

“抢进口”与服务部门衰退冲击令美国 5 月 CPI 环比不及预期

2025 年 06 月 15 日

证券分析师 芦哲

执业证书：S0600524110003

luzhe@dwzq.com.cn

证券分析师 张佳炜

执业证书：S0600524120013

zhangjw@dwzq.com.cn

证券分析师 韦伟

执业证书：S0600525040002

weiy@dwzq.com.cn

研究助理 王茁

执业证书：S0600124120013

wangzhuo@dwzq.com.cn

■ **核心观点：**本周以色列袭击伊朗引发中东紧张局势升级，美股下跌；而美债利率在通胀数据不及预期的带动下走低，10 年期美债利率全周降 10.69bps 至 4.399%，黄金与原油价格在避险情绪和供给担忧的影响下分别大涨 3.68% 和 13.01%。本周美国多项“软数据”调查有所改善，消费者与企业信心抬升，未来通胀预期降温；而“硬数据”的 5 月 CPI 环比不及预期，其中核心商品涨幅偏弱，主要来自美国贸易商提前补库、加墨部分进口商品免税对关税的稀释；而服务通胀的走弱则更多受到总需求偏弱的大背景下，美国居民服务消费预算收缩影响。向前看，前景高度不确定的通胀和仍有韧性的增长令美联储在下周 FOMC 会议上无法降息。当前市场的降息预期高度一致，认为 9、12 月各有一次降息，但我们认为不可忽视特朗普的干预与鲍威尔对美联储独立性更大的重视，这或导致全年最终仅有 0-1 降息。

■ **大类资产：**以伊冲突升级主导市场避险情绪，美股下跌，黄金与原油价格大涨。本周伊始，中美经贸磋商机制首次会议在伦敦进行，市场情绪得到提振，美股上行；而后发布 5 月美国 CPI 数据不及预期，降息预期升温，美债利率回落。但 6 月 12 日以伊冲突再度升级，以色列对伊朗多处核设施和军事目标发动袭击，市场避险情绪再度升温。整体来看，全周（6 月 9 日至 13 日）10 年期美债利率降 10.69bps 至 4.399%，2 年期美债利率降 8.90bps 至 3.974%，美元指数跌 1.01% 至 98.18；标普 500、纳斯达克指数分别收跌 0.39%、0.63%；现货黄金价格受以伊冲突影响再度大涨 3.68% 至 3432 美元/盎司，原油价格则在原油供应和航路运输的担忧情绪推动下大涨 13.01% 至 72.98 美元/桶。

■ **海外经济：**美国“软数据”有所改善，消费者与企业信心抬升，未来通胀预期降温。5 月纽约联储消费者调查 1 年期通胀预期降至 3.2%，预期 3.5%，前值 3.63%；3 年期通胀预期 3.0%，前值 3.2%，5 年期通胀预期 2.6%，前值 2.7%。5 月 NFIB 美国小企业乐观指数升至 98.8，预期 96，前值 95.8。6 月密歇根大学消费者信心指数初值 60.5，创 2024 年 1 月以来最大单月升幅，预期 53.6，前值 52.2；1 年通胀预期初值 5.1%，预期 6.4%，前值 6.6%；5 年通胀预期初值 4.1%，预期 4.1%，前值 4.2%。整体来看，本周的“软数据”调查均反映出市场对通胀的担忧有所降温，并对未来前景的乐观程度有所抬升。 **货币政策方面**，特朗普 6 月 12 日再度对当前美联储不降息的决定表示不满。特朗普抨击鲍威尔为“笨蛋”，并称降低 2 个百分点的利率每年可以为美国节省 6000 亿美元的债务利息支出。但特朗普同时表示他将不会提前罢免美联储主席鲍威尔，而后的任期将于 2026 年 5 月届满。 **增长方面**，截至 6 月 9 日，亚特兰大联储 GDPNow 模型对 25Q2 美国 GDP 最新预测值为+3.8%；截至 6 月 13 日，纽约联储 Nowcast 模型对 25Q2 美国 GDP 预测值为+2.34%。

■ **5 月 CPI：**环比与核心环比均不及预期，“抢进口”稀释商品通胀冲击，关税负担抑制居民消费预算稀释服务通胀冲击。美国 5 月 CPI 同比+2.4%，预期+2.4%，前值+2.3%。环比+0.1%，预期+0.2%，前值+0.2%；核心 CPI 同比+2.8%，预期+2.9%，前值+2.8%。核心环比+0.1%，预期+0.3%，前值+0.2%。从结构上看，①核心商品方面，本月核心商品环比-0.04%转负，其中机动车环比由-0.18%跌至-0.3%。新车价格显著下跌，或反映需求疲软；零部件价格明显反弹，或反映关税冲击；二手车价格维持跌势，与 Manheim 二手车指数“预告”的一致。 ②居住通胀方面，本月居住服务环比由+0.33%回落至+0.25%。自住房折算 OER 与租金 RPR 同比增速在基数效应驱动下继续保持回落趋势，但环比增速口径下，RPR 回落程度有所放大。关税带来的一系列影响或正给美国服务部门带来“消费降级”。 ③工资通胀方面，超核心 CPI 环比由+0.209%跌至+0.06%，但高波动的机票、酒店、车险变化不大。超核心 CPI 回落主要来自医保服务涨幅收窄和交运服务跌幅走深。整体来看，本次核心商品

相关研究

《长期利率的合意点位是多少？》

2025-06-14

《贷款季节回暖、存款“搬家”初显

——2025 年 5 月金融数据点评》

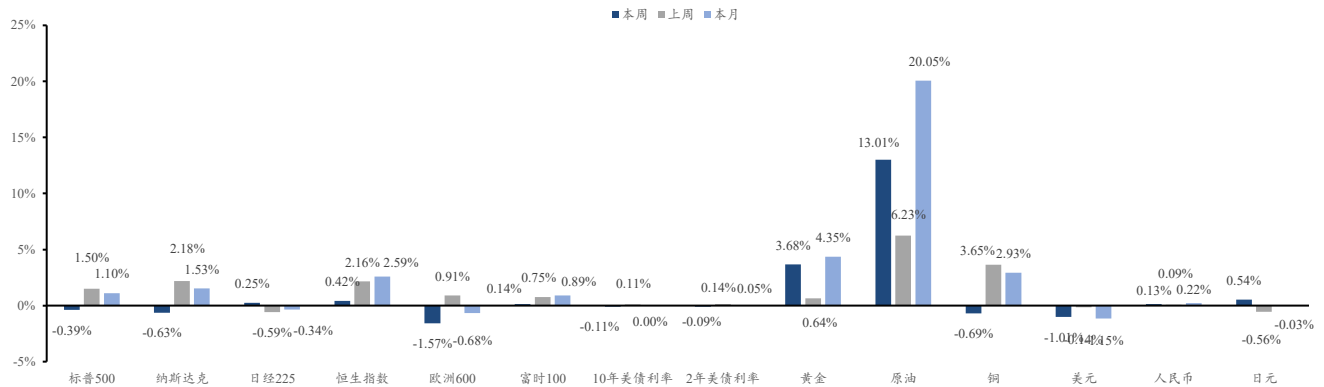
2025-06-14

CPI 涨幅偏弱，主要来自美国贸易商提前补库、加墨部分进口商品免税对关税的稀释。而服务通胀的走弱则更多受到总需求偏弱的大背景下，美国居民服务消费预算收缩影响。在总收入不变的情况下，关税本质上是对居民的加税行为，因此虽然特朗普关税对商品部门有滞胀冲击，但给服务部门带来的是更大的衰退冲击。这也导致美国 CPI 的扩散指数更加分化——增速>4%、增速<2%的项目占比在增大，反而是增速 2-4%的项目占比在缩小。

■ **6 月 FOMC 前瞻：本次料“按兵不动”，全年或 0-1 次降息。**北京时间 6 月 19 日 2:00，美联储将公布美国 6 月 FOMC 利率决策。截止最新联邦基金期货市场预期本次 FOMC 会议不降息，9 月会议降息概率 86.2%，到 25 年底累计降息 2.02 次 50.5bps。向前看，在基数效应影响下，未来一个季度美国 CPI、核心 CPI 同比增速大概率继续上行，尤其考虑到近期中东局势升级带来的油价飙升，6 月 CPI 上行幅度或较大。虽然未来 CPI 同比增速继续上行，但环比中枢在横向稀释（美国贸易商提前补库、加墨部分进口商品免税）和纵向稀释（关税给服务部门带来的衰退冲击）的影响下或逊于预期。整体来看，前景高度不确定的通胀，和 5 月非农表现出仍有韧性的增长令美联储 6 月无法降息。这同时也意味着，美联储今年降息的难度存在很大的不确定性和逊于预期风险，近期美联储官员的表态也反映出 FOMC 对降息的谨慎态度。当前市场的降息预期高度一致，认为 9、12 月各一次降息，但我们认为不可忽视特朗普的干预与鲍威尔对美联储独立性更大的重视：本周特朗普再度喊话鲍威尔要求其降息，而鲍威尔为体现美联储在货币政策上的独立性或对降息“更为谨慎”，这或导致全年最终仅有 0-1 降息。

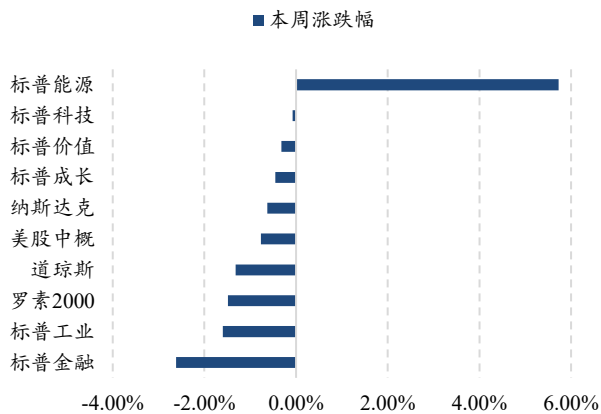
■ **风险提示：**特朗普政策超预期；美联储降息幅度过大引发通胀反弹甚至失控；美联储维持高利率水平时间过长，引发金融系统流动性危机。

图1：全球大类资产表现一览



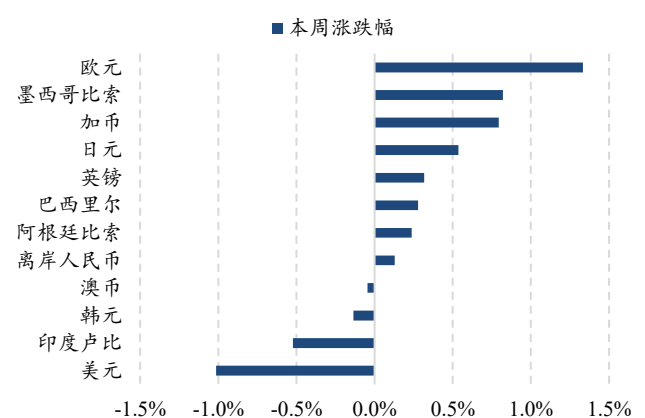
数据来源：彭博、东吴证券研究所；美债利率为绝对值变化，其他为百分比变化幅度

图2：美股大类和行业指数本周涨跌幅



数据来源：彭博、东吴证券研究所

图3：主要经济体汇率本周涨跌幅

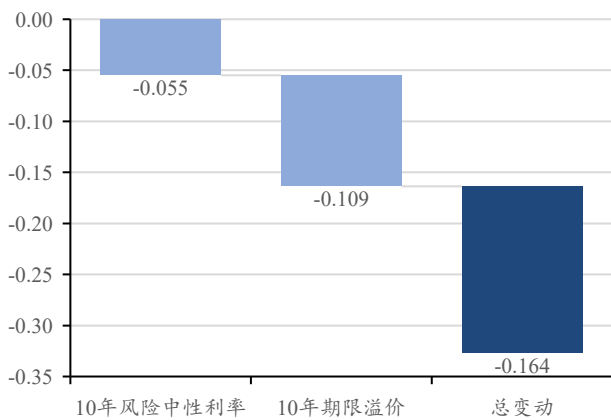


数据来源：彭博、东吴证券研究所

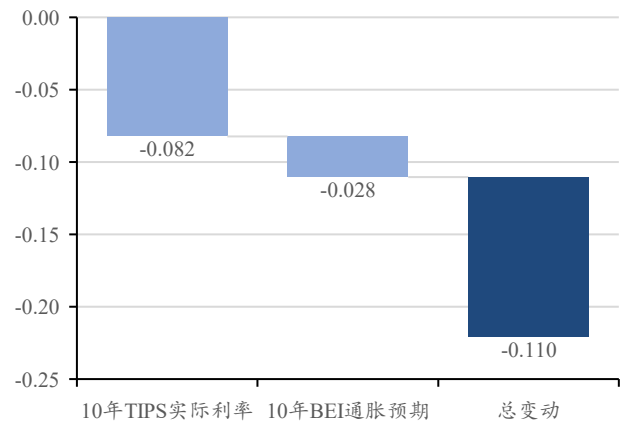
图4：10年、2年美债利率与利差



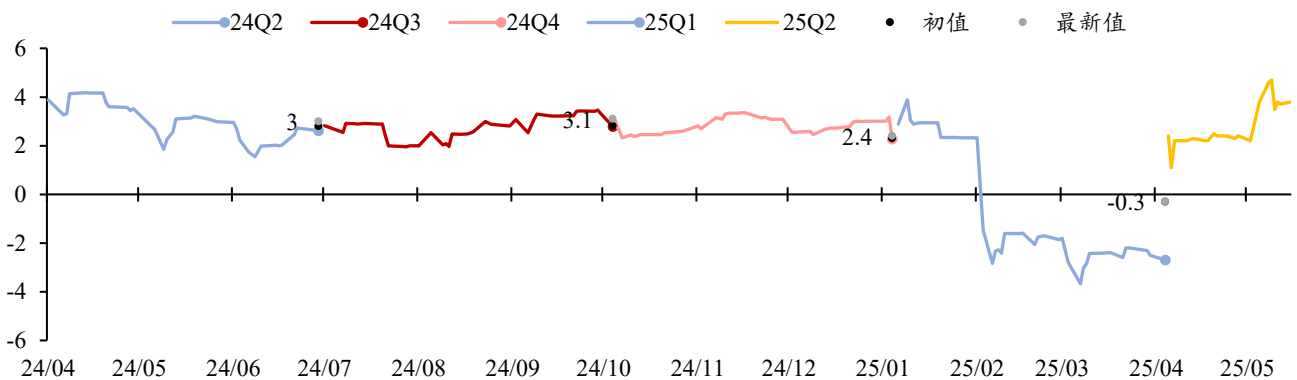
数据来源：彭博、东吴证券研究所；横轴单位为年份后两位，下同；纵轴单位%

图5：10 年美债利率周度变动及贡献度拆分（风险中性利率与期限溢价视角）


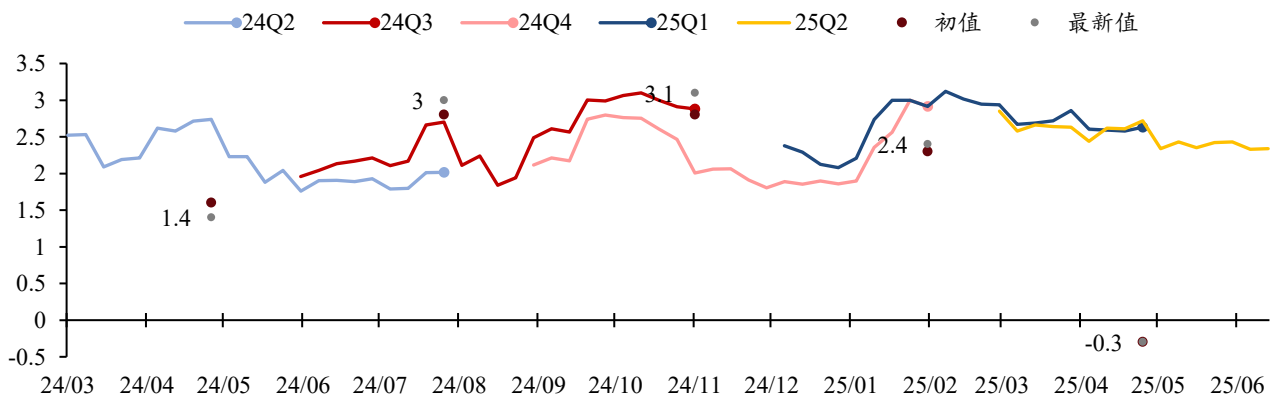
数据来源：彭博、东吴证券研究所；单位%

图6：10 年美债利率周度变动及贡献度拆分（实际利率与通胀预期视角）


数据来源：彭博、东吴证券研究所；单位%

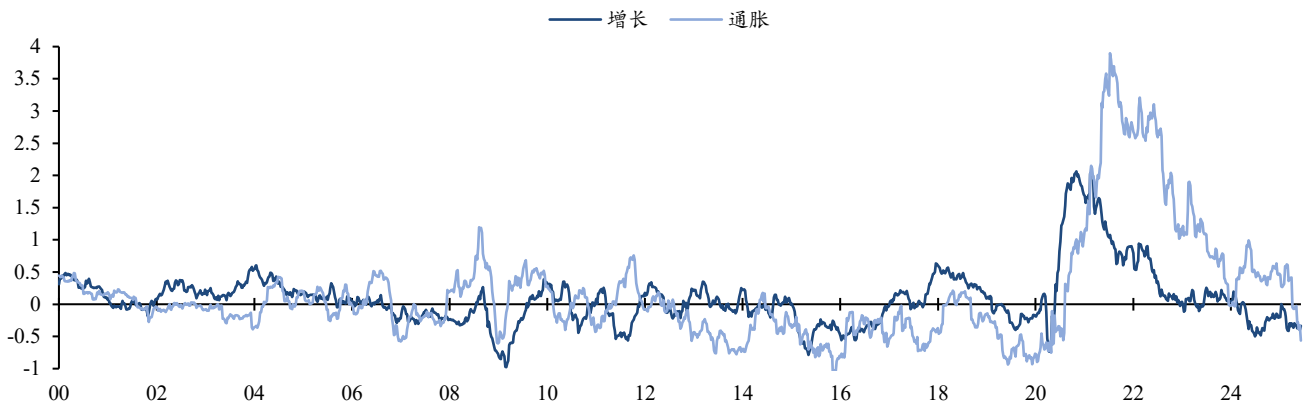
图7：亚特兰大联储 GDPNow 模型对最近五个季度美国 GDP 实时预测值 vs 实际值


数据来源：彭博、东吴证券研究所；纵轴单位%，季调环比年率

图8：纽约联储 Nowcasting 模型对最近五个季度美国 GDP 实时预测值 vs 实际值


数据来源：彭博、东吴证券研究所；纵轴单位%，季调环比年率

图9：美国经济意外指数增长与通胀分项



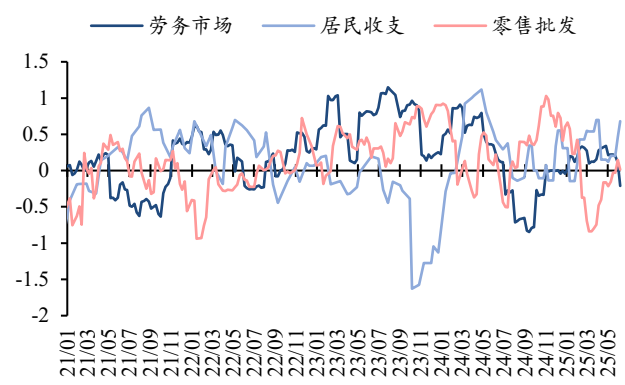
数据来源：彭博、东吴证券研究所

图10：美国经济意外指数企业部门分项



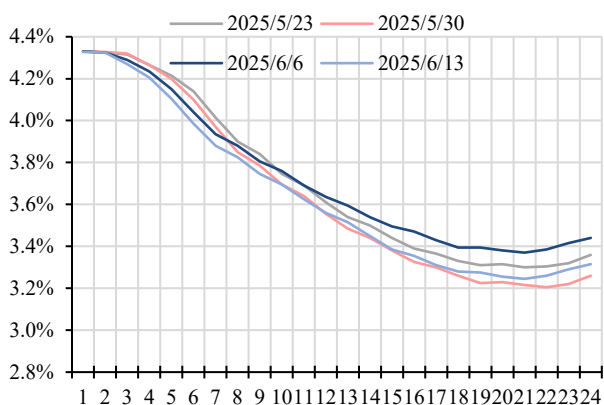
数据来源：彭博、东吴证券研究所

图11：美国经济意外指数家庭部门分项



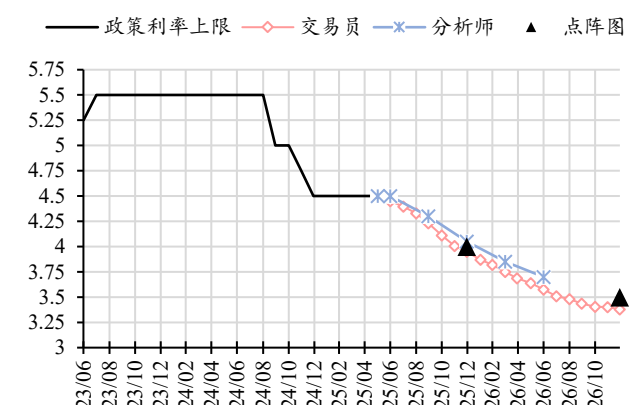
数据来源：彭博、东吴证券研究所

图12：联邦基金期货隐含未来24个月政策利率



数据来源：彭博、东吴证券研究所

图13：各方对美国政策利率路径预测



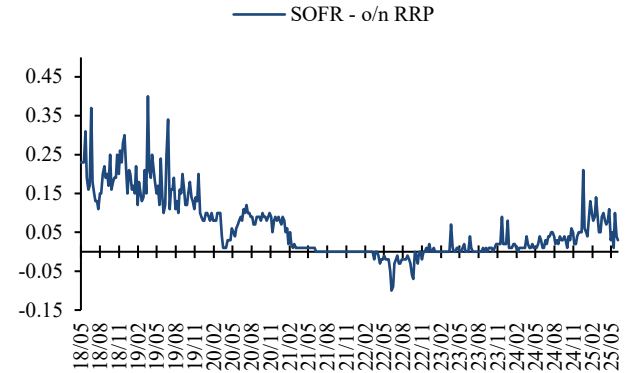
数据来源：彭博、东吴证券研究所；单位%

图14: 纽约联储每日回购情况



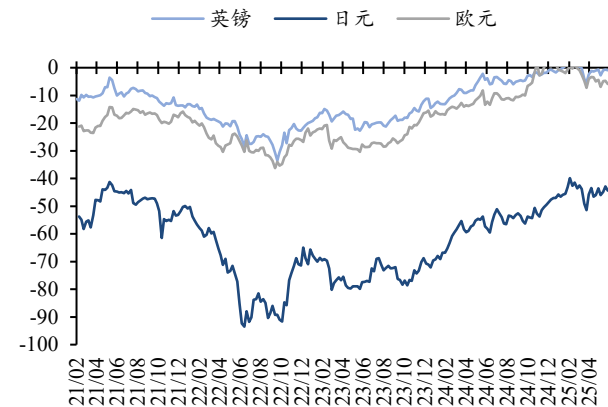
数据来源: 彭博、东吴证券研究所; 单位十亿美元

图15: 美国 SOFR 与 o/n RRP 利差



数据来源: 彭博、东吴证券研究所; 单位 bps

图16: 主要货币互换掉期点差



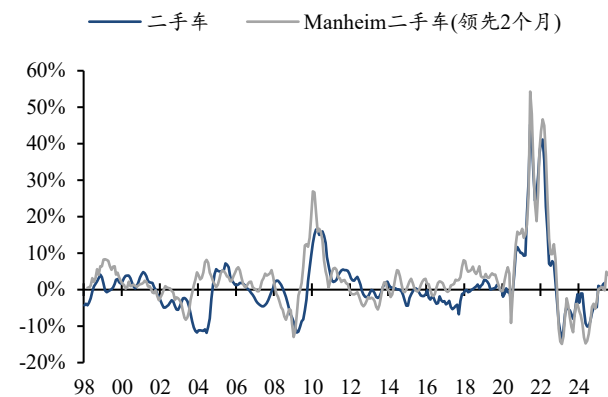
数据来源: 彭博、东吴证券研究所; 单位 bps

图17: 彭博金融条件指数



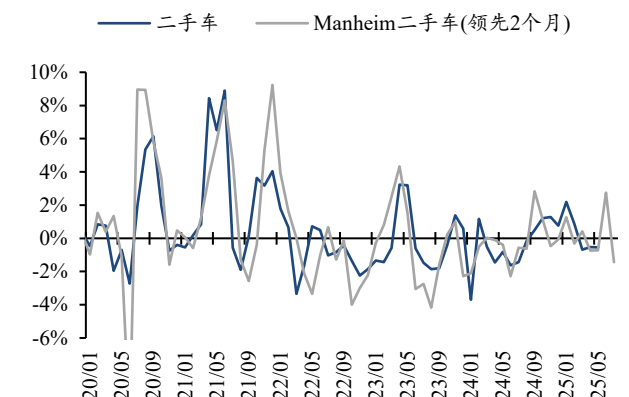
数据来源: 彭博、东吴证券研究所

图18: 美国 CPI 二手车分项与 Manheim 二手车同比增速



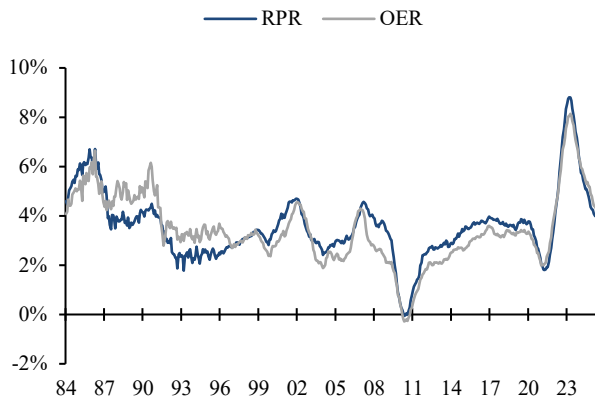
数据来源: 彭博、东吴证券研究所

图19: 美国 CPI 二手车分项与 Manheim 二手车环比增速



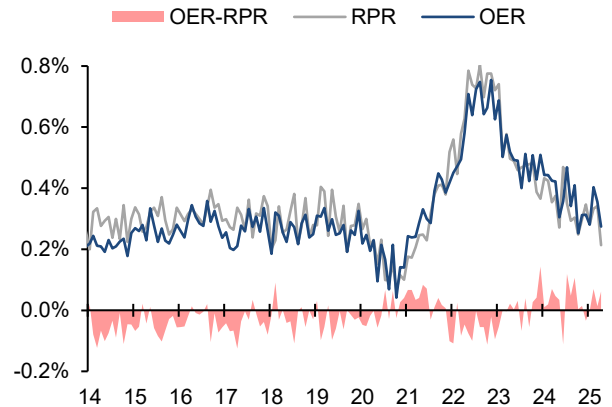
数据来源: 彭博、东吴证券研究所

图20: 美国居住通胀自住房折算与租金分项同比



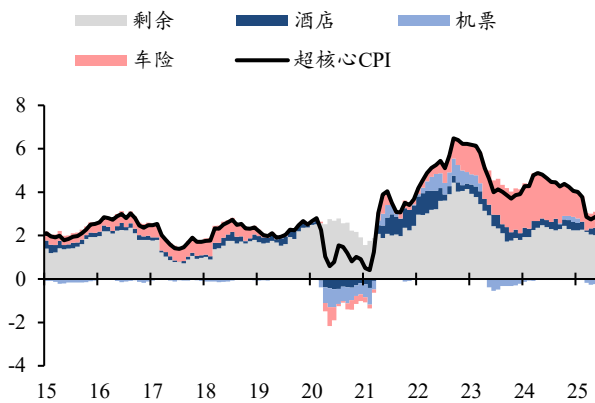
数据来源: 彭博、东吴证券研究所

图21: 美国居住通胀自住房折算与租金分项环比



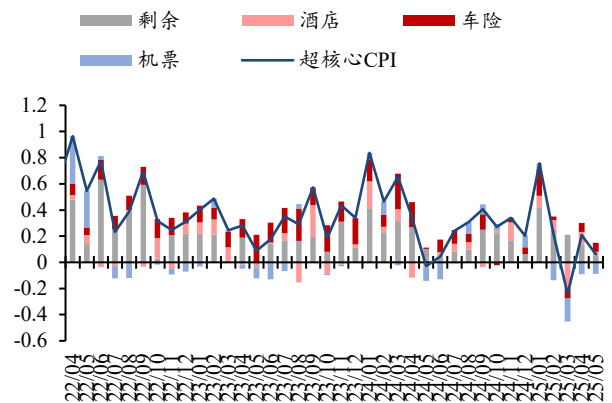
数据来源: 彭博、东吴证券研究所

图22: 美国超级核心 CPI 同比与分项贡献度



数据来源: 彭博、东吴证券研究所

图23: 美国超级核心 CPI 环比与分项贡献度



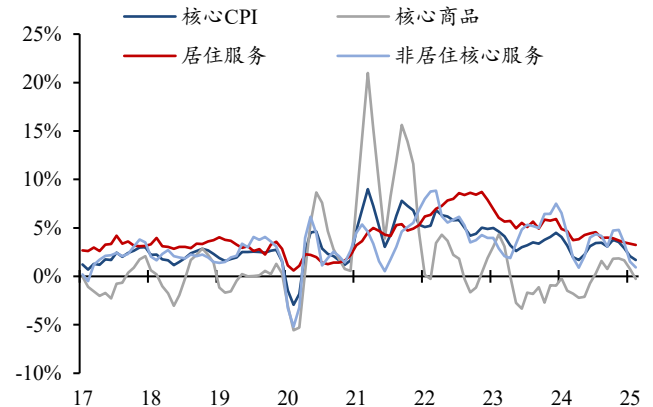
数据来源: 彭博、东吴证券研究所

图24: 美国 CPI 环比折年扩散指数项目占比



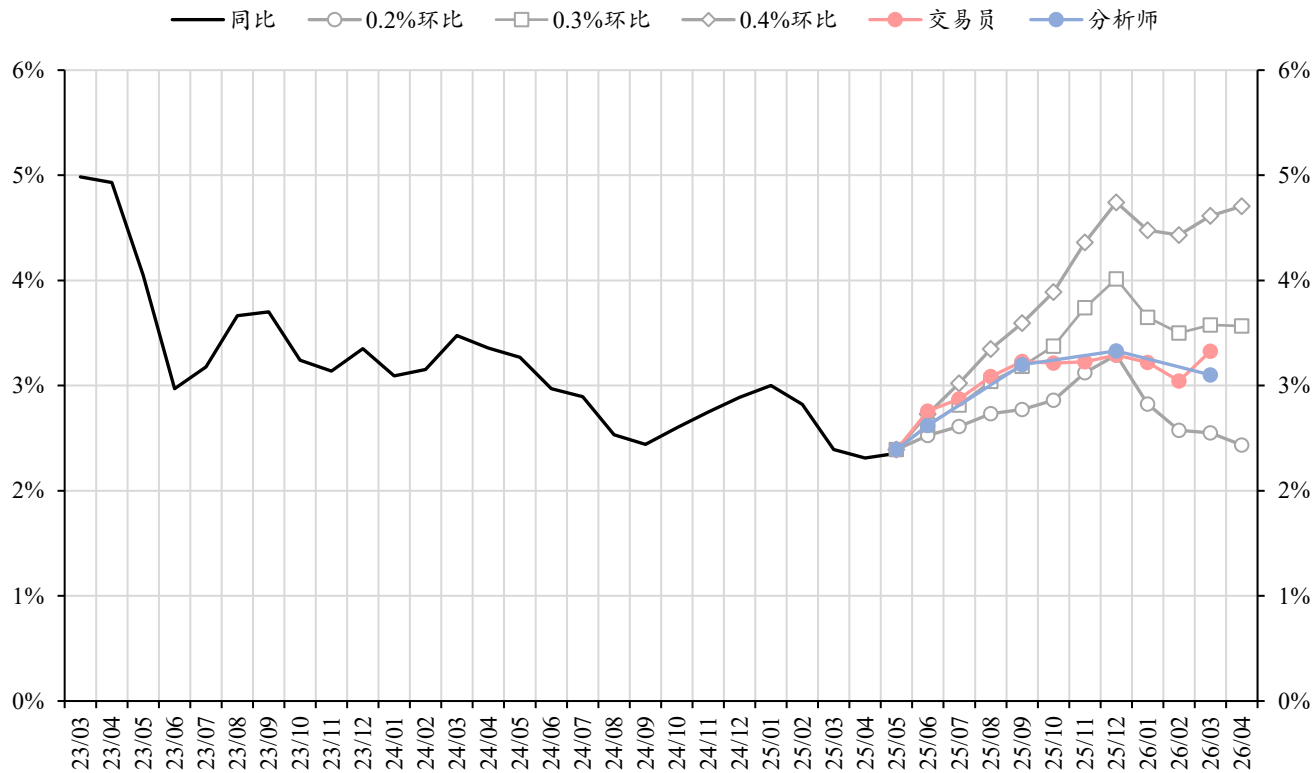
数据来源: 彭博、东吴证券研究所

图25: 美国核心 CPI 及三大分项环比三个月均年率



数据来源: 彭博、东吴证券研究所

图26：研究机构对 2024-25 年各月美国 CPI 同比预测



数据来源：彭博、东吴证券研究所

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 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），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5%以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准-5%与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5%以上。

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应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，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。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>