

3588 研究所

分析师: 李起
SAC 登记编号: S1340524110001
Email: liqi2@cnpsec.com
研究助理: 高晓洁
SAC 登记编号: S1340124020001
Email: gaoxiaojie@cnpsec.com

近期研究报告

《就业差强人意，美联储或按兵不动——2 月美国非农数据解读》 -
2025. 03. 10

宏观观点

通胀降温，政策不确定性仍存——美国 2 月 CPI 数据解读

● 核心观点

美国 2 月通胀数据全面低于预期。CPI 同比增长 2.8%，环比增长 0.2%，核心通胀同比增长 3.1%，环比增长 0.2%，印证了 1 月 CPI 超预期含有残余季节性因素的判断。数据公布后，美股上涨，美元温和反弹。

分析细分结构可以发现，2 月 CPI 不及预期，主要来自交通运输项的拖累。其中，机票价格环比下跌 4%，对 CPI 环比增速产生约 4 个基点的向下拖动。机动车保险增速也有所放缓。但这两个分项在 PCE 中的统计方法都与 CPI 存在较大差异，预计月底公布的 PCE 环比增速可能略高于 CPI。

整体上看，核心服务通胀的降温仍在顺利进行中，住房租金分项同比增速已经回落到 4.3%，相比起 2024 年初的 6% 左右的水平明显下降。在就业市场走向软着陆的背景下，其他与劳动力成本紧密相关的服务类价格增速整体也呈现下行趋势。

当前市场主要担忧的是关税政策出台后对商品通胀的潜在助推作用。回顾 2018-2019 年的上一轮关税升级，可以看到美国的整体通胀和核心通胀均未出现大幅上行，供应链压力指数也表现平稳，直到 2020 年疫情发生后，全球供应链大面积阻滞和中断，2021 年商品通胀才出现明显上行。这表明关税政策本身对通胀的影响可能有限，一次性价格调整不足以引发持续性通胀压力。

展望未来，我们认为，随着美国经济动能减弱，就业市场趋于平衡，与劳动力成本挂钩的服务通胀或将继续降温。而商品通胀方面，虽然面临贸易政策调整的潜在冲击，但参考历史经验，如果特朗普政府的加征关税仅针对特定国家，而非全面加征关税，则对通胀的影响可能有限。虽然近期的经济数据为美联储降息打开了空间，但在政策不确定性高企的背景下，我们预计美联储将在近两次会议中保持谨慎观望的态度。

● 风险提示：

美国经济基本面超预期走弱；美国就业市场超预期快速恶化；金融风险事件。

目录

1 美国 2 月通胀数据显著降温.....	4
2 风险提示.....	7

图表目录

图表 1: 美国 2 月 CPI 各分项情况	4
图表 2: 美国机票价格大幅回落 (%)	5
图表 3: 美国机动车保险增速放缓 (%)	5
图表 4: 2018-2019 年关税并未造成通胀大幅上行 (%)	5
图表 5: 2018-2019 年美国商品通胀与供应链压力指数均处于低位	6
图表 6: 当前政策不确定性处于前所未有的高峰	6

1 美国 2 月通胀数据显著降温

美国最新通胀数据全面低于预期。2 月 CPI 同比增长 2.8%，低于预期的 2.9% 和前值的 3%；环比增长 0.2%，低于预期的 0.3% 和前值的 0.5%。核心通胀同比增长 3.1%，低于预期的 3.2% 和 3.3%；环比增长 0.2%，低于预期的 0.3% 和前值的 0.4%。2 月数据印证了我们此前的判断，即 1 月 CPI 超预期包含了一定的残余季节性，无需过度担忧。数据公布后，美股上涨，美元温和反弹，显示投资者对美元资产的信心有所增强。

图表1：美国 2 月 CPI 各分项情况

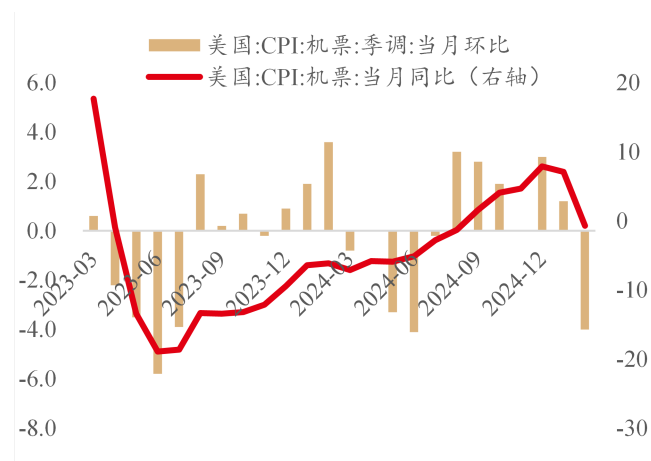
单位：%	权重	环比							同比
		2024-08	2024-09	2024-10	2024-11	2024-12	2025-01	2025-02	2025-02
CPI	100	0.2	0.2	0.2	0.3	0.4	0.5	0.2	2.8
食品	13.7	0.1	0.4	0.2	0.4	0.3	0.4	0.2	2.6
家庭食品	8.1	0.0	0.4	0.1	0.5	0.3	0.5	0.0	1.9
非家用食品	5.6	0.3	0.3	0.2	0.3	0.3	0.2	0.4	3.7
能源	6.3	-0.8	-1.9	0.0	0.2	2.6	1.1	0.2	-0.2
能源类商品	3.2	-0.6	-4.0	-1.0	0.5	4.3	1.9	-0.9	-3.2
汽油	3.0	-0.6	-4.1	-0.9	0.6	4.4	1.8	-1.0	-3.1
燃油	0.1	-2.8	-3.8	-2.3	-1.4	2.1	6.2	0.8	-5.1
能源服务	3.1	-0.7	0.6	0.7	-0.1	0.8	0.3	1.4	3.3
电力	2.4	-0.7	0.7	1.2	-0.4	0.3	0.0	1.0	2.5
燃气服务	0.8	-1.6	0.7	0.5	0.5	2.8	1.8	2.5	6.0
核心CPI	80.0	0.3	0.3	0.3	0.3	0.2	0.4	0.2	3.1
核心商品	19.4	-0.1	0.2	0.0	0.2	0.0	0.3	0.2	-0.1
新交通工具	4.4	0.0	0.2	0.0	0.6	0.5	0.0	-0.1	-0.3
二手汽车和卡车	2.4	-0.2	0.5	1.2	1.3	0.8	2.2	0.9	0.8
服装	2.5	0.1	1.0	-0.9	0.1	0.1	-1.4	0.6	0.6
医疗护理商品	1.5	-0.2	-0.7	-0.2	-0.1	0.0	1.2	0.1	2.3
核心服务	60.7	0.4	0.4	0.3	0.3	0.3	0.5	0.3	4.1
住所	35.4	0.5	0.3	0.4	0.3	0.3	0.4	0.3	4.2
运输服务	6.4	0.8	1.2	0.4	0.1	0.5	1.8	-0.8	6.0
医疗护理服务	6.7	-0.1	0.4	0.2	0.2	0.1	0.2	0.3	2.9

资料来源：iFinD，中邮证券研究所

分析细分结构可以发现，2 月 CPI 不及预期，主要来自交通运输项的拖累。其中，机票价格环比下跌 4%，对 CPI 环比增速产生约 4 个基点的向下拖动。机

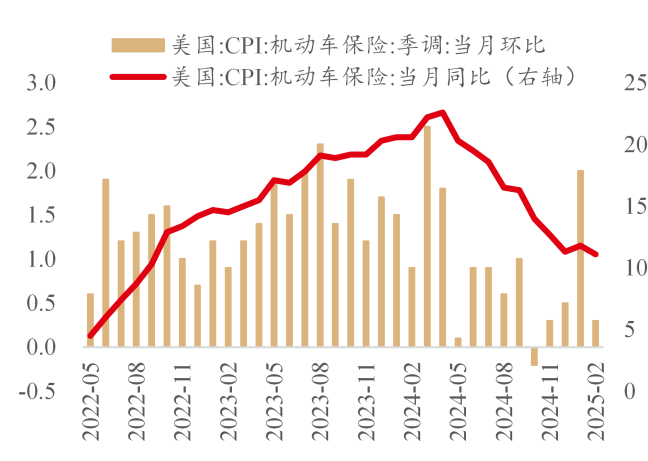
动车保险增速也有所放缓。但这两个分项在 PCE 中的统计方法都与 CPI 存在较大差异，预计月底公布的 PCE 环比增速可能略高于 CPI。

图表2：美国机票价格大幅回落（%）



资料来源：iFinD，中邮证券研究所

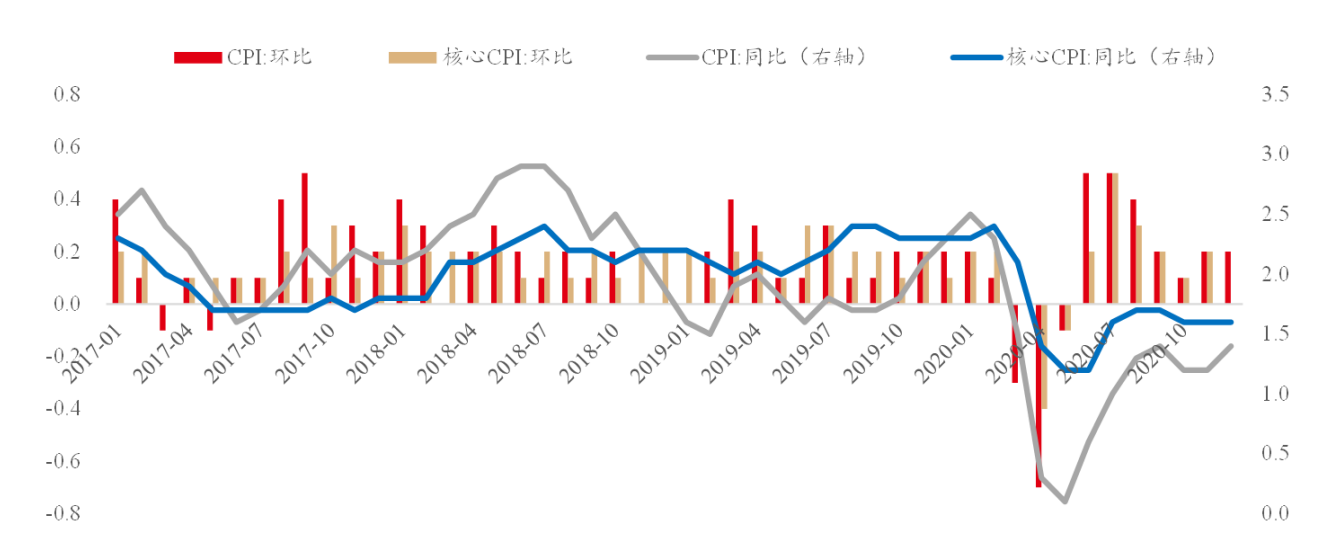
图表3：美国机动车保险增速放缓（%）



资料来源：iFinD，中邮证券研究所

整体上看，核心服务通胀的降温仍在顺利进行中，住房租金分项同比增速已经回落到 4.3%，相比起 2024 年初的 6% 左右的水平明显下降。在就业市场走向软着陆的背景下，其他与劳动力成本紧密相关的服务类价格增速整体也呈现下行趋势。

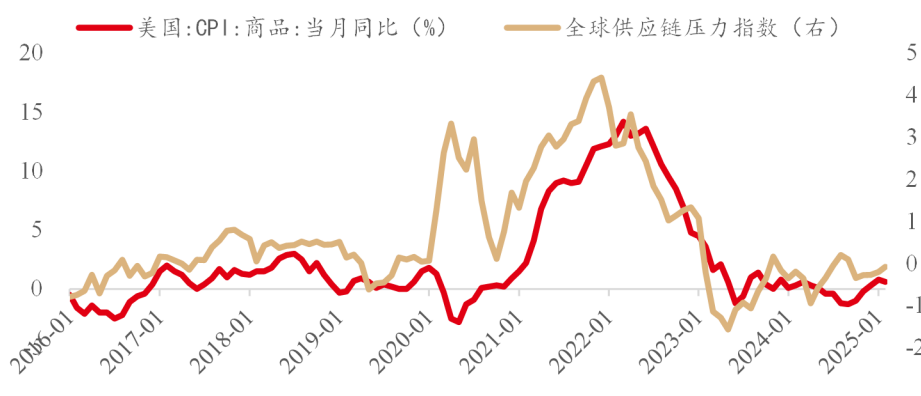
图表4：2018-2019 年关税并未造成通胀大幅上行（%）



资料来源：iFinD，中邮证券研究所

当前市场主要担忧的是关税政策出台后对商品通胀的潜在助推作用。回顾2018-2019年的上一轮关税升级，可以看到美国的整体通胀和核心通胀均未出现大幅上行，供应链压力指数也表现平稳，直到2020年疫情发生后，全球供应链大面积阻滞和中断，2021年商品通胀才出现明显上行。这表明关税政策本身对通胀的影响可能有限，一次性价格调整不足以引发持续性通胀压力。

图表5：2018-2019年美国商品通胀与供应链压力指数均处于低位



资料来源：iFinD，中邮证券研究所

图表6：当前政策不确定性处于前所未有的高峰



资料来源：policy uncertainty，中邮证券研究所

近期，美元资产呈现显著波动，美元和美股双双承压下行，主要源于特朗普政府政策不确定性高企，削弱了市场信心。展望未来，我们认为，随着美国经济动能减弱，就业市场趋于平衡，与劳动力成本挂钩的服务通胀或将继续降温。而商品通胀方面，虽然面临贸易政策调整的潜在冲击，但参考历史经验，如果特朗普政府的加征关税仅针对特定国家，而非全面加征关税，则对通胀的影响可能有限。纽约联储供应链压力指数显示，当前全球供应链压力仍处于低位，商品通胀缺乏持续上涨的基础条件。虽然近期的经济数据为美联储降息打开了空间，但在政策不确定性高企的背景下，我们预计美联储将在近两次会议中保持谨慎观望的态度。

2 风险提示

美国经济基本面超预期走弱；美国就业市场超预期快速恶化；金融风险事件。

中邮证券投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的 6 个月内的相对市场表现，即报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	预期个股相对同期基准指数涨幅在 20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在 10%与 20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 5%与 10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与 5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

中邮证券可发出其它与本报告所载信息不一致或有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

中邮证券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计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供中邮证券客户中的专业投资者使用，若您非中邮证券客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为专业投资者。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本声明具有最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司，2002 年 9 月经中国证券监督管理委员会批准设立，注册资本 50.6 亿元人民币。中邮证券是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

公司经营范围包括：证券经纪；证券自营；证券投资咨询；证券资产管理；融资融券；证券投资基金销售；证券承销与保荐；代理销售金融产品；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问。此外，公司还具有：证券经纪人业务资格；企业债券主承销资格；沪港通；深港通；利率互换；投资管理人受托管理保险资金；全国银行间同业拆借；作为主办券商在全国中小企业股份转让系统从事经纪、做市、推荐业务资格等业务资格。

公司目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西、上海、云南、内蒙古、重庆、天津、河北等地设有分支机构，全国多家分支机构正在建设中。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长，努力成为客户认同、社会尊重、股东满意、员工自豪的优秀企业。

中邮证券研究所

北京

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com
地址：北京市东城区前门街道珠市口东大街 17 号
邮编：100050

上海

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com
地址：上海市虹口区东大名路 1080 号邮储银行大厦 3 楼
邮编：200000

深圳

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com
地址：深圳市福田区滨河大道 9023 号国通大厦二楼
邮编：518048