 8 月 21-23 日 Jackson Hole 会议上美联储主席鲍威尔的发言。

● **风险提示：**国际局势紧张引发通胀超预期，美国经济超预期衰退。

相关研究报告

《充分释放宏观政策效果——宏观周报》-2025.8.10

《实物价格表现好于服务——宏观经济点评》-2025.8.9

《非美地区需求或将主导未来出口走势——宏观经济点评》-2025.8.7

目 录

1、通胀相对平稳，核心通胀略超预期，关税冲击正在体现.....	3
1.1、总体通胀相对平稳，核心通胀同比增速超市场预期.....	3
1.2、能源通胀降幅扩大，核心商品对通胀贡献度持续提升.....	4
1.3、通胀或将继续回升，关注暑期通胀向上斜率与持续性.....	5
2、7月通胀相对平稳，美联储或在9月开启25bp降息.....	7
3、风险提示.....	8

图表目录

图 1：美国 7 月核心 CPI 同比增速延续反弹.....	4
图 2：7 月核心通胀环比增速较 6 月略有回升.....	4
图 3：7 月能源通胀同比降幅扩大.....	4
图 4：食品通胀略有下降.....	4
图 5：7 月核心商品 CPI 同比增速持续提升.....	5
图 6：7 月核心服务 CPI 同比增速基本持平.....	5
图 7：7 月核心服务通胀环比增速边际上升.....	5
图 8：美国汽油零售价格近期基本平稳.....	6
图 9：粮食期货价格 8 月前半月走势基本平稳.....	6
图 10：美国二手车价格边际上行.....	6
图 11：美国房租通胀略有下行.....	6
图 12：7 月美国非房核心服务通胀同比、环比增速均上行.....	7
图 13：美国密歇根大学居民通胀预期出现连续下行.....	8
表 1：美国 7 月 CPI 部分重要分项同比、环比及贡献分解（%）.....	3

事件：美国公布 2025 年 7 月最新通胀数据。其中 CPI 同比上升 2.7%，环比上升 0.2%，同比增速不及市场预期；核心 CPI 同比上升 3.1%，环比上升 0.3%，同比增速超市场预期。

1、通胀相对平稳，核心通胀略超预期，关税冲击正在体现

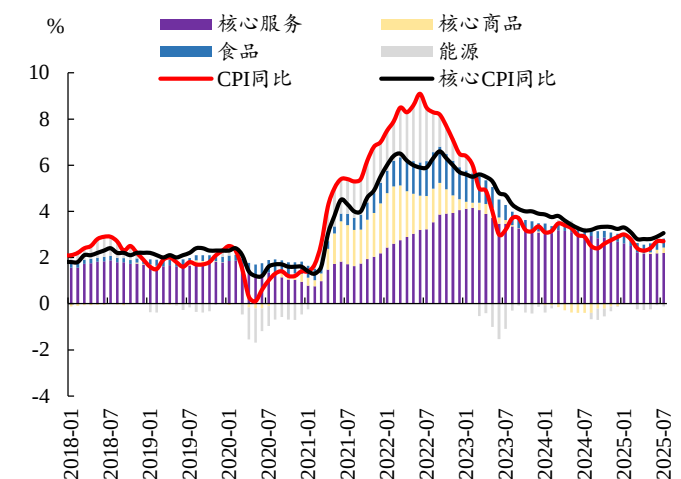
1.1、总体通胀相对平稳，核心通胀同比增速超市场预期

美国 7 月 CPI 同比上升 2.7%，增速较 6 月基本持平；环比上升 0.2%，环比增速较 6 月下降 0.1 个百分点。核心 CPI 同比上涨 3.1%，环比上升 0.3%，同比与环比增速分别较 6 月上升 0.2、0.1 个百分点。总的看，美国通胀总体未再回升，但核心通胀同比增速较 6 月有一定反弹，且相对超市场预期，或显示关税对美国通胀的冲击正在体现，且影响力度较大。往后看，由于 2024 年基数相对较低，通胀水平或将继续反弹，我们需要观察美国通胀的向上斜率、弹性及持久性。

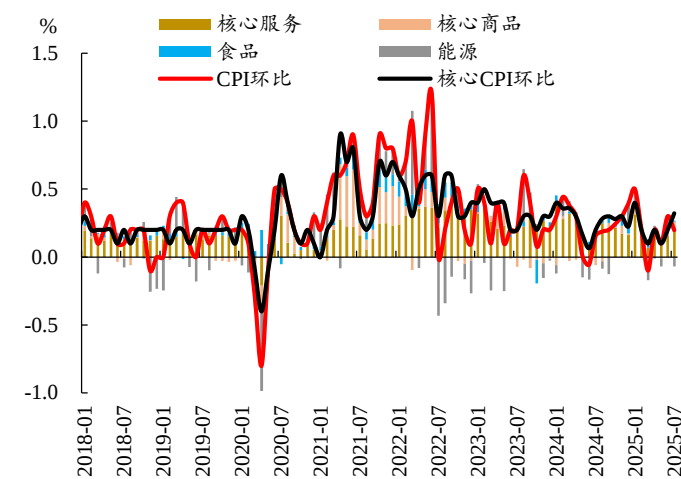
表1：美国 7 月 CPI 部分重要分项同比、环比及贡献分解（%）

权重	分项	同比贡献分解		同比增速		环比贡献分解		环比增速	
		2025-07	2025-07	2025-06	2025-05	2025-07	2025-07	2025-06	2025-05
100	全部	2.7	2.7	2.7	2.4	0.2	0.2	0.3	0.1
13.634	食品	0.39	2.9	3	2.9	0.01	0	0.3	0.3
7.988	居家食品	0.17	2.2	2.4	2.2	-0.01	-0.1	0.3	0.3
5.646	外带食品	0.22	3.9	3.8	3.8	0.02	0.3	0.4	0.3
6.453	能源	-0.12	-1.6	-0.8	-3.5	-0.07	-1.1	0.9	-1
3.182	能源商品	-0.35	-9	-7.9	-11.6	-0.06	-1.9	1	-2.4
3.271	能源服务	0.23	7.2	7.5	6.8	-0.01	-0.3	0.9	0.4
19.311	核心商品	0.24	1.2	0.7	0.3	0.04	0.2	0.2	0
3.384	家居	0.08	2.4	1.7	0.6	0.02	0.7	1	0.3
2.493	服装	-0.01	-0.2	-0.5	-0.9	0.00	0.1	0.4	-0.4
4.32	新车	0.02	0.4	0.2	0.4	0.00	0	-0.3	-0.3
2.421	二手车	0.11	4.8	2.8	1.8	0.01	0.5	-0.7	-0.5
1.513	医疗保健	0.00	0.1	0.2	0.3	0.00	0.1	0.1	0.6
0.385	含酒精饮料	0.01	1.4	1.4	1.5	0.00	0.1	0.1	-0.1
1.289	其它商品	0.04	3	3	2.9	0.00	0.2	0.3	0.2
60.602	核心服务	2.20	3.6	3.6	3.6	0.22	0.4	0.3	0.2
7.447	主要居所租金	0.27	3.5	3.8	3.8	0.02	0.3	0.2	0.2
26.167	业主等价租金	1.07	4.1	4.2	4.2	0.07	0.3	0.3	0.3
6.75	医疗服务	0.28	4.3	3.4	3	0.05	0.8	0.6	0.2
6.277	交通运输服务	0.22	3.9	3.8	3.7	0.05	0.4	0.2	-0.1
3.446	休闲服务	0.13	3.5	3.4	2.8	0.01	0.8	0.2	-0.2
4.903	教育与通讯服务	0.06	1.1	1.1	1	0.01	0.2	0.1	0.1

数据来源：Bloomberg、开源证券研究所

图1：美国7月核心CPI同比增速延续反弹


数据来源：Bloomberg、开源证券研究所

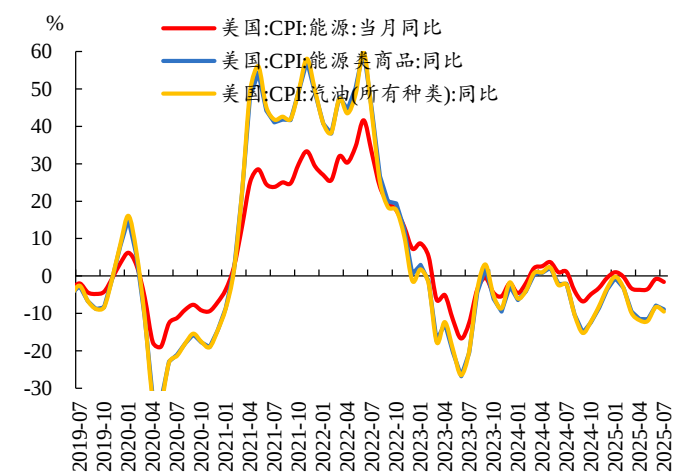
图2：7月核心通胀环比增速较6月略有回升


数据来源：Bloomberg、开源证券研究所

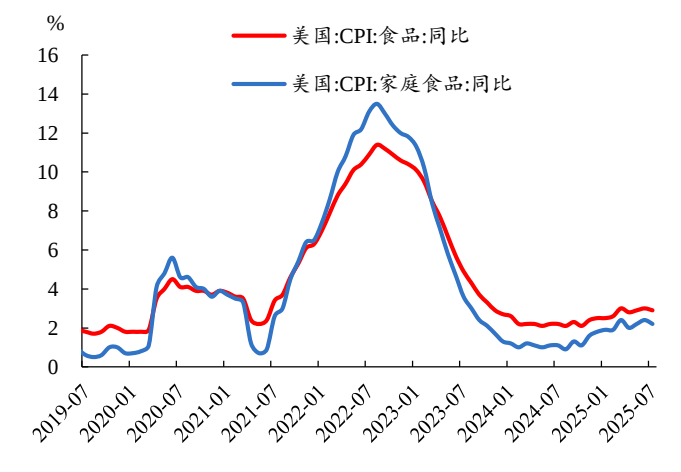
1.2、能源通胀降幅扩大，核心商品对通胀贡献度继续提升

（1）能源方面，7月能源项同比下降1.6%，降幅较6月份扩大0.8个百分点；环比增速较6月下降2.0个百分点至-1.1%。其中汽油项同比下降9.5%，降幅较6月份扩大1.2个百分点；燃油项同比下降2.9%，降幅较6月份收窄1.8个百分点。7月能源通胀继续为负，且降幅扩大，我们认为主要是能源价格下降，且2024年同期基数略有上行。7月底美国汽油价格从6月底的3.05美元/加仑微降至3.02美元/加仑，价格总体保持平稳。

（2）食品方面，7月份食品项同比上升2.9%，较6月下降0.1个百分点；环比较6月持平。其中家庭食品（Food at home）同比上升2.2%，增速较6月份下降0.2个百分点。食品通胀的边际走弱，或与7月小麦期货价格略有下降有关。

图3：7月能源通胀同比降幅扩大


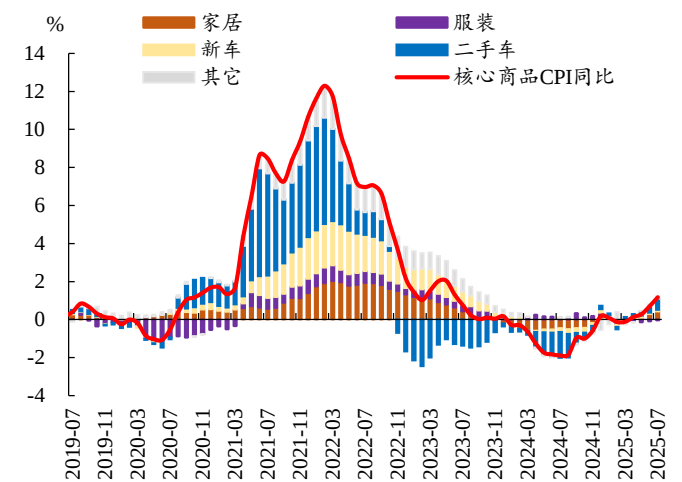
数据来源：Wind、开源证券研究所

图4：食品通胀略有下降


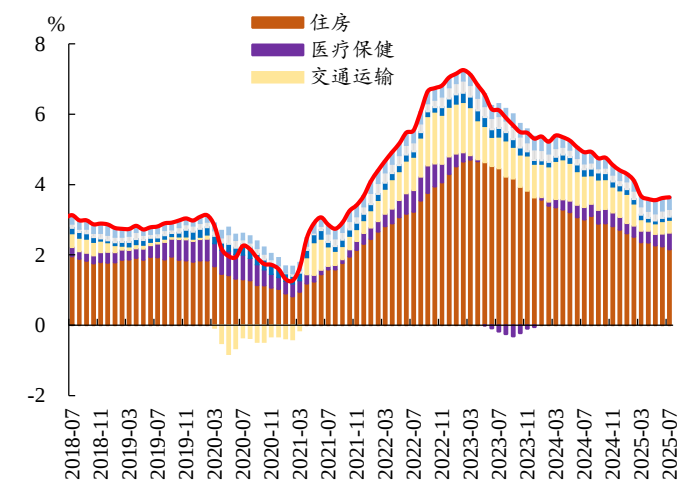
数据来源：Wind、开源证券研究所

（3）核心CPI方面，7月核心CPI同比上升3.1%，环比上升0.3%。同比增速、环比增速均边际走强。分项来看，核心商品同比增速较6月上升0.47个百分点至1.17%；环比较6月份持平；其中二手车项环比上升0.5%，较6月份提升1.2个百分点，与曼海姆二手车价格指数领先2个月走势略有差异，对核心商品通胀贡献度有所回升；新车方面，环比较6月持平。核心服务同比上升3.637%，较6月份上升

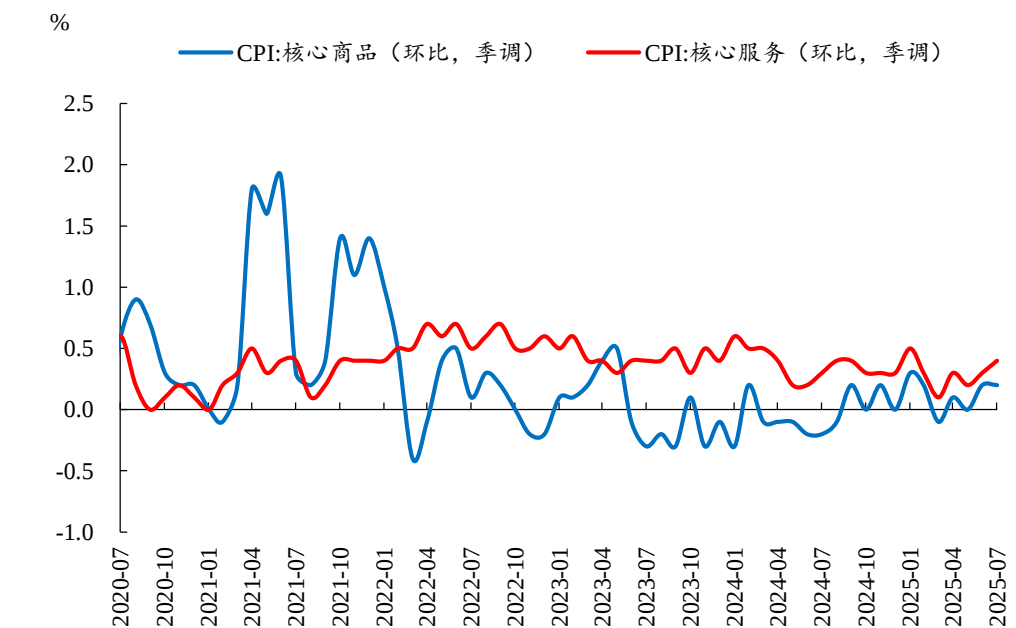
约 0.02 个百分点，基本持平。其中住房项同比上升 3.7%，环比上升 0.2%，分别较 6 月下降 0.1 个百分点、持平。交通运输服务环比上升 0.8%，较 6 月份上升 0.6 个百分点。总的看，7 月核心 CPI 同比、环比增速均较 6 月走强，且主因核心商品走强，或显示出关税的影响越来越明显。

图5：7 月核心商品 CPI 同比增速继续提升


数据来源：Bloomberg、开源证券研究所

图6：7 月核心服务 CPI 同比增速基本持平


数据来源：Bloomberg、开源证券研究所

图7：7 月核心服务通胀环比增速边际上升


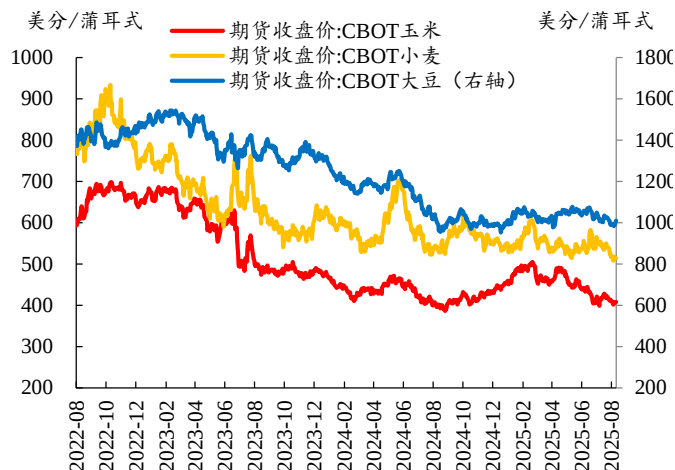
数据来源：Wind、开源证券研究所

1.3、通胀或将继续回升，关注暑期通胀向上斜率与持续性

（1）能源与粮食项短期内对通胀总体或形成一定支撑。能源方面，截至 8 月 4 日，美国汽油价格为 3.04 美元/加仑，较 7 月底汽油价格上升约 0.43%。原油价格方面，由于近期特朗普称将调停俄乌冲突，且其表示相关协议已经非常接近达成，预计原油价格后续难有上行动力。食品方面，根据美国农业部最新作物生长报告，美国小麦优良率维持高位，因此粮食价格或将保持平稳。考虑到 2024 年 7 月美国原油与粮食价格下行较多，在基数效应作用下，能源与粮食或将成为 8 月 CPI 的支撑。

图8：美国汽油零售价格近期基本平稳


数据来源：Wind、开源证券研究所

图9：粮食期货价格 8 月前半月走势基本平稳


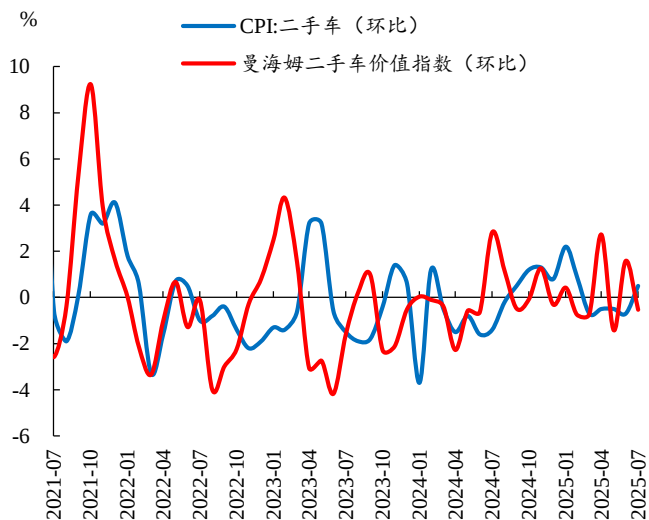
数据来源：Wind、开源证券研究所

(2) 核心商品通胀或受到关税的更有力支撑，预计整体核心通胀将继续上行。

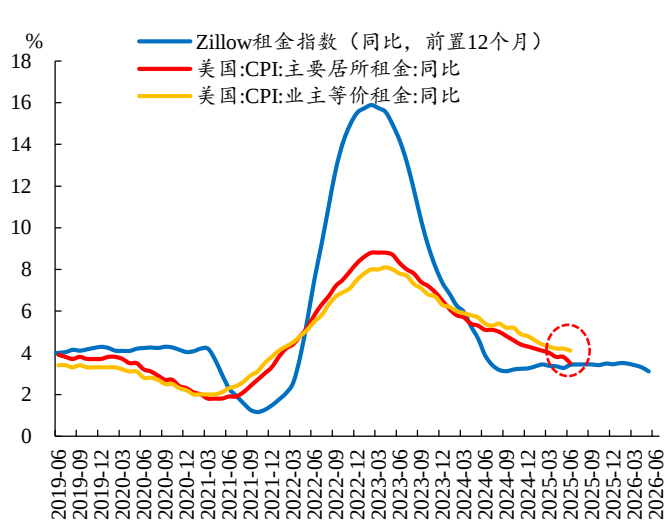
核心商品方面，美国曼海姆二手车价值指数（Manheim Used Vehicle Value Index）7月环比下降 0.53%，由正转负；新车方面，虽然供应链压力指数保持平稳，但更关键的或是特朗普的汽车关税可能导致价格持续上涨；核心服务方面，医疗保健是 7 月核心服务通胀边际上升的重要因素。此外，考虑到 8 月暑期出行高峰，交通运输通胀可能会继续上行。住房方面，从 Zillow 房租指数同比增速来看，房租通胀在 7 月后可能保持平稳。往后看，关税可能会对核心商品通胀形成持续支撑。同时考虑到房租通胀可能相对平稳，在基数效应消失的背景下，核心通胀或将迎来持续上行。

(3) 总的看，7 月 CPI 数据显示美国通胀相对平稳，但核心通胀超预期反弹。

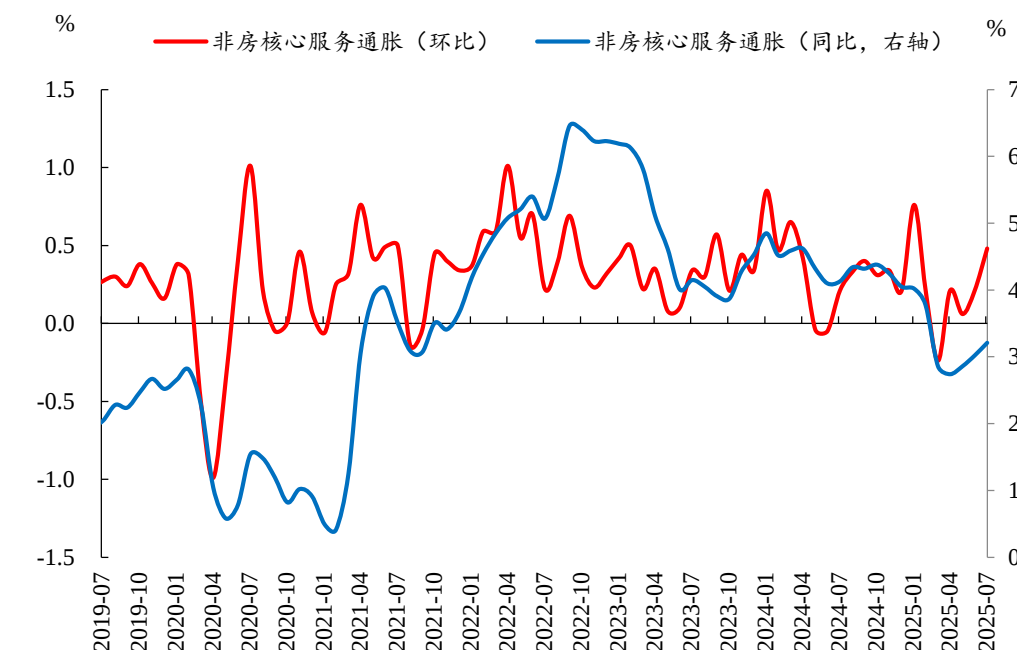
而核心商品的再通胀，或显示关税对美国通胀的冲击还在进行中。从美联储关注的超级核心服务通胀（去掉住房的核心服务）来看，7 月份同比、环比增速分别较 6 月份上升 0.19 个百分点、0.27 个百分点。往后看，随着低基数效应的出现、关税影响的进一步显现，总体通胀水平或在核心通胀的带动下再度上行。此外，特朗普政府的新对等关税税率也在 8 月全面生效，政策的不确定性下行，企业或将更加明确的进行涨价，后续通胀上行斜率的不确定性较高，持久性也有待观察。

图10：美国二手车价格边际上行


数据来源：Wind、开源证券研究所

图11：美国房租通胀略有下行


数据来源：Bloomberg、开源证券研究所

图12：7月美国非房核心服务通胀同比、环比增速均上行


数据来源：Bloomberg、开源证券研究所

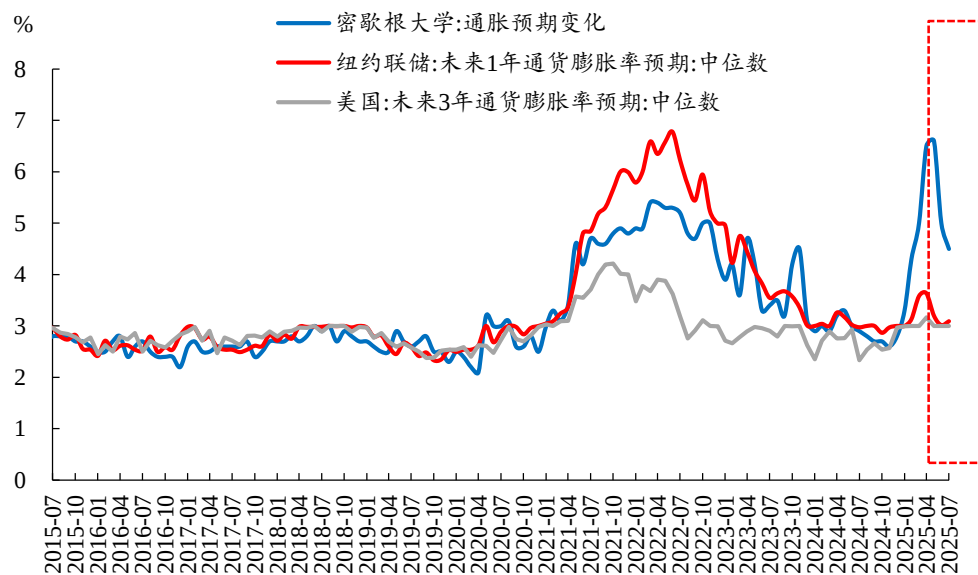
2、7月通胀相对平稳，美联储或在9月开启25bp降息

7月通胀数据相对平稳，虽然核心通胀与超级核心通胀反弹较多。但结合7月非农就业数据来看，美联储或在9月降息25bp。对资产价格而言，可能会促使长端美债收益率继续反弹，且维持在相对高位。具体而言：

第一，关税对通胀的影响在7月CPI中进一步体现，但整体通胀由于能源项拖累，未进一步反弹，美联储9月降息的障碍大大降低。如前所述，由于能源项的拖累幅度扩大，7月通胀保持了相对平稳。因此虽然核心通胀反弹相对超预期，且超级核心通胀亦同步反弹，但考虑到美国劳动力市场已经出现了较为明显的走弱迹象（《就业市场走弱，通胀成为美联储降息关键掣肘——美国7月非农就业数据点评》），在通胀未出现全面超预期反弹的情况下，叠加到7月密歇根大学1年期通胀预期回落至4.5%，3年期通胀也维持在3%左右的水平，美联储9月降息25bp的阻碍大大降低；

第二，仍需关注后续通胀反弹斜率，对全年降息次数不宜太乐观。但需要注意的是，由于特朗普新实施的对等关税税率较前期暂缓期间更高，且其后续还打算利用232条款来加征钢铝等行业关税，美国商品价格上涨的幅度或比预期更高。此外，由于美国驱逐非法移民行动持续，虽然新增就业持续走低，失业率或也难继续大幅上行，美国经济快速走软的概率也不高，因此美联储对于降息的决策或将比较谨慎，对全年降息次数不宜太乐观。

基准情形下，我们认为美联储首次降息或在9月，全年有2次降息。后续关注8月21-23日Jackson Hole会议上美联储主席鲍威尔的发言。

图13：美国密歇根大学居民通胀预期出现连续下行


数据来源：Wind、开源证券研究所

3、风险提示

国际局势紧张引发通胀超预期，美国经济超预期衰退。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、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）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。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取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，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、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。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所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼3层

邮编：200120

邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层

邮编：100044

邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层

邮编：518000

邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层

邮编：710065

邮箱：research@kysec.cn