

2025年02月13日

核心通胀不降反升，美联储还能降息吗？

事件点评

美国 CPI 点评（2025.1）

投资要点

- ◆ **尽管基数走高，美国 1 月总体和核心 CPI 并未如期降温，反而明显走强，这令市场原本期待的通胀因高基数短暂回落而带动美联储上半年再度降息的概率大幅下降。**据美国劳工统计局当地时间 2 月 12 日公布的数据，美国 1 月 CPI（经季节调整，下同）、核心 CPI 同比分别为 3.0% 和 3.3%，均较 2024 年 12 月超预期回升 0.1 个百分点。1 月总体 CPI 和核心 CPI 环比涨幅分别达到 0.47% 和 0.45%，分别创近 17 个月和近 21 个月新高，也由此掩盖了基数走高的影响，未能出现市场预期中的同比回落。核心 CPI 高基数大致在 1-3 月，4-6 月基数转而走低，未来数月美国核心通胀走势将对全年乃至更长时间美联储潜在降息空间具有决定性作用。**受特朗普低利率主张的压制美元指数暂时平稳，但后续如果核心通胀连续走高则大概率释放美元指数上行空间。**
- ◆ **核心 CPI 应降未降，反映三大推升逻辑：劳动力市场趋紧薪资走高、关税开始实施耐用品涨价、宽松周期房租加速上涨。**1 月美国核心 CPI 同比时隔一个月即再度回升 0.1 个百分点至 3.3%，最近半年中有 5 个月均位于这一水平，呈现远超市场预期的高位黏性。三方面原因同时出现拉动核心 CPI 超预期走强：1）美国劳动力市场近 3 个月重新趋于紧张，薪资增速走高，向核心 CPI 传导加强，1 月除房租外的核心服务、核心非耐用消费品环比分别上涨 0.72% 和 0.18%，分别较前月涨幅扩大 0.47 和 0.11 个百分点，前者创出近 12 个月新高。2）特朗普关税主张开始逐步落地并形成初步涨价效应，叠加油价近期反弹的渗透性影响，耐用品环比上涨 0.37%，较 12 月扩大 0.51 个百分点。3）美联储本轮货币宽松周期启动三个季度以来，房价一定程度重拾上涨趋势，并开始向房租初步传导，房租环比上涨 0.37%，较 12 月扩大 0.1 个百分点，为近 5 个月最高涨幅。我们在此前分析中指出，前月房租和耐用品涨幅温和是暂时性的、而薪资推升通胀的逻辑是强化的，1 月美国核心 CPI 的上述三大结构特征符合我们的预期，且到来的时点更趋提前（详见报告《美国就业强劲，薪资通胀螺旋开始转动——美国就业数据点评（2025.1）》）。
- ◆ **特朗普的加征关税、移民管控、财政扩张三大政策主张在中短期时间维度内能够形成逻辑闭环，美国实际增速维持较高水平、通胀淡季不淡蓄势冲高态势日渐清晰。美联储年内无法降息概率提升，与非美发达经济体货币分化可能愈演愈烈，美债收益率和美元指数趋于上行，我国央行宽松性、利率压低性操作空间可能持续受到挤压。**特朗普上任不足一月，其关税主张已经开始逐步落地，移民管控迅速加强，加之不断公开释放货币宽松政策导向以引导市场预期，1 月美国核心通胀的三大推升因素可能以更大的概率持续更长时间。**应充分关注到特朗普三大政策主张在中短期时间维度形成的逻辑闭环：扩张财政拉动需求、加征关税减少进口促进产业向美回流、管控移民减少劳动力供给提高薪资。正因存在一定的内在一致性，特朗普政策主张的任一方面可能都不会快速出现方向摇摆，美国经济增长可能维持较高水平，通胀在 1-3 月的高基数期短暂回落的概率明显下降，4 月之后更大幅度上冲的概率正在提升。**鉴于欧央行近期已经开始独立于美联储实施降息，与美国货币政策走向殊途，美国长端利率和美元指数可能提前蓄势冲高，可能通过汇率压力对我国央行降息、买断式逆回购、国债净买入等宽松性和利率压低性操作的空间形成一定挤压。我们预计下半年央行活跃通过降准来提供充足的流动性，全年降息空间受限，**2025 年预计财政赤字率接近我们预测的 3.6%-4% 区间上限，在中央财政刺激耐用消费品消费方面仍有政策加码空间。**
- ◆ **风险提示：**美联储年内未降息令美元指数飙升、人民币被动贬值压力加大风险。

分析师

秦泰

 SAC 执业证书编号：S0910523080002
 qintai@huajinsc.cn

报告联系人

周欣然

zhouxinran@huajinsc.cn

相关报告

油价回升服务走高，CPI 稍好于预期——CPI、PPI 点评（2025.1） 2025.2.9

美国就业强劲，薪资通胀螺旋开始转动——美国就业数据点评（2025.1） 2025.2.8

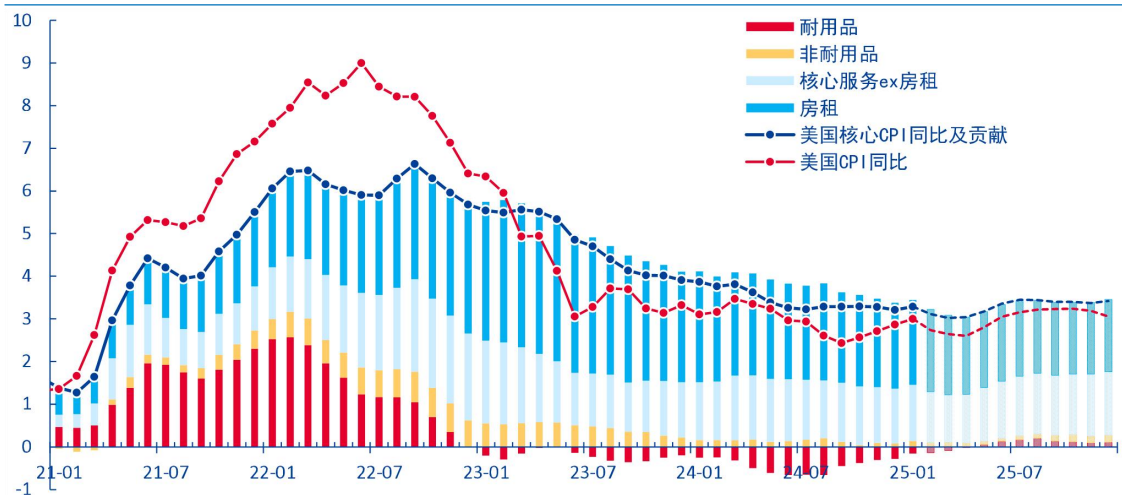
1 月外储略增或未干预汇率，预计新增贷款 4.25 万亿——华金宏观·双循环周报（第 93 期） 2025.2.7

乙巳之初，风起云涌——2025 年春节海内外宏观综述 2025.2.4

PMI 开年走低，主因春节提前和出口风险——PMI 点评（2025.1） 2025.1.27



图 1：美国核心 CPI 同比及贡献、CPI 同比与预测 (%)



资料来源：CEIC，华金证券研究所

分析师声明

秦泰声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以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，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。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，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

办公地址：

上海市浦东新区杨高南路 759 号陆家嘴世纪金融广场 30 层

北京市朝阳区建国路 108 号横琴人寿大厦 17 层

深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 10 楼 05 单元

电话：021-20655588

网址： www.huajinsc.cn