

3588 研究所

分析师:李起
SAC 登记编号:S1340524110001
Email:liqi2@cnpsec.com
研究助理:高晓洁
SAC 登记编号:S1340124020001
Email:gaoxiaojie@cnpsec.com

近期研究报告

《就业数据无虞，降息预期延后——1
月美国非农数据解读》 - 2025.02.10

宏观观点

近忧可释，远虑待解——美国 1 月 CPI 数据解读

● 核心观点

美国最新公布的数据显示，1 月通胀全面超市场预期。市场对美联储降息的预期显著调整，下次降息的时间点已经从 6 月延后至 9 月。数据公布后，美债收益率上行，美股也普遍低开，但随后特朗普在社交平台上宣布与俄乌首脑分别通话，市场预期俄乌冲突缓解的可能性大增，风险情绪好转，美股转涨，美元指数回落。

虽然 1 月通胀数据全面超预期，但通过拆分 CPI 数据结构，我们认为对单月的通胀数据超预期无需过分担忧。首先，美国 1 月 CPI 超预期往往包含了一定的残余季节性。由于企业往往会在年初重新调整价格，这一行为可能未被季节性调整方法完全捕捉，导致 1 月 CPI 数据出现上行偏差，这在通胀高于平均水平时会尤为明显。

其次，当前去通胀进程停滞主要源于核心商品的反弹，核心服务通胀仍处于缓慢的回落过程中。回顾 2021 年商品通胀持续走高的背景，主要是由于疫情影响下全球供应链承压所致。目前从纽约联储的供应链压力指数来看，当前全球供应链压力处于低位，商品通胀缺乏持续上行的基础。

进一步细分来看，虽然 12 月和 1 月能源通胀均处于较高水平，但 1 月中旬以来，油价已有所回落，预计在下个月的 CPI 数据中，能源将不再是推动通胀上行的动力。此外，1 月机动车保险分项也对通胀贡献较大，但这一分项波动性较强，不具备可持续性。

另外，从核心服务的重要分项住房来看，租金通胀仍处于下行通道中。领先指标新租户租金在 2024 年第四季度同比下降 2.4%，意味着占 CPI 比重近三分之一的住所分项还将继续支持去通胀进程。

结合以上分析，我们认为，尽管 1 月通胀数据超出市场预期，但细拆数据结构而言，形势并没有整体通胀数据所显示的严峻。当前真正值得关注的是，在政策高度不确定的背景下，特朗普提出的关税、减税政策以及其他国家潜在的反制举措，将如何影响远期通胀。根据经济政策不确定性指数，当前政策不确定性仅次于疫情时期的高峰。在政策不确定性高企的背景下，预计美联储的降息动作将进一步推迟，我们预期上半年美联储将按兵不动。

● 风险提示：

美国经济基本面超预期走弱；美国就业市场超预期快速恶化。

目录

1 美国 1 月通胀数据超预期.....	4
2 风险提示.....	7

图表目录

图表 1: 美国 1 月 CPI 各分项情况	4
图表 2: 过去十年间, 1 月是平均通胀率最高的月份 (%)	5
图表 3: 去通胀进程的停滞主要来自核心商品反弹 (%)	5
图表 4: 供应链压力指数仍处于低位	5
图表 5: 1 月中旬以来油价有所回落 (美元/桶)	6
图表 6: 机动车保险增速上行 (%)	6
图表 7: 曼海姆指数显示二手车价格将继续反弹 (%)	6
图表 8: 租金通胀处于下行趋势中 (%)	6
图表 9: 当前政策不确定性仅次于疫情时的高峰	7

1 美国 1 月通胀数据超预期

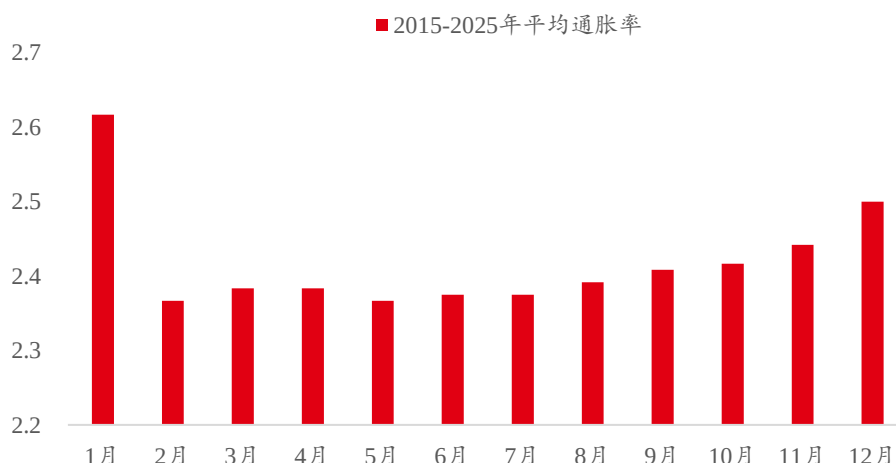
美国最新通胀数据显示，1 月 CPI 同比增长 3%，高于预期和前值的 2.9%；环比增长 0.5%，高于前值的 0.4%，创下 2023 年 9 月以来的最大涨幅。核心 CPI 同比增长 3.3%，高于预期的 3.1%和前值的 3.2%，环比增长 0.4%，前值 0.2%。整体上看，本次数据全面超市场预期，市场对美联储降息的预期显著调整，下次降息的时间点已经从 6 月延后至 9 月。数据公布后，美债收益率上行，美股也普遍低开，但随后特朗普在社交平台上宣布与俄乌首脑分别通话，市场预期俄乌冲突缓解的可能性大增，风险情绪好转，美股转涨，美元指数回落。

图表1：美国 1 月 CPI 各分项情况

单位：%	权重	环比							同比
		2024-07	2024-08	2024-09	2024-10	2024-11	2024-12	2025-01	2025-01
CPI	100	0.1	0.2	0.2	0.2	0.3	0.4	0.5	3.0
食品	13.7	0.2	0.1	0.4	0.2	0.4	0.3	0.4	2.5
家庭食品	8.0	0.1	0.0	0.4	0.1	0.5	0.3	0.5	1.9
非家用食品	5.6	0.2	0.3	0.3	0.2	0.3	0.3	0.2	3.4
能源	6.2	0.0	-0.8	-1.9	0.0	0.2	2.6	1.1	1.0
能源类商品	3.1	0.1	-0.6	-4.0	-1.0	0.5	4.3	1.9	-0.5
汽油	3.0	0.0	-0.6	-4.1	-0.9	0.6	4.4	1.8	-0.2
燃油	0.1	0.0	-2.8	-3.8	-2.3	-1.4	2.1	6.2	-5.3
能源服务	3.1	0.0	-0.7	0.6	0.7	-0.1	0.8	0.3	2.5
电力	2.3	0.1	-0.7	0.7	1.2	-0.4	0.3	0.0	1.9
燃气服务	0.8	-0.5	-1.6	0.7	0.5	0.5	2.8	1.8	4.9
核心CPI	80.1	0.2	0.3	0.3	0.3	0.3	0.2	0.4	3.3
核心商品	19.4	-0.2	-0.1	0.2	0.0	0.2	0.0	0.3	-0.1
新交通工具	4.4	-0.2	0.0	0.2	0.0	0.6	0.5	0.0	-0.3
二手汽车和卡车	2.4	-1.4	-0.2	0.5	1.2	1.3	0.8	2.2	1.0
服装	2.5	-0.3	0.1	1.0	-0.9	0.1	0.1	-1.4	0.4
医疗护理商品	1.5	0.2	-0.2	-0.7	-0.2	-0.1	0.0	1.2	2.3
核心服务	60.7	0.3	0.4	0.4	0.3	0.3	0.3	0.5	4.3
住所	35.5	0.4	0.5	0.3	0.4	0.3	0.3	0.4	4.4
运输服务	6.3	0.4	0.8	1.2	0.4	0.1	0.5	1.8	8.0
医疗护理服务	6.7	-0.1	-0.1	0.4	0.2	0.2	0.1	0.2	2.6

资料来源：iFinD，中邮证券研究所

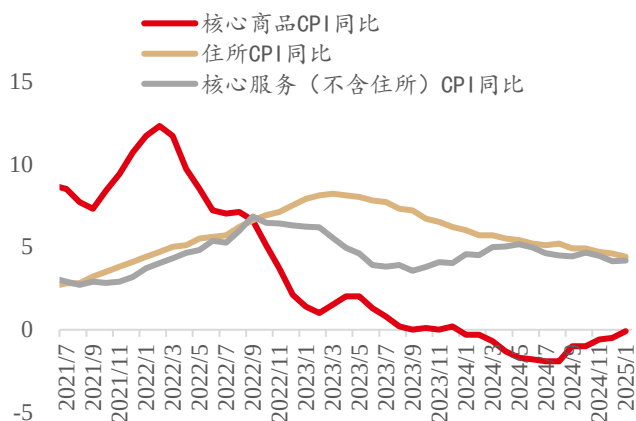
图表2：过去十年间，1月是平均通胀率最高的月份（%）



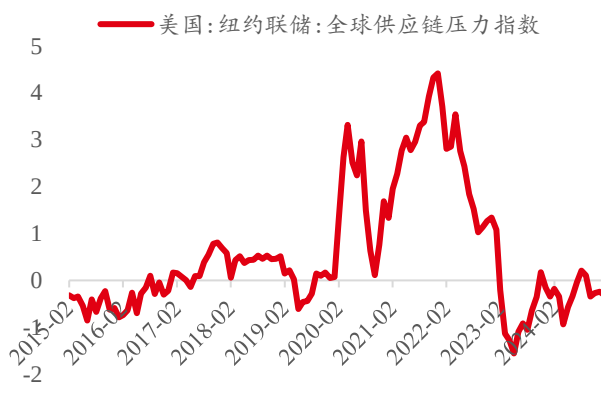
资料来源：iFinD，中邮证券研究所

虽然1月通胀数据全面超预期，但通过深入分析数据结构，我们认为对单月的通胀数据超预期无需过分担忧。首先，美国1月CPI超预期往往包含了一定的残余季节性。由于企业往往会在年初重新调整价格，这一行为可能未被季节性调整方法完全捕捉，导致1月CPI数据出现上行偏差，这在通胀高于平均水平时会尤为明显。

图表3：去通胀进程的停滞主要来自核心商品反弹（%） 图表4：供应链压力指数仍处于低位



资料来源：iFinD，中邮证券研究所

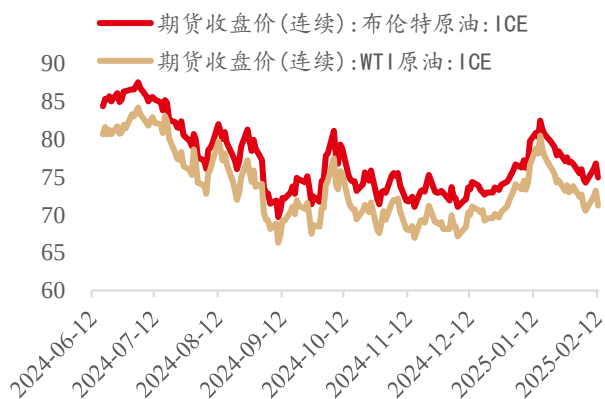


资料来源：iFinD，中邮证券研究所

其次，当前去通胀进程停滞主要源于核心商品的反弹，核心服务通胀仍处于缓慢的回落过程中。回顾2021年商品通胀持续走高的背景，主要是由于疫情影响

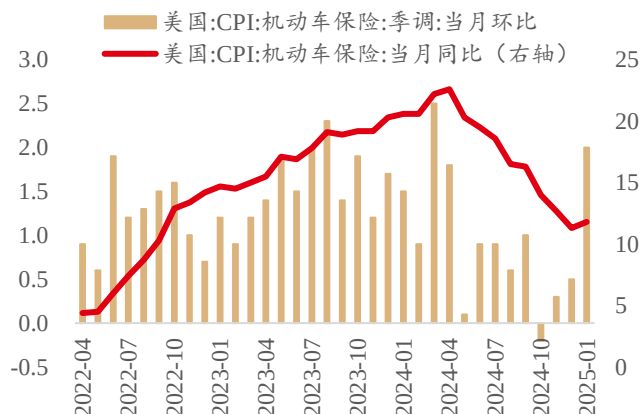
响下全球供应链承压所致。目前从纽约联储的供应链压力指数来看，当前全球供应链压力处于低位，商品通胀缺乏持续上行的基础。

图表5：1月中旬以来油价有所回落（美元/桶）



资料来源：iFinD，中邮证券研究所

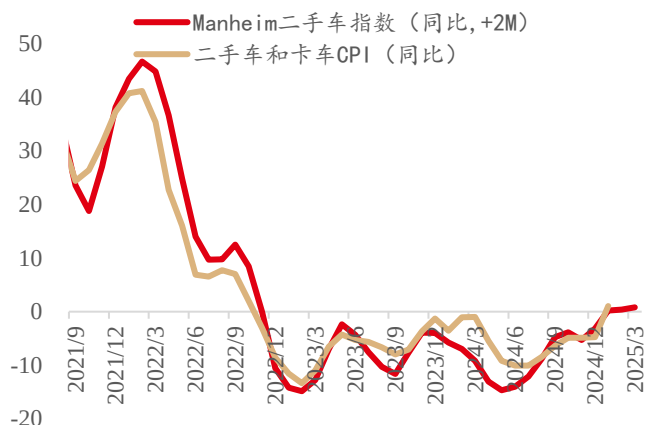
图表6：机动车保险增速上行（%）



资料来源：iFinD，中邮证券研究所

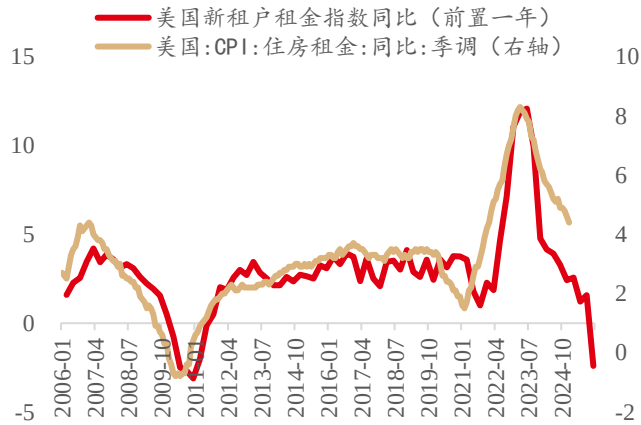
进一步细分来看，虽然12月和1月能源通胀均处于较高水平，但1月中旬以来，油价已有所回落，预计在下个月的CPI数据中，能源将不再是推动通胀上行的动力。此外，1月机动车保险分项也对通胀贡献较大，但这一分项波动性较强，不具备可持续性。

图表7：曼海姆指数显示二手车价格将继续反弹（%）



资料来源：Macromicro，iFinD，中邮证券研究所

图表8：租金通胀处于下行趋势中（%）



资料来源：劳工统计局，iFinD，中邮证券研究所

另外，从核心服务的重要分项住房来看，租金通胀仍处于下行通道中。领先指标新租户租金在 2024 年第四季度同比下降 2.4%，意味着占 CPI 比重近三分之一的住所分项还将继续支持去通胀进程。

结合以上分析，我们认为，尽管 1 月通胀数据超出市场预期，但细拆数据结构而言，形势并没有整体通胀数据所显示的那样严峻。当前真正值得关注的是，在政策高度不确定的背景下，特朗普提出的关税、减税政策以及其他国家潜在的反制举措，将如何影响远期通胀。根据 Scott Baker、Nicholas Bloom 和 Steven Davis 开发的经政策不确定性指数，当前政策不确定性仅次于疫情时期的高峰。在政策不确定性高企的背景下，预计美联储的降息动作将进一步推迟，我们预期上半年美联储将按兵不动。

图表9：当前政策不确定性仅次于疫情时的高峰



资料来源：policy uncertainty，中邮证券研究所

2 风险提示

美国经济基本面超预期走弱；美国就业市场超预期快速恶化。

中邮证券投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的 6 个月内的相对市场表现，即报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	预期个股相对同期基准指数涨幅在 20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在 10%与 20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 5%与 10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与 5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

中邮证券可发出其它与本报告所载信息不一致或有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

中邮证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供中邮证券客户中的专业投资者使用，若您非中邮证券客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为专业投资者。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本声明具有最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司，2002 年 9 月经中国证券监督管理委员会批准设立，注册资本 50.6 亿元人民币。中邮证券是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

公司经营范围包括：证券经纪；证券自营；证券投资咨询；证券资产管理；融资融券；证券投资基金销售；证券承销与保荐；代理销售金融产品；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问。此外，公司还具有：证券经纪人业务资格；企业债券主承销资格；沪港通；深港通；利率互换；投资管理人受托管理保险资金；全国银行间同业拆借；作为主办券商在全国中小企业股份转让系统从事经纪、做市、推荐业务资格等业务资格。

公司目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西、上海、云南、内蒙古、重庆、天津、河北等地设有分支机构，全国多家分支机构正在建设中。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长，努力成为客户认同、社会尊重、股东满意、员工自豪的优秀企业。

中邮证券研究所

北京

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：北京市东城区前门街道珠市口东大街 17 号

邮编：100050

上海

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：上海市虹口区东大名路 1080 号邮储银行大厦 3 楼

邮编：200000

深圳

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：深圳市福田区滨河大道 9023 号国通大厦二楼

邮编：518048