

2025 年 02 月 13 日

美联储 2025 上半年或难降息

——美国 1 月 CPI 点评

宏观研究团队

何宁（分析师）

hening@kysec.cn

证书编号：S0790522110002

潘伟桢（分析师）

panweizhen@kysec.cn

证书编号：S0790524040006

事件：美国公布 2025 年 1 月最新通胀数据。其中 CPI 同比上升 3.0%，环比上升 0.5%；核心 CPI 同比上升 3.3%，环比上升 0.4%，均超过市场预期。

● 通胀水平超预期全面回升

1. 总体通胀与核心通胀均超预期回升。美国 1 月 CPI 同比上升 3.0%，环比上升 0.5%；核心 CPI 同比上涨 3.3%，环比上升 0.4%。总的看，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。

2. 能源通胀由负转正，核心商品去通胀贡献度进一步下降。具体而言，1 月能源项同比上升 1.0%，较 2024 年 12 月份提升 1.5 个百分点；1 月份食品项同比上升 2.5%，与 2024 年 12 月份持平；核心 CPI 方面，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 2024 年 12 月上升 0.1、0.2 个百分点。核心商品同比增速较 2024 年 12 月提升约 0.4 个百分点至-0.134%，核心服务同比上升 4.3%，较 2024 年 12 月份下降约 0.1 个百分点。

3. 通胀或将重新下行，但去通胀进程波动将放大。总的看，1 月 CPI 数据显示美国通胀超预期回升，显示美联储降息 100bp 对经济起到了较为明显的支撑作用。特别是核心通胀的回升，显示在健康的劳动力市场的支撑下，美国经济的需求端或仍较火热。从美联储关注的超级核心服务通胀（去掉住房的核心服务）来看，1 月份同比、环比增速分别较 2024 年 12 月份下降 0.03 个百分点、上升 0.55 个百分点。往后看，随着基数逐渐抬升，总体通胀水平或将开始重新下降，但核心通胀的表现或相对坚挺。不确定性在上升。不过我们认为美国去通胀进程仍未结束，只是过程中的波动有所放大。

● 美联储 2025 年上半年或难降息

我们认为，美联储可能在 2025 年上半年较难降息。

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坚挺，将会对经济的需求端提供有力的支撑，进而传导至通胀，使其难有快速下跌的基础。

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。特朗普自 1 月 20 日就职后，便积极兑现竞选承诺，在驱逐非法移民、征收关税等方面的政策频频，但政策的执行进度及效果需要时间观察。特别是关税与驱逐非法移民，对通胀的上行作用似乎较为明显，在经济数据没有发生较大幅的波动下，美联储暂停行动是最好的选择。

结合上述两点来看，我们认为美联储 2025 年中之前可能较难降息。一则当前通胀数据的上升会带动美国金融条件收紧（美债收益率上升、美股下跌），从而传导至美国居民消费端，最终拖累经济需求端，但这需要一定的时间来传导；二则特朗普的政策效果也需要 1-2 个季度来观察，在此之前，如果就业与通胀数据没有大幅下行，暂停降息将一直是美联储的最优选择。

基准情形下，美联储 2025 年或有 1-2 次降息，节奏上先慢后快，下次降息可能在下半年，且可能不及预期，需关注特朗普新政的实施力度与影响。

● 风险提示：国际局势紧张引发通胀超预期，美国经济超预期衰退。

相关研究报告

《变中求进，定中谋新——2025 年宏观经济的“变”与“定”》-2025.2.12

《春节需求回暖带动 CPI 同比回升——宏观经济点评》-2025.2.9

《二手房价格连续三周回升——宏观周报》-2025.2.9

目 录

1、通胀水平超预期全面回升	3
1.1、总体通胀与核心通胀均超预期回升	3
1.2、能源通胀由负转正，核心商品去通胀贡献度进一步下降	4
1.3、通胀或将重新下行，但去通胀进程波动将放大	5
2、美联储 2025 年上半年或难降息	7
3、风险提示	8

图表目录

图 1：美国 1 月 CPI 同比增速略有下降	4
图 2：1 月核心通胀环比增速较 2024 年 12 月边际上升	4
图 3：1 月能源通胀同比降幅继续收窄	4
图 4：家庭食品通胀边际走强	4
图 5：1 月核心商品 CPI 同比增速仍然为负	5
图 6：1 月核心服务 CPI 同比增速边际下降	5
图 7：1 月核心商品与核心服务通胀环比增速均有所上行	5
图 8：美国汽油零售价格近期略有上涨	6
图 9：粮食期货价格近期上涨	6
图 10：美国二手车价格边际提升	6
图 11：美国房租通胀边际下降	6
图 12：1 月美国非房核心服务通胀环比增速上行	7
表 1：美国 1 月 CPI 部分重要分项同比、环比及贡献分解（%）	3

事件：美国公布 2025 年 1 月最新通胀数据。其中 CPI 同比上升 3.0%，环比上升 0.5%；核心 CPI 同比上升 3.3%，环比上升 0.4%，均超过市场预期。

1、通胀水平超预期全面回升

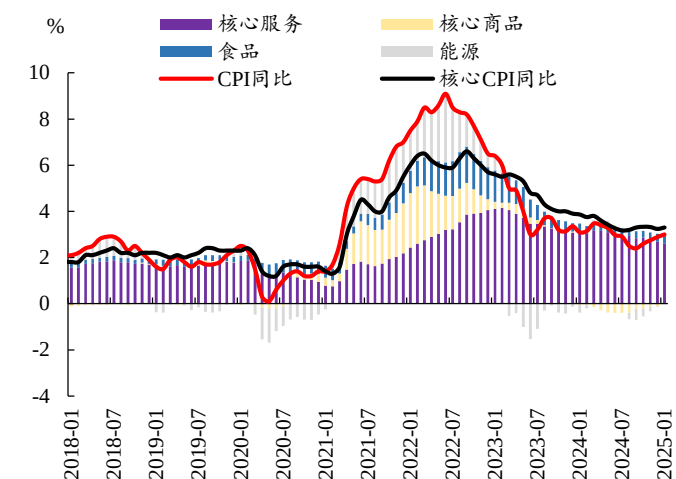
1.1、总体通胀与核心通胀均超预期回升

美国 1 月 CPI 同比上升 3.0%，增速较 2024 年 12 月上升 0.1 个百分点；环比上升 0.5%，环比增速亦较 2024 年 12 月上升 0.1 个百分点。核心 CPI 同比上涨 3.3%，环比上升 0.4%，同比与环比增速分别较 2024 年 12 月提升 0.1、0.2 个百分点。总的看，美国通胀已经连续 4 个月反弹，且核心通胀亦超预期回升，美国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，核心通胀的顽固则将显著制约美联储的降息行动。

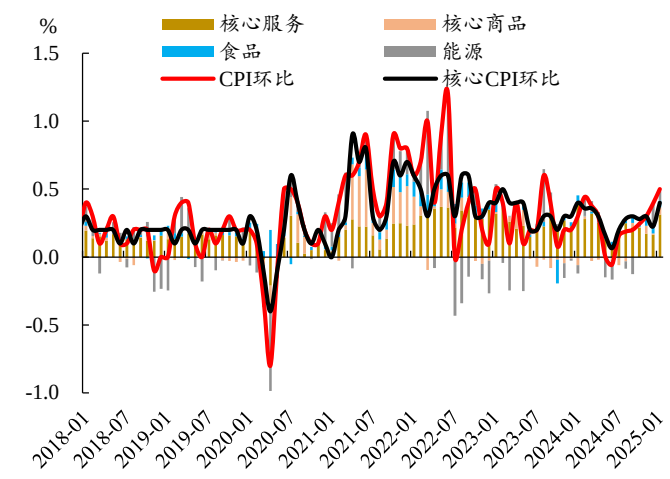
表1：美国 1 月 CPI 部分重要分项同比、环比及贡献分解（%）

权重	分项	同比贡献分解		同比增速		环比贡献分解		环比增速	
		2025-01	2025-01	2024-12	2024-11	2025-01	2025-01	2024-12	2024-11
100	全部	3.0	3	2.9	2.7	0.5	0.5	0.4	0.3
13.691	食品	0.34	2.5	2.5	2.4	0.05	0.4	0.3	0.3
8.043	居家食品	0.16	1.9	1.8	1.6	0.04	0.5	0.3	0.4
5.648	外带食品	0.18	3.4	3.6	3.6	0.01	0.2	0.3	0.3
6.216	能源	0.06	1	-0.5	-3.2	0.07	1.1	2.4	0.1
3.122	能源商品	-0.02	-0.5	-3.9	-8.5	0.06	1.9	3.9	0.2
3.094	能源服务	0.08	2.5	3.3	2.8	0.01	0.3	0.8	-0.1
19.388	核心商品	-0.02	-0.1	-0.5	-0.6	0.06	0.3	0	0.2
3.376	家居	-0.03	-0.9	-0.9	-1	-0.01	-0.2	-0.2	0.6
2.48	服装	0.01	0.4	1.2	1.1	-0.03	-1.4	0.1	0.1
4.393	新车	-0.01	-0.3	-0.4	-0.7	0.00	0	0.4	0.5
2.391	二手车	0.02	1	-3.3	-3.4	0.05	2.2	0.8	1.3
1.527	医疗保健	0.04	2.3	0.5	0.4	0.02	1.2	0	-0.1
0.387	含酒精饮料	0.01	1.4	1.4	1.8	0.00	0.3	-0.3	0
1.289	其它商品	0.04	2.6	2.7	2.6	0.00	0.2	-0.4	0.2
60.705	核心服务	2.62	4.3	4.4	4.6	0.31	0.5	0.3	0.3
7.499	主要居所租金	0.32	4.2	4.3	4.4	0.03	0.3	0.3	0.2
26.282	业主等价租金	1.23	4.6	4.8	4.9	0.08	0.3	0.3	0.3
6.305	医疗服务	0.18	2.7	3.4	3.7	0.12	0	0.2	0.3
0	交通运输服务	0.50	3.8	2.7	3.5	0.00	1.4	0.3	0.7
3.445	休闲服务	0.13	8	7.3	7.1	0.05	1.8	0.5	0.1
4.98	教育与通讯服务	0.09	1.7	1.8	1.8	0.02	0.3	0.2	-0.2

数据来源：Bloomberg、开源证券研究所

图1：美国 1 月 CPI 同比增速继续回升


数据来源：Bloomberg、开源证券研究所

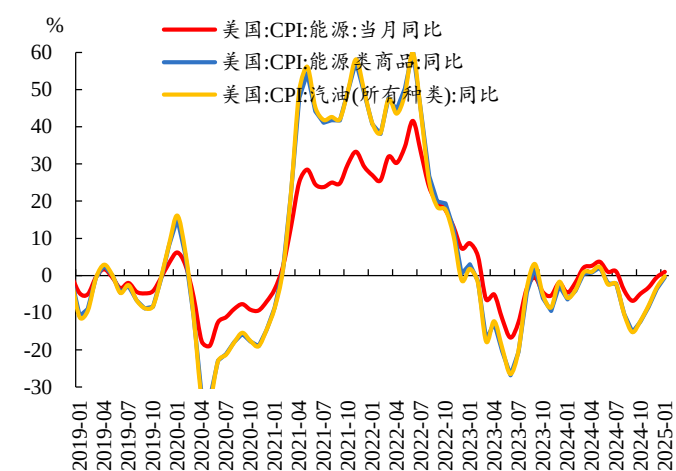
图2：1 月核心通胀环比增速较 2024 年 12 月边际上升


数据来源：Bloomberg、开源证券研究所

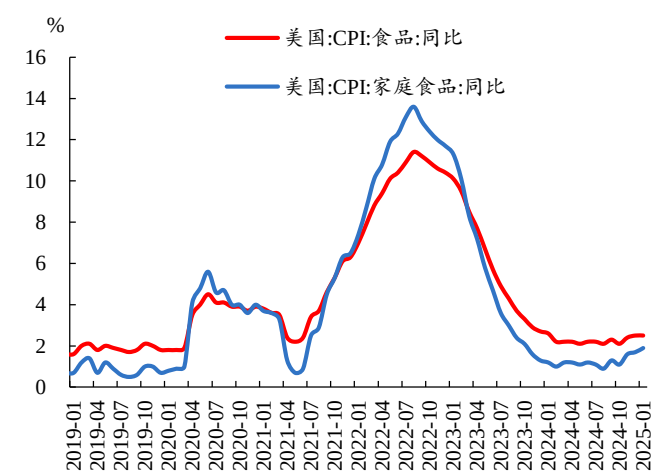
1.2、能源通胀由负转正，核心商品去通胀贡献度进一步下降

（1）能源方面，1 月能源项同比上升 1.0%，较 2024 年 12 月份提升 1.5 个百分点；环比增速较 2024 年 12 月下降 1.3 个百分点至 1.1%。其中汽油项同比下降 0.2%，降幅较 2024 年 12 月份收窄 3.1 个百分点；燃油项同比下降 5.3%，降幅较 2024 年 12 月份收窄 7.7 个百分点。1 月能源通胀由负转正，我们认为主要是 2025 年 1 月国际油价上涨叠加低基数效应。1 月底美国汽油价格从 2024 年 12 月底的 2.91 美元/加仑上升至 3.01 美元/加仑，整体升幅约 3.16%。

（2）食品方面，1 月份食品项同比上升 2.5%、环比上升 0.4%，分别较 2024 年 12 月份持平、上升 0.1 个百分点。其中家庭食品（Food at home）同比上升 1.9%，增速较 2024 年 12 月份提升 0.2 个百分点。食品项的同比增速持平但家庭食品通胀走强，或与 1 月美国极端寒冷气候有关。

图3：1 月能源通胀同比由负转正


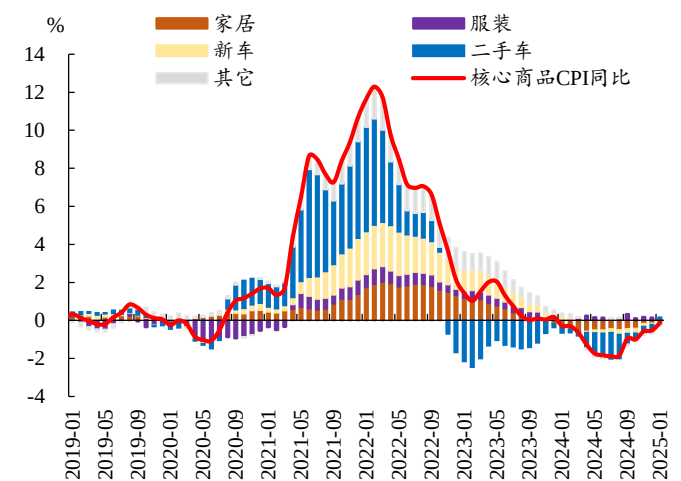
数据来源：Wind、开源证券研究所

图4：家庭食品通胀边际走强


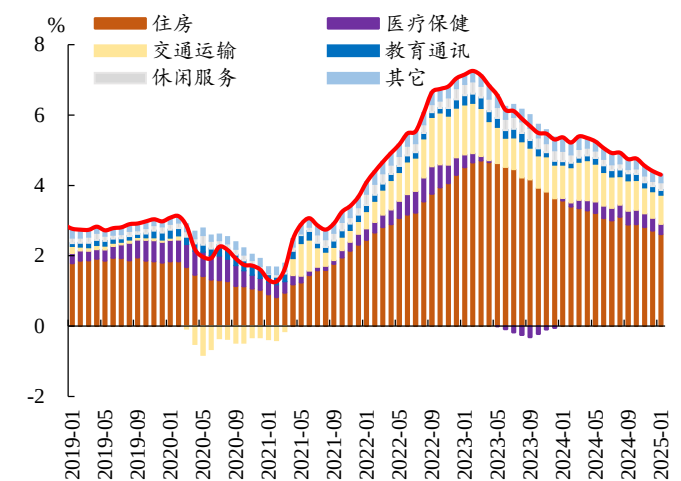
数据来源：Wind、开源证券研究所

（3）核心 CPI 方面，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 2024 年 12 月上升 0.1、0.2 个百分点。**分项来看**，核心商品同比增速较 2024 年 12 月提升约 0.4 个百分点至-0.134%；环比增速较 2024 年 12 月份提升 0.3 个百分点至 0.3%；其中二手车项环比上升 2.2%，较 2024 年 12 月份上升 1.4 个

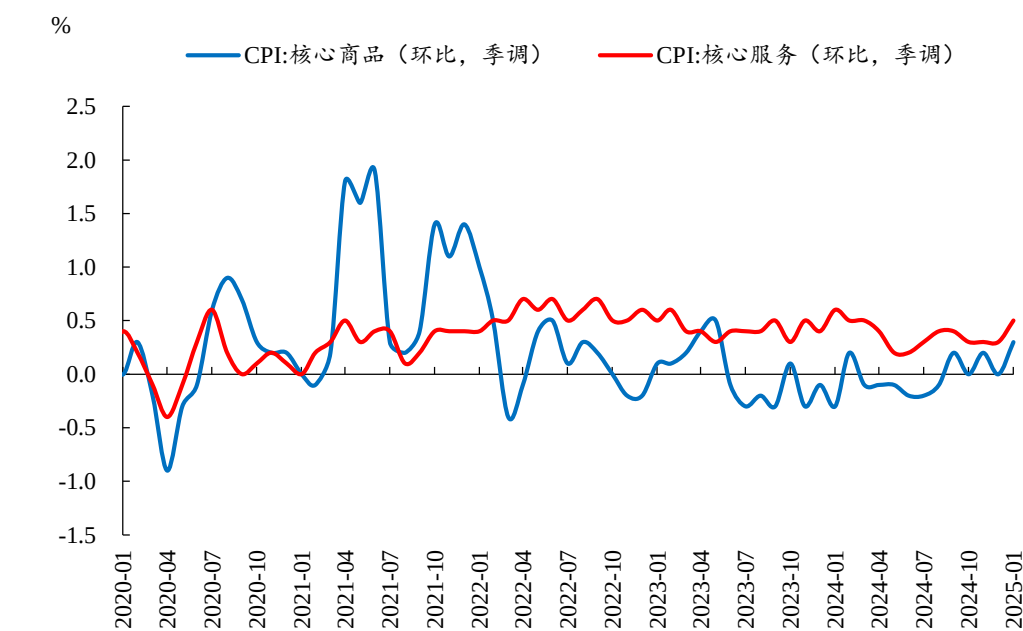
百分点，与曼海姆二手车价格指数领先 2 个月走势略有不同，对核心商品通胀回升的贡献度有较多提升；新车方面，环比持平，增速较 2024 年 12 月下降 0.4 个百分点。核心服务同比上升 4.3%，较 2024 年 12 月份下降约 0.1 个百分点。其中住房项同比上升 4.4%，环比上升 0.4%，分别较 2024 年 12 月下降 0.4 个百分点、上升 0.1 个百分点，是 1 月核心服务边际下降的重要因素。交通运输服务环比增速较 2024 年 12 月份上升 1.3 百分点至 1.8%。总的看，1 月核心 CPI 同比、环比增速均较 2024 年 12 月反弹，或主因核心商品去通胀进程受阻。

图5：1 月核心商品 CPI 同比增速仍然为负


数据来源：Bloomberg、开源证券研究所

图6：1 月核心服务 CPI 同比增速边际下降


数据来源：Bloomberg、开源证券研究所

图7：1 月核心商品与核心服务通胀环比增速均有所上行


数据来源：Wind、开源证券研究所

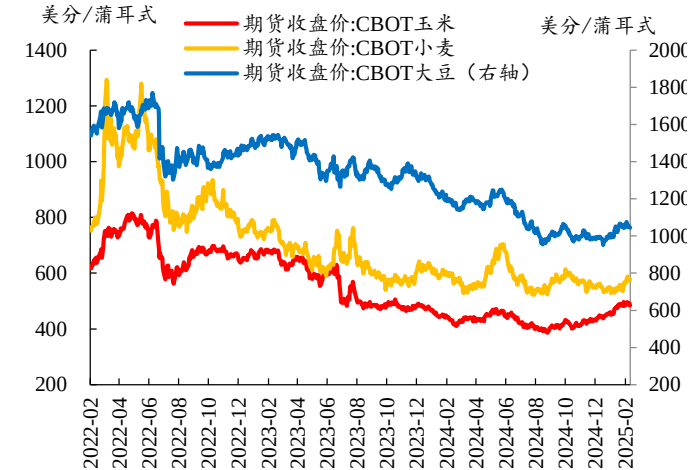
1.3、通胀或将重新下行，但去通胀进程波动将放大

（1）能源与粮食项短期内对通胀难有较大拖累。能源方面，截至 2 月 10 日，美国汽油价格为 3.02 美元/加仑，较 1 月底汽油价格上升约 0.53%。但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，油价难有较大幅

的上行。食品方面，根据美国农业部供需报告，其维持国内玉米和大豆库存预期不变，叠加巴西大豆丰产，后续粮食期货价格或将保持平稳。但考虑到 2024 年 2 月美国油价持续走低，基数效应下，能源与粮食项对通胀或难有较大拖累。

图8：美国汽油零售价格近期略有上涨

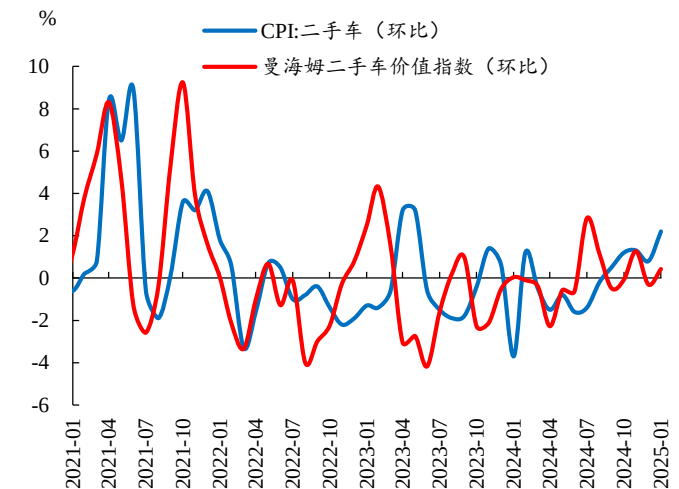

数据来源：Wind、开源证券研究所

图9：粮食期货价格近期上涨


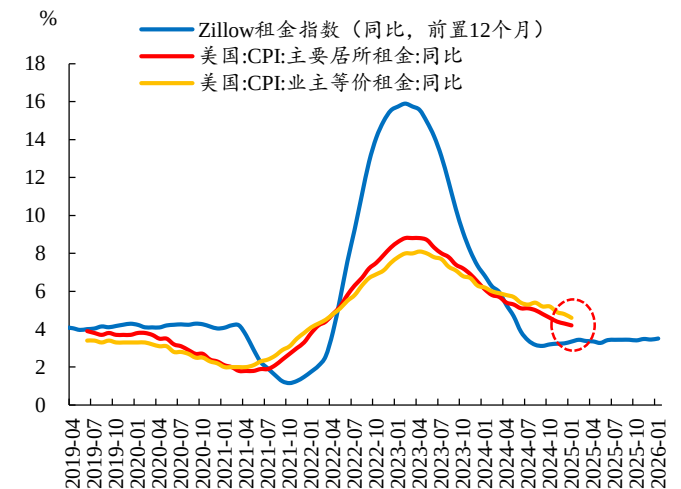
数据来源：Wind、开源证券研究所

(2) 核心通胀不确定性在提升。核心商品方面，美国曼海姆二手车价值指数（Manheim Used Vehicle Value Index）1月环比上升0.43%，增速由负转正；新车方面，供应链目前仍较畅通，预计环比增速保持低位；核心服务方面，住房通胀是1月核心服务通胀边际下行的关键，从 Zillow 房租指数同比增速来看，房租通胀在1月后可能边际上行。往后看，由于核心商品去通胀进程受阻，后续二手车通胀对核心通胀的重要性有所提升，叠加房租通胀的可能上行，核心通胀的不确定性在上升。

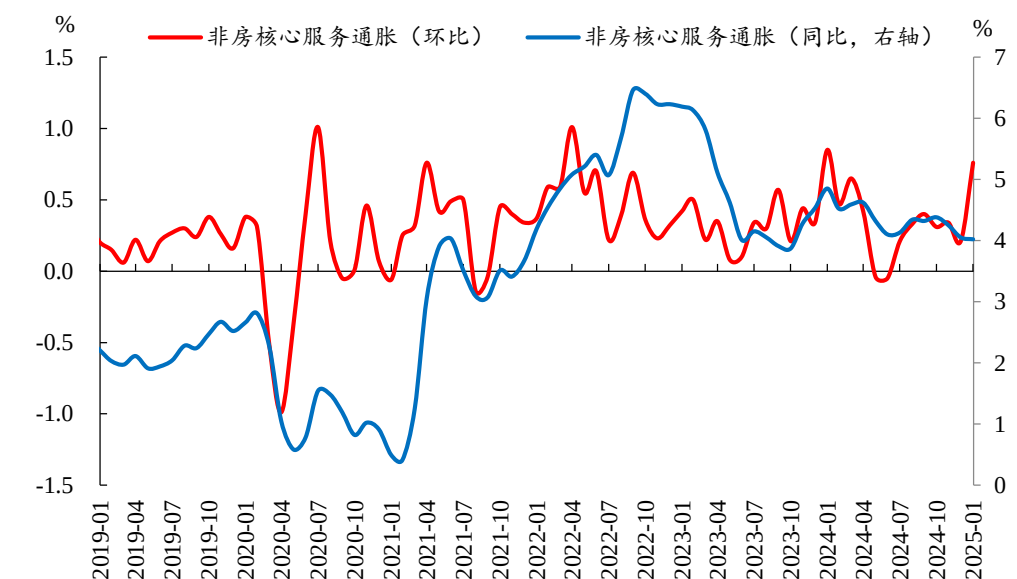
(3) 总的看，1月CPI数据显示美国通胀超预期回升，显示美联储降息100bp对经济起到了较为明显的支撑作用。特别是核心通胀的回升，显示在健康的劳动力市场的支撑下，美国经济的需求端或仍较火热。从美联储关注的**超级核心服务通胀**（去掉住房的核心服务）来看，1月份同比、环比增速分别较2024年12月份下降0.03个百分点、上升0.55个百分点。往后看，随着基数逐渐抬升，我们认为**总体通胀水平**或将开始重新下降，但如前所述，核心通胀的表现或相对坚挺。不确定性在上升。不过我们认为美国去通胀进程仍未结束，只是过程中的波动有所放大。

图10：美国二手车价格边际提升


数据来源：Wind、开源证券研究所

图11：美国房租通胀边际下降


数据来源：Bloomberg、开源证券研究所

图12：1月美国非房核心服务通胀环比增速上行


数据来源：Bloomberg、开源证券研究所

2、美联储 2025 年上半年或难降息

如何理解 1 月通胀数据对美联储后续降息节奏及各类资产的影响？

1 月通胀数据全面超预期反弹，特别是核心通胀超预期坚挺，显示美国去通胀形势的严峻性，对美联储的行动也提出了新的挑战。我们认为，美联储可能在 2025 年上半年较难降息，选择观望对美联储当前而言是最佳选择。

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坚挺，将会对经济的需求端提供有力的支撑，进而传导至通胀，使其难有快速下跌的基础。（《失业率走低或强化美联储 3 月暂停降息意愿——美国 1 月非农就业数据点评》）

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。特朗普自 1 月 20 日就职后，便积极兑现竞选承诺，在驱逐非法移民、征收关税等方面的政策频频，但政策的执行进度及效果需要时间观察。特别是关税与驱逐非法移民，对通胀的上行作用似乎较为明显，在经济数据没有发生较大幅的波动下，美联储暂停行动是最好的选择（《特朗普开征关税，国内消费延续修复——春节海内外要闻》）

最后，我们认为，结合上述两点来看，美联储 2025 年中之前可能较难降息。一则是当前通胀数据的上升会带动美国金融条件收紧（美债收益率上升、美股下跌），从而传导至美国居民消费端，最终拖累经济需求端，但这需要一定的时间来传导；二则特朗普的政策效果也需要 1-2 个季度来观察，在此之前，如果就业与通胀数据没有大幅下行，暂停降息将一直是美联储的最优选择。

基准情形下，我们认为美联储 2025 年或有 1-2 次降息，节奏上先慢后快，下次降息可能会在下半年，且可能不及预期，需关注特朗普新政的实施力度与影响。

3、风险提示

国际局势紧张引发通胀超预期，美国经济超预期衰退。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年1月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼3层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn