

美国 6 月 CPI: 基本符合预期, 但关税影响初步显现



杨见一 分析师
Email: yangjianyi@lcqz.com
证书: S1320525050001



沈夏宜 分析师
Email: shenxiayi@lcqz.com
证书: S1320523020004

核心观点:

7 月 15 日, 美国公布 6 月 CPI 数据, 出现 5 个月以来最大环比增长。6 月美国 CPI 同比 2.7%, 预期 2.6%, 前值 2.4%; 环比 0.3%, 预期 0.3%, 前值 0.1%。核心 CPI 同比 2.9%, 预期 2.9%, 前值 2.8%; 环比 0.2%, 预期 0.3%, 前值 0.1%。美国 6 月 CPI 增速与预期差距不大, 但环比增速高于上半年平均水平, 且进口依赖型商品通胀出现上行, 关税影响初步显现。市场对此反应分化: 从降息预期来看, 市场事后再次上调关税路径, 9 月降息概率下降至 54% 左右, 市场担忧美联储下半年因通胀而放缓降息节奏。而从市场表现来看, 数据公布后美股涨跌不一, 美债利率先下后上, 美元下跌后回升, 市场对关税通胀的共识是通胀可能进一步上行, 但当前阶段斜率较为温和。

6 月 CPI 开始体现关税影响, 进口依赖度高的商品价格上行。前月报告提到, 美国食品、服饰、玩具等商品对进口依赖度较高, 是关税通胀“首当其冲”的板块, 通胀压力预计在年中之后逐步体现; 而 6 月 CPI 数据已经开始体现关税影响。家庭食品方面, 6 类食品杂货中的 3 类食品价格上涨, 其中咖啡 (环比 2.2%)、柑橘类水果 (环比 2.3%) 价格显著上行。核心商品方面, 6 月环比 0.2%, 前值 0.0%。其中, 随着上半年库存消耗, 美国家居装饰 (环比 1%)、服饰 (环比 0.4%)、玩具 (环比 1.8%) 等商品价格较前月增速上升。耐用品方面, 尽管 6 月二手车 CPI 环比 (-0.7%) 仍处于负增区间, 但领先指标显示汽车价格出现明显上行压力。核心服务方面, 6 月住房仍是主要拉动项, 环比 0.2%, 同比继续回落至 3.8%。此外, 医疗服务价格环比 0.6%, 较上月 0.2% 显著上升。交通运输服务价格随着油价止跌回升后转向拉动, 环比上升 0.2%, 前值 -0.2%。

6 月能源价格随地缘政治冲突的发生和缓和而先上后下。6 月 13 日以色列对伊朗发动打击, 中东地区地缘政治冲突升级, 但 6 月 22 日美国对伊朗核设施发动打击, 伊以冲突随后有所缓和。6 月国际油价随地缘政治风险预期波动, 6 月 19 日布伦特原油站上 78 美元/桶, 但 6 月 24 日回落至 67 美元/桶。6 月能源 CPI 同比 -0.8% (前值 -3.5%), 环比 0.9% (前值 -1.0%)。近期特朗普对俄罗斯设定 50 天内解决俄乌冲突的期限, 较预期更为宽松, 缓解了市场对原油断供的担忧, 预计 50 天谈判期内油价或维持低位波动, 对美国能源 CPI 扰动风险暂时不高。

美国核心通胀压力显现, 降息路径上移, 但特朗普再次要求美联储降息。6 月美国 CPI 数据初步体现关税压力, 核心商品部分板块通胀上行, 市场

相关报告

6 月金融数据点评: 结构改善初显, 信贷扩张尚待盈利信号确认

2025.07.15

短评: 特朗普关税谈判延期, 新一轮关税威胁再起

2025.07.11

美国 6 月非农: 就业韧性超预期之下的结构性风险

2025.07.07

对美联储降息信心下降，美国经济潜在风险上升。但是，从关税通胀传导的节奏和幅度来看，特朗普关税政策对美国通胀的传导慢于预期、程度低于预期，对资产市场干扰暂时不大。特朗普指责美联储错判通胀压力，再次要求鲍威尔降息。关税政策方面，“拖延”仍是现阶段关税谈判的关键词。但是，“大而美法案”势必造成特朗普政府债务压力增加，关税收入其志在必得的收入来源，预计全年关税中枢仍在 15% 左右。美联储决策视角来看，三季度通胀表现是美联储 9 月能否开启降息的关键。后续建议持续关注关税谈判进展、美联储政策变化和美国经济基本面动态。

风险提示：美国经济下行超预期，特朗普政策超预期，美联储货币政策紧缩超预期。

目 录

1. 美国 6 月 CPI 初步体现关税影响	5
2. 风险提示	8

图表目录

图 1	美国近半年 CPI 分项权重、同环比及趋势 (%)	6
图 2	美国 5 月 CPI 分项相对重要性及同环比 (% , NSA)	6
图 3	美国 6 月 CPI 分项相对重要性及同环比 (% , NSA)	6
图 4	美国商品 CPI 及其分项同比 (%)	6
图 5	美国商品 CPI 及其分项同比 (% , 不含能源)	6
图 6	美国服务 CPI 及其分项同比 (%)	7
图 7	美国服务 CPI 及其分项同比 (% , 不含能源)	7
图 8	美国整体、核心、超级核心、非住房核心服务 CPI 当月同比 (%)	7
图 9	Zillow 房价指数领先业主等价租金 16 个月 (%)	7
图 10	Zillow 观察租金指数领先主要住所租金 13 个月 (%)	7
图 11	近一年原油日频价格 (美元/桶)	8
图 12	国际油价及美国汽油价格变化情况	8
图 13	Manheim 指数显示二手车价格回暖 (%)	8
图 14	数据公布后, 市场预期利率路径上移	8
图 15	CME FEDWatch 数据显示市场定价 9 月降息	8

1. 美国 6 月 CPI 初步体现关税影响

7 月 15 日，美国公布 6 月 CPI 数据，出现 5 个月以来最大环比增长。6 月美国 CPI 同比 2.7%，预期 2.6%，前值 2.4%；环比 0.3%，预期 0.3%，前值 0.1%。核心 CPI 同比 2.9%，预期 2.9%，前值 2.8%；环比 0.2%，预期 0.3%，前值 0.1%。美国 6 月 CPI 增速与预期差距不大，但环比增速高于上半年平均水平，且进口依赖型商品通胀出现上行，关税影响初步显现。市场对此反应分化：从降息预期来看，市场事后再次上调关税路径，9 月降息概率下降至 54% 左右，市场担忧美联储下半年因通胀而放缓降息节奏。而从市场表现来看，数据公布后美股涨跌不一，美债利率先下后上，美元下跌后回升，市场对关税通胀的共识是通胀可能进一步上行，但当前阶段斜率较为温和。

6 月 CPI 开始体现关税影响，进口依赖度高的商品价格上行。前月报告提到，美国食品、服饰、玩具等商品对进口依赖度较高，是关税通胀“首当其冲”的板块，通胀压力预计在年中之后逐步体现；而 6 月 CPI 数据已经开始体现关税影响。家庭食品方面，6 类食品杂货中的 3 类食品价格上涨，其中咖啡（环比 2.2%）、柑橘类水果（环比 2.3%）价格显著上行。核心商品方面，6 月环比 0.2%，前值 0.0%。其中，随着上半年库存消耗，美国家居装饰（环比 1%）、服饰（环比 0.4%）、玩具（环比 1.8%）等商品价格较前月增速上升。耐用品方面，尽管 6 月二手车 CPI 环比（-0.7%）仍处于负增区间，但领先指标显示汽车价格出现明显上行压力。核心服务方面，6 月住房仍是主要拉动项，环比 0.2%，同比继续回落至 3.8%。此外，医疗服务价格环比 0.6%，较上月 0.2% 显著上升。交通运输服务价格随着油价止跌回升后转向拉动，环比上升 0.2%，前值 -0.2%。

6 月能源价格随地缘政治冲突的发生和缓和而先上后下。6 月 13 日以色列对伊朗发动打击，中东地区地缘政治冲突升级，但 6 月 22 日美国对伊朗核设施发动打击，伊以冲突随后有所缓和。6 月国际油价随地缘政治风险预期波动，6 月 19 日布伦特原油站上 78 美元/桶，但 6 月 24 日回落至 67 美元/桶。6 月能源 CPI 同比 -0.8%（前值 -3.5%），环比 0.9%（前值 -1.0%）。近期特朗普对俄罗斯设定 50 天内解决俄乌冲突的期限，较预期更为宽松，缓解了市场对原油断供的担忧，预计 50 天谈判期内油价或维持低位波动，对美国能源 CPI 扰动风险暂时不高。

美国核心通胀压力显现，降息路径上移，但特朗普再次要求美联储降息。6 月美国 CPI 数据初步体现关税压力，核心商品部分板块通胀上行，市场对美联储降息信心下降，美国经济潜在风险上升。但是，从关税通胀传导的节奏和幅度来看，特朗普关税政策对美国通胀的传导慢于预期、程度低于预期，对资产市场干扰暂时不大。特朗普指责美联储错判通胀压力，再次要求鲍威尔降息。

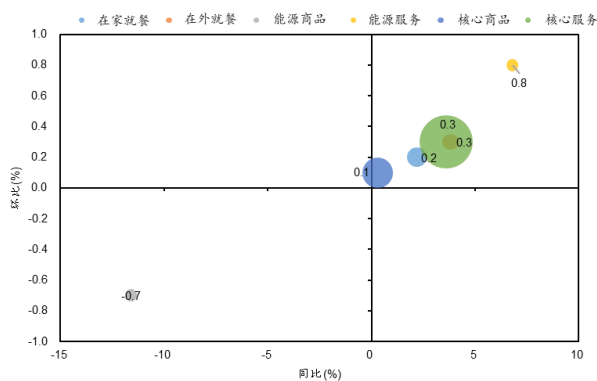
下阶段，美国关税通胀压力或持续显性，能否挺过三季度是美联储降息关键。当前，特朗普政府正在陆续发出第二轮关税“威胁信”，催促其他国家尽快与美国进行谈判，否则 8 月 1 日将面临较高的关税。但是，按当前进展，8 月前能够达成协议的国家不多，而 8 月 1 日关税全数兑现的可能性也不高，“拖延”仍是现阶段关税谈判的关键词。但是，随着“大而美法案”落地，特朗普政府债务压力增加，关税收入则是其重要的收入来源，当前仍不宜低估美国全年关税政策水平，我们预计美国全年关税中枢仍在 15% 左右。对美联储决策来说，通胀压力是否会随着供应商库存消耗而加速、升级仍是其考察重点，因此三季度通胀表现是美联储 9 月能否开启降息的关键。后续建议持续关注关税谈判进展、美联储政策变化和美国经济基本面动态。

图1 美国近半年 CPI 分项权重、同环比及趋势 (%)

权重 (%)	项目	环比趋势	环比 (%) SA						同比趋势	同比 (%) NSA					
			Jun. 2025	May. 2025	Apr. 2025	Mar. 2025	Feb. 2025	Jan. 2025		Jun. 2025	May. 2025	Apr. 2025	Mar. 2025	Feb. 2025	Jan. 2025
100.00%	CPI		0.3	0.1	0.2	-0.1	0.2	0.5		2.7	2.4	2.3	2.4	2.8	3.0
13.64%	食品		0.3	0.3	-0.1	0.4	0.2	0.4		3.0	2.9	2.8	3.0	2.6	2.5
8.00%	家庭食品		0.3	0.3	-0.4	0.5	0.0	0.5		2.4	2.2	2.0	2.4	1.9	1.9
5.64%	在外就餐		0.4	0.3	0.4	0.4	0.4	0.2		3.8	3.8	3.9	3.8	3.7	3.4
6.39%	能源		0.9	-1.0	0.7	-2.4	0.2	1.1		-0.8	-3.5	-3.7	-3.3	-0.2	1.0
3.22%	能源商品		1.0	-2.4	-0.2	-6.1	-0.9	1.9		-7.9	-11.6	-11.5	-9.5	-3.2	-0.5
3.00%	汽油		1.0	-2.6	-0.1	-6.3	-1.0	1.8		-8.3	-12.0	-11.8	-9.8	-3.1	-0.2
0.07%	燃油		1.3	0.9	-1.3	-4.2	0.8	6.2		-4.7	-8.6	-9.6	-7.6	-5.1	-5.3
3.17%	能源服务		0.9	0.4	1.5	1.6	1.4	0.3		7.5	6.8	6.2	4.2	3.3	2.5
2.39%	电力		1.0	0.9	0.8	0.9	1.0	0.0		5.8	4.5	3.6	2.8	2.5	1.9
0.78%	管道气		0.5	-1.0	3.7	3.6	2.5	1.8		14.2	15.3	15.7	9.4	6.0	4.9
79.98%	核心CPI		0.2	0.1	0.2	0.1	0.2	0.4		2.9	2.8	2.8	2.8	3.1	3.3
19.33%	核心商品		0.2	0.0	0.1	-0.1	0.2	0.3		0.7	0.3	0.1	-0.1	-0.1	-0.1
4.35%	新车		-0.3	-0.3	0.0	0.1	-0.1	0.0		0.2	0.4	0.3	0.0	-0.3	-0.3
2.39%	二手车		-0.7	-0.5	-0.5	-0.7	0.9	2.2		2.8	1.8	1.5	0.6	0.8	1.0
2.54%	服饰		0.4	-0.4	-0.2	0.4	0.6	-1.4		-0.5	-0.9	-0.7	0.3	0.6	0.4
1.51%	医疗商品		0.1	0.6	0.4	-1.1	0.1	1.2		0.2	0.3	1.0	1.0	2.3	2.3
60.64%	核心服务		0.3	0.2	0.3	0.1	0.3	0.5		3.6	3.6	3.6	3.7	4.1	4.3
35.44%	住房		0.2	0.3	0.3	0.2	0.3	0.4		3.8	3.9	4.0	4.0	4.2	4.4
6.29%	交通		0.2	-0.2	0.1	-1.4	-0.8	1.8		3.4	2.8	2.5	3.1	6.0	8.0
6.74%	医疗		0.6	0.2	0.5	0.5	0.3	0.0		3.4	3.0	3.1	3.0	3.0	2.7

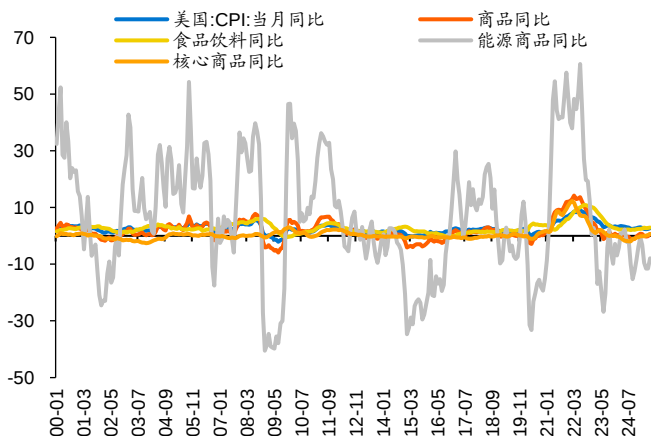
资料来源: BLS, 联储证券研究院

图2 美国 5 月 CPI 分项相对重要性及同环比 (% , NSA)



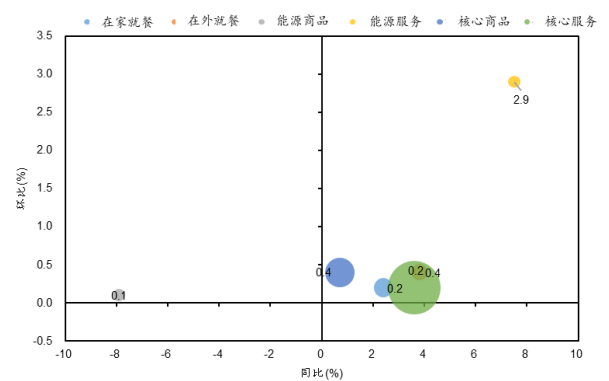
资料来源: 同花顺 iFinD, 联储证券研究院

图4 美国商品 CPI 及其分项同比 (%)



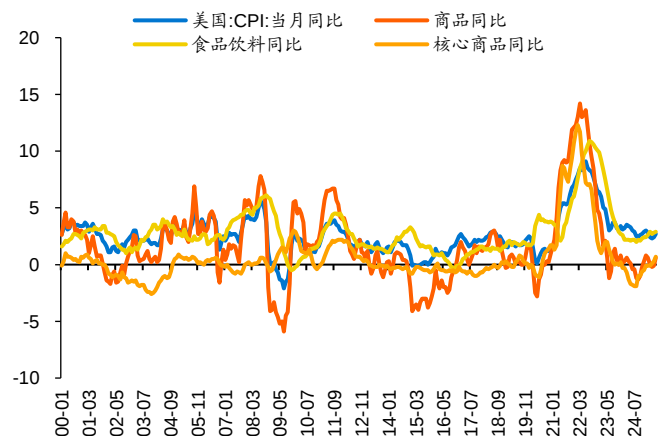
资料来源: 同花顺 iFinD, 联储证券研究院

图3 美国 6 月 CPI 分项相对重要性及同环比 (% , NSA)



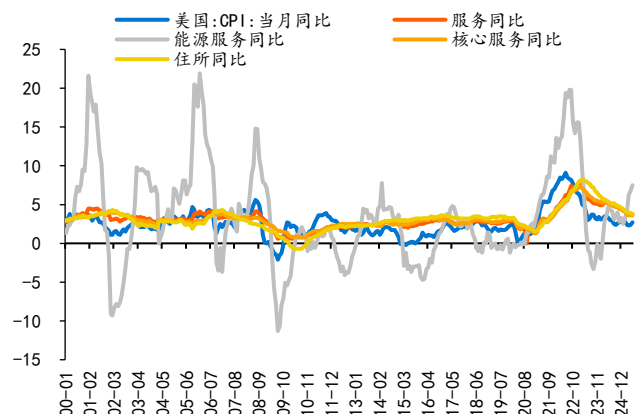
资料来源: 同花顺 iFinD, 联储证券研究院

图5 美国商品 CPI 及其分项同比 (% , 不含能源)



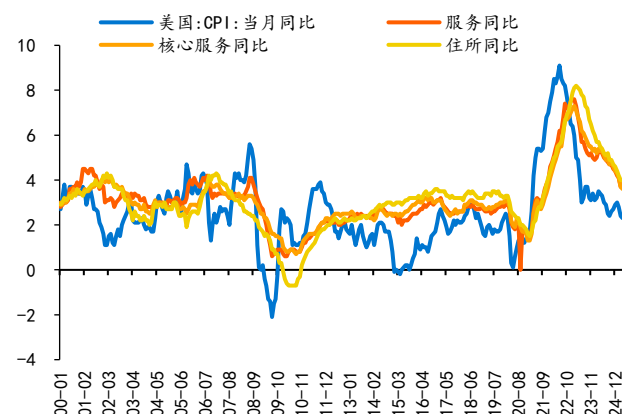
资料来源: 同花顺 iFinD, 联储证券研究院

图6 美国服务CPI及其分项同比(%)



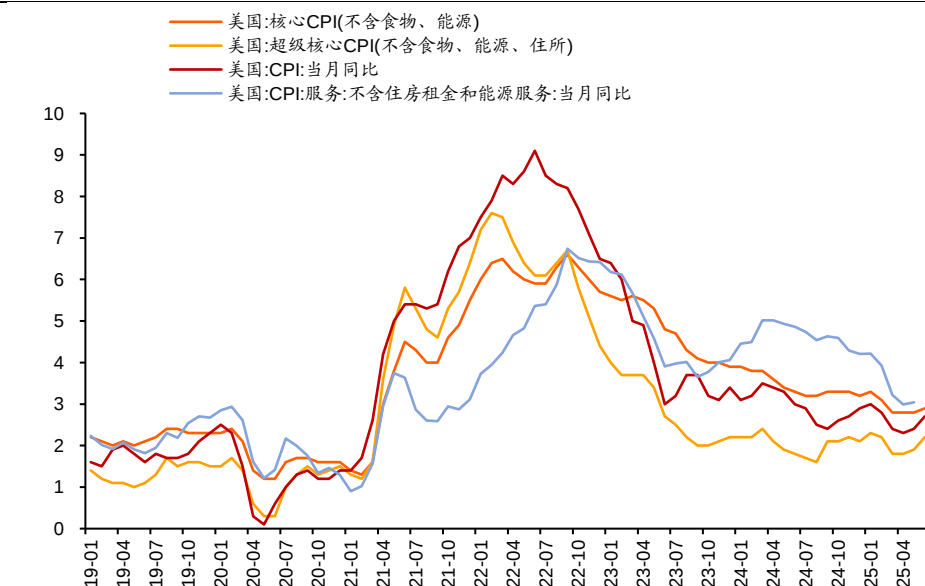
资料来源: 同花顺 iFinD, 联储证券研究院

图7 美国服务CPI及其分项同比(%, 不含能源)



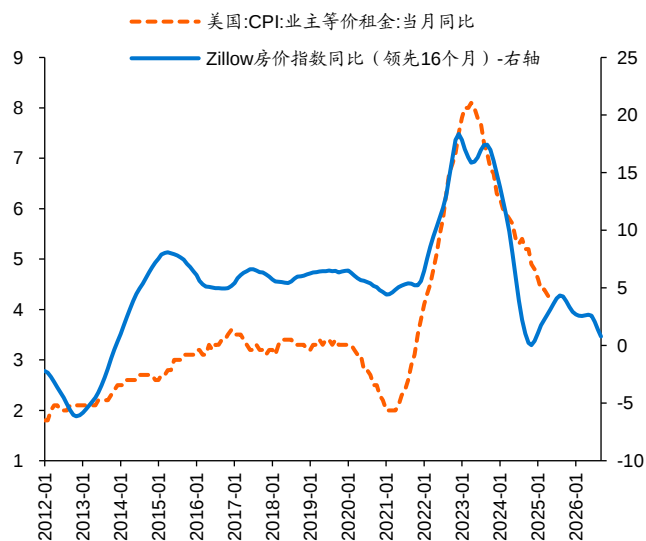
资料来源: 同花顺 iFinD, 联储证券研究院

图8 美国整体、核心、超级核心、非住房核心服务CPI当月同比(%)



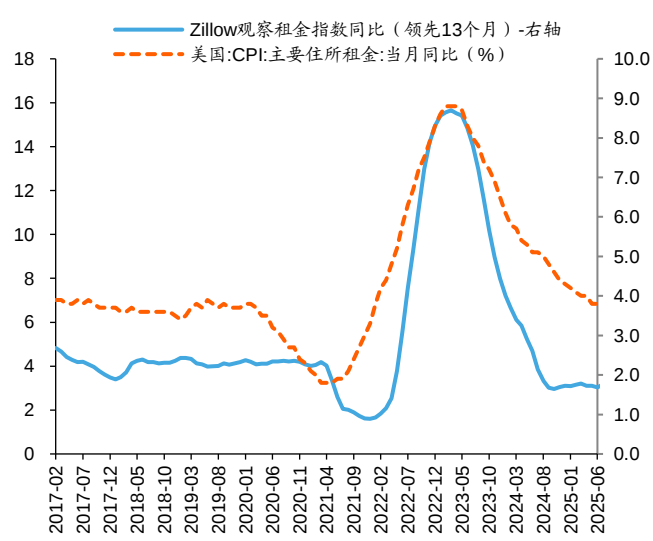
资料来源: BLS, 联储证券研究院

图9 Zillow 房价指数领先业主等价租金 16 个月(%)



资料来源: BLS, Zillow, 联储证券研究院

图10 Zillow 观察租金指数领先主要住所租金 13 个月(%)



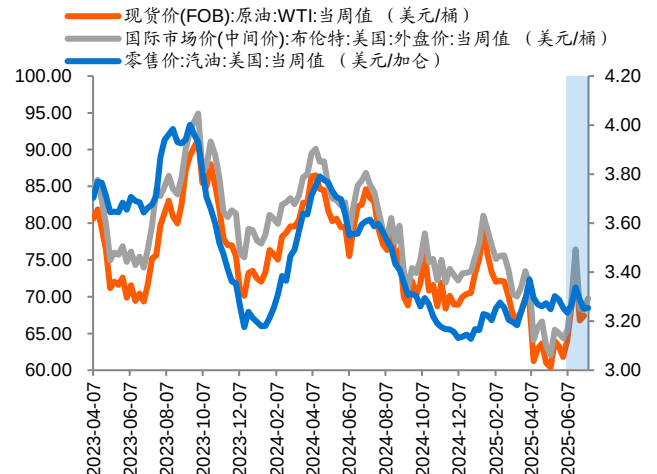
资料来源: BLS, Zillow, 联储证券研究院

图11 近一年原油日频价格（美元/桶）



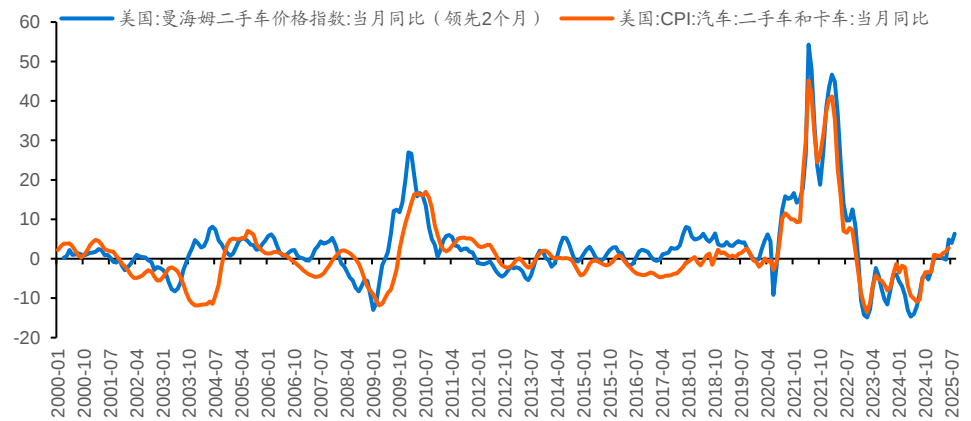
资料来源：同花顺 iFinD，联储证券研究院

图12 国际油价及美国汽油价格变化情况



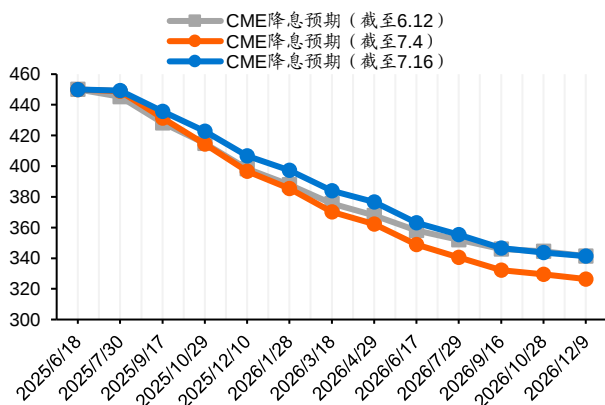
资料来源：同花顺 iFinD，联储证券研究院

图13 Manheim 指数显示二手车价格回暖（%）



资料来源：同花顺 iFinD，联储证券研究院

图14 数据公布后，市场预期利率路径上移



资料来源：CME，联储证券研究院

图15 CME FEDWatch 数据显示市场定价 9 月降息

MEETING DATE	CME FEDWATCH TOOL - CONDITIONAL MEETING PROBABILITIES									
	200-225	225-250	250-275	275-300	300-325	325-350	350-375	375-400	400-425	425-450
2025/7/30					0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	3.1%	96.9%
2025/9/17	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	1.6%	52.5%	45.8%
2025/10/29	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.8%	27.7%	49.1%	22.3%
2025/12/10	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.6%	18.7%	41.9%	31.3%	7.5%
2026/1/28	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.2%	7.4%	27.4%	37.9%	22.4%	4.7%
2026/3/18	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%	3.9%	17.8%	32.9%	29.8%	13.2%	2.2%
2026/4/29	0.0%	0.0%	0.0%	1.3%	8.2%	22.5%	31.9%	24.7%	9.8%	1.6%
2026/6/17	0.0%	0.0%	0.7%	4.9%	15.6%	27.4%	28.2%	16.9%	5.5%	0.7%
2026/7/29	0.0%	0.2%	2.0%	8.2%	19.3%	27.6%	24.7%	13.4%	4.0%	0.5%
2026/9/16	0.1%	0.8%	4.2%	12.1%	22.2%	26.6%	20.7%	10.1%	2.8%	0.3%
2026/10/28	0.2%	1.2%	5.1%	13.3%	22.7%	25.9%	19.5%	9.2%	2.5%	0.3%
2026/12/9	0.3%	1.6%	5.9%	14.2%	23.0%	25.3%	18.4%	8.6%	2.3%	0.3%

资料来源：CME，联储证券研究院

2. 风险提示

美国经济下行超预期，特朗普政策超预期，美联储货币政策紧缩超预期。

免责声明

联储证券股份有限公司（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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，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，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。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。投资者应当充分考虑自身特定状况，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。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“联储证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“联储证券研究院”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在 5%~10%之间
		中性	相对同期基准指数涨幅在 -5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 5%以上
	行业评级	看好	相对表现优于市场
		中性	相对表现与市场持平
		看淡	相对表现弱于市场

联储证券研究院

青岛

地址：山东省青岛市崂山区香港东路 195 号 8 号楼 11、15F
 邮编：266100

上海

地址：上海市浦东新区滨江大道 1111 弄 1 号中企国际金融中心 A 栋 12 层
 邮编：200135

北京

地址：北京市朝阳区安定路 5 号院中建财富国际中心 25F
 邮编：100029

深圳

地址：广东省深圳市南山区沙河街道深云路 2 号侨城一号广场 28-30F
 邮编：518000