

2025 年 03 月 13 日

通胀下行或有助于提振市场情绪

——美国 2 月 CPI 点评

宏观研究团队

何宁（分析师）

hening@kysec.cn

证书编号：S0790522110002

潘伟桢（分析师）

panweizhen@kysec.cn

证书编号：S0790524040006

事件：美国公布 2025 年 2 月最新通胀数据。其中 CPI 同比上升 2.8%，环比上升 0.2%；核心 CPI 同比上升 3.1%，环比上升 0.2%，回落幅度超市场预期。

● 通胀水平出现回落，且幅度超出市场预期

1. 总体通胀与核心通胀均超预期回落。美国 2 月 CPI 同比上升 2.8%，环比上升 0.2%。核心 CPI 同比上涨 3.1%，环比上升 0.2%。总的看，美国通胀在连续 4 个月反弹后首度迎来回落，且下行幅度超预期，市场对美国通胀的担忧或将有一定缓解。往后看，美国通胀或将进一步下降。但由于特朗普政策的逐渐生效，向下的斜率则有可能会放缓，波动可能会有所放大。

2. 能源通胀由正转负，核心服务对去通胀贡献度有所提升。具体而言，2 月能源项同比下降 0.2%，较 1 月份回落 1.2 个百分点；2 月份食品项同比上升 2.6%、较 1 月份上升 0.1 个百分点。核心 CPI 方面，2 月核心 CPI 同比上升 3.1%，环比上升 0.2%。同比与环比增速均下降 0.2 个百分点。其中核心商品同比增速较 1 月提升约 0.02 个百分点至-0.116%；核心服务同比上升 4.1%，较 1 月份下降约 0.2 个百分点。

3. 通胀或将继续下行，但波动可能会放大。总的看，2 月 CPI 数据显示美国通胀超预期回落，特别是核心服务通胀下行较多，显示美国经济活动确有一定程度的放缓。从美联储关注的超级核心服务通胀来看，2 月份同比、环比增速分别较 1 月份下降 0.24、0.54 个百分点。往后看，随着基数的抬升，总体通胀水平还会进一步下降，核心通胀也大概率呈现相同趋势。但 3 月份特朗普部分关税已经开始生效，核心商品通胀有可能会出现上行。此外，4 月份后特朗普政府的关税议程将全面展开，美国去通胀进程面临的不确定性可能还在增加。

● 通胀下行或可提振市场情绪，美联储 3 月可能按兵不动

如何理解 2 月通胀数据对美联储后续降息节奏及各类资产的影响？

第一，2 月 CPI 小幅不及预期，有助于减轻市场对美国经济“滞胀”的担忧，短期或可缓和 market 情绪。自 2025 年 2 月以来，由于特朗普关税的频繁扰动、美国部分经济数据的走弱以及通胀预期的上行，市场一度担心美国经济有滞胀风险，美股经历了较大幅度的回调。2 月 CPI 的超预期回落，有助于减轻市场对美国经济“滞胀”的担忧，在短期内有助于提振市场情绪。

第二，但对美联储而言，2 月 CPI 数据对 3 月 FOMC 会议的影响较小，其大概率保持按兵不动，可以观察点阵图的变化。虽然通胀下行对美联储降息是一个有利条件，但在经历了连续 4 个月的通胀反弹后，在就业等经济数据没有大幅走弱的背景下，美联储或并不急于降息。此外，如前所述，关税政策的影响尚未完全体现出来，对通胀的担忧尚在，美联储仍然需要时间来评估政策效果。我们可以观察 3 月点阵图的变化。

最后，我们认为美国经济发生“滞胀”的概率较小。一方面由于居民与企业杠杆率相对较低，美国经济发生衰退的可能性比较小；另一方面，当前特朗普的相关政策主要冲击的是美国经济需求端，若需求持续下行，美国通胀将较难上行。此外，在此背景下特朗普政府的关税政策也有一定可能会出现缓和。

基准情形下，我们认为美联储 2025 年或有 1-2 次降息，节奏上先慢后快，下次降息可能会在 6 月份或之后，持续关注特朗普新政的实施力度与影响。

● 风险提示：国际局势紧张引发通胀超预期，美国经济超预期衰退。

相关研究报告

《服务消费价格有待提振——宏观经济点评》-2025.3.9

《两会期间的政策线索——预算报告、计划报告、经济主题记者会学习》-2025.3.9

《3 月或为全年基建开工关键指引期——宏观周报》-2025.3.9

目 录

1、通胀水平出现回落，且幅度超出市场预期.....	3
1.1、总体通胀与核心通胀均超预期回落.....	3
1.2、能源通胀由正转负，核心服务对去通胀贡献度有所提升.....	4
1.3、通胀或将继续下行，但波动可能会放大.....	5
2、通胀数据或可缓和 market 情绪，美联储 3 月可能按兵不动.....	7
3、风险提示.....	8

图表目录

图 1：美国 2 月 CPI 同比增速迎来回落.....	4
图 2：2 月核心通胀环比增速较 1 月下降较多.....	4
图 3：2 月能源通胀同比由正转负.....	4
图 4：外带食品通胀边际走强.....	4
图 5：2 月核心商品 CPI 同比增速仍然为负.....	5
图 6：2 月核心服务 CPI 同比增速下降较多.....	5
图 7：2 月核心商品与核心服务通胀环比增速均有所下行.....	5
图 8：美国汽油零售价格近期有所下降.....	6
图 9：粮食期货价格近期回落.....	6
图 10：美国二手车价格边际提升.....	6
图 11：美国房租通胀边际下降.....	6
图 12：2 月美国非房核心服务通胀同比、环比增速均下行.....	7
图 13：美股近期经历较大幅度调整.....	7
表 1：美国 2 月 CPI 部分重要分项同比、环比及贡献分解（%）.....	3

事件：美国公布 2025 年 2 月最新通胀数据。其中 CPI 同比上升 2.8%，环比上升 0.2%；核心 CPI 同比上升 3.1%，环比上升 0.2%，回落幅度超市场预期。

1、通胀水平出现回落，且幅度超出市场预期

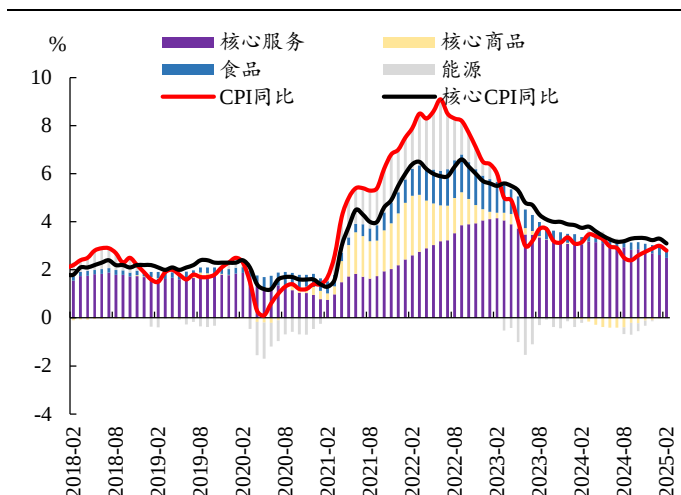
1.1、总体通胀与核心通胀均超预期回落

美国 2 月 CPI 同比上升 2.8%，增速较 1 月下降 0.2 个百分点；环比上升 0.2%，环比增速较 1 月下降 0.3 个百分点。核心 CPI 同比上涨 3.1%，环比上升 0.2%，同比与环比增速均较 1 月下降 0.2 个百分点。总的看，美国通胀在连续 4 个月反弹后首度迎来回落，核心通胀亦同步回落，且下行幅度超预期，市场对美国通胀的担忧或将有一定缓解。往后看，随着高基数的影响进一步体现，美国通胀或将进一步下降。但由于特朗普政策的逐渐生效，向下的斜率则有可能会放缓，波动可能会有所放大。

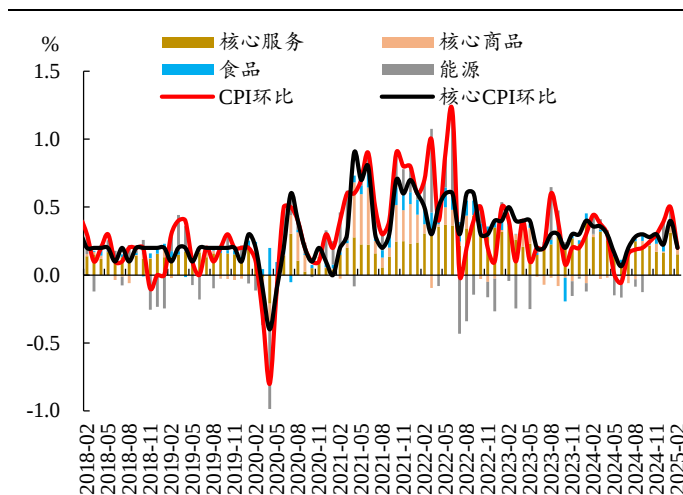
表1：美国 2 月 CPI 部分重要分项同比、环比及贡献分解（%）

权重	分项	同比贡献分解		同比增速		环比贡献分解		环比增速	
		2025-02	2025-02	2025-01	2024-12	2025-02	2025-02	2025-01	2024-12
100	全部	2.8	2.8	3	2.9	0.2	0.2	0.5	0.4
13.681	食品	0.35	2.6	2.5	2.5	0.02	0.2	0.4	0.3
8.057	居家食品	0.16	1.9	1.9	1.8	0.00	0	0.5	0.3
5.625	外带食品	0.20	3.7	3.4	3.6	0.02	0.4	0.2	0.3
6.292	能源	-0.02	-0.2	1	-0.5	0.01	0.2	1.1	2.4
3.163	能源商品	-0.12	-3.2	-0.5	-3.9	-0.03	-0.9	1.9	3.9
3.129	能源服务	0.10	3.3	2.5	3.3	0.04	1.4	0.3	0.8
19.372	核心商品	-0.01	-0.1	-0.1	-0.5	0.04	0.2	0.3	0
3.377	家居	-0.02	-0.4	-0.9	-0.9	0.01	0.2	-0.2	-0.2
2.485	服装	0.02	0.6	0.4	1.2	0.02	0.6	-1.4	0.1
4.376	新车	-0.01	-0.3	-0.3	-0.4	0.00	-0.1	0	0.4
2.388	二手车	0.02	0.8	1	-3.3	0.02	0.9	2.2	0.8
1.535	医疗保健	0.04	2.3	2.3	0.5	0.00	0.1	1.2	0
0.385	含酒精饮料	0.02	1.7	1.4	1.4	0.00	0.5	0.3	-0.3
1.287	其它商品	0.04	2.7	2.6	2.7	0.01	0.8	0.2	-0.4
60.654	核心服务	2.50	4.1	4.3	4.4	0.15	0.3	0.5	0.3
7.473	主要居所租金	0.31	4.1	4.2	4.3	0.02	0.3	0.3	0.3
26.198	业主等价租金	1.18	4.4	4.6	4.8	0.07	0.3	0.3	0.3
6.724	医疗服务	0.20	3	2.7	3.4	0.02	0.3	0	0.2
6.355	交通运输服务	0.38	4.3	3.8	2.7	-0.05	0.8	1.4	0.3
3.476	休闲服务	0.15	6	8	7.3	0.03	-0.8	1.8	0.5
4.962	教育与通讯服务	0.08	1.6	1.7	1.8	0.02	0.3	0.3	0.2

数据来源：Bloomberg、开源证券研究所

图1：美国2月CPI同比增速迎来回落


数据来源：Bloomberg、开源证券研究所

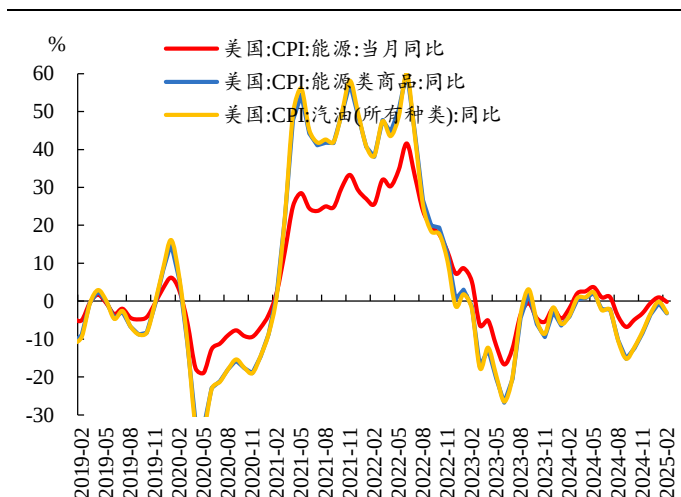
图2：2月核心通胀环比增速较1月下降较多


数据来源：Bloomberg、开源证券研究所

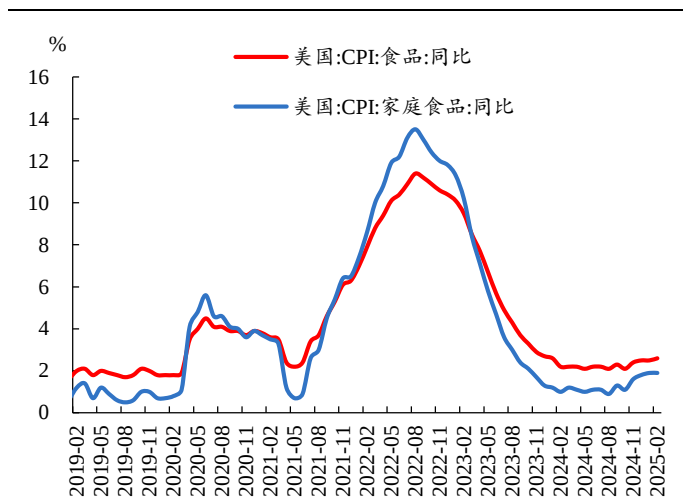
1.2、能源通胀由正转负，核心服务对去通胀贡献度有所提升

（1）能源方面，2月能源项同比下降0.2%，较1月份回落1.2个百分点；环比增速较1月下降0.9个百分点至0.2%。其中汽油项同比下降3.1%，降幅较1月份扩大2.9个百分点；燃油项同比下降5.1%，降幅较1月份收窄0.2个百分点。2月能源通胀由正转负，我们认为主要是2025年2月国际油价下跌叠加基数效应。2月底美国汽油价格从1月底的3.01美元/加仑下降至3.0美元/加仑，整体下降约0.3%。

（2）食品方面，2月份食品项同比上升2.6%、环比上升0.2%，分别较1月份上升0.1个百分点、下降0.2个百分点。其中家庭食品（Food at home）同比上升1.9%，增速较1月份持平。但外带食品环比增速有所走强，可能与寒冷天气结束，外出活动增加有关。

图3：2月能源通胀同比由正转负


数据来源：Wind、开源证券研究所

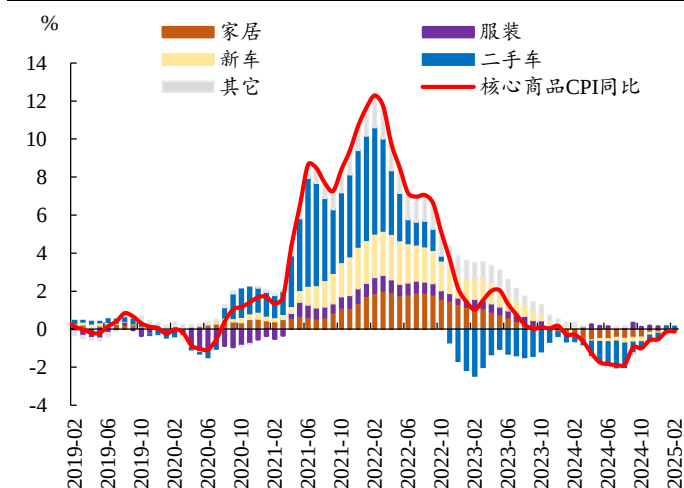
图4：外带食品通胀边际走强


数据来源：Wind、开源证券研究所

（3）核心CPI方面，2月核心CPI同比上升3.1%，环比上升0.2%。同比与环比增速均下降0.2个百分点。分项来看，核心商品同比增速较1月提升约0.02个百分点至-0.116%；环比增速较1月份下降0.1个百分点至0.2%；其中二手车项环比提升0.9%，较1月份回落1.3个百分点，与曼海姆二手车价格指数领先2个月走势去通，对核心商品通胀回升的贡献度有一定拖累；新车方面，环比下降0.1%，增

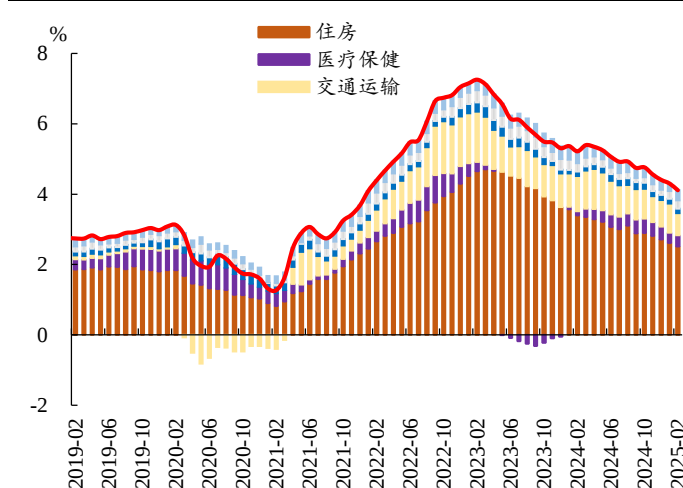
速较 1 月回落 0.1 个百分点。核心服务同比上升 4.1%，较 1 月份下降约 0.2 个百分点。其中住房项同比上升 4.2%，环比上升 0.3%，分别较 1 月下降 0.2、0.1 个百分点。交通运输服务环比增速较 1 月份下降 2.6 个百分点至-0.8%，是 2 月核心服务边际下降的重要因素。总的看，2 月核心 CPI 同比、环比增速均较 1 月回落，或主因核心服务下降幅度相对较多。

图5：2 月核心商品 CPI 同比增速仍然为负



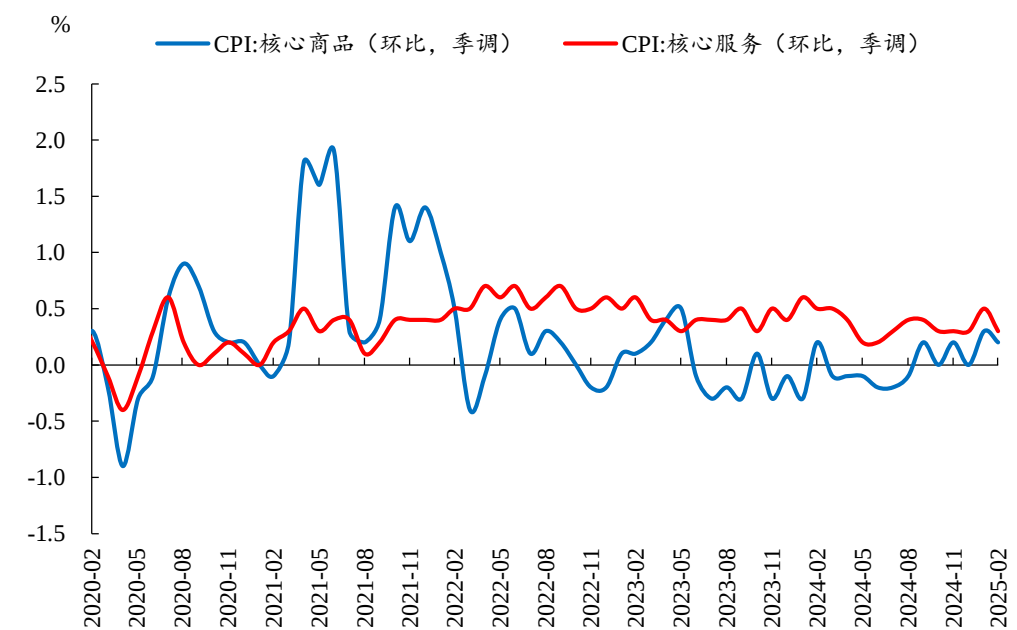
数据来源：Bloomberg、开源证券研究所

图6：2 月核心服务 CPI 同比增速下降较多



数据来源：Bloomberg、开源证券研究所

图7：2 月核心商品与核心服务通胀环比增速均有所下行



数据来源：Wind、开源证券研究所

1.3、通胀或将继续下行，但波动可能会放大

（1）能源与粮食项短期内对通胀或继续形成拖累。能源方面，截至 3 月 10 日，美国汽油价格为 2.95 美元/加仑，较 2 月底汽油价格下降约 1.67%。随着俄乌冲突相关谈判的逐渐开展，原油价格或难有上行动力。食品方面，根据美国农业部 3 月供需报告，其上调全球玉米、小麦产量预期，后续粮食期货价格或将继续下跌。此外，考虑到 2024 年 3 月美国油价持续上行，基数效应下，能源与粮食项对通胀或继续

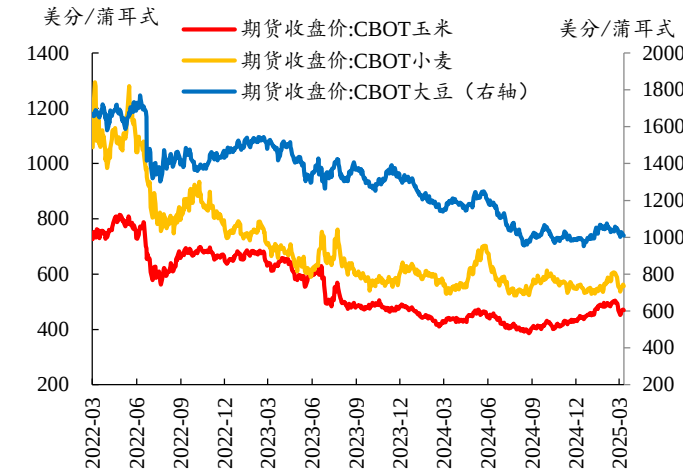
形成拖累。

图8：美国汽油零售价格近期有所下降



数据来源：Wind、开源证券研究所

图9：粮食期货价格近期回落

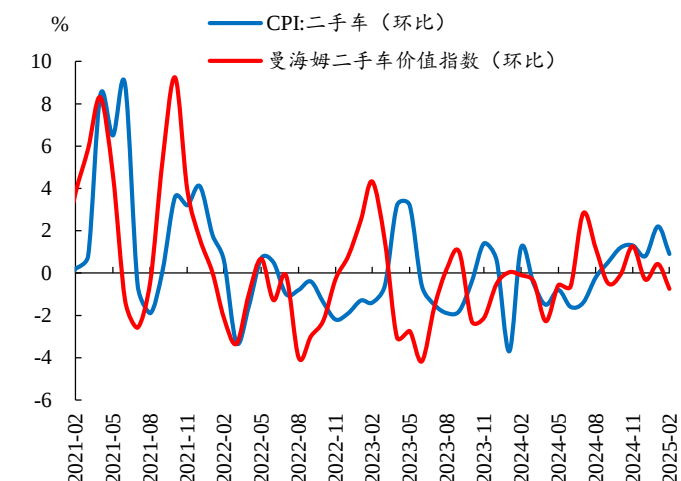


数据来源：Wind、开源证券研究所

（2）核心通胀或将遭遇关税扰动，但下行趋势仍在。核心商品方面，美国曼海姆二手车价值指数（Manheim Used Vehicle Value Index）2月环比下降0.74%，增速由正转负；新车方面，供应链目前仍较畅通，但特朗普的关税行动为后续价格变动带来较大不确定性；核心服务方面，住房、交通运输是2月核心服务通胀边际下行的关键，从Zillow房租指数同比增速来看，房租通胀在2月后可能维持平稳。往后看，由于关税的持续扰动，核心商品去通胀进程可能会更进一步放慢，后续新车通胀对核心通胀的重要性或有所提升。但考虑到房租通胀的相对稳定，在基数效应的驱使下，核心通胀或能继续下行。

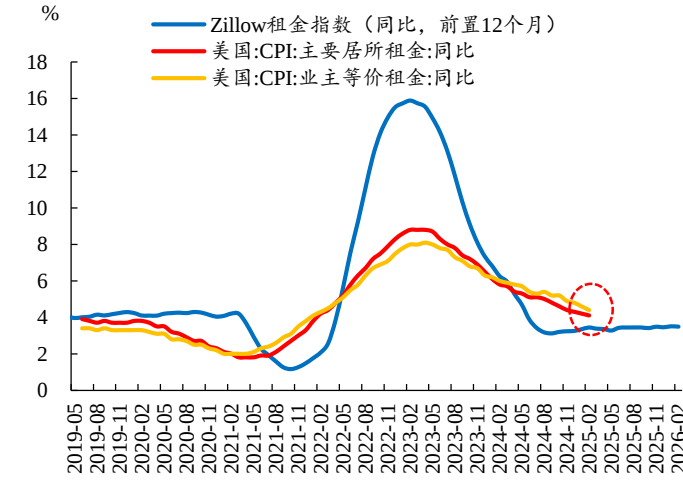
（3）总的看，2月CPI数据显示美国通胀超预期回落，特别是核心服务通胀下行较多，显示美国经济活动确有一定程度的放缓。从美联储关注的**超级核心服务通胀**（去掉住房的核心服务）来看，2月份同比、环比增速分别较1月份下降0.24、0.54个百分点。往后看，随着基数的抬升，总体通胀水平还会进一步下降，核心通胀也大概率呈现相同趋势。但3月份特朗普部分关税已经开始生效，核心商品通胀有可能出现上行。此外，4月份后特朗普政府的关税议程将全面展开，美国去通胀进程面临的不确定性可能还在增加。

图10：美国二手车价格边际提升

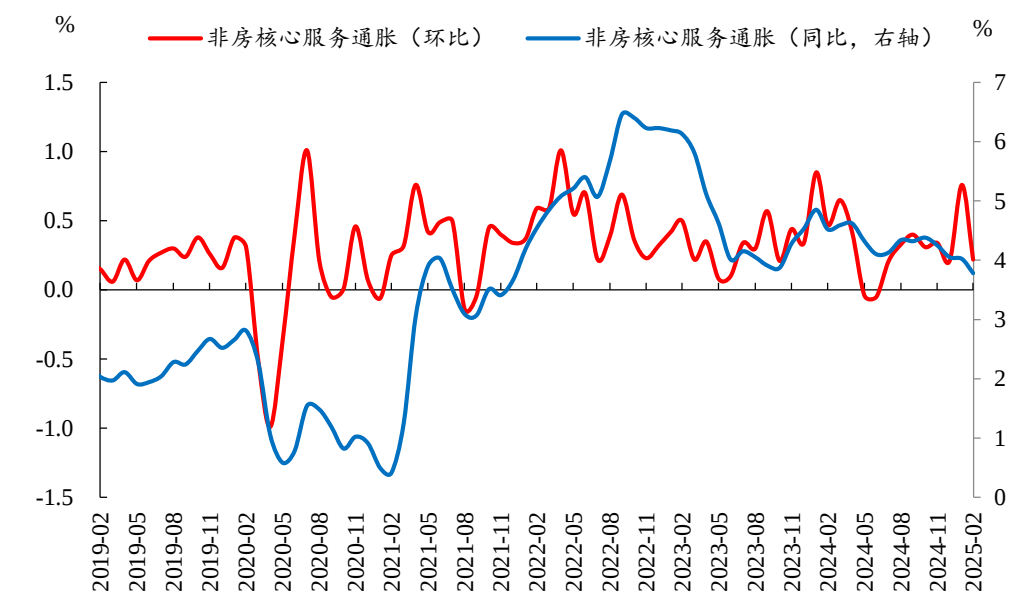


数据来源：Wind、开源证券研究所

图11：美国房租通胀边际下降



数据来源：Bloomberg、开源证券研究所

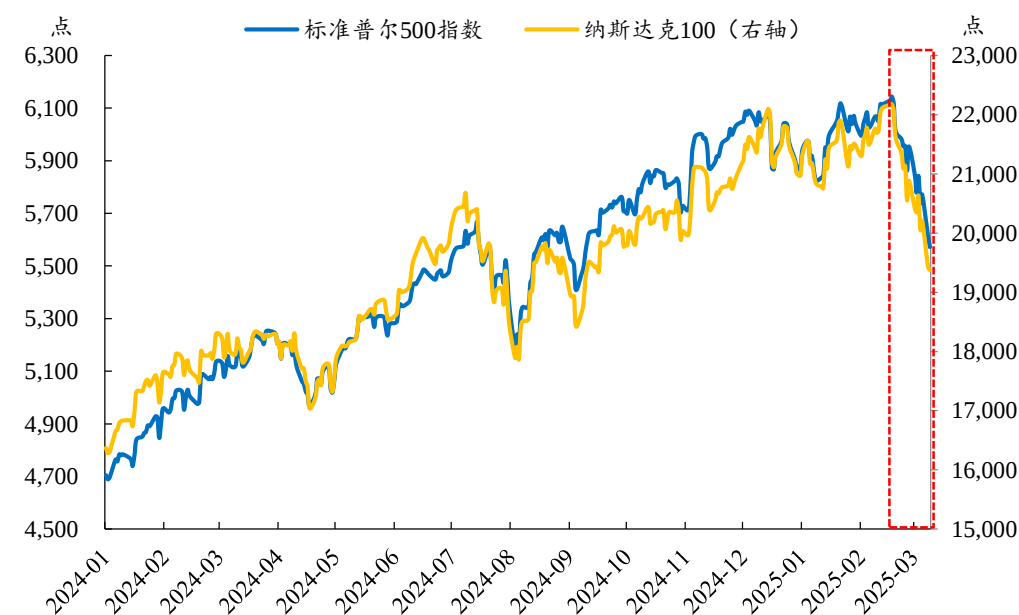
图12：2月美国非房核心服务通胀同比、环比增速均下行


数据来源：Bloomberg、开源证券研究所

2、通胀下行或可提振市场情绪，美联储3月可能按兵不动

如何理解2月通胀数据对美联储后续降息节奏及各类资产的影响？

第一，2月CPI小幅不及预期，有助于减轻市场对美国经济“滞胀”的担忧，短期或可缓和 market 情绪。自2025年2月以来，由于特朗普关税的频繁扰动、美国部分经济数据的走弱以及通胀预期的上行，市场一度担心美国经济有滞胀风险，在此背景下，美股经历了较大幅度的回调。2月CPI的超预期回落，有助于减轻市场对美国经济“滞胀”的担忧。即使考虑到后续关税的可能扰动，我们认为在短期内有助于提振市场情绪。

图13：美股近期经历较大幅度调整


数据来源：Wind、开源证券研究所

第二，但对美联储而言，2月CPI数据对3月FOMC会议的影响较小，其大概率保持按兵不动，我们可以观察点阵图的变化。虽然通胀下行对美联储降息是一个有利条件，但在经历了连续4个月的通胀反弹后，在就业等经济数据没有大幅走弱的背景下（《美国就业市场或将进入“颠簸期”——美国2月非农就业数据点评》），美联储或并不急于降息。此外，如前所述，关税政策的影响尚未完全体现出来，对通胀的担忧尚在，美联储仍然需要时间来评估政策效果。我们可以观察3月点阵图的变化。

最后，我们认为美国经济发生“滞胀”的概率较小。一方面由于居民与企业杠杆率相对较低，美国经济发生衰退的可能性比较小；另一方面，当前特朗普的相关政策主要冲击的是美国经济的需求端，若需求持续下行，美国经济走软下，通胀将较难上行。此外，在此背景下特朗普政府的关税政策也有一定可能会出现缓和。

基准情形下，我们认为美联储2025年或有1-2次降息，节奏上先慢后快，下次降息可能会在6月份或之后，需关注特朗普新政的实施力度与影响。

3、风险提示

国际局势紧张引发通胀超预期，美国经济超预期衰退。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年2月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，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、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。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。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼3层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn