

关税战传导尚不充分，后期通胀仍将反弹

——美国 2025 年 4 月 CPI 数据点评

研究发展部高级副总监 白雪

事件：

5 月 13 日周二，美国劳工统计局公布 4 月 CPI 数据显示：CPI 同比增长 2.3%，预期值 2.4%，前值 2.4%；CPI 环比增长 0.2%，预期 0.3%，前值-0.4%；核心 CPI 同比增长 2.8%，为自 2021 年春季通胀爆发以来的最低增速；预期值 2.8%，前值 2.8%；核心 CPI 环比上涨 0.2%，预期值 0.3%，前值 0.1%。从结构来看，商品价格刚刚回到通胀区域（同比+0.1%），而服务业通胀继续下滑。然而，核心服务业环比有所上升。

解读如下：

4 月 CPI 同比在基数效应以及低油价影响下继续降温，关税传导初步体现但尚不充分。

能源价格同比继续下降，为通胀维持低位提供支撑。4 月能源价格同比增速为-3.7%，较上月下行 0.4 个百分点。其中，汽油价格同比跌幅扩大至 11.8%（季调后环比下降 0.1%）。4 月受 OPEC+ 增产影响，叠加关税战引发全球需求降温，国际油价大幅走弱，布伦特原油现货均价降至 67.9 美元/桶。不过，天然气价格同比增速有所上升，减少了能源同比增速的降幅。

商品通胀同比结束负增长，回升至零增长，关税政策对商品价格的冲击初现端倪但尚不明显。4 月核心商品同比增速转正至 0.1%，但主因去年同期基数走低。环比增速 0.1%，较上月上升 0.2 个百分点。从主要分项来看，新车与服装环比增速有所下行，而二手车价格环比增速降幅收窄。考虑到美国多项关税措施在 4 月时已生效，我们注意到，从中国进口占比较高的商品，包括家具与床上用品、家电、玩具、体育用品等商品价格的环比涨幅出现扩大，可能表明本份 CPI 报告已开始初步体现关税对美国通胀的影响。

服务通胀继续缓解。4 月核心服务同比增速为 3.6%，较上月下降 0.1 个百分点，环比增速则升至 0.3%。本月住房通胀基本保持稳定，业主等价租金同比增速略降至 4.3%，房租同比增速持平于 4%。由于市场租金的下降需一定时间才能反映在 CPI 中，从房价和市场租金指数等领先指标来看，在租房市场再平衡、市场租金涨价压力温和的环境下，住房项通胀同比还

存在进一步回落空间。此外，交通服务价格同比增速有所回落，加之伴随劳动力市场温和降温，服务通胀压力仍将继续缓解。

往后看，考虑到4月CPI并未完全计入关税政策的影响，4月同比低增速可能并不具备持续性。由于美国实际关税水平仍然较高，后续伴随关税政策带来的滞后影响逐渐显现，通胀仍有较大概率出现反弹，反弹幅度则部分取决于90天暂缓期结束后的关税政策走向。

由于一季度美国企业“抢进口、囤库存”，通过消耗库存或选择暂时不抬高消费者价格，4月CPI数据并未完全计入关税政策的影响，这也意味着4月CPI同比2.3%这一低增速在后期并不具备可持续性。

4月CPI数据公布前，中美日内瓦经贸会谈取得重大进展，对等关税大幅下调，这将暂时缓解美国通胀压力，加之短期内油价在基数效应与弱需求下还将保持低位震荡、住房通胀回落等因素，降低了后续通胀大幅冲高的可能性。然而，我们判断，关税政策仍将在短期内推高通胀：

一是前期关税变动带来的滞后影响仍有可能在未来几个月内加强，主要冲击商品通胀。4月初以来的高关税对4月底以来的美国商品进口产生拖累，结合美国零售商库存缓冲（5-7周）及一个月左右的跨国海运时间，关税对美国国内通胀的影响会在随后的2个月左右，即6月左右有明显体现。美联储的研究也证实，2018-2019年关税在实施2个月后就全面传导到消费品价格从商品通胀。从商品价格的领先指标来看，4月曼海姆二手车价值指数环比上升，这意味着对等关税公布后汽车价格已开始上涨。随着未来关税对价格的冲击逐渐显现，我们判断，后续商品价格可能存在较为明显的持续上行压力。

二是本次谈判虽大幅调降了部分加征关税，但仍保留了10%的全面进口关税，加上20%的对华芬太尼关税，美国加权平均关税税率仍处在18%左右的较高位置，这意味着美国企业进口成本仍在增加，这使得通胀存在上行风险。需强调的是，关税的下降只是暂时性措施，目前美国与大部分国家尚未达成协议，且与中国的贸易谈判结果也存在较高的不确定性，后续仍不排除谈判未达成协议，再次加征关税的可能。

由此，关税政策仍将在后续逆转此前美国通胀温和向下的趋势，CPI同比料将出现反弹，反弹幅度则部分取决于90天暂缓期结束后的关税政策走向。

美联储货币政策方面，此次关税下降后，美国经济“滞”与“涨”的风险均有所降低，但依然存在，美联储仍面临两难困境。此外，90天的关税豁免期结束前，中美谈判能否达成

正式协议以永久性降低关税，仍然存在较大不确定性。在此背景下，我们认为美联储短期内仍将保持观望态度，等待关税谈判进展和经济与通胀形势明朗后再做决策。考虑到美国短期内通胀有较大上行风险，这将迫使美联储将政策重心重新聚焦于通胀——从历史操作看，美联储在双重目标发生冲突的情况下也通常更侧重于控制通胀。这意味着通胀约束下，美联储降息行动将进一步延后。目前看来，我们认为6月降息的可能性较低，7月是否降息也不宜期待过高。