

美国 3 月 CPI 再超预期回落，但难抵关税阴霾

金晓雯, PhD, CFA

首席宏观分析师

xiaowen_jin@spdbi.com

(852) 2808 6437

2025 年 4 月 11 日

美国 3 月核心 CPI 通胀率再次超预期回落。从环比来看，核心 CPI 通胀率再下滑 0.17 个百分点到 0.06%，远低于市场预期的 0.3%。整体 CPI 环比增速亦从 2 月的 0.22% 转负到 -0.05%，亦低于市场预期（0.1%）。其中能源价格环比转跌是主要原因，食品价格涨幅反而小幅回升。按同比看，美国整体 CPI 和核心 CPI 分别下降 0.4 和 0.3 个百分点到 2.4% 和 2.8%。

从环比细分数据来看，核心 CPI 的各主要分项环比增速均有所下滑（图表 1）：

- 核心商品价格环比增速 3 月下滑 0.31 个百分点到 -0.09%，尚未体现加征关税影响。其中医疗护理商品环比通胀率下滑最多（3 月：-1.13%，2 月：0.12%）。运输商品环比通胀率亦下降 0.4 个百分点到 -0.18%，主要是因为二手车价格下跌，新车价格环比略微回升。此外，服装和家具环比增速亦放缓。不过，娱乐商品、教育和通讯商品环比 CPI 通胀率有所回升。
- 住房价格环比增速 3 月继续小幅回落（3 月：0.22%，2 月：0.28%）。从细分数据来看，外宿价格环比通胀率继续大幅回落（3 月：-3.54%，2 月：0.18%）是主要推动力。业主等价租金环比通胀率在连续四个月徘徊在 0.3% 上下之后，再次升至 0.4%。不过考虑到房价和租金的关系，我们认为尚不需过于担心单一月份租金的反弹。主要居所租金亦微升 0.05 个百分点，至 0.33%。
- 超级核心服务价格环比 CPI 增速转负到 -0.06%（2 月：0.21%），继续受运输和娱乐服务 CPI 下滑的拖累。运输服务环比价格跌幅继续扩大（3 月：-1.41%，2 月：-0.81%）。其中，伴随着油价的下跌，机票通胀率跌至 -5.27%（2 月：-3.99%），汽车保险环比价格亦有所下滑。娱乐服务环比通胀率亦再下降 0.75 个百分点到 0.05%。不过运输和娱乐服务价格随着天气转暖接下来均有回升可能。此外，医疗护理服务价格 3 月环比增速继续加快。

与此同时，3 月非农就业报告超预期回温。3 月新增非农就业人数回升至 22.8 万人，远超市场预期（市场预期：14 万人；2 月：11.7 万人；图表 2）。失业率几乎维持不变（3 月：4.15%，2 月：4.14%，图表 3）。平均时薪环比增速 3 月亦回升，但同比增速因为高基数回落。尽管如此，我们依然认为美国劳动力市场逐渐走弱的整体趋势并没有改变：政府裁员计划的影响或日渐显现，关税战带来的巨大不确定性也不利于资本扩张和企业招聘。



扫码关注浦银国际研究

浦銀國際

数据点评

美国 3 月 CPI 再超预期回落，但难抵关税阴霾

尽管 2-3 月 CPI 通胀数据连续超预期下滑，关税或才是影响接下来通胀走势的关键因素。4 月 2 日，特朗普公布了远超市场预期的“对等关税”政策，对所有国家设立 10% 的“最低基准关税”，并对美国贸易逆差最大的国家征收个性化的更高“对等关税”。政策引起全球资本市场的强烈震荡。然而正如我们此前所[预期](#)的，在个性化“对等关税”计划生效的当天——4 月 9 日，特朗普突然宣布暂缓 90 天执行对除中国外其他国家个性化“对等关税”，但 10% 的“最低基准关税”仍将维持，同时将对中国进口商品的关税增加至 125%。我们用更为精确的 PIIE 数据更新我们的估算模型（图表 4）。根据当前美国关税政策的最新进展，特朗普上任后美国的加权平均关税税率增加了 20.5% 至 25.9%，或将拉高美国通胀率 1.1 到 2.3 个百分点。然而，如果 90 天后特朗普依然选择全面兑现“对等关税”政策，那么对美国通胀率的整体影响或进一步上升到 1.4 到 2.7 个百分点。无论在何种情况下，接下来美国通胀率似乎都会因为各项加征关税政策逐渐开始影响物价水平，从而逆转通胀率当前温和向下的趋势，尽管可能存在一定时滞。

我们目前仍维持全年 2-3 次 25 个基点降息的基本预测。不过降息的不确定性因为摇摆不定的关税政策继续上升。近期美国经济基本面尚可：三月就业数据超预期回升，而今天发布的通胀数据亦继续走低。若没有特朗普“对等关税”政策扰动，我们经济软着陆的基本预测大概率将得以实现。

然而，现在相比经济基本面，关税对通胀和增长的影响或才是美联储考虑其利率政策的关键因素。在 4 月 2 日特朗普发布远超预期的“对等关税”政策后，鲍威尔表示特朗普公布的新关税政策可能持续推升通胀，美联储或需要先观望，等明确了形势后再考虑行动。而在仅仅半个月之前的 3 月美联储会议发布会上，鲍威尔才刚表示关税对通胀影响是暂时性的。在这样一个混沌的背景下，我们目前仍维持美联储最快 6 月重启降息，全年降息 2-3 次，每次 25 个基点的基本预测。不过，特朗普暂缓的部分“对等关税”在 90 天后是会被再次延期还是开始实行，仍具高度不确定性。如果“对等关税”全面兑现，我们认为美联储政策的天平可能会偏向稳增长。根据[耶鲁大学预算实验室](#)的研究，将美国关税整体水平升至 20% 就将拉低美国 2025 年 GDP 高达 0.9-1 个百分点。美联储或将在高通胀情况下毅然继续降息，而且降息的幅度或将高于我们的基本预测。

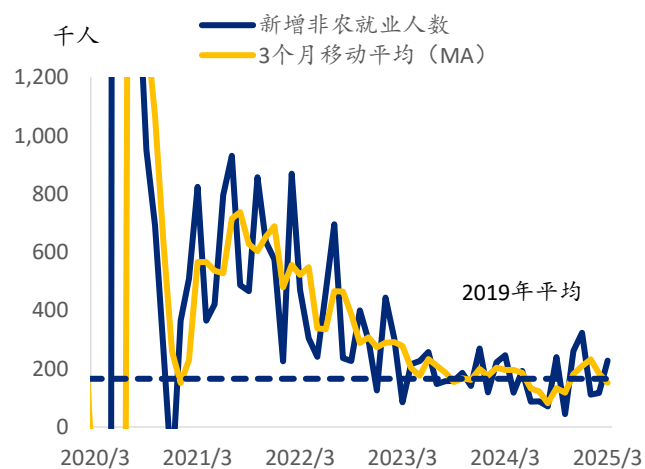
风险提示：降息过慢引起经济衰退；特朗普激进的关税政策导致滞胀和衰退风险。

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 3 月	25 年 2 月	25 年 1 月		
CPI	-0.05	0.22	0.47	100.0	-0.05
食品	0.44	0.16	0.36	13.7	0.06
能源	-2.39	0.20	1.08	6.3	-0.15
核心 CPI	0.06	0.23	0.45	80.0	0.05
- 商品	-0.09	0.22	0.28	19.4	-0.02
家用家具和供给	0.02	0.19	-0.18	3.5	0.00
服装	0.37	0.60	-1.38	2.6	0.01
运输	-0.18	0.22	0.80	7.2	-0.01
医疗护理	-1.13	0.12	1.17	1.5	-0.02
娱乐商品	-0.32	-0.69	0.32	1.9	-0.01
教育和通讯商品	0.45	-0.15	0.07	0.7	0.00
酒精饮料	0.22	0.49	0.32	0.8	0.00
其它	0.26	0.84	0.22	1.3	0.00
- 服务	0.11	0.25	0.51	60.6	0.06
住房	0.22	0.28	0.37	35.4	0.08
主要居所租金	0.33	0.28	0.35	7.5	0.02
外宿	-3.54	0.18	1.43	1.4	-0.05
业主等价租金	0.40	0.28	0.31	26.2	0.11
核心服务扣除住房	-0.06	0.21	0.71	25.2	-0.01
医疗护理	0.51	0.31	0.02	6.7	0.03
运输	-1.41	-0.81	1.84	6.3	-0.09
娱乐	0.05	0.81	1.37	3.4	0.00
教育和通讯商品	0.24	0.31	0.34	4.9	0.01
其它个人服务	2.64	1.26	-1.17	1.0	0.03

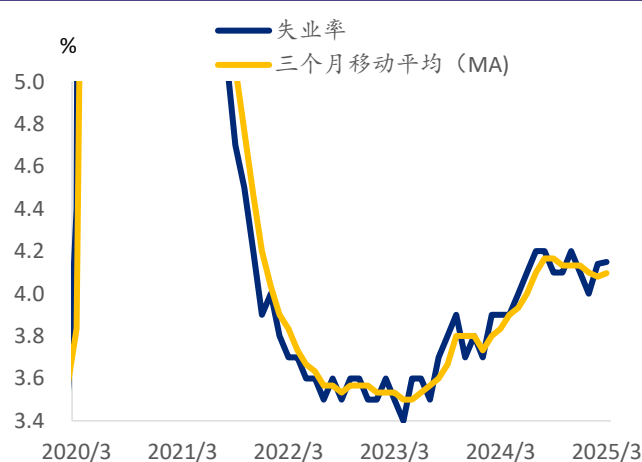
资料来源: CEIC、浦银国际

图表 2: 3 月新增非农就业人数继续回升且远超市场预期



资料来源: CEIC、浦银国际

图表 3: 失业率 3 月基本维持不变



资料来源: CEIC、浦银国际

图表 4：特朗普第二任期以来关税政策对美国整体关税水平和潜在通胀影响

事件	对中国商品 关税税率(%)	对中国以外 商品关税税率	加权平均 关税税率	平均关税增幅 (百分点)	对通胀率影响 (百分点)	
					50%	100%
特朗普上任前	20.8	3	5.4			
2 月加征 10%中国商品关税	30.8	3	6.7	1.3	0.1	0.1
3 月再加征 10%中国关税	40.8	3	8.1	2.7	0.1	0.3
3 月钢铝 25%关税生效后	42.1	3.8	8.9	3.5	0.2	0.4
4 月初 25%汽车关税生效后	42.1	5.2	10.1	4.7	0.3	0.5
10%最低基准关税生效后	49.5	10.5	15.7	10.4	0.6	1.1
当前情况：其他国家 10%最低基准关税+中国 125%	125	10.5	25.9	20.5	1.1	2.3
若 4 月初的个性化“对等关税”全面生效+中国 125%	125	15.7	30.3	25	1.4	2.7

资料来源：PIIE、浦银国际估算

注：对中国商品和其他国家商品平均关税数据来自 PIIE，我们用去年中国出口占美国总进口比重计算了加权平均关税税率。然后我们假设美国商品 11%来自进口，关税 50%或 100%传导至美国消费者来计算通胀影响。

图表 5：近期相关报告列表

日期	报告标题和链接
2025 年 4 月 3 日	政策解读：美国“对等关税”远超预期，而后或有部分减免可能
2025 年 3 月 25 日	月度美国宏观洞察：新一轮关税风暴或一触即发
2025 年 3 月 20 日	美联储 3 月如期继续暂停降息，强调经济不确定性增加
2025 年 3 月 13 日	美国 2 月 CPI 超预期回落，关税战影响尚未显现
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

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联属公司、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关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个人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个人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

