

2025 年 3 月 13 日

全球宏观

通胀暂缓，隐忧犹存——美国 2 月 CPI 点评

美国 2025 年 2 月 CPI 同比增 2.8%，低于预期 2.9% 和上月 3.0%；2 月 CPI 环比增 0.2%，预期 0.3%，上月 0.5%；2 月核心 CPI 同比 3.1%，预期 3.2%，上月 3.3%；2 月核心 CPI 环比 0.2%，预期 0.3%，上月 0.4%。

李少金

Evan.Li@bocomgroup.com
(852) 3766 1849

2 月 CPI 数据全面低于预期，缓解了市场近期对于滞胀的担忧。从数据结构层面来看，本次 CPI 的回落来自于食品、能源、商品和服务全部分项的贡献，一定程度上体现了近一段时间美债利率上涨和特朗普政府裁员、缩减支出等收缩性行为对于需求端的抑制。尽管短期通胀有所放缓，但服务业价格，以及关税带来的商品价格上行隐忧犹存。具体来看：

- ④ **能源、食品价格全面降温。**2 月除了因禽流感而大幅上涨的鸡蛋价格外，食品价格普遍降温，推动食品价格环比、同比回落。此前连续两月走高的能源产品价格亦出现降温，汽油价格环比-1.0%，较上月的 1.8% 已显著回落。美国政策不确定性影响下，经济增长前景存疑，叠加近一阶段俄罗斯原油供应上升，使得原油价格或难有明显的上行空间，有望将缓解后续通胀压力，或对通胀不构成较大的上行风险。
- ④ **商品价格回落，但关税隐忧下，后续价格上行风险不可忽视。**我们在上个月报告提及新车及二手车价格上涨曾一度推动月度商品价格走出近几个月新高，但二手车价格领先指数显示未来两三个月该类商品价格会再度回落，因而可能会限制商品价格的涨幅。但与此同时，关税影响仍有可能会逐渐显现，尤其是特朗普近期针对加、墨和对华关税生效、对钢铁和铝制品征税，以及被征税国的报复性关税影响可能将逐渐反映在商品价格上，并成为后续通胀走势的主要变量。
- ④ **住房通胀波动回落仍是年内的大方向，但其颠簸性仍会影响月度读数。**如我们在前述报告中提示，住房通胀走势作为滞后项，其领先指标显示其上半年上行风险较为有限，波动回落仍是主要方向。但由于住房通胀回落的颠簸性特征，其走势对月度读数影响较大。同时，作为领先指标的租金和房价指数已经回归平稳，意味着住房通胀继续下行的空间有限。
- ④ **机票价格带动超级核心通胀降温。**除住房通胀外的超级核心通胀环比较上月出现明显降温，主要受到机票价格回落影响。2 月机票价格环比回落 4.0%，也是自 2023 年 6 月以来的最大降幅。同时，机动车维修和保险价格环比亦出现下行，也是推动超级核心通胀降温的关键。尽管短期服务价格出现回落，但随着近期 ISM 服务业 PMI 物价指数飙升，其领先服务通胀近 6 个月，意味着后续服务通胀上行风险仍在。

低于预期的 2 月通胀数据公布后，降息预期变动不大。利率期货市场隐含的降息预期显示，市场预期 5 月降息 1 次的概率由 54.3% 升至 58.7%，并预期全年降息近 3 次左右。资本市场方面，美股三大指数全面回升，滞胀担忧下的恐慌式下跌暂缓。美国 10 年期国债利率、美元指数略微下降，黄金上涨。

2 月 CPI 和非农数据好坏参半，但也体现了美国经济韧性尚存，衰退风险仍低，符合美联储鲍威尔近期对当前美国经济比较稳健的表述。美联储下周 3 月 FOMC 会议再次跳过降息仍是基准情形。3 月 FOMC 会议将公布最新的预测摘要，或能反映出美联储官员对于当前关税形势的一些判断。

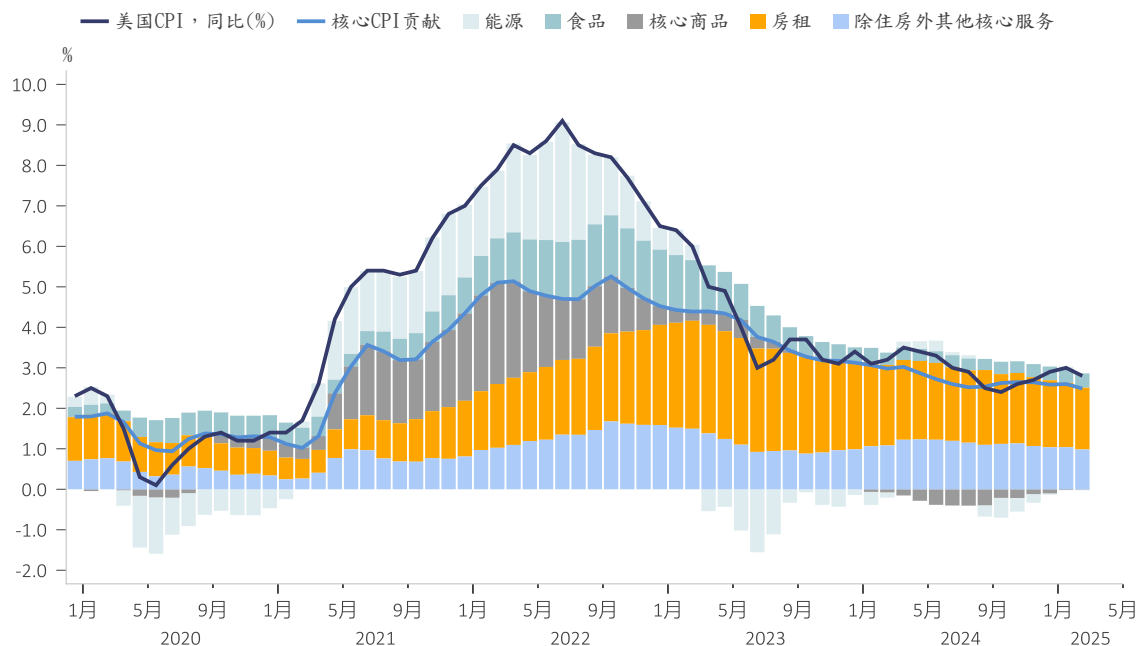
后市观察：特朗普政策高度不确定性导致当前宏观能见度较低，美联储按兵不动，并继续观察数据可能是当下最稳妥的做法。尤其是滞胀的风险，对于“滞”则需要重点关注近期就业状况，尤其是政府缩减人员的情况下，所造成的新增就业减少和失业率上行风险，以及居民消费支出的私人部门资本支出的下行风险。对于“胀”，则需要关注的关税风险下，居民通胀预期的上行风险（目前可能主要还是情绪性的短暂上行，而非“脱锚式”确定性的上行），以及关税落地后，美国商品价格的上涨变化。因此，在“滞”和“胀”目前均仅停留在一些软经济数据层面，仍需要更多硬经济数据验证的情况下，美联储可能不会急于行动。

图表 1: 美国 CPI 及其分项同比、环比变化

	权重(%)	同比 (%)				环比 (%)			
		2/2025	1/2025	12/2024	11/2024	2/2025	1/2025	12/2024	11/2024
美国CPI	100.0	2.8%	3.0%	2.9%	2.7%	0.2%	0.5%	0.4%	0.3%
食品	13.7	2.6%	2.5%	2.5%	2.4%	0.2%	0.4%	0.3%	0.3%
家庭食品	8.0	1.9%	1.9%	1.8%	1.6%	0.0%	0.5%	0.3%	0.4%
谷物烘焙	1.1	0.3%	0.4%	0.8%	-0.5%	0.4%	-0.4%	1.0%	-1.2%
肉禽鱼蛋	1.6	7.7%	6.1%	4.2%	3.8%	1.6%	1.9%	0.4%	1.5%
奶制品及周边	0.7	0.8%	1.2%	1.3%	1.2%	-1.0%	0.3%	0.2%	-0.3%
水果蔬菜	1.3	-0.2%	0.3%	1.0%	1.1%	-0.5%	-0.5%	0.1%	-0.1%
非酒精饮料及原料	0.9	2.1%	2.2%	2.3%	2.8%	-0.5%	0.9%	-0.3%	1.3%
其他食品	2.3	0.1%	0.8%	0.8%	0.7%	-0.5%	0.3%	0.3%	0.3%
外出饮食	5.6	3.7%	3.4%	3.6%	3.6%	0.4%	0.2%	0.3%	0.3%
能源	6.2	-0.2%	1.0%	-0.5%	-3.2%	0.2%	1.1%	2.4%	0.1%
能源产品	3.1	-3.2%	-0.5%	-3.9%	-8.5%	-0.9%	1.9%	3.9%	0.2%
燃油	0.1	-5.1%	-5.3%	-13.1%	-19.5%	0.8%	6.2%	2.1%	-1.4%
发动机燃料	3.0	-3.2%	-0.4%	-3.8%	-8.4%	-0.9%	1.8%	4.0%	0.2%
汽油(所有类型)	2.9	-3.1%	-0.2%	-3.4%	-8.1%	-1.0%	1.8%	4.0%	0.3%
能源服务	3.1	3.3%	2.5%	3.3%	2.8%	1.4%	0.3%	0.8%	-0.1%
电力	2.3	2.5%	1.9%	2.8%	3.1%	1.0%	0.0%	0.2%	-0.2%
公用燃气服务	0.8	6.0%	4.9%	4.9%	1.8%	2.5%	1.8%	2.8%	0.5%
核心CPI	80.1	3.1%	3.3%	3.2%	3.3%	0.2%	0.4%	0.2%	0.3%
除食品能源外商品	5.3	-0.1%	-0.1%	-0.5%	-0.6%	0.2%	0.3%	0.0%	0.2%
服饰	2.5	0.6%	0.4%	1.2%	1.1%	0.6%	-1.4%	0.1%	0.1%
新车	4.4	-0.3%	-0.3%	-0.4%	-0.7%	-0.1%	0.0%	0.4%	0.5%
二手车和卡车	2.4	0.8%	1.0%	-3.3%	-3.4%	0.9%	2.2%	0.8%	1.3%
医疗保健品	1.5	2.3%	2.3%	0.5%	0.4%	0.1%	1.2%	0.0%	-0.1%
酒精饮料	0.8	1.7%	1.4%	1.4%	1.8%	0.5%	0.3%	-0.3%	0.0%
烟草和吸烟制品	0.5	6.6%	6.8%	6.7%	6.6%	0.6%	0.4%	0.0%	1.0%
除食品能源外服务	60.7	4.1%	4.3%	4.4%	4.6%	0.3%	0.5%	0.3%	0.3%
住所	35.5	4.2%	4.4%	4.6%	4.7%	0.3%	0.4%	0.3%	0.3%
主要住宅租金	7.5	4.1%	4.2%	4.3%	4.4%	0.3%	0.3%	0.3%	0.2%
业主等值住宅租金	26.3	4.4%	4.6%	4.8%	4.9%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%
医疗服务	6.7	3.0%	2.7%	3.4%	3.7%	0.3%	0.0%	0.2%	0.3%
医生服务	1.8	2.6%	2.1%	2.6%	2.8%	0.4%	0.1%	0.1%	0.3%
医院服务	1.6	3.6%	2.9%	3.5%	3.8%	0.1%	0.9%	0.2%	0.0%
交通服务	6.3	6.0%	8.0%	7.3%	7.1%	-0.8%	1.8%	0.5%	0.1%
机动车维修保养	1.0	5.8%	5.9%	6.2%	5.7%	0.3%	0.5%	0.2%	0.2%
机动车保险	2.9	11.1%	11.8%	11.3%	12.7%	0.3%	2.0%	0.5%	0.3%
机票价格	0.9	-0.7%	7.1%	7.9%	4.7%	-4.0%	1.2%	3.0%	0.0%

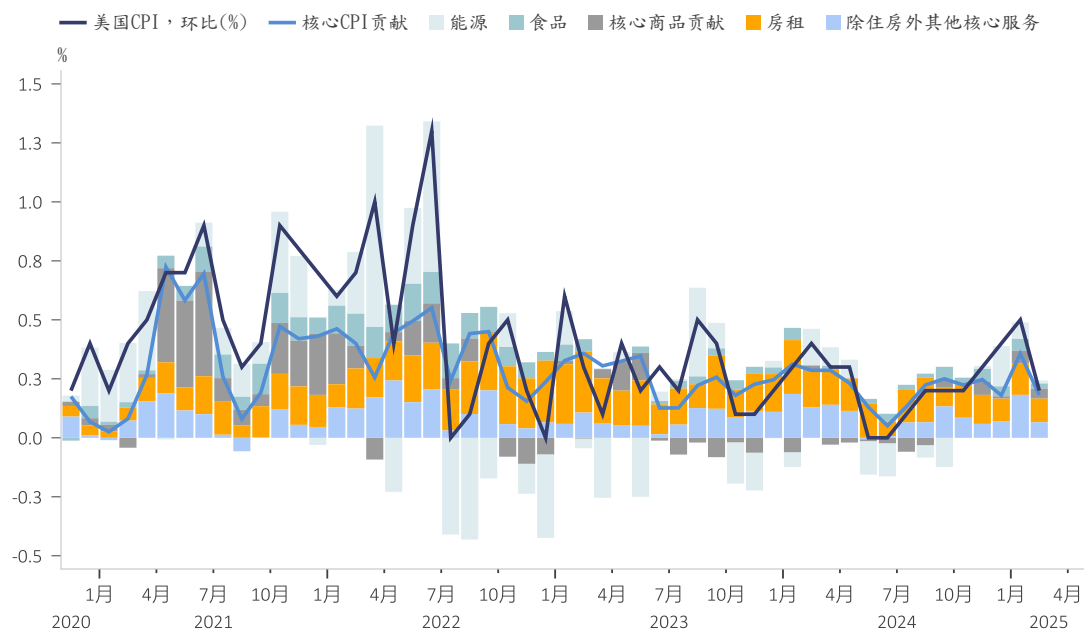
资料来源: Macrobond, 美国劳工部, 交银国际

图表 2: 美国 CPI 同比分项贡献情况



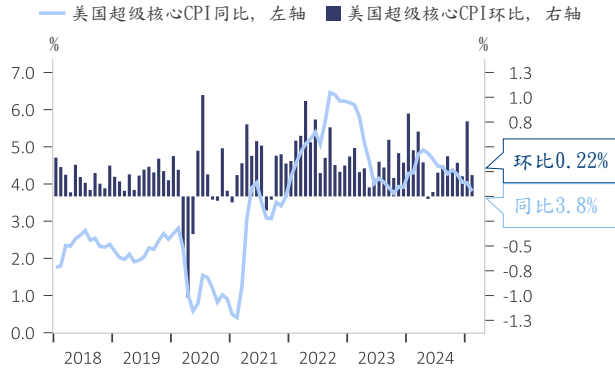
资料来源: Macrobond, 交银国际

图表 3: 美国 CPI 环比分项贡献情况



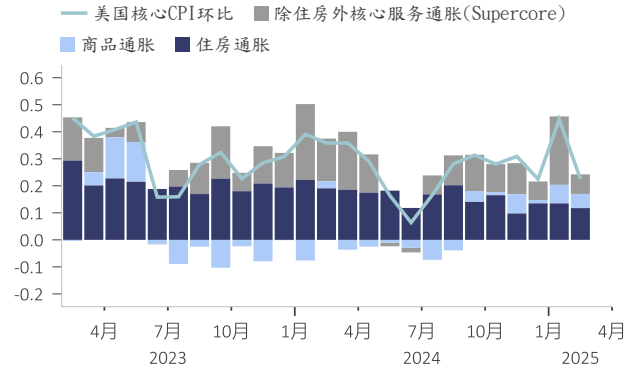
资料来源: Macrobond, 交银国际

图表 4: 美国超级核心通胀同比及环比



资料来源: Macrobond, 交银国际

图表 5: 美国核心 CPI 环比主要贡献项



资料来源: Macrobond, 交银国际

图表 6: 全球供应链压力指数与美国通胀



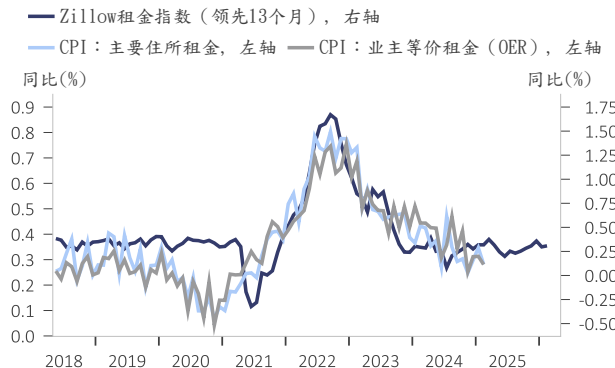
资料来源: Macrobond, 交银国际

图表 7: 美国二手车价格指数



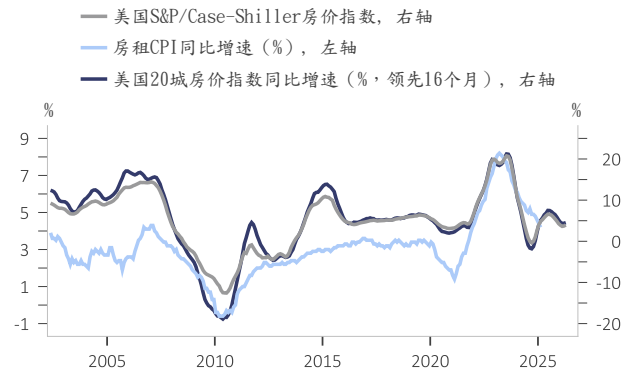
资料来源: Macrobond, 交银国际

图表 8: 租金指数与住房通胀



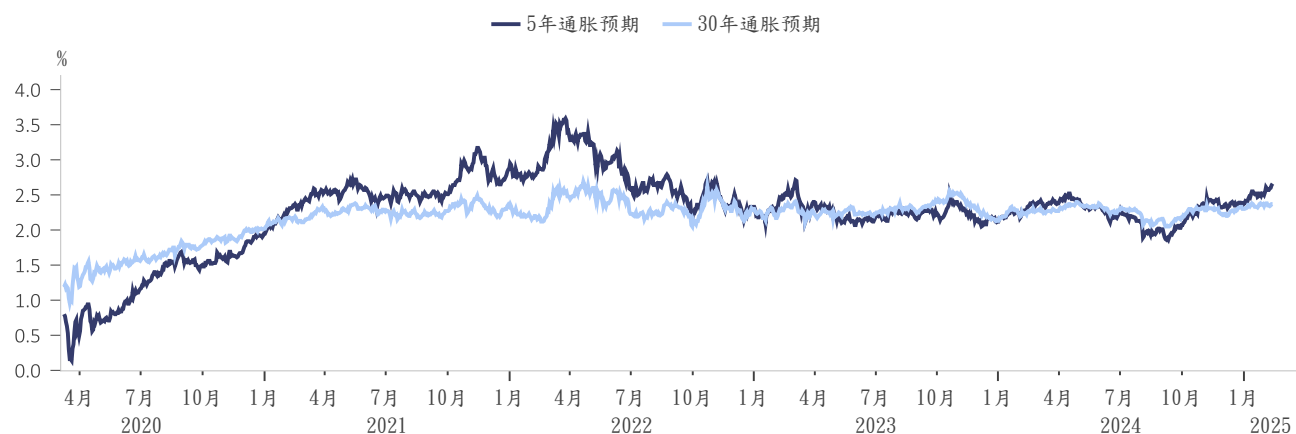
资料来源: Macrobond, 交银国际

图表 9: 房价指数与住房通胀



资料来源: Macrobond, 交银国际

图表 10: 5 年期通胀预期较 30 年期通胀预期走阔，反映了投资者对于短期通胀的担忧升温



资料来源: Macrobond, 交银国际

交銀國際

香港中环德辅道中 68 号万宜大厦 10 楼

总机: (852) 3766 1899 传真: (852) 2107 4662

评级定义

分析员个股评级定义：

买入：预期个股未来12个月的总回报**高于**相关行业。

中性：预期个股未来12个月的总回报与相关行业**一致**。

沽出：预期个股未来12个月的总回报**低于**相关行业

无评级：对于个股未来12个月的总回报与相关行业的比较，分析员**并无确信观点**。

分析员行业评级定义：

领先：分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现相对于大盘标杆指数**具吸引力**。

同步：分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现与大盘标杆指数**一致**。

落后：分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现相对于大盘标杆指数**不具吸引力**。

香港市场的标杆指数为**恒生综合指数**，A股市场的标杆指数为**MSCI 中国A股指数**，美国上市中概股的标杆指数为**标普美国中概股50（美元）指数**

分析员披露

本研究报告之作者，兹作以下声明：i) 发表于本报告之观点准确地反映有关于他们个人对所提及的证券或其发行者之观点；及ii) 他们之薪酬与发表于报告上之建议/观点并无直接或间接关系；iii) 对于提及的证券或其发行者，他们并无接收到可影响他们的建议的内幕消息/非公开股价敏感消息。

本报告之作者进一步确认：i) 他们及他们之相关有联系者【按香港证券及期货监察委员会之操守准则的相关定义】并没有于发表本报告之30个日历日前交易或买卖本报告内涉及其所评论的任何公司的证券；ii) 他们及他们之相关有联系者并没有担任本报告内涉及其评论的任何公司的高级人员（包括就房地产基金而言，担任该房地产基金的管理公司的高级人员；及就任何其他实体而言，在该实体中担任负责管理该等公司的高级人员或其同级人员）；iii) 他们及他们之相关有联系者并没拥有于本报告内涉及其评论的任何公司的证券之任何财务利益。根据证监会持牌人或注册人操守准则第16.2段，“有联系者”指：i) 分析员的配偶、亲生或领养的未成年子女，或未成年继子女；ii) 某信托的受托人，而分析员、其配偶、其亲生或领养的未成年子女或其未成年继子女是该信托的受益人或酌情对象；或iii) 惯于或有义务按照分析员的指示或指令行事的另一人。

有关商务关系及财务权益之披露

交银国际证券有限公司及/或其关联公司在过去十二个月内与交通银行股份有限公司、国联证券股份有限公司、交银国际控股有限公司、四川能投发展股份有限公司、光年控股有限公司、七牛智能科技有限公司、致富金融集团有限公司、湖州燃气股份有限公司、Leading Star (Asia) Holdings Limited、武汉有机控股有限公司、安徽皖通高速公路股份有限公司、上海小南国控股有限公司、Sincere Watch (Hong Kong) Limited、山西省安装集团股份有限公司、富景中国控股有限公司、中军集团股份有限公司、佳民集团有限公司、集海资源集团有限公司、君圣泰医药、天津建设发展集团股份有限公司、长久股份有限公司、乐思集团有限公司、出门问问有限公司、趣致集团、宜搜科技控股有限公司、老铺黄金股份有限公司、中赣通信(集团)控股有限公司、地平线、多点数智有限公司、草姬集团控股有限公司、安徽海螺材料科技股份有限公司及北京赛目科技股份有限公司有投资银行业务关系。

交银国际证券有限公司及/或其集团公司现持有东方证券股份有限公司、光大证券股份有限公司及七牛智能科技有限公司的已发行股本逾1%。

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)，表示并保证其根据下述的条件下有权获得本报告，并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。

本报告为高度机密，并且只以非公开形式供交银国际证券的客户阅览。本报告只在基于能被保密的情况下提供给阁下。未经交银国际证券事先以书面同意，本报告及其中所载的资料不得以任何形式(i)复制、复印或储存，或者(ii)直接或者间接分发或者转交予任何其它人作任何用途。

交银国际证券、其附属公司、关联公司、董事、关联方及/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、或对其有兴趣。此外，交银国际证券、其附属公司及关联公司可能与本报告内所述或有关的公司不时进行业务往来，或为其担任市场庄家，或被委任替其证券进行承销，或可能以受托人身份替客户买入或沽售其证券，或可能为其担当或争取担当并提供投资银行、顾问、包销、融资或其它服务，或替其从其它实体寻求同类型之服务。投资者在阅读本报告时，应该留意任何或所有上述的情况，均可能导致真正或潜在的利益冲突。

本报告内的资料来自交银国际证券在报告发行时相信为正确及可靠的来源，惟本报告并非旨在包含投资者所需要的所有信息，并可能受送递延误、阻碍或拦截等因子所影响。交银国际证券不明示或暗示地保证或表示任何该等数据或意见的足够性、准确性、完整性、可靠性或公平性。因此，交银国际证券及其集团或有关的成员均不会就由于任何第三方在依赖本报告的内容时所作的行为而导致的任何类型的损失（包括但不限于任何直接的、间接的、随之而发生的损失）而负上任何责任。

本报告只为一般性提供数据之性质，旨在供交银国际证券之客户作一般阅览之用，而并非考虑任何某特定收取者的特定投资目标、财务状况或任何特别需要。本报告内的任何资料或意见均不构成或被视为集团的任何成员作出提议、建议或征求购入或出售任何证券、有关投资或其它金融证券。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映交银国际证券或其集团的立场，亦可在没有提供通知的情况下随时更改，交银国际证券亦无责任提供任何有关资料或意见之更新。

交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。本报告的发送对象不包括身处中国内地的投资人。如知悉收取或发送本报告有可能构成当地法律、法则或其他规定之违反，本报告的收取者承诺尽快通知交银国际证券。

本免责声明以中英文书写，两种文本具同等效力。若两种文本有矛盾之处，则应以英文版本为准。

交银国际证券有限公司是交通银行股份有限公司的附属公司。