

6 月美国 CPI 的降息“份量”

2025 年 07 月 16 日



分析师：陶川

执业证号：S0100524060005

邮箱：taochuan@mszq.com

分析师：林彦

执业证号：S0100525030001

邮箱：linyan@mszq.com

分析师：邵翔

执业证号：S0100524080007

邮箱：shaoxiang@mszq.com

研究助理：武朔

执业证号：S0100125070003

邮箱：wushuo@mszq.com

➤ **事件：**当地时间 7 月 15 日，美国劳工局公布 6 月消费者价格数据：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 同比升至 2.9% (预期 2.9%，前值 2.8%)，环比 0.2% (预期 0.3%，前值 0.1%)。

➤ **6 月通胀数据再次让美联储喘了一口气。**虽然边际上关税的影响进一步显现 (体现在服装、家具等价格大涨)，但是在住房价格的回落以及汽车供需疲弱的双重助攻下，核心 CPI 已经连续 5 个月不及预期。面对这张 6 月 CPI 的“分裂”成绩单，美联储的降息按钮是更近一步，还是被再次“束之高阁”？

➤ **我们认为，9 月降息仍是基准情形。**虽然在 9 月议息会议前仍有两份通胀数据有待验证，对于谨慎的美联储来说，现在下定论还为时尚早，毕竟观察和等待已经成为当前鲍威尔“老师傅”的“代名词”。但我们认为，三季度由于“滞”的风险将超过“胀”再次成为主导，这或将成为推动 9 月议息会议变盘的重要导火索。我们对此判断的核心理由在于：

➤ **当前市场过度关注了关税对于通胀的传导，但是忽略了抢消费透支回吐和高利率对于需求的压制。**当前关税通胀传导本身并不足以主导美联储降息路径，关键在于它的“二次影响”：成本驱动的通胀会进一步压制需求，这也会反过来抵消关税的部分通胀影响。叠加前期抢消费透支的需求回吐，以及高利率的影响，需求可能进一步加快走弱，当前从一些前瞻指标来看，消费和投资在三季度均有明显走弱的隐患。经济下行叠加特朗普政府的持续政治施压，或成为 9 月降息的破局点。

➤ **具体来看，本期 CPI 价格大幅反弹主要受能源价格影响较大。**6 月在中东局势的“黑天鹅”事件影响下油价意外飙升，对通胀产生了不小的影响，能源 CPI 环比上涨 0.9%，为今年以来的最大涨幅，而同比也从前期的-3.5%大幅收缩至-0.8%。

➤ **而核心 CPI 涨幅却连续 5 个月不及预期，主要原因在于，一方面高利率下，住房价格的回落拖累核心服务上涨；另一方面，汽车价格的持续萎靡不振，严重拖累了核心商品的上涨势头。**但与关税相关的其他进口产品价格已经出现加快上涨的趋势，反映出关税对美国国内物价的传导已经在加快显现：

➤ **首先，核心服务端上，住房分项的走弱基本上抵消了其他核心服务的涨价“努力”。**6 月核心服务分项普遍上涨，医疗护理服务、运输服务、休闲服务、杂项个人服务环比增速均较 5 月明显反弹。

➤ **但住房分项构成拖累，环比和同比增速均较上期边际走弱，核心原因仍在于**

相关研究

1. 2025 年上半年经济数据点评：5.3% 的预期与现实 - 2025/07/15
2. 2025 年 6 月外贸数据点评：6 月出口：“预期差”在哪？ - 2025/07/14
3. 美国经济研究：关税“悖论”：真的越加越通缩？ - 2025/07/12
4. “十五五”规划系列报告（三）：从今年高考看“十五五”规划 - 2025/07/11
5. 海外政策展望：跳出关税看谈判：“7 月 9 日”还重要吗？ - 2025/07/07

高利率的压制，导致住房需求持续降温。但抛去住房来看，超级核心通胀价格明显反弹，6月环比上涨0.21%，同比上涨3.02%，均为3月以来的最高涨幅，价格上涨的范围和幅度均有明显提升。

➤ **此外，汽车价格的持续疲弱也为核心CPI的上涨带来了不小的阻力。**无论是新车还是二手车价格环比增速均在负区间内徘徊，当前汽车行业面临着供需两端的双重考验：

➤ **一方面，最核心的还是需求的疲弱**，整个行业目前整体仍处于去库的大周期内，价格缺乏上涨的动力，而且前期抢消费更是透支了后续汽车的部分消费需求；

➤ **另一方面**，值得关注的是，不仅美国国内汽车供给商在持续降价，而且在关税影响下，海外汽车出口商为了抢占市场也在降价促销，降价的力度甚至抵消了关税带来的成本上涨，以日本为例，4月汽车关税征收以来，日本对美汽车出口价格断崖式下降近20%（对非美出口仅下降0.1%），而汽车税率为25%，这使得关税的实际影响大打折扣。

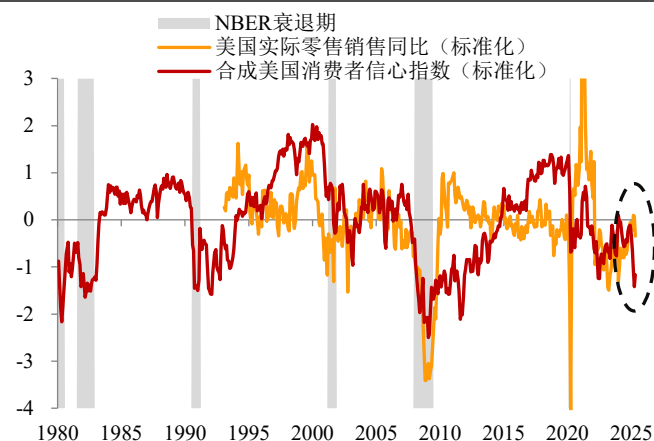
➤ **但从其他核心商品价格的加快上涨来看，关税的影响相较5月已经出现明显上升。**6月核心商品CPI环比上涨0.2%，同比上涨0.7%，为今年以来的最大涨幅，其中服装（环比0.4%）、家具（环比1%）、休闲产品（环比0.8%）等与进口密切关联的商品价格均明显上升，尤其是以家具最为突出，6月家具价格环比增速一度创下2022年1月以来的最大上涨记录。**因此，如果不是汽车分项的拖累，我们可能已经看到商品价格更大幅度的回升迹象。**

➤ **我们预计随着前期抢进口带来的低价库存的持续消耗，以及供给商利润的压缩，上游向下游的成本转嫁将有所加快，而关税对价格的影响也将在下半年进一步显现。**

➤

➤ **风险提示：**美国经贸政策大幅变动；关税扩散超预期，导致全球经济超预期放缓、市场调整幅度加大。

图1：实际零售销售出现回落迹象



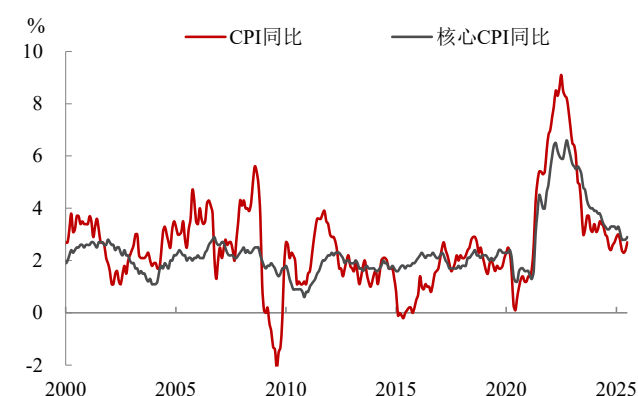
资料来源：wind，民生证券研究院

图2：制造业资本开支预期整体下行



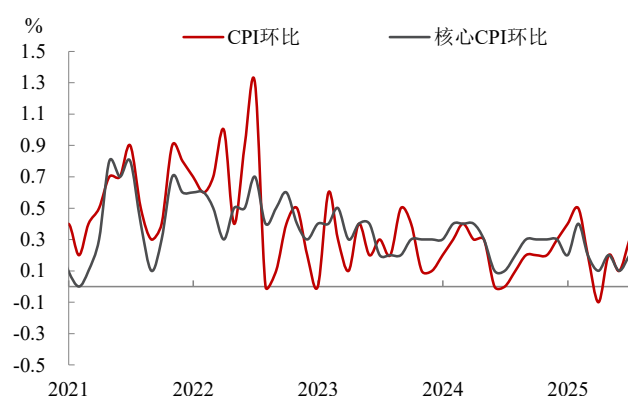
资料来源：wind，民生证券研究院

图3：美国 CPI、核心 CPI 同比回升



资料来源：wind，民生证券研究院

图4：美国 CPI、核心 CPI 环比加快反弹回升



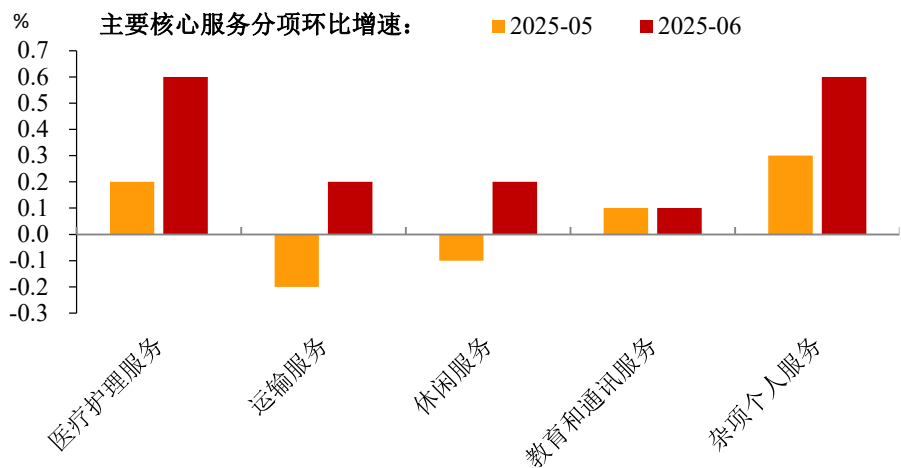
资料来源：wind，民生证券研究院

图5：能源价格上涨是 CPI 主要支撑

2025年6月美国CPI数据一览										
	同比 (%)					环比, 季调 (%)				
	2025-06	2025-05	2025-04	2025-03	2025-02	2025-06	2025-05	2025-04	2025-03	2025-02
CPI	2.7	2.4	2.3	2.4	2.8	0.3	0.1	0.2	-0.1	0.2
食品	3.0	2.9	2.8	3.0	2.6	0.3	0.3	-0.1	0.4	0.2
家庭食品	2.4	2.2	2.0	2.4	1.9	0.3	0.3	-0.4	0.5	0.0
非家用食品	3.8	3.8	3.9	3.8	3.7	0.4	0.3	0.4	0.4	0.4
能源	-0.8	-3.5	-3.7	-3.3	-0.2	0.9	-1.0	0.7	-2.4	0.2
能源类商品	-7.9	-11.6	-11.5	-9.5	-3.2	1.0	-2.4	-0.2	-6.1	-0.9
汽油 (所有种类)	-8.3	-12.0	-11.8	-9.8	-3.1	1.0	-2.6	-0.1	-6.3	-1.0
燃油	-4.7	-8.6	-9.6	-7.6	-5.1	1.3	0.9	-1.3	-4.2	0.8
能源服务	7.5	6.8	6.2	4.2	3.3	0.9	0.4	1.5	1.6	1.4
电力	5.8	4.5	3.6	2.8	2.5	1.0	0.9	0.8	0.9	1.0
公共事业燃气服务	14.2	15.3	15.7	9.4	6.0	0.5	-1.0	3.7	3.6	2.5
核心CPI	2.9	2.8	2.8	2.8	3.1	0.2	0.1	0.2	0.1	0.2
商品, 不含食品和能源商品	0.7	0.3	0.1	-0.1	-0.1	0.2	0.0	0.1	-0.1	0.2
新交通工具	0.2	0.4	0.3	0.0	-0.3	-0.3	-0.3	0.0	0.1	-0.1
二手汽车和卡车	2.8	1.8	1.5	0.6	0.8	-0.7	-0.5	-0.5	-0.7	0.9
服装	-0.5	-0.9	-0.7	0.3	0.6	0.4	-0.4	-0.2	0.4	0.6
医疗护理商品	0.2	0.3	1.0	1.0	2.3	0.1	0.6	0.4	-1.1	0.1
服务, 不含能源服务	3.6	3.6	3.6	3.7	4.1	0.3	0.2	0.3	0.1	0.3
住所	3.8	3.9	4.0	4.0	4.2	0.2	0.3	0.3	0.2	0.3
运输服务	3.4	2.8	2.5	3.1	6.0	0.2	-0.2	0.1	-1.4	-0.8
医疗护理服务	3.4	3.0	3.1	3.0	3.0	0.6	0.2	0.5	0.5	0.3

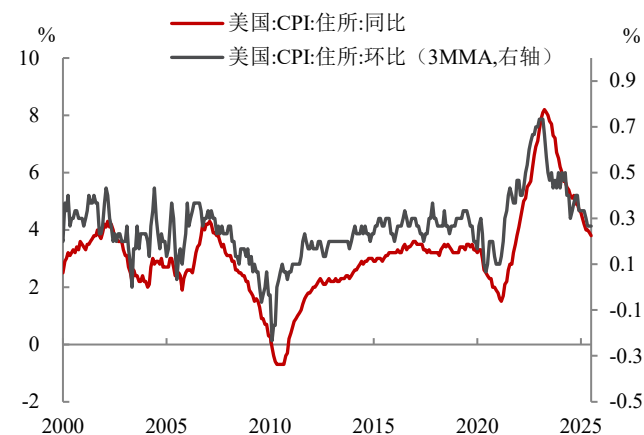
资料来源：wind，民生证券研究院

图6：除住房外的核心服务分项普遍上涨



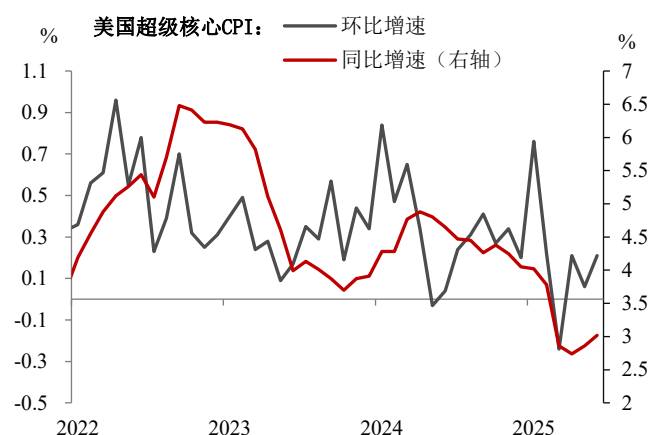
资料来源：wind，民生证券研究院

图7：美国住所价格下跌



资料来源：wind，民生证券研究院

图8：超级核心CPI 环比和同比均创今年3月以来新高



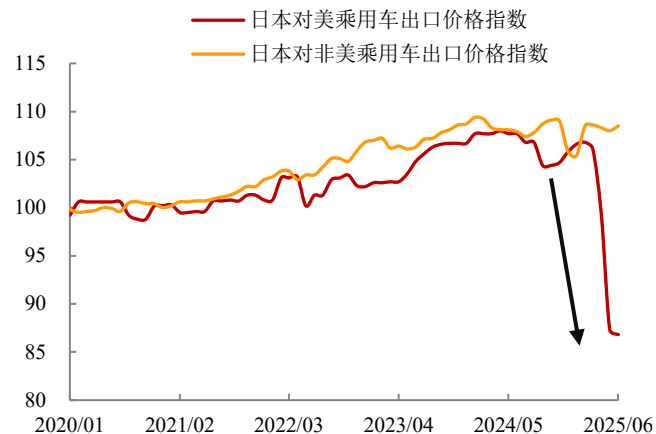
资料来源：彭博，民生证券研究院

图9：美国汽车行业持续去库



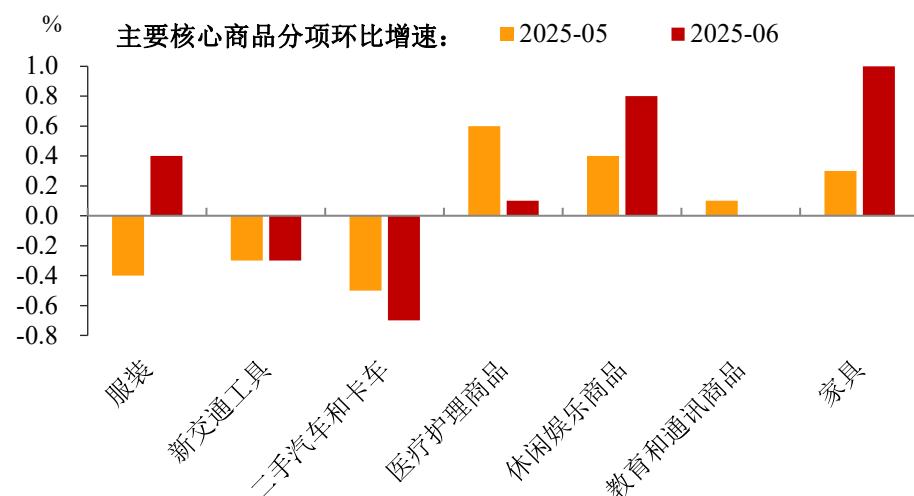
资料来源：ifind，民生证券研究院

图10：日本对美乘用车出口价格断崖式下降



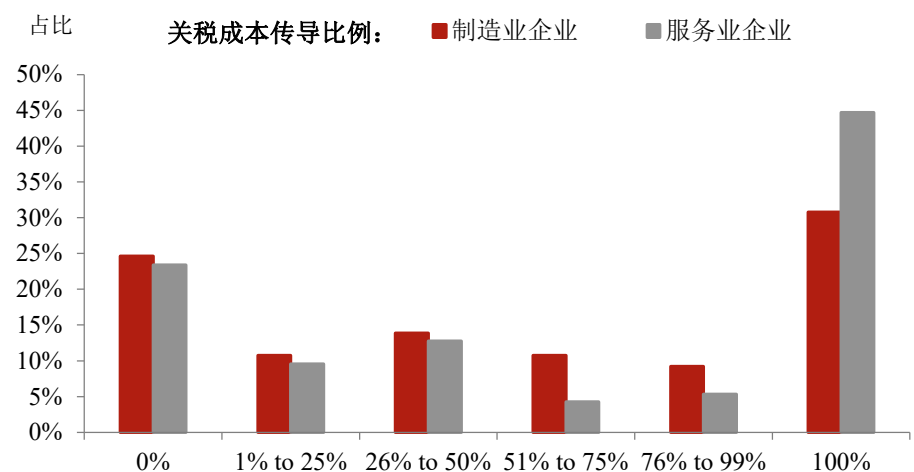
资料来源：BOJ，民生证券研究院

图11：关税影响下，服装、休闲商品、家具价格上涨



资料来源：wind，民生证券研究院

图12：超过一半的企业倾向于将至少 50%-75%的成本转移给消费者



资料来源：纽约联储，民生证券研究院

注：纵轴表示企业占比，横轴表示企业愿意将成本转移给消费者的比重；以制造业为例，愿意将 51%-75% 的成本转移给消费者的企业占比约 11%，转移 76%-99%成本的企业占比约 9%，转移 100%成本的企业占比约 31%，累计占比超过 50%。

分析师承诺

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登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准		评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	公司评级	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
		谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上
	行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（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。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑获取本报告的机构及个人的具体投资目的、财务状况、特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，进行独立评估，并应同时考量自身的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代自身的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，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、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市虹口区杨树浦路 188 号星立方大厦 7 层； 200082

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 1 座 10 层 01 室； 518048