

美国 6 月核心 CPI 回升但低于预期， 料本月议息会议将继续按兵不动

美国核心 CPI 通胀率连续 5 个月低于预期。从环比来看，核心 CPI 通胀率从 5 月的 0.13% 回升到 6 月的 0.23%，仍低于市场预期的 0.3%。整体 CPI 环比增速亦从 5 月的 0.08% 回升到 0.29%，符合市场预期。其中能源环比通胀率从 5 月的 -0.98% 转正到 0.95%，食品环比通胀率大致持平在 0.33%。按同比看，美国整体 CPI 通胀率因为低基数效应回升 0.3 个百分点到 2.7%，核心 CPI 通胀率亦略微上升 0.1 个百分点到 2.9%。

从环比细分数据来看，核心商品 CPI 和扣除住房的核心服务 CPI（超级核心服务 CPI）有所回升，住房 CPI 略微回落（图表 1）：

- 核心商品价格环比增速从 5 月的 -0.04% 回升到 6 月的 0.2%，加征关税影响从 6 月起或已经开始逐渐显露。其中服装环比通胀率反弹最多（6 月：0.43%，5 月：-0.42%），或与服装换季有一定关系。家用家具通胀率显著上升 0.64 个百分点到 0.98%。娱乐商品通胀率亦有所上升。自特朗普上台以来的一系列加征关税或已开始逐渐影响以上品类的价格。不过，运输商品通胀率再下跌 0.08 个百分点到 -0.38%。不论是新车还是二手车的环比价格跌幅均继续扩大。虽然美国从 4 月 2 日起对进口汽车加征 25% 关税，但是从日本的经验来看，日本车企似乎在通过降低出口价格来吸收大部分关税成本（日本 5 月对美销售汽车价格跌 2 成），这或许是新车通胀率迟迟没有因为加征关税而上升的原因所在。
- 住房价格环比增速 6 月微跌 0.08 个百分点到 0.18%。这主要是因为外宿价格环比通胀率的下跌所致（6 月：-2.89%，5 月：-0.07%）。业主等价租金和主要居所租金环比通胀率均大致不变。
- 超级核心服务价格环比 CPI 增速反弹 0.31 个百分点到 0.36%。随着暑期的临近，娱乐服务和运输服务的环比通胀率均转正，后者亦得益于能源价格上升引起的机票价格环比跌幅的收窄。医疗护理环比通胀率亦回升至 0.5% 以上。不过我们认为这些变化大部分是季节性规律（图表 3），在劳动力成本下降的背景下，其改善并不具备可持续性。

与此同时，6 月非农就业数据继续好于预期，但或不能持久。6 月新增非农就业人数微升到 14.7 万人，远高于市场预期的 10.6 万人（图表 4）。失业率出人意料地从 5 月的 4.244% 下降至 6 月的 4.112%（图表 5）。不过，平均时薪增速不论是从环比还是同比的角度来看均有所下降。尽管新增就业和失业率数据均好于预期，我们依然认为美国劳动力市场逐渐走弱的整体趋势并没有改变，主要是出于两点考虑：首先，超预期新增就业人数主要是因为政府就业的走强（6 月：7.3 万人，5 月：0.7 万人，图表 6），但这更多是因为季节性调整，下个月数据可能会走弱。私人部门就业 6 月仅为 7.4 万人，远少于 5 月的 13.7 万人。其次，6 月劳动力参与率继续下滑（6 月：62.3%，5 月：62.4%，图表 7），移民政策收紧导致的劳动供给下降或推动了失业率的暂时下行。往前看，我们认为之后失业率仍将上升。

金晓雯，PhD，CFA

首席宏观分析师

xiaowen_jin@spdbi.com

(852) 2808 6437

2025 年 7 月 16 日



扫码关注浦银国际研究

尽管 6 月核心 CPI 通胀率继续低于预期，我们认为已实施关税政策的影响已经在商品价格中开始体现，而后关税影响会逐渐扩大，并扭转此前通胀率温和下行的趋势。我们预计关税对通胀的影响在 7-8 月的通胀数据中会有更明显体现，核心商品 CPI 或继续上行，成为左右核心 CPI 走势的关键因素。

在美联储观察已实施关税政策对通胀数据影响的同时，特朗普潜在的加征关税举措亦会影响美联储的利率政策判断。近期关税担忧有所升温：尽管和我们预测的一致，特朗普在 7 月 9 日加征关税暂缓期结束前宣布将暂缓期延长到 8 月 1 日，并强调暂缓期不会再次延长。不过，到 8 月 1 日的延长期并不长，特朗普在上周已经相继公布了发往 23 个国家的征税函(图表 8)，并称对未接到关税函的国家将征收 15%或 20%的“统一关税”。特朗普亦威胁从 8 月起将对欧盟和墨西哥加征 30%的关税。相较 4 月 2 日首次发布的个性化“对等关税”税率，美国对大部分国家的拟加征关税税率差别不大，柬埔寨、老挝、斯里兰卡等此前加征关税税率超过 40%的国家的拟加征关税税率有显著下降，而对两大传统盟友加拿大和欧盟的拟加征关税税率显著高于 4 月 2 日版本。此外，特朗普还宣布从 8 月 1 日起将对进口铜征收高达 50%的关税，医药行业的关税可能在本月底出台。

我们依然维持在 5 月下旬做出的、下半年关税大致维持现状的[基本判断](#)，但认为该判断目前面临一定下行风险。尤其是市场此次对特朗普新提出的关税反应较小，或让特朗普低估政策影响而选择在 8 月 1 日一意孤行实施征税函中的关税税率。在这种情况下，特朗普加征关税对美国通胀率的影响将大于我们在[下半年宏观展望](#)基本假设下估算的 0.6-1.3 个百分点。而从英国和越南的案例来看，通过贸易协议来使关税从现有水平进一步降低的可能性正在减弱。

6 月通胀和就业数据，叠加关税纷争再起基本排除了 7 月降息的可能性。虽然 6 月就业数据从细节来看远不如整体，但是由升转跌的失业率或仍可以给美联储留出更多的观望时间。与此同时，核心 CPI 通胀率已经连续 5 个月低于市场预期。然而，特朗普 7 月以来对关税的一系列表态或令美联储对关税的担忧有所加深。另外，美联储 6 月会议纪要显示美联储内部存在分歧，仅 2 名官员认为 7 月就可以降息。在此背景下，我们相信在本月底的议息会议上，美联储将按兵不动，维持政策利率不变，并继续重申其观望态度。我们依然认为降息最快在 9 月重启，2025 年或一共降息 2 次、每次 25 个基点。

然而，如果在极端情况下，特朗普征税函制定的新关税税率从 8 月 1 日起长期执行，那么我们认为该关税政策在短期内会再次延后美联储的降息决议。然而在中期，鉴于该政策对通胀和经济增长的影响，美联储政策的天平可能会偏向稳增长，或不得不在明年采取更为激进的降息路径。

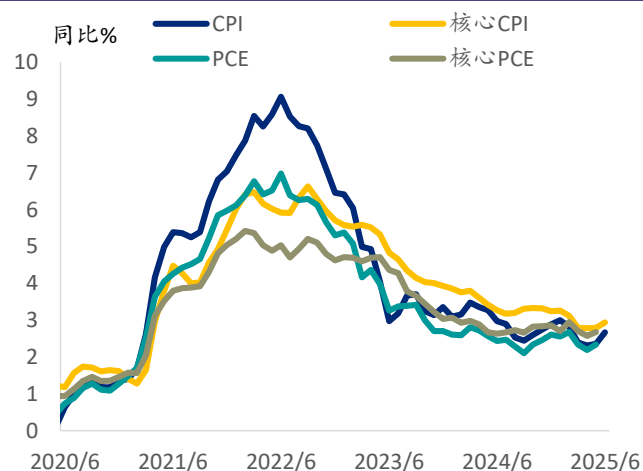
风险提示：特朗普在 8 月 1 日后实施征税函上的关税税率，从而导致美国再通胀；降息过慢引起经济衰退。

图表 1: 美国 CPI 各分项环比增速和环比贡献

	环比 (%)			权重 (%)	环比贡献 (%)
	25 年 6 月	25 年 5 月	25 年 4 月		
CPI	0.29	0.08	0.22	100.0	0.29
食品	0.33	0.29	-0.08	13.6	0.04
能源	0.95	-0.98	0.67	6.5	0.06
核心 CPI	0.23	0.13	0.24	79.9	0.18
- 商品	0.20	-0.04	0.06	19.3	0.04
家用家具和供给	0.98	0.34	0.22	3.6	0.03
服装	0.43	-0.42	-0.20	2.5	0.01
运输	-0.38	-0.30	-0.18	7.2	-0.03
医疗护理	0.10	0.59	0.42	1.5	0.00
娱乐商品	0.77	0.41	0.41	1.9	0.01
教育和通讯商品	-0.01	0.06	0.30	0.7	0.00
酒精饮料	0.14	-0.14	0.01	0.8	0.00
其它	0.33	0.16	0.33	1.3	0.00
- 服务	0.25	0.17	0.29	60.6	0.15
住房	0.18	0.25	0.33	35.4	0.06
主要居所租金	0.23	0.21	0.34	7.4	0.02
外宿	-2.89	-0.07	-0.10	1.4	-0.04
业主等价租金	0.30	0.27	0.36	26.2	0.08
核心服务扣除住房	0.36	0.06	0.23	25.2	0.09
医疗护理	0.56	0.18	0.51	6.8	0.04
运输	0.16	-0.20	0.14	6.3	0.01
娱乐	0.23	-0.10	-0.29	3.4	0.01
教育和通讯商品	0.12	0.09	-0.20	4.9	0.01
其它个人服务	0.63	0.32	0.33	1.0	0.01

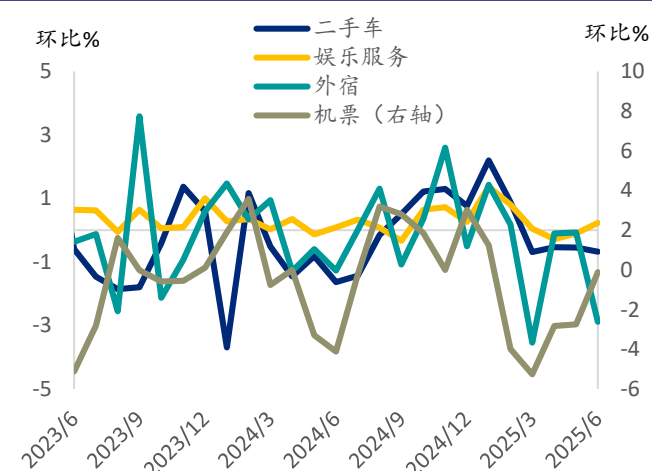
资料来源: CEIC、浦银国际

图表 2: 在低基数情况下, 6 月核心 CPI 和整体 CPI 通胀率同比均有所回升



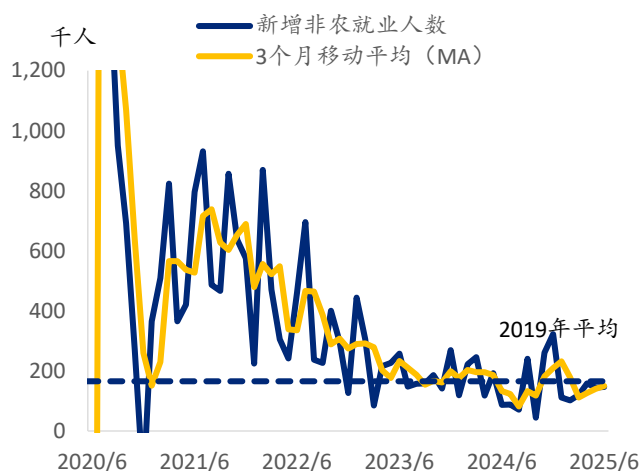
资料来源: CEIC、浦银国际

图表 3: 机票和娱乐服务通胀率的大幅上升或是因为季节性规律



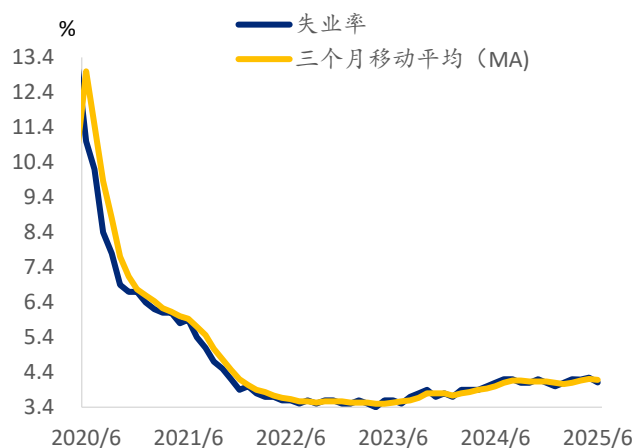
资料来源: CEIC、浦银国际

图表 4：6 月新增非农就业人数微升到 14.7 万人，远高于市场预期的 10.6 万人



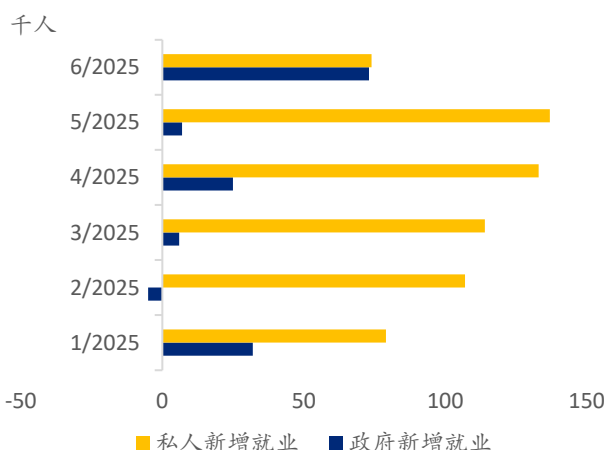
资料来源：CEIC、浦银国际

图表 5：6 月失业率超预期下降，或与移民政策收紧导致的劳动供给下降有关



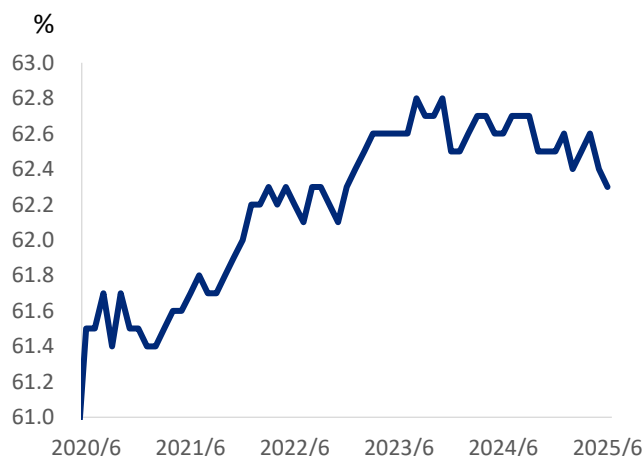
资料来源：CEIC、浦银国际

图表 6：政府新增就业的大幅改善是 6 月非农报告好于预期的主要原因之一



资料来源：CEIC、浦银国际

图表 7：6 月劳动力参与率继续下滑



资料来源：CEIC、浦银国际

图表 8：特朗普 7 月起公布的各国拟征税率，称若未达成协议，将从 8 月 1 日起执行

国家/地区	4月2日税率	7月税率	差额	国家/地区	4月2日税率	7月税率	差额
第一批				第二批			
日本	24%	25%	1%	巴西	10%	50%	40%
韩国	25%	25%	0%	阿尔及利亚	30%	30%	0%
哈萨克斯坦	27%	25%	-2%	斯里兰卡	44%	30%	-14%
突尼斯	28%	25%	-3%	伊拉克	39%	30%	-9%
马来西亚	24%	25%	1%	文莱	24%	25%	1%
南非	30%	30%	0%	利比亚	31%	25%	-6%
波黑	35%	30%	-5%	摩尔多瓦	31%	25%	-6%
印尼	32%	32%	0%	菲律宾	17%	20%	3%
塞尔维亚	37%	35%	-2%	第三批			
孟加拉	37%	35%	-2%	加拿大	25%*	35%	10%
柬埔寨	49%	36%	-13%	口头威胁			
泰国	36%	36%	0%	欧盟	20%	30%	10%
老挝	48%	40%	-8%	墨西哥	25%*	30%	5%
缅甸	45%	40%	-5%				

资料来源：美国白宫网站、新闻报道、浦银国际

注：*表示此前加拿大和墨西哥在 USMCA 协议的商品被豁免加征关税

图表 9：近期相关报告列表

日期	报告标题和链接
2025 年 7 月 3 日	暂缓期大限将至，个性化“对等关税”会卷土重来吗？
2025 年 6 月 20 日	月度美国宏观洞察：暂缓期大限将至，关税政策或再引关注
2025 年 6 月 19 日	美联储 6 月继续暂停降息，关税对通胀的影响仍是降息关键
2025 年 6 月 12 日	美国 5 月 CPI 超预期回落，料降息至少延迟至 9 月
2025 年 5 月 24 日	2025 年中期宏观经济展望：关税进展仍是中美经济关键因素
2025 年 5 月 14 日	美国 4 月 CPI 回升但不及预期，尚未体现关税影响
2025 年 5 月 8 日	美联储 5 月如期继续暂停降息，并排除“先发制人”可能性，降息还需“边走边看”
2025 年 5 月 7 日	月度美国宏观洞察：“对等关税”下美国经济濒临衰退
2025 年 4 月 11 日	美国 3 月 CPI 再超预期回落，但难抵关税阴霾
2025 年 4 月 3 日	政策解读：美国“对等关税”远超预期，而后或有部分减免可能
2025 年 3 月 25 日	月度美国宏观洞察：新一轮关税风暴或一触即发
2025 年 3 月 20 日	美联储 3 月如期继续暂停降息，强调经济不确定性增加
2025 年 3 月 13 日	美国 2 月 CPI 超预期回落，关税战影响尚未显现
2025 年 2 月 25 日	月度美国宏观洞察：关税大棒逐渐落下，美国经济何去何从？
2025 年 2 月 13 日	美国 1 月 CPI 超预期反弹，进一步拉低近期降息可能
2025 年 1 月 30 日	美联储 1 月如期暂停降息，3 月或继续暂停降息
2025 年 1 月 22 日	月度美国宏观洞察：特朗普 2.0 拉开帷幕
2025 年 1 月 16 日	美国 12 月核心 CPI 微降，或不影响本月美联储暂停降息
2024 年 12 月 12 日	美国 11 月核心环比通胀率大致稳定，或不影响 12 月降息
2024 年 11 月 25 日	2025 年宏观经济展望：在特朗普 2.0 的不确定性中寻找确定性
2024 年 11 月 14 日	美国 10 月核心环比通胀率如预期微跌
2024 年 11 月 8 日	11 月美联储会议点评：如期降息，短期内货币政策不受大选影响
2024 年 10 月 29 日	月度美国宏观洞察：大选结果揭晓在即，将如何影响美国经济和金融市场？
2024 年 10 月 10 日	美国 9 月核心环比通胀率再超预期，11 月降息幅度或锁定在 25 个基点
2024 年 9 月 26 日	月度美国宏观洞察：后续降息幅度和经济衰退讨论仍悬而未决
2024 年 9 月 19 日	美联储 9 月超预期降息 50 个基点，年内或还有单次 50 个基点降息
2024 年 9 月 12 日	美国 8 月核心环比通胀率略超预期，基本锁定 9 月 25 个基点降息
2024 年 8 月 27 日	月度美国宏观洞察：衰退尚未到来，降息时点已至
2024 年 8 月 24 日	杰克逊霍尔全球央行年会点评：鲍威尔基本确认 9 月降息
2024 年 8 月 23 日	宏观主题研究：哈里斯经济政策愿景渐清晰，对美国影响几何？
2024 年 8 月 15 日	符合市场预期的美国 7 月环比通胀率上升大概率不会影响 9 月降息决议
2024 年 8 月 1 日	月度美国宏观洞察：迎接降息和美国大选
2024 年 8 月 1 日	7 月美联储会议点评：9 月剑指降息
2024 年 7 月 30 日	宏观主题研究：特朗普 2.0 将如何影响美国经济和金融市场？
2024 年 7 月 12 日	美国 6 月通胀数据再次超预期放缓，9 月降息预期获进一步确认
2024 年 6 月 25 日	月度美国宏观洞察：经济向右，美联储向左？
2024 年 6 月 13 日	偏鹰的美联储会议或未计入 5 月通胀数据的超预期放缓
2024 年 5 月 30 日	2024 年中期宏观经济展望：平波缓进，渐入佳境
2024 年 5 月 16 日	4 月美国通胀放缓，或有助于美联储提升降息信心
2024 年 5 月 6 日	月度宏观洞察：探究美联储的降息逻辑变化
2024 年 5 月 2 日	5 月美联储会议点评：何时降息取决于经济数据
2024 年 4 月 11 日	3 月通胀数据和美联储会议纪要点评：降息或被延迟至三季度
2023 年 12 月 1 日	2024 年宏观经济展望：中美经济周期错位进入下半场

资料来源：浦银国际

免责声明

本报告之收取者透过接受本报告(包括任何有关的附件),表示及保证其根据下述的条件下有权获得本报告,且同意受此中包含的限制条件所约束。任何没有遵循这些限制的情况可能构成法律之违反。

本报告是由从事证券及期货条例(香港法例第 571 章)中第一类(证券交易)及第四类(就证券提供意见)受规管活动之持牌法国-浦银国际证券有限公司(统称“浦银国际证券”)利用集团信息及其他公开信息编制而成。所有资料均搜集自被认为是可靠的来源,但并不保证数据之准确性、可信性及完整性,亦不会因资料引致的任何损失承担任何责任。报告中的资料来源除非另有说明,否则信息均来自本集团。本报告的内容涉及到保密数据,所以仅供阁下为其自身利益而使用。除了阁下以及受聘向阁下提供咨询意见的人士(其同意将本材料保密并受本免责声明中所述限制约束)之外,本报告分发给任何人均属未经授权的行为。

任何人不得将本报告内任何信息用于其他目的。本报告仅是为提供信息而准备的,不得被解释为是一项关于购买或者出售任何证券或相关金融工具的要约邀请或者要约。阁下不应将本报告内容解释为法律、税务、会计或投资事项的专业意见或为任何推荐,阁下应当就本报告所述的任何交易涉及的法律及相关事项咨询其自己的法律顾问和财务顾问的意见。本报告内的信息及意见乃于文件注明日期作出,日后可作修改而不另通知,亦不一定会更新以反映文件日期之后发生的进展。本报告并未包含公司可能要求的所有信息,阁下不应仅仅依据本报告中的信息而作出投资、撤资或其他财务方面的任何决策或行动。除关于历史数据的陈述外,本报告可能包含前瞻性的陈述,牵涉多种风险和不确定性,该等前瞻性陈述可基于一些假设,受限于重大风险和不确定性。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映浦银国际证券的立场。浦银国际控股有限公司及其附属公司、关联公司(统称“浦银国际”)及/或其董事及/或雇员,可能持有在本报告内所述或有关公司之证券、并可能不时进行买卖。浦银国际或其任何董事及/或雇员对投资者因使用本报告或依赖其所载信息而引起的一切可能损失,概不承担任何法律责任。

浦银国际证券建议投资者应独立地评估本报告内的资料,考虑其本身的特定投资目标、财务状况及需要,在参与有关报告中所述公司之证券的交易前,委任其认为必须的法律、商业、财务、税务或其它方面的专业顾问。惟报告内所述的公司之证券未必能在所有司法管辖区或国家或供所有类别的投资者买卖。对部分的司法管辖区或国家而言,分发、发行或使用本报告会抵触当地法律、法则、规定、或其它注册或发牌的规例。本报告不是旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。

美国

浦银国际不是美国注册经纪商和美国金融业监管局(FINRA)的注册会员。浦银国际证券的分析师不具有美国金融监管局(FINRA)分析师的注册资格。因此,浦银国际证券不受美国就有关研究报告准备和分析师独立性规则的约束。

本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法规则 15a-6 定义的“主要机构投资者”,不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人士。接收本报告的美国收件人如想根据本报告中提供的信息进行任何买卖证券交易,都应仅通过美国注册的经纪交易商来进行交易。

英国

本报告并非由英国 2000 年金融服务与市场法(经修订)(「FSMA」)第 21 条所界定之认可人士发布,而本报告亦未经其批准。因此,本报告不会向英国公众人士派发,亦不得向公众人士传递。本报告仅提供给合格投资者(按照金融服务及市场法的涵义),即(i)按照 2000 年金融服务及市场法 2005 年(金融推广)命令(「命令」)第 19(5)条定义在投资方面拥有专业经验之投资专业人士或(ii)属于命令第 49(2)(a)至(d)条范围之高净值实体或(iii)其他可能合法与之沟通的人士(所有该等人士统称为「有关人士」)。不属于有关人士的任何机构和个人不得遵照或倚赖本报告或其任何内容行事。

本报告的版权仅为浦银国际证券所有,未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用,浦银国际证券对任何第三方的该等行为保留追述权利,并且对第三方未经授权行为不承担任何责任。

权益披露

- 1) 浦银国际并没有持有本报告所述公司逾 1%的财务权益。
- 2) 浦银国际跟本报告所述公司在过去 12 个月内并没有任何投资银行业务的关系。
- 3) 浦银国际并没有跟本报告所述公司为其证券进行庄家活动。

评级定义

证券评级定义:

“买入”: 未来 12 个月, 预期个股表现超过同期其所属的行业指数

“持有”: 未来 12 个月, 预期个股表现与同期所属的行业指数持平

“卖出”: 未来 12 个月, 预期个股表现逊于同期其所属的行业指数

行业评级定义 (相对于 MSCI 中国指数):

“超配”: 未来 12 个月优于 MSCI 中国 10%或以上

“标配”: 未来 12 个月优于/劣于 MSCI 中国少于 10%

“低配”: 未来 12 个月劣于 MSCI 中国超过 10%

分析师证明

本报告作者谨此声明: (i) 本报告发表的所有观点均正确地反映作者有关任何及所有提及的证券或发行人的个人观点, 并以独立方式撰写; (ii) 其报酬没有任何部分曾经, 是或将会直接或间接与本报告发表的特定建议或观点有关; (iii) 该等作者没有获得与所提及的证券或发行人相关且可能影响该等建议的内幕信息 / 非公开的价格敏感数据。

本报告作者进一步确定 (i) 他们或其各自的关联人士 (定义见证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则) 没有在本报告发行日期之前的 30 个历日内曾买卖或交易过本报告所提述的股票, 或在本报告发布后 3 个工作日 (定义见《证券及期货条例》(香港法例第 571 章)) 内将买卖或交易本文所提述的股票; (ii) 他们或其各自的关联人士并非本报告提述的任何公司的雇员; 及 (iii) 他们或其各自的关联人士没有拥有本报告提述的证券的任何金融利益。

浦银国际证券机构销售团队

杨增希

essie_yang@spdbi.com

852-2808 6469

浦银国际证券财富管理团队

王玥

emily_wang@spdbi.com

852-2808 6468

浦银国际证券有限公司

SPDB International Securities Limited

网站: www.spdbi.com

地址: 香港轩尼诗道 1 号浦发银行大厦 33 楼

