

2025年05月14日

证券分析师

刘思佳 S0630516080002

liusj@longone.com.cn

## 三点原因解析美国4月通胀为何低于预期

——海外观察：美国2025年4月CPI数据

### 投资要点

- **事件：**当地时间5月13日，美国劳工局公布美国4月CPI数据。美国4月CPI同比2.3%，预期2.4%，前值2.4%；环比0.2%，预期0.3%，前值-0.1%。核心CPI同比2.8%，预期2.8%，前值2.8%；环比0.2%，预期0.3%，前值0.1%。
- **核心观点：**美国4月CPI并没有如同市场预期一般，由于关税落地而迅速抬升。整体通胀反而呈现温和回落的趋势。我们认为其中存在三点原因：一是关税传导至价格需要时间。二是关税冲击会被美国进口商、外国出口商以及美国上游端制造商部分吸收(即关税对价格的传导系数小于1)。三是萎缩的能源价格和经济活动会对冲关税带来的商品价格冲击。总体来看，美国4月通胀数据并不会对美联储“边走边看”(wait and see)的政策态度产生过多影响，关税谈判进程和二季度就业工资数据依然是关注的重点。
- **能源商品继续回落，但能源服务保持强劲。**能源商品方面，由于去年基数抬升，同比从上月-9.5%下降至-11.5%；环比下降速度放缓，从上月-6.1%收窄至-0.2%，但依然处在负值区间。能源服务保持强劲，其中燃气价格同比从上月9.4%上升至15.7%；环比从上月3.6%上升至3.7%。值得注意的是，燃气价格的上涨和天气转暖趋势出现背离。我们认为美国一季度大量的天然气出口在需求端为燃气价格提供了较强的支撑。同时，由于美国电力结构中天然气发电量占总发电比重超过40%，景气的天然气行业又在成本端推动电力价格乃至整个能源服务价格在4月依然保持较高的增长。
- **核心商品价格温和抬升，关税传导暂时有限。**核心商品同比从上月0.0%上升至0.2%；环比从上月-0.1%上升至0.1%。其中，二手车和医疗用品为主要贡献项。值得注意的是，大量依赖从中国进口的纺织服装分项，其价格反而回落最为明显。服饰价格同比从上月0.7%回落至-0.5%；环比从上月0.5%回落至-0.1%。供给端上看，或是美国服饰进口商一季度由于“抢进口”使得库存较为充足；需求端上看，或是由于服饰分项对经济弹性较高，需求的收缩对服饰商品价格起到抑制作用。
- **核心服务价格同比温和回落，环比小幅抬升。**核心服务价格同比连续13个月下滑，4月同比从上月3.7%继续下降至3.6%；环比从上月0.1%温和上升至0.3%。其中，房屋分项保持韧性，环比从上月0.2%小幅抬升至0.3%，或为核心服务价格提供支撑。娱乐和教育与通讯分项价格均延续3月的下降趋势，同比分别下降至3.6%和1.2%；环比分别下降至-0.3%和-0.2%。这也符合我们之前报告的观点：美国需求端下行压力逐步显现。服务项目进一步细分来看，机票和酒店价格下行压力依然较大，同比分别录得-7.9%和-2.3；虽然环比分别收窄至-2.8%和-0.2%，但依然处在负值区间。
- **通胀低于预期的三点原因。**美国4月CPI数据可以总体概括为：整体通胀回落，核心商品温和上涨，能源和服务延续回落趋势。同样，我们可以用三点原因来解读。

**第一，关税传导至消费品需要时间。**<sup>1</sup>美联储5月9日发布的报告显示，2018年至2019年关税在落地生效至传导到消费品价格上所需要的时间是2个月。因此，4月关税影响或需等到三季度才能完全显现。同时，考虑叠加4、5月发布的90天暂缓关税行政措施，我们认为短期内商品价格并不会因为关税而大幅走高。

**第二，关税带来的核心商品价格冲击被外国出口商，美国进口商，美国上游制造商部分吸收。**在进口清关中，存在DDP(Delivered Duty Paid)和DAP(Delivered At Place)的区别。其中，DAP需要美国进口商承担关税部分，而DDP则需要外国出口商承担关税部分。我们认为一些国家或出口企业可能会为了保住美国市场，而选择DDP的清关方式，在此

条件下，美国关税便转接给了外国出口商。同时，在美国本土内观测，上游制造商和进口商同样会因为竞争压力和为了保住市场份额，而部分吸收掉关税带来的价格冲击。以美联储的研究为例，2025年2月的对华20%“芬太尼调查关税”对相应商品价格的传导系数为0.54，表明关税不单单只是被美国居民端吸收。

**第三，能源和服务分项的价格回落会对冲关税带来的商品价格的上升。**石油能源在4月跌幅明显，其带来的溢出效应会降低商品和服务的成本，进而传导到价格层面。同时，核心服务价格连续13个月的回落以及美国消费者预期指数2025年的不断下滑（4月消费者预期指数处在历史低点47.3），都指向美国需求端的收缩。从总供给需求模型上看，供给和需求的同向收缩抑制了价格的上行幅度。

- **资产波动明显，市场押注降息时间点延后。**我们认为4月CPI不会改变美联储“边走边看”(wait and see)的政策态度。相反，温和回落的CPI给了美联储“关税通胀暂时论(transitory)”一个很好的论据。后续，关税谈判和二季度就业依然是美联储作为利率决议的重要依据和观察目标。CPI数据发布后，美股标普500和纳斯达克指数高开高走，黄金小幅走低，美元指数回落，美债收益率攀升。市场交易行为表明市场从3月开始的“衰退交易”转向押注美国经济保持相对韧性，并且逐步相信美联储的“关税通胀暂时论”。CME FedWatch显示市场押注美联储降息节点延后至9月，概率为50.9%。同时，从概率分布上看，市场认为今年只会降息两次，共计50bps。
- **风险提示：美国关税谈判不及预期导致通胀上行，美国经济下行超预期。**

<sup>1</sup>信息来源：美联储，

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

图1 美国 CPI 拆分

|        | 同比, %   |         |         |         |    | 环比, %   |         |         |         |    |
|--------|---------|---------|---------|---------|----|---------|---------|---------|---------|----|
|        | 2025年1月 | 2025年2月 | 2025年3月 | 2025年4月 | 趋势 | 2025年1月 | 2025年2月 | 2025年3月 | 2025年4月 | 趋势 |
| CPI    | 3.0     | 2.8     | 2.4     | 2.3     |    | 0.5     | 0.2     | -0.1    | 0.2     |    |
| 食品和饮料  | 2.4     | 2.5     | 2.9     | 2.7     |    | 0.4     | 0.2     | 0.4     | -0.1    |    |
| 能源     | 0.8     | -0.3    | -3.2    | -3.5    |    | 1.1     | 0.2     | -2.4    | 0.7     |    |
| 能源商品   | -0.5    | -3.2    | -9.5    | -11.5   |    | 1.9     | -0.9    | -6.1    | -0.2    |    |
| 能源服务   | 2.5     | 3.2     | 4.2     | 6.3     |    | 0.3     | 1.4     | 1.6     | 1.5     |    |
| 电力     | 1.9     | 2.5     | 2.8     | 3.6     |    | 0.0     | 1.0     | 0.9     | 0.8     |    |
| 燃气     | 4.9     | 6.0     | 9.4     | 15.7    |    | 1.8     | 2.5     | 3.6     | 3.7     |    |
| 核心CPI  | 3.3     | 3.1     | 2.8     | 2.8     |    | 0.4     | 0.2     | 0.1     | 0.2     |    |
| 核心商品   | -0.1    | 0.0     | 0.0     | 0.2     |    | 0.3     | 0.2     | -0.1    | 0.1     |    |
| 服饰     | 0.4     | 0.8     | 0.7     | -0.5    |    | -1.6    | 0.8     | 0.5     | -0.1    |    |
| 新车     | -0.3    | -0.3    | 0.0     | 0.3     |    | 0.0     | -0.1    | 0.1     | 0.0     |    |
| 二手车和卡车 | 1.0     | 0.8     | 0.6     | 1.5     |    | 2.2     | 0.9     | -0.7    | -0.5    |    |
| 医疗用品   | 2.3     | 2.3     | 1.0     | 1.0     |    | 1.2     | 0.1     | -1.1    | 0.4     |    |
| 核心服务   | 4.3     | 4.1     | 3.7     | 3.6     |    | 0.5     | 0.3     | 0.1     | 0.3     |    |
| 房屋     | 4.4     | 4.2     | 4.0     | 4.0     |    | 0.4     | 0.3     | 0.2     | 0.3     |    |
| 房租     | 4.2     | 4.1     | 4.0     | 4.0     |    | 0.3     | 0.3     | 0.3     | 0.3     |    |
| 业主等效租金 | 4.6     | 4.4     | 4.4     | 4.3     |    | 0.3     | 0.3     | 0.4     | 0.4     |    |
| 医疗服务   | 2.7     | 3.0     | 3.0     | 3.1     |    | 0.0     | 0.3     | 0.5     | 0.5     |    |
| 娱乐     | 3.8     | 4.3     | 4.3     | 3.6     |    | 1.4     | 0.8     | 0.1     | -0.3    |    |
| 教育和通讯  | 1.7     | 1.6     | 1.6     | 1.2     |    | 0.3     | 0.3     | 0.2     | -0.2    |    |
| 运输     | 8.3     | 6.1     | 3.1     | 2.4     |    | 1.8     | -0.8    | -1.4    | 0.1     |    |

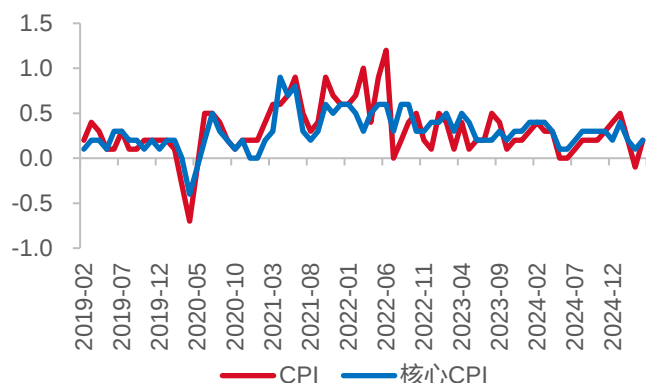
资料来源: BLS, 东海证券研究所

图2 CME FedWatch 显示市场押注美联储降息节点后移至 9 月, 截至 5 月 14 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%    | 8.2%    | 91.8%   | 0.0%    |
| 2025/7/30    | 0.0%                                                  | 0.0%    | 0.0%    | 0.0%    | 0.0%    | 0.0%    | 0.0%    | 2.7%    | 35.9%   | 61.4%   | 0.0%    |
| 2025/9/17    | 0.0%                                                  | 0.0%    | 0.0%    | 0.0%    | 0.0%    | 0.0%    | 1.6%    | 22.2%   | 50.9%   | 25.4%   | 0.0%    |
| 2025/10/29   | 0.0%                                                  | 0.0%    | 0.0%    | 0.0%    | 0.0%    | 0.8%    | 12.1%   | 36.9%   | 37.8%   | 12.4%   | 0.0%    |
| 2025/12/10   | 0.0%                                                  | 0.0%    | 0.0%    | 0.0%    | 0.5%    | 7.9%    | 27.6%   | 37.5%   | 21.9%   | 4.6%    | 0.0%    |
| 2026/1/28    | 0.0%                                                  | 0.0%    | 0.0%    | 0.2%    | 3.1%    | 14.9%   | 31.1%   | 31.9%   | 15.8%   | 3.0%    | 0.0%    |
| 2026/3/18    | 0.0%                                                  | 0.0%    | 0.1%    | 1.5%    | 8.5%    | 22.2%   | 31.5%   | 24.6%   | 10.0%   | 1.6%    | 0.0%    |
| 2026/4/29    | 0.0%                                                  | 0.0%    | 0.4%    | 3.1%    | 11.6%   | 24.3%   | 29.9%   | 21.3%   | 8.1%    | 1.3%    | 0.0%    |
| 2026/6/17    | 0.0%                                                  | 0.1%    | 1.2%    | 5.6%    | 15.4%   | 26.0%   | 27.3%   | 17.3%   | 6.0%    | 0.9%    | 0.0%    |
| 2026/7/29    | 0.0%                                                  | 0.3%    | 1.9%    | 7.2%    | 17.1%   | 26.2%   | 25.7%   | 15.5%   | 5.2%    | 0.7%    | 0.0%    |
| 2026/9/16    | 0.1%                                                  | 0.6%    | 2.9%    | 9.1%    | 18.9%   | 26.1%   | 23.8%   | 13.5%   | 4.4%    | 0.6%    | 0.0%    |
| 2026/10/28   | 0.1%                                                  | 0.8%    | 3.5%    | 10.0%   | 19.5%   | 25.9%   | 22.9%   | 12.7%   | 4.0%    | 0.5%    | 0.0%    |
| 2026/12/9    | 0.1%                                                  | 0.7%    | 2.9%    | 8.5%    | 17.3%   | 24.5%   | 23.6%   | 15.0%   | 6.0%    | 1.3%    | 0.1%    |

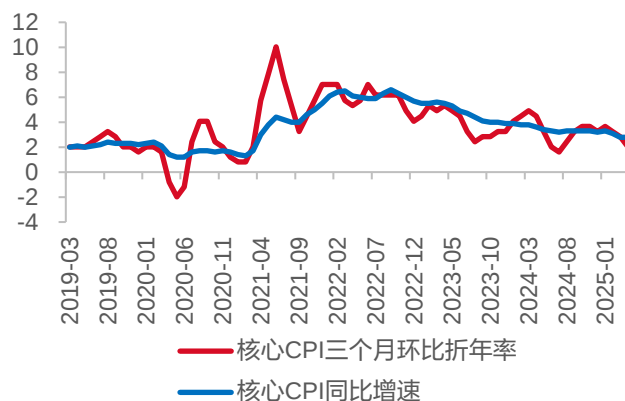
资料来源: CME, 东海证券研究所

图3 美国 CPI 和核心 CPI 环比增速, %



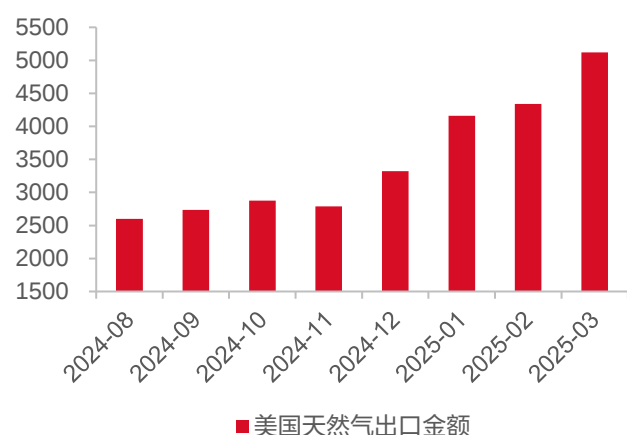
资料来源: BLS, 东海证券研究所

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 美国一季度天然气出口强劲, 百万美元



资料来源: BEA, 东海证券研究所

图6 美国核心服务同比增速持续回落, %



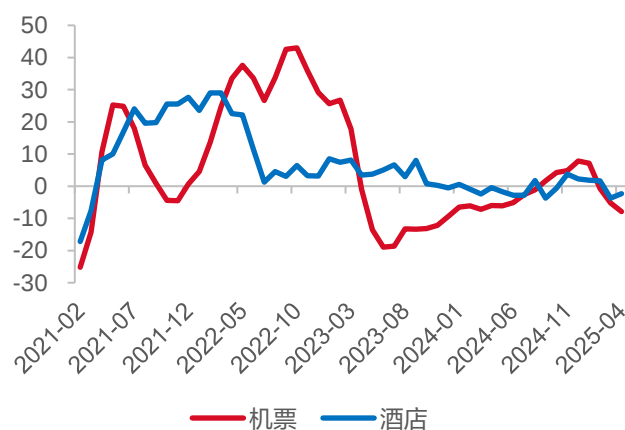
资料来源: WorldBank, 东海证券研究所

图7 核心商品环比温和回升, %



资料来源: BLS, 东海证券研究所

图8 美国机票和酒店价格同比增速依然为负, %



资料来源: BLS, 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