

2025 年 05 月 14 日

关税对美国通胀冲击或已初显端倪

——美国 4 月 CPI 点评

宏观研究团队

何宁（分析师）

hening@kysec.cn

证书编号：S0790522110002

潘伟桢（分析师）

panweizhen@kysec.cn

证书编号：S0790524040006

事件：美国公布 2025 年 4 月最新通胀数据。其中 CPI 同比上升 2.3%，环比上升 0.2%，均不及市场预期；核心 CPI 同比上升 2.8%，基本符合市场预期；环比上升 0.2%，不及市场预期。

● 通胀水平再度回落，但核心通胀基本稳定

1. 总体通胀再次下降，且环比上升幅度不及预期。美国 4 月 CPI 同比上升 2.3%，环比上升 0.2%；核心 CPI 同比上涨 2.8%，环比上升 0.2%。总的看，美国通胀连续 3 个月回落，但核心通胀不再同步回落，且环比增速开始向上，虽然幅度不及预期，但市场对美国通胀的担忧或难进一步缓解。往后看，随着特朗普关税政策的效果逐渐体现，美国居民部门的物价成本或将持续抬升，美国通胀水平上行的压力将会增大。

2. 能源通胀继续为负，核心商品对去通胀贡献度由负转正。具体而言，4 月能源项同比下降 3.7%，降幅较 3 月份扩大 0.4 个百分点；4 月份食品项同比上升 2.8%，较 3 月份下降 0.2 个百分点。核心 CPI 方面，4 月核心 CPI 同比上升 2.8%，较 3 月基本持平。核心商品同比增速较 3 月上升 0.25 个百分点至 0.13%；核心服务同比上升 3.59%，较 3 月份下降约 0.09 个百分点，基本持平。

3. 通胀后续或将开启向上，且斜率高度不确定。总的看，4 月 CPI 数据显示美国通胀继续回落，但核心通胀的保持坚挺，特别是核心商品通胀的反弹，显示美国去通胀进程或将很快面临逆转。从美联储关注的超级核心服务通胀来看，4 月份同比、环比增速分别较 3 月份下降 0.12 个百分点、提升 0.45 个百分点。往后看，随着基数效应的基本消失，总体通胀水平下行的阶段或已结束，核心通胀亦是如此。此外，虽然特朗普政府的关税政策有所缓和，但整体税率仍较 2024 年大幅提升，短期美国通胀水平或将面临不小的反弹压力，且向上的斜率面临高度的不确定性。

● 关税对通胀的冲击或已初显端倪，美联储降息尚需时日

4 月通胀数据对市场而言或已不再重要，但核心商品通胀的上行，或显示关税的冲击已经开始显现，需关注居民通胀预期的变化与可能的价格上涨。

第一，4 月 CPI 数据虽然超预期下行，但由于关税政策已经生效，核心商品通胀的上行，或显示关税对通胀的冲击已经有所显现。虽然 4 月 CPI 数据有所回落，但这一方面或受能源价格的下行影响，且整体下行幅度有限；另一方面，关税政策主要冲击的是核心商品通胀，而由前述分析可知，4 月美国核心商品通胀已经出现逆转，或显示相关的关税冲击已经开始显现。

第二，虽然美国企业目前仍有一定库存，但在关税税率提升的背景下，后续涨价趋势或较为确定，叠加居民通胀预期上行，美联储降息尚需时日。虽然当前美国企业仍有一定的库存，短期内为了维护住客户需求，涨价幅度或不明显。但由于特朗普政府目前的关税税率仍大大超过 2024 年的水平，在库存耗尽时，美国企业有很大概率将会选择转嫁成本给消费者，涨价趋势是较为确定的。

基准情形下，我们认为在居民通胀预期相对较高的背景下，美联储降息尚需时日，首次降息可能会在 9 月，全年降息 1-2 次，且有可能不及预期。

● 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

《对中美日内瓦贸易会谈的几点理解——宏观经济点评》-2025.5.13

《贵金属或支持核心 CPI 环比回升——宏观经济点评》-2025.5.11

《出口韧性或仍来自于间接抢出口——宏观经济点评》-2025.5.10

目 录

1、通胀水平再度回落，但核心通胀不再下降.....	3
1.1、总体通胀再次下降，且环比回落超预期.....	3
1.2、能源通胀继续为负，核心商品对去通胀贡献度下降.....	4
1.3、通胀后续或将开启向上，且斜率高度不确定.....	5
2、关税对通胀的冲击或已初显端倪，美联储降息尚需时日.....	7
3、风险提示.....	8

图表目录

图 1：美国 4 月 CPI 同比增速继续回落.....	4
图 2：4 月核心通胀环比增速较 3 月有所回升.....	4
图 3：4 月能源通胀同比继续为负.....	4
图 4：食品通胀有所走弱.....	4
图 5：4 月核心商品 CPI 同比增速仍然为负.....	5
图 6：4 月核心服务 CPI 同比增速有所反弹.....	5
图 7：4 月核心商品与核心服务通胀环比增速均有所上行.....	5
图 8：美国汽油零售价格近期基本持平.....	6
图 9：粮食期货价格近期走势分化.....	6
图 10：美国二手车价格边际上升.....	6
图 11：美国房租通胀基本保持平稳.....	6
图 12：4 月美国非房核心服务通胀同比增速下行、环比增速上行.....	7
图 13：美国居民通胀预期上涨.....	8

表 1：美国 4 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 4 月最新通胀数据。其中 CPI 同比上升 2.3%，环比上升 0.2%，均不及市场预期；核心 CPI 同比上升 2.8%，基本符合市场预期；环比上升 0.2%，不及市场预期。

1、通胀水平再度回落，但核心通胀基本稳定

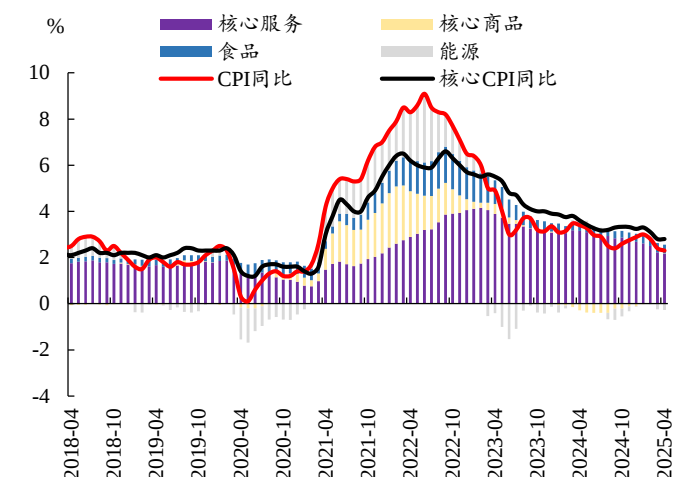
1.1、总体通胀再次下降，且环比上升幅度不及预期

美国 4 月 CPI 同比上升 2.3%，增速较 3 月下降 0.1 个百分点；环比上升 0.2%，环比增速较 3 月提升 0.3 个百分点。核心 CPI 同比上涨 2.8%，环比上升 0.2%，同比与环比增速均分别较 3 月持平、提升 0.1 个百分点。总的看，美国通胀连续 3 个月回落，但核心通胀不再同步回落，且环比增速开始向上，虽然不及预期，但市场对美国通胀的担忧或难进一步缓解。往后看，随着特朗普关税政策的效果逐渐体现，美国居民部门的物价成本或将持续抬升，美国通胀水平上行的压力将会增大。

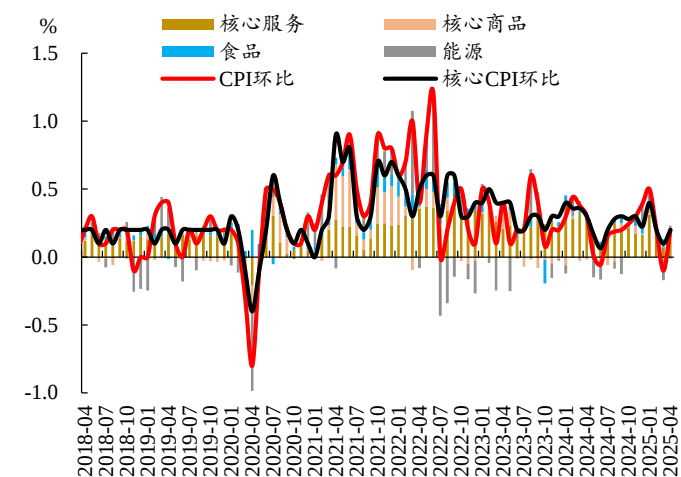
表1：美国 4 月 CPI 部分重要分项同比、环比及贡献分解（%）

权重	分项	同比贡献分解		同比增速		环比贡献分解		环比增速	
		2025-04	2025-04	2025-03	2025-02	2025-04	2025-04	2025-03	2025-02
100	全部	2.3	2.3	2.4	2.8	0.2	0.2	-0.1	0.2
13.681	食品	0.37	2.8	3	2.6	-0.01	-0.1	0.4	0.2
8.051	居家食品	0.16	2	2.4	1.9	-0.04	-0.4	0.5	0
5.629	外带食品	0.21	3.9	3.8	3.7	0.03	0.4	0.4	0.4
6.312	能源	-0.27	-3.7	-3.3	-0.2	0.04	0.7	-2.4	0.2
3.151	能源商品	-0.46	-11.5	-9.5	-3.2	-0.01	-0.2	-6.1	-0.9
3.161	能源服务	0.19	6.2	4.2	3.3	0.05	1.5	1.6	1.4
19.367	核心商品	0.04	0.1	-0.1	-0.1	0.01	0.1	-0.1	0.2
3.373	家居	0.01	0.3	-0.3	-0.4	0.01	0.2	0	0.2
2.577	服装	-0.02	-0.7	0.3	0.6	-0.01	-0.2	0.4	0.6
4.35	新车	0.02	0.3	0	-0.3	0.00	0	0.1	-0.1
2.38	二手车	0.04	1.5	0.6	0.8	-0.01	-0.5	-0.7	0.9
1.509	医疗保健	0.01	1	1	2.3	0.01	0.4	-1.1	0.1
0.385	含酒精饮料	0.02	1.8	1.9	1.7	0.00	0	0.2	0.5
1.291	其它商品	0.04	3.2	2.8	2.7	0.00	0.3	0.3	0.8
60.64	核心服务	2.17	3.6	3.7	4.1	0.18	0.3	0.1	0.3
7.463	主要居所租金	0.30	4	4	4.1	0.03	0.3	0.3	0.3
26.176	业主等价租金	1.14	4.3	4.4	4.4	0.09	0.4	0.4	0.3
6.736	医疗服务	0.21	3.1	3	3	0.03	0.5	0.5	0.3
6.27	交通运输服务	0.16	3.6	4.3	4.3	0.01	-0.3	0.1	0.8
3.496	休闲服务	0.12	2.5	3.1	6	-0.01	0.1	-1.4	-0.8
4.949	教育与通讯服务	0.06	1.2	1.6	1.6	-0.01	-0.2	0.2	0.3

数据来源：Bloomberg、开源证券研究所

图1：美国 4 月 CPI 同比增速继续回落


数据来源：Bloomberg、开源证券研究所

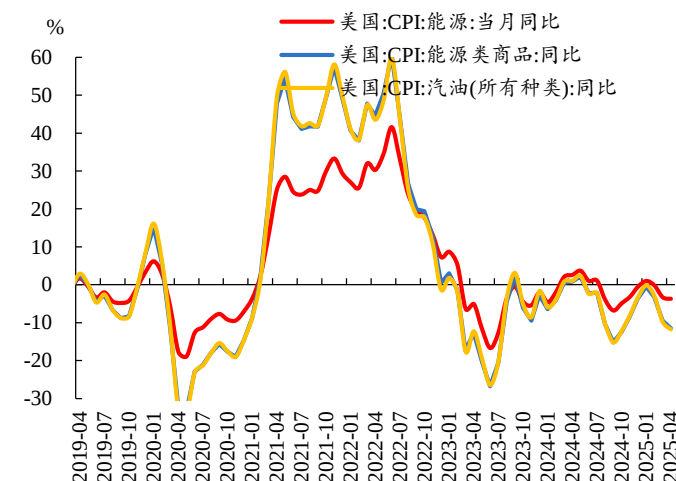
图2：4 月核心通胀环比增速较 3 月有所回升


数据来源：Bloomberg、开源证券研究所

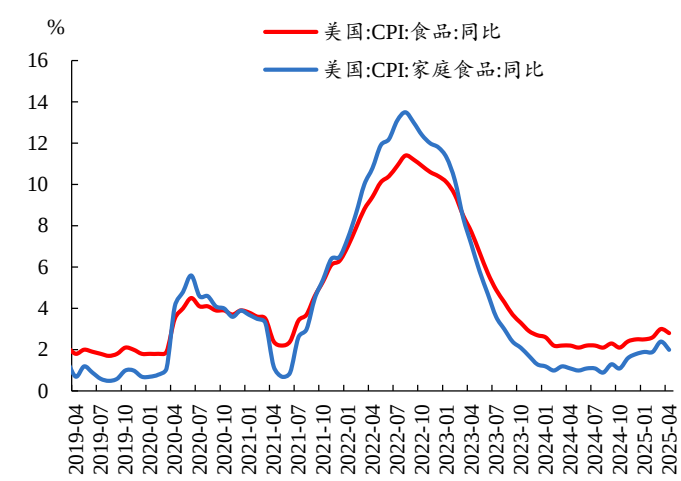
1.2、能源通胀继续为负，核心商品对去通胀贡献度由负转正

（1）能源方面，4 月能源项同比下降 3.7%，降幅较 3 月份扩大 0.4 个百分点；环比增速较 3 月提升 3.1 个百分点至 0.7%。其中汽油项同比下降 11.8%，降幅较 3 月份扩大 2 个百分点；燃油项同比下降 9.6%，降幅亦较 3 月份扩大 2 个百分点。4 月能源通胀继续为负，且降幅扩大，我们认为主要是基数效应叠加国际油价下行。4 月底美国汽油价格从 3 月底的 3.12 美元/加仑微升至 3.01 美元/加仑，下降幅度低于 1 个百分点。

（2）食品方面，4 月份食品项同比上升 2.8%、环比下降 0.1%，分别较 3 月份下降 0.2 个百分点、0.5 个百分点。其中家庭食品（Food at home）同比上升 2.0%，增速较 3 月份下降 0.4 个百分点。食品通胀的走弱，或与美国鸡蛋价格下降有较大关系，且 4 月粮食期货价格也有一定降幅。

图3：4 月能源通胀同比继续为负


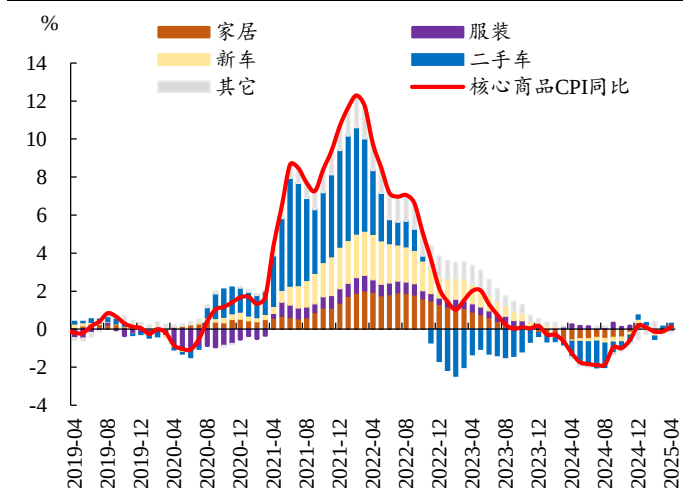
数据来源：Wind、开源证券研究所

图4：食品通胀有所走弱


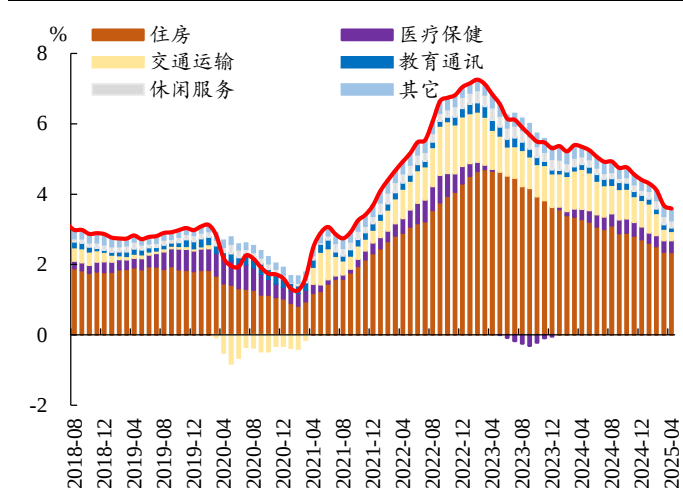
数据来源：Wind、开源证券研究所

（3）核心 CPI 方面，4 月核心 CPI 同比上升 2.8%，环比上升 0.2%。同比增速维持不变。**分项来看**，核心商品同比增速较 3 月上升 0.25 个百分点至 0.13%；环比增速较 3 月份上升 0.2 个百分点至 0.1%；其中二手车项环比下降 0.5%，较 3 月份回升 0.2 个百分点，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**

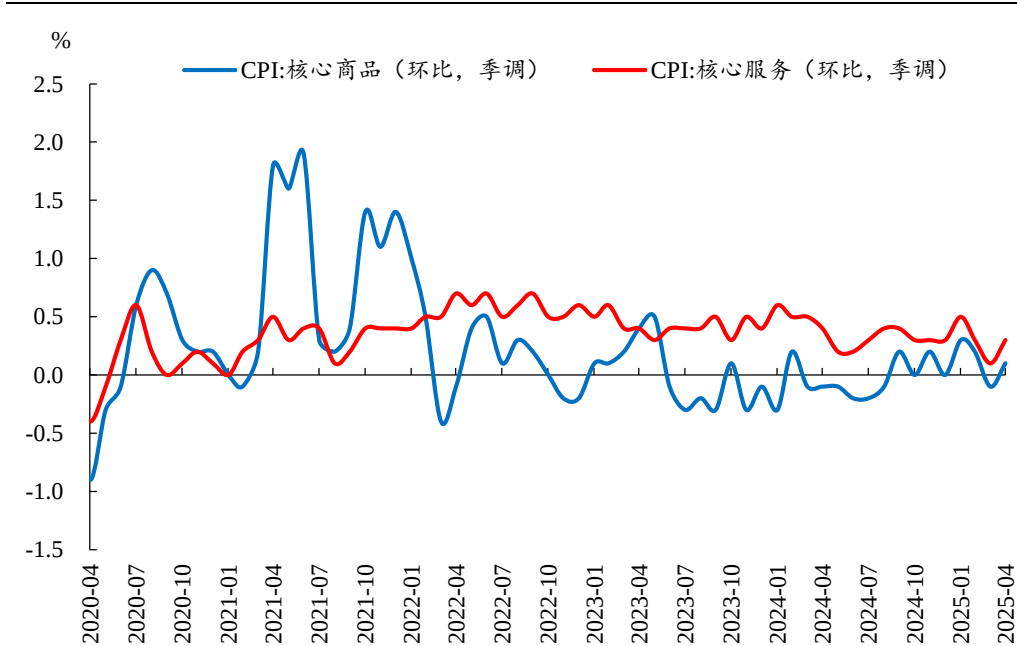
通胀贡献度由负转正；新车方面，环比较 3 月持平，增速较 3 月下降 0.1 个百分点。核心服务同比上升 3.59%，较 3 月份下降约 0.09 个百分点，基本持平。其中住房项同比上升 4.0%，环比上升 0.3%，分别较 3 月持平、提升 0.1 个百分点。交通运输服务环比提升 0.1%，较 3 月份提升 1.5 个百分点。总的看，4 月核心 CPI 同比、环比增速均未较 3 月继续走弱，或主因核心商品通胀开始走强。

图5：4 月核心商品 CPI 同比增速仍然为负


数据来源：Bloomberg、开源证券研究所

图6：4 月核心服务 CPI 同比增速有所反弹


数据来源：Bloomberg、开源证券研究所

图7：4 月核心商品与核心服务通胀环比增速均有所上行


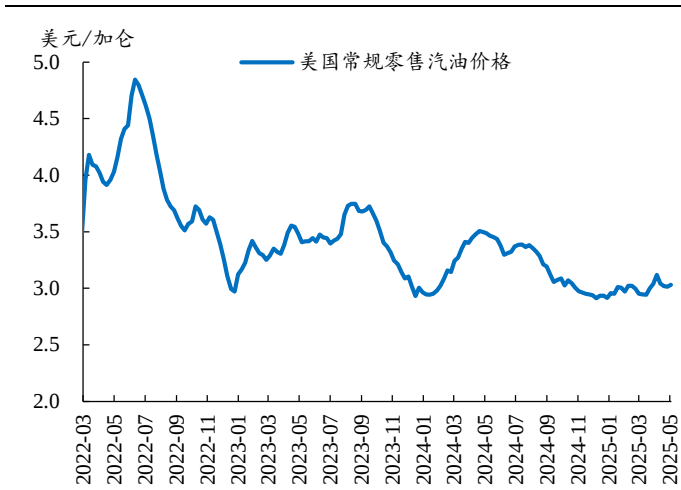
数据来源：Wind、开源证券研究所

1.3、通胀后续或将开启向上，且斜率高度不确定

(1) 能源与粮食项短期内对通胀总体或仍是拖累。能源方面，截至 5 月 5 日，美国汽油价格为 3.03 美元/加仑，较 4 月底汽油价格上升约 0.36%，几乎持平。原油价格方面，由于 OPEC+ 在 5 月会议上决定增产，叠加美国关税对需求端的抑制，原油价格或将难有上涨。食品方面，根据美国农业部 5 月报告，由于库存低于预期，大豆与玉米商品价格可能有一定的上涨压力。不过综合 2024 年美国粮食价格、油

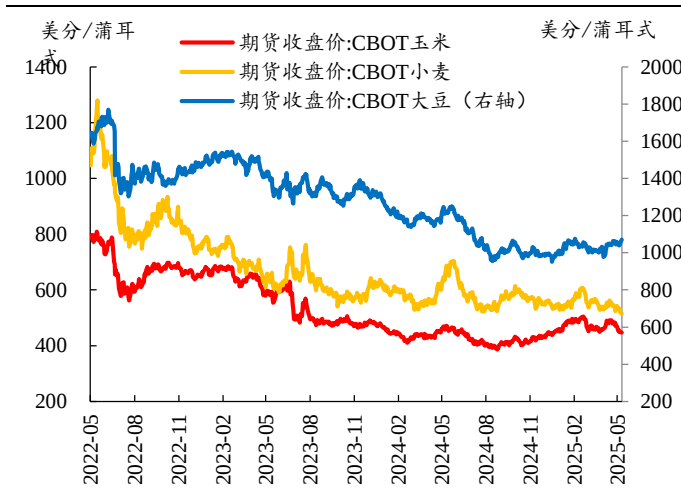
价上行的情况来看，能源与粮食项对通胀总体或仍是拖累。

图8：美国汽油零售价格近期基本持平



数据来源：Wind、开源证券研究所

图9：粮食期货价格近期走势分化

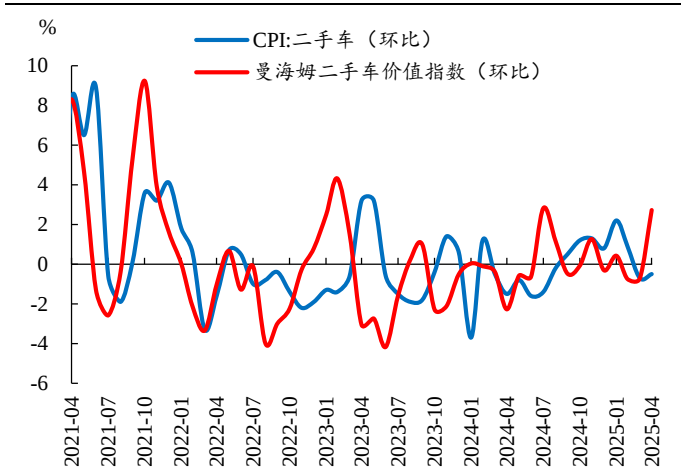


数据来源：Wind、开源证券研究所

（2）核心通胀或将持续遭遇关税扰动，大概率将会出现上行。核心商品方面，美国曼海姆二手车价值指数（Manheim Used Vehicle Value Index）4月环比上升2.73%，由负转正；新车方面，虽然供应链目前仍较畅通，但特朗普的汽车关税行动可能导致价格上涨；核心服务方面，住房、交通运输是4月核心服务通胀保持相对坚挺的关键，从Zillow房租指数同比增速来看，房租通胀在4月后可能维持平稳。往后看，由于关税的持续扰动，核心商品通胀可能会遭遇持续提升，后续新车通胀对核心通胀的重要性或有所提升。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，核心通胀或将迎来上行。

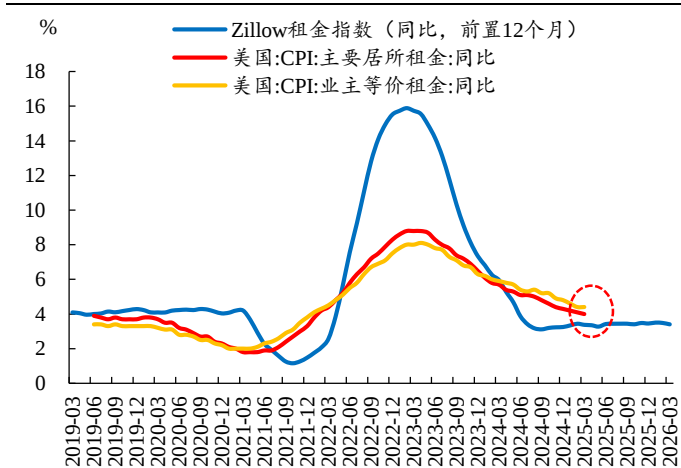
（3）总的看，4月CPI数据显示美国通胀继续回落，但核心通胀的保持坚挺，特别是核心商品通胀的反弹，显示美国去通胀进程或将很快面临逆转。从美联储关注的**超级核心服务通胀**（去掉住房的核心服务）来看，4月份同比、环比增速分别较3月份下降0.12个百分点、提升0.45个百分点。往后看，随着基数效应的基本消失，总体通胀水平下行的阶段或已结束，核心通胀亦是如此。此外，虽然特朗普政府的关税政策有所缓和，但整体税率仍较2024年大幅提升，短期美国通胀水平或将面临不小的反弹压力，且向上的斜率面临高度的不确定性。

图10：美国二手车价格边际上升

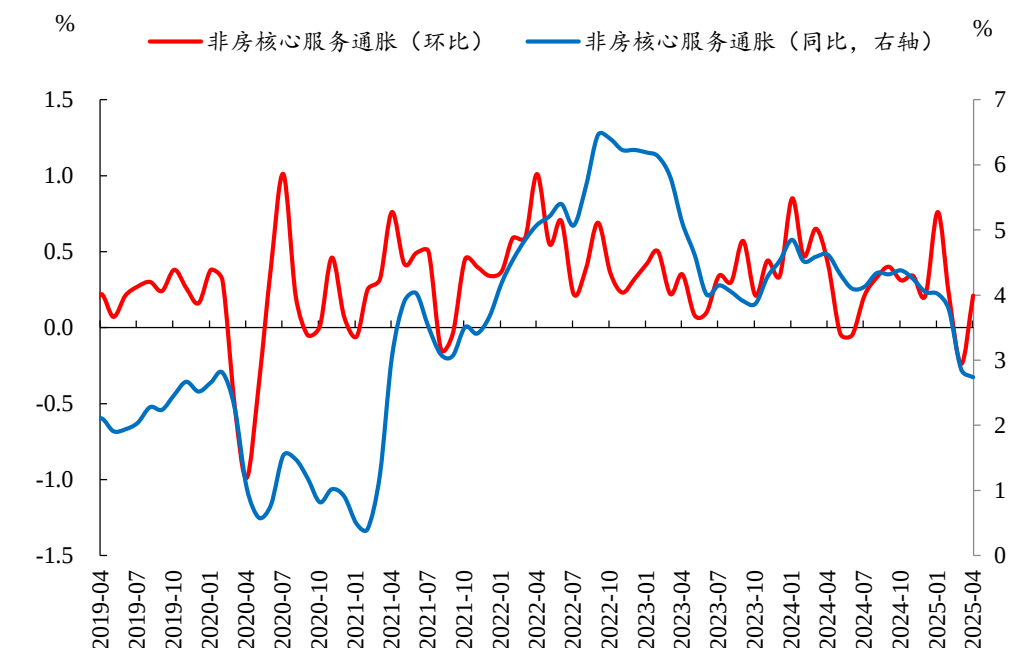


数据来源：Wind、开源证券研究所

图11：美国房租通胀基本保持平稳



数据来源：Bloomberg、开源证券研究所

图12：4月美国非房核心服务通胀同比增速下行、环比增速上行


数据来源：Bloomberg、开源证券研究所

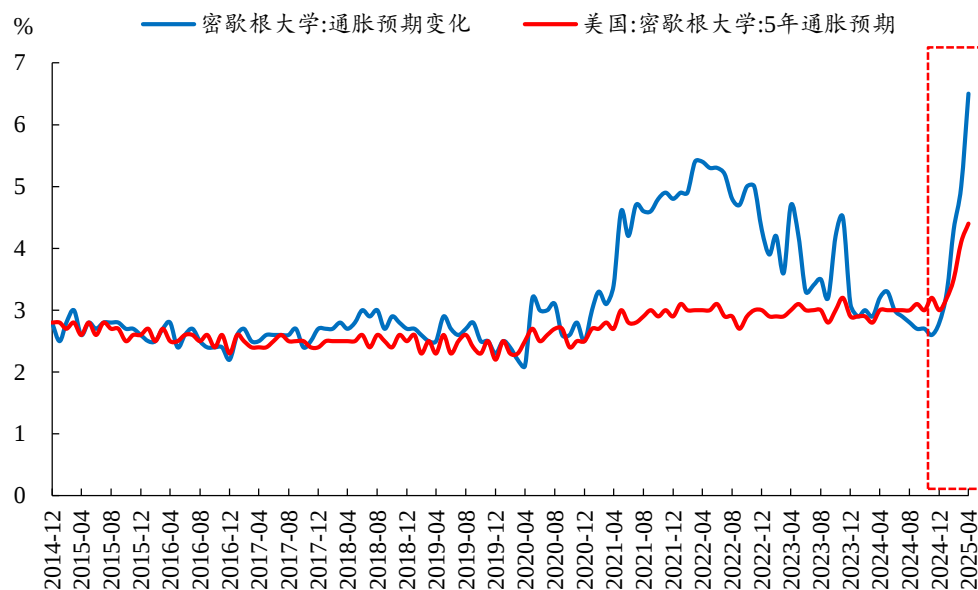
2、关税对通胀的冲击或已初显端倪，美联储降息则尚需时日

4月通胀数据对市场而言或已不再重要，但核心商品通胀的上行，或显示关税的冲击已经开始显现，需关注居民通胀预期的变化与可能的价格上涨。

第一，4月CPI数据虽然超预期下行，但由于关税政策已经生效，核心商品通胀的上行，或显示关税对通胀的冲击已经有所显现。虽然4月CPI数据有所回落，但这一方面或受能源价格的下行影响，且整体下行幅度有限；另一方面，关税政策主要冲击的是核心商品通胀，而由前述分析可知，4月美国核心商品通胀已经出现逆转，或显示相关的关税冲击已经开始显现。在此情况下，市场或对当前美国的通胀数据或并不“感冒”，更关心的是关税导致的后续价格上涨。

第二，虽然美国企业目前仍有一定库存，但在关税税率提升的背景下，后续涨价趋势或较为确定，叠加居民通胀预期上行，美联储降息尚需时日。虽然当前美国企业仍有一定的库存，短期内为了维护住客户需求，涨价幅度或不明显。但由于特朗普政府目前的关税税率仍大大超过2024年的水平，在库存耗尽时，美国企业有很大概率将会选择转嫁成本给消费者，涨价趋势是较为确定的。事实上，根据哈佛商学院的统计，美国零售商的中国商品价格正在上升。此外，美国消费者的通胀预期在提升，4月密歇根大学通胀预期较3月大幅上行1.5个百分点至6.5%，5年期通胀预期亦上行0.3个百分点至4.4%，纽约联储的未来通胀预期亦处于相对高位。在居民通胀预期相对较高的背景下，我们认为美联储降息尚需时日，首次降息可能会在9月，全年降息1-2次，且有可能不及预期。

图13：美国居民通胀预期上涨



数据来源：Wind、开源证券研究所

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4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。

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