



CPI 降温遇关税隐忧

——美国通胀系列十三

研究院

徐闻宇

✉ xuwenyu@htfc.com

从业资格号：F0299877

投资咨询号：Z0011454

投资咨询业务资格：

证监许可【2011】1289 号

宏观事件

北京时间 2025 年 4 月 10 日晚美国劳工部公布 3 月通胀数字。其中：

同比：CPI+2.4%，预期+2.5%，前值+2.8%；核心 CPI+2.8%，预期+3.0%，前值+3.1%。
环比：CPI-0.1%，预期+0.1%，前值+0.2%；核心 CPI+0.1%，预期+0.3%，前值+0.2%。

核心观点

■ 3 月 CPI 出现预期外的回落

美国 3 月 CPI 的回落主要由能源价格大幅下跌（能源环比-3.3%，汽油价格下跌 10.3%）和核心服务通胀放缓（住房成本同比增速降至 4%，机票、酒店等服务价格涨幅收窄）驱动。同时商品价格趋稳，二手车和服装价格回落也起到一定抑制作用；不过，食品价格同比+3.0%和住房租金同比+4.0%仍构成支撑，显示通胀下行基础尚不稳固，未来若关税全面实施可能重新推高商品价格。

美联储降息预期升温，3 月 CPI 回落至 2.4% 令市场押注 6 月降息，全年或降息 100 基点。但地缘风险和关税政策，如对华 125%关税，可能推升通胀，制约政策空间。鲍威尔强调数据依赖，若通胀持续下行且就业走弱，可能启动降息；反之若通胀反弹，将维持高利率更久。当前市场与美联储的预期差将成为影响二季度资产走势的关键。

■ 市场博弈联储降息

3 月美国非农就业超预期增长 22.8 万人，显示劳动力市场仍具韧性，但失业率微升至 4.2% 且薪资增速放缓至 3.2%，表明劳动力市场正边际降温。这一数据组合——就业强劲但薪资压力减弱——为美联储提供了政策灵活性：一方面，就业稳健支持经济软着陆预期，降低紧急降息的必要性；另一方面，薪资增速回落缓解通胀螺旋风险，叠加 3 月 CPI 同比已降至 2.4%，强化了市场对 6 月降息的押注。

资产走势呈现复杂分化：美债收益率大幅波动，30 年期收益率一度飙升逼近 5%，反映市场对滞胀风险和关税政策可能推升通胀的担忧；美元指数创三个月最大跌幅，因降息预期削弱利差优势；黄金则受益于实际利率下行预期，现货黄金突破 3180 美元/盎司。整体而言，美债收益率的剧烈震荡凸显市场在降息预期与通胀反弹风险间的博弈，而美联储政策路径将高度依赖后续数据对薪资通胀螺旋与关税冲击的验证。

风险

经济数据短期波动风险，上游价格快速上涨风险

目录

宏观事件	1
核心观点	1
CPI vs 核心 CPI	3
商品型通胀 vs 服务型通胀	5
通胀的影响	7

图表

图 1：CPI 和核心 CPI 同比 单位：%YoY	3
图 2：CPI 的食品和能源分项 单位：%YoY	3
图 3：二手车和新车分项 单位：%YoY	4
图 4：酒店和交通分项 单位：%YoY	4
图 5：商品型 CPI 和服务型 CPI 单位：%YoY	5
图 6：房价领先于房租上涨 单位：%YoY	5
图 7：租金和汽车分项 单位：%YoY	6
图 8：两种不同的租金分项 单位：%YoY	6
图 9：油价和 TIPs 利率对比 单位：%YoY	7
图 10：近期美元指数走势 单位：无	7

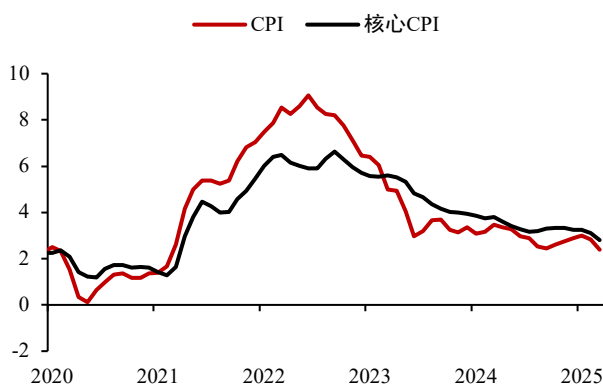
CPI vs 核心 CPI

2025 年 3 月，美国 CPI 同比增长 2.4%，环比意外下滑 0.1%，创下 2020 年以来的首次负增长。与此同时，核心 CPI 同比增速也降至 2.8%，为 2021 年 3 月以来最低水平，显示整体通胀压力阶段性缓解。

CPI 受能源与食品价格强烈影响，而核心 CPI 则剔除这两项波动性较大的因素，更能反映内在通胀趋势。当前 CPI 下行主要得益于能源价格下跌，能源 CPI 年率为-3.3%，汽油同比跌幅达 10.3%，但核心通胀仍显示出一定粘性，尤其是服务类成本与住房租金等分项表现顽固。服务通胀虽有所回落，但仍高于整体水平。3 月业主等价租金同比上涨 4%，食品仍出现 3.0% 的涨幅，通胀基础仍不稳固。此外，核心 CPI 超季节性成分如汽车保险、医疗等价格环比仍有上涨。

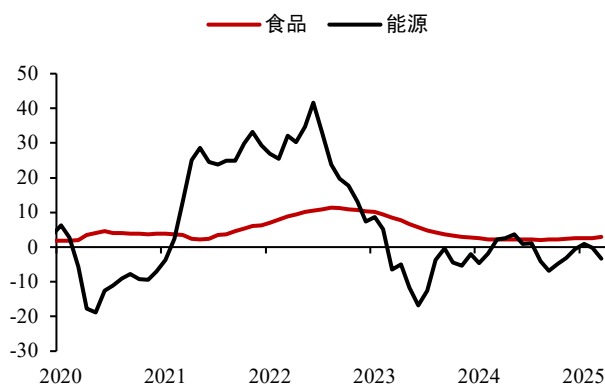
短期内，能源驱动下的 CPI 下降或刺激市场对美联储提前降息的预期，但核心 CPI 粘性带来的结构性通胀风险、关税政策的滞后影响仍可能使通胀反弹。投资者与政策制定者应警惕表面通胀缓解掩盖的潜在风险。

图 1：CPI 和核心 CPI 同比 | 单位：%YoY



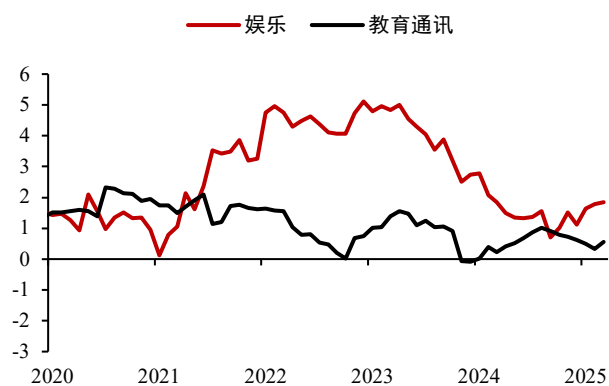
数据来源：iFinD 华泰期货研究院

图 2：CPI 的食品和能源分项 | 单位：%YoY



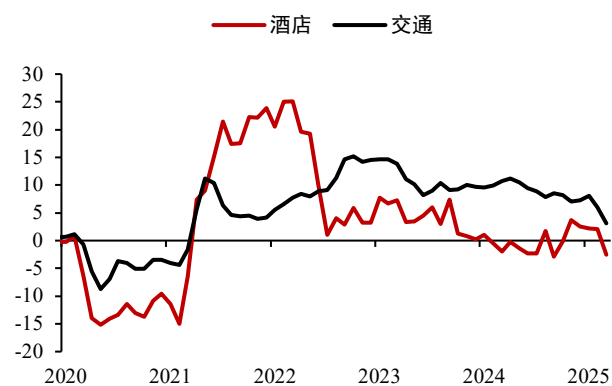
数据来源：iFinD 华泰期货研究院

图3：娱乐和教育通讯分项 | 单位：%YoY



数据来源：iFinD 华泰期货研究院

图4：酒店和交通分项 | 单位：%YoY



数据来源：iFinD 华泰期货研究院

商品型通胀 vs 服务型通胀

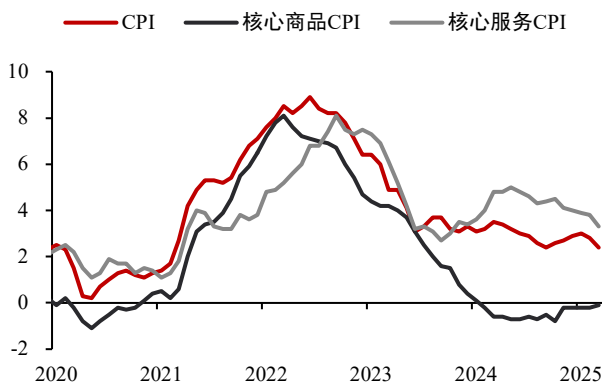
CPI 短期表现出结构性压力。2025 年 3 月 CPI 数据显示，美国整体通胀正在温和降温，CPI 同比上涨 2.4%，环比意外下滑 0.1%；核心 CPI 同比为 2.8%，双双低于市场预期。从表面看，美国通胀压力正在缓解，但从商品型与服务型通胀的结构分析来看，当前的通胀走势更具各自特征。

商品类价格几乎整体持平，能源价格大幅回落，汽油同比下降 10.3%，能源整体 -3.3%，有效压制了 CPI 整体走势。而服务项中，住房、医疗和交通服务等细分类仍维持相对刚性增长，3 月服务型 CPI 仍同比上涨 3.7%。尤其是住房相关项目，如住房租金同比上涨 4.0%，在高位徘徊，成为核心 CPI 粘性的重要来源。

随着特朗普政府调整关税政策并对部分商品征收高税，美国商品通胀可能在未来几个月重新抬头。相比之下，服务类通胀则更受薪资、劳动力市场等结构性因素驱动，下降更为缓慢。

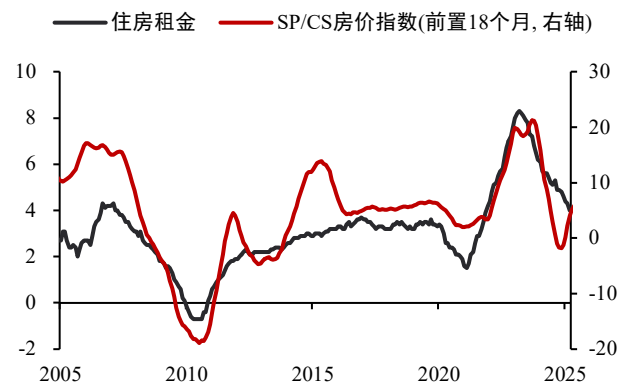
整体而言，当前仍维持商品通缩、服务通胀的结构特征，尽管总 CPI 短期回落，但服务成本未显著下滑，仍对美联储政策形成压力。若关税全面生效，商品型通胀回升叠加服务端粘性，将使通胀再度陷入上行风险区间。

图 5：商品型 CPI 和服务型 CPI | 单位：%YoY



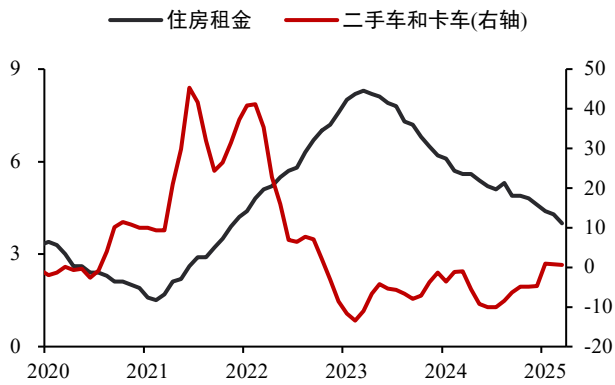
数据来源：iFinD 华泰期货研究院

图 6：房价领先于房租上涨 | 单位：%YoY



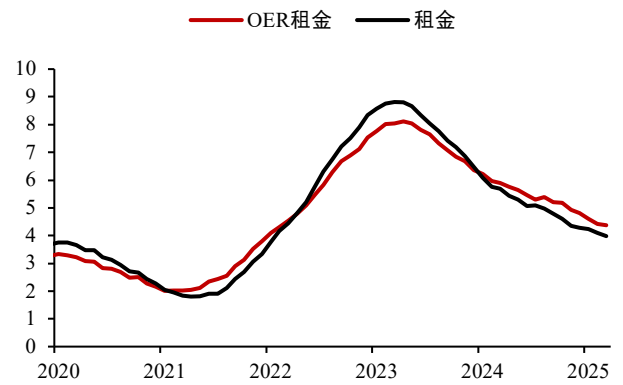
数据来源：iFinD 华泰期货研究院

图 7：租金和汽车分项 | 单位：%YoY



数据来源：iFinD 华泰期货研究院

图 8：两种不同的租金分项 | 单位：%YoY



数据来源：iFinD 华泰期货研究院

通胀的影响

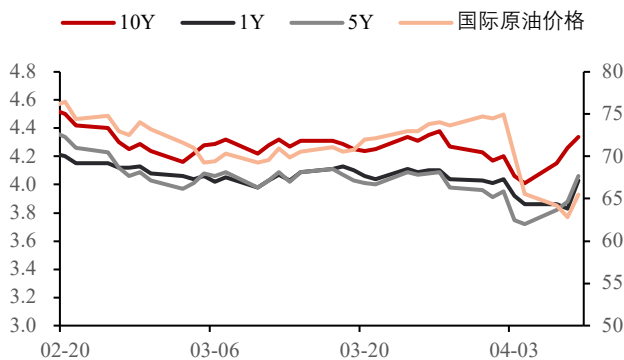
美国通胀预期定价（↑）和油价（↓），4月地缘压力实际上升、市场对于衰退预期定价之后，油价先走跌后小幅回升。展望未来：

一方面，美国3月CPI数据显著回落强化了市场对美联储6月降息的预期，反映出市场认为通胀压力短期缓解。但若后续关税政策全面实施，可能推升通胀，迫使美联储在降息与抗通胀之间陷入两难，甚至推迟宽松周期（↑）；

另一方面，当前能源价格下跌暂时抑制了通胀，但关税已开始传导至服装、电子产品等商品价格，未来数月供给端成本上升或加剧通胀压力。供应链割裂和制造业回流受阻可能长期推高进口商品价格，叠加关税效应，通胀下行趋势或不可持续，中期存在反弹风险（↑）。

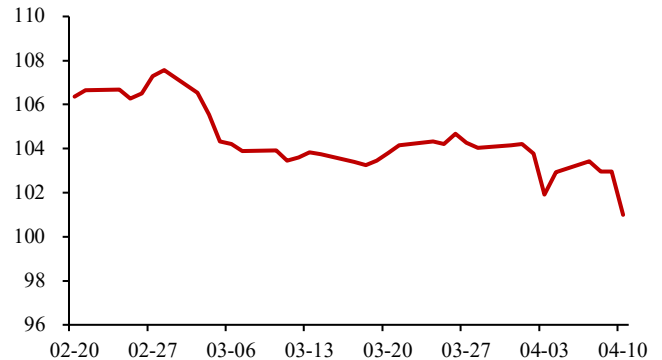
市场处在较高波动环境下。当前地缘政治冲突加剧全球供应链扰动，叠加美国对主要贸易伙伴加征关税，如对中国维持125%高关税，推升进口商品成本，加剧通胀上行风险。尽管美国3月CPI数据显著回落，核心通胀降温，但未来关税全面实施可能使通胀反弹，远超美联储2%的目标。在此背景下，美联储政策陷入两难：市场已押注6月降息，全年降息幅度或达100基点，以应对经济放缓压力；但若地缘冲突和关税持续推高供给端价格，美联储可能被迫推迟降息，优先抑制通胀。此外，美债收益率飙升和美元走弱反映出市场对滞胀的担忧，政策转向的窗口期正因外部不确定性而收窄。总体来看，地缘政治与贸易政策仍是通胀和利率决策的关键变量，美联储或需在“抗通胀”与“防衰退”间谨慎权衡。

图9：油价和TIPS利率对比 | 单位：%YoY



数据来源：Bloomberg 华泰期货研究院

图10：近期美元指数走势 | 单位：无



数据来源：Bloomberg 华泰期货研究院

免责声明

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、结论及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，投资者并不能依靠本报告以取代行使独立判断。对投资者依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰期货研究院”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。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。

华泰期货有限公司版权所有并保留一切权利。

公司总部

广州市天河区临江大道1号之一2101-2106单元 | 邮编：510000

电话：400-6280-888

网址：www.htfc.com