

美国 3 月 CPI 数据点评

关税冲击增加通胀“失控”风险

◆ 经济研究 · 宏观快评

证券分析师：	季家辉	021-61761056	jijiahui@guosen.com.cn	执证编码：S0980522010002
证券分析师：	田地	0755-81982035	tiandi2@guosen.com.cn	执证编码：S0980524090003
证券分析师：	董德志	021-60933158	dongdz@guosen.com.cn	执证编码：S0980513100001

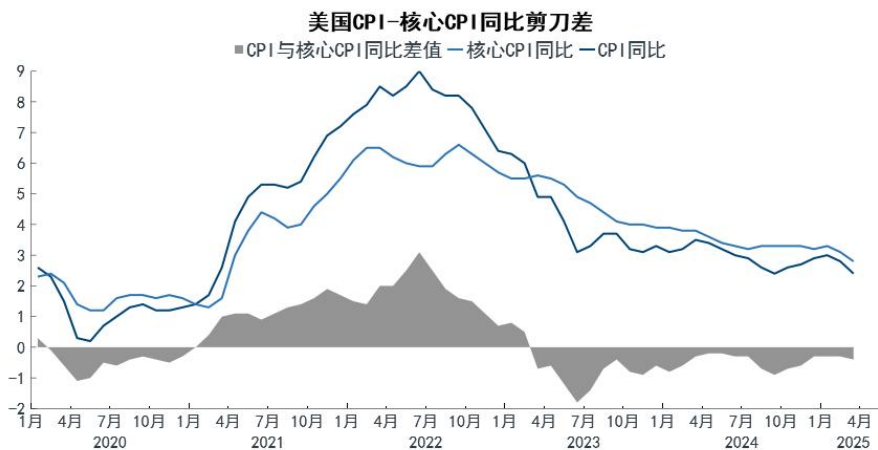
事项：

美东时间 4 月 10 日，美国劳工统计局发布 3 月 CPI 通胀数据：环比来看，整体 CPI 下跌 0.1%，核心 CPI 上涨 0.1%，分别较上月回落 0.3 和 0.1 个百分点。同比来看，整体 CPI 上涨 2.4%，核心 CPI 上涨 2.8%，较上月回落 0.4 和 0.3 个百分点。

CPI 通胀走势：核心 CPI 通胀降至新低

3 月份，美国 CPI 和核心 CPI 同比均继续回落，其中核心 CPI 同比向下突破 3%，降至 2021 年 3 月以来的最低水平。

图1：美国 CPI 通胀同比走势



资料来源：Macrobond，国信证券经济研究所整理

CPI 通胀结构：能源、商品、服务通胀均显著降温

CPI 环比结构来看，3 月份美国通胀表现分化。通胀非核心部分，食品通胀回升，3 月环比上涨 0.4%，较上月回升 0.2 个百分点。家用食品和在外用餐价格增速均保持在较高水平，3 月环比分别上涨 0.5% 和 0.4%，高于近 12 个月的平均水平。禽流感暴发冲击美国鸡蛋产业链，今年以来美国鸡蛋价格飙升，平均每月环比上涨 10%，现已逐渐传导至食品通胀。

能源通胀表现分化。3 月 CPI 能源价格环比下跌 2.4%，较上月大幅回落 2.6 个百分点。市场对特朗普政

策“再通胀”预期反转，今年以来国际原油价格波动向下，带动能源商品通胀调整，单月环比大幅下跌 6.1%。能源服务依旧为能源通胀主要支撑，单月环比上涨 1.6%，高于近 12 个月的平均水平。

通胀核心部分中，核心商品价格下跌，单月环比下跌 0.1%，连续 6 个月正增长后再度转负。其中二手车价格下跌显著，单月环比下跌 0.7%。我们认为年初关税预期带动居民商品消费靠前发力，高基数效应下商品需求有所回落。但中长期来看，随着特朗普政府全面加征关税政策实施，预计今年商品将成为通胀的主要支撑。

核心服务价格 3 月上涨 0.1%，涨幅降至近 12 个月的最低水平，多数二级分项涨幅均有显著下降。其中住房价格增长向下突破此前 0.3-0.5%的平台位置，单月环比上涨 0.1%；3 月交运价格显著下滑，单月环比下跌 1.4%，较上月回落 0.6 个百分点，今年以来美国服务业景气度持续回落，商务活动减少一定程度影响交运需求。

图2：美国 CPI 环比热力图（红色表示高于近 12 个月的平均水平，蓝色表示低于近 12 个月的平均水平）

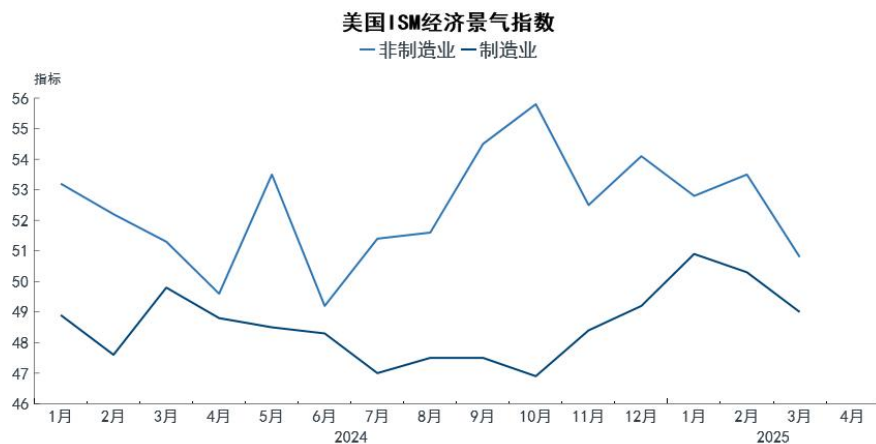
美国CPI各分项环比（单位：%）

项目	2025年3月	2025年2月	2025年1月	2024年12月	2024年11月	2024年10月	2024年9月	2024年8月	2024年7月	2024年6月	2024年5月	2024年4月	2024年3月
CPI	-0.1	0.2	0.5	0.4	0.3	0.2	0.2	0.2	0.1	0.0	0.0	0.3	0.3
食品	0.4	0.2	0.4	0.3	0.3	0.2	0.3	0.2	0.1	0.2	0.1	0.1	0.1
家用食品	0.5	0.0	0.5	0.3	0.4	0.2	0.3	0.1	0.1	0.1	0.0	0.0	-0.1
在外用餐	0.4	0.4	0.2	0.3	0.3	0.2	0.3	0.3	0.2	0.4	0.4	0.3	0.3
能源	-2.4	0.2	1.1	2.4	0.1	-0.2	-1.0	-1.0	-0.4	-1.6	-1.3	0.9	0.5
能源商品	-6.1	-0.9	1.9	3.9	0.2	-1.1	-2.3	-1.3	-0.8	-2.9	-2.4	2.0	0.5
汽油	-6.2	-0.9	1.8	4.0	0.2	-1.0	-2.3	-1.2	-0.9	-3.0	-2.4	2.1	0.6
燃油	-3.0	-0.2	4.1	2.5	0.3	-2.1	-2.5	-2.3	1.1	-1.9	-0.6	1.5	-1.4
能源服务	1.6	1.4	0.3	0.8	-0.1	0.7	0.6	-0.7	0.0	0.1	-0.1	-0.4	0.6
电力	0.9	1.0	0.0	0.2	-0.2	0.8	0.5	-0.4	0.2	-0.3	0.1	0.0	0.6
天然气	3.6	2.5	1.8	2.8	0.5	0.5	0.7	-1.6	-0.5	1.5	-0.6	-2.0	0.4
核心CPI	0.1	0.2	0.4	0.2	0.3	0.3	0.3	0.3	0.2	0.1	0.1	0.3	0.4
核心商品	-0.1	0.2	0.3	0.0	0.2	0.0	0.2	-0.1	-0.2	-0.2	-0.1	-0.1	-0.1
新车	0.1	-0.1	0.0	0.4	0.5	0.0	0.1	0.0	-0.1	-0.2	-0.4	-0.4	-0.2
二手汽车和卡车	-0.7	0.9	2.2	0.8	1.3	1.2	0.5	-0.2	-1.4	-1.6	-0.8	-1.5	-0.5
服装	0.4	0.6	-1.4	0.1	0.1	-0.9	1.0	0.1	-0.3	0.0	-0.2	0.9	0.6
医疗商品	-1.1	0.1	1.2	0.0	-0.1	-0.2	-0.7	-0.2	0.2	0.2	1.3	0.4	0.2
核心服务	0.1	0.3	0.5	0.3	0.3	0.3	0.4	0.4	0.3	0.2	0.2	0.4	0.5
住房	0.2	0.3	0.4	0.3	0.3	0.4	0.3	0.5	0.4	0.2	0.4	0.3	0.5
交运服务	-1.4	-0.8	1.8	0.5	0.1	0.4	1.2	0.8	0.4	-0.5	-0.3	0.8	1.4
医疗服务	0.5	0.3	0.0	0.2	0.3	0.3	0.6	-0.1	-0.1	0.2	0.3	0.4	0.5

数据来源：国信证券，Macrobond，BLS

资料来源：Macrobond，国信证券经济研究所整理

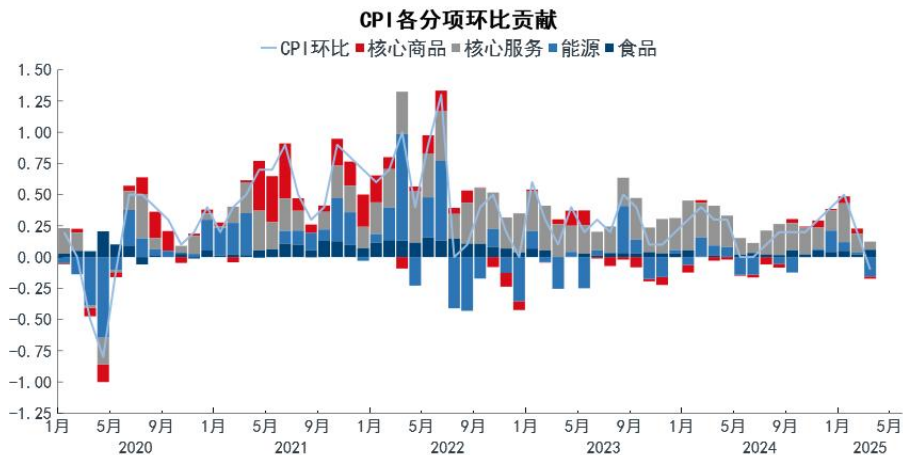
图3: 今年以来美国服务业景气度持续下滑



资料来源: Macrobond, 国信证券经济研究所整理

从贡献程度来看，3月核心服务和食品是CPI环比贡献最大的分项，贡献了0.07%和0.06%的增长；但与上月相比，核心服务贡献度大幅回落0.08个百分点。能源分项为通胀最大的负向贡献，3月贡献了CPI环比-0.15%的增长。

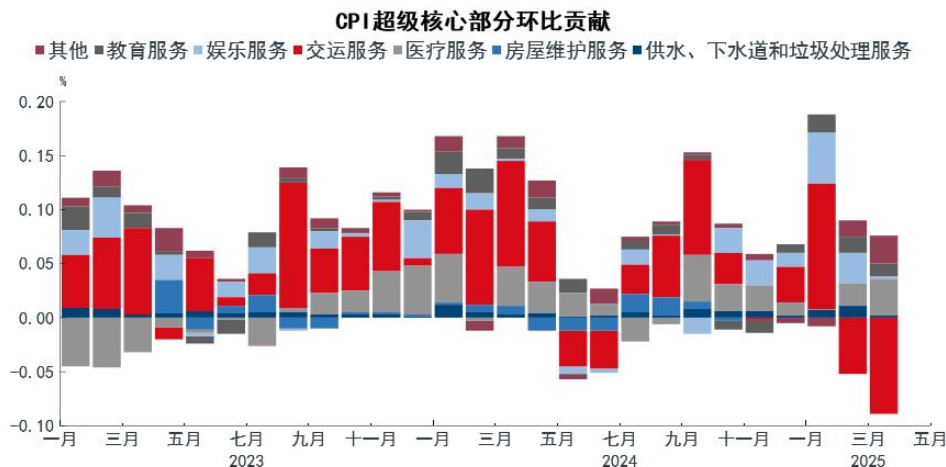
图4: 美国CPI各一级分项环比贡献



资料来源: Macrobond, 国信证券经济研究所整理

从美联储关注的超级核心通胀（扣除住房的核心服务部分）部分来看，3月超级核心部分贡献了CPI环比-0.01%的增长，自2024年6月以来再次负增长。交通运输为超级核心部分权重最大的负向分项，贡献了CPI环比-0.09%的增长。

图5: 美国 CPI 超级核心部分的环比贡献

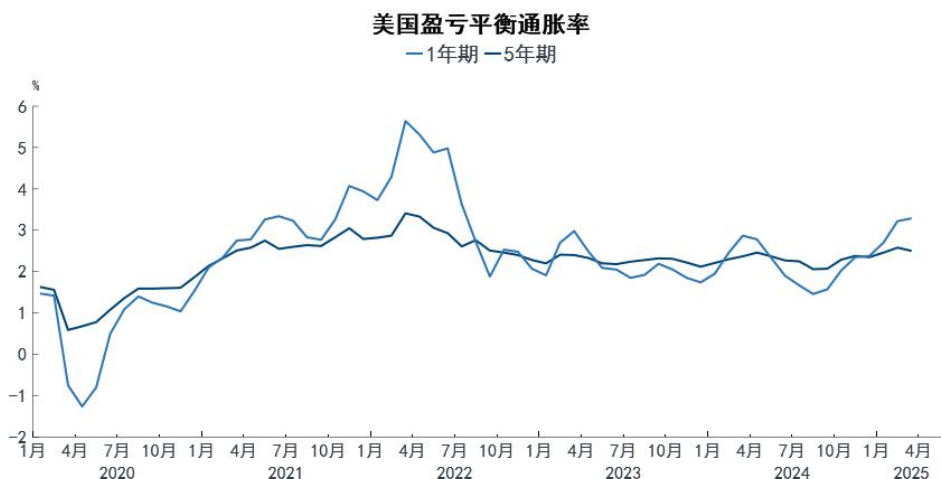


资料来源: Macrobond, 国信证券经济研究所整理

前瞻：关税冲击增加通胀“失控”风险

尽管 3 月美国 CPI 通胀数据出现明显回落，但特朗普全面加征关税增加了通胀走势的不确定性。一是特朗普全面的关税政策增加了制造商的进口成本，将直接影响商品价格；二是其他国家或通过限制供给的手段反制特朗普关税政策，供给短缺将进一步助长美国国内商品通胀；三是特朗普胜选后市场通胀预期持续上升，若再通胀预期实现，恐形成新的通胀螺旋，增加通胀“失控”风险。

图6: 美国通胀预期有所回升



资料来源: Macrobond, 国信证券经济研究所整理

◆ 风险提示

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

美国关税及移民措施调整；国际地缘政治形势紧张超预期；

相关研究报告：

《中国通胀数据快评-3月国内CPI同比止跌企稳，核心CPI重回上升趋势》——2025-04-10

《美国加征关税政策解读 - 美国经济滞胀风险加大，中国经济“以内补外”》——2025-04-03

《3月PMI数据解读-景气延续，关注回升动能》——2025-04-02

《宏观经济数据前瞻-2025年3月宏观经济指标预期一览》——2025-04-01

《2025年1-2月财政数据快评-开年财政收入承压》——2025-03-25

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032