

美国 2025 年 1 月 CPI 数据点评

研究发展部高级副总监 白雪

事件：

2月12日周三，美国劳工统计局公布数据显示，美国1月CPI同比增长3%，超出预期和前值的2.9%；1月CPI环比增0.5%，为2023年8月以来的最大涨幅，超出预期的0.3%以及前值的0.4%，连续第七个月加速。1月剔除食品和能源成本后的核心CPI同比增长3.3%，超出预期的3.1%和前值的3.2%；1月核心CPI环比增长0.4%，超出前值的0.3%和预期值的0.2%。

解读如下：

核心观点：美国1月CPI与核心CPI均超预期回升。总体看，美国通胀已经连续4个月反弹，且核心通胀亦超预期回升，通胀的韧性充分显现。往后看，即使随着低基数效应的消失，总体通胀水平或重新回到下行通道，但总体去通胀的波动性有可能会放大，核心通胀的顽固或将显著制约美联储的降息行动。

1月能源通胀由负转正，核心商品对通胀下行的贡献进一步减弱，是1月CPI反弹的主要原因。

一方面，1月能源通胀同比由负转正至1.0%，较2024年12月提升1.5个百分点。背后是去年同期的低基数效应受美国对俄新制裁影响，国际油价在1月出现上涨，从而导致1月美国汽油价格较去年12月升幅超过3%，直接推升能源通胀。同时，1月份食品通胀同比上升2.5%，与上月份持平，但环比增速提高0.1个百分点至0.4%，主要反映出禽流感爆发和鸡蛋短缺对食品价格的推升作用。

另一方面，二手车价格回升带动核心商品通胀的负向拉动减弱，是推动核心CPI加速上涨的主要原因。1月核心CPI同比上升3.3%，环比上升0.4%，同比与环比增速分别较上月上升0.1和0.2个百分点。其中，核心商品同比增速较上月上行0.4个百分点至-0.1%，环比增速则走高至0.3%，主要原因是新车供应不足带动二手车销售上涨，推动二手车价格上行：二手车同比增速转正为1.0%，较去年12月回升4.3个百分点，环比增速亦扩大1.4个百分点

至 2.2%。

同时，1 月粘性强、权重最高的住房通胀温和回落，带动核心服务通胀有所缓解，1 月核心服务通胀同比增速较去年 12 月回落 0.1 个百分点至 4.3%。可以看到，1 月主要居住租金同比和业主等价租金同比增速均进一步放缓，分别回落 0.1 和 0.2 个百分点，二者环比也基本维持在 0.3% 附近，与过去几个月相当。这带动住房通胀同比下行 0.2 个百分点，成为核心服务通胀降温的主要力量。

总体看，1 月 CPI 超预期回升具有多方面因素，但并不意味着通胀已经进入反弹周期。

一方面，1 月 CPI 统计通胀具有季节性因素的影响：每年 1 月统计局会对 CPI 指数的季调因子进行年度更新，并对过往 5 年的数据应用新的季调因子。从数据看，过去三年核心 CPI 环比均在年初有显著走高特征。此外，代表通胀广度的克利夫兰联储截尾平均 CPI，以及代表通胀粘性的亚特兰大联储粘性 CPI 在 1 月均继续下行。另一方面，1 月 CPI 上涨存在一次性因素的扰动，如二手车价格反弹中 1 月加州火灾是一个重要背景，可持续性并不强。

往后看，预计未来几个月美国 CPI 通胀有望重新回归下行，但通胀不确定因素增多，下行过程的波动性可能加大。

2 月以来，特朗普加征关税落地引发全球经济放缓担忧，拖累需求预期，叠加美国原油库存量继续上升，国际油价持续走低，布伦特原油均价回落至 76 美元/桶附近。往后看，随着特朗普政府在能源开采方面的政策逐渐铺开，全球石油供给或将逐渐增多，加之全球经济疲弱态势下需求难有提振，未来能源价格难有大幅反弹，大概率将趋势性走低，因此不会对去通胀进程形成重要拖累。

核心通胀的不确定性有所上升。核心通胀方面，住房通胀是 1 月核心服务通胀边际下行的关键，而从领先指标 Zillow 房租指数同比增速来看，房租通胀未来可能会出现边际上行。核心商品方面，二手车价格领先指标曼海姆二手车价值指数 1 月环比增速由负转正，这意味着在未来三个月有所回落，意味着二手车 CPI 环比增速或经历先回落后反弹的过程，核心商品通胀或保持低位震荡。

综合以上因素，叠加未来价格基数将逐渐抬升，我们判断，未来几个月美国通胀水平有望开始重新回归下降趋势，但核心通胀的表现可能相对坚挺，这意味着美国去通胀进程将依然波动。

1月通胀数据全面超预期显示美国去通胀形势依然严峻，加之通胀预期抬头、评估关税及移民政策的效应仍需时间，美联储仍将选择观望，3月降息的希望较为渺茫，但上半年有望在5月或6月有一次降息。

首先，结合1月就业数据来看，当前美国就业市场呈现出了较为明显的韧性，虽然美联储官员在前期的发言中表示劳动力市场已经不再是通胀压力的来源，但劳动力市场的强劲所带动的薪资增速的韧性将会消费提供支撑，进而传导至通胀，使其难有快速下跌的基础。在2月11日的听证会中，鲍威尔也表示美联储不急于降息，希望看到更多通胀回落的证据。

其次，特朗普的政策效果尚未显现，美联储尚无法有效对经济进行较为准确的预估，在已经降息100bp的情况下，美联储不急于行动。特朗普就职后，在驱逐非法移民、征收关税等方面的政策的执行进度及效果需要时间观察。在经济数据没有发生较大幅的波动下，美联储暂停行动进行观察是最佳选择。

由此，我们判断，3月降息的希望较为渺茫，但考虑到为了2-3个月通胀数据将在基数效应的推动下阶段性走弱，叠加高利率对短期经济的抑制，以及驱赶非法移民对非农中枢的冲击，上半年仍有望在5月或6月有一次降息。