



鷹派基调仍难扭转

——美国 CPI 通胀数据点评（2024 年 12 月）

12 月美国 CPI 通胀数据小幅低于预期。CPI 同比增速上行 0.2pct 至 2.9%（市场预期 2.9%）；环比增速 0.4%（市场预期 0.4%）；核心 CPI 同比增速回落 0.1pct 至 3.2%（市场预期 3.3%），环比增速 0.2%（市场预期 0.3%）。

短期看，核心通胀或低于预期，鷹派预期相应软化。服务通胀仍将驱动通胀读数趋势回落，不排除触及 2% 的可能性。但中期看，二次通胀风险依然显著，读数没有稳定于 2% 下方的客观条件，2025 年美联储政策利率中枢或位于 4% 上方。

一、总览：整体反弹，核心回落

美国 CPI 通胀继续反弹，2024 年 9-12 月美国 CPI 通胀累计反弹 0.5pct 至 2.9%。核心通胀意外回落，12 月核心 CPI 通胀小幅回落 0.1pct 至 3.2%，结束了连续三个月的横盘。

从结构看，能源主导近期通胀读数走势。一方面，2024Q4 国际油价边际止跌，叠加 2023Q4 基数回落，能源通缩迅速收窄，驱动通胀读数反弹。另一方面，服务通胀持续软化，驱动核心通胀读数小幅回落。

二、服务通胀：继续回落

服务通胀继续回落，住房与非住房服务通胀同步下行。12 月核心服务通胀回落 0.2pct 至 4.4%，住房服务与其他服务分项各贡献 0.1pct。

住房服务通胀继续回落，反映楼市降温的滞后影响。2024 年以来，受到新冠疫情影响的在建住房大规模竣工，叠加利率水平居高不下压制购房需求，美国楼市供求矛盾显著软化，房价及房租同比增速均跌至 4% 下方。住房服务通胀相应回落，12 月再下行 0.2pct 至 4.6%，未来仍有约 1pct 回落空间。

就业市场从过热回归均衡，非房服务通胀亦在软化。12 月服务业平均时薪同比增速回落 0.1pct 至 3.7%，非房服务通胀回落 0.2pct 至 4.1%。从结构看，多数分项环比增速回落至 0.3% 以内，仅交通服务（0.5%）环比仍在成本端推动下高增。一是汽车价格超跌反弹推升租车服务价格，二是油价回暖推升机票价格，三是自然灾害频仍推升车辆保险费用。

基于当前楼市及劳动力市场形势估计，服务通胀仍将进一步回落，可能跌至 4% 下方。但从中长期看，移民收紧可能再度提振薪资增速，包括加州山火及多轮飓风在内的频繁自然灾害可能大幅提升保险通胀，服务通胀存在显著的二次加速风险。

三、商品通胀：同比转正

美国商品通胀同比转正。一方面，油价驱动能源分项走出通缩。另一方面，消费扩张支撑汽车等其他商品价格。

12 月商品 CPI 同比增速上行 0.5pct 至 0.3%，转正。从结构看，汽油是主要贡献项，汽车、家具通缩亦在进一步收窄。汽油 CPI 同比增速回升 4.7pct 至 -3.4%，二手车回升 0.1pct 至 -3.3%，新车回升 0.3pct 至 -0.4%，家具回升 0.1pct 至 -0.9%。考虑到汽油及汽车价格已经环比转涨，商品通胀仍有进一步上行空间。

“强势美元+贸易逆差”的宏观环境，很大程度上限制了商品通胀的上行斜率。2024Q4 美元指数累计上行 7.7%，美国商品消费半数来自进口，美元走强对商品通胀存在显著压制效果。随着美元涨幅趋缓，叠加特朗普关税政策落地，商品通胀未来可能加速上行。

四、市场：转鸽交易

虽然 12 月通胀数据保持韧性，但核心通胀减速且低于市场预期，总体



交易偏鸽。美元隔夜利率曲线（OIS）暗示的下次降息时点从昨天收盘的 10 月提前到今日收盘的 7 月。美国国债收益率全面下跌。2 年期下跌 10.3bp 至 4.26%，5 年期下跌 14.8bp 至 4.45%，10 年期下跌 13.9bp 至 4.65%，30 年期下跌 9.5bp 至 4.88%。国债收益率曲线（2s10s 曲线：-3.6bp，5s30s 曲线：+5.5bp）。美元小幅走弱。美元指数下跌 0.2% 至 109.1，美元兑换离岸人民币汇率再 7.35 附近企稳。由于降息时点预期提前，美股三大指数全面大涨。标普 500 指数收涨 1.83%，纳斯达克指数收涨 2.45%，道琼斯指数收涨 1.65%。

境外美元流动性相对宽松。根据今日境外银行间美元拆借加权成交利率，隔夜 4.30% 左右，1w4.33%，1m4.40%，3m4.50%，6m4.55%。

五、美联储：维持鹰派立场

从短期看，服务通胀仍将驱动美国通胀趋势性回落，总通胀及核心通胀均将回落至 2.5% 附近，不排除触及 2% 的可能性。与此同时，经济大概率保持稳步扩张态势，2025Q1 市场预期或表现为“鹰鸽交织”。

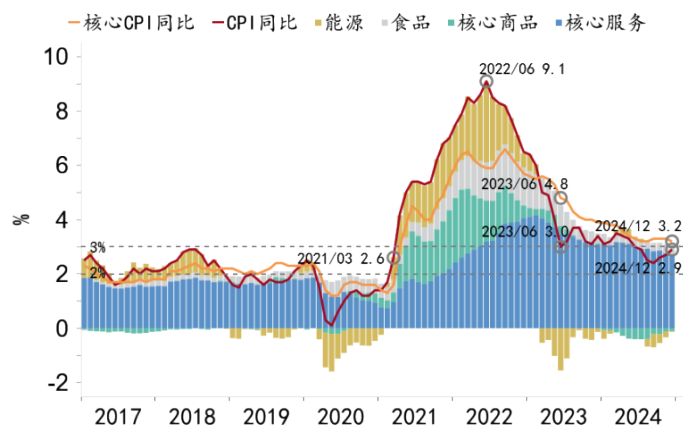
但从中期看，经济及就业形势并无转冷条件，二次通胀风险依然显著，基于以下三点因素考量，美联储大概率维持鹰派立场，2025 年政策利率中枢可能高于 4%。一是特朗普新政支撑下的宽财政与再通胀问题，二是加州山火影响下的重建需求与保险通胀问题，三是长期通胀预期¹逐步稳固于 2% 上方带来的去通胀成本上升问题。

（评论员：谭卓 陈诚 王天程）

¹ 2025 年 1 月克利夫兰联储长期通胀预期已经升至 2.4%，较前期低点（2023 年 6 月）上行 0.6pct。

图 1：12 月美国核心 CPI 通胀小幅回落

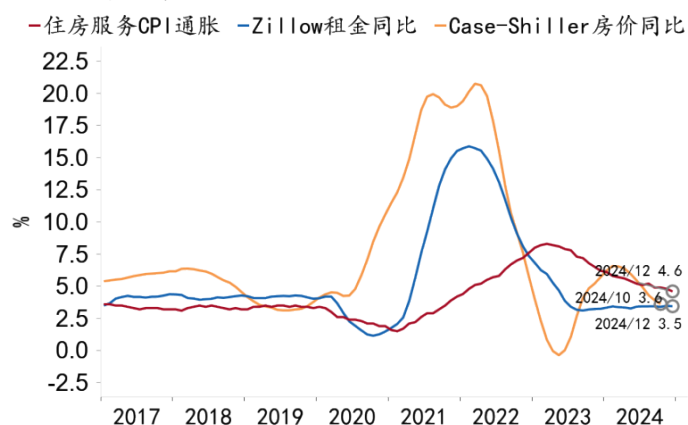
美国CPI同比增速及构成



资料来源：MACROBOND、招商银行研究院

图 3：住房服务通胀仍有回落空间

美国住房服务通胀



资料来源：MACROBOND、招商银行研究院

图 5：商品通胀同比转正

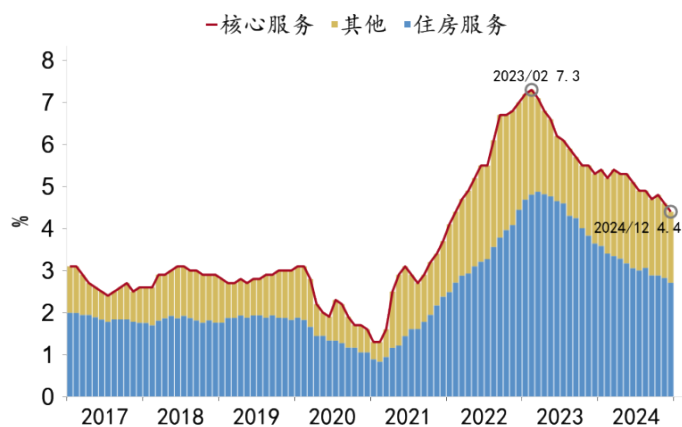
美国商品价格同比增速（整体VS进口）



资料来源：MACROBOND、招商银行研究院

图 2：服务通胀继续软化

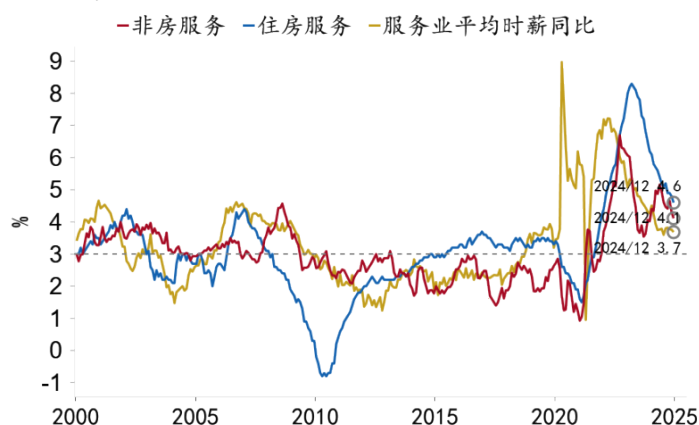
美国核心服务CPI通胀构成



资料来源：MACROBOND、招商银行研究院

图 4：薪资增速回落驱动服务通胀下行

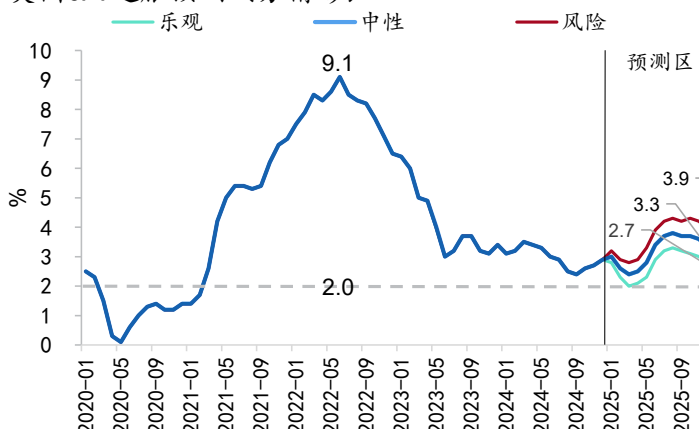
美国工资-价格螺旋



资料来源：MACROBOND、招商银行研究院

图 6：短期看通胀读数仍有回落空间

美国CPI通胀预测（分情形）



资料来源：MACROBOND、招商银行研究院