

关税影响不在于通胀，而在于经济是否会衰退

2025 年 3 月 14 日

宏观经济

事件点评

——美国 2 月 CPI 数据点评

分析师

康明怡 电话：021-25102911 邮箱：kangmy@dxzq.net.cn

执业证书编号：S1480519090001

事件：

美国 2 月 CPI 环比 0.2%，预期 0.3%，前值 0.5%；同比 2.8%，预期 2.9%，前值 3%。

核心 CPI 环比 0.2%，预期 0.3%，前值 0.4%；同比 3.1%，预期 3.2%，前值 3.3%。

主要观点：

- 1、能源价格主导通胀回落，季节性通胀回升结束，关税效应尚未显现。
- 2、关税影响的重点不在于通胀，而在于经济是否会衰退。
- 3、关税的全面化引发市场对经济衰退的担忧。
- 4、标普 500 仍处于泡沫（22%），特朗普政策不确定性下降后或有入场机会。
- 5、美十债下限维持 3.7~3.9%，上限维持 4.8~5%。

能源价格的下降主导了通胀和核心通胀的回落。住所价格（环比 0.3%）贡献了几乎一半的通胀（0.2%），汽油（-1.0%）和机票价格（4.0%）的下降对冲了部分住所价格的上升，后两项价格与原油价格几乎同步。核心通胀方面，上行的有医疗（0.3%）、二手车（0.9%）、家居（0.4%）、休闲（0.3%）、服装、个人护理和车险。而机票和新车（-0.1%）是主要的下跌分项。

我们在前两次点评中提到“季节性通胀回升较为良性，或持续至 1 月”，可容忍至 2 月。至此，季节性的通胀回升暂告一段落，而关税的影响尚未体现在 2 月物价中。3 月油价趋势性下跌或导致 3 月通胀尚可。

关税影响的重点不在于通胀，而在于经济是否会衰退。1) 不考虑其他政策的跟进，关税导致的通胀是一过性或是价格的永久性抬高，通胀螺旋往往是由后续政策导致，如用于对冲关税负面经济影响的宽松货币财政政策。起到与关税类似价格抬升作用的经济现象有，输入性通胀，供应链短缺（如石油危机）等。2) 关税不仅仅影响进口价格，也会提高美国本土的同业竞品以及互补品的价格。因此，美国本土价格的暴露敞口不能简单的以进口占 GDP 比重衡量。3) 全面关税提高全球关税战争的概率，冲击全球产业链的稳定，降低全球生产效率。部分产品在形成最终商品之前，可能出入多个国家，全球的关税报复将使得部分产品的实际关税成本翻倍。

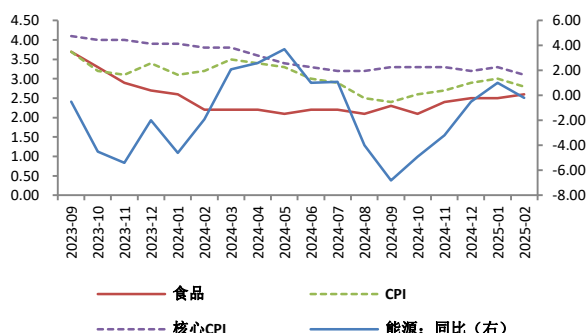
价格永久性的抬高意味着生产同样一件商品的成本上升，即关税导致了供给侧技术的永久性退步。而技术的负面冲击往往导致经济回落。因此，对关税的关注点不是当下的通胀，而是以下两个方面，1) 经济实际基本面的衰退风险。关税覆盖的进口商品越多，对经济的负面冲击越大，引发全球关税战争的概率越大。这也是当市场意识到特朗普的关税政策是全面关税时，资本市场开始回撤的主要原因。根据季节性特征，美国经济和通胀往往在上半年较为温和，关税冲击可能会加剧“温和”的表现。2) 对冲的宽松政策是否过度，过度则引发通胀趋势性上升。例如 70 年代的石油危机时期，美国用扩张性财政货币政策以保证实际需求不受原油价格上升的影响。

美国十年期国债利率上限维持 4.85~5%，下限维持 3.7~3.9%。短期内美十债利率再次逼近 5% 的概率不大，目前美十债利率已计入部分经济回落，下限维持在 3.7~3.9% 附近。

美股仍处于泡沫。我们在 2 月 16 日的总量双周报中转变了对美股短期的看法。特朗普政府政策的不确定性导致了资本市场的避险情绪，也会对企业实体投资意愿不利。目前，特朗普政府的政策主要集中于对外的全面关税（影响产业链稳定）、对内裁减联邦雇员（削弱国内需求），其竞选内容中的削减监管和减税尚未落地。政策的不确定性决定美股的短期走向。长期方面，目前，标普 500 超出长期趋势仍有 22%，但尚未观察到流动性出现紧缩，暂不改变对美股的长期看法（中性略偏积极）。（图 13、14）

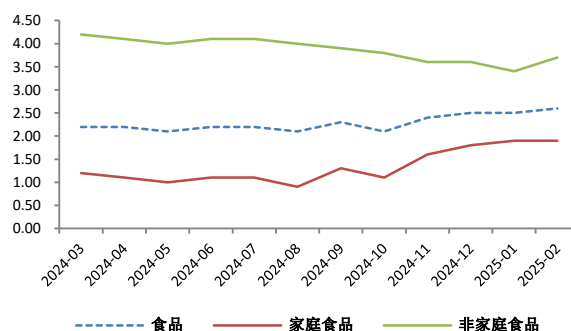
风险提示：海外地缘政治风险上升。

图1：CPI、核心CPI、食品和能源价格同比（%）



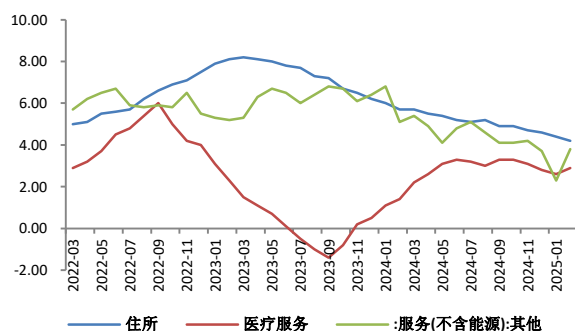
资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图2：食品同比（%）



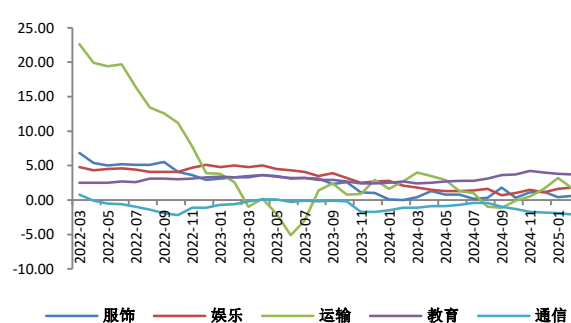
资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图3：服务通胀同比分项1（%）



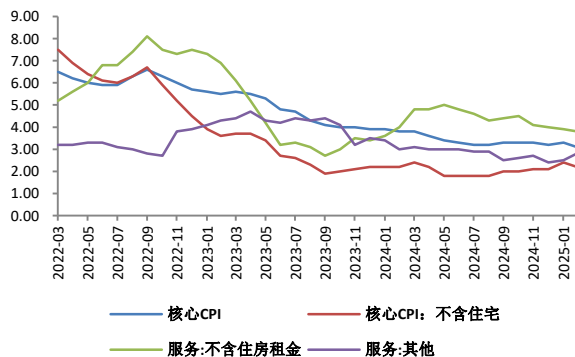
资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图4：服务通胀同比分项2（%）



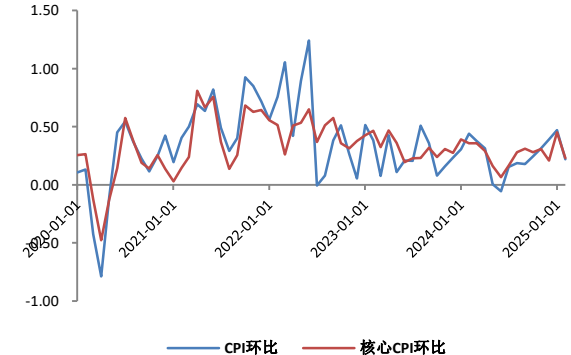
资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图5：不含住宅服务同比下降（%）



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图6：CPI、核心CPI环比（%）



资料来源：FRED，东兴证券研究所

图7：非住宅核心通胀环比稳定（%）

图8：房价反弹（%）

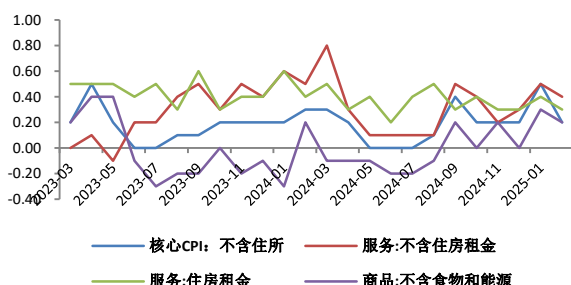


图9: 住宅同比继续下降 (%)

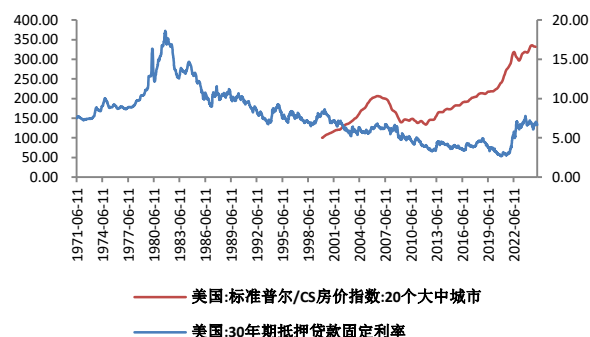


图10: CPI 跌落至正常区间中部 (%)

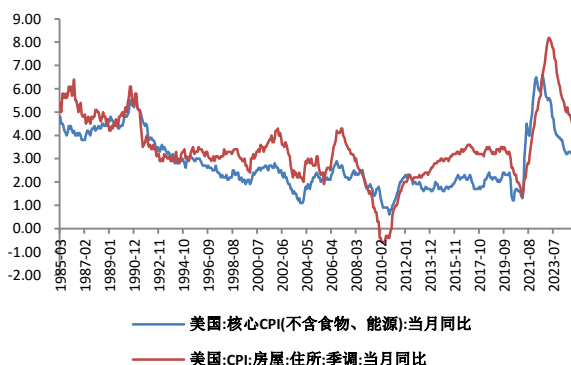


图11: 美十债利率模型 (%)

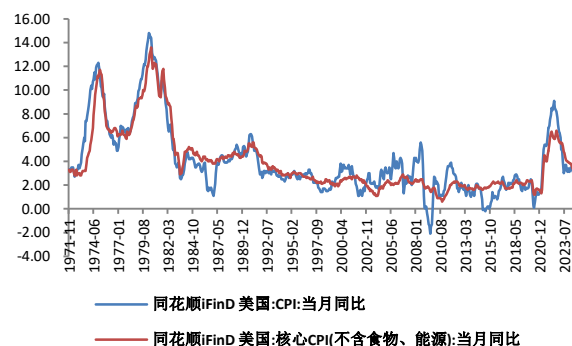


图12: 原油价格 (美元/桶)

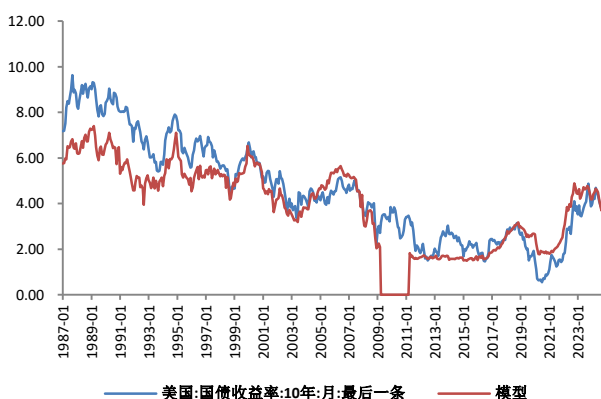


图13: 标普 500 与上限

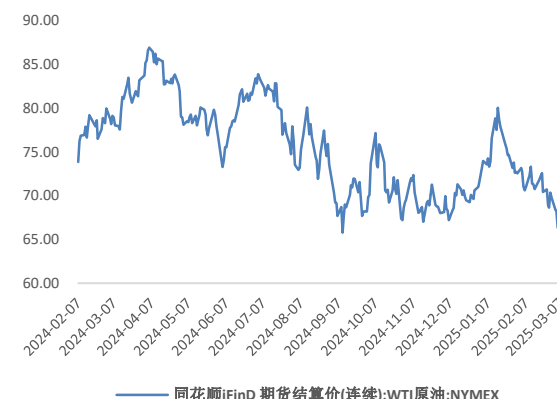
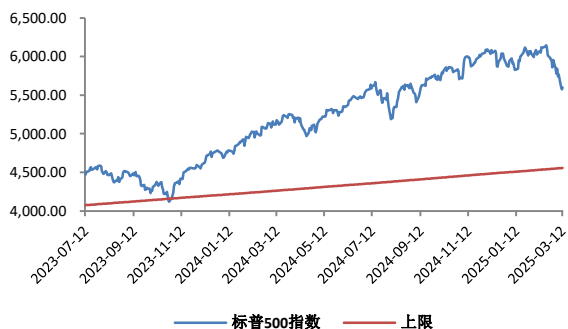
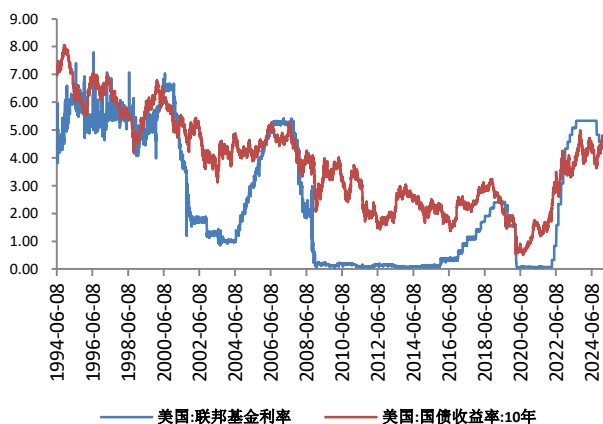


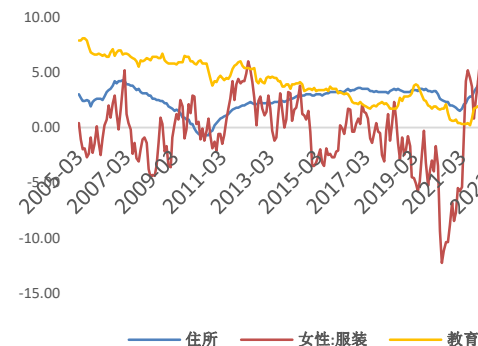
图14: 短期货币市场没有出现流动性问题 (%)



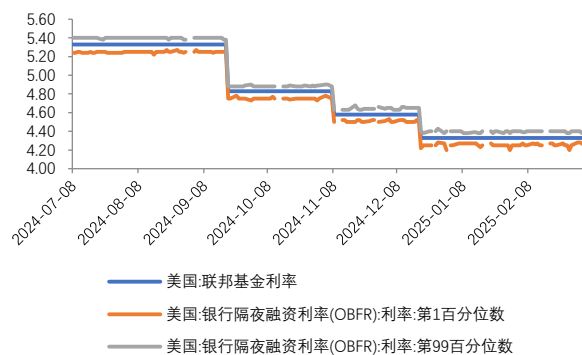
资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图 15：FFR 与美十债利率（%）


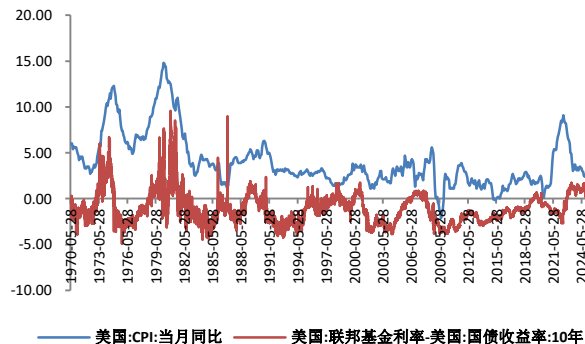
资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图 17：细分项环比 1（%）


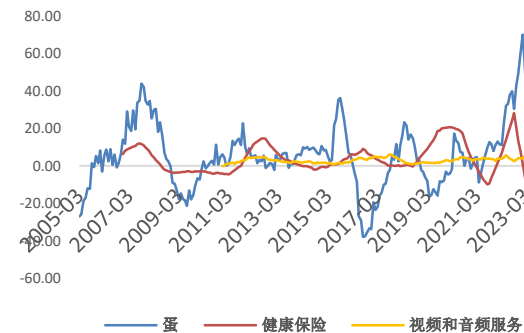
资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图 19：细分项环比 3（%）


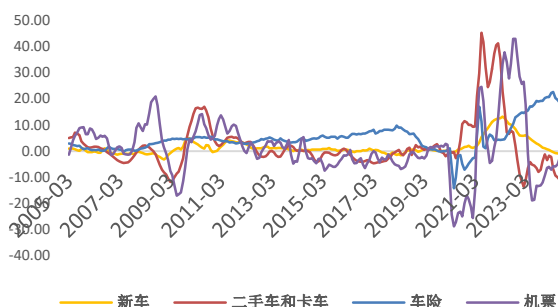
资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图 16：通胀与期限利差（%）


资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图 18：细分项环比 2（%）


资料来源：iFinD，东兴证券研究所



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

相关报告汇总

报告类型	标题	日期
宏观深度报告	美国就业市场总量尚可，但较为脆弱—美国就业数据梳理	2025-03-10
宏观深度报告	对 2025 年政府工作报告的几点理解—	2025-03-05
宏观普通报告	促进民营企业健康高质量发展—2025 年民营企业座谈会点评	2025-02-18
宏观普通报告	美国 1 月通胀数据仍属于正常范围—美国 1 月 CPI 数据点评	2025-02-17
宏观普通报告	服务科技型企业居于首位，推动资本市场高质量发展—《关于资本市场做好金融“五篇大文章”的实施意见》点评	2025-02-10
宏观普通报告	美国放在首位，开启常识革命—2025 年美国总统就职演说点评	2025-01-21
宏观普通报告	再通胀风险取决于财政货币政策节奏—美国 12 月 CPI 数据点评	2025-01-16
宏观普通报告	周期性行业部分好转，制造业持续收缩—12 月美国非农数据点评	2025-01-13
宏观深度报告	欧美经济分化，海外配置利好美元资产—2025 年海外经济年度展望	2025-01-02
宏观普通报告	就业权重略有回归，财政政策尚未完全进入视野—12 月美国 FOMC 点评	2024-12-19

资料来源：东兴证券研究所

分析师简介

康明怡

经济学博士。分别就读于武汉大学、清华大学和明尼苏达大学，博士期间曾在明尼苏达大学、美联储明尼阿波利斯分行从事多年教学和访问工作。2010 年开始执教于复旦大学经济学院 985 平台，上海浦江人才计划项目。2017 年加入东兴证券研究所。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及报告作者在自身所知情的范围内，与本报告所评价或推荐的证券或投资标的的存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，我公司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争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和法律责任。

行业评级体系

公司投资评级（A股市场基准为沪深300指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普500指数）：
以报告日后的6个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率15%以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率5%~15%之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5%之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率5%以上。

行业投资评级（A股市场基准为沪深300指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普500指数）：
以报告日后的6个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5%之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率5%以上。

东兴证券研究所

北京	上海	深圳
西城区金融大街5号新盛大厦B座16层	虹口区杨树浦路248号瑞丰国际大厦23层	福田区益田路6009号新世界中心46F
邮编：100033	邮编：200082	邮编：518038
电话：010-66554070	电话：021-25102800	电话：0755-83239601
传真：010-66554008	传真：021-25102881	传真：0755-23824526