

美国 2 月 CPI 超预期回落，关税战影响尚未显现

美国 2 月核心 CPI 通胀率超预期回落。从环比来看，核心 CPI 通胀率下滑 0.22 个百分点到 0.23%，低于市场预期的 0.3%。整体 CPI 环比增速亦下滑 0.25 个百分点到 0.22%，亦低于市场预期。其中能源价格涨幅继续回落，而食品价格涨幅亦小幅收窄。按同比看，美国整体 CPI 下降 0.2 个百分点到 2.8%，而核心 CPI 下降 0.1 个百分点到 3.1%。

从环比细分数据来看，核心 CPI 的下降主要是由于超级核心服务（剔除住房外的核心服务）CPI 大跌，核心商品和住房 CPI 亦均有小幅下降（图表 1）：

- **核心商品价格环比增速 2 月略微下降（2 月：0.22%，1 月：0.28%）。**其中医疗护理和娱乐商品环比通胀率下滑最多（超过 1 个百分点）。运输商品环比通胀率亦下降 0.58 个百分点到 0.22%，主要是因为二手车价格涨幅收窄，新车环比价格大致持平。此外，或由于换季原因，服装价格环比增速转正至 0.6%（1 月：-1.38%）。微降的商品 CPI 说明 2 月开始的关税战（主要是针对中国的 10%加征关税）或尚未开始影响美国的商品价格。
- **住房价格环比增速小幅回落（2 月：0.28%，1 月：0.37%）。**从细分数据来看，1 月曾大幅上升的外宿价格环比通胀率 2 月大幅下降至 0.18%（1 月：1.43%），再次印证外宿价格的高季节性波动属性。主要居所租金和业主等价租金环比通胀率分别微降 0.07 个和 0.03 个百分点，均至 0.28%。
- **超级核心服务价格环比 CPI 增速大幅下滑 0.5 个百分点到 0.21%。**1 月造成超级核心服务 CPI 大涨的主要推动力——运输服务通胀率亦是 2 月该分项 CPI 大跌的主要原因（2 月：-0.81%，1 月：1.84%）。其中，伴随着油价的下跌，机票通胀率大跌至 -3.99%（1 月：1.24%），汽车保险通胀率亦明显下滑，印证了我们认为该项目 1 月大涨是因为年初价格调整因素的判断。娱乐服务环比通胀率亦下降 0.56 个百分点到 0.81%。不过，医疗护理服务价格 2 月环比有所上升。

与此同时，2 月非农就业报告显示劳动力市场稳中略微走弱。2 月新增非农就业人数回升至 15.1 万人，略微低于预期（市场预期：16 万人；1 月：12.5 万人；图表 2）。失业率却反弹 0.1 个百分点到 4.1%（图表 3），高于市场预期的 4%。平均时薪环比增速 2 月减慢，尽管同比增速依然回升。往前看，我们相信特朗普为了缩减财政开支而制定的政府裁员计划对就业市场的影响将逐渐体现。再叠加我们预计的美国经济动能走弱，我们维持美国劳动力市场将会逐渐走弱的基本判断。

金晓雯, PhD, CFA
首席宏观分析师
xiaowen_jin@spdbi.com
(852) 2808 6437

2025 年 3 月 13 日



扫码关注浦银国际研究

2月通胀下行符合我们一贯的核心通胀率将温和下行的基本判断，不过接下来仍需警惕关税影响。在1月美国CPI数据发布后，我们就曾指出核心通胀率的超预期回升部分是因为季节性调整以及波动因素，2月数据如期回落。最为关键的，此前维持通胀韧性的业主等价租金通胀率继续维持在低位。我们维持一贯的核心通胀率将温和下行的预测，不过接下来还需警惕加征关税对通胀率的推升作用：

3月4日，特朗普宣布对所有自加拿大和墨西哥进口商品加征25%的关税，对所有自中国进口商品再加征10%关税，并表示考虑对欧盟亦加征25%的关税。然而，仅一天之后，特朗普改口称加墨两国符合美国-墨西哥-加拿大协定(USMCA)的汽车及零部件出口可以在4月2日之前被豁免加征关税。而到了3月6日，特朗普将关税豁免进一步扩大到加墨所有在USMCA协议内的进口商品。尽管如此，加墨两国加起来已经被加征25%关税的商品在美国总进口商品中的占比仍超过10%。假设关税100%传导给美国消费者，不考虑汇率变动因素，目前已经被加征的中、加、墨三国关税或拉高美国通胀率0.62个百分点。尽管2月通胀数据尚未体现关税影响，我们相信关税影响会在接下来的通胀数据发布逐渐体现，不过其影响可能被经济动能走弱后商品需求的下降部分抵消。

一系列戏剧性的变化亦让特朗普任内关税政策的不确定性再度提升。在美国贸易代表4月1日完成贸易政策调查并提交报告给特朗普之后，4月2日将是一个关键时间点——针对药品和芯片行业的关税、加墨两国的部分加征关税、面向全世界的互惠关税以及中美和美欧之间的关税战或在这一时间点有进一步的变化。

尽管2月就业和通胀数据似乎有利于降息，在关税不确定性再度上升的背景下，我们认为美联储在短期内仍将继续按兵不动。近期发布的一系列经济数据显示美国经济动能似乎走弱。叠加特朗普激进的关税主张，市场上对美国经济衰退的担忧持续升温。然而，我们认为1月实体经济数据或部分受年初季节性调整影响，仍需更多数据判断经济是否会进入衰退。我们目前仍维持美国经济软着陆的基本判断。3月7日，鲍威尔在纽约的[货币政策论坛](#)上亦表示尽管不确定性仍在，增长和就业市场依然稳固。我们认为仅2月单月失业率的略微上升和核心通胀率的超预期下滑并不足以改变美联储对降息的观望态度。我们依然预计美联储3月和5月会议将继续暂停降息，降息或在6月重启。从全年来看，我们维持2-3次25个基点降息的预测。然而，随着市场对经济衰退和关税政策担忧的加深，我们认为降息路径的不确定性进一步上升。

在即将到来的3月美联储会议上，我们预计美联储会再次重申其“静观其变”的基本立场，维持今年50个基点降息的预测，并适度提及特朗普关税政策的不确定性对降息决议的扰动。接下来3月14日潜在的政府停摆风险亦可能影响美联储的判断：3月11日，众议院批准临时开支草案，确保美国政府有资金持续运行到2025年9月30日（当前财年的最后一天）。不过是否能避免政府停摆还需看参议院的表决结果。

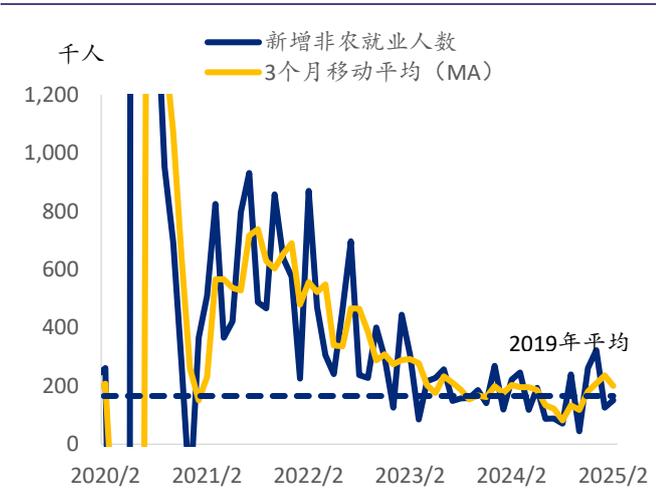
风险提示：降息过慢引起经济衰退或/和美国金融危机；特朗普的关税政策导致再通胀风险。

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 2 月	25 年 1 月	24 年 12 月	25 年 2 月	25 年 2 月
CPI	0.22	0.47	0.36	100.0	0.22
食品	0.16	0.36	0.29	13.7	0.02
能源	0.20	1.08	2.42	6.3	0.01
核心 CPI	0.23	0.45	0.21	80.0	0.18
- 商品	0.22	0.28	-0.04	19.4	0.04
家用家具和供给	0.19	-0.18	-0.22	3.5	0.01
服装	0.60	-1.38	0.13	2.6	0.02
运输	0.22	0.80	0.46	7.2	0.02
医疗护理	0.12	1.17	-0.01	1.5	0.00
娱乐商品	-0.69	0.32	-0.45	1.9	-0.01
教育和通讯商品	-0.15	0.07	-1.33	0.7	0.00
酒精饮料	0.49	0.32	-0.34	0.8	0.00
其它	0.84	0.22	-0.43	1.3	0.01
- 服务	0.25	0.51	0.26	60.6	0.15
住房	0.28	0.37	0.27	35.4	0.10
主要居所租金	0.28	0.35	0.30	7.5	0.02
外宿	0.18	1.43	-0.51	1.4	0.00
业主等价租金	0.28	0.31	0.31	26.1	0.07
核心服务扣除住房	0.21	0.71	0.25	25.2	0.05
医疗护理	0.31	0.02	0.16	6.7	0.02
运输	-0.81	1.84	0.46	6.3	-0.05
娱乐	0.81	1.37	0.26	3.4	0.03
教育和通讯商品	0.31	0.34	0.20	5.0	0.02
其它个人服务	1.26	-1.17	-0.53	1.0	0.01

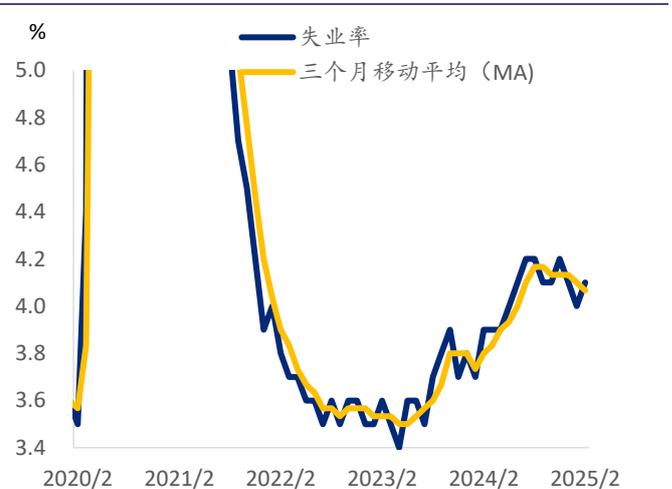
资料来源: CEIC、浦银国际

图表 2: 2 月新增非农就业人数小幅回升但略低于市场预期



资料来源: CEIC、浦银国际

图表 3: 失业率在连续两个月下滑之后, 2 月回升 0.1 个百分点



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？
2024年2月1日	月度宏观洞察：政策或是决定经济走势的关键所在
2024年2月1日	美联储1月会议基本打消3月降息预期，首次降息或在5月
2024年1月12日	美国12月通胀继续走强，拉低3月开启降息可能性
2024年1月5日	月度宏观洞察：静候佳音
2023年12月14日	12月美联储会议体现鸽派转向，降息要来了吗？
2023年12月1日	2024年宏观经济展望：中美经济周期错位进入下半场

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附属公司、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人士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人士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

