

美国4月CPI点评：通胀持续低于预期，关税影响暂未显现



杨见一 分析师
Email: yangjianyi@lczq.com
证书: S1320525050001



沈夏宜 分析师
Email: shenxiayi@lczq.com
证书: S1320523020004

核心观点：

4月美国CPI同比2.3%，低于预期，核心CPI同比2.8%。4月整体CPI同比增速2.3%，预期2.4%；环比0.2%，预期0.3%。核心CPI同比2.8%，与前值和预期持平；环比0.2%，预期0.3%。4月整体CPI同环比均低于预期，核心CPI与预期持平，反映关税通胀压力暂未传导至月度价格数据。叠加5月12日中美关税谈判结果超预期，市场对美国通胀走高的担忧有所缓和。我们提示，尽管短期内特朗普关税政策边际放缓，通胀平稳下行，但美国2025年关税整体水平仍然显著提升，远期通胀压力并未解决，不宜低估下半年通胀上行压力。

非核心方面，能源价格同比下行、环比企稳，食品价格回落。受特朗普4月2日对等关税和4月3日OPEC增产影响，国际油价持续走弱，但幅度较上月明显收窄。4月能源CPI同比-3.7%（前值-3.3%），环比0.7%（前值-2.4%）。向前看，短期内美国关税政策趋缓，可能缓和国际油价下行压力，但OPEC宣布5月增产幅度较大，对油价形成一定利空。除能源外，4月食品价格是非核心的另一拖累项，主要是4月家庭食品分项大幅回落，环比-0.4%，前值0.5%。

核心方面，住房价格下行偏缓、二手车价格回落、部分服务业价格回落。核心商品中，二手车（环比-0.5%）和服饰（-0.2%）价格回落，对核心CPI形成拖累。非住房核心服务部分分项有所放缓，一是油价下行导致交通运输服务价格持续放缓（环比0.1%），二是其他服务，包括娱乐（环比-0.3%）、教育通讯（环比-0.2%）、金融服务（环比1.3%）等分项有不同程度下降。住房方面，4月住房CPI环比0.3%，同比4%，基本同前。

关税对于美国国内物价的影响暂未显现，但远端通胀风险仍未解除。经济数据的稳健表现留给美联储更多“观望”的空间：CME数据显示，市场预期2025年美联储降息2次，降息推后至四季度。5月12日中美谈判取得重大进展，4月CPI数据再次低于预期，市场对于美国关税和经济的担忧有所放缓。但是，远期来看，美国进口平均关税较2024年仍会上升15%以上，对通胀上行压力至少在1.5%，关税政策的通胀效应或在下半年逐步显现，建议持续关注美国经济数据表现及特朗普政策变化。

风险提示：美国通胀上行超预期；特朗普关税政策超预期。

相关报告

4月外贸数据点评：“抢转口”为出口提供韧性

2025.05.12

美国5月宏观经济点评：“负增”之下的美国经济还能走多远？

2025.05.08

4月高频数据跟踪

2025.05.07

目 录

1. 美国 4 月 CPI 持续低于预期.....	4
2. 风险提示	8

图表目录

图 1	美国近半年 CPI 分项权重、同环比及趋势 (%)	5
图 2	美国 3 月 CPI 分项相对重要性及同环比 (% , NSA)	5
图 3	美国 4 月 CPI 分项相对重要性及同环比 (% , NSA)	5
图 4	美国商品 CPI 及其分项同比 (%)	5
图 5	美国商品 CPI 及其分项同比 (% , 不含能源)	5
图 6	美国服务 CPI 及其分项同比 (%)	6
图 7	美国服务 CPI 及其分项同比 (% , 不含能源)	6
图 8	美国整体、核心、超级核心、非住房核心服务 CPI 当月同比 (%)	6
图 9	Zillow 房价指数领先业主等价租金 16 个月 (%)	6
图 10	Zillow 观察租金指数领先主要住所租金 13 个月 (%)	6
图 11	近一年原油日频价格 (美元/桶)	7
图 12	国际油价及美国汽油价格变化情况	7
图 13	Manheim 指数显示二手车价格低位波动 (%)	7
图 14	CME 数据显示当前市场定价下半年降息 2 次	7

1. 美国 4 月 CPI 持续低于预期

4 月美国 CPI 同比 2.3%，低于预期，核心 CPI 同比 2.8%。美国 4 月整体 CPI 同比增速 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%。4 月整体 CPI 同环比均低于预期，核心 CPI 与预期持平，持续缓和市场对美国通胀走高的担忧。叠加 5 月 12 日中美贸易谈判结果超预期，市场对美国经济预期显著修复。我们认为，尽管特朗普关税政策正在边际放缓，但美国关税税率仍较 2024 年显著提升，不宜低估后续对通胀的压力。

非核心方面，能源价格同比回落拖累整体 CPI，但能源环比企稳。受特朗普 4 月 2 日对等关税和 4 月 3 日 OPEC 增产影响，国际油价持续走弱，但幅度较上月明显收窄。4 月能源 CPI 同比-3.7%（前值-3.3%），环比 0.7%（前值-2.4%）。其中，能源商品为主要拖累项，4 月环比-0.2%（前值-6.1%），同比-11.5%（前值-9.5%）。但是，由于美国本土管道气（环比 3.7%，同比 15.7%）价格大幅上行，4 月能源分项环比整体回正。向前看，短期内美国关税政策趋缓，可能缓和国际油价下行压力，但 OPEC 宣布 5 月增产 41.1 万桶/日，增幅较大，对油价仍然形成一定利空。预计后续能源分项维持对 CPI 直接或间接的拖累作用。除能源外，4 月食品价格是非核心的另一拖累项，美国禽流感冲击结束后，鸡蛋价格高位回落，4 月环比-12.7%，2、3 月环比分别为 10.4%和 5.9%。因此 4 月家庭食品分项大幅回落，环比-0.4%，前值 0.5%。

核心方面，4 月核心 CPI 增速回归均值，环比 0.2%，前值 0.1%。4 月核心 CPI 同比维持 2.8%，主要系核心商品中二手车价格回落、非住房核心服务部分分项放缓拖累。核心商品方面，4 月二手车环比-0.5%（前值-0.7%），服饰环比-0.2%（前值 0.4%），对核心 CPI 形成拖累。向前看，核心商品通胀压力仍强，尤其是家具、电器、服装、玩具等进口依赖度较高的商品。非住房核心服务方面，一是油价下行导致交通运输服务价格持续放缓，4 月交通服务 CPI 环比 0.1%（前值-1.4%），机票价格环比-2.8%，较前值-5.3%的降幅缩小。二是其他服务，娱乐（环比-0.3%）、教育通讯（环比-0.2%）、金融服务（环比 1.3%，前值 6.8%）等分项价格均有不同程度下降。最后，住房方面，4 月住房 CPI 环比 0.3%（前值 0.2%），同比 4%，与前值持平。领先指标显示下一阶段美国住房价格或进入平台期，但在降息预期推迟的情况下反弹风险偏低，或将维持缓慢下行态势。

关税对于美国国内物价的影响暂未显现，但远端通胀风险仍未解除。5 月 12 日中美谈判取得重大进展，4 月 CPI 数据再次低于预期，市场对于美国关税和经济的担忧有所放缓。但是，远期来看，美国进口平均关税较 2024 年仍会上升 15%以上，对通胀上行压力至少在 1.5%，关税政策的通胀效应或在下半年逐步显现，建议持续关注美国经济数据表现及特朗普政策变化。

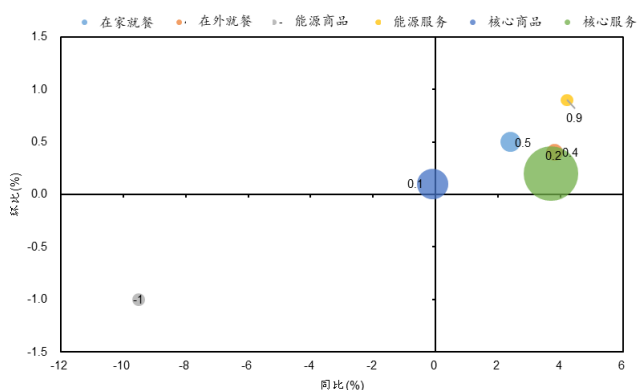
关税对于美国国内物价的影响暂未显现，但远端通胀风险仍未解除。关税政策方面，5 月 12 日中美谈判取得重大进展，市场对于关税政策和美国经济的担忧有所放缓。但是，远期来看，美国进口平均关税仍较 2024 年上升 15%以上。按照波士顿联储测算的“美国居民消费中约 10%受到进口价格影响”，2025 年美国通胀上行压力仍有至少 1.5%。从美联储货币政策视角来看，4 月 CPI 价格低于预期叠加中美关税谈判取得进展，使得市场降息预期进一步推后。CME 数据显示，市场预期 2025 年降息次数由 3 次下降至 2 次，时点推后至 9 月、12 月，全年降息幅度 50bps。经济数据的稳健表现将给美联储更多“观望”的空间。我们认为，由于关税对物价传导需要一定时间，且短期内关税政策再次加码的可能性不强，因此二季度美国通胀大幅上行的风险暂时较低。但是，随着下半年关税通胀效应显化以及关税政策本身可能反复，关税政策对美国经济的负面影响将逐步显现。建议持续关注特朗普关税谈判进展和美国经济基本面动态。

图1 美国近半年 CPI 分项权重、同环比及趋势 (%)

权重 (%)	项目	环比趋势	环比 (% SA)						同比趋势	同比 (% NSA)					
			Apr. 2025	Mar. 2025	Feb. 2025	Jan. 2025	Dec. 2024	Nov. 2024		Apr. 2025	Mar. 2025	Feb. 2025	Jan. 2025	Dec. 2024	Nov. 2024
100.00%	CPI		0.2	-0.1	0.2	0.5	0.4	0.3		2.3	2.4	2.8	3.0	2.9	2.7
13.69%	食品		-0.1	0.4	0.2	0.4	0.3	0.4		2.8	3.0	2.6	2.5	2.5	2.4
8.04%	在家就餐		-0.4	0.5	0.0	0.5	0.3	0.5		2.0	2.4	1.9	1.9	1.8	1.6
5.65%	在外就餐		0.4	0.4	0.4	0.2	0.3	0.3		3.9	3.8	3.7	3.4	3.6	3.6
6.22%	能源		0.7	-2.4	0.2	1.1	2.6	0.2		-3.7	-3.3	-0.2	1.0	-0.5	-3.2
3.12%	能源商品		-0.2	-6.1	-0.9	1.9	4.3	0.5		-11.5	-9.5	-3.2	-0.5	-3.9	-8.5
2.90%	汽油		-0.1	-6.3	-1.0	1.8	4.4	0.6		-11.8	-9.8	-3.1	-0.2	-3.4	-8.1
0.07%	燃油		-1.3	-4.2	0.8	6.2	4.4	0.6		-9.6	-7.6	-5.1	-5.3	-13.1	-19.5
3.09%	能源服务		1.5	1.6	1.4	0.3	0.8	-0.1		6.2	4.2	3.3	2.5	3.3	2.8
2.34%	电力		0.8	0.9	1.0	0.0	0.3	-0.4		3.6	2.8	2.5	1.9	2.8	3.1
0.75%	管道气		3.7	3.6	2.5	1.8	2.4	1.0		15.7	9.4	6.0	4.9	4.9	1.8
80.09%	核心CPI		0.2	0.1	0.2	0.4	0.2	0.0		2.8	2.8	3.1	3.3	3.2	3.3
19.39%	核心商品		0.1	-0.1	0.2	0.3	0.1	0.3		0.1	-0.1	-0.1	-0.1	-0.5	-0.6
4.39%	新车		0.0	0.1	-0.1	0.0	0.5	0.6		0.3	0.0	-0.3	-0.3	-0.4	-0.7
2.39%	二手车		-0.5	-0.7	0.9	2.2	1.2	2.0		1.5	0.6	0.8	1.0	-3.3	-3.4
2.48%	服饰		-0.2	0.4	0.6	-1.4	0.1	0.2		-0.7	0.3	0.6	0.4	1.2	1.1
1.53%	医疗商品		0.4	-1.1	0.1	1.2	0.0	-0.1		1.0	1.0	2.3	2.3	0.5	0.4
60.71%	核心服务		0.3	0.1	0.3	0.5	0.3	0.3		3.6	3.7	4.1	4.3	4.4	4.6
35.48%	住房		0.3	0.2	0.3	0.4	0.3	0.3		4.0	4.0	4.2	4.4	4.6	4.7
6.31%	交通		0.1	-1.4	-0.8	1.8	0.5	0.0		2.5	3.1	6.0	8.0	7.3	7.1
6.75%	医疗		0.5	0.5	0.3	0.0	0.2	0.4		3.1	3.0	3.0	2.7	3.4	3.7

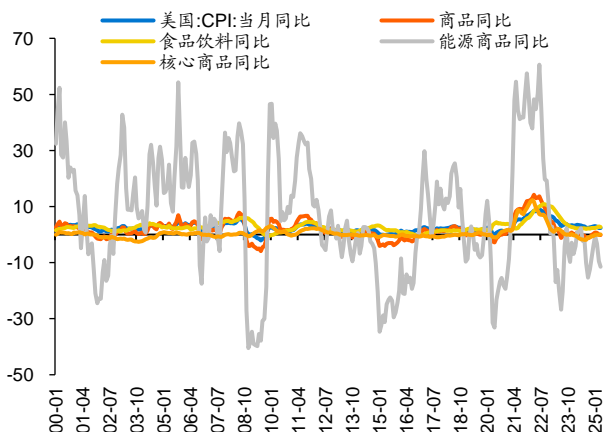
资料来源: BLS, 联储证券研究院

图2 美国 3 月 CPI 分项相对重要性及同环比 (% NSA)



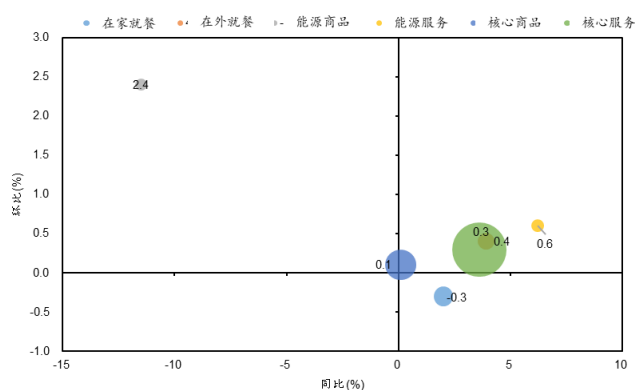
资料来源: iFinD, 联储证券研究院

图4 美国商品 CPI 及其分项同比 (%)



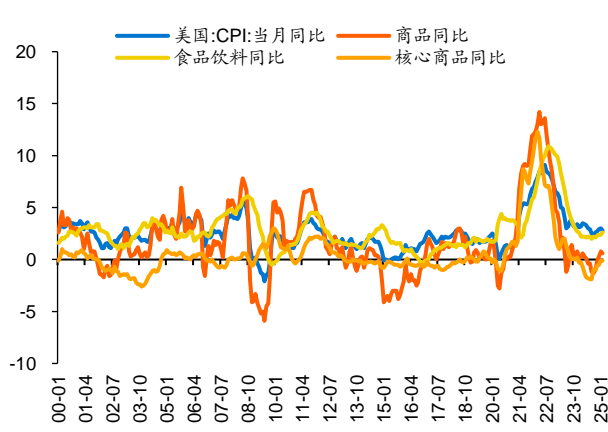
资料来源: iFinD, 联储证券研究院

图3 美国 4 月 CPI 分项相对重要性及同环比 (% NSA)



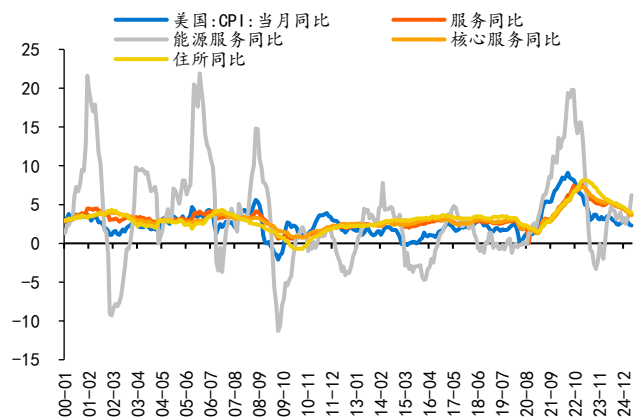
资料来源: iFinD, 联储证券研究院

图5 美国商品 CPI 及其分项同比 (% 不含能源)



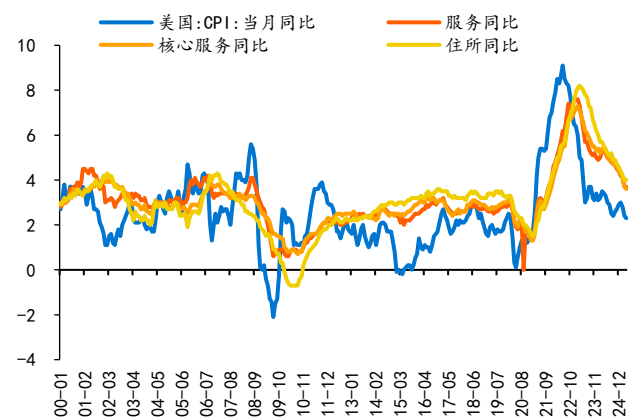
资料来源: iFinD, 联储证券研究院

图6 美国服务 CPI 及其分项同比 (%)



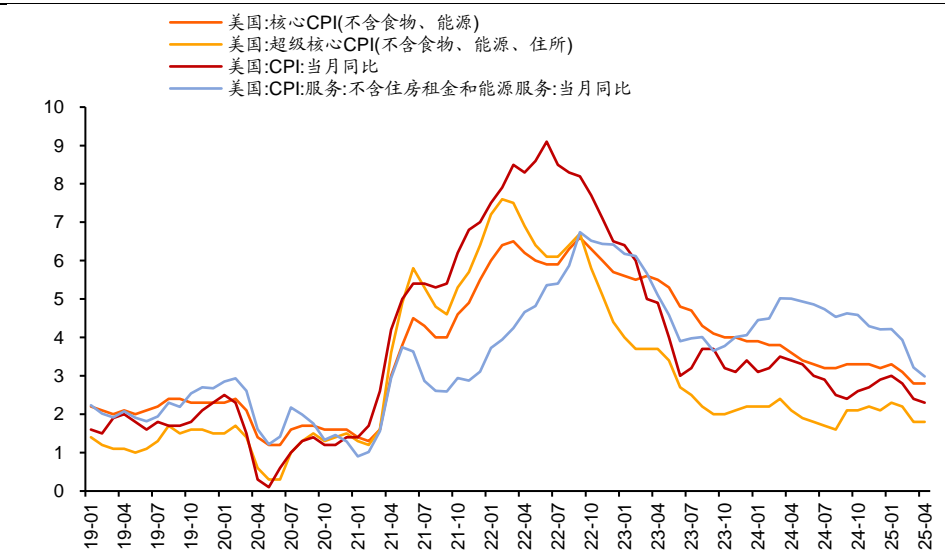
资料来源: iFinD, 联储证券研究院

图7 美国服务 CPI 及其分项同比 (% , 不含能源)



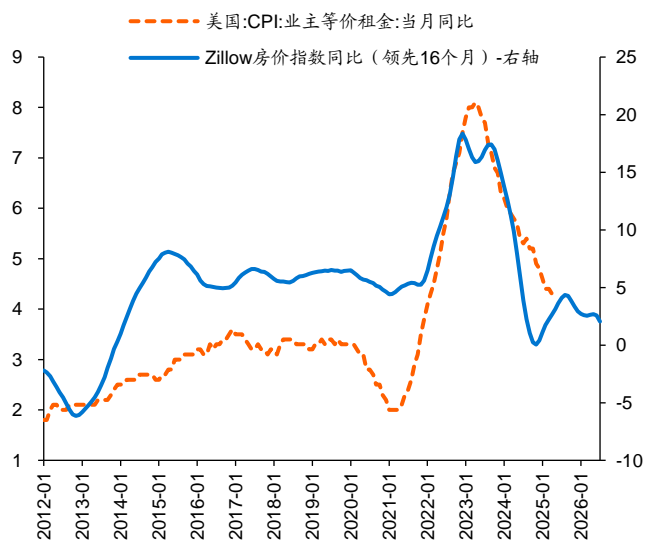
资料来源: iFinD, 联储证券研究院

图8 美国整体、核心、超级核心、非住房核心服务 CPI 当月同比 (%)



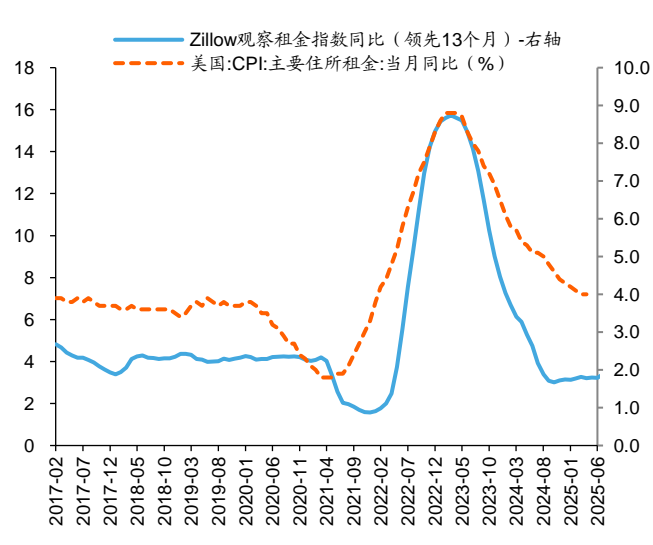
资料来源: BLS, 联储证券研究院

图9 Zillow 房价指数领先业主等价租金 16 个月 (%)



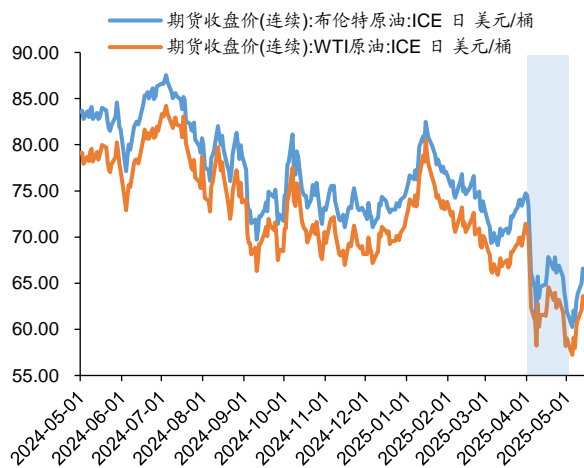
资料来源: BLS, Zillow, 联储证券研究院

图10 Zillow 观察租金指数领先主要住所租金 13 个月 (%)



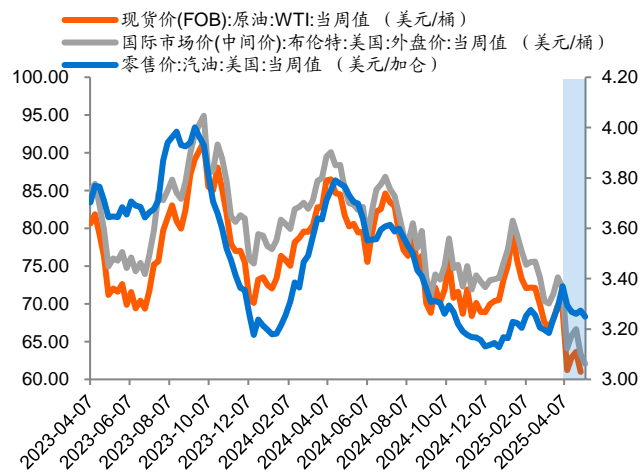
资料来源: BLS, Zillow, 联储证券研究院

图11 近一年原油日频价格（美元/桶）



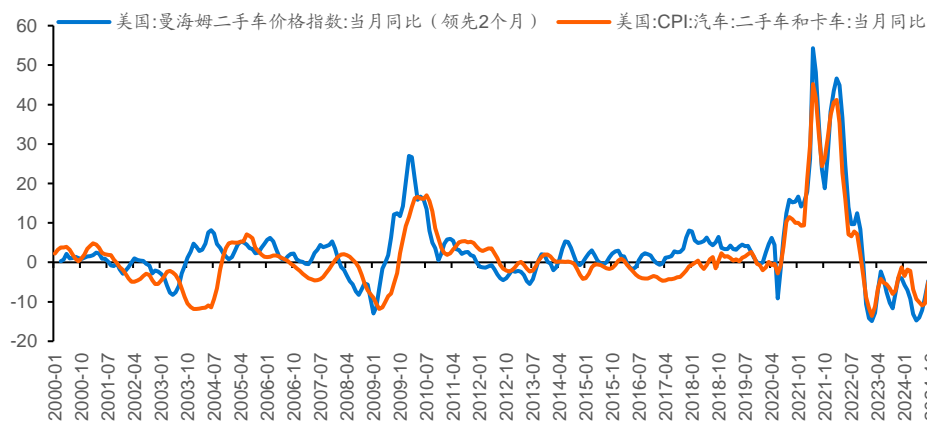
资料来源：iFinD，联储证券研究院

图12 国际油价及美国汽油价格变化情况



资料来源：iFinD，联储证券研究院

图13 Manheim 指数显示二手车价格低位波动（%）



资料来源：iFinD，联储证券研究院

图14 CME 数据显示当前市场定价下半年降息 2 次

MEETING DATE	CME FEDWATCH TOOL - CONDITIONAL MEETING PROBABILITIES									
	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%	8.4%	91.6%	0.0%
2025/7/30	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	2.4%	32.5%	65.1%	0.0%
2025/9/17	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	1.4%	20.1%	51.7%	26.8%	0.0%
2025/10/29	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.7%	10.6%	35.6%	39.4%	13.6%	0.0%
2025/12/10	0.0%	0.0%	0.0%	0.5%	7.1%	26.7%	38.1%	22.8%	4.8%	0.0%
2026/1/28	0.0%	0.0%	0.2%	2.9%	14.3%	30.9%	32.5%	16.2%	3.1%	0.0%
2026/3/18	0.0%	0.1%	1.3%	7.8%	21.5%	31.6%	25.4%	10.5%	1.7%	0.0%
2026/4/29	0.0%	0.3%	2.7%	10.6%	23.6%	30.3%	22.4%	8.7%	1.4%	0.0%
2026/6/17	0.1%	1.0%	5.1%	14.5%	25.6%	27.9%	18.3%	6.5%	1.0%	0.0%
2026/7/29	0.3%	1.7%	6.6%	16.3%	26.0%	26.4%	16.4%	5.6%	0.8%	0.0%
2026/9/16	0.6%	2.7%	8.7%	18.4%	26.1%	24.2%	14.1%	4.6%	0.6%	0.0%
2026/10/28	0.5%	2.6%	8.3%	17.7%	25.5%	24.3%	14.7%	5.2%	0.9%	0.0%
2026/12/9	0.5%	2.3%	7.5%	16.4%	24.4%	24.5%	16.1%	6.6%	1.5%	0.2%

资料来源：CME，联储证券研究院

2. 风险提示

美国通胀上行超预期；特朗普关税政策超预期。

免责声明

联储证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，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，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。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。投资者应当充分考虑自身特定状况，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。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“联储证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“联储证券研究院”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~10%之间
		中性	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	看好	相对表现优于市场
		中性	相对表现与市场持平
		看淡	相对表现弱于市场

联储证券研究院

青岛

地址：山东省青岛市崂山区香港东路195号8号楼11、15F
 邮编：266100

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴环路1366号富士康大厦10F
 邮编：200120

北京

地址：北京市朝阳区安定路5号院中建财富国际中心25F
 邮编：100029

深圳

地址：广东省深圳市南山区沙河街道深云路2号侨城一号广场28-30F
 邮编：518000