

通胀季节性回落，后续关税影响或较为温和

——美国 4 月 CPI 数据点评

2025 年 5 月 15 日

宏观经济

事件点评

分析师

康明怡 电话：021-25102911 邮箱：kangmy@dxzq.net.cn

执业证书编号：S1480519090001

事件：

美国 4 月 CPI 环比 0.2%，预期 0.3%，前值-0.1%；同比 2.3%，预期 2.4%，前值 2.4%。

核心 CPI 环比 0.2%，预期 0.3%，前值 0.1%；同比 2.8%，预期 2.8%，前值 2.8%。

主要观点：

- 1、能源价格主导通胀回落，3-7 月属于通胀传统低迷期，关税效应尚未显现。
- 2、美股中短期中性略谨慎乐观，长期中性。

数据方面，住宅环比上涨 0.3%，贡献了 4 月超过一半的通胀。能源价格环比上涨 0.7%，主要来自天然气和电力，覆盖了汽油价格的下跌。食品价格环比下降 0.1%，主要是居家食品降 0.4%，而外卖食品环比涨 0.4%。核心通胀方面，上涨的有家具家装（1%），医疗（0.5%），车险（0.6%），教育（0.1%），和个人护理（0.1%）。价格下降的有机票（2.8%）、二手车（0.5%）、通信以及服装。新车和休闲娱乐价格没有变化。

能源价格的下降主导了通胀和核心通胀的趋势性回落。从长期趋势看，通胀一般落后原油价格一个月，而核心通胀与过去 12 个月通胀的移动平均步调基本一致，可以理解为，在其他因素不变的情况下，由能源成本主导的商品价格的变化慢慢渗透到服务部门的时间大约为一年。另一个显著影响通胀的为 M2 同比，即长期通胀是货币现象（图 11、12、13）。与去年相比，通胀环比的波动区间显然又下了一个台阶（约 10bp 图 6）。

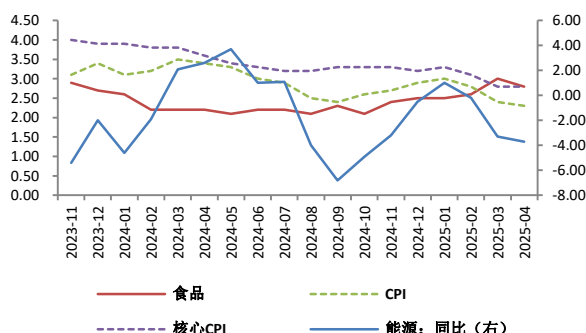
我们在年初通胀点评中提到“季节性通胀回升较为良性，或持续至 1 月”，可容忍至 2 月。截止 2 月，季节性的通胀回升暂告一段落，而关税的影响尚未体现。传统的通胀低迷时期为 3-7 月，因为消费的旺季一般为下半年。因此，3、4 月通胀下行是正常的季节性表现。后期将观察商品价格的环比情况，4 月商品环比回升至 0.1%，高于 3 月（图 7）。

由于中美关税战暂停 90 天，中美航运开始恢复，关税对美国通胀的影响可能较为温和。无差别基础关税 10%将大幅提高美国消费者对关税承担的比例，类似特朗普对内征收消费税。中低端制造业美国不具备生产优势条件，不太可能回流；无差别基础税率 10%也意味着进口商品无法通过贸易转移来抵消基础关税，这将使得原本的进口品价格对关税的弹性显著上升，最终抬升美国消费者承担的关税比例。而进口品价格的抬升也会刺激美国本土同类或互补品价格的抬升。短期内美国商品价格有一定小幅价格压力，这与能源价格上升的影响类似。

市场方面，**我们对美国资本市场的态度恢复至 4 月 2 日之前，即美股短期中性略谨慎积极，长期中性。**由于特朗普的关税政策有所延后，企业可囤货时间拉长，对经济的影响也随之延后，美国股债避险情绪均下降。特朗普在 4 月 2 日以后态度有所转变，说明其对经济和金融的系统性风险有所顾忌。从当前关税的走势来看，年内美国陷入衰退的概率降低，但通胀水平可能因为基础性关税有略微上升，美联储维持当前利率水平的可能时间可能延长。

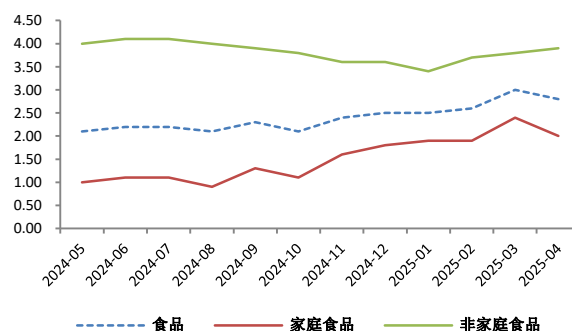
风险提示：海外地缘政治风险上升。

图1：CPI、核心CPI、食品和能源价格同比（%）



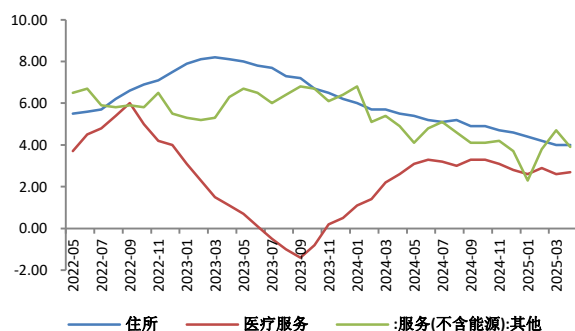
资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图2：食品同比（%）



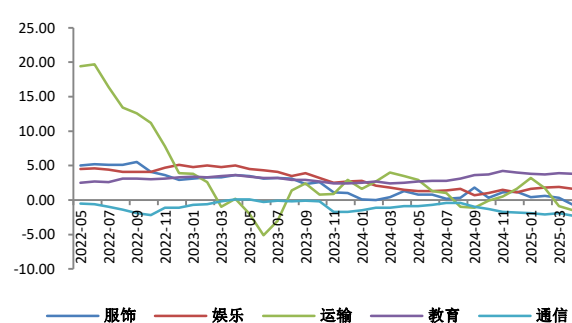
资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图3：服务通胀同比分项1（%）



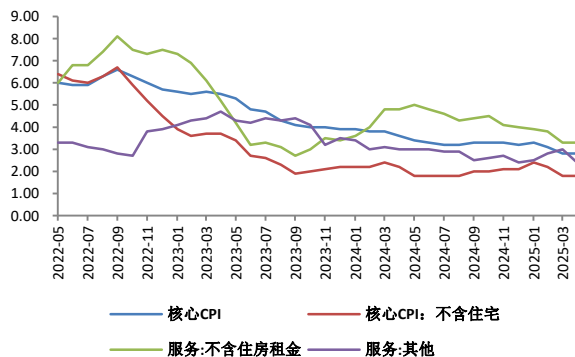
资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图4：服务通胀同比分项2（%）



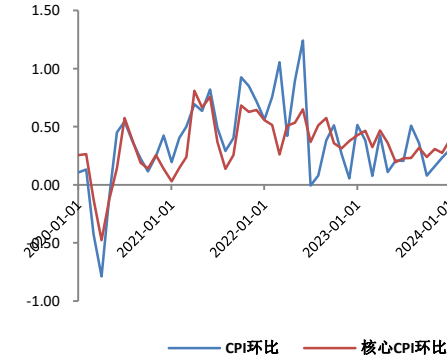
资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图5：不含住宅服务同比稳定（%）



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

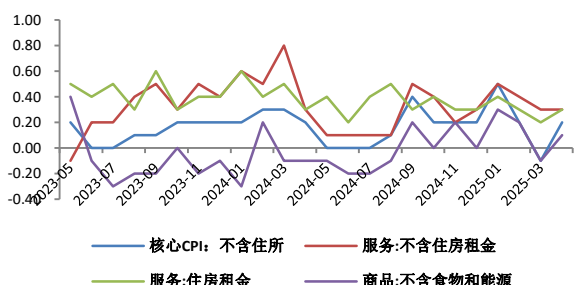
图6：CPI、核心CPI环比（%）



资料来源：FRED，东兴证券研究所

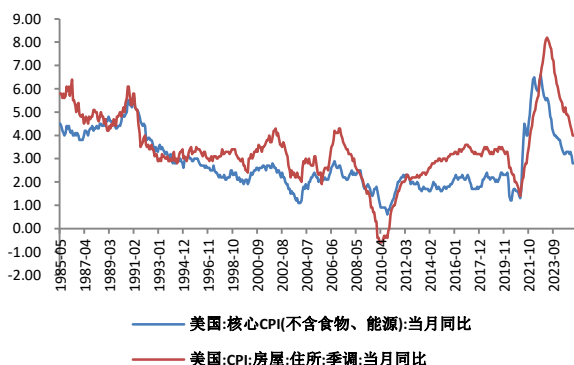
图7：核心商品价格环比回升（%）

图8：房价高位（%）



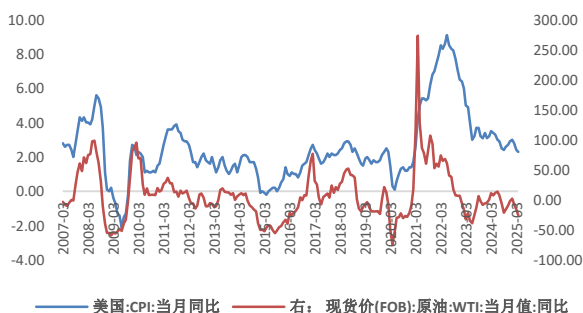
资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图9：住宅同比继续下降（%）



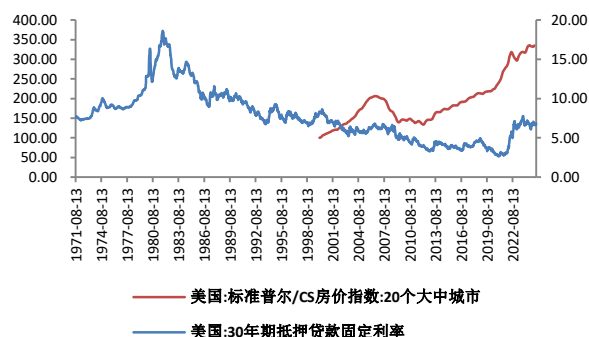
资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图11：CPI与原油同比（%）



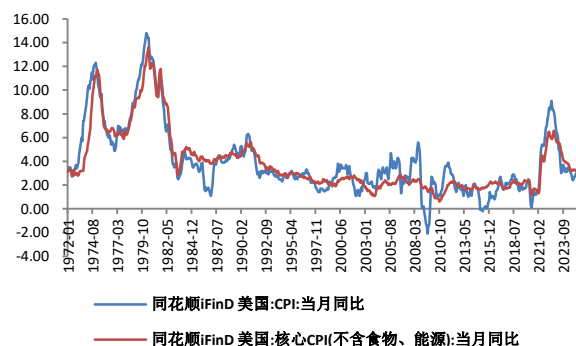
资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图13：核心CPI与CPI12月移动平均（%）



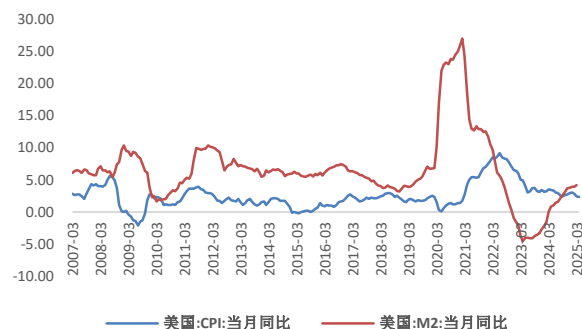
资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图10：CPI 跌落至正常区间中部（%）



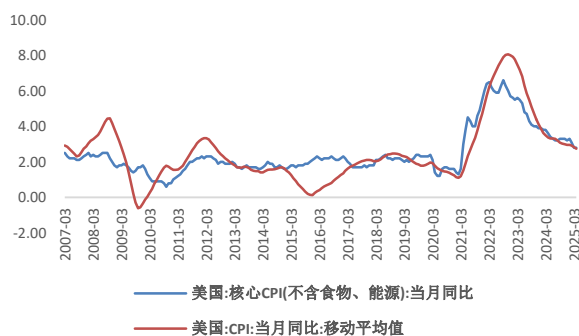
资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图12：CPI与M2同比（%）



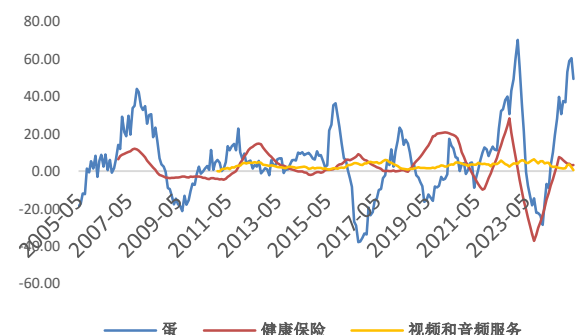
资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图14：细分项环比1（%）

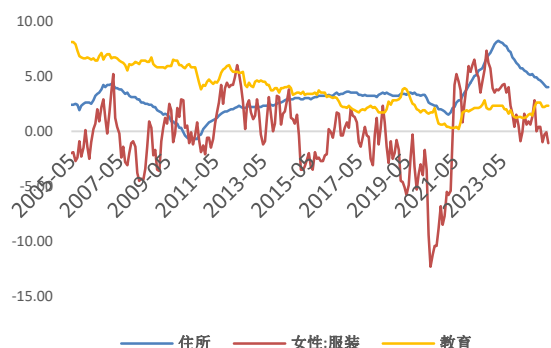


资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图 15：细分项环比 2（%）

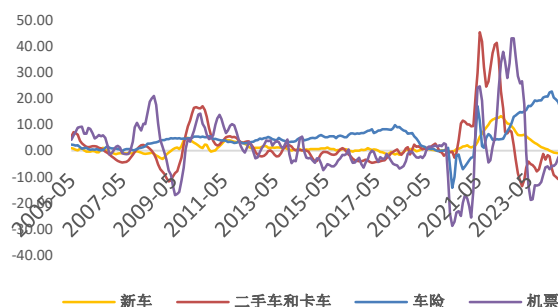


资料来源：iFinD，东兴证券研究所



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图 16：细分项环比 3（%）



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

相关报告汇总

报告类型	标题	日期
宏观普通报告	关税风险下降，更加注重经济基本面—5 月 12 日中美经贸会谈点评	2025-05-13
宏观普通报告	美联储保持耐心直到硬数据出现信号—5 月美国 FOMC 点评	2025-05-09
宏观普通报告	人民银行降准降息，加大对科创企业金融支持—5 月 7 日人民银行、金融监管总局、证监会发布会点评	2025-05-07
宏观普通报告	外部冲击影响加大，充分备足预案—4 月 25 日中共中央政治局会议点评	2025-04-28
宏观普通报告	美国关税政策同样需要回归常识—美国关税政策点评	2025-04-07
宏观普通报告	美联储下调经济增长预期，认为关税通胀压力一过性—3 月美国 FOMC 点评	2025-03-20
宏观普通报告	关税影响不在于通胀，而在于经济是否会衰退—美国 2 月 CPI 数据点评	2025-03-14
宏观深度报告	美国就业市场总量尚可，但较为脆弱—美国就业数据梳理	2025-03-10
宏观深度报告	对 2025 年政府工作报告的几点理解—	2025-03-05

报告类型	标题	日期
宏观普通报告	促进民营企业健康高质量发展—2025 年民营企业座谈会点评	2025-02-18

资料来源：东兴证券研究所

分析师简介

康明怡

经济学博士。分别就读于武汉大学、清华大学和明尼苏达大学，博士期间曾在明尼苏达大学、美联储明尼阿波利斯分行从事多年教学和访问工作。2010 年开始执教于复旦大学经济学院 985 平台，上海浦江人才计划项目。2017 年加入东兴证券研究所。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及报告作者在自身所知情的范围内，与本报告所评价或推荐的证券或投资标的的存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，我公司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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，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。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和法律责任。

行业评级体系

公司投资评级（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）：
以报告日后的6个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率15%以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率5%~15%之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5%之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率5%以上。

行业投资评级（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）：
以报告日后的6个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5%之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率5%以上。

东兴证券研究所

北京

西城区金融大街5号新盛大厦B座16层

邮编：100033

电话：010-66554070

传真：010-66554008

上海

虹口区杨树浦路248号瑞丰国际大厦23层

邮编：200082

电话：021-25102800

传真：021-25102881

深圳

福田区益田路6009号新世界中心46F

邮编：518038

电话：0755-83239601

传真：0755-23824526