

2025 年 06 月 12 日

美国通胀的反弹斜率及持久性尚待观察

——美国 5 月 CPI 点评

宏观研究团队

何宁（分析师）

hening@kysec.cn

证书编号：S0790522110002

潘纬桢（分析师）

panweizhen@kysec.cn

证书编号：S0790524040006

事件：美国公布 2025 年 5 月最新通胀数据。其中 CPI 同比上升 2.4%，环比上升 0.1%，环比增速不及市场预期；核心 CPI 同比上升 2.8%，环比上升 0.1%，均不及市场预期。

● 通胀水平开始反弹，但核心通胀保持平稳，总体不及预期

1. 总体通胀开始反弹，但环比上升幅度不及预期。美国 5 月 CPI 同比上升 2.4%，环比上升 0.2%；核心 CPI 同比上涨 2.8%，环比上升 0.1%。总的看，美国通胀连续回落态势告一段落，在基数效应以及关税的影响下，后续通胀或将持续上行。不过 5 月核心通胀环比增速不及市场预期，或有助于缓解市场对美国通胀的担忧。往后看，我们需要观察美国通胀的向上斜率、弹性及持久性。

2. 能源通胀继续为负，核心商品对通胀贡献度继续提升。具体而言，5 月能源项同比下降 3.5%，降幅较 4 月份收窄 0.2 个百分点；5 月份食品项同比上升 2.9%，较 4 月份上升 0.1 个百分点。核心 CPI 方面，5 月核心 CPI 同比上升 2.8%，同比增速维持不变。核心商品同比增速较 4 月上升 0.15 个百分点至 0.28%；核心服务同比上升 3.56%，较 4 月份下降约 0.04 个百分点，基本持平。

3. 通胀或将连续反弹，但向上斜率不确定性较高。总的看，5 月 CPI 数据显示美国通胀迎来反弹，但核心通胀的相对平稳，或显示关税对美国通胀的冲击可能比预期要小。从美联储关注的超级核心服务通胀来看，5 月份同比、环比增速分别较 4 月份上升 0.12 个百分点、下降 0.15 个百分点。往后看，随着基数效应的基本消失、关税影响的显现，总体通胀水平或将持续上行，核心通胀亦是如此。此外，特朗普政府的关税政策在近期未有反复，美国的经济政策不确定性下降，或对企业的涨价策略产生影响，后续通胀上行斜率的不确定性较高。

● 关税对通胀冲击将逐渐显现，但高度及持续性尚待观察

第一，关税对通胀的影响或已经在 5 月 CPI 中体现，后续或将持续显现。从核心商品通胀的上行来看，关税或正在促使相关企业提价。此外，根据美联储的最新研究，发现 2025 年 2、3 月份美国对华加征的芬太尼关税，部分企业或已选择转嫁给消费者，并对美国 4 月份的通胀产生了影响。考虑到 4、5 月份美国的关税政策剧烈波动，关税对通胀的推动作用将持续显现。而根据纽约联储的 5 月企业调查，其发现仅有不到 30% 的企业选择不转嫁成本，且大部分企业的成本转嫁都将在 3 个月内完成。

第二，需要注意的是，虽然关税对通胀具有较为明显的正向冲击，其高度及持久性则尚待观察，“滞胀”出现的可能性或并不高。事实上，关税对市场影响最大的或是其高度及持续性，即是否会导致“滞胀”出现。我们认为“滞胀”的可能性目前或并不高，一则如前所述，美国的油价、粮食价格基本稳定；二则 5 月份的密歇根大学 5 年通胀预期、纽约联储 3 年通胀预期分别较 4 月份下降 0.2 个百分点、0.17 个百分点至 4.2%、3.0%。居民长期通胀预期稳定；三则美联储目前对降息仍持谨慎态度，因此在货币政策端或难对通胀形成长久支撑。

基准情形下，我们认为首次降息可能会在 4 季度，全年降息 1-2 次，且有可能不及预期。后续需关注 6 月 FOMC (6.17-18)、特朗普的减税法案 (OBBBA) 进程以及关税政策的变动。

● **风险提示：**国际局势紧张引发通胀超预期，美国经济超预期衰退。

相关研究报告

《出口加速下行概率增大——宏观经济点评》-2025.6.9

《经济动能边际放缓——宏观经济专题》-2025.6.9

《核心 CPI 连续两月超季节性——宏观经济点评》-2025.6.9

目 录

1、通胀水平开始反弹，但核心通胀保持平稳，总体不及预期.....	3
1.1、总体通胀开始反弹，但环比上升幅度不及预期.....	3
1.2、能源通胀继续为负，核心商品对通胀贡献度继续提升.....	4
1.3、通胀或将连续反弹，但斜率较为不确定.....	5
2、关税对通胀冲击将逐渐显现，但高度及持续性尚待观察.....	7
3、风险提示.....	8

图表目录

图 1：美国 5 月 CPI 同比增速开始反弹.....	4
图 2：5 月核心通胀环比增速较 4 月有所回落.....	4
图 3：5 月能源通胀同比继续为负.....	4
图 4：食品通胀略有走强.....	4
图 5：5 月核心商品 CPI 同比增速有所提升.....	5
图 6：5 月核心服务 CPI 同比增速略有走弱.....	5
图 7：5 月核心商品与核心服务通胀环比增速均边际下降.....	5
图 8：美国汽油零售价格近期略有下行.....	6
图 9：粮食期货价格 6 月走势基本平稳.....	6
图 10：美国二手车价格边际下降.....	6
图 11：美国房租通胀平稳下降.....	6
图 12：5 月美国非房核心服务通胀同比增速上行、环比增速下行.....	7
图 13：大部分美国企业选择转嫁成本给消费者.....	7
图 14：大部分企业选择在 3 个月内转嫁成本.....	7
图 15：美国居民长期通胀预期出现边际下行.....	8
表 1：美国 5 月 CPI 部分重要分项同比、环比及贡献分解（%）.....	3

事件：美国公布 2025 年 5 月最新通胀数据。其中 CPI 同比上升 2.4%，环比上升 0.1%，环比增速不及市场预期；核心 CPI 同比上升 2.8%，环比上升 0.1%，均不及市场预期。

1、通胀水平开始反弹，但核心通胀保持平稳，总体不及预期

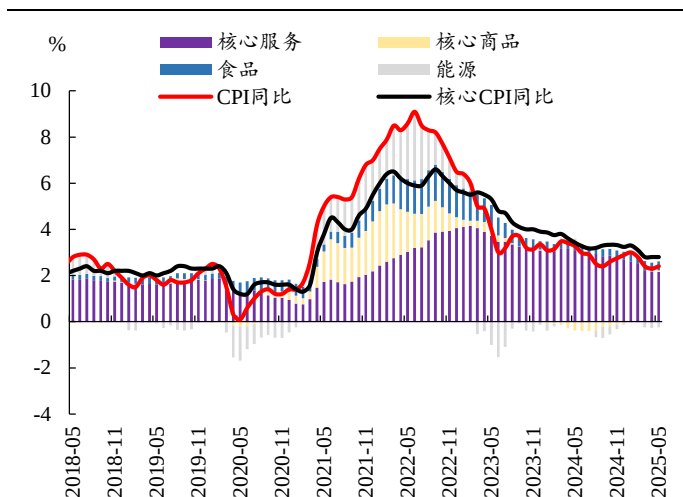
1.1、总体通胀开始反弹，但环比上升幅度不及预期

美国 5 月 CPI 同比上升 2.4%，增速较 4 月回升 0.1 个百分点；环比上升 0.2%，环比增速较 4 月下降 0.1 个百分点。核心 CPI 同比上涨 2.8%，环比上升 0.1%，同比与环比增速均分别较 4 月持平、下降 0.1 个百分点。总的看，美国通胀连续回落态势告一段落，在基数效应以及关税的影响下，后续通胀或将持续上行。不过 5 月核心通胀同比增速保持平稳，且环比增速不及市场预期，或有助于缓解市场对美国通胀的担忧。往后看，随着关税政策的效果逐渐显现，我们需要观察美国通胀的向上斜率、弹性及持久性。

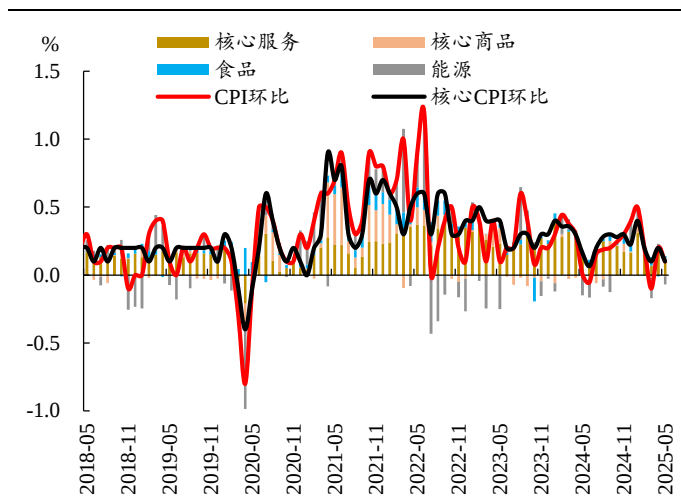
表1：美国 5 月 CPI 部分重要分项同比、环比及贡献分解（%）

权重	分项	同比贡献分解		同比增速		环比贡献分解		环比增速	
		2025-05	2025-05	2025-04	2025-03	2025-05	2025-05	2025-04	2025-03
100	全部	2.4	2.4	2.3	2.4	0.1	0.1	0.2	-0.1
13.638	食品	0.39	2.9	2.8	3	0.04	0.3	-0.1	0.4
8.001	居家食品	0.18	2.2	2	2.4	0.02	0.3	-0.4	0.5
5.637	外带食品	0.21	3.8	3.9	3.8	0.02	0.3	0.4	0.4
6.387	能源	-0.25	-3.5	-3.7	-3.3	-0.06	-1	0.7	-2.4
3.217	能源商品	-0.46	-11.6	-11.5	-9.5	-0.08	-2.4	-0.2	-6.1
3.17	能源服务	0.21	6.8	6.2	4.2	0.01	0.4	1.5	1.6
19.332	核心商品	0.07	0.3	0.1	-0.1	-0.01	0	0.1	-0.1
3.367	家居	0.02	0.6	0.3	-0.3	0.01	0.3	0.2	0
2.539	服装	-0.02	-0.9	-0.7	0.3	-0.01	-0.4	-0.2	0.4
4.352	新车	0.02	0.4	0.3	0	-0.01	-0.3	0	0.1
2.385	二手车	0.05	1.8	1.5	0.6	-0.01	-0.5	-0.5	-0.7
1.511	医疗保健	0.01	0.3	1	1	0.01	0.6	0.4	-1.1
0.384	含酒精饮料	0.01	1.5	1.8	1.9	0.00	-0.1	0	0.2
1.292	其它商品	0.04	2.9	3.2	2.8	0.00	0.2	0.3	0.3
60.643	核心服务	2.15	3.6	3.6	3.7	0.10	0.2	0.3	0.1
7.46	主要居所租金	0.29	3.8	4	4	0.02	0.2	0.3	0.3
26.166	业主等价租金	1.10	4.2	4.3	4.4	0.07	0.3	0.4	0.4
6.741	医疗服务	0.20	3	3.1	3	0.01	0.2	0.5	0.5
6.288	交通运输服务	0.18	3.7	3.6	4.3	-0.01	-0.1	-0.3	0.1
3.473	休闲服务	0.12	2.8	2.5	3.1	0.00	-0.2	0.1	-1.4
4.92	教育与通讯服务	0.05	1	1.2	1.6	0.00	0.1	-0.2	0.2

数据来源：Bloomberg、开源证券研究所

图1：美国5月CPI同比增速开始反弹


数据来源：Bloomberg、开源证券研究所

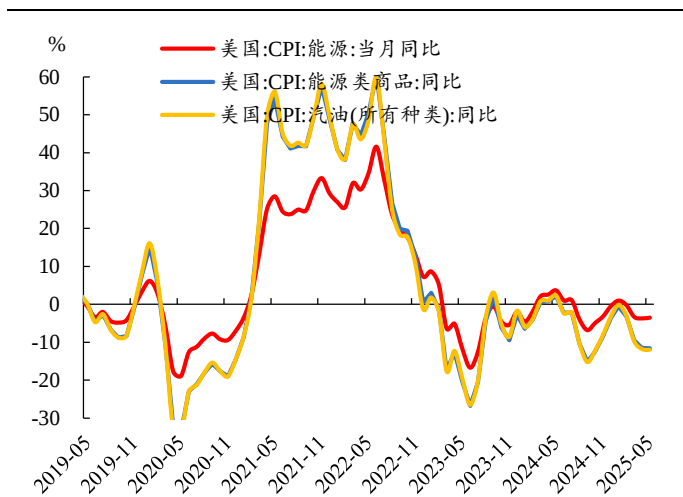
图2：5月核心通胀环比增速较4月有所回落


数据来源：Bloomberg、开源证券研究所

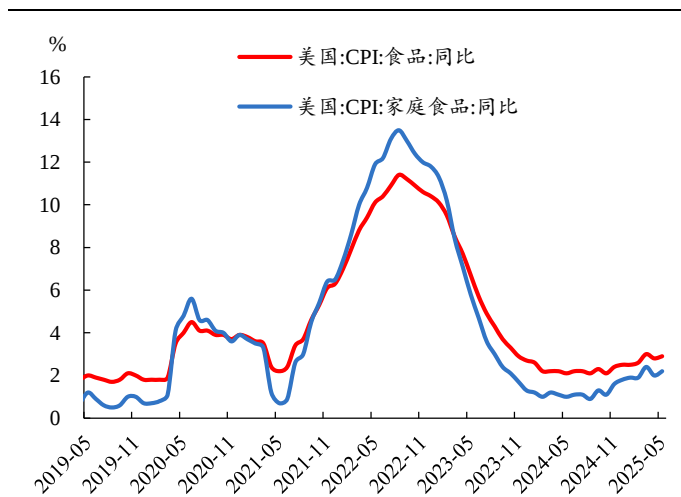
1.2、能源通胀继续为负，核心商品对通胀贡献度继续提升

（1）能源方面，5月能源项同比下降3.5%，降幅较4月份收窄0.2个百分点；环比增速较4月下降1.7个百分点至-1.0%。其中汽油项同比下降12%，降幅较4月份扩大0.2个百分点；燃油项同比下降8.6%，降幅较4月份收窄1.0个百分点。5月能源通胀继续为负，但降幅有所减少，我们认为主要是基数效应。5月底美国汽油价格从4月底的3.01美元/加仑微升至3.03美元/加仑，价格总体保持平稳。

（2）食品方面，5月份食品项同比上升2.9%、环比上升0.3%，分别较4月份上升0.1个百分点、0.4个百分点。其中家庭食品（Food at home）同比上升2.2%，增速较4月份上升0.2个百分点。食品通胀的边际走强，或与5月小麦期货价格略走强有关。

图3：5月能源通胀同比继续为负


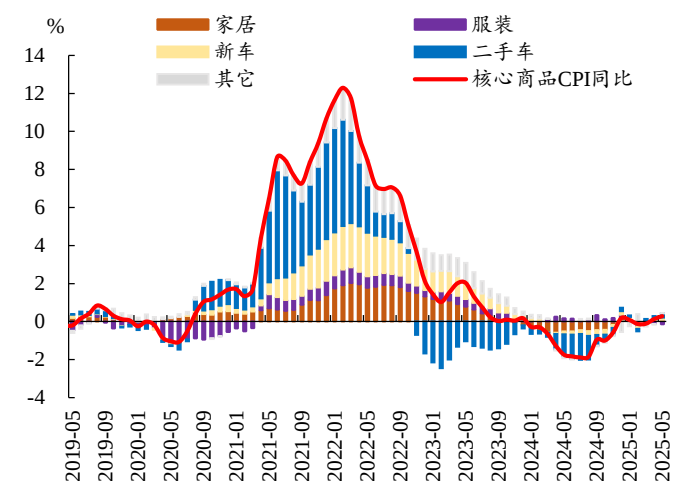
数据来源：Wind、开源证券研究所

图4：食品通胀略有走强


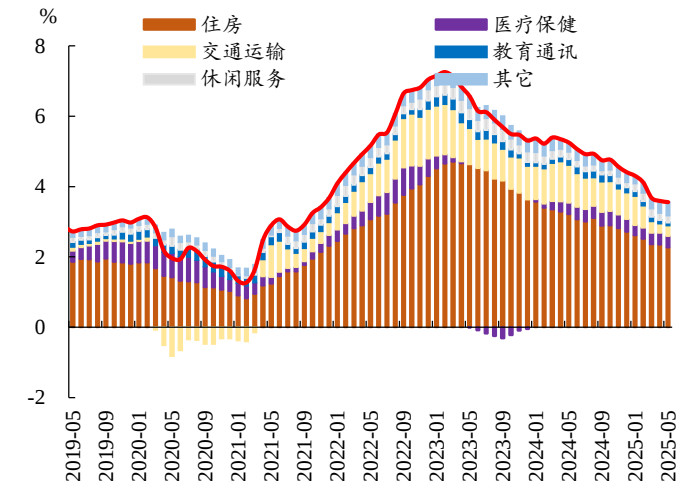
数据来源：Wind、开源证券研究所

（3）核心CPI方面，5月核心CPI同比上升2.8%，环比上升0.1%。同比增速维持不变，环比增速边际走弱。**分项来看**，核心商品同比增速较4月上升0.15个百分点至0.28%；环比增速较4月份下降0.1个百分点至0；其中二手车项环比下降0.5%，较4月份持平，与曼海姆二手车价格指数领先2个月走势基本一致，对核心商品通胀贡献度继续提升；新车方面，环比增速较4月下降0.3个百分点至-0.3%。

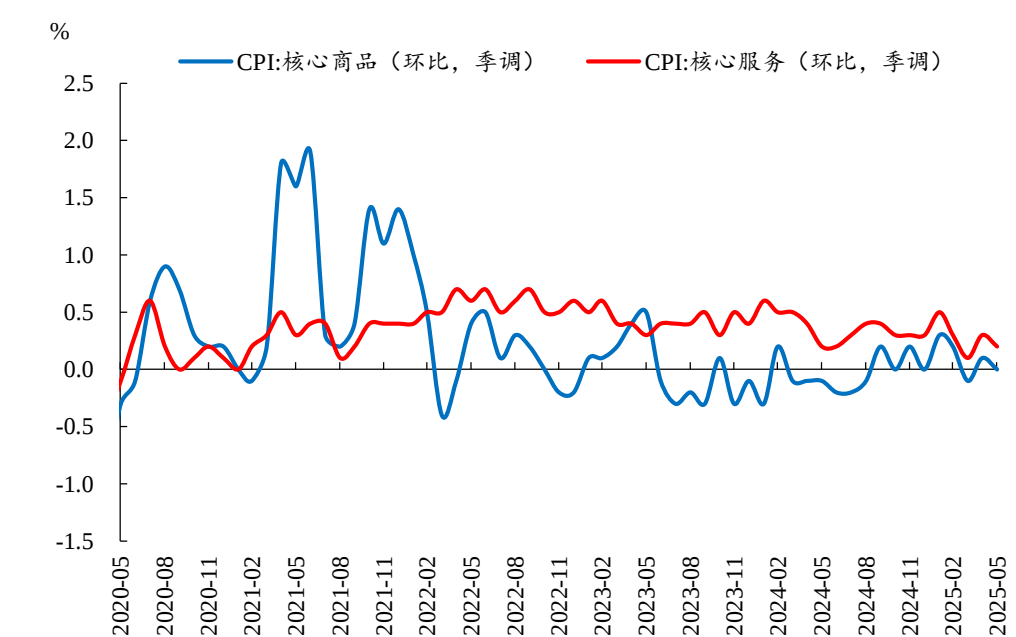
核心服务同比上升 3.56%，较 4 月份下降约 0.04 个百分点，基本持平。其中住房项同比上升 3.9%，环比上升 0.3%，分别较 4 月下降 0.1 个百分点、持平。交通运输服务环比下降 0.2%，较 4 月份下降 0.3 个百分点。总的看，5 月核心 CPI 同比、环比增速分别较 4 月持平、走弱，或主因新车、交通运输通胀环比走弱。

图5：5 月核心商品 CPI 同比增速有所提升


数据来源：Bloomberg、开源证券研究所

图6：5 月核心服务 CPI 同比增速略有走弱


数据来源：Bloomberg、开源证券研究所

图7：5 月核心商品与核心服务通胀环比增速均边际下降


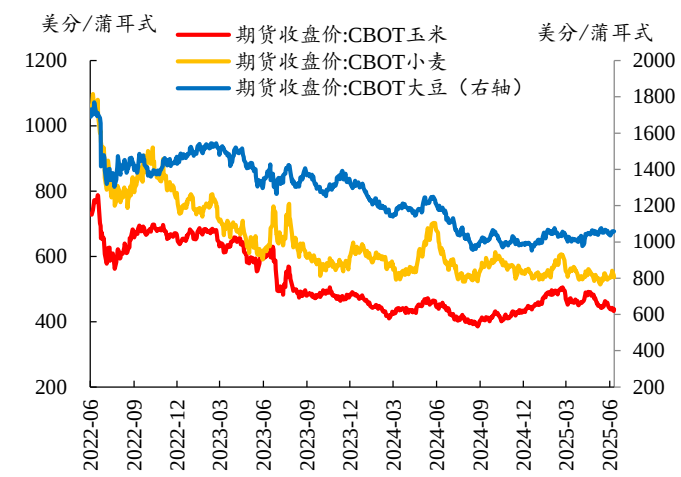
数据来源：Wind、开源证券研究所

1.3、通胀或将连续反弹，但向上斜率不确定性较高

（1）能源与粮食项短期内对通胀总体难有支撑。能源方面，截至 6 月 9 日，美国汽油价格为 2.99 美元/加仑，较 5 月底汽油价格下降约 1.32%。原油价格方面，根据 EIA 最新展望报告，由于全球库存增加，油价可能会持续走低。食品方面，由于季节性压力显现，小麦等期货价格也将面临不小的下行压力。即使综合 2024 年美国粮食价格下行、油价上行的情况来看，能源与粮食项对整体通胀也难有支撑。

图8：美国汽油零售价格近期略有下行

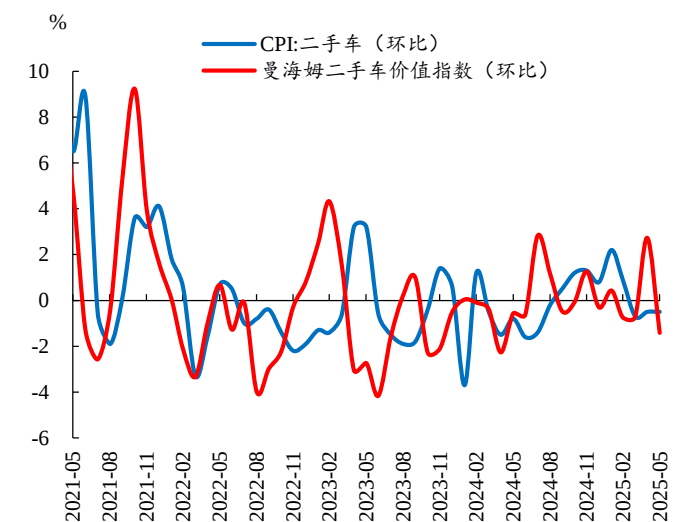

数据来源：Wind、开源证券研究所

图9：粮食期货价格 6 月走势基本平稳


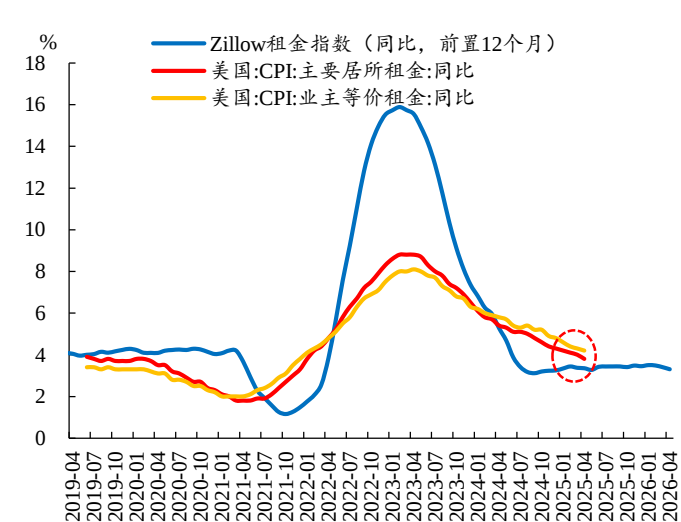
数据来源：Wind、开源证券研究所

(2) 核心商品通胀或受到关税的有力支撑，整体核心通胀总体或上行。核心商品方面，美国曼海姆二手车价值指数（Manheim Used Vehicle Value Index）5月环比下降 1.42%，由正转负；新车方面，虽然供应链压力指数略有收紧，但特朗普的汽车关税可能导致价格上涨；核心服务方面，交通运输是 5 月核心服务通胀边际下降的关键，但 6 月由于逐渐进入暑期，相关通胀可能会上行，住房方面，从 Zillow 房租指数同比增速来看，房租通胀在 5 月后可能维持平稳。往后看，关税可能会对核心商品通胀形成有力支撑。同时考虑到房租通胀的相对稳定，在基数效应逐渐消失的背景下，核心通胀或将迎来持续上行。

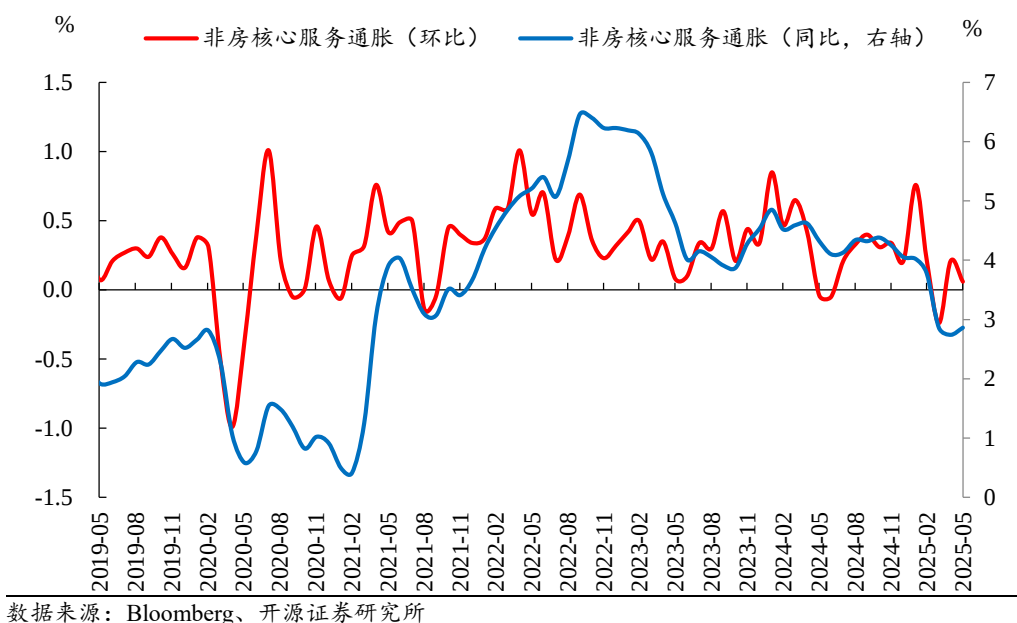
(3) 总的看，5 月 CPI 数据显示美国通胀迎来反弹，但核心通胀的相对平稳，或显示关税对美国通胀的冲击可能比预期要小。从美联储关注的**超级核心服务通胀**（去掉住房的核心服务）来看，5 月份同比、环比增速分别较 4 月份上升 0.12 个百分点、下降 0.15 个百分点。往后看，随着基数效应的基本消失、关税影响的显现，总体通胀水平或将持续上行，核心通胀亦是如此。此外，特朗普政府的关税政策在近期未有反复，美国的经济政策不确定性下降，可能会对企业的涨价策略产生影响，后续通胀上行斜率的不确定性较高。

图10：美国二手车价格边际下降


数据来源：Wind、开源证券研究所

图11：美国房租通胀平稳下降


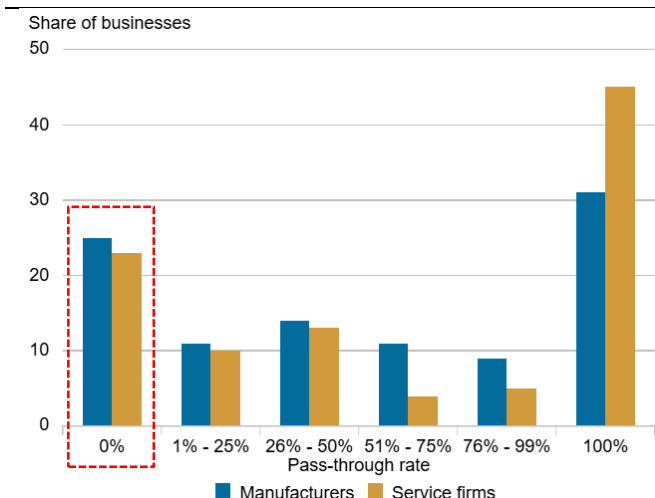
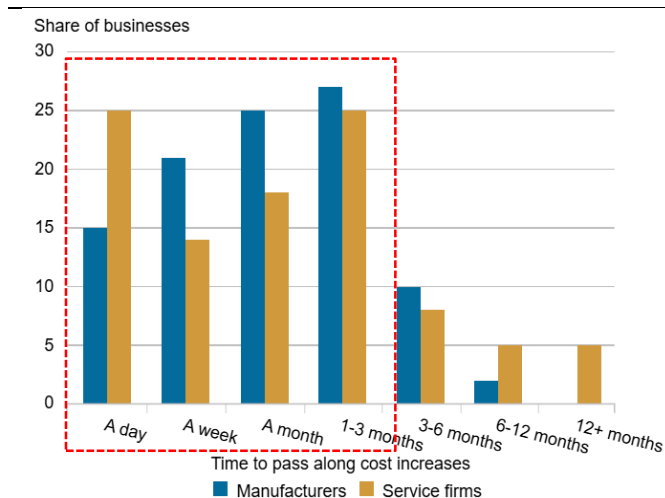
数据来源：Bloomberg、开源证券研究所

图12：5月美国非房核心服务通胀同比增速上行、环比增速下行


2、关税对通胀冲击将逐渐显现，但高度及持续性尚待观察

5月通胀数据的反弹在市场的预期之内，但更为关心的是关税对后续通胀的冲击几何？这对美联储的货币政策以及各类资产的影响至关重要。具体而言：

第一，关税对通胀的影响或已经在5月CPI中体现，后续或将持续显现。从核心商品通胀的上行来看，关税或正在促使相关企业提价。此外，根据美联储的最新研究¹，通过对2018年-2019年美国对华关税的冲击进行复盘验证，发现2025年2、3月份美国对华加征的芬太尼关税，部分企业或已选择转嫁给消费者，并对美国4月份的通胀产生了影响。考虑到4、5月份美国的关税政策剧烈波动，关税对通胀的推动作用将持续显现。而根据纽约联储的5月企业调查²，其发现仅有不到30%的企业选择不转嫁成本，且大部分企业的成本转嫁都将在3个月内完成。

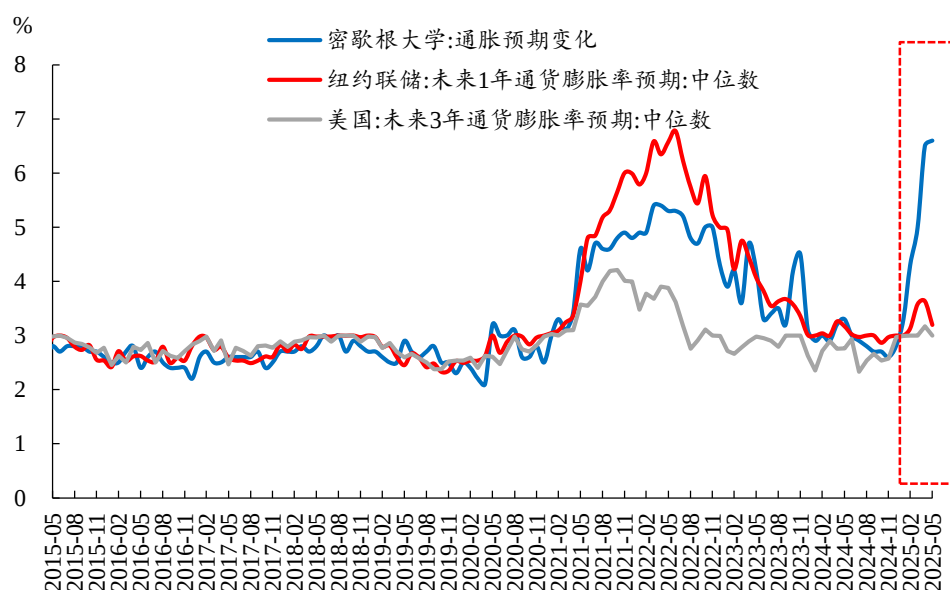
图13：大部分美国企业选择转嫁成本给消费者

图14：大部分企业选择在3个月内转嫁成本


¹ <https://www.federalreserve.gov/econres/notes/feds-notes/detecting-tariff-effects-on-consumer-prices-in-real-time-20250509.html>

² <https://libertystreeteconomics.newyorkfed.org/2025/06/are-businesses-absorbing-the-tariffs-or-passing-them-on-to-their-customers/>

第二，需要注意的是，虽然关税对通胀具有较为明显的正向冲击，其高度及持久性则尚待观察，“滞胀”出现的可能性或并不高。事实上，关税对市场影响最大的或是其高度及持续性，即是否会导致“滞胀”出现。我们认为“滞胀”的可能性目前或并不高，一则如前所述，美国的油价、粮食价格基本稳定，甚至出现小幅下行，因此对通胀起到了较好的锚定作用；二则虽然前期美国居民的通胀预期出现了较大幅度的抬升，但 5 月份的数据显示，密歇根大学的 5 年通胀预期、纽约联储的 3 年通胀预期分别较 4 月份下降 0.2 个百分点、0.17 个百分点至 4.2%、3.0%。居民长期通胀预期的稳定，有助于防止通胀螺旋上升；三则美联储目前对降息仍持谨慎态度，或只有当劳动力市场出现较为明显的下行，才会考虑降息，因此在货币政策端或难对通胀形成长久支撑。

图15：美国居民长期通胀预期出现边际下行



数据来源：Wind、开源证券研究所

基准情形下，我们认为美联储首次降息可能会在 4 季度，全年降息 1-2 次，且有可能不及预期。后续需关注 6 月 FOMC (6.17-18)、特朗普的减税法案 (OBBBA) 进程以及关税政策的变动。

3、风险提示

国际局势紧张引发通胀超预期，美国经济超预期衰退。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年5月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、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）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。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取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，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、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。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所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼3层

邮编：200120

邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层

邮编：100044

邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层

邮编：518000

邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层

邮编：710065

邮箱：research@kysec.cn