

美国 1 月 CPI 数据点评

消费韧性存疑，美国通胀反弹或存在短期性

◆ 经济研究 · 宏观快评

证券分析师：	季家辉	021-61761056	jijiahui@guosen.com.cn	执证编码：S0980522010002
证券分析师：	董德志	021-60933158	dongdz@guosen.com.cn	执证编码：S0980513100001

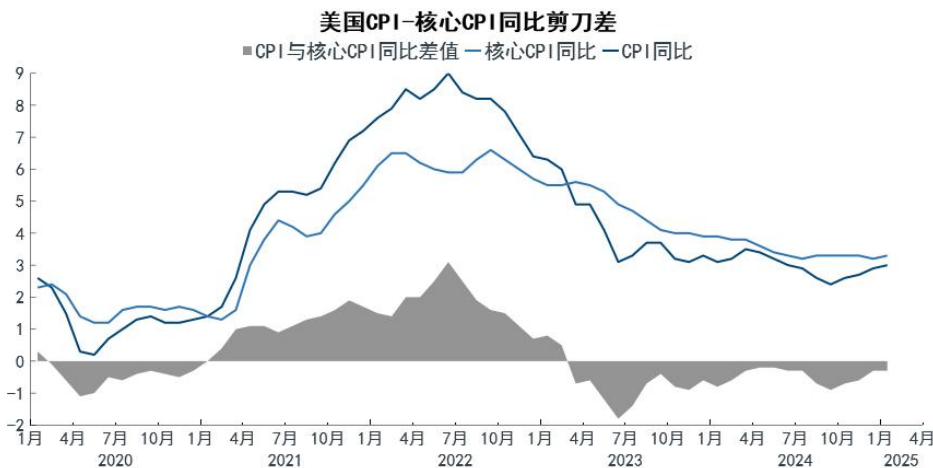
事项：

美东时间 2 月 12 日，美国劳工统计局发布 1 月 CPI 通胀数据：环比来看，整体和核心 CPI 分别上涨 0.5% 和 0.4%，分别较上月上升 0.1 和 0.2 个百分点。同比来看，整体 CPI 上涨 3%，核心 CPI 同比上涨 3.3%，均较上月上升 0.1 个百分点。

CPI 通胀走势：整体 CPI 通胀明显反弹

趋势上，美国 CPI 同比自 2024 年 9 月以来稳步回升；核心 CPI 同比有企稳迹象，连续 7 个月在 3.2-3.3% 的区间运行，进一步下降存在明显压力。

图1：美国 CPI 通胀同比走势



资料来源：Macrobond，国信证券经济研究所整理

CPI 通胀结构：商品通胀趋势性回升

CPI 环比结构来看，1 月份多数分项涨幅回升至近 12 个月的平均水平以上。通胀非核心部分中，食品价格稳步回升，1 月环比上涨 0.4%。家庭食品价格单月环比上涨 0.5%，为食品通胀的主要拉动。

1 月国际油价波动明显，为影响 CPI 能源分项的主要因素。1 月 CPI 能源价格环比上涨 1.1%，低于上月 2.4% 的增幅，但整体仍高于近 12 个月的平均水平。二级分项方面，以汽油和燃油为代表的能源商品价格单月分别上涨 1.8% 和 4.1%，显著高于近 12 个月的平均水平；而电力和天然气等能源服务价格涨幅收窄，低于

近 12 个月的平均水平。美国新政府政策变化存在较大不确定性，预计短期将影响能源价格波动剧烈。

通胀核心部分中，核心商品价格出现趋势性反弹，单月环比上涨 0.3%，涨幅连续 5 个月高于近 12 个月的平均水平。其中二手车价格上涨显著，单月环比上涨 2.2%，为 2023 年 6 月以来的最高涨幅。结合近期制造业就业稳步增长，行业景气度开始扩张，美国商品消费有回升迹象，2025 年美国居民服务消费强于商品消费的格局或有所反转。

核心服务部分 1 月上涨 0.5%，涨幅略有回升，但二级分项表现分化。其中住房价格整体企稳，单月环比上涨 0.4%，连续 5 个月在 0.3-0.4% 的平台区间运行，继续下降存在压力；受新年假期影响，1 月交运价格显著回升，单月环比上涨 1.8%，较上月大幅回升 1.3 个百分点。医疗服务价格有所走弱，单月环比持平，较上月回落 0.2 个百分点。

图2：美国 CPI 环比热力图（红色表示高于近 12 个月的平均水平，蓝色表示低于近 12 个月的平均水平）

美国CPI各分项环比（单位：%）

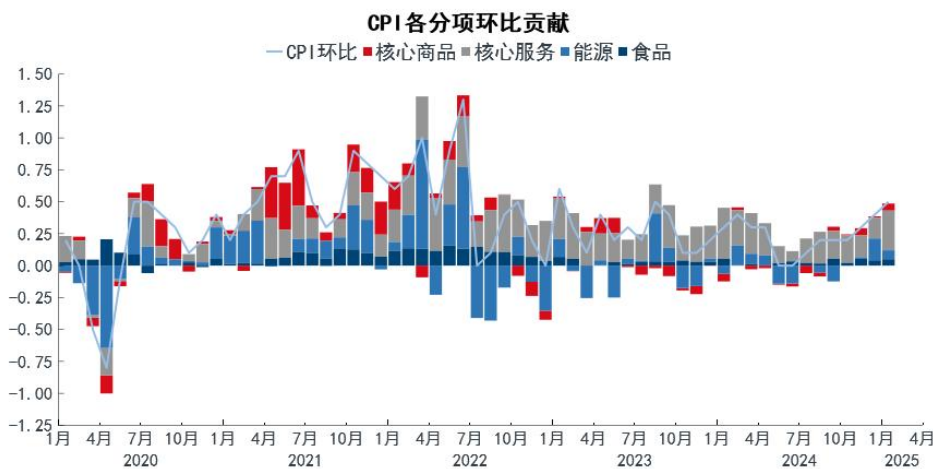
项目	2025年1月	2024年12月	2024年11月	2024年10月	2024年9月	2024年8月	2024年7月	2024年6月	2024年5月	2024年4月	2024年3月	2024年2月	2024年1月
CPI	0.5	0.4	0.3	0.2	0.2	0.2	0.1	0.0	0.0	0.3	0.3	0.4	0.3
食品	0.4	0.3	0.3	0.2	0.3	0.2	0.1	0.2	0.1	0.1	0.1	0.1	0.3
家用食品	0.5	0.3	0.4	0.2	0.3	0.1	0.1	0.1	0.0	0.0	-0.1	0.1	0.3
在外用餐	0.2	0.3	0.3	0.2	0.3	0.3	0.2	0.4	0.4	0.3	0.3	0.1	0.5
能源	1.1	2.4	0.1	-0.2	-1.0	-1.0	-0.4	-1.6	-1.3	0.9	0.5	1.3	0.0
能源商品	1.9	3.9	0.2	-1.1	-2.3	-1.3	-0.8	-2.9	-2.4	2.0	0.5	1.9	-1.3
汽油	1.8	4.0	0.2	-1.0	-2.3	-1.2	-0.9	-3.0	-2.4	2.1	0.6	2.0	-1.4
燃油	4.1	2.5	0.3	-2.1	-2.5	-2.3	1.1	-1.9	-0.6	1.5	-1.4	0.1	-0.8
能源服务	0.3	0.8	-0.1	0.7	0.6	-0.7	0.0	0.1	-0.1	-0.4	0.6	0.7	1.1
电力	0.0	0.2	-0.2	0.8	0.5	-0.4	0.2	-0.3	0.1	0.0	0.6	0.4	0.9
天然气	1.8	2.8	0.5	0.5	0.7	-1.6	-0.5	1.5	-0.6	-2.0	0.4	1.5	1.8
核心CPI	0.4	0.2	0.3	0.3	0.3	0.3	0.2	0.1	0.1	0.3	0.4	0.4	0.4
核心商品	0.3	0.0	0.2	0.0	0.2	-0.1	-0.2	-0.2	-0.1	-0.1	-0.1	0.2	-0.3
新车	0.0	0.4	0.5	0.0	0.1	0.0	-0.1	-0.2	-0.4	-0.4	-0.2	-0.1	-0.1
二手汽车和卡车	2.2	0.8	1.3	1.2	0.5	-0.2	-1.4	-1.6	-0.8	-1.5	-0.5	1.2	-3.7
服装	-1.4	0.1	0.1	-0.9	1.0	0.1	-0.3	0.0	-0.2	0.9	0.6	0.5	-0.5
医疗商品	1.2	0.0	-0.1	-0.2	-0.7	-0.2	0.2	0.2	1.3	0.4	0.2	0.1	-0.6
核心服务	0.5	0.3	0.3	0.3	0.4	0.4	0.3	0.2	0.2	0.4	0.5	0.5	0.6
住房	0.4	0.3	0.3	0.4	0.3	0.5	0.4	0.2	0.4	0.3	0.5	0.4	0.6
交运服务	1.8	0.5	0.1	0.4	1.2	0.8	0.4	-0.5	-0.3	0.8	1.4	1.3	1.0
医疗服务	0.0	0.2	0.3	0.3	0.6	-0.1	-0.1	0.2	0.3	0.4	0.5	0.0	0.6

数据来源：国信证券，Macrobond，BLS

资料来源：Macrobond，国信证券经济研究所整理

从贡献程度来看，1 月核心服务依旧是 CPI 环比正向贡献最大的分项，贡献了 0.3% 的增长，且贡献度较上月上升 0.15 个百分点。能源分项的贡献度有所下滑，1 月贡献了 CPI 环比 0.07 的增长，较上月下降 0.1 个百分点。值得注意的是，1 月劳工统计局调整了分项权重，或为各分项贡献程度变化的主要原因。

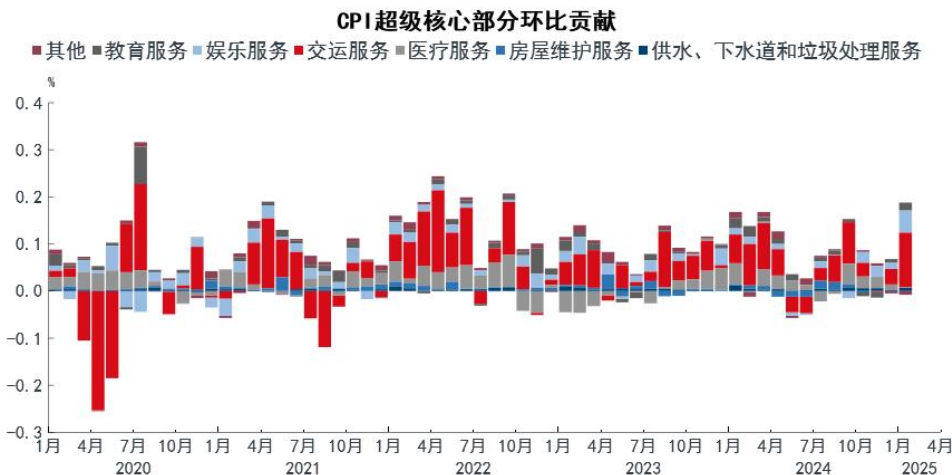
图3: 美国 CPI 各一级分项环比贡献



资料来源: Macrobond, 国信证券经济研究所整理

从美联储关注的超级核心通胀（扣除住房的核心服务部分）部分来看，1月超级核心部分贡献了CPI 环比0.18%的增长。交运服务仍为超级核心部分权重最大的分项，贡献了CPI 环比0.11%的增长。

图4: 美国 CPI 超级核心部分的环比贡献

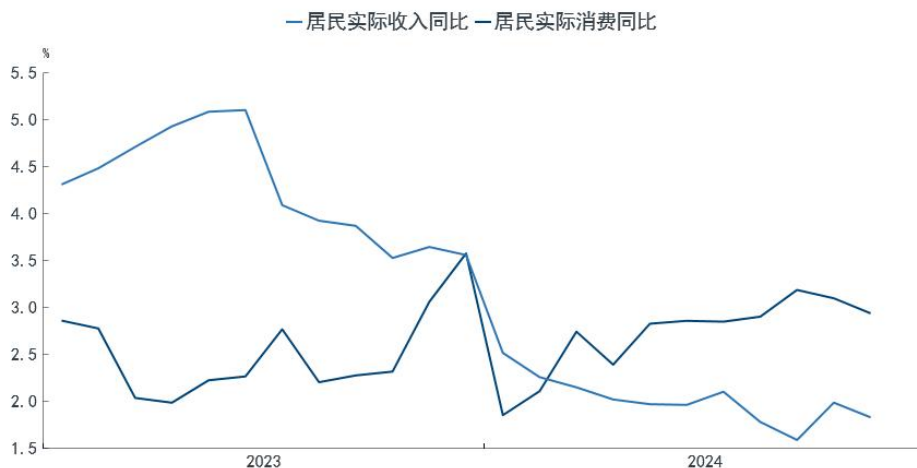


资料来源: Macrobond, 国信证券经济研究所整理

前瞻：美国消费韧性有所走弱，通胀反弹可能存在短期性

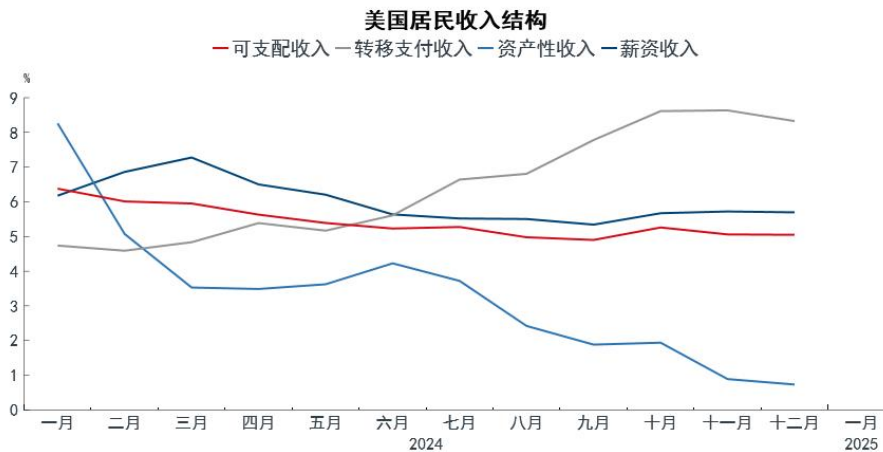
尽管1月美国CPI通胀有所回升，但事实上当下美国居民消费强劲主要因为高消费倾向+财富效应，偏低的储蓄以及较高的美股估值将增加2025年美国居民消费走弱的风险。终端需求下滑将一定程度对冲新政府“再通胀”政策。

图5: 美国居民“收弱于支”



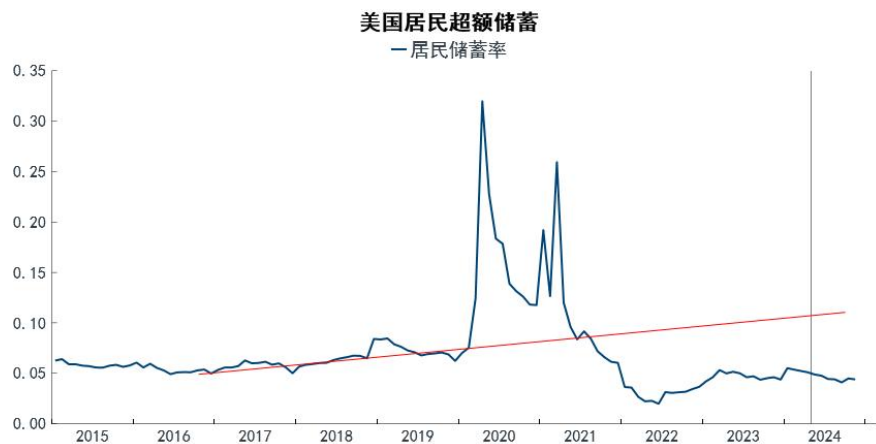
资料来源: Macrobond, 国信证券经济研究所整理

图6: 美国居民收入主要依赖转移支付, 存在较大不确定性



资料来源: Macrobond, 国信证券经济研究所整理

图7: 疫情后美国居民储蓄率偏低, 约低于疫情前 3 个百分点



资料来源: Macrobond, 国信证券经济研究所整理

◆ 风险提示

美国关税及移民措施调整; 国际地缘政治形势紧张超预期;

相关研究报告:

- 《宏观解读报告-经济增长稳中有进——深圳市 2024 年经济数据跟踪与解读》 ——2025-02-09
- 《中国通胀数据快评-1 月国内核心 CPI 延续回暖趋势, 内需继续改善》 ——2025-02-09
- 《春节假期海外金融市场事项一览-美联储降息进程放缓》 ——2025-02-04
- 《2024 年 12 月财政数据快评-全年一般公共支出目标基本完成》 ——2025-01-27
- 《中国通胀数据快评-12 月国内核心 CPI 表现偏强, 验证内需回暖改善》 ——2025-01-09

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032