

2025 年 04 月 11 日

通胀超预期下行或难影响美联储降息决策

——美国 3 月 CPI 点评

宏观研究团队

何宁（分析师）

hening@kysec.cn

证书编号：S0790522110002

潘伟桢（分析师）

panweizhen@kysec.cn

证书编号：S0790524040006

事件：美国公布 2025 年 3 月最新通胀数据。其中 CPI 同比上升 2.4%，环比下降 0.1%；核心 CPI 同比上升 2.8%，环比上升 0.1%，回落幅度均超市场预期。

● 通胀水平超预期回落，且环比增速转负

1. 总体通胀与核心通胀均超预期回落。美国 3 月 CPI 同比上升 2.4%，环比下降 0.1%；核心 CPI 同比上涨 2.8%，环比上升 0.2%，总的看，美国通胀连续 2 个月回落，核心通胀亦同步回落，且下行幅度超预期，市场对美国通胀的担忧或进一步缓解。往后看，随着特朗普关税政策的逐渐生效，美国居民部门的物价成本或将逐渐抬升，通胀继续向下的不确定性正在提升。

2. 能源通胀继续为负，核心服务对去通胀贡献度进一步提升。具体而言，3 月能源项同比下降 3.3%，降幅较 2 月份扩大 3.1 个百分点；3 月份食品项同比上升 3.0%，较 2 月份上升 0.4 个百分点。核心 CPI 方面，3 月核心 CPI 同比上升 2.8%，较 2 月下降较多。核心商品同比增速较 2 月基本不变；核心服务同比上升 3.68%，较 2 月份下降约 0.44 个百分点。

3. 通胀后续或将面临高度不确定性。总的看，3 月 CPI 数据显示美国通胀超预期回落，特别是核心服务通胀亦超预期下行较多，显示美国经济活动确有一定程度的放缓。从美联储关注的超级核心服务通胀来看，3 月份同比、环比增速分别较 2 月份下降 0.92、0.46 个百分点。往后看，随着基数效应的基本消失，总体通胀水平连续下行的阶段或将告一段落，核心通胀亦是如此。此外，4 月份特朗普政府推行的对等关税政策已经开始生效，考虑到其总体征收的税率较 4 月前有较大幅度的提升，后续通胀水平将面临高度不确定性。

● 通胀下行或对美联储降息决策影响较小

如何理解 3 月通胀数据对美联储后续降息节奏及各类资产的影响？

第一，3 月 CPI 数据虽然超预期下行，但由于关税政策已生效，美联储或继续谨慎行动。虽然 3 月 CPI 数据回落较为明显，但一方面 3 月特朗普政府关税政策未全面生效，因此物价水平中尚未包含关税落地所带来的商品价格上涨；另一方面，对美联储而言，由于当前通胀水平尚未达到其目标水平，且居民通胀预期上涨较多，因此暂时保持观望态度，等到经济出现实质性下滑，再启动降息是较好的选择。参考 2024 年 9 月的降息经验，后续美联储降息的幅度有可能会超过 25bp。

第二，对当前的美股市场而言，我们认为可能还有下跌空间。虽然特朗普政府对关税政策进行了 90 天的推迟，但基础关税税率仍有 10%，叠加对中国征收的高额关税、汽车等行业关税，整体税率相较于美国 2024 年平均 2.3% 的关税税率仍有较大提高。因此后续对美国经济基本面或形成持续冲击，在美联储无法进行提前降息的背景下，美国经济有较大可能将继续走软，因此美股或仍有下跌空间。

基准情形下，我们认为美联储 2025 年或有 2-3 次降息，节奏上先慢后快，下次降息可能会在 6 月份或之后，需关注特朗普关税谈判的进程与实际执行力度。

● 风险提示：国际局势紧张引发通胀超预期，美国经济超预期衰退。

相关研究报告

《新建房与二手房市场出现明显分化——宏观周报》-2025.4.6

《非农就业已非当前美国市场主要矛盾——美国 3 月非农就业数据点评》-2025.4.5

《特朗普对等关税及影响的几点理解——宏观经济点评》-2025.4.3

目 录

1、通胀水平超预期回落，且环比增速转负.....	3
1.1、总体通胀与核心通胀均超预期回落.....	3
1.2、能源通胀继续为负，核心服务对去通胀贡献度进一步提升.....	4
1.3、通胀后续或将面临高度不确定性.....	5
2、通胀下行或对美联储降息决策没有影响.....	7
3、风险提示.....	8

图表目录

图 1：美国 3 月 CPI 同比增速回落较多.....	4
图 2：3 月核心通胀环比增速较 2 月下降较多.....	4
图 3：3 月能源通胀同比继续为负.....	4
图 4：食品通胀继续走强.....	4
图 5：3 月核心商品 CPI 同比增速仍然为负.....	5
图 6：3 月核心服务 CPI 同比增速下降较多.....	5
图 7：3 月核心商品与核心服务通胀环比增速均有所下行.....	5
图 8：美国汽油零售价格近期有所反弹.....	6
图 9：粮食期货价格近期略有回升.....	6
图 10：美国二手车价格边际下降.....	6
图 11：美国房租通胀保持平稳.....	6
图 12：3 月美国非房核心服务通胀同比、环比增速均下行.....	7
图 13：美国居民通胀预期上涨.....	7
表 1：美国 3 月 CPI 部分重要分项同比、环比及贡献分解（%）.....	3

事件：美国公布 2025 年 3 月最新通胀数据。其中 CPI 同比上升 2.4%，环比下降 0.1%；核心 CPI 同比上升 2.8%，环比上升 0.1%，回落幅度均超预期。

1、通胀水平超预期回落，且环比增速转负

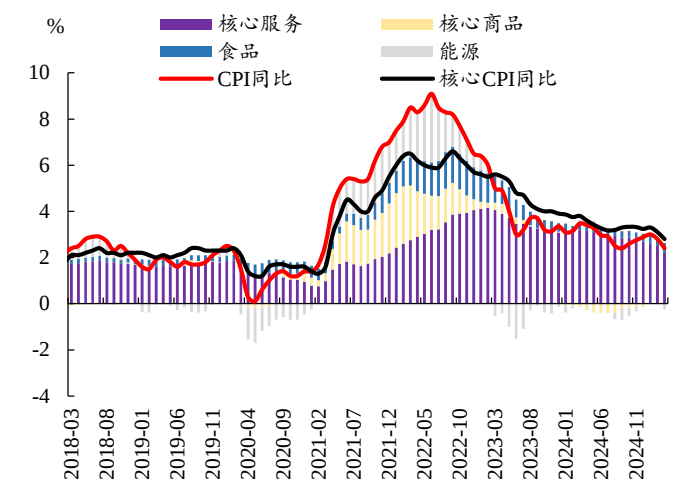
1.1、总体通胀与核心通胀均超预期回落

美国 3 月 CPI 同比上升 2.4%，增速较 2 月下降 0.4 个百分点；环比下降 0.1%，环比增速较 2 月下降 0.3 个百分点。核心 CPI 同比上涨 2.8%，环比上升 0.2%，同比与环比增速均分别较 2 月下降 0.3 个百分点、0.1 个百分点。总的看，美国通胀连续 2 个月回落，核心通胀亦同步回落，且下行幅度超预期，市场对美国通胀的担忧或进一步缓解。往后看，随着特朗普关税政策的逐渐生效，美国居民部门的物价成本或将逐渐抬升，通胀继续向下的不确定性正在提升。

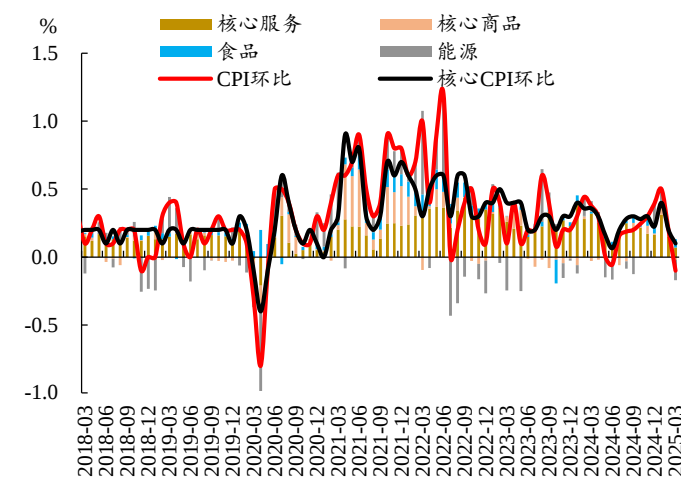
表1：美国 3 月 CPI 部分重要分项同比、环比及贡献分解（%）

权重	分项	同比贡献分解		同比增速		环比贡献分解		环比增速	
		2025-03	2025-03	2025-02	2025-01	2025-03	2025-03	2025-02	2025-01
100	全部	2.4	2.4	2.8	3	-0.1	-0.1	0.2	0.5
13.651	食品	0.40	3	2.6	2.5	0.06	0.4	0.2	0.4
8.03	居家食品	0.20	2.4	1.9	1.9	0.04	0.5	0	0.5
5.621	外带食品	0.20	3.8	3.7	3.4	0.02	0.4	0.4	0.2
6.329	能源	-0.23	-3.3	-0.2	1	-0.15	-2.4	0.2	1.1
3.19	能源商品	-0.36	-9.5	-3.2	-0.5	-0.19	-6.1	-0.9	1.9
3.139	能源服务	0.13	4.2	3.3	2.5	0.05	1.6	1.4	0.3
19.394	核心商品	-0.01	-0.1	-0.1	-0.1	-0.02	-0.1	0.2	0.3
3.379	家居	-0.01	-0.3	-0.4	-0.9	0.00	0	0.2	-0.2
2.557	服装	0.01	0.3	0.6	0.4	0.01	0.4	0.6	-1.4
4.357	新车	0.00	0	-0.3	-0.3	0.00	0.1	-0.1	0
2.378	二手车	0.02	0.6	0.8	1	-0.02	-0.7	0.9	2.2
1.53	医疗保健	0.02	1	2.3	2.3	-0.02	-1.1	0.1	1.2
0.385	含酒精饮料	0.02	1.9	1.7	1.4	0.00	0.2	0.5	0.3
1.292	其它商品	0.04	2.8	2.7	2.6	0.00	0.3	0.8	0.2
60.626	核心服务	2.23	3.7	4.1	4.3	0.07	0.1	0.3	0.5
7.459	主要居所租金	0.30	4	4.1	4.2	0.03	0.3	0.3	0.3
26.149	业主等价租金	1.16	4.4	4.4	4.6	0.11	0.4	0.3	0.3
6.713	医疗服务	0.20	3	3	2.7	0.03	0.5	0.3	0
6.327	交通运输服务	0.20	4.3	4.3	3.8	-0.09	0.1	0.8	1.4
3.498	休闲服务	0.14	3.1	6	8	0.00	-1.4	-0.8	1.8
4.955	教育与通讯服务	0.08	1.6	1.6	1.7	0.01	0.2	0.3	0.3

数据来源：Bloomberg、开源证券研究所

图1：美国3月CPI同比增速回落较多


数据来源：Bloomberg、开源证券研究所

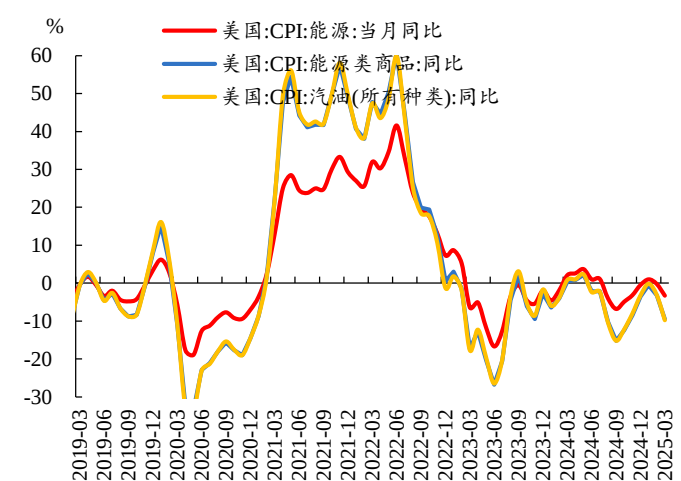
图2：3月核心通胀环比增速较2月下降较多


数据来源：Bloomberg、开源证券研究所

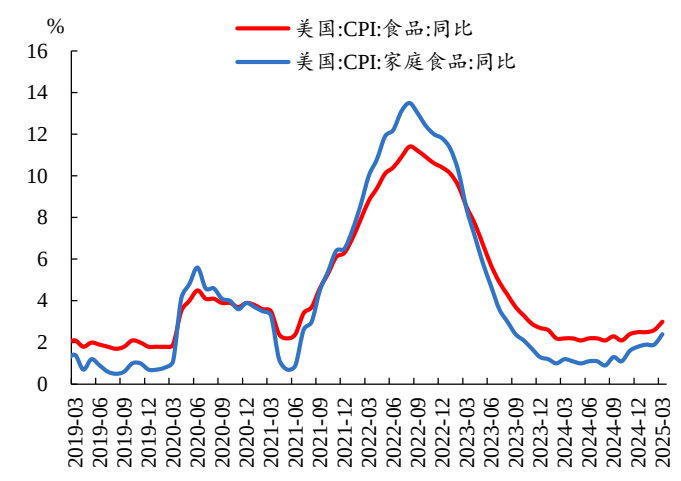
1.2、能源通胀继续为负，核心服务对去通胀贡献度进一步提升

（1）能源方面，3月能源项同比下降3.3%，降幅较2月份扩大3.1个百分点；环比增速较2月下降2.6个百分点至-2.4%。其中汽油项同比下降9.8%，降幅较2月份扩大6.7个百分点；燃油项同比下降7.6%，降幅较2月份扩大2.5个百分点。3月能源通胀继续为负，且降幅扩大，我们认为主要是基数效应。事实上，3月底美国汽油价格从2月底的3.0美元/加仑微升至3.04美元/加仑，基本保持平稳。

（2）食品方面，3月份食品项同比上升3.0%、环比上升0.4%，分别较2月份上升0.4个百分点、0.2个百分点。其中家庭食品（Food at home）同比上升2.4%，增速较2月份上升0.5个百分点。但外带食品环比增速保持不变，可能与民众预期关税政策将生效，提前采购食品有关。

图3：3月能源通胀同比继续为负


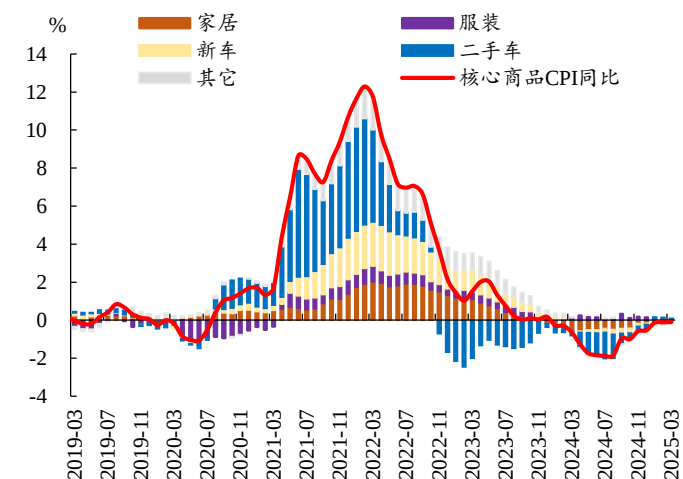
数据来源：Wind、开源证券研究所

图4：食品通胀继续走强


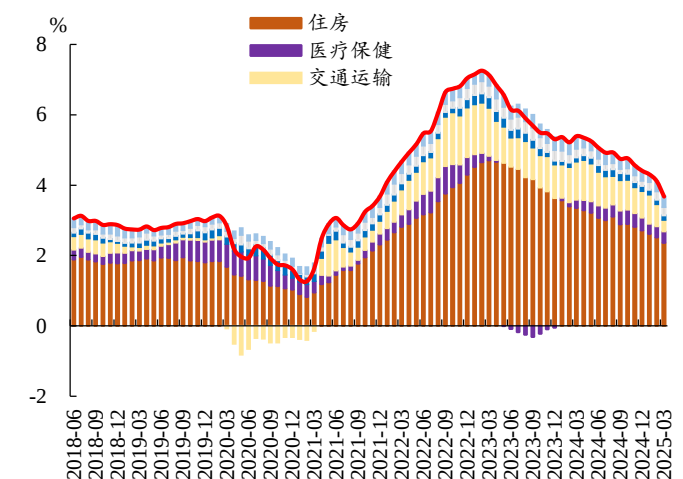
数据来源：Wind、开源证券研究所

（3）核心CPI方面，3月核心CPI同比上升2.8%，环比上升0.1%。同比增速下降较多。分项来看，核心商品同比增速较3月同比下降0.101%，与2月基本一致；环比增速较2月份下降0.3个百分点至-0.1%；其中二手车项环比下降0.7%，较2月份回落1.6个百分点，与曼海姆二手车价格指数领先2个月走势基本一致，对核心商品通胀贡献度有一定下降；新车方面，环比上升0.1%，增速较2月回升0.2个

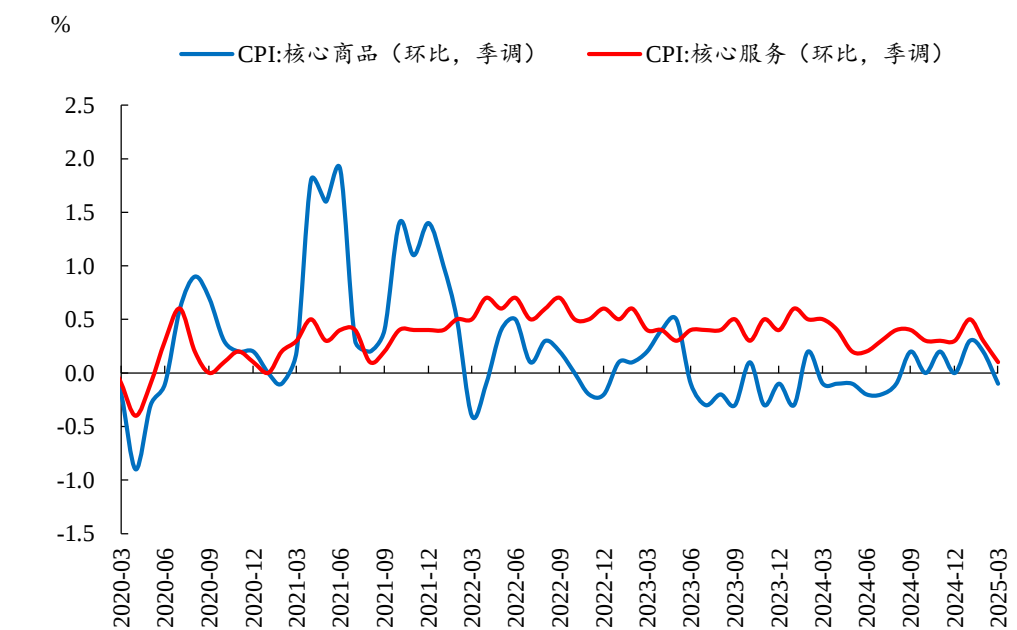
百分点。核心服务同比上升 3.68%，较 2 月份下降约 0.44 个百分点。其中住房项同比上升 4.0%，环比上升 0.1%，分别较 2 月下降 0.2、0.1 个百分点。交通运输服务环比降幅较 2 月份扩大 0.6 个百分点至-1.4%，是 3 月核心服务边际下降的重要因素。总的看，3 月核心 CPI 同比、环比增速均较 2 月回落较多，或主因核心服务下降幅度相对较多。

图5：3 月核心商品 CPI 同比增速仍然为负


数据来源：Bloomberg、开源证券研究所

图6：3 月核心服务 CPI 同比增速下降较多


数据来源：Bloomberg、开源证券研究所

图7：3 月核心商品与核心服务通胀环比增速均有所下行


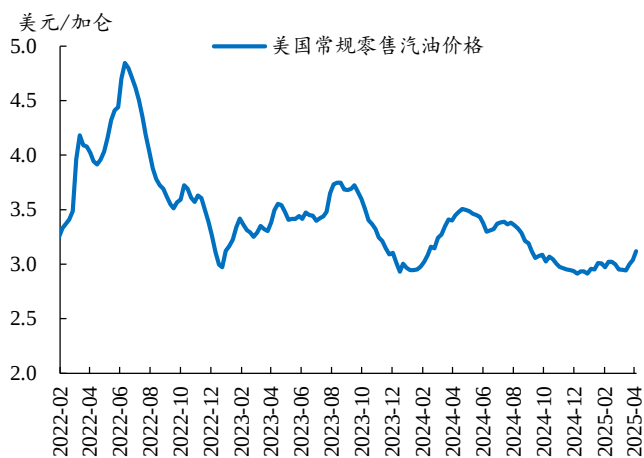
数据来源：Wind、开源证券研究所

1.3、通胀后续或将面临高度不确定性

(1) 能源与粮食项短期内对通胀或难有较大拖累。能源方面，截至 4 月 7 日，美国汽油价格为 3.12 美元/加仑，较 3 月底汽油价格上升约 4.0%。由于前期因关税问题，原油价格下跌较多，但随着相关政策的缓和，原油价格但其或难继续大幅下跌。食品方面，由于天气不佳，巴西大豆等产品产量可能下降，后续粮食期货价格或将有一定的上行压力。不过，考虑到 2024 年 3 月美国油价持续上行，基数效应

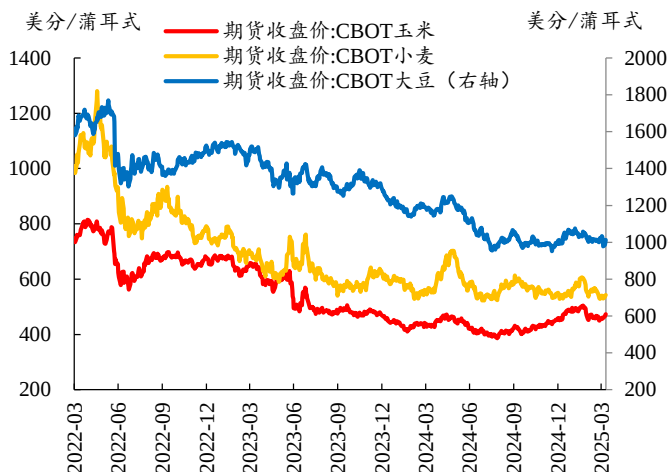
下，能源与粮食项对通胀或难有较大拖累。

图8：美国汽油零售价格近期有所反弹



数据来源：Wind、开源证券研究所

图9：粮食期货价格近期略有回升

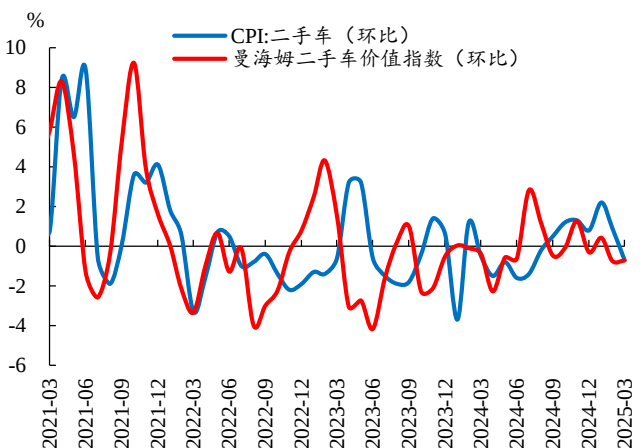


数据来源：Wind、开源证券研究所

(2) 核心通胀或将持续遭遇关税扰动，下行趋势面临较大不确定性。核心商品方面，美国曼海姆二手车价值指数（Manheim Used Vehicle Value Index）3月环比下降0.72%，连续保持为负；新车方面，供应链目前仍较畅通，但特朗普的关税行动为后续价格变动带来较大不确定性；核心服务方面，住房、交通运输是3月核心服务通胀边际下行的关键，从Zillow房租指数同比增速来看，房租通胀在3月后可能维持平稳。往后看，由于关税的持续扰动，核心商品去通胀进程可能会遭遇逆转，后续新车通胀对核心通胀的重要性或有所提升。但考虑到房租通胀的相对稳定，在基数效应的驱使下，核心通胀或能继续下行。

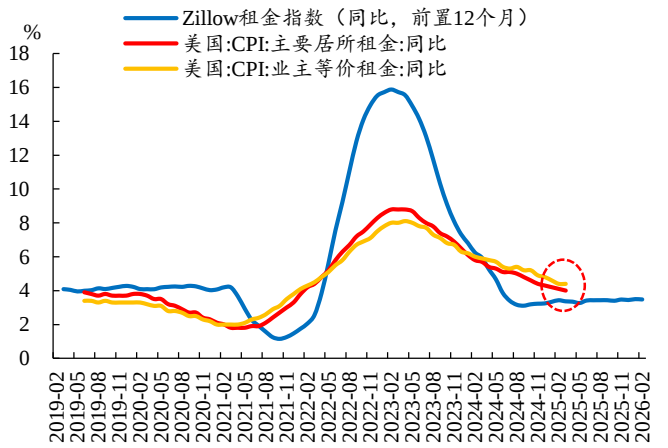
(3) 总的看，3月CPI数据显示美国通胀超预期回落，特别是核心服务通胀亦超预期下行较多，显示美国经济活动确有一定程度的放缓。从美联储关注的**超级核心服务通胀**（去掉住房的核心服务）来看，3月份同比、环比增速分别较2月份下降0.92、0.46个百分点。往后看，随着基数效应的基本消失，总体通胀水平连续下行的阶段或将告一段落，核心通胀亦是如此。此外，4月份特朗普政府推行的对等关税政策已经开始生效，考虑到其总体征收的税率较4月前有较大幅度的提升，后续通胀水平将面临高度不确定性。

图10：美国二手车价格边际下降

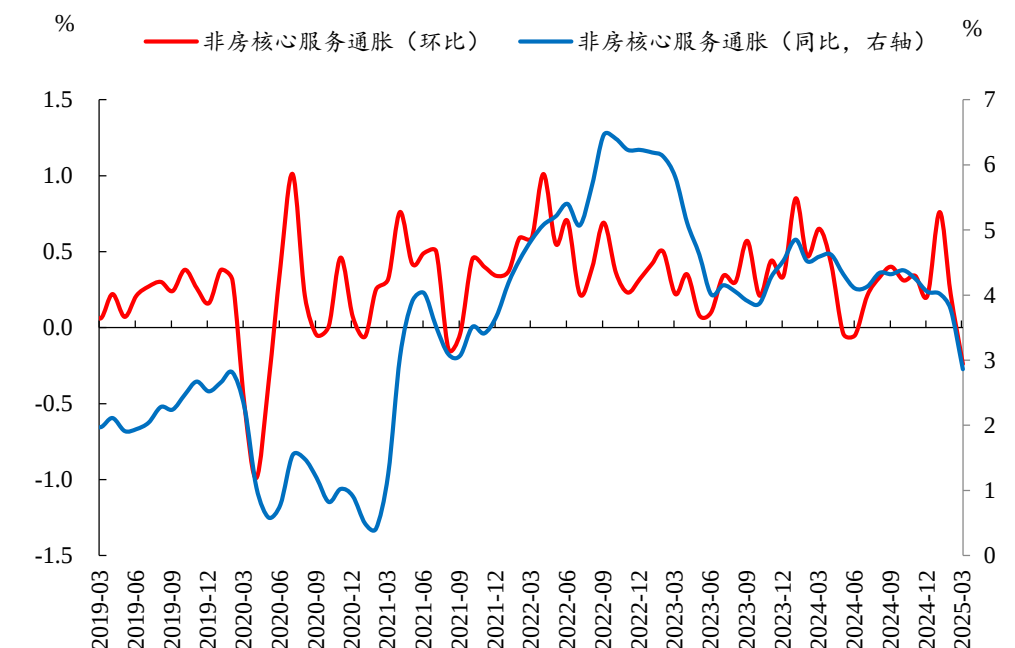


数据来源：Wind、开源证券研究所

图11：美国房租通胀保持平稳



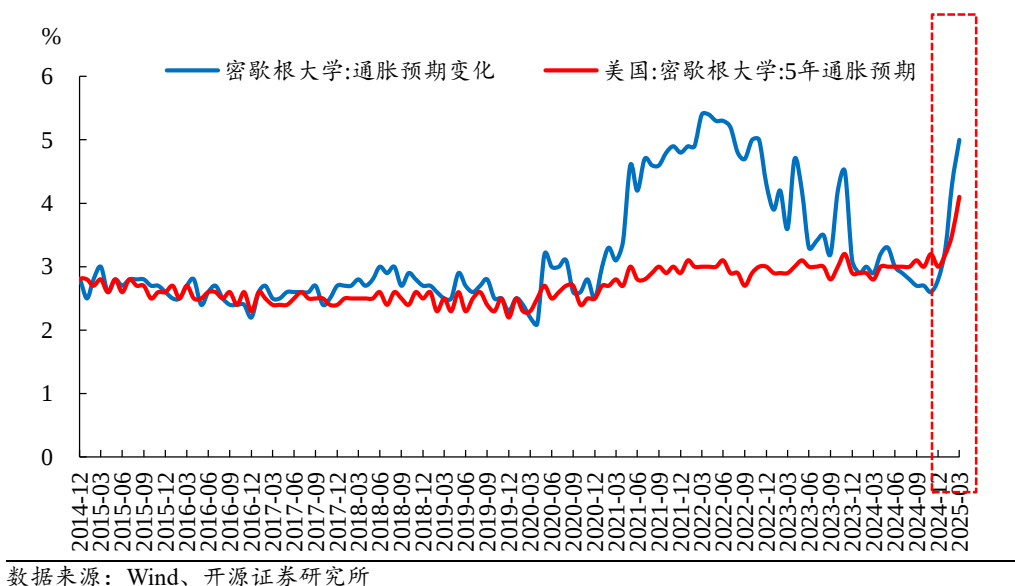
数据来源：Bloomberg、开源证券研究所

图12：3月美国非房核心服务通胀同比、环比增速均下行


2、通胀下行或对美联储降息决策影响较小

如何理解3月通胀数据对美联储后续降息节奏及各类资产的影响？

第一，3月CPI数据虽然超预期下行，但由于关税政策已经生效，美联储或继续谨慎行动。虽然3月CPI数据回落较为明显，但一方面3月特朗普政府关税政策未全面生效，因此物价水平中尚未包含关税落地所带来的商品价格上涨；另一方面，对美联储而言，由于当前通胀水平尚未达到其目标水平，且居民通胀预期上涨较多，因此暂时保持观望的态度，等到经济出现实质性下滑，再启动降息是较好的选择。参考2024年9月的降息经验，后续美联储降息的幅度有可能会超过25bp。

图13：美国居民通胀预期上涨


第二，对当前的美股市场而言，我们认为可能还有下跌空间。虽然特朗普政府

对关税政策进行了 90 天的推迟，但基础关税税率仍有 10%，叠加对中国征收的高额关税、汽车等行业关税，整体税率相较于美国 2024 年平均 2.3% 的关税税率仍有较大提高。因此后续对美国经济基本面或形成持续冲击，在美联储无法进行提前降息的背景下，美国经济有较大可能将继续走软，因此美股或仍有下跌空间。

基准情形下，我们认为美联储 2025 年或有 2-3 次降息，节奏上先慢后快，下次降息可能会在 6 月份或之后，需关注特朗普关税谈判的进程与实际执行力度。

3、风险提示

国际局势紧张引发通胀超预期，美国经济超预期衰退。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年3月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼3层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn