

核心 CPI 稳定，总需求风险后置

——美国通胀系列十四

研究院

徐闻宇

✉ xuwenyu@htfc.com

从业资格号：F0299877

投资咨询号：Z0011454

投资咨询业务资格：

证监许可【2011】1289 号

宏观事件

北京时间 2025 年 5 月 13 日晚美国劳工部公布 4 月通胀数字。其中：

同比：CPI+2.3%，预期+2.4%，前值+2.4%；核心 CPI+2.8%，预期+2.8%，前值+2.8%。

环比：CPI+0.2%，预期+0.3%，前值-0.4%；核心 CPI+0.2%，预期+0.3%，前值+0.1%。

核心观点

■ 核心 CPI 稳定，降息仍“观望”

4 月份核心通胀自高位持续回落，降至 2.8%。自 2024 年 9 月美联储开始降息（+3.3%）以来已经回落了 0.5 个百分点。

(1) 从趋势来看，4 月核心 CPI 同比走势维持在回落通道中；

(2) 从节奏来看，核心 CPI 短期具有韧性，4 月数值较 3 月份仅回落 0.01 个百分点；

(3) 从结构来看，4 月失业率继续保持在 4.2% 的水平，且新增非农就业 17.7 万人，均好于预期；叠加 4 月份核心通胀的稳定（环比维持在+0.2%）的情况下，降低了美联储短期降息的紧迫性。

■ 短期积极，宏观风险后置

CPI 压力结构关注转向商品型通胀的回升。美国通胀结构自 2023 年三季度开始表现出商品型通胀回落而服务型通胀上升的分化特征，但是自 2024 年年中开始分化结构逆转——服务通胀持续回落（有利于降息），而但是商品通胀从负增长持续回升（来自于全球产业链结构）。

宏观需求风险的落地被延后。5 月中美达成降低关税的联合声明、地缘压力预期趋缓（印巴等），为短期实际利率的回落提供了政策空间。但美联储 5 月份继续按兵不动且 QT 政策延续，继续收紧债券的购买，市场仍关注美国债务上限和财政再融资对于美元信用风险的影响——即在通往财政“可持续”再扩张的道路上，总需求压力仍有待落地。

■ 风险

经济数据短期波动风险，上游价格快速上涨风险

目录

宏观事件	1
核心观点	1
通胀热力图	3
总览	3
结构	3
CPI vs 核心 CPI	4
商品型通胀 vs 服务型通胀	5
通胀热力图	6

图表

图 1: 美国 4 月通胀热力图更新 单位: <i>STD</i>	3
图 2: CPI 和核心 CPI 同比 单位: %YoY	4
图 3: CPI 的食品和能源分项 单位: %YoY	4
图 4: 二手车和新车分项 单位: %YoY	4
图 5: 酒店和交通分项 单位: %YoY	4
图 6: 商品型 CPI 和服务型 CPI 单位: %YoY	5
图 7: 房价对于房租的领先特征淡化 单位: %YoY	5
图 8: 租金和汽车分项 单位: %YoY	5
图 9: 两种不同的租金分项 单位: %YoY	5
图 10: 油价和 TIPs 利率对比 单位: %YoY	6
图 11: 市场对降息定价维持低位 单位: %PCT	6

通胀热力图

总览

美国 4 月通胀热力图更新显示，核心通胀自高位持续回落，短期降至 2.8%。自 2024 年 9 月美联储开始降息以来继续回落 0.5 个百分点。

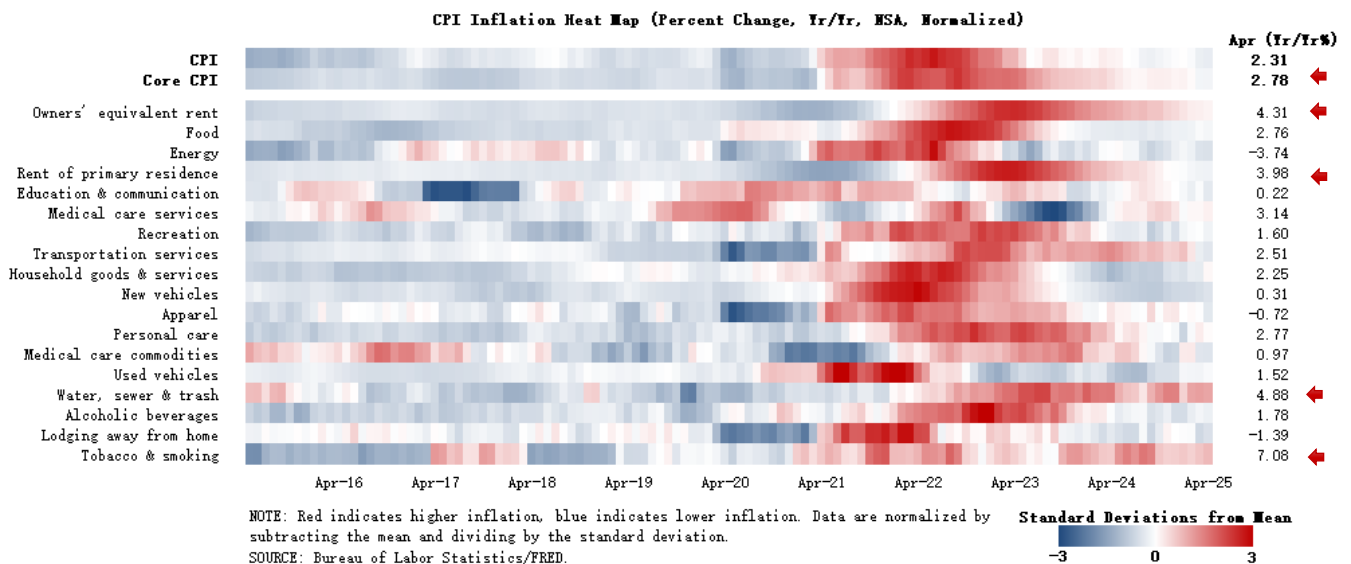
结构

(1) 从核心服务的影响因素来看，住房分项（不管是 OER 等效租金还是 RPR 租金）逐渐拖累“暖色”区域，自 2023 年 4 月至今呈现出稳定走低的运行态势。

(2) 从波动项来看，食品通胀回到偏冷（2.8%），但是自 2024 年 12 月以来持续位于 2.5% 以上，同时能源通胀短期继续表现为“冷”的状态（-3.7%），OPEC+ 逐渐增产叠加特朗普就职以来首次出访沙特，能源价格低位为美国控通胀提供有利环境。

(3) 特别的，需要关注的是二手车价格对于通胀的影响。从趋势来看，二季度二手车通胀正有走出偏冷区域的可能，尽管当下同比变动依然较低（+1.5%）。

图 1：美国 4 月通胀热力图更新 | 单位：STD



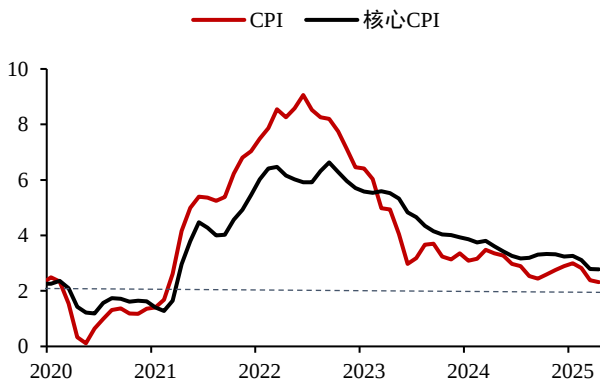
数据来源：FRED 华泰期货研究院

CPI vs 核心 CPI

4 月份，美国 CPI 同比走势在低油价影响下维持相对低位，年初以来已经回落 0.7 个百分点。4 月对通胀波动影响较大的食品和能源分项中，食品 (+2.8%) 表现出黏性、能源 (-3.7%) 在关税战引致的低需求叠加 OPEC+增产供应，给通胀维持低位提供支撑。4 月市场波动之下能源 CPI 表现出读数上有进一步回落的可能，对于短期的货币政策决策而言，未来的进一步降息仍需关注需求侧的影响（金融条件收紧驱动需求回落）。

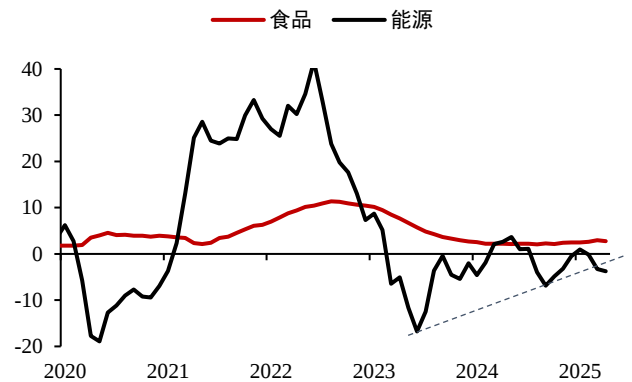
4 月核心 CPI 同比走势维持在回落通道中，较 3 月仅回落 0.01 个百分点似乎表现出了企稳的可能。结构来看，4 月失业率继续保持在 4.2% 的水平，且新增就业 17.7 万均好于预期，因而核心通胀的稳定（环比维持在 0.2%）降低了美联储短期降息的紧迫性。

图 2：CPI 和核心 CPI 同比 | 单位：%YoY



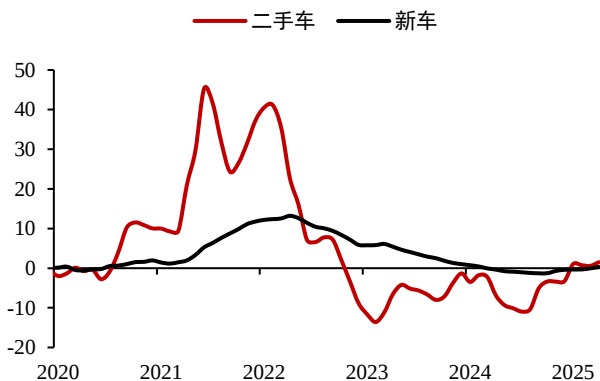
数据来源：iFinD 华泰期货研究院

图 3：CPI 的食品和能源分项 | 单位：%YoY



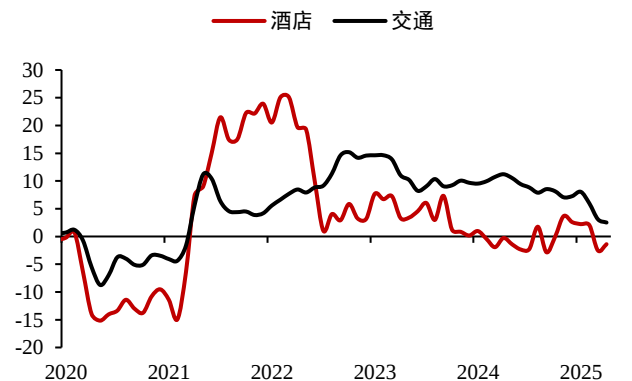
数据来源：iFinD 华泰期货研究院

图 4：二手车和新车分项 | 单位：%YoY



数据来源：iFinD 华泰期货研究院

图 5：酒店和交通分项 | 单位：%YoY



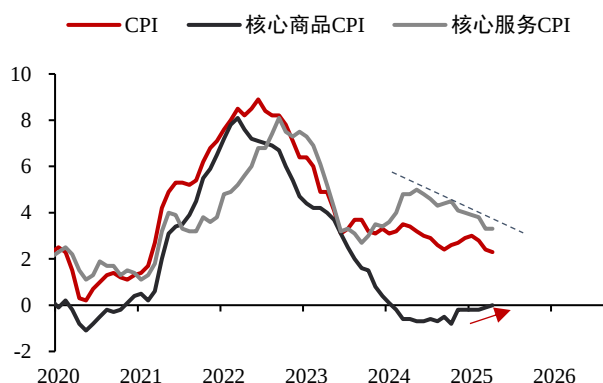
数据来源：iFinD 华泰期货研究院

商品型通胀 vs 服务型通胀

CPI 压力结构关注转向商品型通胀的回升。美国通胀结构自 2023 年三季度开始表现出商品型通胀回落而服务型通胀上升的分化特征，但是自 2024 年年中开始分化结构逆转——服务通胀持续回落（有利于降息），而商品通胀从负增长持续回升（来自于全球产业链结构）。

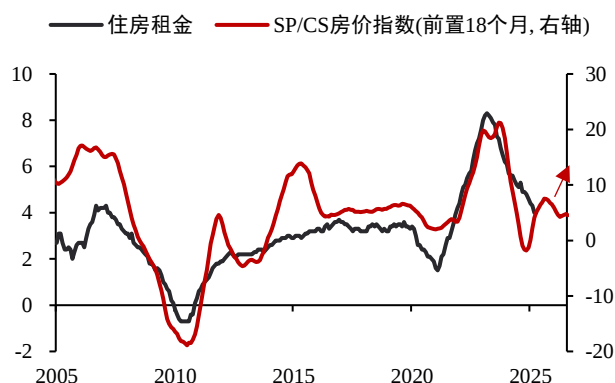
4 月通胀报告显示，服务型通胀尽管缺少大幅向上的转向动力，但是短期表现出韧性，同比增速继续持稳于+3.3%；但是 4 月的商品型通胀同比增速从负增长回到 0 增长，结束了负增长的状态。从通胀的运行也印证了特朗普 5 月急于和中国达成关税协议（联合声明将中美关税降至 4 月 2 日以前的水平，仅保留 10% 的基础关税，驱动中国对美产成品的出口）、和沙特达成军售协议（OPEC+增产驱动油价的回落）。

图 6：商品型 CPI 和服务型 CPI | 单位：%YoY



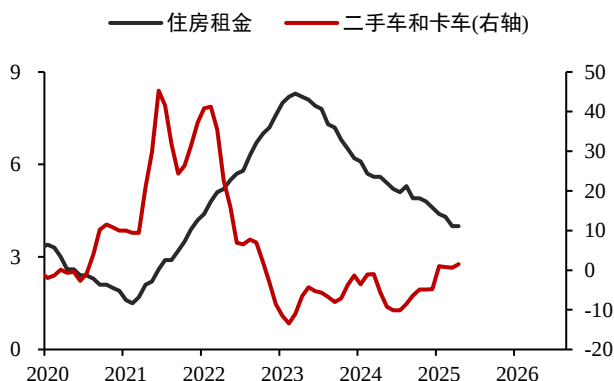
数据来源：iFinD 华泰期货研究院

图 7：房价对于房租的领先特征淡化 | 单位：%YoY



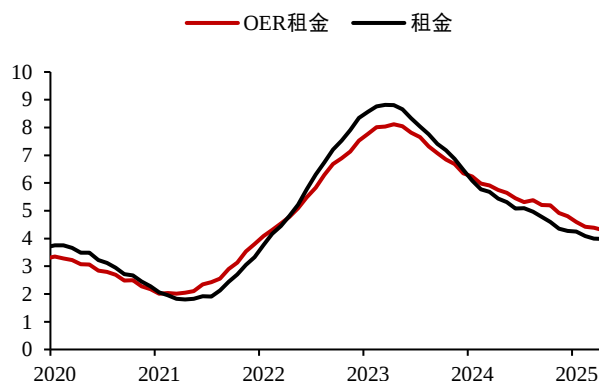
数据来源：iFinD 华泰期货研究院

图 8：租金和汽车分项 | 单位：%YoY



数据来源：iFinD 华泰期货研究院

图 9：两种不同的租金分项 | 单位：%YoY



数据来源：iFinD 华泰期货研究院

通胀的影响

关注全球市场总供给到总需求的短期效应。尽管 5 月初的中美声明暂时缓和了关税压力，但是前期变动带来的滞后影响短期仍有可能加强——

4 月“对等关税”等政策影响，美元资产受到冲击（服务型通胀继续放缓）；

5 月关税压力的阶段性缓和之前存在一个月的时间差（商品型通胀转正）。

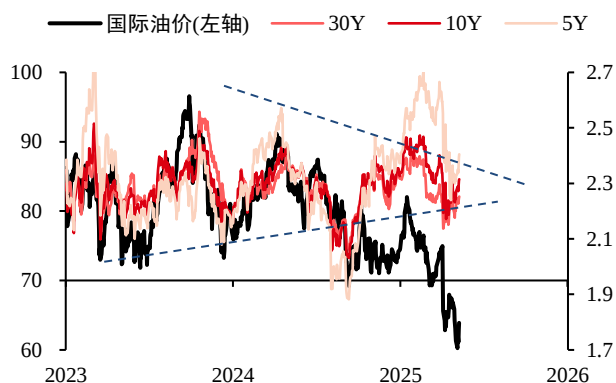
美国通胀预期定价（↓）和油价（↓）回到一致性。5 月中美达成降低关税的联合声明、地缘压力预期趋缓（印巴等），为实际利率的回落提供了政策空间。展望未来：

一方面，市场在全球贸易环境阶段性改善的影响下，预期的改善短期扭转“衰退”定价模式，继续关注短期“通胀”回稳的预期（↓）；

另一方面，在“大衰退”未降临之前，供应链压力的短期减轻（↓）和中期不确定之间将影响通胀的结构和远期利率的定价（↑）。

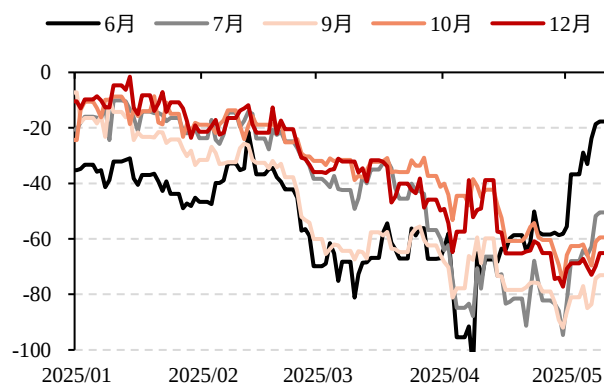
美联储资产负债表“缩表”政策的延续为美债的波动和风险资产预留了不稳定性。美联储 5 月份继续按兵不动但 QT 政策延续，继续收紧债券的购买，市场仍关注美国债务上限和财政再融资对于美元信用风险的影响——即在通往财政“可持续”再扩张的道路上，总需求压力仍有待落地。房地产市场上，一方面高利率约束了地产投机性需求，房价指数在 2025 年弱反弹显示出对于租金成本的压力目前看还未传导；另一方面核心服务通胀的继续走低显然为美联储未来能够实施宽松货币的政策提供了空间。

图 10：油价和 TIPs 利率对比 | 单位：%YoY



数据来源：Bloomberg 华泰期货研究院

图 11：市场对降息定价维持低位 | 单位：%pct



数据来源：Bloomberg 华泰期货研究院

免责声明

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、结论及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，投资者并不能依靠本报告以取代行使独立判断。对投资者依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰期货研究院”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。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。

华泰期货有限公司版权所有并保留一切权利。

公司总部

广州市天河区临江大道1号之一 2101-2106 单元 | 邮编：510000

电话：400-6280-888

网址：www.htfc.com