

美国 5 月 CPI 超预期回落，料降息至少延迟至 9 月

金晓雯, PhD, CFA

首席宏观分析师

xiaowen_jin@spdbi.com

(852) 2808 6437

2025 年 6 月 12 日

美国 5 月 CPI 通胀率超预期回落。从环比来看，核心 CPI 通胀率从 4 月的 0.24% 放缓至 5 月的 0.13%，低于市场预期的 0.3%。整体 CPI 环比增速亦从 4 月的 0.22% 回落至 0.08%，亦低于市场预期（0.2%）。其中能源环比通胀率从 4 月的 0.67% 转负到 -0.98%，食品环比通胀率反而转正至 0.29%（4 月：-0.08%）。按同比看，美国整体 CPI 通胀率因为低基数效应回升 0.1 个百分点到 2.4%，核心 CPI 通胀率维持在 2.8% 不变。

从环比细分数据来看，核心 CPI 各主要分项环比通胀率均有所下降，而扣除住房的核心服务 CPI（超级核心服务 CPI）下跌幅度最大（图表 1）：

- 核心商品价格环比增速转负，从 4 月的 0.06% 下滑至 -0.04%，依然没有体现加征关税影响。其中服装环比通胀率下跌最多（5 月：-0.42%，4 月：-0.20%），教育和通讯商品通胀率跌 0.24 个百分点到 0.06%。此外，运输商品通胀率亦下跌 0.12 个百分点到 -0.30%。其中新车环比价格跌幅再扩大至 -0.29%（4 月：-0.01%），仍未体现 4 月 2 日对进口汽车加征的 25% 关税影响（图表 3）。家用家具、医疗护理的通胀率 5 月有所上升。
- 住房价格环比增速 5 月下降至 0.25%（4 月：0.33%）。从细分数据来看，最为关键的业主等价租金环比通胀率的回落是主要推动力（5 月：0.27%，4 月：0.36%）。根据近期的房价变化，此前业主等价租金 CPI 较高的态势或已经告一段落。主要居所租金环比通胀率亦下跌 0.13 个百分点到 0.21%。外宿价格环比通胀率继续维持在负数。
- 超级核心服务价格环比 CPI 增速减慢至 0.06%（4 月：0.23%），受运输和医疗护理 CPI 下行的影响。运输服务环比价格下降 0.35 个百分点到 -0.20%。其中，或受到能源价格下跌的影响，机票通胀率继续维持在 -2.74% 的低位。医疗护理价格在连续两个月维持在 0.5% 以上的高增长之后，5 月环比价格增幅下降至 0.18%。不过娱乐服务、教育和通讯商品的通胀率有所回升。

与此同时，5 月非农就业数据好于预期。5 月新增非农就业人数虽然下降至 13.9 万人，但仍高于市场预期（市场预期：12.6 万人；4 月：14.7 万人；图表 4）。失业率从 4 月的 4.187% 上升至 5 月的 4.244%（图表 5）。平均时薪增速不论是从环比还是同比的角度来看均有所回升。尽管如此，我们认为失业率尚未开始显著上行或与劳动力参与率的下滑有关（5 月：62.4%，4 月：62.6%），且非农新增就业基本集中在教育和医疗服务、休闲和酒店业等少数领域。往前看，我们依然认为美国劳动力市场逐渐走弱的整体趋势并没有改变。



扫码关注浦银国际研究

浦銀國際

数据点评

美国 5 月 CPI 超预期回落，料降息至少延迟至 9 月

虽然 5 月 CPI 通胀数据超预期回落，但是若特朗普不进一步调低关税、此后通胀率或因为关税影响由跌转涨。在关税影响尚未传导至通胀数据的情况下，5 月通胀数据依然沿着我们此前预计的温和下行路径在演绎。尤其是核心服务 CPI 中枢显著下行，此前维持通胀韧性的住房价格和劳动力成本均已开始下行。接下来的关键在于核心商品 CPI 何时会开始反映关税影响。我们预计关税对通胀的影响或最快从 7 月至 8 月开始有更明显的体现。近期贸易对话方面的进展并未改变我们在[下半年宏观展望](#)做出的有 60% 概率关税将大致维持现状的判断。在此基本假设下，我们预计特朗普的加征关税政策将拉高美国通胀率 0.6-1.3 个百分点。美国核心 PCE 同比通胀率或从 1-4 月的平均 2.7% 上升到全年的 3.0%。我们预计核心通胀率在今年二季度或小幅下滑，然后在下半年关税影响逐渐体现后再次升高。

5 月通胀和就业数据或让美联储在短期内保持观望态度。5 月就业数据未明显反映关税影响，未如我们此前[预期](#)和周度领取失业金人数数据预示那般开始恶化。与此同时，通胀数据已经连续 4 个月低于市场预期。截至目前，已发布数据依然展现出“软数据走弱、硬数据尚未反映明显关税影响”的特征。在此情况下，我们相信美联储或将会在 6 月和 7 月的议息会议上重申其观望态度并维持政策利率按兵不动。不过 6 月会议即将发布的季度经济指标预测更新或能为今年下半年的降息提供更多线索：我们目前认为美联储可能会维持 3 月时的 50 个基点降息预测不变，但不能排除美联储会将其今年的降息幅度预测下调至 25 个基点的可能性。

我们认为除非劳动力数据急剧恶化，否则美联储不会在关税对通胀的影响尚不明朗的情况下贸然降息。因此，我们在上个月下旬发布[中期展望报告](#)的时候将再次降息的预测时点延后至最快 9 月。全年来看，我们预测年内美联储将降息 2 次、每次 25 个基点。

然而，如果在极端情况下、更高的个性化“对等关税”在 90 天暂缓期结束后全面兑现，那么我们认为美联储政策的天平可能会偏向稳增长，而且降息幅度或将高于我们的基本预测，降息幅度可达 75-100 个基点。在某些会议上可能降息 50 个基点。相反地，如果特朗普继续修正其“对等关税”政策，下调美国对其他国家的关税水平，那么美联储降息的次数也可能会低于我们目前的预测，降息幅度缩减至最多 25 个基点。

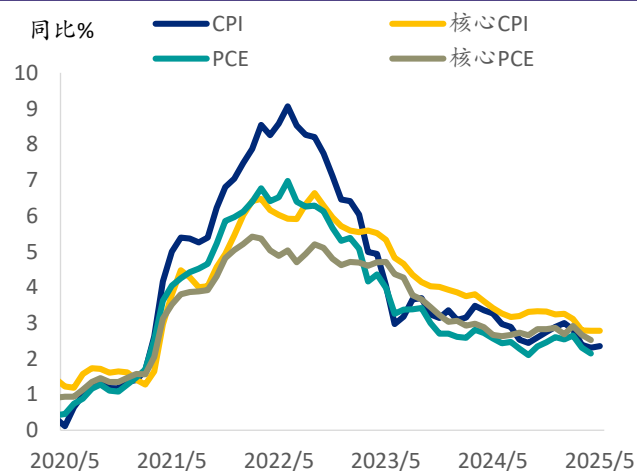
风险提示：下行风险：90 天关税暂缓期结束后美国选择全面实施个性化“对等关税”政策；降息过慢引起经济衰退；关税导致美国再通胀；**上行风险：**通过贸易谈判，美国进一步下调对包括中国在内的其他国家关税税率。

图表 1：美国 CPI 各分项环比增速和环比贡献

	环比 (%)			权重 (%)	环比贡献 (%)
	25 年 5 月	25 年 4 月	25 年 3 月	25 年 5 月	25 年 5 月
CPI	0.08	0.22	-0.05	100.0	0.08
食品	0.29	-0.08	0.44	13.6	0.04
能源	-0.98	0.67	-2.39	6.4	-0.06
核心 CPI	0.13	0.24	0.06	80.0	0.10
- 商品	-0.04	0.06	-0.09	19.3	-0.01
家用家具和供给	0.34	0.22	0.02	3.5	0.01
服装	-0.42	-0.20	0.37	2.5	-0.01
运输	-0.30	-0.18	-0.18	7.2	-0.02
医疗护理	0.59	0.42	-1.13	1.5	0.01
娱乐商品	0.41	0.41	-0.32	1.9	0.01
教育和通讯商品	0.06	0.30	0.45	0.7	0.00
酒精饮料	-0.14	0.01	0.22	0.8	0.00
其它	0.16	0.33	0.26	1.3	0.00
- 服务	0.17	0.29	0.11	60.7	0.10
住房	0.25	0.33	0.22	35.5	0.09
主要居所租金	0.21	0.34	0.33	7.5	0.02
外宿	-0.07	-0.10	-3.54	1.4	0.00
业主等价租金	0.27	0.36	0.40	26.2	0.07
核心服务扣除住房	0.06	0.23	-0.06	25.2	0.01
医疗护理	0.18	0.51	0.51	6.7	0.01
运输	-0.20	0.14	-1.41	6.3	-0.01
娱乐	-0.10	-0.29	0.05	3.4	0.00
教育和通讯商品	0.09	-0.20	0.24	4.9	0.00
其它个人服务	0.32	0.33	2.64	1.0	0.00

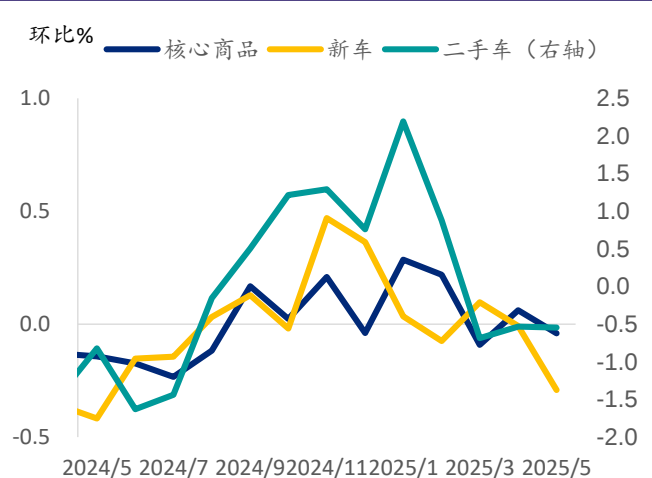
资料来源：CEIC、浦银国际

图表 2：CPI 同比通胀率略微回升，核心 CPI 同比通胀率连续三个月维持不变



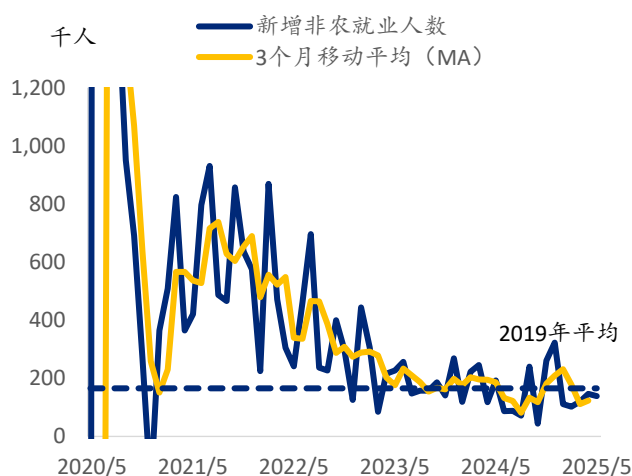
资料来源：CEIC、浦银国际

图表 3：核心商品环比 CPI 5 月下滑，尤其是新车环比价格跌幅扩大，尚未体现加征汽车进口关税影响



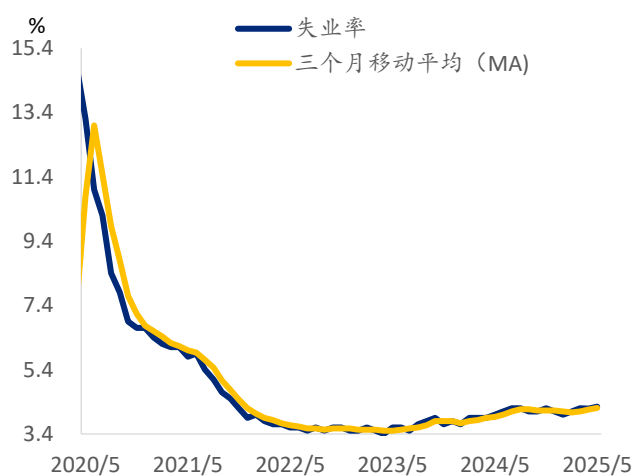
资料来源：CEIC、浦银国际

图表 4: 5月新增非农就业人数虽然下降至 13.9 万人, 但仍高于市场预期



资料来源: CEIC、浦银国际

图表 5: 失业率 5 月略微上升



资料来源: CEIC、浦银国际

图表 6: 近期相关报告列表

日期	报告标题和链接
2025 年 5 月 24 日	2025 年中期宏观经济展望: 关税进展仍是中美经济关键因素
2025 年 5 月 14 日	美国 4 月 CPI 回升但不及预期, 尚未体现关税影响
2025 年 5 月 8 日	美联储 5 月如期继续暂停降息, 并排除“先发制人”可能性, 降息还需“边走边看”
2025 年 5 月 7 日	月度美国宏观洞察: “对等关税”下美国经济濒临衰退
2025 年 4 月 11 日	美国 3 月 CPI 再超预期回落, 但难抵关税阴霾
2025 年 4 月 3 日	政策解读: 美国“对等关税”远超预期, 而后或有部分减免可能
2025 年 3 月 25 日	月度美国宏观洞察: 新一轮关税风暴或一触即发
2025 年 3 月 20 日	美联储 3 月如期继续暂停降息, 强调经济不确定性增加
2025 年 3 月 13 日	美国 2 月 CPI 超预期回落, 关税战影响尚未显现
2025 年 2 月 25 日	月度美国宏观洞察: 关税大棒逐渐落下, 美国经济何去何从?
2025 年 2 月 13 日	美国 1 月 CPI 超预期反弹, 进一步拉低近期降息可能
2025 年 1 月 30 日	美联储 1 月如期暂停降息, 3 月或继续暂停降息
2025 年 1 月 22 日	月度美国宏观洞察: 特朗普 2.0 拉开帷幕
2025 年 1 月 16 日	美国 12 月核心 CPI 微降, 或不影响本月美联储暂停降息
2024 年 12 月 12 日	美国 11 月核心环比通胀率大致稳定, 或不影响 12 月降息
2024 年 11 月 25 日	2025 年宏观经济展望: 在特朗普 2.0 的不确定性中寻找确定性
2024 年 11 月 14 日	美国 10 月核心环比通胀率如预期微跌
2024 年 11 月 8 日	11 月美联储会议点评: 如期降息, 短期内货币政策不受大选影响
2024 年 10 月 29 日	月度美国宏观洞察: 大选结果揭晓在即, 将如何影响美国经济和金融市场?
2024 年 10 月 10 日	美国 9 月核心环比通胀率再超预期, 11 月降息幅度或锁定在 25 个基点
2024 年 9 月 26 日	月度美国宏观洞察: 后续降息幅度和经济衰退讨论仍悬而未决
2024 年 9 月 19 日	美联储 9 月超预期降息 50 个基点, 年内或还有单次 50 个基点降息
2024 年 9 月 12 日	美国 8 月核心环比通胀率略超预期, 基本锁定 9 月 25 个基点降息
2024 年 8 月 27 日	月度美国宏观洞察: 衰退尚未到来, 降息时点已至
2024 年 8 月 24 日	杰克逊霍尔全球央行年会点评: 鲍威尔基本确认 9 月降息
2024 年 8 月 23 日	宏观主题研究: 哈里斯经济政策愿景渐清晰, 对美国影响几何?

2024 年 8 月 15 日	符合市场预期的美国 7 月环比通胀率上升大概率不会影响 9 月降息决议
2024 年 8 月 1 日	月度美国宏观洞察：迎接降息和美国大选
2024 年 8 月 1 日	7 月美联储会议点评：9 月剑指降息
2024 年 7 月 30 日	宏观主题研究：特朗普 2.0 将如何影响美国经济和金融市场？
2024 年 7 月 12 日	美国 6 月通胀数据再次超预期放缓，9 月降息预期获进一步确认
2024 年 6 月 25 日	月度美国宏观洞察：经济向右，美联储向左？
2024 年 6 月 13 日	偏鹰的美联储会议或未计入 5 月通胀数据的超预期放缓
2024 年 5 月 30 日	2024 年中期宏观经济展望：平波缓进，渐入佳境
2024 年 5 月 16 日	4 月美国通胀放缓，或有助于美联储提升降息信心
2024 年 5 月 6 日	月度宏观洞察：探究美联储的降息逻辑变化
2024 年 5 月 2 日	5 月美联储会议点评：何时降息取决于经济数据
2024 年 4 月 11 日	3 月通胀数据和美联储会议纪要点评：降息或被延迟至三季度
2024 年 3 月 26 日	月度宏观洞察：美联储预计的软着陆可以实现吗？
2024 年 3 月 21 日	3 月鸽派美联储会议意味着降息或仍从二季度开启
2024 年 3 月 13 日	美国 2 月通胀维持韧性，对降息决议影响或较为中性
2024 年 3 月 4 日	月度宏观洞察：美国经济软着陆或变成硬着陆？

资料来源：浦银国际

免责声明

本报告之收取者透过接受本报告(包括任何有关的附件),表示及保证其根据下述的条件下有权获得本报告,且同意受此中包含的限制条件所约束。任何没有遵循这些限制的情况可能构成法律之违反。

本报告是由从事证券及期货条例(香港法例第 571 章)中第一类(证券交易)及第四类(就证券提供意见)受规管活动之持牌法国-浦银国际证券有限公司(统称“浦银国际证券”)利用集团信息及其他公开信息编制而成。所有资料均搜集自被认为是可靠的来源,但并不保证数据之准确性、可信性及完整性,亦不会因资料引致的任何损失承担任何责任。报告中的资料来源除非另有说明,否则信息均来自本集团。本报告的内容涉及到保密数据,所以仅供阁下为其自身利益而使用。除了阁下以及受聘向阁下提供咨询意见的人士(其同意将本材料保密并受本免责声明中所述限制约束)之外,本报告分发给任何人均属未经授权的行为。

任何人不得将本报告内任何信息用于其他目的。本报告仅是为提供信息而准备的,不得被解释为是一项关于购买或者出售任何证券或相关金融工具的要约邀请或者要约。阁下不应将本报告内容解释为法律、税务、会计或投资事项的专业意见或为任何推荐,阁下应当就本报告所述的任何交易涉及的法律及相关事项咨询其自己的法律顾问和财务顾问的意见。本报告内的信息及意见乃于文件注明日期作出,日后可作修改而不另通知,亦不一定会更新以反映文件日期之后发生的进展。本报告并未包含公司可能要求的所有信息,阁下不应仅仅依据本报告中的信息而作出投资、撤资或其他财务方面的任何决策或行动。除关于历史数据的陈述外,本报告可能包含前瞻性的陈述,牵涉多种风险和不确定性,该等前瞻性陈述可基于一些假设,受限于重大风险和不确定性。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映浦银国际证券的立场。浦银国际控股有限公司及其联属公司、关联公司(统称“浦银国际”)及/或其董事及/或雇员,可能持有在本报告内所述或有关公司之证券、并可能不时进行买卖。浦银国际或其任何董事及/或雇员对投资者因使用本报告或依赖其所载信息而引起的一切可能损失,概不承担任何法律责任。

浦银国际证券建议投资者应独立地评估本报告内的资料,考虑其本身的特定投资目标、财务状况及需要,在参与有关报告中所述公司之证券的交易前,委任其认为必须的法律、商业、财务、税务或其它方面的专业顾问。惟报告内所述的公司之证券未必能在所有司法管辖区或国家或供所有类别的投资者买卖。对部分的司法管辖区或国家而言,分发、发行或使用本报告会抵触当地法律、法则、规定、或其它注册或发牌的规例。本报告不是旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。

美国

浦银国际不是美国注册经纪商和美国金融业监管局(FINRA)的注册会员。浦银国际证券的分析师不具有美国金融监管局(FINRA)分析师的注册资格。因此,浦银国际证券不受美国就有关研究报告准备和分析师独立性规则的约束。

本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法规则 15a-6 定义的“主要机构投资者”,不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人士。接收本报告的美国收件人如想根据本报告中提供的信息进行任何买卖证券交易,都应仅通过美国注册的经纪交易商来进行交易。

英国

本报告并非由英国 2000 年金融服务与市场法(经修订)(「FSMA」)第 21 条所界定之认可人士发布,而本报告亦未经其批准。因此,本报告不会向英国公众人士派发,亦不得向公众人士传递。本报告仅提供给合格投资者(按照金融服务及市场法的涵义),即(i)按照 2000 年金融服务及市场法 2005 年(金融推广)命令(「命令」)第 19(5)条定义在投资方面拥有专业经验之投资专业人士或(ii)属于命令第 49(2)(a)至(d)条范围之高净值实体或(iii)其他可能合法与之沟通的人士(所有该等人士统称为「有关人士」)。不属于有关人士的任何机构和个人不得遵照或倚赖本报告或其任何内容行事。

本报告的版权仅为浦银国际证券所有,未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用,浦银国际证券对任何第三方的该等行为保留追述权利,并且对第三方未经授权行为不承担任何责任。

权益披露

- 1) 浦银国际并没有持有本报告所述公司逾 1%的财务权益。
- 2) 浦银国际跟本报告所述公司在过去 12 个月内并没有任何投资银行业务的关系。
- 3) 浦银国际并没有跟本报告所述公司为其证券进行庄家活动。

评级定义

证券评级定义:

“买入”: 未来 12 个月, 预期个股表现超过同期其所属的行业指数

“持有”: 未来 12 个月, 预期个股表现与同期所属的行业指数持平

“卖出”: 未来 12 个月, 预期个股表现逊于同期其所属的行业指数

行业评级定义 (相对于 MSCI 中国指数):

“超配”: 未来 12 个月优于 MSCI 中国 10%或以上

“标配”: 未来 12 个月优于/劣于 MSCI 中国少于 10%

“低配”: 未来 12 个月劣于 MSCI 中国超过 10%

分析师证明

本报告作者谨此声明: (i) 本报告发表的所有观点均正确地反映作者有关任何及所有提及的证券或发行人的个人观点, 并以独立方式撰写; (ii) 其报酬没有任何部分曾经, 是或将会直接或间接与本报告发表的特定建议或观点有关; (iii) 该等作者没有获得与所提及的证券或发行人相关且可能影响该等建议的内幕信息 / 非公开的价格敏感数据。

本报告作者进一步确定 (i) 他们或其各自的关联人士 (定义见证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则) 没有在本报告发行日期之前的 30 个历日内曾买卖或交易过本报告所提述的股票, 或在本报告发布后 3 个工作日 (定义见《证券及期货条例》(香港法例第 571 章)) 内将买卖或交易本文所提述的股票; (ii) 他们或其各自的关联人士并非本报告提述的任何公司的雇员; 及 (iii) 他们或其各自的关联人士没有拥有本报告提述的证券的任何金融利益。

浦银国际证券机构销售团队

杨增希

essie_yang@spdbi.com

852-2808 6469

浦银国际证券财富管理团队

王玥

emily_wang@spdbi.com

852-2808 6468

浦银国际证券有限公司

SPDB International Securities Limited

网站: www.spdbi.com

地址: 香港轩尼诗道 1 号浦发银行大厦 33 楼

