

美国 1 月 CPI 超预期反弹，进一步拉低近期降息可能

美国 1 月核心 CPI 通胀率超预期回升。从环比来看，核心 CPI 通胀率加快 0.24 个百分点到 0.45%，高于市场预期的 0.3%。整体 CPI 环比增速亦加快 0.11 个百分点到 0.47%，亦高于市场预期。其中能源价格涨幅小幅回落，而食品价格涨幅扩大。按同比看，美国整体和核心 CPI 均上升 0.1 个百分点，分别达到 3% 和 3.3%。

从环比细分数据来看，核心 CPI 的反弹主要是由于超级核心服务（剔除住房外的核心服务）大涨，核心商品和住房 CPI 亦均有回升（图表 1）：

- **核心商品价格环比增速 1 月反弹（1 月：0.28%，12 月：-0.04%）。**
这主要是因为教育和医疗护理价格的回升，两者可能和新的一年重设价格有关。运输商品价格环比增速亦有加快，部分得益于二手车价格的上涨。不过服装价格 1 月显著下降。
- **住房价格环比增速小幅反弹（1 月：0.37%，12 月：0.27%）。**从细分数据来看，这主要是因为外宿（主要是酒店）价格的显著回升，环比通胀率从 12 月的 -0.51% 转正到 1 月的 1.43%。更为关键的业主等价租金环比通胀率则维持在 0.31% 不变。另外，主要居所租金环比通胀率亦微升 0.05 个百分点到 0.35%。
- **超级核心服务价格环比 CPI 增速大幅加快 0.46 个百分点到 0.71%。**
运输服务价格环比通胀率的回升（1 月：1.84%，12 月：0.46%）是主要推动力，尤其是汽车保险价格通胀率大幅上涨到 2.0%（12 月：0.46%），不过该项目并不会被计入 PCE 价格，机票价格也继续上涨（1 月：1.24%，12 月：3.03%）。此外，娱乐服务价格的环比通胀率亦从 12 月的 0.26% 大幅加快到 1 月的 1.37%。

与此同时，稳健的 1 月非农就业报告进一步降低了近期降息的可能性。尽管 1 月非农新增就业人数不及预期和前值（1 月：14.3 万人，市场预期：17.54 万人，12 月：30.7 万人，图表 2），更为关键的失业率连续两个月下滑，从 12 月的 4.09% 进一步下降到 4.01%（图表 3）。平均时薪环比增速亦有所改善，尽管同比增速大致持平。

1 月核心通胀率的超预期回升部分是因为季节性调整以及波动因素，并不意味着再通胀，但接下来关税战将成为美国通胀最大不确定性因素。1 月拉动核心 CPI 的关键因素——外宿、运输和娱乐服务价格均属于波动项（图表 4）。此外，年初的技术性季节调整（Seasonality Adjustment）以及部分价格新一年的重设也对 1 月通胀率产生了一定影响。而此前维持通胀韧性的主要推动力——业主等价租金中枢已经下移。展望未来，我们认为此前推动通胀韧性的两大因素——劳动力成本和住房价格已经明显改善，潜在关税的影响将成为关键因素。

金晓雯，PhD，CFA

首席宏观分析师

xiaowen_jin@spdbi.com

(852) 2808 6437

2025 年 2 月 13 日



扫码关注浦银国际研究

浦銀國際

数据点评

美国 1 月 CPI 超预期反弹，进一步拉低近期降息可能

特朗普 2 月 1 日签署行政命令，宣布对所有中国进口商品加征 10% 关税，对所有加拿大和墨西哥进口商品加征 25% 的关税。前者已于 2 月 4 日开始执行，后者延期一个月实施。此外，特朗普亦威胁近期将发布对等关税政策。目前关税战进展明显快于我们之前的预期（仅在今年下半年开始对中国部分商品加征关税）。根据我们的估算，如果不考虑汇率变动因素，并假设关税 100% 转导至美国消费者，那么美国对进口自中国的商品加征 10% 关税将拉升美国通胀率 0.15 个百分点，而特定的对加墨两国加征关税亦会拉升美国通胀率 0.77 个百分点。在极端情况下，如果特朗普此前提出的对所有中国商品关税率提升到 60% 以及对大多数国家加征 10% 的关税均兑现，那么特朗普的关税政策将提升美国通胀率高达 2 个百分点（图表 5）。鉴于早于预期的关税行动，我们调高 2025 年核心 PCE 通胀率预测 0.2 个百分点到 2.6%，并且不排除在极端情况发生的情况下进一步上调通胀率预测。

基于美国 1 月就业和通胀数据、鲍威尔在国会听证会上的鹰派表态以及关税方面的进展，我们认为美联储最快也要等到今年 6 月才可能重启降息。连续两个月下滑的失业率或将显著减轻美联储对就业市场恶化的担忧，而 1 月通胀率的反弹亦加重了美联储对通胀的担忧。鲍威尔在 [国会听证会](#) 上表示，新的通胀数据证明美联储有更多的工作要做。叠加正在进行中的关税战，美联储对降息或将采取更为谨慎的态度。根据鲍威尔的发言，降息所需满足的两个条件或是通胀下行取得进一步进展，以及经济更大幅度的放缓。综上所述，我们认为美联储 3 月和 5 月会议将继续暂停降息，降息最快也要等到 6 月重启。从全年来看，鉴于早于预期的关税行动，我们将今年全年的降息次数下调至 2-3 次 25 个基点的降息之间（此前预测为 3-4 次）。3 月美联储会议的经济预测更新或对美联储今年的降息路径提供更多线索。如果在极端情况下，特朗普在今年就全面兑现其关税承诺，那么降息次数会进一步低于我们的预期。

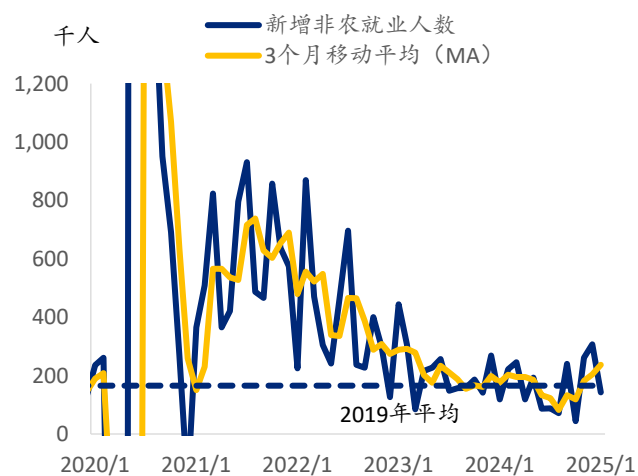
风险提示：降息过慢引起经济衰退或/和美国金融危机；特朗普的关税政策导致再通胀风险。

图表 1: 美国 CPI 各分项环比增速和环比贡献

	环比 (%)			权重 (%)	环比贡献 (%)
	25 年 1 月	24 年 12 月	24 年 11 月		
CPI	0.47	0.36	0.28	100.0	0.47
食品	0.36	0.29	0.32	13.7	0.05
能源	1.08	2.42	0.09	6.3	0.07
核心 CPI	0.45	0.21	0.29	80.0	0.36
- 商品	0.28	-0.04	0.21	19.4	0.06
家用家具和供给	-0.18	-0.22	0.61	3.5	-0.01
服装	-1.38	0.13	0.08	2.5	-0.03
运输	0.80	0.46	0.64	7.3	0.06
医疗护理	1.17	-0.01	-0.12	1.5	0.02
娱乐商品	0.32	-0.45	-0.40	1.9	0.01
教育和通讯商品	0.07	-1.33	-0.86	0.7	0.00
酒精饮料	0.32	-0.34	-0.01	0.8	0.00
其它	0.22	-0.43	0.25	1.3	0.00
- 服务	0.51	0.26	0.29	60.7	0.31
住房	0.37	0.27	0.34	35.4	0.13
主要居所租金	0.35	0.30	0.25	7.5	0.03
外宿	1.43	-0.51	2.60	1.3	0.02
业主等价租金	0.31	0.31	0.25	26.2	0.08
核心服务扣除住房	0.71	0.25	0.22	25.2	0.18
医疗护理	0.02	0.16	0.31	6.7	0.00
运输	1.84	0.46	0.12	6.4	0.12
娱乐	1.37	0.26	0.72	3.4	0.05
教育和通讯商品	0.34	0.20	-0.22	5.0	0.02
其它个人服务	-1.17	-0.53	0.23	1.0	-0.01

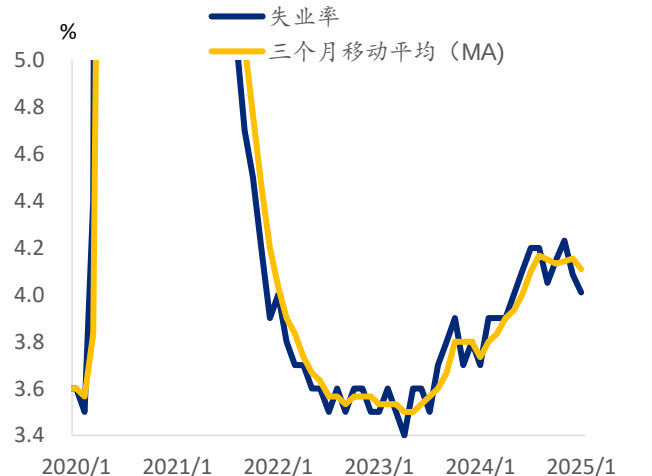
资料来源: CEIC、浦银国际

图表 2: 1 月非农新增就业人数大幅下降且低于预期



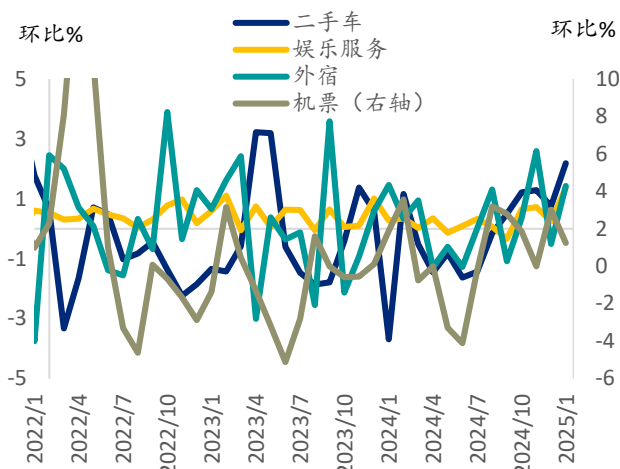
资料来源: CEIC、浦银国际

图表 3: 失业率连续两个月下滑



资料来源: CEIC、浦银国际

图表 4: 1 月核心通胀率的超预期回升部分是因为季节性波动



资料来源：CEIC、浦银国际

图表 5: 关税对美国通胀率的潜在影响分析，假设关税 100% 传导至美国消费者

关税场景	对美国通胀率影响估算
已经发生	
中国商品加10%	0.15个百分点
潜在威胁	
加拿大墨西哥商品加25%	0.77个百分点
中国商品加至60%	0.45个百分点
其他所有进口加10%	0.64个百分点
总计	2.02个百分点

资料来源：CEIC、浦银国际估算

图表 6：近期相关报告列表

日期	报告标题和链接
2025 年 1 月 30 日	美联储 1 月如期暂停降息，3 月或继续暂停降息
2025 年 1 月 22 日	月度美国宏观洞察：特朗普 2.0 拉开帷幕
2025 年 1 月 16 日	美国 12 月核心 CPI 微降，或不影响本月美联储暂停降息
2024 年 12 月 12 日	美国 11 月核心环比通胀率大致稳定，或不影响 12 月降息
2024 年 11 月 25 日	2025 年宏观经济展望：在特朗普 2.0 的不确定性中寻找确定性
2024 年 11 月 14 日	美国 10 月核心环比通胀率如预期微跌
2024 年 11 月 8 日	11 月美联储会议点评：如期降息，短期内货币政策不受大选影响
2024 年 10 月 29 日	月度美国宏观洞察：大选结果揭晓在即，将如何影响美国经济和金融市场？
2024 年 10 月 10 日	美国 9 月核心环比通胀率再超预期，11 月降息幅度或锁定在 25 个基点
2024 年 9 月 26 日	月度美国宏观洞察：后续降息幅度和经济衰退讨论仍悬而未决
2024 年 9 月 19 日	美联储 9 月超预期降息 50 个基点，年内或还有单次 50 个基点降息
2024 年 9 月 12 日	美国 8 月核心环比通胀率略超预期，基本锁定 9 月 25 个基点降息
2024 年 8 月 27 日	月度美国宏观洞察：衰退尚未到来，降息时点已至
2024 年 8 月 24 日	杰克逊霍尔全球央行年会点评：鲍威尔基本确认 9 月降息
2024 年 8 月 23 日	宏观主题研究：哈里斯经济政策愿景渐清晰，对美国影响几何？
2024 年 8 月 15 日	符合市场预期的美国 7 月环比通胀率上升大概率不会影响 9 月降息决议
2024 年 8 月 1 日	月度美国宏观洞察：迎接降息和美国大选
2024 年 8 月 1 日	7 月美联储会议点评：9 月剑指降息
2024 年 7 月 30 日	宏观主题研究：特朗普 2.0 将如何影响美国经济和金融市场？
2024 年 7 月 12 日	美国 6 月通胀数据再次超预期放缓，9 月降息预期获进一步确认
2024 年 6 月 25 日	月度美国宏观洞察：经济向右，美联储向左？
2024 年 6 月 13 日	偏鹰的美联储会议或未计入 5 月通胀数据的超预期放缓
2024 年 5 月 30 日	2024 年中期宏观经济展望：平波缓进，渐入佳境
2024 年 5 月 16 日	4 月美国通胀放缓，或有助于美联储提升降息信心
2024 年 5 月 6 日	月度宏观洞察：探究美联储的降息逻辑变化
2024 年 5 月 2 日	5 月美联储会议点评：何时降息取决于经济数据
2024 年 4 月 11 日	3 月通胀数据和美联储会议纪要点评：降息或被延迟至三季度
2024 年 3 月 26 日	月度宏观洞察：美联储预计的软着陆可以实现吗？
2024 年 3 月 21 日	3 月鸽派美联储会议意味着降息或仍从二季度开启
2024 年 3 月 13 日	美国 2 月通胀维持韧性，对降息决议影响或较为中性
2024 年 3 月 4 日	月度宏观洞察：美国经济软着陆或变成硬着陆？
2024 年 2 月 1 日	月度宏观洞察：政策或是决定经济走势的关键所在
2024 年 2 月 1 日	美联储 1 月会议基本打消 3 月降息预期，首次降息或在 5 月
2024 年 1 月 12 日	美国 12 月通胀继续走强，拉低 3 月开启降息可能性
2024 年 1 月 5 日	月度宏观洞察：静候佳音
2023 年 12 月 14 日	12 月美联储会议体现鸽派转向，降息要来了吗？
2023 年 12 月 1 日	2024 年宏观经济展望：中美经济周期错位进入下半场

资料来源：浦银国际

免责声明

本报告之收取者透过接受本报告(包括任何有关的附件),表示及保证其根据下述的条件下有权获得本报告,且同意受此中包含的限制条件所约束。任何没有遵循这些限制的情况可能构成法律之违反。

本报告是由从事证券及期货条例(香港法例第 571 章)中第一类(证券交易)及第四类(就证券提供意见)受规管活动之持牌法国-浦银国际证券有限公司(统称“浦银国际证券”)利用集团信息及其他公开信息编制而成。所有资料均搜集自被认为是可靠的来源,但并不保证数据之准确性、可信性及完整性,亦不会因资料引致的任何损失承担任何责任。报告中的资料来源除非另有说明,否则信息均来自本集团。本报告的内容涉及到保密数据,所以仅供阁下为其自身利益而使用。除了阁下以及受聘向阁下提供咨询意见的人士(其同意将本材料保密并受本免责声明中所述限制约束)之外,本报告分发给任何人均属未经授权的行为。

任何人不得将本报告内任何信息用于其他目的。本报告仅是为提供信息而准备的,不得被解释为是一项关于购买或者出售任何证券或相关金融工具的要约邀请或者要约。阁下不应将本报告内容解释为法律、税务、会计或投资事项的专业意见或为任何推荐,阁下应当就本报告所述的任何交易涉及的法律及相关事项咨询其自己的法律顾问和财务顾问的意见。本报告内的信息及意见乃于文件注明日期作出,日后可作修改而不另通知,亦不一定会更新以反映文件日期之后发生的进展。本报告并未包含公司可能要求的所有信息,阁下不应仅仅依据本报告中的信息而作出投资、撤资或其他财务方面的任何决策或行动。除关于历史数据的陈述外,本报告可能包含前瞻性的陈述,牵涉多种风险和不确定性,该等前瞻性陈述可基于一些假设,受限于重大风险和不确定性。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映浦银国际证券的立场。浦银国际控股有限公司及其联属公司、关联公司(统称“浦银国际”)及/或其董事及/或雇员,可能持有在本报告内所述或有关公司之证券、并可能不时进行买卖。浦银国际或其任何董事及/或雇员对投资者因使用本报告或依赖其所载信息而引起的一切可能损失,概不承担任何法律责任。

浦银国际证券建议投资者应独立地评估本报告内的资料,考虑其本身的特定投资目标、财务状况及需要,在参与有关报告中所述公司之证券的交易前,委任其认为必须的法律、商业、财务、税务或其它方面的专业顾问。惟报告内所述的公司之证券未必能在所有司法管辖区或国家或供所有类别的投资者买卖。对部分的司法管辖区或国家而言,分发、发行或使用本报告会抵触当地法律、法则、规定、或其它注册或发牌的规例。本报告不是旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。

美国

浦银国际不是美国注册经纪商和美国金融业监管局(FINRA)的注册会员。浦银国际证券的分析师不具有美国金融监管局(FINRA)分析师的注册资格。因此,浦银国际证券不受美国就有关研究报告准备和分析师独立性规则的约束。

本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法规则 15a-6 定义的“主要机构投资者”,不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人士。接收本报告的美国收件人如想根据本报告中提供的信息进行任何买卖证券交易,都应仅通过美国注册的经纪交易商来进行交易。

英国

本报告并非由英国 2000 年金融服务与市场法(经修订)(「FSMA」)第 21 条所界定之认可人士发布,而本报告亦未经其批准。因此,本报告不会向英国公众人士派发,亦不得向公众人士传递。本报告仅提供给合格投资者(按照金融服务及市场法的涵义),即(i)按照 2000 年金融服务及市场法 2005 年(金融推广)命令(「命令」)第 19(5)条定义在投资方面拥有专业经验之投资专业人士或(ii)属于命令第 49(2)(a)至(d)条范围之高净值实体或(iii)其他可能合法与之沟通的人士(所有该等人士统称为「有关人士」)。不属于有关人士的任何机构和个人不得遵照或倚赖本报告或其任何内容行事。

本报告的版权仅为浦银国际证券所有,未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用,浦银国际证券对任何第三方的该等行为保留追述权利,并且对第三方未经授权行为不承担任何责任。

权益披露

- 1) 浦银国际并没有持有本报告所述公司逾 1%的财务权益。
- 2) 浦银国际跟本报告所述公司在过去 12 个月内并没有任何投资银行业务的关系。
- 3) 浦银国际并没有跟本报告所述公司为其证券进行庄家活动。

评级定义

证券评级定义:

“买入”: 未来 12 个月, 预期个股表现超过同期其所属的行业指数

“持有”: 未来 12 个月, 预期个股表现与同期所属的行业指数持平

“卖出”: 未来 12 个月, 预期个股表现逊于同期其所属的行业指数

行业评级定义 (相对于 MSCI 中国指数):

“超配”: 未来 12 个月优于 MSCI 中国 10%或以上

“标配”: 未来 12 个月优于/劣于 MSCI 中国少于 10%

“低配”: 未来 12 个月劣于 MSCI 中国超过 10%

分析师证明

本报告作者谨此声明: (i) 本报告发表的所有观点均正确地反映作者有关任何及所有提及的证券或发行人的个人观点, 并以独立方式撰写; (ii) 其报酬没有任何部分曾经, 是或将会直接或间接与本报告发表的特定建议或观点有关; (iii) 该等作者没有获得与所提及的证券或发行人相关且可能影响该等建议的内幕信息 / 非公开的价格敏感数据。

本报告作者进一步确定 (i) 他们或其各自的关联人士 (定义见证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则) 没有在本报告发行日期之前的 30 个历日内曾买卖或交易过本报告所提述的股票, 或在本报告发布后 3 个工作日 (定义见《证券及期货条例》(香港法例第 571 章)) 内将买卖或交易本文所提述的股票; (ii) 他们或其各自的关联人士并非本报告提述的任何公司的雇员; 及 (iii) 他们或其各自的关联人士没有拥有本报告提述的证券的任何金融利益。

浦银国际证券机构销售团队

杨增希

essie_yang@spdbi.com

852-2808 6469

浦银国际证券财富管理团队

王玥

emily_wang@spdbi.com

852-2808 6468

浦银国际证券有限公司

SPDB International Securities Limited

网站: www.spdbi.com

地址: 香港轩尼诗道 1 号浦发银行大厦 33 楼

