

5 月 CPI 低于预期，降息预期升温

——美国通胀系列十五

研究院

徐闻宇

✉ xuwenyu@htfc.com

从业资格号：F0299877

投资咨询号：Z0011454

投资咨询业务资格：

证监许可【2011】1289 号

宏观事件

北京时间 2025 年 6 月 11 日晚美国劳工部公布 5 月通胀数字。其中：

同比：CPI+2.4%，预期+2.5%，前值+2.3%；核心 CPI+2.8%，预期+2.9%，前值+2.8%。

环比：CPI+0.1%，预期+0.2%，前值+0.2%；核心 CPI+0.1%，预期+0.3%，前值+0.2%。

核心观点

■ 5 月 CPI 全线低于预期

5 月 CPI 同比上升 2.4%，环比上涨 0.1%，核心 CPI 同比为 2.8%，环比仅涨 0.1%，其中核心 CPI 年化增速创 2021 年 3 月以来最低。通胀低于预期主要受服装等价格下跌推动，能源价格同比跌 3.5%，租金同比上涨 3.8%，是主要上行因素之一。食品价格同比上升 2.9%，但医疗、交通等分项环比涨幅较小甚至下降，表明在关税预期压力下，企业短期仍在吸收成本，尚未明显传导至终端消费品价格，整体通胀结构温和分化，仍未显现强烈的通胀抬头迹象。

低于预期的通胀数据显著增强了市场对美联储年内降息的信心。全年预期降息次数增加至两次，首次降息大概率在 9 月。金融市场快速反应，美债收益率下行，美元走弱，美股和黄金同步走强。尽管关税政策仍存在潜在通胀风险，但在核心通胀连续四个月维持温和增长的背景下，美联储受到来自市场、政治和数据三重压力，短期内预计维持观望，但年内开启宽松周期的概率正持续提升。

■ 非农超预期但动能减弱，CPI 降温引爆宽松交易

5 月非农新增就业 13.9 万人，高于预期的 13 万人，前值被下修，三个月平均就业增长继续放缓，显示劳动力市场韧性犹存但动能减弱；失业率维持在 4.2%，劳动参与率回落，反映供给端疲软支撑了表面就业稳定。平均时薪同比上涨 3.9%，薪资增长高于预期但扩散范围有限，指向服务行业人力紧张背景下的局部通胀压力。

5 月 CPI 数据公布后，各类资产价格出现剧烈波动。美国国债全线走强，10 年期收益率下行至 4.41%，2 年期收益率跌破 4%；美元指数盘中跳水至 98.6，呈现明显弱势；现货黄金短线拉升，整体反映市场对通胀缓解及宽松预期升温的积极反应。

■ 风险

经济数据短期波动风险，上游价格快速上涨风险

目录

宏观事件	1
核心观点	1
CPI vs 核心 CPI	3
商品型通胀 vs 服务型通胀	5
通胀的影响	6

图表

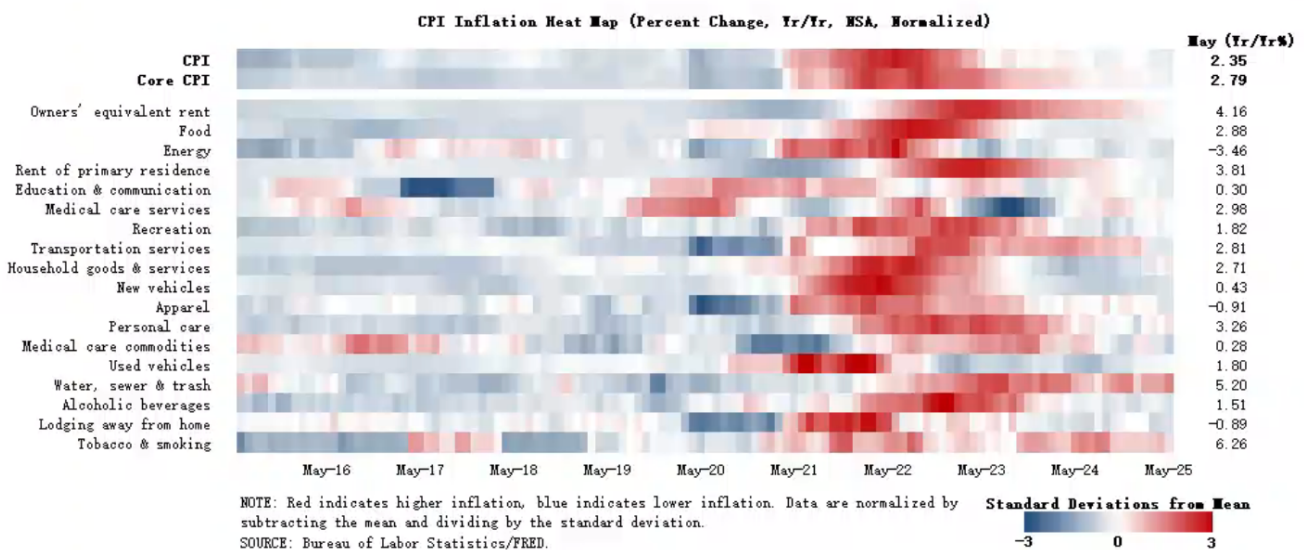
图 1:通胀热力图 单位：%YoY	3
图 2：CPI 和核心 CPI 同比 单位：%YoY	4
图 3：CPI 的食品和能源分项 单位：%YoY	4
图 4：娱乐和教育通讯分项 单位：%YoY	4
图 5：酒店和交通分项 单位：%YoY	4
图 6：商品型 CPI 和服务型 CPI 单位：%YoY	5
图 7：房价领先于房租上涨 单位：%YoY	5
图 8：租金和汽车分项 单位：%YoY	5
图 9：两种不同的租金分项 单位：%YoY	5
图 10：油价和 TIPS 利率对比 单位：%YoY	6
图 11：市场对明年降息定价 单位：%PCT	6

CPI vs 核心 CPI

5月CPI数据显示，美国整体通胀压力依然温和，CPI同比增长2.4%、环比上涨0.1%，均低于市场预期。能源价格的持续回落是主要拖累因素，5月能源同比下降3.5%。食品价格则逆转上月回落态势，5月同比上涨2.9%，推动整体CPI小幅上行。此外，住房分项仍是支撑CPI的主要因素，房租和业主等价租金（OER）同比分别上涨3.8%和4.2%，但外出住宿价格下滑等迹象显示部分服务类成本已有所缓解。

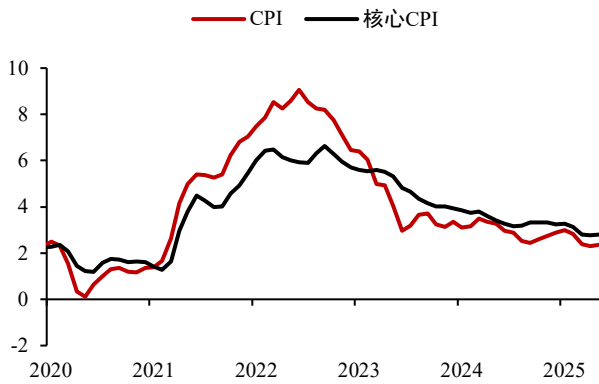
核心CPI则进一步反映出通胀动能减弱，5月同比上涨2.8%、环比仅涨0.1%，为2021年3月以来的最低水平，显著低于市场预期的0.3%。多数商品类价格出现下跌，如药品、服装、烟酒等均同比回落，部分与关税相关的敏感项目也未现明显涨价，显示企业仍在消化成本而未将其全面传导给消费者。服务类价格则涨幅趋缓，医疗、交通、娱乐等分项涨幅有限。整体来看，核心CPI的持续走弱显示内生通胀压力减轻，为美联储货币政策调整提供更多空间，也加大了市场对年内开启降息周期的押注。

图1:通胀热力图 | 单位: %YoY



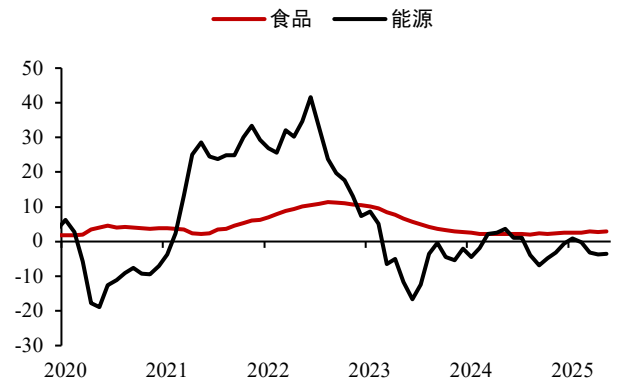
数据来源: Bloomberg 华泰期货研究院

图2：CPI和核心CPI同比 | 单位：%YoY



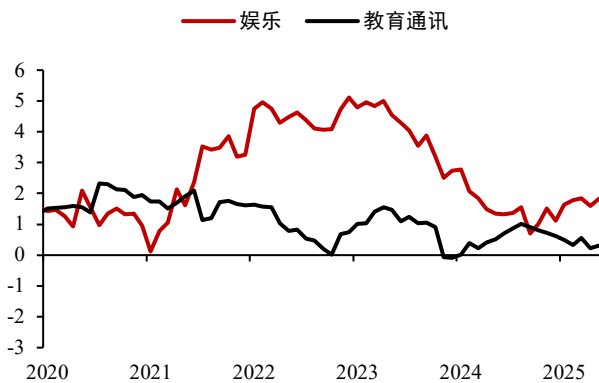
数据来源：iFinD 华泰期货研究院

图3：CPI的食品和能源分项 | 单位：%YoY



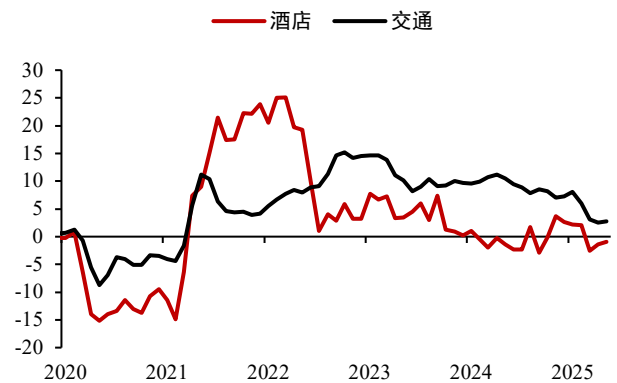
数据来源：iFinD 华泰期货研究院

图4：娱乐和教育通讯分项 | 单位：%YoY



数据来源：iFinD 华泰期货研究院

图5：酒店和交通分项 | 单位：%YoY



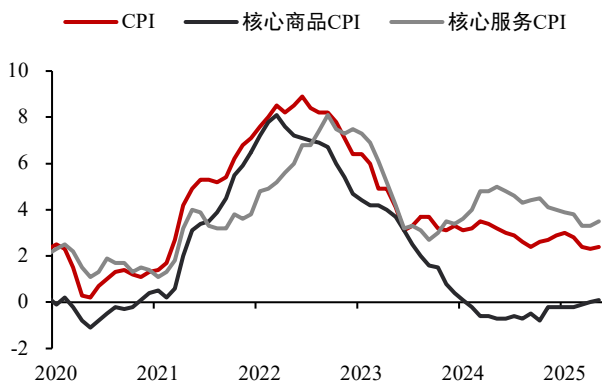
数据来源：iFinD 华泰期货研究院

商品型通胀 vs 服务型通胀

5月美国商品通胀整体温和，部分商品价格甚至有所下降。尽管存在关税政策的影响，但企业可能通过消化库存或暂时吸收成本，延缓了价格传导，使得汽车、服装等商品价格未出现显著上涨。能源价格下跌也进一步抑制了商品通胀压力。不过，玩具、家电等部分受关税直接影响的商品价格已开始上涨，若未来关税全面落地，可能推动商品通胀上行。

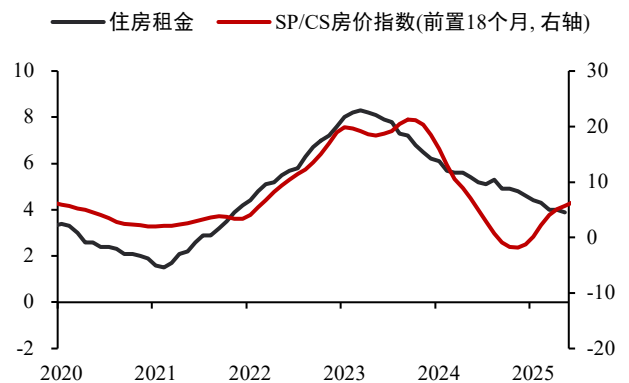
服务通胀仍是支撑美国通胀的主要因素，尤其是住房和医疗成本保持较高增速，体现出较强的价格粘性。不过，部分服务领域如机票价格有所回落，显示需求端可能存在分化。服务通胀的韧性主要源于劳动力市场和服务业的刚性需求，但当前并未形成薪资-通胀螺旋。若就业市场持续降温，服务通胀可能逐步缓和，为美联储调整政策提供条件。

图6：商品型CPI和服务型CPI | 单位：%YoY



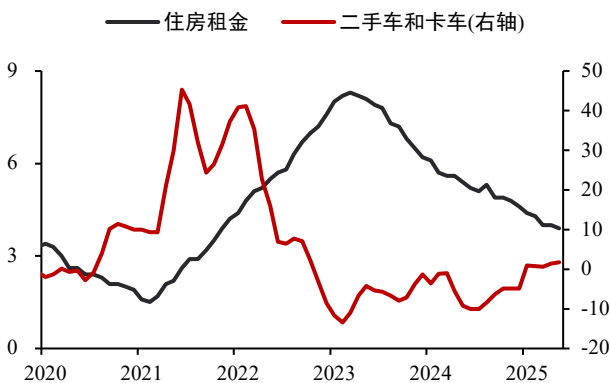
数据来源：iFinD 华泰期货研究院

图7：房价领先于房租上涨 | 单位：%YoY



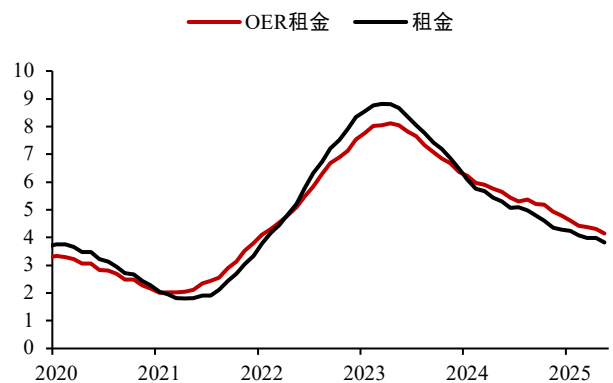
数据来源：iFinD 华泰期货研究院

图8：租金和汽车分项 | 单位：%YoY



数据来源：iFinD 华泰期货研究院

图9：两种不同的租金分项 | 单位：%YoY



数据来源：iFinD 华泰期货研究院

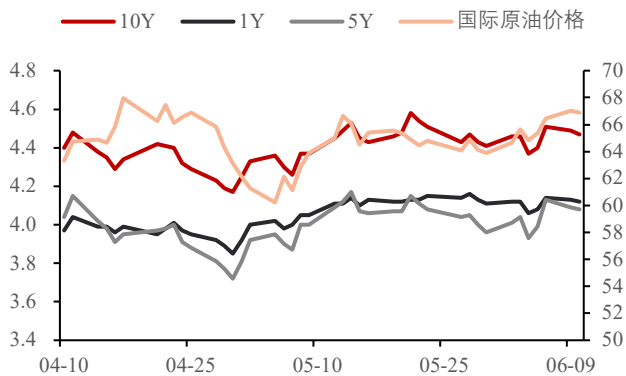
通胀的影响 (关税)

美国通胀预期定价 (↑) 和油价 (↑) 同时上升。展望未来：

一方面，5 月 CPI 数据显示关税对物价的传导尚未完全显现，企业可能通过消化库存或暂时吸收成本延缓了价格上涨，使得核心商品通胀保持温和。市场普遍预计美联储将在 9 月启动降息，以应对潜在的经济放缓风险，短期内通胀 (→)；

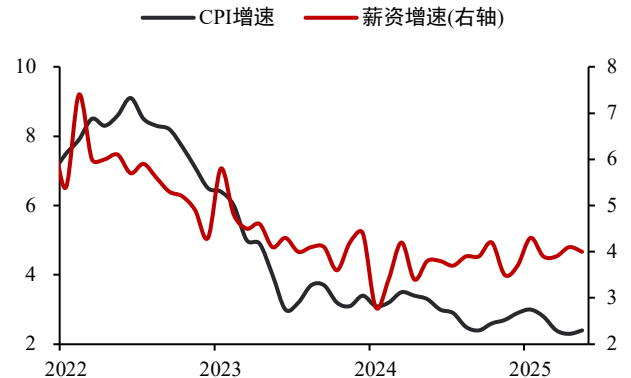
另一方面，随着关税缓冲期结束和企业逐步调整定价策略，部分进口商品如汽车、家电、服装等价格可能显著上涨，推高核心 CPI (↑)。此外，若劳动力市场保持韧性，服务通胀，如住房、医疗的粘性可能延缓整体通胀回落速度，使美联储的政策调整面临更大挑战。

图 10：油价和 TIPs 利率对比 | 单位：%YoY



数据来源：Bloomberg 华泰期货研究院

图 11：市场对明年降息定价 | 单位：%pct



数据来源：Bloomberg 华泰期货研究院

免责声明

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、结论及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，投资者并不能依靠本报告以取代行使独立判断。对投资者依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰期货研究院”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

华泰期货有限公司版权所有并保留一切权利。

公司总部

广州市天河区临江大道1号之一2101-2106单元 | 邮编：510000

电话：400-6280-888

网址：www.htfc.com