

美国 2 月 CPI 点评：通胀不及预期，延缓“再通胀”担忧



沈夏宜 分析师
Email:shenxiayi@lczq.com
证书:S1320523020004



杨见一 研究助理
Email:yangjianyi@lczq.com

核心观点：

2 月美国 CPI 同比 2.8%，核心 CPI 同比 3.1%，均低于预期。美国 2 月整体 CPI 同比增速 2.8%，预期 3.0%，前值 3.0%；环比 0.2%，预期 0.3%，前值 0.5%。核心 CPI 同比 3.1%，预期 3.2%，前值 3.3%；环比 0.2%，预期 0.3%，前值 0.4%。2 月 CPI 同环比均低于预期，暂缓市场此前对美国通胀走高的担忧。但是，由于 2 月通胀降温主要系原油价格下行并传导至交通服务价格下行拖累，且同样反映美国需求降温，因此市场反应并不过于“乐观”，对“特朗普衰退（Trumpcession）”及远期出现关税通胀的担忧并未解除。

2 月 CPI 下行超预期主要系能源价格回落带动运输服务价格同步下行。2 月能源 CPI 同比-0.2%（前值 1.0%），环比 0.2%（前值 1.1%）。能源商品为主要拖累项，2 月环比-0.9，同比-3.2%。其中，汽油环比-1.0%，燃油 0.8%，较前值的 1.9%和 1.8%明显回落。另一方面，能源价格快速下行传导至交通服务分项。2 月交通服务 CPI 环比-0.8%（前值 1.8%），主要是与燃油价格高度相关的机票价格（环比-4.0%）、城际交通服务价格（环比-3.0%）拖累导致。向前看，近两月国际油价仍在下行，且俄乌谈判开启。考虑到能源 CPI 滞后国际油价，及能源价格向运输服务价格传导的作用，预计后续能源对 CPI 直接或间接的拖累仍将持续，关注俄乌谈判进展对油价的影响。

2 月核心 CPI 增速边际放缓，住房价格维持下行趋势。2 月核心 CPI 放缓至 3.1%，主要原因仍是住房分项持续降温、二手车价格升势边际放缓。核心服务方面，2 月住房 CPI 环比 0.3%（前值 0.4%），同比 4.2%（前值 4.4%）。核心商品方面，前月有所回升的二手车价格放缓升势，2 月 CPI 环比 0.9%（前值 2.2%），同比 0.8%（前值 1.0%）。领先指标显示 2025 年美国房地产可能触底回升但回升幅度不大，而二手车价格未来两个月或将维持低位震荡。由于特朗普对墨、加施加 25%全面关税的同时豁免了汽车进口关税（推迟一个月），美国本土汽车价格暂未受到扰动。后续关注特朗普对进口汽车关税豁免的可持续性和关税对其他核心商品的扰动。

数据公布后，市场“再通胀”担忧延后，但并未解除。当前，CME 数据显示市场对 2025 年三次降息的时点预期分别在 6 月、9 月、12 月（此前为 11 月），全年降息幅度约 75bps，第三次降息的时点推后。数据公布当天，美股美债利率同步小幅上行，主要是非农就业和 CPI 通胀不及预期共同指向美联储降息，市场衰退交易情绪有所稳定，但 3 月特朗普关税政策

相关报告

1-2 月外贸数据点评：出口走弱了吗？

2025.03.12

美国 2 月非农点评：就业小幅放缓，降息预期暂掩衰退担忧

2025.03.10

行稳致远——2025 年政府工作报告解读

2025.03.06

频发，4月2日美国对全球“对等关税”箭在弦上，美国经济不确定性仍强。我们认为，短期内美国通胀上行风险暂时较低，但关税等政策落地后对经济的负面影响将逐步显现，市场对美国经济数据的敏感度将持续走高。下一阶段，应紧密关注特朗普对外关税实施进展、对内减税法案落地情况和其他政策对美国经济基本面的影响。

风险提示：美国经济风险超预期，美联储货币政策超预期，特朗普政策超预期。

目 录

1. 美国 2 月 CPI 不及预期，延缓再通胀担忧.....	5
1.1 能源：俄乌重启谈判，油价或维持下行趋势	8
1.2 二手车：价格增速放缓，暂未受关税政策扰动	8
2. 风险提示	9

图表目录

图 1	美国近半年 CPI 分项权重、同环比及趋势 (%)	6
图 2	美国 1 月 CPI 分项相对重要性及同环比 (% , NSA)	6
图 3	美国 2 月 CPI 分项相对重要性及同环比 (% , NSA)	6
图 4	美国商品 CPI 及其分项同比 (%)	6
图 5	美国商品 CPI 及其分项同比 (% , 不含能源)	6
图 6	美国服务 CPI 及其分项同比 (%)	7
图 7	美国服务 CPI 及其分项同比 (% , 不含能源)	7
图 8	美国整体、核心、超级核心、非住房核心服务 CPI 当月同比 (%)	7
图 9	Zillow 房价指数领先业主等价租金 16 个月 (%)	7
图 10	Zillow 观察租金指数领先主要住所租金 13 个月 (%)	7
图 11	近一年原油日频价格 (美元/桶)	8
图 12	国际油价及美国汽油价格变化情况	8
图 13	Manheim 指数显示二手车价格低位波动 (%)	8
图 14	CME 数据显示当前市场定价下半年降息 3 次	9

1. 美国 2 月 CPI 不及预期，延缓再通胀担忧

2 月美国 CPI 同比 2.8%，核心 CPI 同比 3.1%，均低于预期。美国 2 月整体 CPI 同比增速 2.8%，预期 3.0%，前值 3.0%；环比 0.2%，预期 0.3%，前值 0.5%。核心 CPI 同比 3.1%，预期 3.2%，前值 3.3%；环比 0.2%，预期 0.3%，前值 0.4%。2 月 CPI 同环比均低于预期，暂缓市场此前对美国通胀走高的担忧。但是，由于 2 月通胀降温主要系原油价格下行并传导至交通服务价格下行拖累，且同样反映美国需求降温，因此市场反应并不过于“乐观”，对“特朗普衰退（Trumpcession）”及远期出现关税通胀的担忧并未解除。

2 月 CPI 下行超预期主要系能源价格回落带动运输服务价格同步下行。2 月能源 CPI 同比-0.2%（前值 1.0%），环比 0.2%（前值 1.1%）。能源商品为主要拖累项，2 月环比-0.9，同比-3.2%。其中，汽油环比-1.0%，燃油 0.8%，较前值的 1.9%和 1.8%明显回落。另一方面，能源价格快速下行传导至交通服务分项。2 月交通服务 CPI 环比-0.8%（前值 1.8%），主要是与燃油价格高度相关的机票价格（环比-4.0%）、城际交通服务价格（环比-3.0%）拖累导致。向前看，近两月国际油价仍在下行，且俄乌谈判开启。考虑到能源 CPI 滞后国际油价，及能源价格向运输服务价格传导的作用，预计后续能源对 CPI 直接或间接的拖累仍将持续，关注俄乌谈判进展对油价的影响。

2 月核心 CPI 增速边际放缓，住房价格维持下行趋势。2 月核心 CPI 放缓至 3.1%，主要原因仍是住房分项持续降温、二手车价格升势边际放缓。核心服务方面，2 月住房 CPI 环比 0.3%（前值 0.4%），同比 4.2%（前值 4.4%）。核心商品方面，前月有所回升的二手车价格放缓升势，2 月 CPI 环比 0.9%（前值 2.2%），同比 0.8%（前值 1.0%）。领先指标显示 2025 年美国房地产可能触底回升但回升幅度不大，而二手车价格未来两个月或将维持低位震荡。由于特朗普对墨、加施加 25%全面关税的同时豁免了汽车进口关税（推迟一个月），美国本土汽车价格暂未受到扰动。后续关注特朗普对进口汽车关税豁免的可持续性和关税对其他核心商品的扰动。

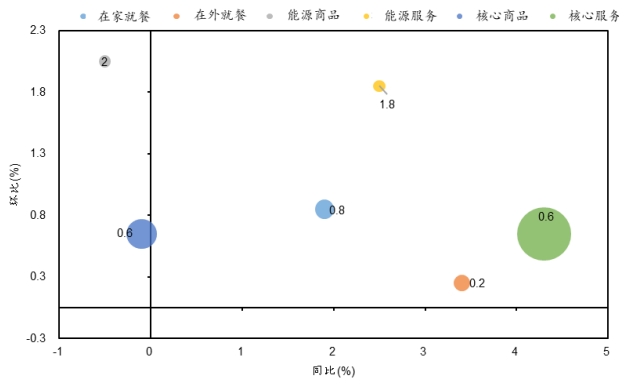
数据公布后，市场“再通胀”担忧延后，但并未解除。当前，CME 数据显示市场对 2025 年三次降息的时点预期分别在 6 月、9 月、12 月（此前为 11 月），全年降息幅度约 75bps，第三次降息的时点推后。数据公布当天，美股美债利率同步小幅上行，主要是非农就业和 CPI 通胀不及预期共同指向美联储降息，市场衰退交易情绪有所稳定，但 3 月特朗普关税政策频发，4 月 2 日美国对全球“对等关税”箭在弦上，美国经济不确定性仍强。我们认为，短期内美国通胀上行风险暂时较低，但关税等政策落地后对经济的负面影响将逐步显现，市场对美国经济数据的敏感度将持续走高。下一阶段，应紧密关注特朗普对外关税实施进展、对内减税法案落地情况和其他政策对美国经济基本面的影响。

图1 美国近半年 CPI 分项权重、同环比及趋势 (%)

权重 (%)	项目	环比趋势	环比 (%) SA						同比趋势	同比 (%) NSA					
			Feb. 2025	Jan. 2025	Dec. 2024	Nov. 2024	Oct. 2024	Sep. 2024		Feb. 2025	Jan. 2025	Dec. 2024	Nov. 2024	Oct. 2024	Sep. 2024
100.00%	CPI		0.2	0.5	0.4	0.3	0.2	0.2		2.8	3.0	2.9	2.7	2.6	2.4
13.69%	食品		0.2	0.4	0.3	0.4	0.2	0.4		2.6	2.5	2.5	2.4	2.1	2.3
8.04%	在家就餐		0.0	0.5	0.3	0.5	0.1	0.4		1.9	1.9	1.8	1.6	1.1	1.3
5.65%	在外就餐		0.4	0.2	0.3	0.3	0.2	0.3		3.7	3.4	3.6	3.6	3.8	3.9
6.22%	能源		0.2	1.1	2.6	0.2	0.0	-1.9		-0.2	1.0	-0.5	-3.2	-4.9	-6.8
3.12%	能源商品		-0.9	1.9	4.3	0.5	-1.0	-4.0		-3.2	-0.5	-3.9	-8.5	-12.4	-15.3
2.90%	汽油		-1.0	1.8	4.4	0.6	-0.9	-4.1		-3.1	-0.2	-3.4	-8.1	-12.2	-15.3
0.07%	燃油		0.8	6.2	4.4	0.6	-4.6	-6.0		-5.1	-5.3	-13.1	-19.5	-20.8	-22.4
3.09%	能源服务		1.4	0.3	0.8	-0.1	1.0	0.7		3.3	2.5	3.3	2.8	4.0	3.4
2.34%	电力		1.0	0.0	0.3	-0.4	1.2	0.7		2.5	1.9	2.8	3.1	4.5	3.7
0.75%	管道气		2.5	1.8	2.4	1.0	0.3	0.7		6.0	4.9	4.9	1.8	2.0	2.0
80.09%	核心CPI		0.2	0.4	0.2	0.0	0.3	0.3		3.1	3.3	3.2	3.3	3.3	3.3
19.39%	核心商品		0.2	0.3	0.1	0.3	0.0	0.2		-0.1	-0.1	-0.5	-0.6	-1.0	-1.0
4.39%	新车		-0.1	0.0	0.5	0.6	0.0	0.2		-0.3	-0.3	-0.4	-0.7	-1.3	-1.3
2.39%	二手车		0.9	2.2	1.2	2.0	2.7	0.3		0.8	1.0	-3.3	-3.4	-3.4	-5.1
2.48%	服饰		0.6	-1.4	0.1	0.2	-1.5	1.1		0.6	0.4	1.2	1.1	0.3	1.8
1.53%	医疗商品		0.1	1.2	0.0	-0.1	-0.2	-0.7		2.3	2.3	0.5	0.4	1.0	1.6
60.71%	核心服务		0.3	0.5	0.3	0.3	0.3	0.4		4.1	4.3	4.4	4.6	4.8	4.7
35.48%	住房		0.3	0.4	0.3	0.3	0.4	0.2		4.2	4.4	4.6	4.7	4.9	4.9
6.31%	交通		-0.8	1.8	0.5	0.0	0.4	1.4		6.0	8.0	7.3	7.1	8.2	8.5
6.75%	医疗		0.3	0.0	0.2	0.4	0.4	0.7		3.0	2.7	3.4	3.7	3.8	3.6

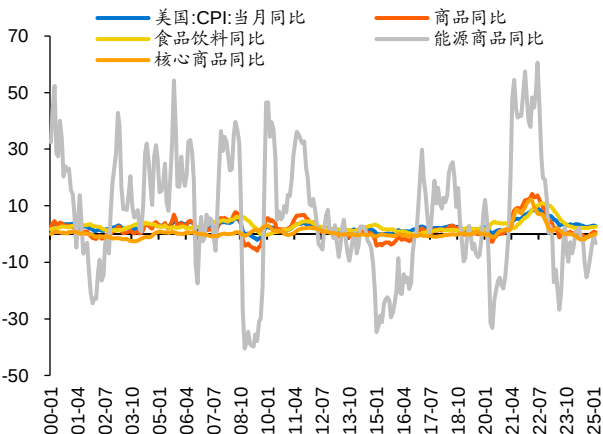
资料来源: BLS, 联储证券研究院

图2 美国 1 月 CPI 分项相对重要性及同环比 (%) NSA)



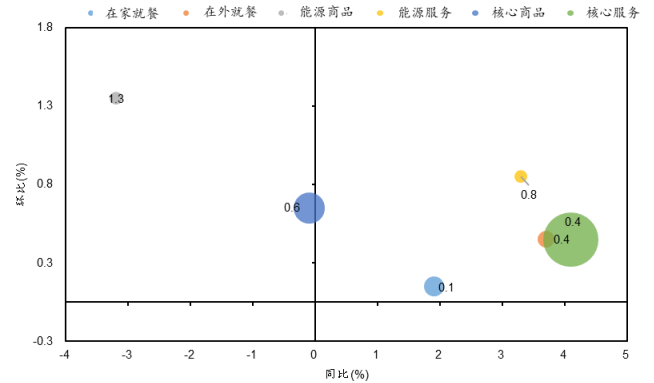
资料来源: iFinD, 联储证券研究院

图4 美国商品 CPI 及其分项同比 (%)



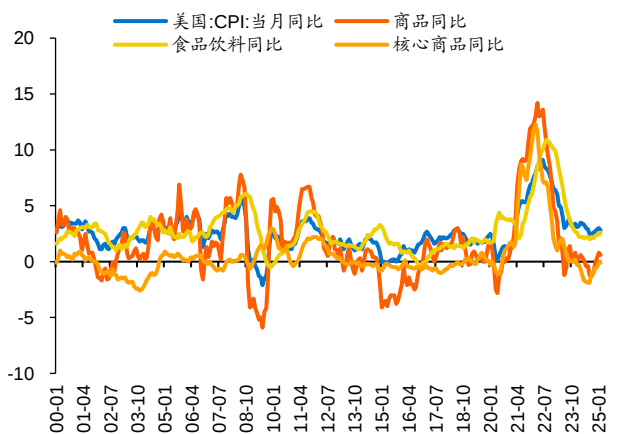
资料来源: iFinD, 联储证券研究院

图3 美国 2 月 CPI 分项相对重要性及同环比 (%) NSA)



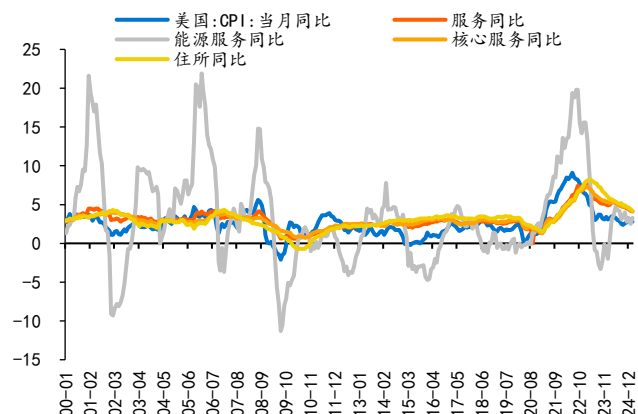
资料来源: iFinD, 联储证券研究院

图5 美国商品 CPI 及其分项同比 (%) (不含能源)



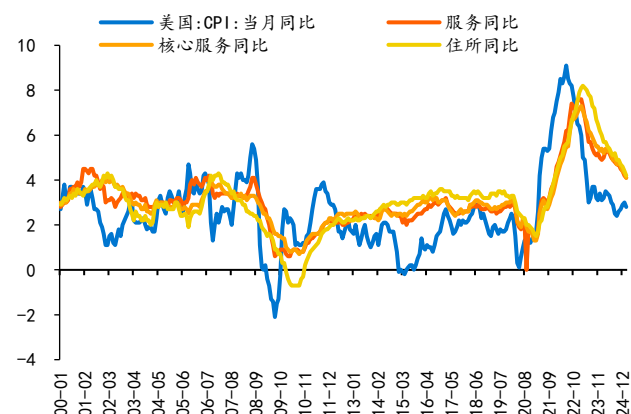
资料来源: iFinD, 联储证券研究院

图6 美国服务CPI及其分项同比(%)



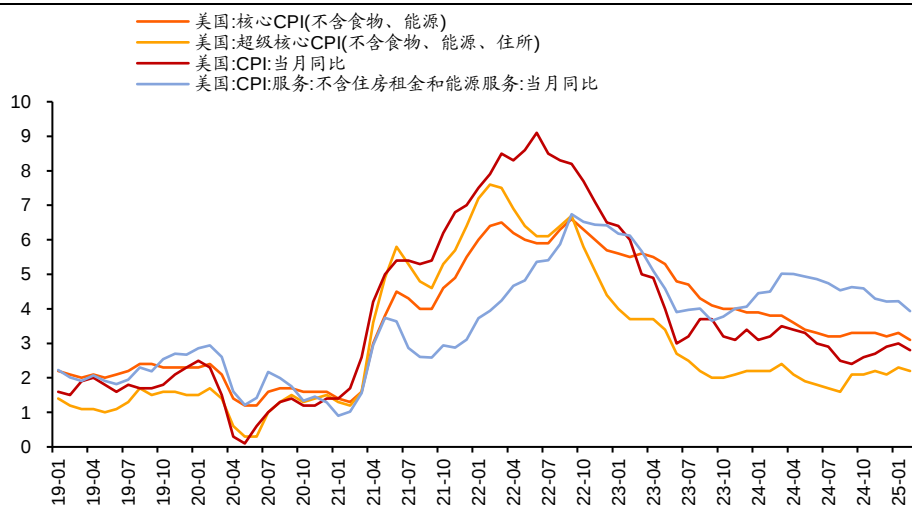
资料来源: iFinD, 联储证券研究院

图7 美国服务CPI及其分项同比(%, 不含能源)



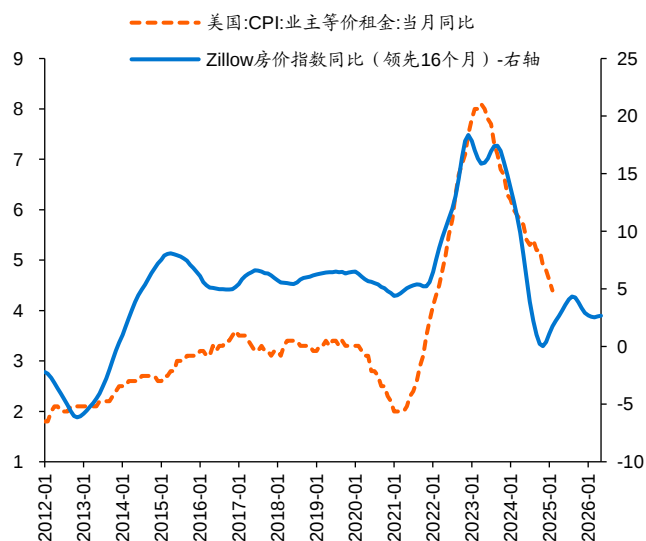
资料来源: iFinD, 联储证券研究院

图8 美国整体、核心、超级核心、非住房核心服务CPI当月同比(%)



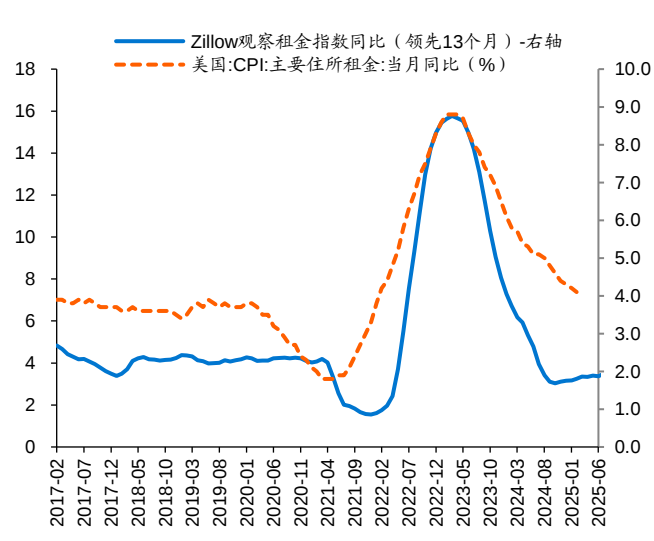
资料来源: BLS, 联储证券研究院

图9 Zillow 房价指数领先业主等价租金 16 个月(%)



资料来源: BLS, Zillow, 联储证券研究院

图10 Zillow 观察租金指数领先主要住所租金 13 个月(%)

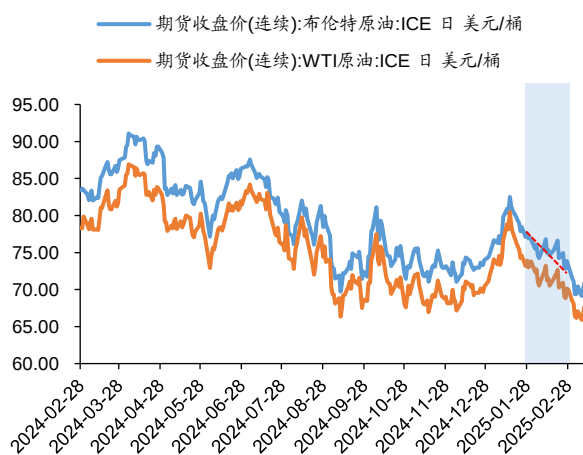


资料来源: BLS, Zillow, 联储证券研究院

1.1 能源：俄乌重启谈判，油价或维持下行趋势

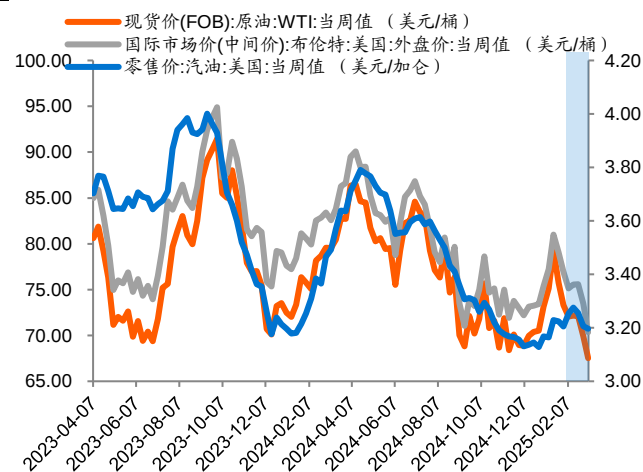
国际油价下跌，带动能源 CPI 下行，为 2 月能源 CPI 主要拖累项。2 月能源 CPI 同比-0.2%，环比 0.2%，前值 1.1%。2 月国际油价下行，跌幅约在-12.1%，美国汽油零售价下跌-7.5%，对 2 月整体 CPI 形成拖累。截至 3 月 11 日，布伦特原油价格下降至 71 美元/桶附近，美国汽油零售价下降至 3.2 美元/加仑附近。随着俄乌谈判的推进，国际原油价格或维持下行趋势，关注后续俄乌谈判进展及美国能源政策落地情况。

图11 近一年原油日频价格（美元/桶）



资料来源：iFinD，联储证券研究院

图12 国际油价及美国汽油价格变化情况

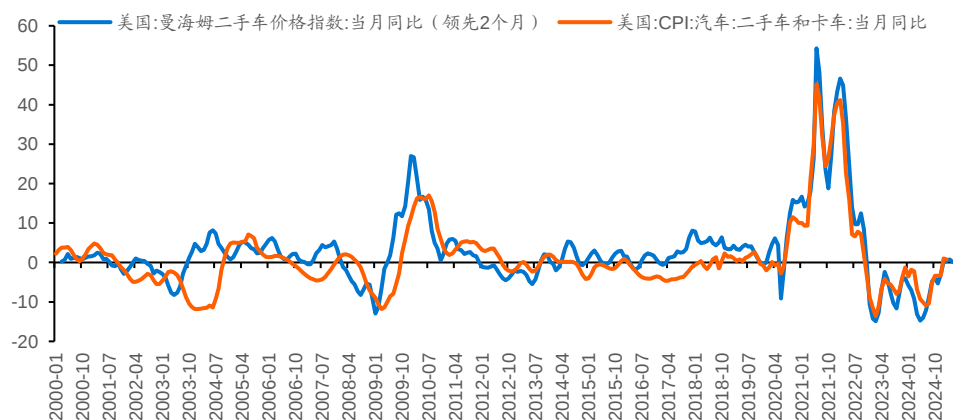


资料来源：iFinD，联储证券研究院

1.2 二手车：价格增速放缓，暂未受关税政策扰动

2月核心商品价格走弱，二手车增速放缓。核心商品2月环比与1月相比下降0.1%，同比维持在-0.1%。耐用品中，二手车价格环比为0.9%，前值2.2%，下降了1.3个百分点。领先指标 Manheim 二手车价格指数显示，未来两个月二手车价格仍有望维持低位震荡。由于特朗普在对墨、加施加 25%全面关税的同时豁免了汽车进口关税（推迟一个月），美国本土汽车价格暂未受到扰动。后续关注特朗普对进口汽车关税豁免的可持续性和关税对其他核心商品的扰动。

图13 Manheim 指数显示二手车价格低位波动（%）



资料来源：iFinD，联储证券研究院

图14 CME 数据显示当前市场定价下半年降息 3 次

	CME FEDWATCH TOOL - CONDITIONAL MEETING PROBABILITIES									
MEETING DATE	200-225	225-250	250-275	275-300	300-325	325-350	350-375	375-400	400-425	425-450
2025/3/19					0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	2.0%	98.0%
2025/5/7	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.5%	27.4%	72.0%
2025/6/18	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.4%	19.7%	59.2%	20.7%
2025/7/30	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%	7.8%	34.8%	44.5%	12.8%
2025/9/17	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%	5.1%	25.3%	41.1%	23.9%	4.5%
2025/10/29	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	1.8%	12.0%	30.7%	35.2%	17.3%	3.0%
2025/12/10	0.0%	0.0%	0.0%	0.8%	6.2%	20.0%	32.6%	27.5%	11.1%	1.7%
2026/1/28	0.0%	0.0%	0.1%	1.4%	7.7%	21.4%	32.1%	25.7%	10.1%	1.5%
2026/3/18	0.0%	0.0%	0.4%	2.8%	10.8%	23.8%	30.6%	22.2%	8.1%	1.2%
2026/4/29	0.0%	0.1%	0.6%	3.4%	11.8%	24.3%	30.0%	21.1%	7.6%	1.1%
2026/6/17	0.0%	0.1%	0.8%	4.0%	12.6%	24.7%	29.4%	20.2%	7.2%	1.0%
2026/7/29	0.0%	0.1%	0.9%	4.3%	13.1%	24.9%	29.0%	19.7%	6.9%	1.0%
2026/9/16	0.0%	0.1%	1.0%	4.6%	13.5%	25.0%	28.8%	19.3%	6.8%	0.9%
2026/10/28	0.0%	0.1%	0.9%	4.3%	12.7%	24.0%	28.4%	20.1%	7.9%	1.4%
2026/12/9	0.1%	0.8%	3.8%	11.6%	22.6%	27.9%	21.2%	9.4%	2.3%	0.3%

资料来源：CME，联储证券研究院

2. 风险提示

美国经济风险超预期，美联储货币政策超预期，特朗普政策超预期。

免责声明

联储证券股份有限公司（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。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，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，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“联储证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“联储证券研究院”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在 5%~10%之间
		中性	相对同期基准指数涨幅在 -5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 5%以上
	行业评级	看好	相对表现优于市场
		中性	相对表现与市场持平
		看淡	相对表现弱于市场

联储证券研究院

青岛

地址：山东省青岛市崂山区香港东路 195 号 8 号楼 11、15F
 邮编：266100

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴环路 1366 号富士康大厦 10F
 邮编：200120

北京

地址：北京市朝阳区安定路 5 号院中建财富国际中心 25F
 邮编：100029

深圳

地址：广东省深圳市南山区沙河街道深云路 2 号侨城一号广场 28-30F
 邮编：518000