

研究所

分析师: 李起
SAC 登记编号: S1340524110001
Email: liqi2@cnpsec.com
研究助理: 高晓洁
SAC 登记编号: S1340124020001
Email: gaoxiaojie@cnpsec.com

近期研究报告

《出口可能出现的变化及应对》 -
2025. 04. 07

宏观观点

通胀压力全面缓解，联储宽松预期升温

● 核心观点

美国 3 月 CPI 数据全面低于市场预期，显示通胀压力显著缓解。3 月 CPI 环比下降 0.1%，同比增长 2.4%。核心通胀环比增长 0.1%，同比增长 2.8%，为近 4 年来首次低于 3%。

尽管通胀数据表现温和，但美元、美股、美债同步下跌，反映出市场对美国经济增长前景的担忧以及流动性紧张加剧的影响。资金流出的原因包括去美元化、美国经济增长前景放缓、美元和美债的避险价值下降以及美国例外论叙事的消退。同日，众议院通过预算案，法案仅要求至少削减 40 亿美元的开支，远低于此前的预期，反映了本届美国政府可能更热衷于减税而非削减赤字，进一步加强了市场对美国财政可持续性的担忧。

从分项来看，通胀回落的主要动能来自能源和运输服务等分项，食品和服装通胀略有抬头。近几个月美国的通胀从服务向商品转移，但我们认为，短期内租金、商品对整体 CPI 的正向贡献有限。尽管部分观点认为关税政策可能推高商品通胀，但回顾 2018-2019 年的历史我们发现，关税政策可能不会引发整体通胀的大幅上行，因为关税政策本质上是一种财政紧缩。鲍威尔在 FOMC 会议上也曾强调，关税带来的价格调整是一次性的。此外，劳动力市场近期也出现了松动的迹象，服务价格保持平稳更有利于通胀的回落。因此，我们认为，通胀问题可能不再是制约美联储进一步宽松的掣肘。

尽管美联储 3 月会议纪要显示官员对降息持谨慎态度，但市场预期已转向进一步宽松，交易员押注年内将累计降息 4 次，超过 3 月美联储点阵图暗示的 2 次。我们认为，在当前流动性紧张加剧和经济增长预期放缓的背景下，美联储有望加快货币宽松的节奏以应对潜在风险，预计下一次降息将于二季度到来。

● 风险提示：

贸易政策不确定性。

目录

1 美国 3 月 CPI 显著低于预期，能源价格降温推动通胀回落.....	4
2 股债汇“三杀”，流动性紧张推动宽松预期升温.....	6
3 风险提示.....	7

图表目录

图表 1: 美国 3 月 CPI 各分项情况	4
图表 2: 今年以来原油价格持续回落 (美元/桶)	5
图表 3: 美国机票价格大幅回落 (%)	5
图表 4: 美国住房租金通胀持续回落 (%)	5
图表 5: 美国商品通胀尚未体现关税影响	5
图表 6: 2020-2025 年美国 SOFR-ON RRP 利差 (%)	6
图表 7: 市场预期年内将有 4 次降息	7

1 美国 3 月 CPI 显著低于预期，能源价格降温推动通胀回落

美国最新通胀数据全面低于预期，显示出价格压力的显著缓解。3 月 CPI 同比增长 2.4%，低于预期的 2.6%和前值的 2.8%；环比下降 0.1%，低于预期的增长 0.1%和前值的 0.2%。核心通胀同比增长 2.8%，为近 4 年来首次低于 3%；环比增长 0.1%，低于预期的 0.3%和前值的 0.2%。

然而，通胀数据公布后，美元、美股、美债均下跌，显示资金正流出美国市场，背后的原因包括去美元化、美国经济增长前景放缓、美元和美债的避险价值下降以及美国例外论叙事的消退。同日，预算案在众议院获得通过，法案仅要求至少削减 40 亿美元的开支，远低于此前的预期，反映了本届美国政府更热衷于减税而非削减赤字，这也进一步加强了市场对美国财政可持续性的担忧，温和的通胀数据难以阻止美债收益率进一步上升。

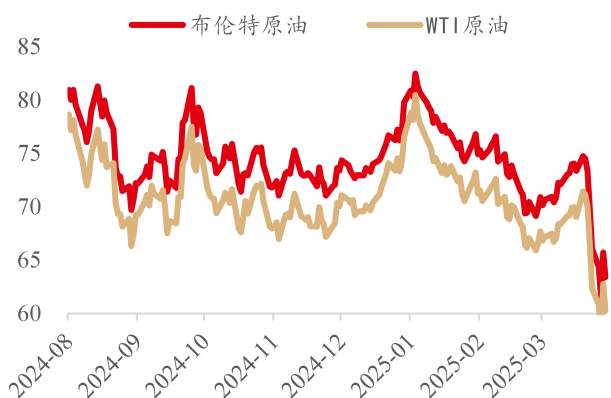
图表1：美国 3 月 CPI 各分项情况

单位：%	权重	环比							同比
		2024-09	2024-10	2024-11	2024-12	2025-01	2025-02	2025-03	2025-03
CPI	100	0.2	0.2	0.3	0.4	0.5	0.2	-0.1	2.4
食品	13.7	0.4	0.2	0.4	0.3	0.4	0.2	0.4	3.0
家庭食品	8.0	0.4	0.1	0.5	0.3	0.5	0.0	0.5	2.4
非家用食品	5.6	0.3	0.2	0.3	0.3	0.2	0.4	0.4	3.8
能源	6.3	-1.9	0.0	0.2	2.6	1.1	0.2	-2.4	-3.3
能源类商品	3.2	-4.0	-1.0	0.5	4.3	1.9	-0.9	-6.1	-9.5
汽油	3.0	-4.1	-0.9	0.6	4.4	1.8	-1.0	-6.3	-9.8
燃油	0.1	-3.8	-2.3	-1.4	2.1	6.2	0.8	-4.2	-7.6
能源服务	3.1	0.6	0.7	-0.1	0.8	0.3	1.4	1.6	4.2
电力	2.4	0.7	1.2	-0.4	0.3	0.0	1.0	0.9	2.8
燃气服务	0.8	0.7	0.5	0.5	2.8	1.8	2.5	3.6	9.4
核心CPI	80.0	0.3	0.3	0.3	0.2	0.4	0.2	0.1	2.8
核心商品	19.4	0.2	0.0	0.2	0.0	0.3	0.2	-0.1	-0.1
新交通工具	4.4	0.2	0.0	0.6	0.5	0.0	-0.1	0.1	0.0
二手汽车和卡车	2.4	0.5	1.2	1.3	0.8	2.2	0.9	-0.7	0.6
服装	2.6	1.0	-0.9	0.1	0.1	-1.4	0.6	0.4	0.3
医疗护理商品	1.5	-0.7	-0.2	-0.1	0.0	1.2	0.1	-1.1	1.0
核心服务	60.6	0.4	0.3	0.3	0.3	0.5	0.3	0.1	3.7
住所	35.4	0.3	0.4	0.3	0.3	0.4	0.3	0.2	4.0
运输服务	6.4	1.2	0.4	0.1	0.5	1.8	-0.8	-1.4	3.1
医疗护理服务	6.7	0.4	0.2	0.2	0.1	0.2	0.3	0.2	2.6

资料来源：iFinD，中邮证券研究所

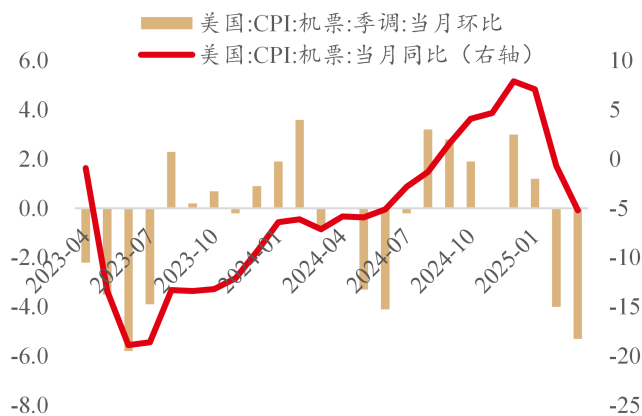
从结构上看，通胀回落的主要动能来自能源和运输服务等分项，食品和服装通胀略有抬头。近几个月美国的通胀从服务向商品转移，但我们认为，短期内租金、商品对整体CPI的正向贡献有限。尽管部分观点认为关税政策可能推高商品通胀，但回顾2018-2019年的历史我们发现，关税政策可能不会引发整体通胀的大幅上行，因为关税政策本质上是一种财政紧缩。鲍威尔在FOMC会议上也曾强调，关税带来的价格调整是一次性的。此外，劳动力市场近期也出现了松动的迹象，服务价格保持平稳更有利于通胀的回落。因此，我们认为，通胀问题可能不再是制约美联储进一步宽松的掣肘。

图表2：今年以来原油价格持续回落（美元/桶）



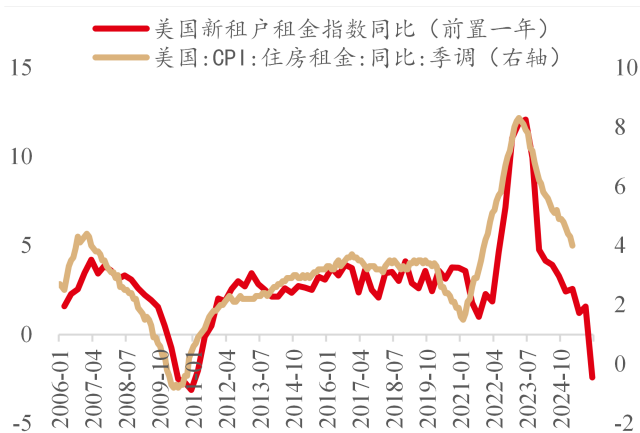
资料来源：iFinD，中邮证券研究所

图表3：美国机票价格大幅回落（%）



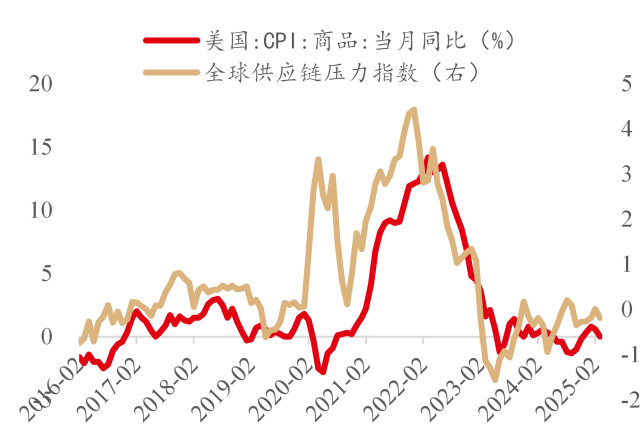
资料来源：iFinD，中邮证券研究所

图表4：美国住房租金通胀持续回落（%）



资料来源：iFinD，BLS，中邮证券研究所

图表5：美国商品通胀尚未体现关税影响



资料来源：iFinD，中邮证券研究所

2 股债汇“三杀”，流动性紧张推动宽松预期升温

美国金融市场近期呈现股票、债券、美元汇率同步下跌的局面，这种同步下跌表明投资者正全面撤离美元资产，反映出市场对经济前景与流动性紧张的深度担忧。

SOFR（隔夜担保融资利率）和 ON RRP（隔夜逆回购利率）之间的利差可以衡量银行间流动性状况。目前，该利差明显上升，但还未达到 2020 年 3 月的程度，表明流动性压力尚未触及危机水平。

尽管美联储 3 月会议纪要显示官员对降息持谨慎态度，但市场预期已转向进一步宽松，国债利率期货市场显示，5 月降息概率从 1 天前的 20.4% 上升至 31.7%，交易员押注年内将累计降息 4 次，超过 3 月美联储点阵图暗示的 2 次。我们认为，在当前流动性紧张加剧和经济增长预期放缓的背景下，美联储有望加快货币宽松的节奏，预计下一次降息将于二季度到来。

图表6：2020-2025 年美国 SOFR-ON RRP 利差（%）



资料来源：Wind，中邮证券研究所

图表7：市场预期年内将有 4 次降息

	CME FEDWATCH TOOL - CONDITIONAL MEETING PROBABILITIES									
MEETING DATE	200-225	225-250	250-275	275-300	300-325	325-350	350-375	375-400	400-425	425-450
2025/5/7					0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	31.2%	68.8%
2025/6/18	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	25.2%	61.5%	13.3%
2025/7/30	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	20.3%	54.5%	22.6%	2.6%
2025/9/17	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	14.1%	44.0%	32.4%	8.7%	0.8%
2025/10/29	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	5.9%	26.5%	39.2%	22.5%	5.4%	0.5%
2025/12/10	0.0%	0.0%	0.0%	3.1%	16.9%	33.3%	30.3%	13.4%	2.8%	0.2%
2026/1/28	0.0%	0.0%	0.6%	5.6%	19.8%	32.7%	27.3%	11.5%	2.3%	0.2%
2026/3/18	0.0%	0.2%	2.0%	9.8%	23.6%	31.1%	22.6%	8.8%	1.7%	0.1%
2026/4/29	0.0%	0.4%	2.9%	11.4%	24.5%	30.2%	21.1%	8.0%	1.5%	0.1%
2026/6/17	0.1%	0.8%	4.4%	13.7%	25.5%	28.6%	18.8%	6.9%	1.3%	0.1%
2026/7/29	0.1%	1.1%	5.0%	14.4%	25.7%	27.9%	18.0%	6.5%	1.2%	0.1%
2026/9/16	0.1%	1.0%	4.6%	13.6%	24.6%	27.7%	18.9%	7.6%	1.7%	0.2%
2026/10/28	0.1%	0.9%	4.3%	12.8%	23.7%	27.5%	19.7%	8.6%	2.2%	0.3%
2026/12/9	0.3%	1.8%	6.6%	15.7%	24.7%	25.4%	16.7%	6.9%	1.7%	0.2%

资料来源：FedWatch，中邮证券研究所

3 风险提示

贸易政策不确定性。

中邮证券投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的 6 个月内的相对市场表现，即报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	预期个股相对同期基准指数涨幅在 20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在 10%与 20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 5%与 10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与 5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

中邮证券可发出其它与本报告所载信息不一致或有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

中邮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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供中邮证券客户中的专业投资者使用，若您非中邮证券客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为专业投资者。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本声明具有最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司，2002 年 9 月经中国证券监督管理委员会批准设立，注册资本 50.6 亿元人民币。中邮证券是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

公司经营范围包括：证券经纪；证券自营；证券投资咨询；证券资产管理；融资融券；证券投资基金销售；证券承销与保荐；代理销售金融产品；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问。此外，公司还具有：证券经纪人业务资格；企业债券主承销资格；沪港通；深港通；利率互换；投资管理人受托管理保险资金；全国银行间同业拆借；作为主办券商在全国中小企业股份转让系统从事经纪、做市、推荐业务资格等业务资格。

公司目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西、上海、云南、内蒙古、重庆、天津、河北等地设有分支机构，全国多家分支机构正在建设中。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长，努力成为客户认同、社会尊重、股东满意、员工自豪的优秀企业。

中邮证券研究所

北京

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：北京市东城区前门街道珠市口东大街 17 号

邮编：100050

上海

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：上海市虹口区东大名路 1080 号邮储银行大厦 3 楼

邮编：200000

深圳

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：深圳市福田区滨河大道 9023 号国通大厦二楼

邮编：518048