

2025年07月16日

证券分析师

刘思佳 S0630516080002

liusj@longone.com.cn

联系人

邓尧天

dytian@longone.com.cn

关税冲击初显，三季度或难降息

——海外观察：美国2025年6月CPI数据

投资要点

- **事件：**当地时间7月15日，美国劳工局公布美国6月CPI数据。美国6月CPI同比2.7%，预期2.7%，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3.0%，前值2.8%；环比0.2%，预期0.3%，前值0.1%。
- **核心观点：**美国6月CPI数据基本符合预期。整体通胀受能源价格抬升、关税传导以及新财政法案预期的共同作用而上行。核心CPI受低迷的新车销售以及住房市场影响而略低于预期：核心商品层面，关税传导开始逐渐显现，同比由前值0.3%抬升至0.7%，服饰为主要贡献项，二手车和新车为主要拖累项；核心服务通胀则较为温和，主要受住房市场拖累。我们认为6月回升的通胀数据和疲软的非农私营就业数据加大了美国的“滞胀”风险。如果7月非农私营就业数据和通胀数据再次出现背离，美联储可能不得不在“稳就业”和“去通胀”中进行抉择。
- **受地缘政治影响，能源价格回升。**受6月伊以冲突等地缘政治影响，原油价格得到提振，能源商品价格环比由前值-2.4%转为1.0%。同时，能源服务价格继续保持较高增速，环比由前值0.4%上升至0.9%。原因其一是受高温天气影响电力价格居高不下；其二是由于美国燃气公司5月的检修结束，出口恢复，需求反弹导致价格回升，符合我们在5月通胀报告中提到的“能源服务价格后续反弹”的预期。
- **关税传导初步显现，核心商品价格抬升。**核心商品价格同比由前值0.3%抬升至0.7%，环比由前值0.0%上升至0.2%。其中，服饰是主要贡献项。服饰价格环比由前值-0.4%提升至0.4%。服饰作为美国较为典型的进口依赖行业，其增速抬升意味着关税传导效应开始逐渐显现。二手车同比由前值1.8%上升至2.8%，主要受往年同期的低基数影响；环比由前值-0.5%下跌至-0.7%，为核心商品的主要拖累项。新车价格则保持-0.3%环比速度继续下行。能够看出，车辆销售此类耐用品数据由于库存消化缓慢，叠加一季度“抢购潮”压低后续需求，导致厂家难以提价。
- **住房市场延续降温，拖累核心服务价格。**核心服务同比保持在3.6%不变。其中，住房价格同比由前值3.9%下降至3.8%，环比由前值0.3%下降至0.2%。先行指标——NAHB住房市场指数在6月继续回落至32，为2023年以来最低点。我们依然保持美国5月通胀报告提出的观点：移民政策以及高位贷款利率会在后续为房市带来持续的下行压力。
- **除开住房市场外，其他核心服务价格温和抬升。**医疗服务和运输为核心服务的主要贡献项。医疗服务同比由前值3.0%上升至3.4%，环比由前值0.2%上升至0.6%。我们认为这是主要受到《美丽大法案》财政改革影响，医疗补助资金的削减使得医疗服务部门提前提价，以维持后续经营。运输价格同比由前值2.8%上升至3.4%，环比由前值-0.2%转为0.2%。原因其一是由于能源价格的抬升提高了运输成本；其二是由于对等关税的再次延期使得部分低库存高周转的企业再次进行“抢进口”操作。
- **市场降息预期回落。**美国6月CPI出炉后，美股收平，美债收益率上涨，美元指数上涨，黄金下跌。强韧的6月通胀数据并不支持美联储在三季度进行降息，结合6月低迷的非农私营就业数据，我们认为美国“滞胀”风险正在加剧。如果7月非农私营就业和通胀数据再次出现背离，美联储可能不得不在“稳就业”和“去通胀”中进行抉择。8月杰克逊霍尔会议上鲍威尔的发言同样值得关注，重心布局美联储独立性以及美联储新的货币政策框架。
- **风险提示：**美国关税谈判不及预期导致通胀预期上行，美国经济和就业下行超预期。

图1 美国 CPI 拆分

	权重	同比, %					环比, %				
		2025年3月	2025年4月	2025年5月	2025年6月	趋势	2025年3月	2025年4月	2025年5月	2025年6月	趋势
CPI	100%	2.4	2.3	2.4	2.7		-0.1	0.2	0.1	0.3	
食品	14%	3.0	2.8	2.9	3.0		0.4	-0.1	0.3	0.3	
家庭食品	8%	2.4	2.0	2.2	2.4		0.5	-0.4	0.3	0.3	
家庭外就餐	6%	3.8	3.9	3.8	3.8		0.4	0.4	0.3	0.4	
能源	6%	-3.3	-3.7	-3.5	-0.8		-2.4	0.7	-1.0	0.9	
能源商品	3%	-9.5	-11.5	-11.6	-7.9		-6.1	-0.2	-2.4	1.0	
能源服务	3%	4.2	6.2	6.8	7.5		1.6	1.5	0.4	0.9	
电力	2%	2.8	3.6	4.5	5.8		0.9	0.8	0.9	1.0	
燃气	1%	9.4	15.7	15.3	14.2		3.6	3.7	-1.0	0.5	
核心CPI	80%	2.8	2.8	2.8	2.9		0.1	0.2	0.1	0.2	
核心商品	19%	-0.1	0.1	0.3	0.7		-0.1	0.1	0.0	0.2	
服饰	3%	0.3	-0.7	-0.9	-0.5		0.5	-0.1	-0.4	0.4	
新车	4%	0.0	0.3	0.4	0.2		0.1	0.0	-0.3	-0.3	
二手车和卡车	2%	0.6	1.5	1.8	2.8		-0.7	-0.5	-0.5	-0.7	
医疗用品	2%	1.0	1.0	0.3	0.2		-1.1	0.4	0.6	0.1	
核心服务	61%	3.7	3.6	3.6	3.6		0.1	0.3	0.2	0.3	
房屋	35%	4.0	4.0	3.9	3.8		0.2	0.3	0.3	0.2	
房租	7%	4.0	4.0	3.8	3.8		0.3	0.3	0.2	0.2	
业主等效租金	26%	4.4	4.3	4.2	4.2		0.4	0.4	0.3	0.3	
医疗服务	7%	3.0	3.1	3.0	3.4		0.5	0.5	0.2	0.6	
娱乐	3%	4.3	3.6	3.7	3.8		0.1	-0.3	-0.1	0.2	
教育和通讯	5%	1.6	1.2	1.0	1.1		0.2	-0.2	0.1	0.1	
运输	6%	3.1	2.5	2.8	3.4		-1.4	0.1	-0.2	0.2	

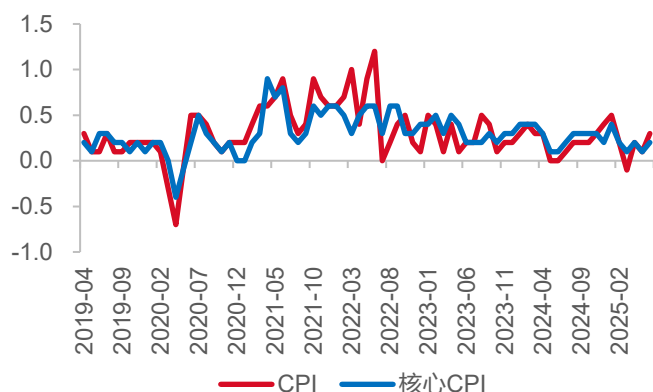
资料来源: BLS, 东海证券研究所

图2 CME FedWatch 显示市场押注美联储 9 月降息概率降至 53.5%，截至 7 月 16 日

CME FEDWATCH TOOL - CONDITIONAL MEETING PROBABILITIES											
MEETING DATE	200-225	225-250	250-275	275-300	300-325	325-350	350-375	375-400	400-425	425-450	450-475
2025/7/30					0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	2.6%	97.4%	0.0%
2025/9/17	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	1.4%	53.5%	45.1%	0.0%
2025/10/29	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.7%	28.1%	49.2%	22.0%	0.0%
2025/12/10	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.5%	19.5%	42.6%	30.5%	6.9%	0.0%
2026/1/28	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%	3.0%	22.6%	41.0%	27.3%	6.0%	0.0%
2026/3/18	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	2.2%	17.3%	36.0%	31.0%	11.7%	1.6%	0.0%
2026/4/29	0.0%	0.0%	0.0%	0.7%	6.6%	22.7%	34.6%	25.4%	8.8%	1.1%	0.0%
2026/6/17	0.0%	0.0%	0.4%	4.0%	15.7%	29.4%	29.4%	16.1%	4.5%	0.5%	0.0%
2026/7/29	0.0%	0.1%	1.3%	7.0%	19.2%	29.4%	26.0%	13.1%	3.5%	0.4%	0.0%
2026/9/16	0.0%	0.6%	3.6%	11.9%	23.3%	28.1%	20.9%	9.3%	2.2%	0.2%	0.0%
2026/10/28	0.1%	1.0%	4.6%	13.3%	23.9%	27.2%	19.4%	8.4%	2.0%	0.2%	0.0%
2026/12/9	0.0%	0.3%	1.9%	6.9%	16.1%	24.8%	25.1%	16.5%	6.7%	1.5%	0.1%

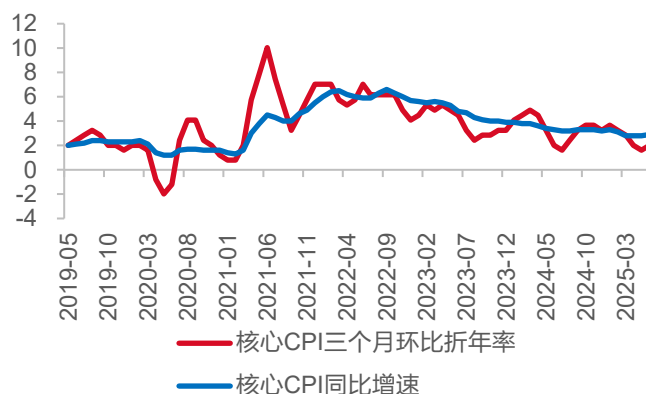
资料来源: CME, 东海证券研究所

图3 美国 CPI 和核心 CPI 环比增速, %



资料来源：BLS，东海证券研究所

图4 美国核心 CPI 环比折年率和同比增速, %



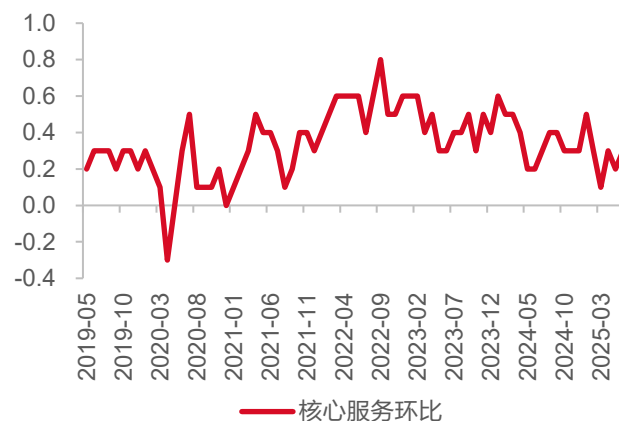
资料来源：BLS，东海证券研究所

图5 核心商品环比增速回升, %



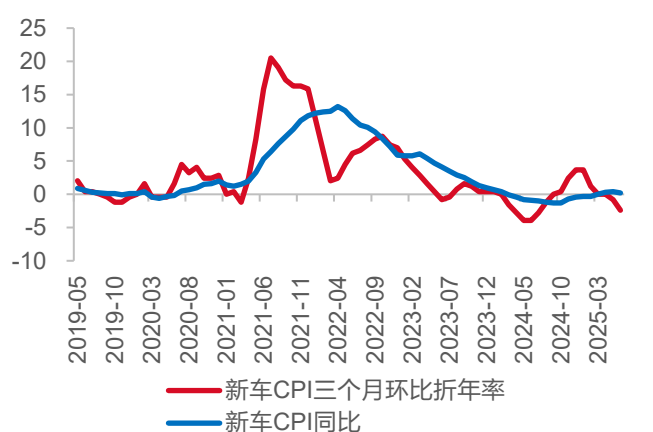
资料来源：BLS，东海证券研究所

图6 核心服务环比增速回升, %



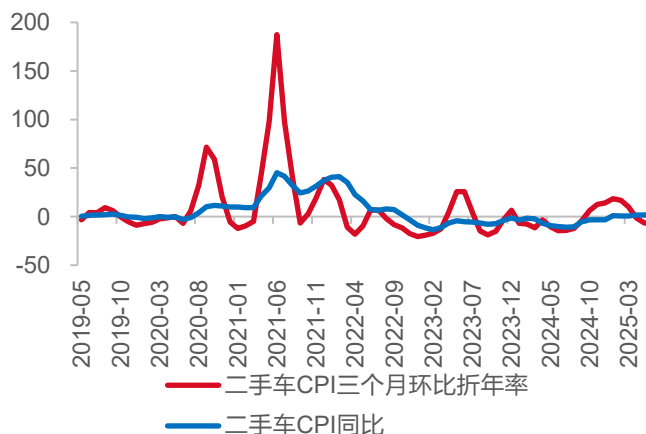
资料来源：BLS，东海证券研究所

图7 新车环比折年率保持下降态势, %



资料来源：BLS，东海证券研究所

图8 二手车环比折年率呈下降态势, %



资料来源：BLS，东海证券研究所

一、评级说明

	评级	说明
市场指数评级	看多	未来 6 个月内沪深 300 指数上升幅度达到或超过 20%
	看平	未来 6 个月内沪深 300 指数波动幅度在-20%—20%之间
	看空	未来 6 个月内沪深 300 指数下跌幅度达到或超过 20%
行业指数评级	超配	未来 6 个月内行业指数相对强于沪深 300 指数达到或超过 10%
	标配	未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 指数在-10%—10%之间
	低配	未来 6 个月内行业指数相对弱于沪深 300 指数达到或超过 10%
公司股票评级	买入	未来 6 个月内股价相对强于沪深 300 指数达到或超过 15%
	增持	未来 6 个月内股价相对强于沪深 300 指数在 5%—15%之间
	中性	未来 6 个月内股价相对沪深 300 指数在-5%—5%之间
	减持	未来 6 个月内股价相对弱于沪深 300 指数 5%—15%之间
	卖出	未来 6 个月内股价相对弱于沪深 300 指数达到或超过 15%

二、分析师声明：

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注册为证券分析师，具备专业胜任能力，保证以专业严谨的研究方法和分析逻辑，采用合法合规的数据信息，审慎提出研究结论，独立、客观地出具本报告。

本报告中准确反映了署名分析师的个人研究观点和结论，不受任何第三方的授意或影响，其薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

署名分析师本人及直系亲属与本报告所涉及的内容不存在任何利益关系。

三、免责声明：

本报告基于本公司研究所及研究人员认为合法合规的公开资料或实地调研的资料，但对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告仅反映研究人员个人出具本报告当时的分析和判断，并不代表东海证券股份有限公司，或任何其附属或联营公司的立场，本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间等因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致，敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。在法律允许的情况下，本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告仅供“东海证券股份有限公司”客户、员工及经本公司许可的机构与个人阅读和参考。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何机构和个人的投资建议，任何形式的保证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，本公司亦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。本公司客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。

本报告版权归“东海证券股份有限公司”所有，未经本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

四、资质声明：

东海证券股份有限公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构，已经具备证券投资咨询业务资格。我们欢迎社会监督并提醒广大投资者，参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构，注意防范非法证券活动。

上海 东海证券研究所

地址：上海市浦东新区东方路1928号 东海证券大厦
 网址：Http://www.longone.com.cn
 座机：（8621）20333275
 手机：18221959689
 传真：（8621）50585608
 邮编：200125

北京 东海证券研究所

地址：北京市西三环北路87号国际财经中心D座15F
 网址：Http://www.longone.com.cn
 座机：（8610）59707105
 手机：18221959689
 传真：（8610）59707100
 邮编：100089