

美国 4 月 CPI 前瞻：开始验收关税冲击幅度

2025 年 05 月 11 日

■ **核心观点：**受中美贸易谈判初见进展、美英贸易协定初步达成提振影响，本周后半段，10 年美债利率回升至 4.378%，美元指数随之走强，美股跌幅收窄，黄金回调。本周公布美国经济数据显示“抢进口”效应下未来通胀预期再度抬升，5 月 FOMC 会议上 Powell 也强调关税带来的滞胀风险令美联储对降息将更加谨慎。向前看，我们预期关税冲击对 4 月 CPI 的预期影响尚不明显，而放眼整个 Q2，我们预期关税带来的价格抬升将一定程度被美国贸易商等部门分摊，减弱美国核心商品 CPI 的上行压力，同时居住、工资与能源通胀的回落将对其形成对冲，进而弱化 25Q2 美国 CPI 的上行压力。

■ **大类资产：**中美贸易谈判与美英贸易协定提振市场情绪，美股跌幅收窄，美债利率上行。本周初（5 月 5 日至 9 日），受特朗普对外国制作电影加征关税和美国贸易逆差大超预期的影响，美股下跌，美债利率走低；但随后受中美开启关税谈判和美英达成贸易协定利好消息对市场情绪提振的影响。美股跌幅收窄，美债利率大涨。整体来看，全周 10 年期美债利率升 7.01bps 至 4.378%，2 年期美债利率升 6.70bps 至 3.891%，美元指数升 0.31% 至 100.34；标普 500、纳斯达克指数分别收跌 0.47%、0.27%；现货黄金价格回升至 3325 美元/盎司，全周收涨 2.61%

■ **海外经济：**关税冲突对经济数据的不确定性依旧高企，Powell 强调通胀风险将令美联储对降息更加谨慎。景气指标方面，4 月美国 ISM 服务业 PMI 录得 51.6，为 2023 年 1 月以来新高，预期 50.2，前值 50.8；贸易赤字方面，3 月美国商品和服务贸易逆差环比+14%至 1405 亿美元，预期 1372 亿美元；其中消费品进口创历史新高，石油和天然气出口额创历史新高，旅游出口下降 11.2%，整体来看“抢进口”效应愈发明显。通胀预期方面，4 月纽约联储未来 1 年通胀预期录得 3.63%，前值 3.58%；未来 3 年通胀预期由 3% 上升至 3.17%，未来 5 年通胀预期由 2.86% 下降至 2.74%。货币政策方面，本周的 5 月 FOMC 会议上美联储如期维持利率水平不变。发布会中 Powell 表达了对经济前景更大不确定性与滞胀风险的担忧，同时 Powell 也表示关税带来的滞胀风险让美联储在就业与通胀目标中的抉择将更具挑战性，这意味着美联储择机降息难度将更大，对待货币政策也将采取更加谨慎的态度（详见报告《关税迷雾深，联储降息更难择机——2025 年 5 月 FOMC 会议点评》）；而本周四英国央行再度降息 25bps，将基准利率从 4.5% 下调至 4.25%，英国央行行长贝利表示在通胀压力缓解的情况下降息是允许的，同时循序渐进、且小心谨慎的货币政策仍然是合适的。增长方面，截至 5 月 8 日，亚特兰大联储 GDPNow 模型对 25Q2 美国 GDP 最新预测值为+2.3%；截至 5 月 9 日，纽约联储 Nowcast 模型对 25Q2 美国 GDP 预测值为+2.42%。

■ **海外政治：**美英贸易磋商取得阶段性成果，中美高层接触释放缓和信号。英国和美国于本周四（5 月 8 日）宣布一项降低部分商品关税的协议。虽然特朗普此前宣布的对世界各国进口产品征收 10% 的关税仍然有效，并且仍然适用于进入美国的大多数英国商品，但该协议降低或取消了英国部分出口产品的关税，包括汽车、钢铁和铝。特朗普在社交媒体平台将此协议定性为“公平、开放、互惠”的贸易安排，并借机宣示其贸易谈判策略的成效。白宫国家经济委员会主任凯文·哈塞特亦同步透露，另有二十余项贸易协议正处于谈判收尾阶段。**需注意的是，美英贸易谈判的特殊性限制了其外推价值：**其一，美国对英贸易长期保持顺差，特朗普政府核心关切的贸易失衡问题在此次谈判中并非核心议题；其二，协议内容仅针对特定商品条款展开，而非如英印自贸协定般构建全面经贸框架。**因此，美英谈判进展或难以直接映射美国与其他经济体的谈判逻辑。**在中美关系方面，双方高层于 5 月 11 日在瑞士日内瓦举行近 8 小时的实质性磋商，系 4 月 2 日美国宣布对华加征对等性关税措施后首次公开高层接触，为两国关系边际改善释放积极信号。磋商前后，特朗普也通过非正式渠道释放关税政策调整意向，包括提及“拟将对华关税税率下调至 80%”及“谈判取得重大进展”等表述。但截至目前，中美

证券分析师 芦哲

执业证书：S0600524110003

luzhe@dwzq.com.cn

证券分析师 张佳炜

执业证书：S0600524120013

zhangjw@dwzq.com.cn

证券分析师 韦伟

执业证书：S0600525040002

weiy@dwzq.com.cn

研究助理 王茁

执业证书：S0600124120013

wangzhuo@dwzq.com.cn

相关研究

《基于 38 个国家的比较：为何我国消费率偏低》

2025-05-08

《关税迷雾深，联储降息更难择机——2025 年 5 月 FOMC 会议点评》

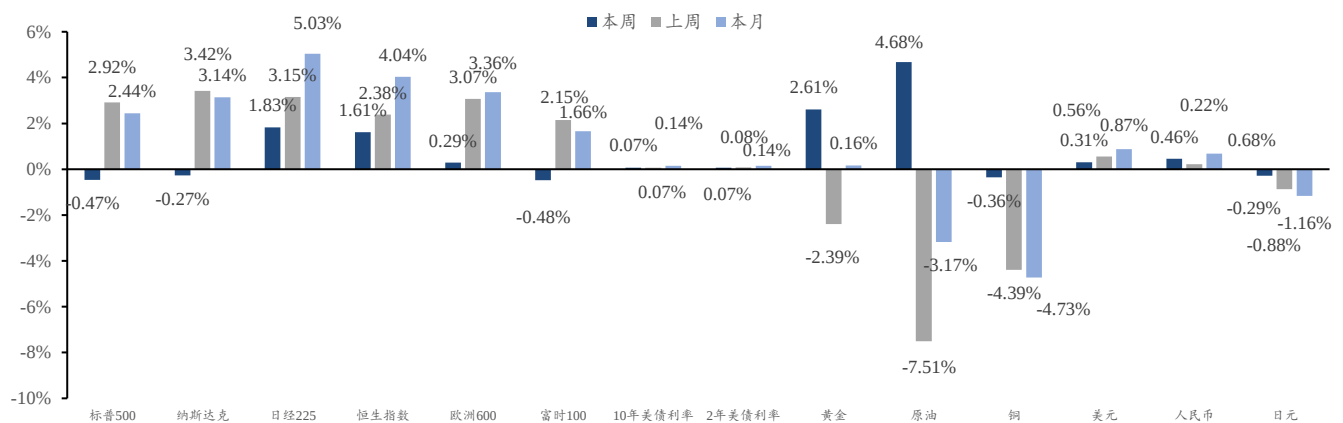
2025-05-08

业务官员和官方媒体均未就磋商结果做出直接回应，且经贸问题作为国际经济秩序重构和大国关系调整的核心议题，其复杂性和博弈深度决定了单次会谈的成果尚不足以支撑政策转向的结论。单从此次会晤得出美国将大幅调整对华关税的结论略显操之过急，后续仍需持续观察双方的互动轨迹与表态变化。

■ **4 月 CPI 前瞻：逐步体现关税冲击，落地通胀风险。**北京时间 5 月 13 日 20:30，BLS 将公布美国 4 月 CPI 数据。①当前彭博分析师一致预期 4 月 CPI/核心 CPI 环比+0.3%/+0.3%，同比+2.4%/2.8%；②美联储 Inflation Nowcasting 预测 4 月 CPI/核心 CPI 环比+0.22%/+0.23%，同比+2.34%/2.76%；③交易员预期 4 月 CPI 同比+2.34%，环比+0.14%。整体来看，当前多方预期显示关税冲击对于 4 月 CPI 的影响尚不明显。**向前看**，从不同的环比增长中枢外推的路径来看，4 月大概率是美国 CPI 同比增速的底部，如果关税带来的冲击显著，则美国通胀环比增长中枢落回到+0.4%，同比或向+5%回升。但在基数效应利好用尽的前提下，未来关税对美国通胀的影响或仍将有限。**横向看**，关税冲击可能被其他部门对冲。在出口链利润率 = 美国商品 CPI - 美国商品 PPI - 汇率 - 外国商品 PPI 的前提下，关税最终是被美国居民、美国贸易商、外国贸易商、外国制造商四个部门共同吸收。另外，Q1 的抢进口、库存周期前置也意味着关税给 Q2 美国通胀的压力将部分被库存缓冲。纵向看，美国核心商品（占比 20%）的上涨料会被居住（占比 35%）、工资（占比 25%）与能源通胀（占比 3%）的回落对冲，最终我们看到的可能是更分化的美国通胀结构。

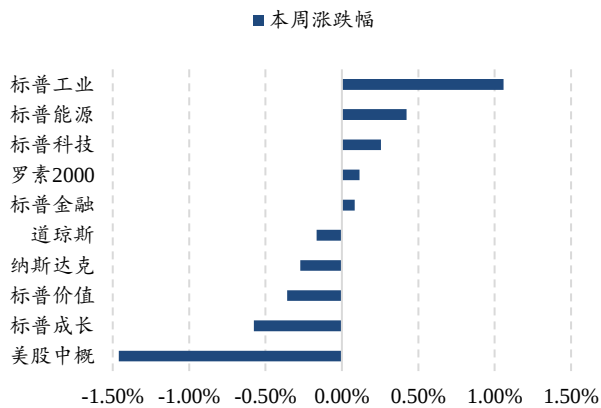
■ **风险提示：**特朗普政策超预期；美联储降息幅度过大引发通胀反弹甚至失控；美联储维持高利率水平时间过长，引发金融系统流动性危机。

图1: 全球大类资产表现一览



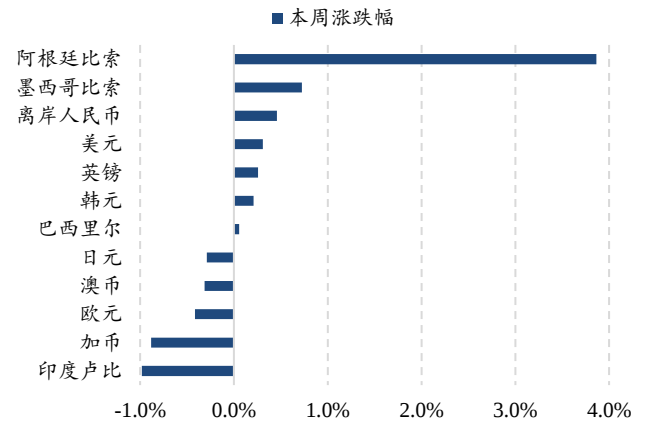
数据来源: 彭博、东吴证券研究所; 美债利率为绝对值变化, 其他为百分比变化幅度

图2: 美股大类和行业指数本周涨跌幅



数据来源: 彭博、东吴证券研究所

图3: 主要经济体汇率本周涨跌幅



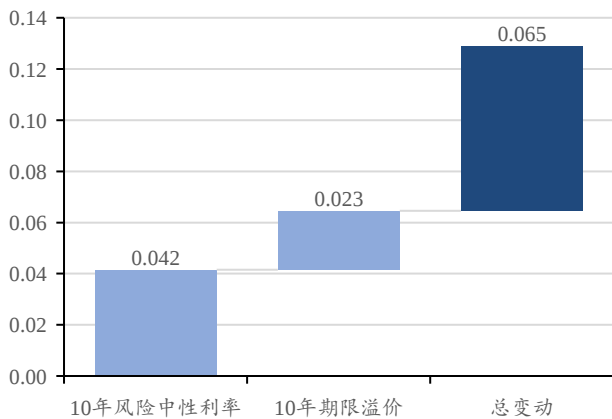
数据来源: 彭博、东吴证券研究所

图4: 10年、2年美债利率与利差



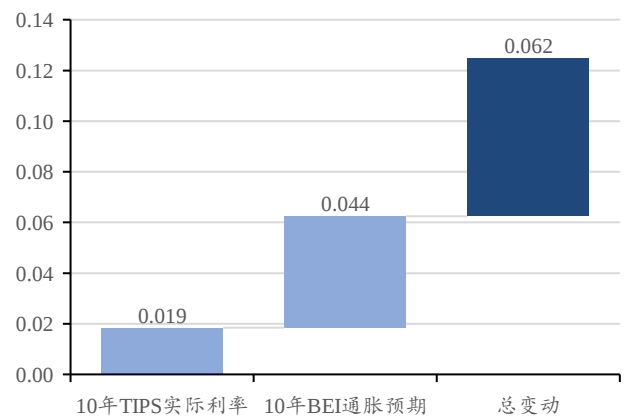
数据来源: 彭博、东吴证券研究所; 横轴单位为年份后两位, 下同; 纵轴单位%

图5：10年美债利率周度变动及贡献度拆分（风险中性利率与期限溢价视角）



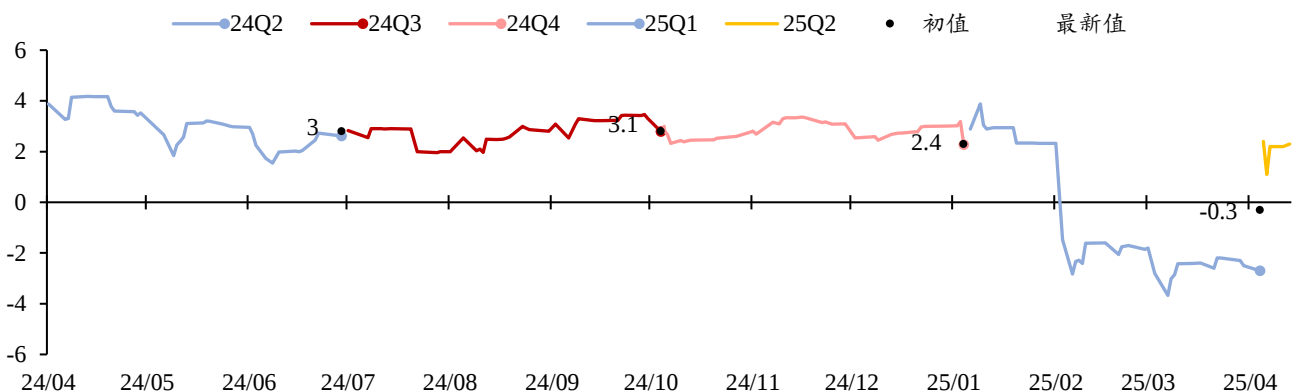
数据来源：彭博、东吴证券研究所；单位%

图6：10年美债利率周度变动及贡献度拆分（实际利率与通胀预期视角）



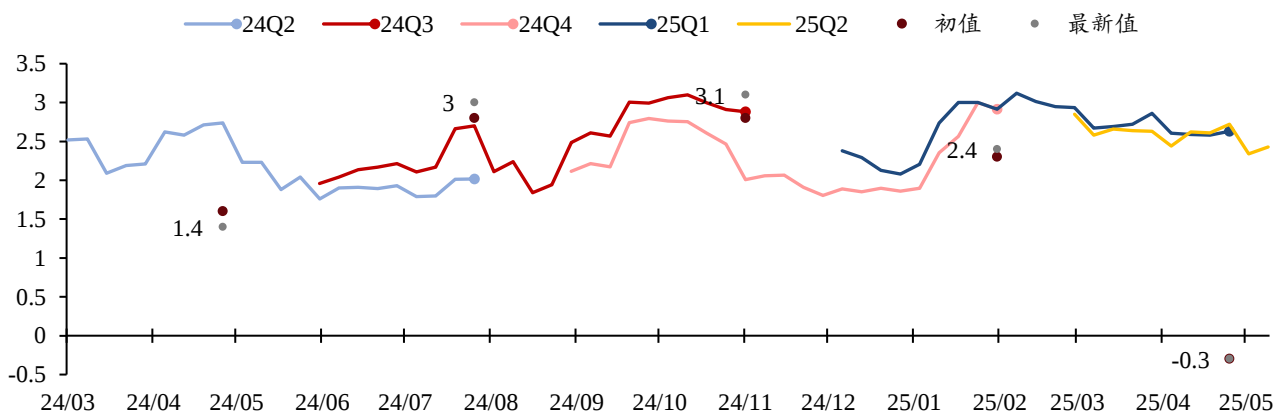
数据来源：彭博、东吴证券研究所；单位%

图7：亚特兰大联储 GDPNow 模型对最近五个季度美国 GDP 实时预测值 vs 实际值



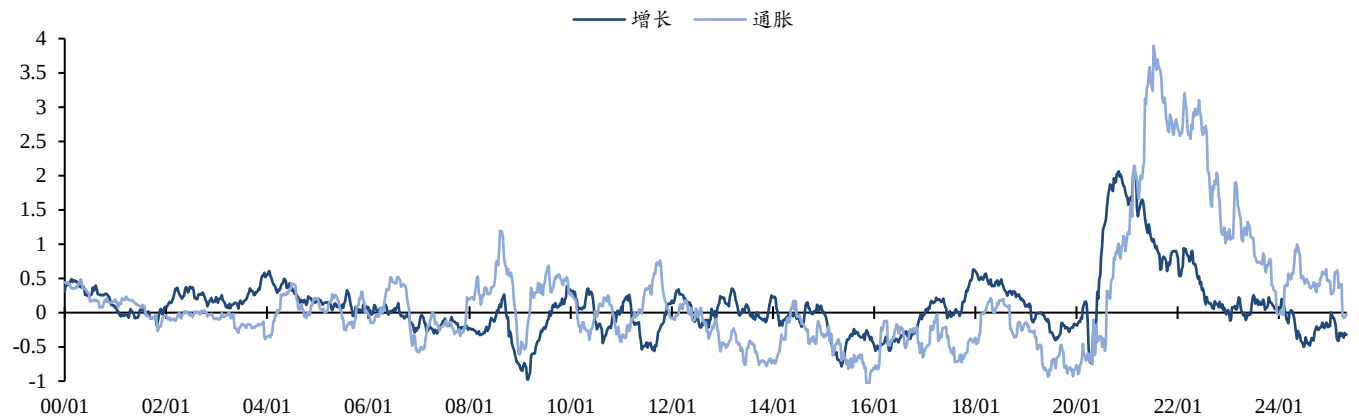
数据来源：彭博、东吴证券研究所；纵轴单位%，季调环比年率

图8：纽约联储 Nowcasting 模型对最近四个季度美国 GDP 实时预测值 vs 实际值



数据来源：彭博、东吴证券研究所；纵轴单位%，季调环比年率

图9：美国经济意外指数增长与通胀分项



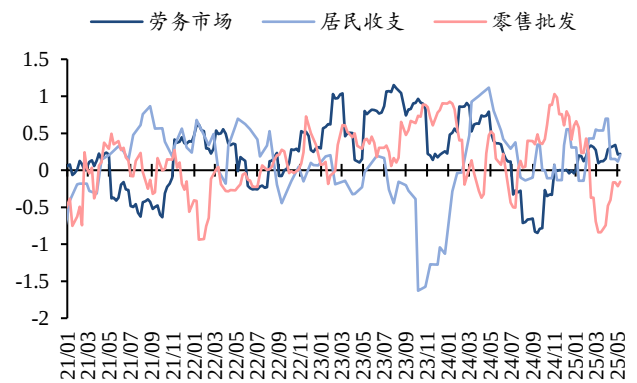
数据来源：彭博、东吴证券研究所

图10：美国经济意外指数企业部门分项



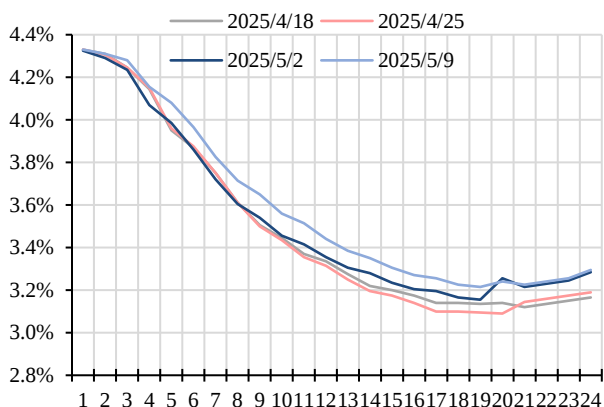
数据来源：彭博、东吴证券研究所

图11：美国经济意外指数家庭部门分项



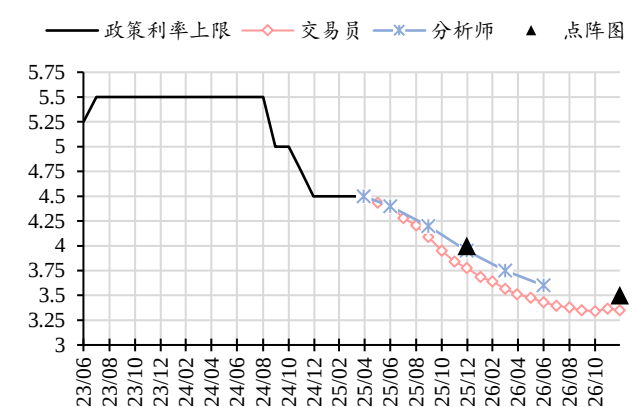
数据来源：彭博、东吴证券研究所

图12：联邦基金期货隐含未来24个月政策利率



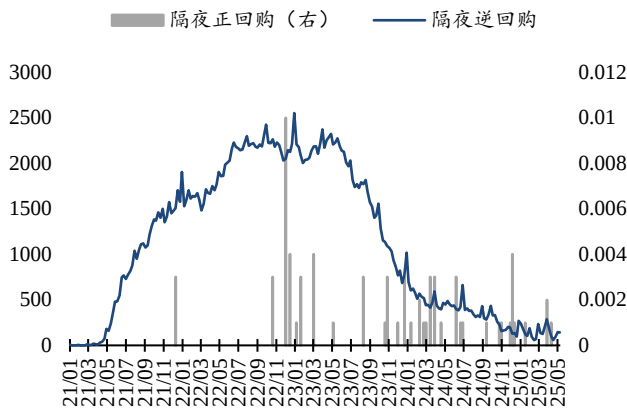
数据来源：彭博、东吴证券研究所

图13：各方对美国政策利率路径预测



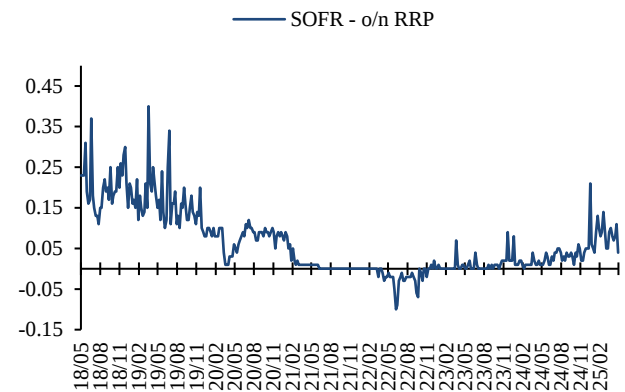
数据来源：彭博、东吴证券研究所；单位%

图14: 纽约联储每日回购情况



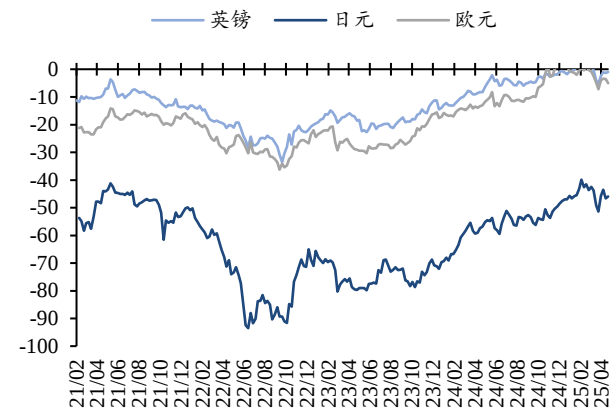
数据来源: 彭博、东吴证券研究所; 单位十亿美元

图15: 美国 SOFR 与 o/n RRP 利差



数据来源: 彭博、东吴证券研究所; 单位 bps

图16: 主要货币互换掉期点差



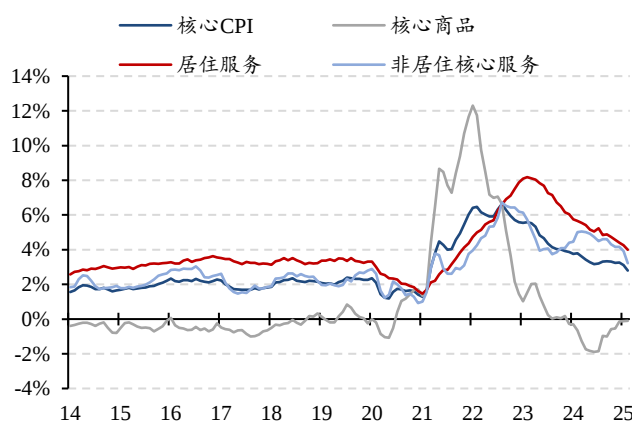
数据来源: 彭博、东吴证券研究所; 单位 bps

图17: 彭博金融条件指数



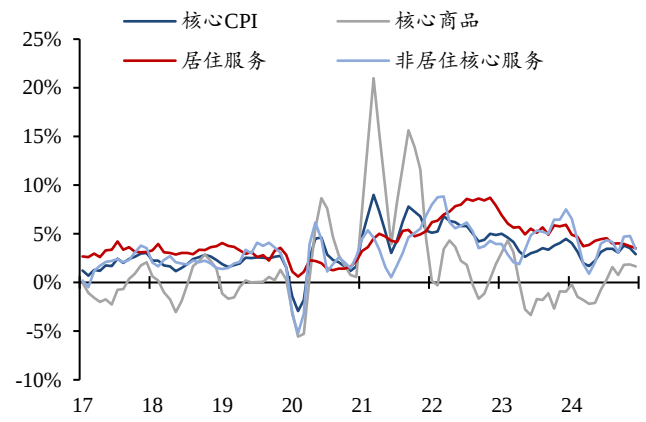
数据来源: 彭博、东吴证券研究所

图18: 美国核心 CPI 及三大分项同比增速



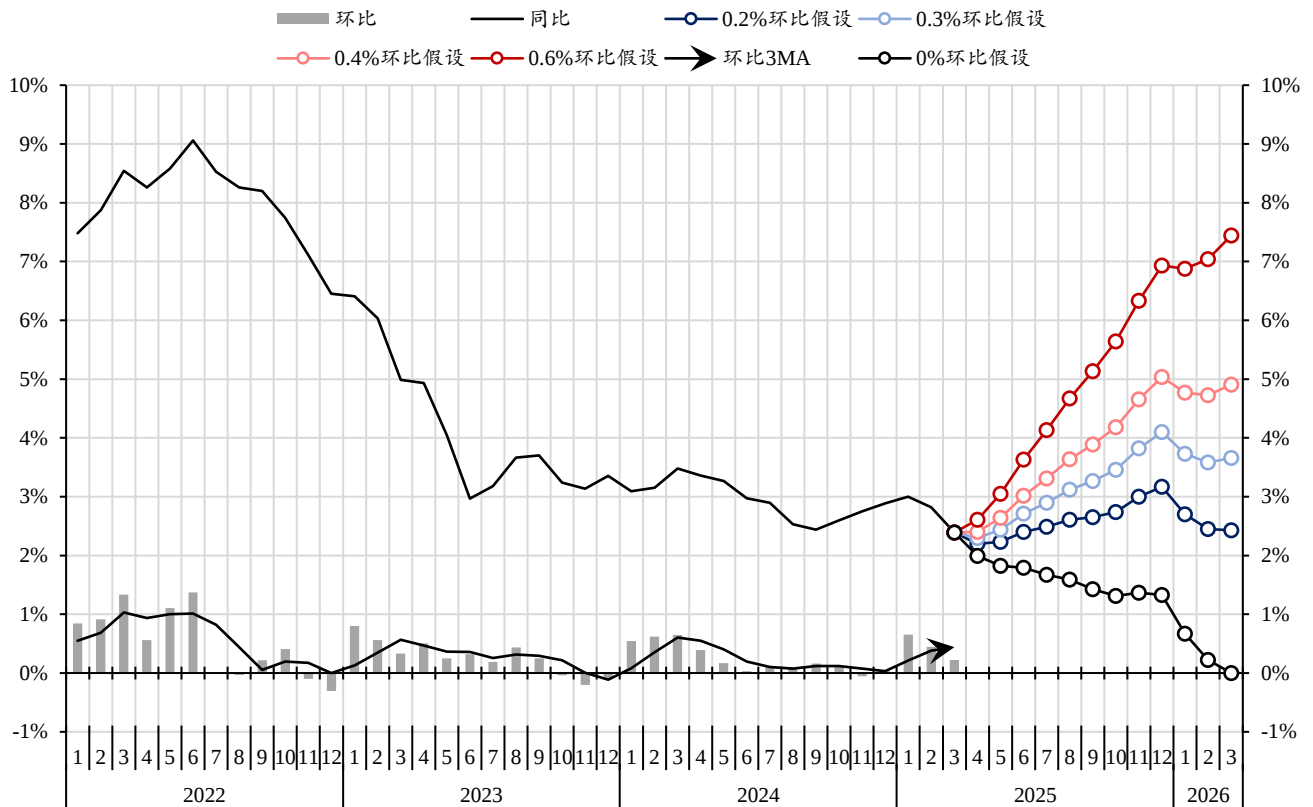
数据来源: 彭博、东吴证券研究所

图19: 美国核心 CPI 及三大分项环比三个月均年率



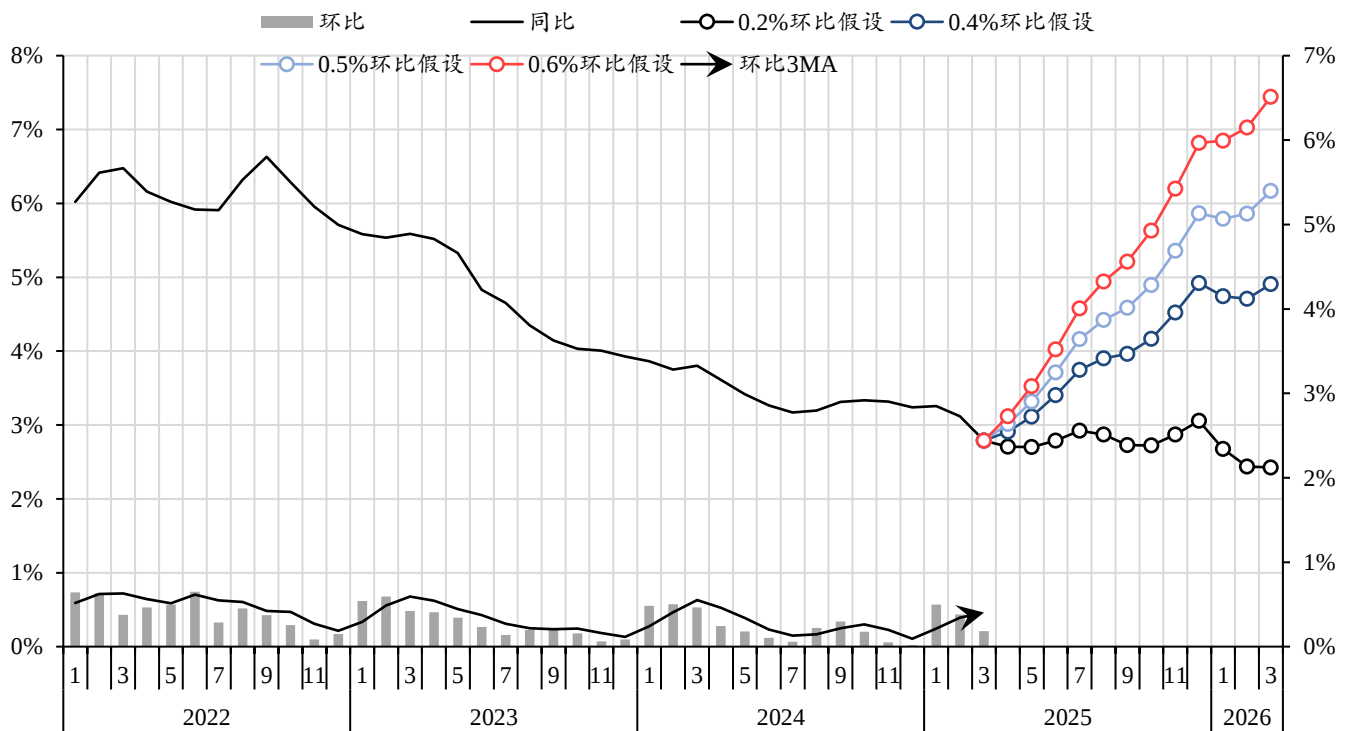
数据来源: 彭博、东吴证券研究所

图20: 不同环比增长假设下美国 CPI 同比增速



数据来源: 彭博、东吴证券研究所

图21: 不同环比增长假设下美国核心 CPI 同比增速



数据来源: 彭博、东吴证券研究所

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享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。

在法律许可的情况下，东吴证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，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。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（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，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），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5%以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准-5%与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5%以上。

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应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>