

2025年02月13日

证券分析师

刘思佳 S0630516080002

liusj@longone.com.cn

证券分析师

胡少华 S0630516090002

hush@longone.com.cn

联系人

李嘉豪

lijiah@longone.com.cn

美国通胀反弹，降息预期推迟

——海外观察：2025年1月美国CPI

投资要点

- **事件：**2025年1月美国CPI同比上涨3.0%，预期2.9%，前值2.9%；环比上升0.5%，预期0.3%，前值0.4%。1月美国核心CPI同比上涨3.3%，预期3.1%，前值3.2%；环比上升0.4%，预期0.3%，前值0.2%。
- **核心观点：**美国1月CPI明显超预期，虽有季节性影响，后续可能会回落，但中枢依然在高位。1月结构上，能源价格涨幅收窄，二手车支撑价格支撑核心商品，剔除住房以外的核心服务涨幅较大。数据公布后，市场预期的年内首次降息推迟至9月以后。后续来看，关税若顺利传导，通胀可能维持韧性，但通胀以及高利率环境下，对消费影响偏负面，而这是美国经济维持韧性的核心因素。所以后续特朗普所推行的财政政策落地节奏或成为重要变量。
- **CPI环比中枢上升。**CPI环比3MMA升至0.4%，自2024年下半年以来中枢持续抬升，当月值也持平于2023年8月高点。核心CPI环3MMA升至0.3%，但中枢上行的趋势要略弱于整体CPI。
- **CPI也受季节性影响。**美国CPI1月季季节性上涨的概率较大，2000年以来1月环比均值0.25%，仅出现3次环比下跌的情况，这可能与年初集中调价有关。不过0.5%的涨幅处于历年区间的上限附近。
- **能源价格涨幅收窄，但仍处相对高位。**食品价格环比0.4%，涨幅较前值上升0.1个百分点，主要由家庭食品带动。能源价格环比1.1%，涨幅较上月1.3个百分点，但仍处相对高位。其中，燃油价格环比大幅上涨6.2%。
- **二手车价格支撑核心商品。**核心商品环比0.3%，前值0.0%。主要分项中涨幅较大的是二手汽车和卡车，或与洛杉矶大规模野火有关，与曼海姆二手车价格指数表现出的趋势一致。此外，医疗类商品环比1.2%，涨幅也相对较大，拖累较多的是服装，环比-1.4%。
- **核心服务中运输服务涨幅较大。**核心服务中涨幅较大的是运输服务，环比1.8%，不排除是年初调价的影响。住房服务环比0.4%，较前值小幅上升0.1个百分点，等价租金也较为稳定，环比0.3%，与前值持平。
- **市场预期降息推迟。**由于通胀超预期，据CME FEDWATCH TOOL，市场对年内首次降息的时间预期推迟至9月以后。数据公布后，美债收益率、美元指数跳涨、美股回落、黄金上涨。
- **特朗普的政策节奏依旧是重要变量，美联储短期或将维持谨慎态度。**1月非农以及通胀数据均再次推升了市场交易再通胀的逻辑，美联储主席鲍威尔近日也多次公开强调不急于调整利率，密歇根大学1年通胀率预期升至4.3%。关税政策对核心商品的影响，后续或逐步显现，若传导顺利，通胀韧性下或使美联储难以在短期内降息。但另一方面，对内减税等财政政策落地尚待时日，通胀走高的情况下或制约居民消费，影响美国经济回落。特朗普的政策节奏依旧是重要变量，美联储短期或将维持谨慎态度。
- **风险提示：**对进口商品加征关税影响美国通胀；美联储货币政策超预期紧缩；地缘政治风险。

表1 美国 CPI 分项环比变化情况，%

	2024年8月	2024年9月	2024年10月	2024年11月	2024年12月	2025年1月	趋势
CPI	0.2	0.2	0.2	0.3	0.4	0.5	
1.食品	0.2	0.3	0.2	0.3	0.3	0.4	
1.1家庭食品	0.1	0.3	0.2	0.4	0.3	0.5	
1.2非家用食品	0.3	0.3	0.2	0.3	0.3	0.2	
2.能源	-1.0	-1.0	-0.2	0.1	2.4	1.1	
2.1能源类商品	-1.3	-2.3	-1.1	0.2	3.9	1.9	
2.1.1汽油（所有种类）	-1.2	-2.3	-1.0	0.3	4.0	1.8	
2.1.2燃油	-2.8	-3.8	-2.3	-1.4	2.1	6.2	
2.2能源服务	-0.7	0.6	0.7	-0.1	0.8	0.3	
2.2.1电力	-0.4	0.5	0.8	-0.2	0.2	0.0	
2.2.2管道燃气服务	-1.6	0.7	0.5	0.5	2.8	1.8	
核心CPI	0.3	0.3	0.3	0.3	0.2	0.4	
1.商品不包含能源和食品	-0.1	0.2	0.0	0.2	0.0	0.3	
1.1新车	0.0	0.1	0.0	0.5	0.4	0.0	
1.2二手汽车和卡车	-0.2	0.5	1.2	1.3	0.8	2.2	
1.3服装	0.1	1.0	-0.9	0.1	0.1	-1.4	
1.4医疗类商品	-0.2	-0.7	-0.2	-0.1	0.0	1.2	
2.服务不包含能源服务	0.4	0.4	0.3	0.3	0.3	0.5	
2.1住房	0.5	0.3	0.4	0.3	0.3	0.4	
2.2运输服务	0.8	1.2	0.4	0.1	0.5	1.8	
2.3医疗服务	-0.1	0.6	0.3	0.3	0.2	0.0	

资料来源：美国劳工部，东海证券研究所

表2 CME FEDWATCH TOOL 显示的降息概率，%

	CME FEDWATCH TOOL - CONDITIONAL MEETING PROBABILITIES									
MEETING DATE	250-275	275-300	300-325	325-350	350-375	375-400	400-425	425-450	450-475	475-500
2025/3/19			0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	2.5%	97.5%	0.0%	0.0%
2025/5/7	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.3%	13.6%	86.1%	0.0%	0.0%
2025/6/18	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%	3.7%	32.3%	63.9%	0.0%	0.0%
2025/7/30	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.7%	8.4%	37.5%	53.3%	0.0%	0.0%
2025/9/17	0.0%	0.0%	0.0%	0.2%	2.8%	16.3%	41.8%	39.0%	0.0%	0.0%
2025/10/29	0.0%	0.0%	0.0%	0.6%	5.1%	20.6%	41.3%	32.3%	0.0%	0.0%
2025/12/10	0.0%	0.0%	0.2%	1.5%	8.2%	24.8%	39.5%	25.7%	0.0%	0.0%
2026/1/28	0.0%	0.0%	0.2%	2.0%	9.3%	25.8%	38.6%	24.0%	0.0%	0.0%
2026/3/18	0.0%	0.0%	0.4%	2.6%	10.8%	26.9%	37.3%	21.9%	0.0%	0.0%
2026/4/29	0.0%	0.0%	0.5%	2.9%	11.3%	27.3%	36.8%	21.2%	0.0%	0.0%
2026/6/17	0.0%	0.1%	0.6%	3.4%	12.3%	27.8%	35.9%	19.9%	0.0%	0.0%
2026/7/29	0.0%	0.1%	0.6%	3.4%	12.3%	27.8%	35.9%	19.9%	0.0%	0.0%
2026/9/16	0.0%	0.1%	0.5%	2.8%	10.4%	24.5%	34.2%	23.3%	4.2%	0.0%
2026/10/28	0.0%	0.1%	0.5%	2.6%	9.7%	23.3%	33.3%	24.3%	5.9%	0.4%
2026/12/9	0.2%	1.1%	4.7%	13.7%	26.3%	30.6%	18.8%	4.3%	0.3%	0.0%

资料来源：CME，东海证券研究所，数据日期为2月13日

一、评级说明

	评级	说明
市场指数评级	看多	未来 6 个月内沪深 300 指数上升幅度达到或超过 20%
	看平	未来 6 个月内沪深 300 指数波动幅度在-20%—20%之间
	看空	未来 6 个月内沪深 300 指数下跌幅度达到或超过 20%
行业指数评级	超配	未来 6 个月内行业指数相对强于沪深 300 指数达到或超过 10%
	标配	未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 指数在-10%—10%之间
	低配	未来 6 个月内行业指数相对弱于沪深 300 指数达到或超过 10%
公司股票评级	买入	未来 6 个月内股价相对强于沪深 300 指数达到或超过 15%
	增持	未来 6 个月内股价相对强于沪深 300 指数在 5%—15%之间
	中性	未来 6 个月内股价相对沪深 300 指数在-5%—5%之间
	减持	未来 6 个月内股价相对弱于沪深 300 指数 5%—15%之间
	卖出	未来 6 个月内股价相对弱于沪深 300 指数达到或超过 15%

二、分析师声明：

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，具备专业胜任能力，保证以专业严谨的研究方法和分析逻辑，采用合法合规的数据信息，审慎提出研究结论，独立、客观地出具本报告。

本报告中准确反映了署名分析师的个人研究观点和结论，不受任何第三方的授意或影响，其薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

署名分析师本人及直系亲属与本报告所涉及的内容不存在任何利益关系。

三、免责声明：

本报告基于本公司研究所及研究人员认为合法合规的公开资料或实地调研的资料，但对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告仅反映研究人员个人出具本报告当时的分析和判断，并不代表东海证券股份有限公司，或任何其附属或联营公司的立场，本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间等因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致，敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。在法律允许的情况下，本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告仅供“东海证券股份有限公司”客户、员工及经本公司许可的机构与个人阅读和参考。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何机构和个人的投资建议，任何形式的保证证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效，本公司亦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。本公司客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。

本报告版权归“东海证券股份有限公司”所有，未经本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

四、资质声明：

东海证券股份有限公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构，已经具备证券投资咨询业务资格。我们欢迎社会监督并提醒广大投资者，参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构，注意防范非法证券活动。

上海 东海证券研究所

地址：上海市浦东新区东方路1928号 东海证券大厦
 网址：Http://www.longone.com.cn
 座机：(8621) 20333275
 手机：18221959689
 传真：(8621) 50585608
 邮编：200125

北京 东海证券研究所

地址：北京市西三环北路87号国际财经中心D座15F
 网址：Http://www.longone.com.cn
 座机：(8610) 59707105
 手机：18221959689
 传真：(8610) 59707100
 邮编：100089