

2025年06月12日

关税冲击尚未显现，需求端预期或成关键

——海外观察：美国2025年5月CPI数据

证券分析师

刘思佳 S0630516080002

liusj@longone.com.cn

投资要点

- **事件：**当地时间6月11日，美国劳工局公布美国5月CPI数据。美国5月CPI同比2.4%，预期2.5%，前值2.3%；环比0.1%，预期0.3%，前值0.2%。核心CPI同比2.8%，预期2.9%，前值2.8%；环比0.1%，预期0.3%，前值0.2%。
- **核心观点：**美国5月CPI同比由于去年同期低基数效应而温和抬升，环比方面则呈现出全面降温的态势。背后主要存在三点原因：第一是天然气价格回落导致能源服务价格增速放缓；第二是一季度美国消费者的“抢购潮”导致核心商品需求在短期内下滑，进而拖累价格下跌；第三是租房市场或迎来降温。我们认为关税对需求端预期的压力已经逐步浮出水面，反而供给侧冲击由于企业屯库存等操作而尚未显现。对美联储而言，5月通胀数据虽有回落，但结合尚有韧性的非农，美联储可能更倾向于继续“边走边看”。
- **能源服务价格增速回落，是扰动而不是趋势。**5月能源服务环比增速走弱，由前值1.5%下滑至0.4%。其中，天然气价格回落影响显著，环比由前值3.7%下跌至-1.0%。这主要是由于5月LNG终端公司进行计划内检修，导致天然气出口下跌，影响美国天然气价格下滑。电力服务或是受到高温天气影响而价格走强。我们预计后续天然气出口恢复以及高温天气会使得能源服务价格出现反弹。
- **前置消费影响核心商品价格温和回落。**核心商品环比由前值0.1%下降至0%。其中，服饰和新车是主要拖累项，环比增速分别下降至-0.4%和-0.3%。这或是由于居民在一季度的前置消费提前消耗了二季度的需求，导致企业不得不降价进行“去库存”处理。
- **核心服务价格受租房市场降温影响而走弱。**核心服务环比0.2%，前值0.3%。其中，粘滞通胀项下，房租和业主等效租金环比均下降0.1个百分点分别至0.2%和0.3%。从NAHB住房市场指数来看，后续房屋价格的下降在未来可能仍会带动租房项下通胀的温和回落。同时，移民政策的影响后续也可能传导到租房市场上，带来房屋通胀的下行压力。
- **除开房屋的超级核心通胀低位徘徊，主要分项呈现疲软态势。**医疗保健服务环比由前值0.5%下降至0.2%；运输项环比由前值0.1%下降至-0.2%；娱乐服务项虽然有回升，但仍保持在负区间内，录得-0.1%。机票和酒店价格环比依然为负值，分别录得-2.7%和-0.1%，这表明需求端依然承压。
- **关税谈判结果对通胀预期的影响或更加显著。**美国密歇根大学调研勘测的1年通胀预期在5月继续升高至6.6%，已经远大于实际通胀率以及TIPS（通胀保值债券）估算的盈亏平衡通胀率。这表明关税政策对居民消费预期的影响程度已经远大于实际带来的供给冲击。在此情况下，美国贸易谈判是否顺利会显著影响美国需求端的实际可支配收入和消费倾向。
- **资产端交易“降息预期”。**美国5月CPI出炉后，美股上涨，美债收益率下跌，美元指数下跌，黄金上涨。市场交易呈现出较强的降息预期特征。我们认为，抛开能源服务价格的扰动，核心CPI虽有降温，但依然不足以支撑美联储在6、7月份重启降息窗口。结合美国5月仍有韧性的非农数据，美联储可能会更倾向于继续“边走边看”。
- **风险提示：**美国关税谈判不及预期导致通胀预期上行，美国经济下行超预期。

图1 美国 CPI 拆分

	同比, %				趋势	环比, %				趋势
	2025年2月	2025年3月	2025年4月	2025年5月		2025年2月	2025年3月	2025年4月	2025年5月	
CPI	2.8	2.4	2.3	2.4		0.2	-0.1	0.2	0.1	
食品	2.6	3.0	2.8	2.9		0.2	0.4	-0.1	0.3	
家庭食品	1.9	2.4	2.0	2.2		0.0	0.5	-0.4	0.3	
家庭外就餐	3.7	3.8	3.9	3.8		0.4	0.4	0.4	0.3	
能源	-0.2	-3.3	-3.7	-3.5		0.2	-2.4	0.7	-1.0	
能源商品	-3.2	-9.5	-11.5	-11.6		-0.9	-6.1	-0.2	-2.4	
能源服务	3.3	4.2	6.2	6.8		1.4	1.6	1.5	0.4	
电力	2.5	2.8	3.6	4.5		1.0	0.9	0.8	0.9	
燃气	6.0	9.4	15.7	15.3		2.5	3.6	3.7	-1.0	
核心CPI	3.1	2.8	2.8	2.8		0.2	0.1	0.2	0.1	
核心商品	-0.1	-0.1	0.1	0.3		0.2	-0.1	0.1	0.0	
服饰	0.6	0.3	-0.7	-0.9		0.8	0.5	-0.1	-0.4	
新车	-0.3	0.0	0.3	0.4		-0.1	0.1	0.0	-0.3	
二手车和卡车	0.8	0.6	1.5	1.8		0.9	-0.7	-0.5	-0.5	
医疗用品	2.3	1.0	1.0	0.3		0.1	-1.1	0.4	0.6	
核心服务	4.1	3.7	3.6	3.6		0.3	0.1	0.3	0.2	
房屋	4.2	4.0	4.0	3.9		0.3	0.2	0.3	0.3	
房租	4.1	4.0	4.0	3.8		0.3	0.3	0.3	0.2	
业主等效租金	4.4	4.4	4.3	4.2		0.3	0.4	0.4	0.3	
医疗服务	3.0	3.0	3.1	3.0		0.3	0.5	0.5	0.2	
娱乐	4.3	4.3	3.6	3.7		0.8	0.1	-0.3	-0.1	
教育和通讯	1.6	1.6	1.2	1.0		0.3	0.2	-0.2	0.1	
运输	6.0	3.1	2.5	2.8		-0.8	-1.4	0.1	-0.2	

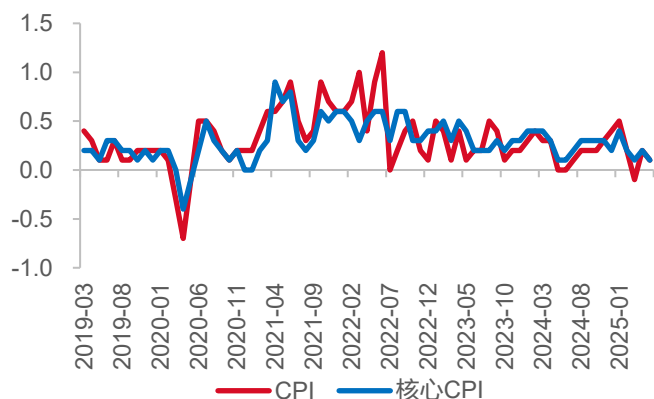
资料来源: BLS, 东海证券研究所

图2 CME FedWatch 显示市场押注美联储 9 月降息概率增加, 截至 6 月 12 日

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	450-475
2025/6/18					0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	99.8%	0.2%
2025/7/30	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	18.6%	81.3%	0.1%
2025/9/17	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	12.4%	60.4%	27.2%	0.0%
2025/10/29	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	6.4%	37.0%	43.4%	13.3%	0.0%
2025/12/10	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	4.2%	26.6%	41.2%	23.4%	4.5%	0.0%
2026/1/28	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	1.7%	13.1%	32.4%	34.1%	15.9%	2.7%	0.0%
2026/3/18	0.0%	0.0%	0.0%	0.8%	7.3%	22.6%	33.3%	25.2%	9.4%	1.4%	0.0%
2026/4/29	0.0%	0.0%	0.2%	2.6%	11.6%	25.6%	31.0%	20.8%	7.2%	1.0%	0.0%
2026/6/17	0.0%	0.1%	1.2%	6.3%	17.3%	27.8%	26.9%	15.3%	4.7%	0.6%	0.0%
2026/7/29	0.0%	0.3%	2.3%	8.7%	19.6%	27.6%	24.3%	12.9%	3.8%	0.5%	0.0%
2026/9/16	0.1%	0.8%	3.9%	11.5%	21.6%	26.7%	21.4%	10.6%	2.9%	0.3%	0.0%
2026/10/28	0.2%	1.1%	4.6%	12.4%	22.1%	26.3%	20.4%	9.9%	2.7%	0.3%	0.0%
2026/12/9	0.2%	1.4%	5.3%	13.2%	22.4%	25.8%	19.6%	9.3%	2.5%	0.3%	0.0%

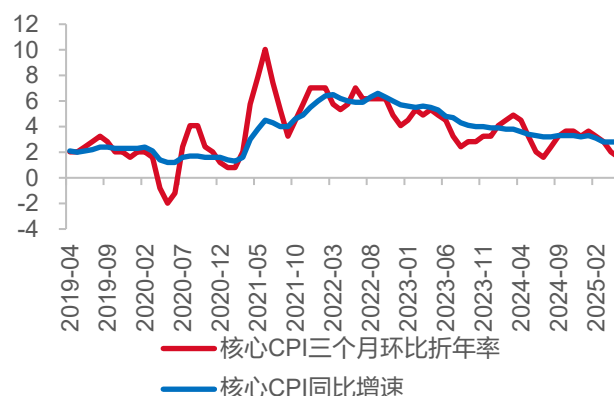
资料来源: CME, 东海证券研究所

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 核心商品环比增速下跌, %



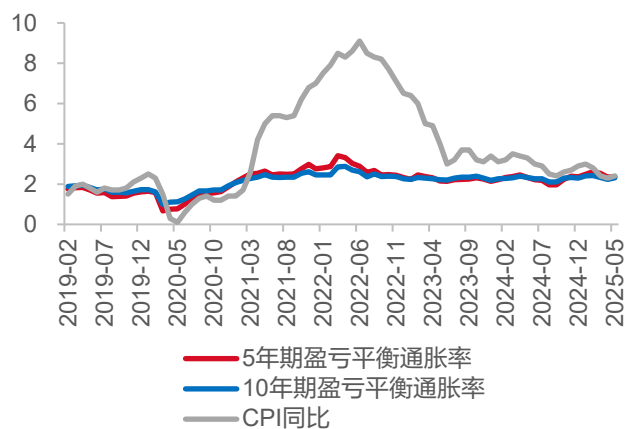
资料来源: BLS, 东海证券研究所

图6 核心服务环比增速回落, %



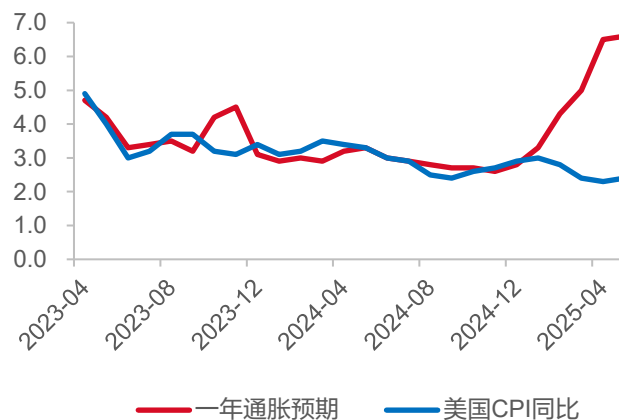
资料来源: BLS, 东海证券研究所

图7 TIPS 盈亏平衡通胀率和 CPI 较为接近, %



资料来源: FED, 东海证券研究所

图8 美国消费者调查通胀预期和实际通胀背离, %



资料来源: 密歇根大学, 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