



分析师：陶川

执业证号：S0100524060005

邮箱：taochuan@mszq.com

分析师：林彦

执业证号：S0100525030001

邮箱：linyan@mszq.com

分析师：裴明楠

执业证号：S0100524080002

邮箱：peimingnan@mszq.com

➤ **事件：**当地时间 3 月 12 日，美国劳工局公布 2 月消费者价格数据：2 月美国 CPI 同比 2.8% (预期 2.9%，前值 3.0%)，环比 0.2% (预期 0.3%，前值 0.5%)，核心 CPI 同比降至 3.1% (预期 3.2%，前值 3.3%)。

➤ **2 月美国 CPI 全面低于预期，但市场并未松一口气。**2 月美国 CPI 同环比均较前值显著下降，结构上，能源价格增速大幅降温，对应国际油价在 2 月下降，食品 CPI 增速上行，反映美国禽流感导致国内鸡蛋短缺、价格飙升，核心 CPI 同比降至 2021 年以来最低涨幅，核心服务通胀下降是主因，核心商品亦略降温。

➤ **核心商品：机动车降温，但服装和家具上涨。**2 月核心商品 CPI 同比-0.1%，持平前值，环比下行 0.1 个百分点至 0.2%，其中机动车分项 CPI 增速下行，或反映机动车内需转弱；服装和家具 CPI 增速上行，或反映了关税前景下的商家提价行为。美国进口的服装鞋靴中，中国商品占比 30%，进口的家具家电中，中国商品占比 32%。

➤ **核心服务：运输服务通胀大幅降温。**2 月份运输服务环比大幅下行 2.6 个百分点至-0.8%，机票价格、汽车保险是推动 1 月 CPI 超预期的重要原因，该两项在 2 月显著降温。另外，住房分项的同比增速继续下行至 4.2%，为 2021 年 12 月以来最低。

➤ **关税阴影下，现在还不是“庆祝”通胀进展的时候。**2 月 CPI 数据公布当日，10Y 和 2Y 美债收益率分别上行 4bp、上行 7bp，市场降息预期也没有太大变化，似乎并没有为通胀降温而“庆祝”。

➤ **市场并没有增强对通胀回归 2% 目标的信心。**一方面，最近两周“衰退”预期发酵较快，降息预期快速上行，已经定价到了年内 2.8 次降息 (图 6)；另一方面，关税冲突仍在升级，CPI 公布当日，美国对全球的钢铝征收 25% 关税正式生效，随后加拿大、欧盟宣布反制。

➤ **二次通胀会否发生？下个关键的观察点是 4 月初。**当前美国内需正受到关税、DOGE 裁员减支和美股大跌的冲击，薪资增速也低于预期，通胀风险主要在于关税对商品价格的传导效果。白宫已预告将在 4 月初落地“对等关税”以及芯片/药品/木材等的全面关税，关注其兑现情况。

➤ **本次通胀报告对美联储意味着什么？**随着关税发酵和政府效率部 (DOGE) 裁员减支计划的推进，近期对美国经济增长的担忧再次浮出水面。当前回落的通胀数据，令美联储降息的门槛下降，如果招聘陷入困境且失业率上升，那么二季度降息的概率不低。对于即将到来的 3 月 FOMC 会议，虽然大概率不会降息，但美联储有可能通过调整季度经济预测、或在会议纪要中释放转鸽信号。

➤ **风险提示：**特朗普政策超预期，美国经济基本面变化超预期。

相关研究

1. 经济动态跟踪：汇率升值能为债市解忧吗？-2025/03/13

2. “美国不是例外”系列报告：欧洲的“觉醒”对全球配置的影响-2025/03/13

3. “美国不是例外”系列报告：二季度美国的流动性挑战-2025/03/11

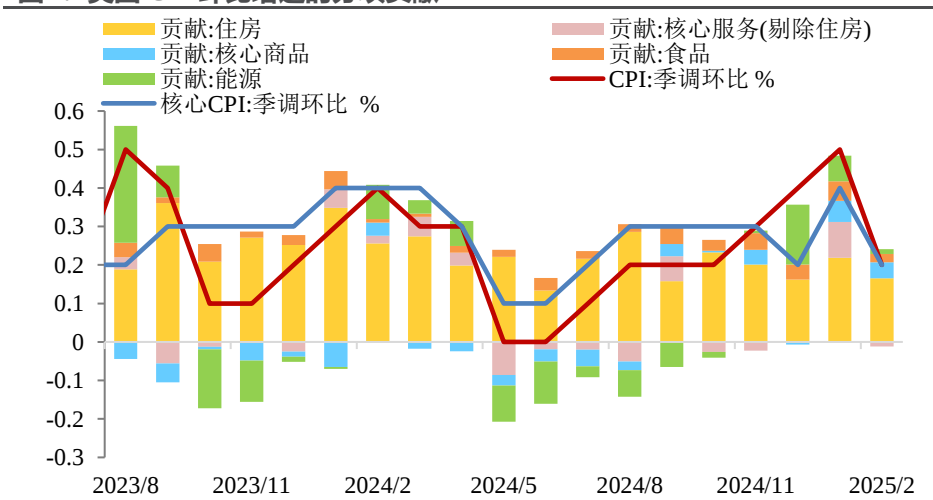
4. 海外市场点评：美股在跌什么？-2025/03/11

5. 2025 年 2 月通胀数据点评：CPI “转负”，这次有何不同？-2025/03/09

图1：美国 CPI 增速的分项表现

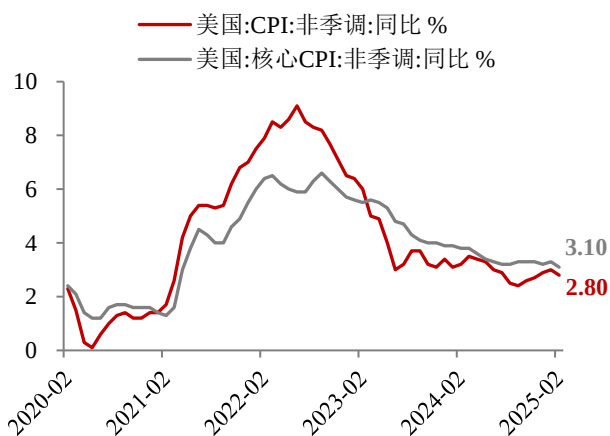
单位:%	权重	同比 (%)							季调环比 (%)		
		2025-02	2025-01	2024-12	2024-11	2024-10	2024-09		2025-02	2025-01	2024-12
CPI	100.0	2.8	3.0	2.9	2.7	2.6	2.4		0.2	0.5	0.4
食品	13.7	2.6	2.5	2.5	2.4	2.1	2.3		0.2	0.4	0.3
家庭食品	8.1	1.9	1.9	1.8	1.6	1.1	1.3		0.0	0.5	0.3
非家用食品	5.6	3.7	3.4	3.6	3.6	3.8	3.9		0.4	0.2	0.3
能源	6.3	-0.2	1.0	-0.5	-3.2	-4.9	-6.8		0.2	1.1	2.4
能源类商品	3.2	-3.2	-0.5	-3.9	-8.5	-12.4	-15.3		-0.9	1.9	3.9
能源服务	3.1	3.3	2.5	3.3	2.8	4.0	3.4		1.4	0.3	0.8
核心CPI	80.0	3.1	3.3	3.2	3.3	3.3	3.3		0.2	0.4	0.2
商品（能源商品和食品除外）	19.4	-0.1	-0.1	-0.5	-0.6	-1.0	-1.0		0.2	0.3	0.0
家用家具和供给	3.4	-0.4	-0.9	-0.9	-1.0	-2.2	-2.2		0.2	-0.2	-0.2
服装	2.5	0.9	0.3	1.4	1.2	0.2	2.3		0.6	-1.4	0.1
运输产品,不含汽车燃料	7.3	0.1	0.2	-1.2	-1.4	-1.7	-2.3		0.2	0.8	0.5
医疗护理商品	1.5	2.3	2.3	0.5	0.4	1.0	1.6		0.1	1.2	0.0
休闲商品	1.8	-2.4	-1.9	-1.5	-1.5	-1.7	-1.5		-0.7	0.3	-0.5
教育和通讯商品	0.8	-6.9	-6.6	-6.1	-5.4	-6.7	-6.9		-0.2	0.1	-1.3
酒精饮料	0.8	1.7	1.4	1.4	1.8	1.6	1.5		0.5	0.3	-0.3
其他商品	1.3	2.7	2.6	2.7	2.6	2.4	3.0		0.8	0.2	-0.4
服务（能源服务除外）	60.7	4.1	4.3	4.4	4.6	4.8	4.7		0.3	0.5	0.3
住所	35.4	4.2	4.4	4.6	4.7	4.9	4.9		0.3	0.4	0.3
水、下水道和垃圾回收服务	1.1	4.9	4.4	5.2	5.2	5.0	4.8		1.0	0.7	0.1
家庭经营	1.0	-	-	-	-	5.7	-		-	-	-
医疗护理服务	6.7	3.0	2.7	3.4	3.7	3.8	3.6		0.3	0.0	0.2
交通运输服务	6.4	6.0	8.0	7.3	7.1	8.2	8.5		-0.8	1.8	0.5
休闲服务	3.5	4.3	3.8	2.7	3.5	2.8	2.2		0.8	1.4	0.3
教育和通讯服务	5.0	1.6	1.7	1.8	1.8	2.1	2.3		0.3	0.3	0.2
其他私人服务	1.6	3.8	2.3	3.7	4.2	4.1	4.1		0.0	-0.5	-0.3

资料来源：wind，民生证券研究院

图2：美国 CPI 环比增速的分项贡献


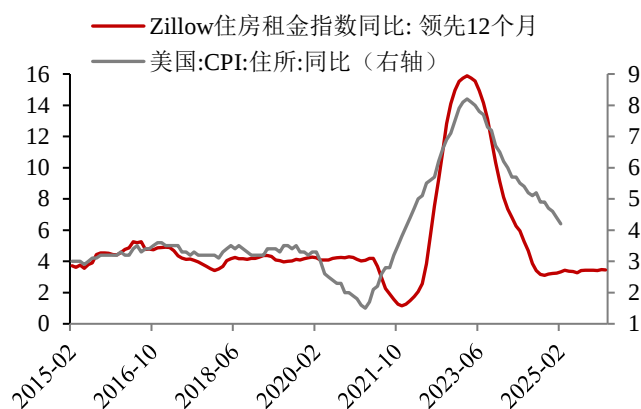
资料来源：彭博，民生证券研究院

图3：2月美国 CPI、核心 CPI 同比增速均下降



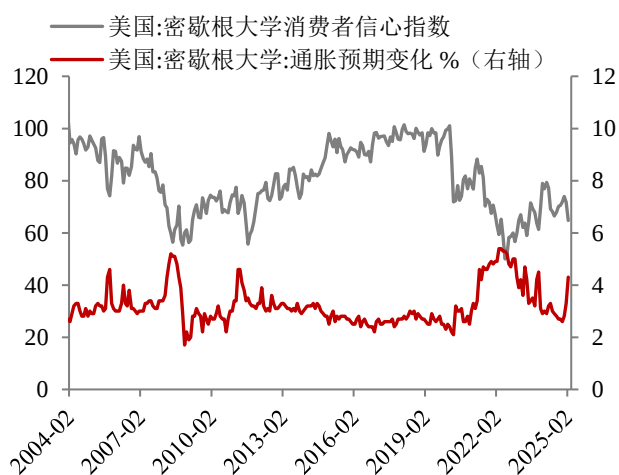
资料来源：wind，民生证券研究院

图4：美国 CPI 住所分项同比增速持续下降



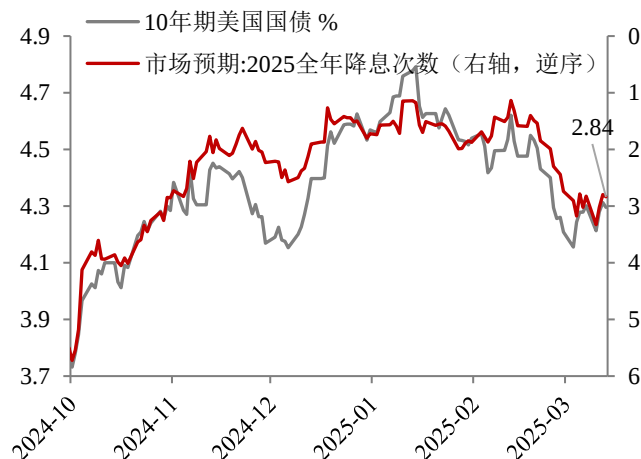
资料来源：wind，民生证券研究院

图5：消费者通胀预期跳升



资料来源：wind，民生证券研究院

图6：美国 CPI 住所分项同比增速持续下降



资料来源：彭博，民生证券研究院

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准		评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	公司评级	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
		谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上
	行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑获取本报告的机构及个人的具体投资目的、财务状况、特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，进行独立评估，并应同时考量自身的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代自身的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，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、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 1 座 10 层 01 室； 518048