

美国通胀超预期回落，关税压力暂未显现

——海外观察：美国2025年3月CPI数据点评

证券分析师

刘思佳 S0630516080002

liusj@longone.com.cn

证券分析师

胡少华 S0630516090002

hush@longone.com.cn

投资要点

- **事件：**当地时间4月10日，美国劳工部发布数据显示，美国3月CPI同比2.4%，预期2.5%，前值2.8%；环比-0.1%，创2020年5月以来最低水平，前值0.2%。核心CPI同比2.8%，预期3.0%，前值3.1%；环比0.1%，预期0.3%，前值0.2%。
- **核心观点：**美国3月CPI与核心CPI均超预期回落，关税可能带来的核心商品通胀压力暂未显现。但能源商品以及核心服务价格的下跌，我们认为“对等关税”的负面影响或已经被计入预期，导致美国经济需求走弱。总体来看，连续两月美国通胀数据的快速回落虽然会给美联储提供降息依据，但由于关税冲击暂未体现在核心商品价格上涨上，我们预计美联储仍会保持谨慎观望的态度。
- **能源商品依然是通胀回落的主要贡献项。**能源商品价格同比增速从上月的-3.2%下降至-9.5%，录得2023年以来的最低水平；环比增速从上月的-0.9%下降至-6.1%。如果后续关税对峙没有改善，同时受OPEC+增产影响，下降的需求侧和上升的供给侧会同时给原油价格带来下行压力。能源服务项下的燃气价格反而成为通胀抬升的主要因素，燃气价格同比上升9.4%，前值6.0%；环比上升3.6%，前值2.5%。但由于电力或燃气价格具有滞后性，同时受到天气转暖的影响，预计能源服务价格或在四月出现温和回落。
- **核心服务价格跌幅较大，主要受机票和酒店价格下跌影响。**美国3月核心服务同比3.7%，前值4.1%；环比0.1%，前值0.3%。分项来看，机票和酒店价格下跌幅度较大，机票环比从上月的-4%继续下跌至-5.3%；酒店住宿环比从上月的0.2%下跌至-4.3%。3月原本处在在美国春假期间，机票、酒店等核心服务价格通常会出现一定程度的季节性上涨。美国3月核心服务价格走弱的主要原因或是：1.美股自3月初开始不断下跌，由于财富效应的影响，减少了居民春假期期间的旅游出行计划以及企业的商务出行计划；2.美国政策的不确定性导致外籍游客减少了赴美的出行计划；3.下行的能源价格从成本端压低了机票的价格。总体来看，核心服务价格的下跌显示出美国经济需求端的下行压力，企业/居民为政策的不确定性相应地减少经济支出和经济活动。
- **租房市场相对较温和。**美国3月房租价格同比4.0%，前值4.1%；环比0.3%，与上月持平。业主等效租金同比4.4%，前值4.4%；环比0.4%，前值0.3%。但美国三月的NAHB房屋市场指数已经从年初的47下跌至39，预计美国房市的降温后续会逐渐传导至租房市场，带来下行压力。
- **关税政策并未反映在3月核心商品价格上涨上，但仍需关注关税落地后续带来的影响。**美国3月核心商品同比0.0%，前值0.0%；环比-0.1%，前值0.2%。医疗用品为主要拖累项，同比1.0%，前值2.3%；环比-1.1%，前值0.1%。这可能是由于美国原料药大量依赖进口，美国药企在特朗普宣布“对等关税”之前进行了“抢进口”。汽车类商品价格变化较温和，或得益于汽车及其零件关税落地时间的不断延后，以及企业“抢进口”的缓冲效应。同时，由于“对等关税”3月并未落地，我们预计美联储可能会弱化美国3月核心商品走弱的影响，继续保持谨慎的态度。
- **总体来看，美国3月通胀数据呈现出割裂分化。**一方面，由于美国居民/企业可能已经把特朗普“飘忽不定”的关税政策纳入预期，需求端已经出现下行压力，核心服务以及能源价格出现较大回落。另一方面，3月关税政策并未落地，核心商品价格虽然保持温和态势，

但潜在上行压力依然相对较大。预计美联储并不会因为3月通胀数据超预期回落而提前开启降息通道。反之，4月通胀数据以及就业数据或将尤为关键。

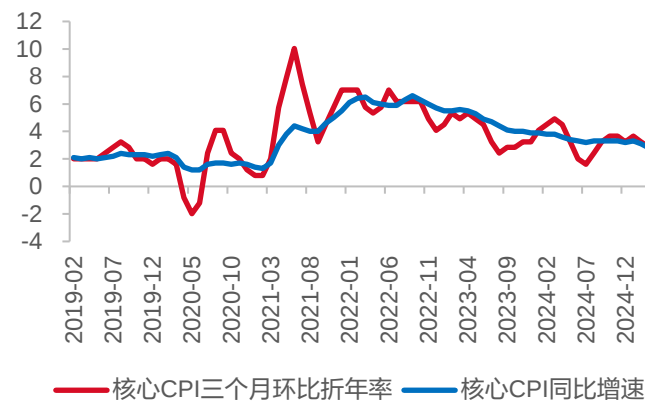
- **资产波动依然以“衰退交易”为主，市场押注美联储降息提前。**CPI数据出炉后，美元、美股下跌，美债收益率下跌，黄金价格上涨。同时，CME FedWatch上显示市场押注美联储5月降息概率从16.4%上升至33.9%，押注6月降息概率从62.0%下降至59.3%。
- **风险提示：美国通胀上行超预期，美国经济下行超预期。**

图1 美国 CPI 和核心 CPI 拆分

	同比, %					环比, %				
	2025年3月	2025年2月	2025年1月	2024年12月	趋势	2025年3月	2025年2月	2025年1月	2024年12月	趋势
CPI	2.4	2.8	3.0	2.9		-0.1	0.2	0.5	0.4	
食品和饮料	2.9	2.5	2.4	2.4		0.4	0.2	0.4	0.3	
能源	-3.2	-0.3	0.8	-0.3		-2.4	0.2	1.1	2.4	
能源商品	-9.5	-3.2	-0.5	-3.6		-6.1	-0.9	1.9	3.9	
能源服务	4.2	3.2	2.5	3.3		1.6	1.4	0.3	0.8	
电力	2.8	2.5	1.9	2.8		0.9	1.0	0.0	0.2	
燃气	9.4	6.0	4.9	5.0		3.6	2.5	1.8	2.8	
核心CPI	2.8	3.1	3.3	3.2		0.1	0.2	0.4	0.2	
核心商品	0.0	0.0	-0.1	-0.7		-0.1	0.2	0.3	0.0	
服饰	0.7	0.8	0.4	1.5		0.5	0.8	-1.6	0.2	
新车	0.0	-0.3	-0.3	-0.4		0.1	-0.1	0.0	0.4	
二手车和卡车	0.6	0.8	1.0	-4.8		-0.7	0.9	2.2	0.8	
医疗用品	1.0	2.3	2.3	0.5		-1.1	0.1	1.2	0.0	
核心服务	3.7	4.1	4.3	4.5		0.1	0.3	0.5	0.3	
房屋	4.0	4.2	4.4	4.6		0.2	0.3	0.4	0.3	
房租	4.0	4.1	4.2	4.3		0.3	0.3	0.3	0.3	
业主等效租金	4.4	4.4	4.6	4.8		0.4	0.3	0.3	0.3	
医疗服务	3.0	3.0	2.7	3.3		0.5	0.3	0.0	0.2	
娱乐	4.3	4.3	3.8	2.7		0.1	0.8	1.4	0.3	
教育和通讯	1.6	1.6	1.7	1.8		0.2	0.3	0.3	0.2	
运输	3.1	6.1	8.3	7.5		-1.4	-0.8	1.8	0.5	

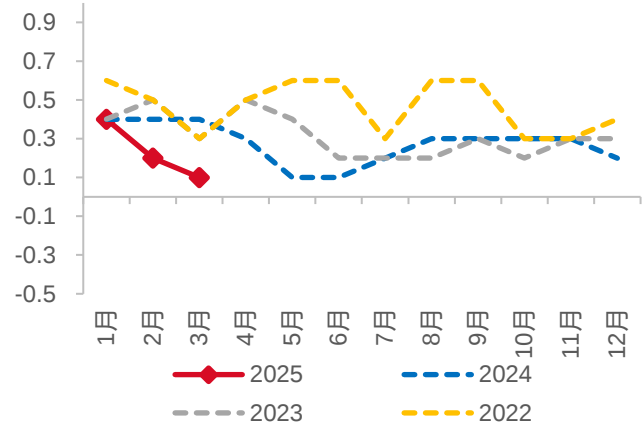
资料来源: BLS, 东海证券研究所

图2 美国 3 月核心 CPI 环比折年率和同比增速, %



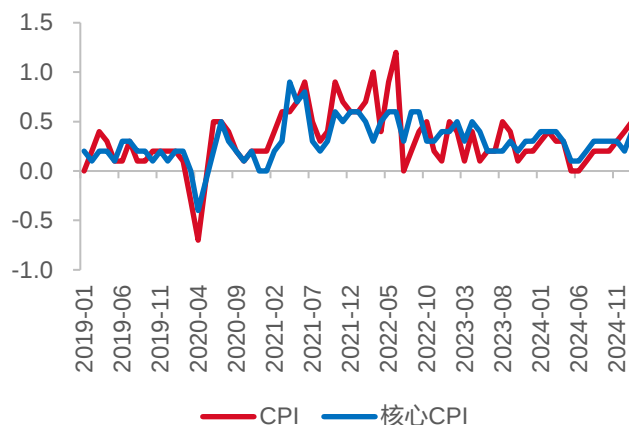
资料来源: BLS, 东海证券研究所

图3 美国核心 CPI 历年环比增速比较, %



资料来源: BLS, 东海证券研究所

图4 美国3月总体CPI和核心CPI均超预期回落，%



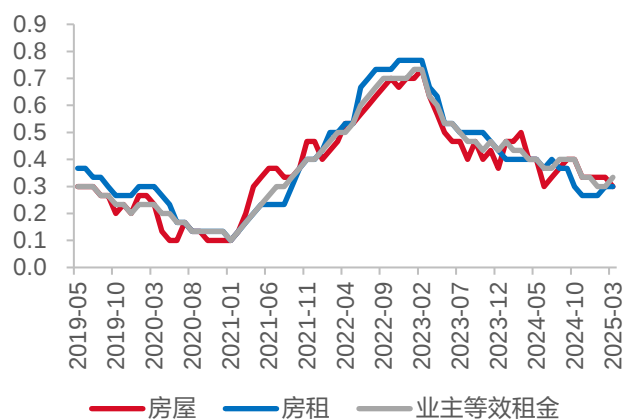
资料来源：BLS，东海证券研究所

图5 美国3月能源商品环比增速回落较多，%



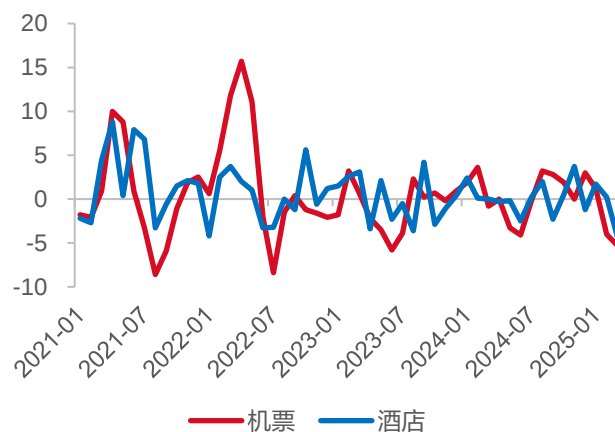
资料来源：BLS，东海证券研究所

图6 美国租房市场保持相对温和，%



资料来源：BLS，东海证券研究所

图7 机票和酒店价格3月环比增速回落较多，%



资料来源：BLS，东海证券研究所

一、评级说明

	评级	说明
市场指数评级	看多	未来 6 个月内沪深 300 指数上升幅度达到或超过 20%
	看平	未来 6 个月内沪深 300 指数波动幅度在-20%—20%之间
	看空	未来 6 个月内沪深 300 指数下跌幅度达到或超过 20%
行业指数评级	超配	未来 6 个月内行业指数相对强于沪深 300 指数达到或超过 10%
	标配	未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 指数在-10%—10%之间
	低配	未来 6 个月内行业指数相对弱于沪深 300 指数达到或超过 10%
公司股票评级	买入	未来 6 个月内股价相对强于沪深 300 指数达到或超过 15%
	增持	未来 6 个月内股价相对强于沪深 300 指数在 5%—15%之间
	中性	未来 6 个月内股价相对沪深 300 指数在-5%—5%之间
	减持	未来 6 个月内股价相对弱于沪深 300 指数 5%—15%之间
	卖出	未来 6 个月内股价相对弱于沪深 300 指数达到或超过 15%

二、分析师声明：

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，具备专业胜任能力，保证以专业严谨的研究方法和分析逻辑，采用合法合规的数据信息，审慎提出研究结论，独立、客观地出具本报告。

本报告中准确反映了署名分析师的个人研究观点和结论，不受任何第三方的授意或影响，其薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

署名分析师本人及直系亲属与本报告所涉及的内容不存在任何利益关系。

三、免责声明：

本报告基于本公司研究所及研究人员认为合法合规的公开资料或实地调研的资料，但对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告仅反映研究人员个人出具本报告当时的分析和判断，并不代表东海证券股份有限公司，或任何其附属或联营公司的立场，本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间等因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致，敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。在法律允许的情况下，本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告仅供“东海证券股份有限公司”客户、员工及经本公司许可的机构与个人阅读和参考。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何机构和个人的投资建议，任何形式的保证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，本公司亦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。本公司客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。

本报告版权归“东海证券股份有限公司”所有，未经本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

四、资质声明：

东海证券股份有限公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构，已经具备证券投资咨询业务资格。我们欢迎社会监督并提醒广大投资者，参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构，注意防范非法证券活动。

上海 东海证券研究所

地址：上海市浦东新区东方路1928号 东海证券大厦
 网址：Http://www.longone.com.cn
 座机：（8621）20333275
 手机：18221959689
 传真：（8621）50585608
 邮编：200125

北京 东海证券研究所

地址：北京市西三环北路87号国际财经中心D座15F
 网址：Http://www.longone.com.cn
 座机：（8610）59707105
 手机：18221959689
 传真：（8610）59707100
 邮编：100089