

美国 4 月 CPI 回升但不及预期， 尚未体现关税影响

美国 4 月核心 CPI 通胀率反弹，但低于预期。从环比来看，核心 CPI 通胀率从 3 月的 0.06% 反弹至 4 月的 0.24%，但仍低于市场预期的 0.3%。整体 CPI 环比增速亦从 3 月的 -0.05% 转正至 0.22%，亦低于市场预期（0.3%）。其中能源环比通胀率大幅改善，从 3 月的 -2.39% 转正至 4 月的 0.67%，食品环比通胀率跌至 -0.08%（3 月：0.44%）。按同比看，美国整体 CPI 下降 0.1 个百分点到 2.3%，核心 CPI 维持在 2.8% 不变。

从环比细分数据来看，扣除住房价格外的核心服务 CPI（超级核心服务价格 CPI）的反弹是核心 CPI 回升的主要推动力，住房和核心商品 CPI 亦小幅回升（图表 1）：

- 核心商品价格环比增速从 3 月的 -0.09% 微升至 4 月的 0.06%，依然没有体现加征关税影响。3 月下滑最多的医疗护理商品环比通胀率 4 月显著回升（4 月：0.42%，3 月：-1.13%）。娱乐商品环比价格亦由跌转升。潜在受关税影响较大的商品未见价格显著上升：家具环比增速小幅上升 0.2 个百分点到 0.22%。服装环比通胀率转跌（4 月：-0.2%，3 月：0.37%）。因为此前汽车行业加征关税而较受关注的运输商品环比通胀率维持在 -0.18% 不变。其中新车环比通胀率转跌，二手车环比通胀率继续维持在 -0.6% 左右，亦尚未体现加征行业关税影响。
- 住房价格环比增速 4 月回升（4 月：0.33%，3 月：0.22%）。从细分数据来看，外宿价格环比通胀率跌幅的收窄（4 月：-0.1%，3 月：-3.54%）是主要推动力。随着天气转暖，旅游业回暖，该项目此后有望继续回升。更为关键的业主等价租金环比通胀率略微回落（4 月：0.36%，3 月：0.4%）。根据近期的房价变化，我们认为该分项此后还有继续下行的可能。主要居所租金环比通胀率基本维持不变。
- 超级核心服务价格环比 CPI 增速转正至 0.23%（3 月：-0.06%），主要受运输服务 CPI 回升的影响。运输服务环比价格转正至 0.14%（3 月：-1.41%）。其中，伴随着旅游行业的回暖，机票通胀率的跌幅收窄至 -2.83%（3 月：-5.27%），汽车保险环比价格由跌转升。然而，娱乐服务环比通胀率再下降 0.34 个百分点到 -0.29%。教育和通讯商品环比通胀率亦转负到 -0.2%（3 月：0.24%）。此外，医疗护理服务价格 4 月环比增速维持在 0.51% 不变。

尽管 4 月 CPI 通胀数据再次不及预期，但后续仍需重点关注关税向通胀的传导效应。虽然 4 月核心通胀上行，但是这更多的还是体现波动的季节性变化（机票、酒店等，图表 3），且上行幅度小于预期。关税对通胀的影响从 4 月数据来看仍然不明显，或要等到 7 月至 8 月才会开始有更明显的体现。可以说，如果没有特朗普二次上任后的屡次加征关税，那么美国核心通胀率很可能会沿着我们此前预期的温和下行方向继续前进。

金晓雯，PhD，CFA

首席宏观分析师

xiaowen_jin@spdbi.com

(852) 2808 6437

2025 年 5 月 14 日



扫码关注浦银国际研究

浦銀國際

数据点评

美国 4 月 CPI 回升但不及预期，尚未体现关税影响

往前看，关税政策仍是影响后续通胀的关键因素。在贸易对话方面，尽管英国率先和美国达成了贸易协议，英国出口到美国的大部分商品仍受 10% 的最低基准关税限制。这或意味着就算后续陆续有国家和美国达成贸易协定，美国对除中国外其他国家的加权平均关税税率也较难显著低于 10% 基准线。

5 月 12 日中美日内瓦经贸会谈联合声明发布，同意开启贸易协商。美国取消了 4 月 8 日以后对中国商品加征的“报复性关税”。而对于 34% 针对中国的个性化“对等关税”，美国保留了 10% 的加征关税的执行，但是暂缓 90 天剩余 24% 加征关税的执行。也就是说，在 90 天内，特朗普在第二个任期内对中国商品加征关税的幅度从原先的 145% 降低至 30%。此举动将特朗普上任以来关税政策对美国通胀率的影响减少至 0.5-1 个百分点之间（此前为 1.1-2.2 个百分点）。

然而不管是对中国还是对其他国家而言，要在 90 天的短暂时间内和美国达成贸易协议并非易事。特朗普近期的态度软化或表明在 90 天暂缓期结束后大概率会再次延长暂缓期。但是基于特朗普政策的高不确定性，我们也不能排除他会在 90 天暂缓期结束后，征收对未达成贸易协定国家个性化“对等关税”的可能性。在这种极端情况下，关税政策对美国通胀率的影响也将更大。

整体而言，接下来加征关税政策大概率还是会逆转此前核心通胀率温和向下的趋势，通胀上行幅度将部分取决于 90 天暂缓期结束后的关税政策走向。

不过在乐观情景下，如果谈判较为顺利，那么部分国家的关税在现有水平基础上或亦被小幅下调，甚至针对中国芬太尼问题的 20% 加征关税亦可能被取消。在这种情景下，关税对美国通胀率的影响或进一步减小，或仅阻止核心通胀率进一步下降，而并不会导致其升高。

4 月通胀数据和中美日内瓦经贸会谈联合声明有助于缓解美联储对再通胀的担忧，我们维持最快 7 月再次降息的基本预测。4 月通胀数据表明剔除关税因素，通胀的基本面依然是温和向下的。而中美出乎市场意料的谈判声明亦缓解了未来通胀因为关税影响走高的压力。不过降关税不仅降低了美国经济陷入滞涨的可能性，也降低了经济衰退的可能性，对降息的影响或较为中性。

从美联储来看，不论是鲍威尔在 5 月议息会议上的发言，还是此前几次美联储官员的表态，均强调了保持耐心、并体现了美联储的观望态度。因此，即便 6 月议息会议前可以看到 5 月就业数据走弱（4 月就业数据较为稳健），但仅仅一个月的就业数据或并不足以让目前态度偏鸽的美联储立刻就采取降息行动。我们维持在 [5 月议息会议](#) 后做出的，将美联储再次降息时点预测从最快 6 月调后到最快 7 月的基本判断。在关税对通胀的影响或将更明显反映在 7-8 月起的通胀数据上的基本预测下，7 月能否降息或取决于 5-6 月就业数据的恶化程度、以及实体经济数据是否开始走弱。如果以上数据表现尚可，那么美联储可能要等到 9 月、在通胀数据更多地反映此前关税影响的情况下才能做出降息决策。全年来看，我们维持一共降息 2-3 次，每次降 25 个基点的基本预测。6 月会议即将发布的季度经济指标预测更新或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 月时的两次降息预测不变。

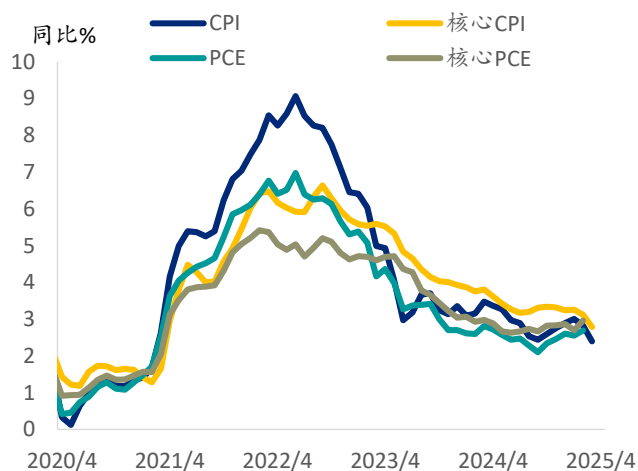
风险提示：下行风险：降息过慢引起经济衰退；特朗普激进的关税政策导致美国金融危机、再通胀和经济衰退风险；**上行风险：**通过贸易谈判，美国进一步下调对包括中国在内的其他国家关税税率。

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 4 月	25 年 3 月	25 年 2 月	25 年 4 月	25 年 4 月
CPI	0.22	-0.05	0.22	100.0	0.22
食品	-0.08	0.44	0.16	13.6	-0.01
能源	0.67	-2.39	0.20	6.4	0.04
核心 CPI	0.24	0.06	0.23	80.0	0.19
- 商品	0.06	-0.09	0.22	19.3	0.01
家用家具和供给	0.22	0.02	0.19	3.5	0.01
服装	-0.20	0.37	0.60	2.5	-0.01
运输	-0.18	-0.18	0.22	7.2	-0.01
医疗护理	0.42	-1.13	0.12	1.5	0.01
娱乐商品	0.41	-0.32	-0.69	2.0	0.01
教育和通讯商品	0.30	0.45	-0.15	0.7	0.00
酒精饮料	0.01	0.22	0.49	0.8	0.00
其它	0.33	0.26	0.84	1.3	0.00
- 服务	0.29	0.11	0.25	60.6	0.18
住房	0.33	0.22	0.28	35.4	0.12
主要居所租金	0.34	0.33	0.28	7.5	0.03
外宿	-0.10	-3.54	0.18	1.4	0.00
业主等价租金	0.36	0.40	0.28	26.2	0.09
核心服务扣除住房	0.23	-0.06	0.21	25.2	0.06
医疗护理	0.51	0.51	0.31	6.7	0.03
运输	0.14	-1.41	-0.81	6.3	0.01
娱乐	-0.29	0.05	0.81	3.3	-0.01
教育和通讯商品	-0.20	0.24	0.31	4.9	-0.01
其它个人服务	0.33	2.64	1.26	1.0	0.00

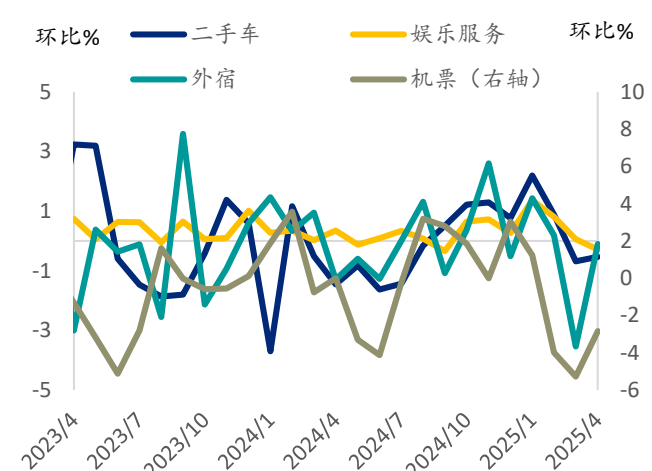
资料来源: CEIC、浦银国际

图表 2: CPI 同比通胀率继续下行, 核心 CPI 同比通胀率维持不变



资料来源: CEIC、浦银国际

图表 3: 波动项中外宿和机票价格的回升帮助核心服务 CPI 价格回升



资料来源: CEIC、浦银国际

图表 4：近期相关报告列表

日期	报告标题和链接
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

