



通胀“低烧”不退

——美国 CPI 通胀数据点评（2025 年 1 月）

1 月美国 CPI 通胀数据大超市场预期。CPI 同比增速反弹至 3.0%（市场预期 2.9%）；环比增速提速至 0.5%（市场预期 0.3%）；核心 CPI 同比增速反弹至 3.3%（市场预期 3.1%），环比增速 0.4%（市场预期 0.3%）。

美国经济仍存较大供需缺口，商品通缩终结驱动整体读数反弹。前瞻地看，通胀读数或稳固于 2% 上方，经济与就业形势保持强劲，美联储短期降息概率趋零，“鹰派乌云”仍将笼罩市场。

一、总览：通胀反弹

随着商品通缩走向终结、服务通胀粘性再度成为焦点，美国 CPI 通胀连续 4 个月反弹。2024 年 9 月-2025 年 1 月美国 CPI 通胀累计反弹 0.6pct 至 3.0%，其中商品 CPI 通胀累计反弹 2.1pct 至 0.8%，由负转正；服务 CPI 通胀仅回落 0.5pct 至 4.2%，依然高企。

总体而言，美国经济仍存较大供需缺口，前期去通胀很大程度依赖强美元与非美经济疲弱带来的输入性通缩。

二、服务通胀：缓慢回落

服务通胀缓慢回落，非住房服务通胀边际止跌。1 月核心服务通胀回落 0.1pct 至 4.3%，住房服务分项贡献全部跌幅。

楼市降温驱动住房服务通胀继续回落。1 月住房租金同比增速回落 0.2pct 至 4.4%，其中主要住所租金同比下降 0.1pct 至 4.2%，业主等价租金下降 0.2pct 至 4.6%。从环比看，旅馆价格环比大幅上升 0.9pct 至 1.4%，是住房分项环比动能的主要支撑，住房租金及业主等价租金环比增速均稳定在 0.3%。考虑到即期房租及房价同比增速均回落至 4% 下方，前瞻看住房服务通胀仍有约 1pct 回落空间。



非房服务通胀边际止跌。一是薪资增长与消费需求支撑通胀广度。1 月美国平均时薪同比增速上行至 4.1%，亚特兰大联储 GDPNOW 模型预测 Q1 美国服务消费环比年化增速达到 2.8%。交通（1.8%）、娱乐（1.4%）、废物处理（0.7%）环比普遍高增。二是商品价格回暖推升相关服务业通胀。二手车涨价推动汽车租赁价格环比上行 1.6pct 至 1.7%，汽油涨价推动机票价格环比上行 1.2%。三是自然灾害频发仍支撑车辆保险通胀。车辆保险价格环比上行 1.5pct 至 2.0%，同比增速达到 11.8%，对总通胀的贡献达到 0.3pct。

尽管住房服务通胀仍有回落空间，但是非房服务通胀受到需求及成本端双重支撑，中长期看服务通胀中枢可能接近 4%。

三、商品通胀：显著回暖

美国商品通胀继续上行，能源与二手车是主要支撑。1 月商品 CPI 同比增速再上行 0.5pct 至 0.8%。其中能源分项上行 1.5pct 至 1.0%，二手车分项上行 4.3pct 至 1.0%，全面终结通缩。

从内部看，“服务通胀，商品通缩”的前期结构，对商品消费形成强支撑，从需求端推动了商品通缩的终结。2024Q4 美国商品消费环比年化增速达到 6.6%，远高于服务消费增速（3.1%）。

从外部看，“强势美元+非美经济疲软”带来的商品通缩已经难以维系。2024 年 12 月进口商品价格同比增速已经升至 2.2%，指向输入性商品通缩已经终结。1 月美元指数仅微升 0.05%，结束了连续 3 个月的陡峭上行。

考虑到欧洲等非美经济体需求暂未实质性改善，美国商品价格或在关税及国内消费需求支撑下保持弱通胀状态，同比增速中枢位于 2%附近。

四、美联储：降息无期

经济及就业形势保持强劲，二次通胀风险逐步浮现，美联储并未完成抗通胀任务，短期降息概率趋零。尽管通胀读数自疫情高点大幅回落，但长期

通胀预期指向现阶段通胀粘性较疫情期间更为顽固。从密歇根大学消费者调查来看，长期通胀预期已经站稳 3% 上方，2 月再上行 0.1pct 至 3.3%，创次贷危机（2008 年 7 月）以来新高。

前瞻地看，年内美联储政策利率水平或高于 4%，**“二次加息”** 概率暂不算高。近期经济景气很大程度受到拜登离任前财政扩张与特朗普上台政策预期的支撑，消费扩张来自居民储蓄率下降，投资扩张亦现显著脉冲特征。随着**“鹰派交易”** 的再度展开，长端利率上行对经济的限制性作用或逐渐显现。

五、市场：鹰派交易

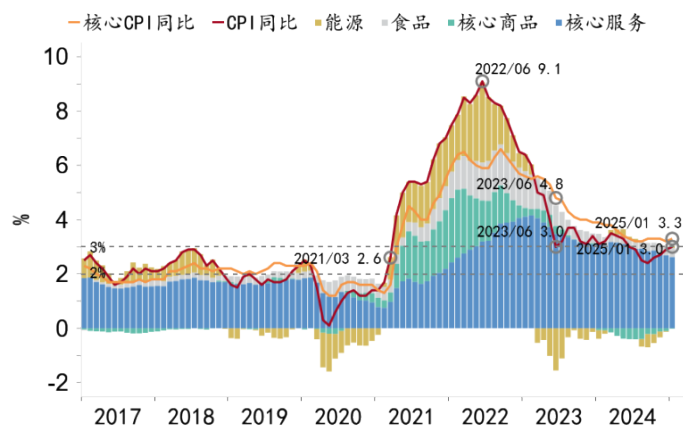
通胀数据全面超过市场预期，今日总体交易偏鹰。美元隔夜利率曲线（OIS）暗示的下次降息时点从昨天收盘的 9 月推迟到今日收盘的 12 月。美国国债收益率全面上涨。2 年期上涨 7.2bp 至 4.35%，5 年期上涨 9.8bp 至 4.47%，10 年期上涨 8.6bp 至 4.62%，30 年期上涨 8.5bp 至 4.83%。国债收益率曲线（2s10s 曲线：+1.8bp，5s30s 曲线：-1.1bp）。美元走平。维持在 107.94。美元兑换离岸人民币汇率在 7.31 附近企稳。美股三大指数涨跌不一。标普 500 收跌 0.27%，纳斯达克收涨 0.03%，道琼斯指数收跌 0.50%。

前瞻地看，“**鹰派乌云**” 仍将笼罩市场，建议关注结构性机会。美债方面，如若 10 年期美债收益率再度向 5% 位置发起冲击，可择机配置。外汇方面，美元大概率保持高位震荡，建议密切关注关税政策变动带来的非美货币交易机会。美股方面，需留意长端利率上行对估值的冲击。

（评论员：王天程 陈诚）

图 1：商品通缩收敛驱动总通胀反弹

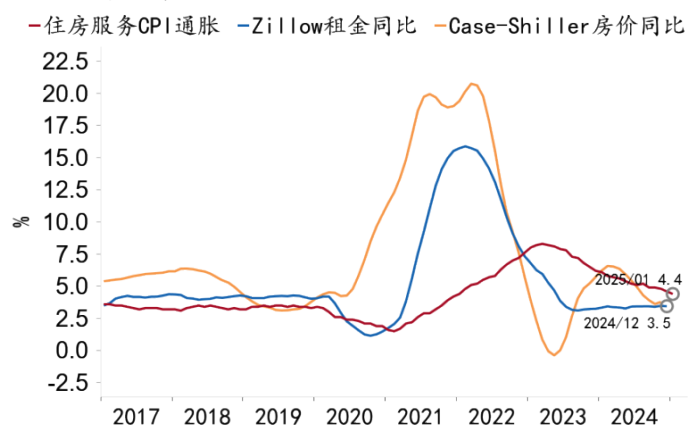
美国CPI同比增速及构成



资料来源：MACROBOND、招商银行研究院

图 3：住房服务通胀仍有回落空间

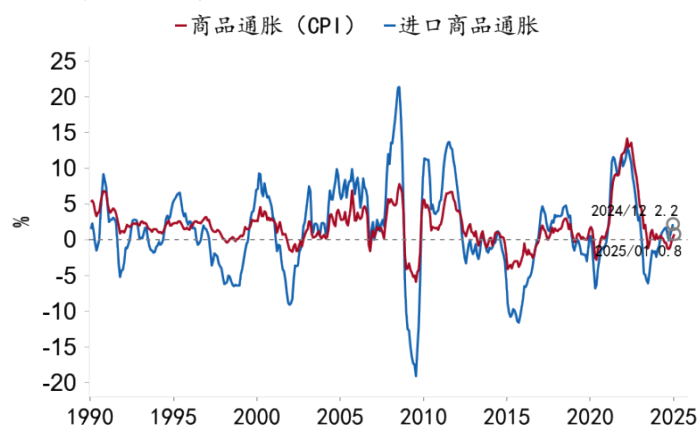
美国住房服务通胀



资料来源：MACROBOND、招商银行研究院

图 5：输入性通胀推升美国商品通胀

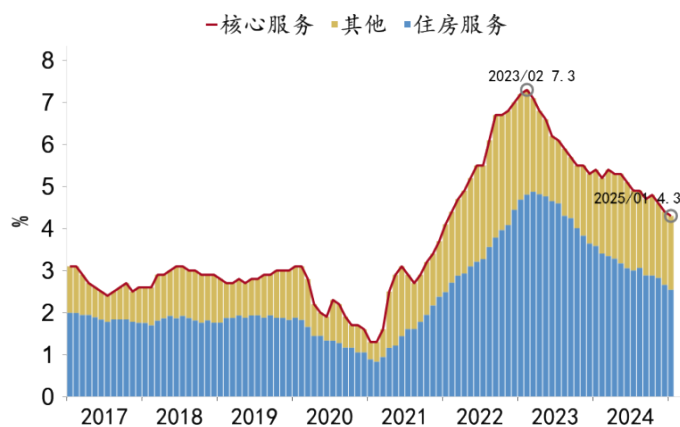
美国商品价格同比增速（整体VS进口）



资料来源：MACROBOND、招商银行研究院

图 2：服务通胀继续软化

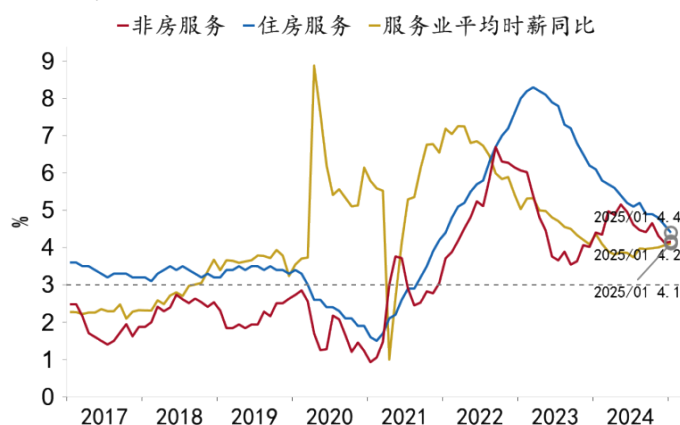
美国核心服务CPI通胀构成



资料来源：MACROBOND、招商银行研究院

图 4：美国服务业薪资及物价增速稳固于4%上方

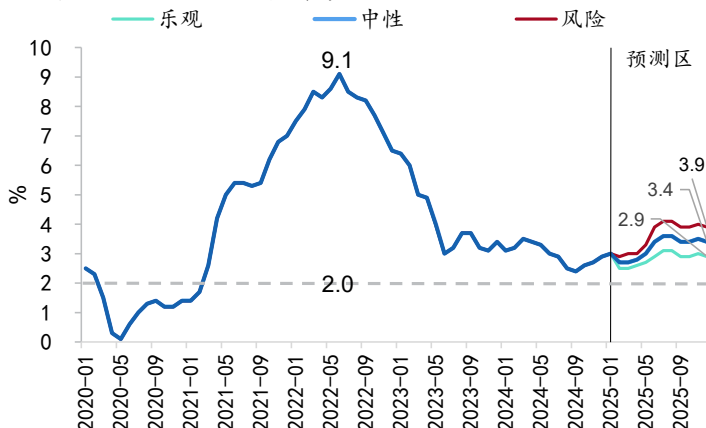
美国工资-价格螺旋



资料来源：MACROBOND、招商银行研究院

图 6：通胀读数大概率稳固于2%上方

美国CPI通胀预测（分情形）



资料来源：MACROBOND、招商银行研究院