



美核心通胀低于预期，维持上半年降息判断

2025 年/1 月

海外宏观经济研究员 余琦

010-66555862

yuqi@chief-investment.com

事件：

美国 2024 年 12 月 CPI 同比上涨 2.9%(市场预期上涨 2.9%，前值上涨 2.7%)，环比上涨 0.4%（市场预期上涨 0.4%，前值上涨 0.3%）；核心 CPI 同比上涨 3.2%（市场预期上涨 3.3%，前值上涨 3.3%），环比上涨 0.2%（市场预期上涨 0.3%，前值上涨 0.3%）。

点评：

- 1、虽然 12 月美国 CPI 同比增速连续 3 个月出现小幅反弹，创近 6 个月新高，但剔除食品和能源项后，核心 CPI 同比增速结束连续 4 个月持平状态，再次出现回落，低于市场预期。
- 2、从 CPI 的分项构成上看，商品分项结束去年 6 月以来的同比负增长，再度恢复正增长，但服务分项增速则连续 2 个月小幅回落。其中，商品分项同比上涨 0.3%，相比上月增速增加 0.6 个百分点；服务分项同比上涨 4.4%，相比上月增速减少 0.1 个百分点。具体来看，非耐用品同比上涨 1.1%，相比上月增速增加 0.7 个百分点；耐用品同比下跌 1.9%，相比上月跌幅继续收窄 0.1 个百分点，连续 4 个月同比降速趋缓。

结合各项权重综合计算，对 12 月 CPI 贡献最大的依然是家计项(1.689%)，其次是机动车保险(0.341%)、食品项(0.337%)和医疗服务项(0.222%)，而二手车(-0.062%)和能源项(-0.032%)本月则继续为负贡献。

- 3、12 月美国 CPI 同比增速出现反弹的主要原因是：**能源价格同比跌幅大幅收窄。**

首先，**能源价格同比跌幅大幅收窄**，是本月 CPI 反弹的主要原因。

数据显示 12 月能源价格同比仅下跌 0.5%，对本月 CPI 的贡献为-0.03%，相比上月继续大幅收窄 0.18 个百分点。其中，汽油价格同比下跌 3.4%，对本月 CPI 的贡献为-0.11%，相比上月大幅收窄 0.16 个百分点；管道天然气价格同比上涨 4.9%，对本月 CPI 的贡献为 0.03%，相比上月增



加 0.02 个百分点；电力价格同比上涨 2.8%，对本月 CPI 的贡献为 0.07%，相比上月减少 0.01 个百分点。由于受美国对俄制裁和欧佩克延长减产协议的影响，进入 1 月国际原油价格大幅反弹，逼近 80 美元/桶，考虑到去年同期的基数效应，预计 1 月能源项对 CPI 的贡献将短期转正，增加短期通胀上行压力，但此后将可能再度转为负贡献。

其次，食品价格同比增速小幅反弹。

数据显示，12 月食品项同比上涨 2.5%，连续 3 个月小幅上涨，对本月 CPI 的贡献为 0.34%，相比上月的影响增加 0.02 个百分点。

第三，核心商品价格同比跌幅相比上月小幅收窄，主要原因是非耐用品价格继续回升。

数据显示，12 月除能源和食品外的核心商品价格同比下跌 0.5%，对本月 CPI 的贡献为 -0.09%，相比上月收窄 0.02 个百分点。其中，新车价格同比下跌 0.4%，相比上月收窄 0.3 个百分点；二手车价格同比下跌 3.3%，相比上月收窄 0.1 个百分点，完全符合我们此前预判。同时，作为先行指标的美国 Manheim 二手车指数自去年 6 月触底以来持续反弹，目前处于高位盘整，考虑到去年同期的基数效应，预计一季度该项对 CPI 贡献仍可能为负值，但跌幅将继续收窄。

第四，服务价格同比增速连续 2 个月回落，主要原因是各服务分项的同比增速均有所回落。

数据显示，12 月服务项同比上涨 4.4%，对本月 CPI 的贡献为 2.68%，相比上月的影响继续减少 0.12 个百分点。其中，占比最大的家计项上涨 4.6%，本月对 CPI 的拉动为 1.66%，相比上月的影响小幅减少 0.04 个百分点，创 2022 年 1 月以来最低值。作为先行指标的美国 ZILLOW 指数同比涨幅与 CPI 统计中的租金价格涨幅存在 13 个月的时间滞后，考虑到滞后效应，由于前者从 2022 年 2 月至 2023 年 9 月处于持续回落趋势，之后走平并小幅回升，预计 1 月家计项价格仍有可能出现小幅回落，之后保持低位震荡。

12 月其他服务价格也大都出现回落。其中，医疗项同比上涨 3.4%，相比上月减少 0.3 个百分点；娱乐项同比上涨 1.1%，相比上月减少 0.4 个百分点；教育和通信项同比上涨 0.1%，相比上月减少 0.1 个百分点；交通运输项同比增长 1.7%，相比上月增加 1.3 百分点。

结论：

- 1、12 月美国 CPI 同比增速在能源价格跌幅收窄带动下小幅上涨，但核心通胀同比环比增速超预期下行，缓解了市场对美国短期再通胀的担忧。我们



判断1月通胀在能源价格上涨的带动下不排除仍可能小幅上行,此后将在基数效应作用下再度回落;而核心通胀继续小幅回落概率较大。同时,1月底特朗普上台之后,采取政策的节奏和幅度存在较大的不确定性,很可能对通胀走势造成较大影响,需要进一步观察。

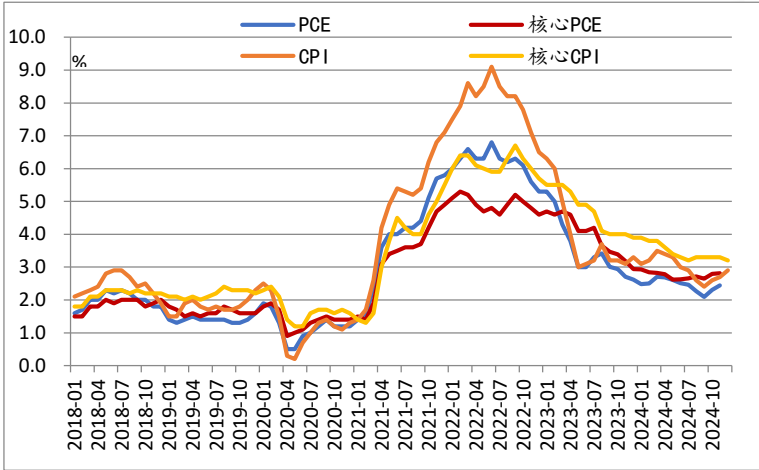
- 2、通胀数据公布后,市场对联储的降息预期再度升温。目前CME交易所预测美联储1月不降息的概率维持97%,3月不降息的概率为68%,首次降息时点从9月提前至6月,2025年全年降息2次,总降息幅度为25-50bp。金融市场也在积极交易降息提前预期。其中,美三大指数均出现上行,纳斯达克指数上涨2.4%,道指上涨1.65%,标普500指数上涨2.45%;10年期美债收益率小幅回落至4.66%;黄金价格上行至2750美元/盎司;美元指数小幅回落至109。

在前几日强劲就业数据出炉时,市场大幅推迟首次降息时点至9月。与市场摇摆观点不同,我们坚持认为,仅凭单月强劲的就业数据就判断全年仅降息一次为时尚早。目前我们继续维持上半年降息2次,每次25bp,下半年暂停降息的判断,后期将根据特朗普内外政策节奏的变化,适时调整降息幅度和频次。

- 3、对未来大类资产价格走势,我们的判断是:

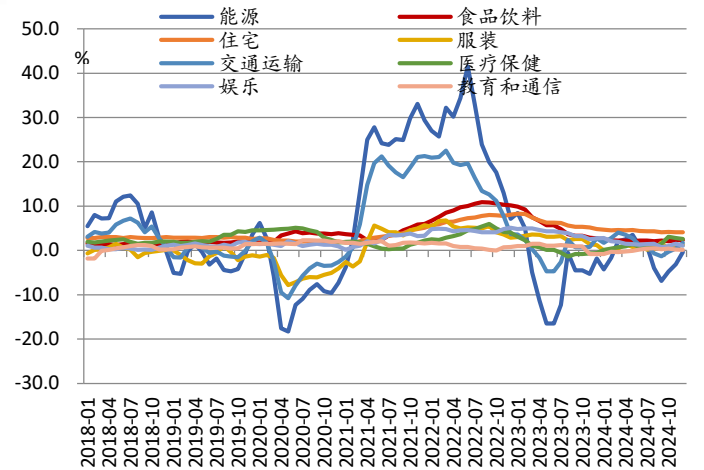
- 预计美股将维持高位宽幅震荡,大幅下跌概率不大。
- 美元指数完全符合我们此前判断,目前已经达到110的高点,短期仍有上升空间,中期维持在100-110区间宽幅震荡。
- 预计十年期美债收益率将继续冲击5%,短期将维持4.5-5%的高位震荡。
- 预计黄金价格短期将维持2650-2800美元/盎司的高位震荡。

图表 1: 美国 PCE 和 CPI



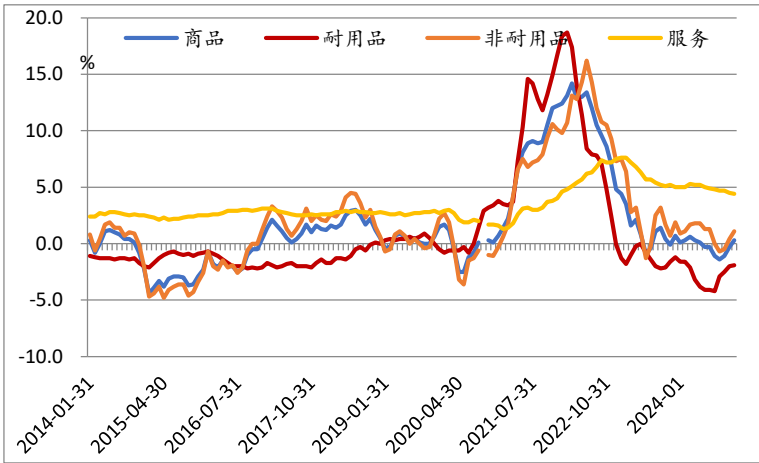
资料来源: wind、致富研究院

图表 2: 美国 CPI 分项



资料来源: wind、致富研究院

图表 3: 美国 CPI 商品、服务项



资料来源: wind、致富研究院

图表 4: CME 利率预测

| CME FEDWATCH TOOL - CONDITIONAL MEETING PROBABILITIES | | | | | | |
|---|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| MEETING DATE | 300-325 | 325-350 | 350-375 | 375-400 | 400-425 | 425-450 |
| 2025/1/29 | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 2.7% | 97.3% |
| 2025/3/19 | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.8% | 31.1% | 68.1% |
| 2025/5/7 | 0.0% | 0.0% | 0.2% | 7.8% | 39.6% | 52.4% |
| 2025/6/18 | 0.0% | 0.1% | 3.4% | 21.3% | 45.1% | 30.2% |
| 2025/7/30 | 0.0% | 0.6% | 6.4% | 25.2% | 42.6% | 25.2% |
| 2025/9/17 | 0.2% | 1.9% | 10.7% | 29.2% | 38.6% | 19.4% |
| 2025/10/29 | 0.4% | 3.3% | 13.7% | 30.7% | 35.5% | 16.3% |
| 2025/12/10 | 0.8% | 4.7% | 15.9% | 31.3% | 33.0% | 14.1% |

资料来源: CME、致富研究院



➤ 研究员声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析员在此声明：(1) 该研究员以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映了该研究员的研究观点；(2) 该研究员所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在还是将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

一般声明

本报告由香港致富证券有限公司（以下简称“致富证券”）制作，报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本报告版权归致富证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。

本报告内的所有意见均可在不作另行通知之下做出更改。本报告的作用纯粹为提供信息，并不应视为对本报告内提及的任何产品买卖或交易的专业推介、建议、邀请或要约。

| 香港 | 北京 | 上海 | 深圳 |
|--|--|--|--|
| 香港致富证券有限公司 | 香港致富证券有限公司北京代表处 | 香港致富证券有限公司上海代表处 | 香港致富证券有限公司深圳代表处 |
| 香港德辅道中 308 号 富衛金融中心 11 樓 | 北京市朝阳区建国门外大街 1 号 国贸大厦 1 期 608 室 | 上海市陆家嘴东路 161 号 招商局大厦 1309 室 | 深圳福田区福华路 399 号 中海大厦 6 樓 |
| 电话：(852) 25009228 传真：(852) 25216893 | 电话：(8610) 66555862 传真：(8610) 66555102 | 电话：(8621) 38870772 传真：(8621) 58799185 | 电话：(86755) 33339666 传真：(86755) 33339665 |

