

核心 CPI 走低，美联储预计下半年降息

——美国通胀系列十

研究院

徐闻宇

✉ xuwenyu@htfc.com

从业资格号：F0299877

投资咨询号：Z0011454

投资咨询业务资格：

证监许可【2011】1289 号

宏观事件

北京时间 2025 年 1 月 15 日晚美国劳工部公布 12 月通胀数字。其中：

同比：CPI+2.9%，预期+2.9%，前值+2.7%；核心 CPI+3.2%，预期+3.3%，前值+3.3%。

环比：CPI+0.4%，预期+0.3%，前值+0.3%；核心 CPI+0.2%，预期+0.2%，前值+0.3%。

核心观点

■ 12 月 CPI 出现预期内的回升

12 月 CPI 同比上涨 2.9%，为连续第三个月加速，并达五个月来的最高水平，表明通胀回落的趋势可能已重新抬头。核心 CPI 同比上涨 3.2%，略低于预期，显示出通胀压力有所缓解。能源价格上涨对整体 CPI 起到推动作用。尽管如此，核心 CPI 的放缓激发了市场的乐观情绪。

美联储在 1 月维持利率不变的概率较大，降息的可能性较小，预计需要几个月时间才能看到降息的必要性。高盛和巴克莱银行预计，随着工资增长和租金上涨放缓，未来几个月通胀将有所回落，预计整体价格涨幅将降至 2.3%，核心通胀率为 2.7%。然而，特朗普可能实施的关税政策和移民计划可能推动价格上涨，从而使下半年通胀回升。

■ 关注美元再次反弹的风险

12 月的 CPI 数据为降息预期提供了积极信号。核心 CPI 同比从 3.3% 降至 3.2%，并且环比增速放缓，超出了市场的预期。另一方面，12 月的非农就业数据显示美国劳动力市场依然强劲，新增就业人数回升至 25.6 万人，失业率也回落至 4.1%，低于预期的 4.2%。

市场对于降息的预期在 CPI 数据发布后大幅上升，尤其是从原本的 9 月降息推迟到 7 月之前，甚至预计美联储可能会在 2025 年内降息两次。投资者开始认为，虽然非农就业数据强劲，但通胀回落和经济需求放缓的趋势表明，美联储将不得不采取更为宽松的货币政策来刺激经济。同时，通过金融市场的反应可以看到，交易员的降息预期已提前反映在了债券市场中，10 年期美国国债收益率大幅回落，显示出市场对降息的期待。

■ 风险

经济数据短期波动风险，上游价格快速上涨风险

目录

宏观事件	1
核心观点	1
CPI vs 核心 CPI	3
商品型通胀 vs 服务型通胀	4
通胀的影响	5

图表

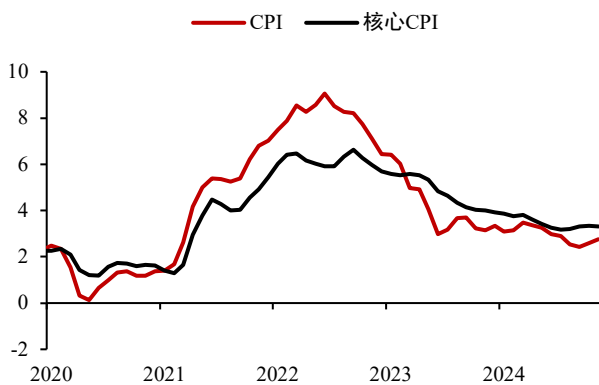
图 1：CPI 和核心 CPI 同比 单位：%YoY	3
图 2：CPI 的食品和能源分项 单位：%YoY	3
图 3：二手车和新车分项 单位：%YoY	3
图 4：酒店和交通分项 单位：%YoY	3
图 5：商品型 CPI 和服务型 CPI 单位：%YoY	4
图 6：房价领先于房租上涨 单位：%YoY	4
图 7：租金和汽车分项 单位：%YoY	4
图 8：两种不同的租金分项 单位：%YoY	4
图 9：油价和 TIPs 利率对比 单位：%YoY	5
图 10：市场对明年降息定价 单位：%PCT	5

CPI vs 核心 CPI

12 月份，美国 CPI 同比走势在能源价格上涨的驱动下上涨，并达五个月来的最高水平。12 月对通胀波动影响较大的食品和能源分项中，食品（+2.5%）继续回升、能源（-0.5%）虽然负增长但是回升 2.7 个百分点，给通胀维持低位提供支撑。12 月市场波动之下能源 CPI 表现出读数上的企稳反弹，对于后续货币政策决策而言，未来的进一步降息仍需需要重点关注供给侧因素对于价格的向上扰动风险（关注鹰派预期）。

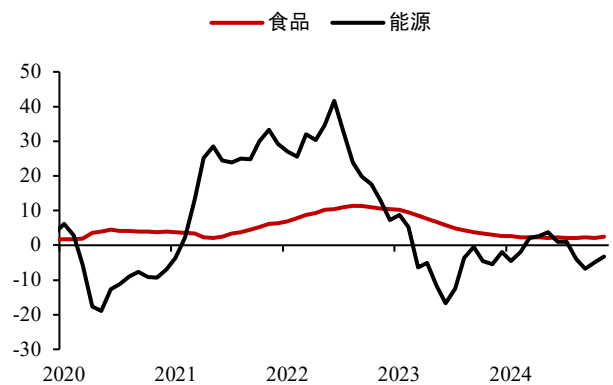
12 月核心 CPI 同比走势继续表现出韧性，持平于 7、8 月且低于进 3 月的 +3.3% 近 0.1 个百分点。结构来看，12 月失业率回落至 4.1% 但新增就业升至 25.6 万，因而核心通胀的改善（环比降至 0.2%）为美联储长期行动（降息 25BP）增加了自由度。

图 1：CPI 和核心 CPI 同比 | 单位：%YoY



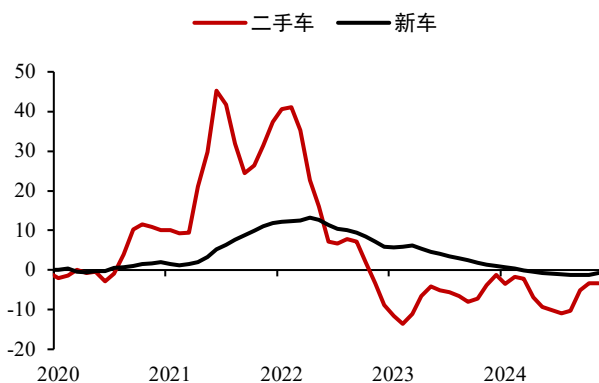
数据来源：iFinD 华泰期货研究院

图 2：CPI 的食品和能源分项 | 单位：%YoY



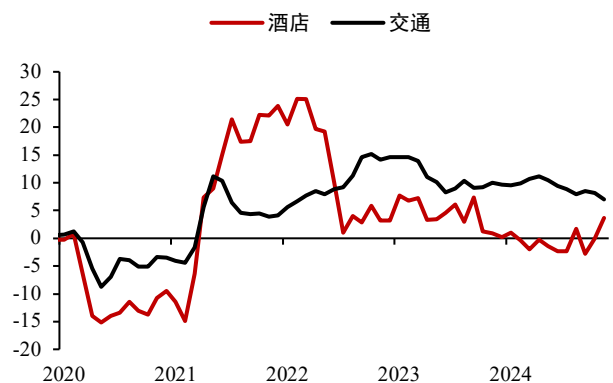
数据来源：iFinD 华泰期货研究院

图 3：二手车和新车分项 | 单位：%YoY



数据来源：iFinD 华泰期货研究院

图 4：酒店和交通分项 | 单位：%YoY



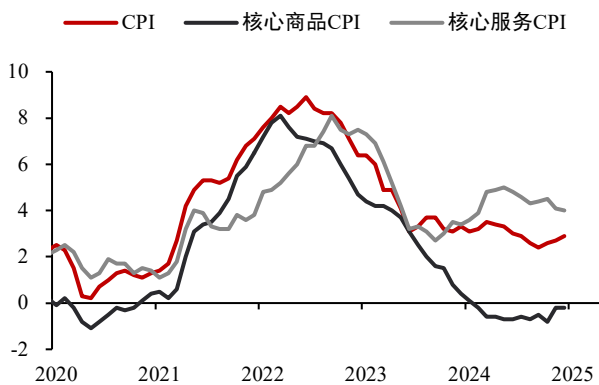
数据来源：iFinD 华泰期货研究院

商品型通胀 vs 服务型通胀

CPI 压力结构短期再次表现坚挺。自 2024 年三季度以来，美国商品型通胀和服务型通胀表现出分化的特征——商品消费的负增长改善和服务消费的回落。从 12 月通胀报告来看，商品型通胀同比转正（12 月较 11 月回升 0.5 个百分点），服务型通胀 12 月份持续回落对实体经济的“韧性”投射出压力。

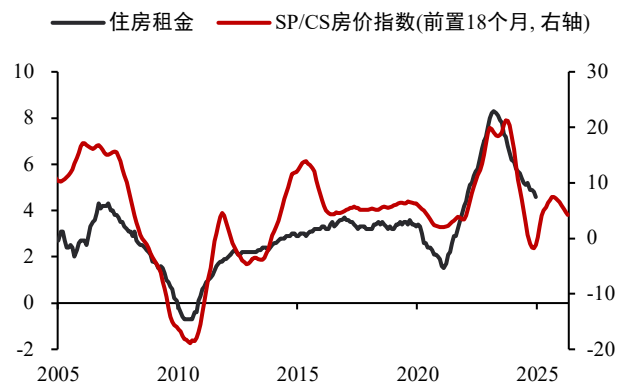
在 9 月首次降息后，建议未来继续关注美国房租对 CPI 成本的带动。美国房地产市场在高利率下经历了一轮调整，但是自 2023 年年中开始逐渐企稳回升，从成本传导的角度来看，房地产市场价格的回升对于下半年的租金成本也将形成回升的压力，我们注意到租金成本同比增速的回落在 9 月至 12 月所企稳，未来持续保持关注。

图 5：商品型 CPI 和服务型 CPI | 单位：%YoY



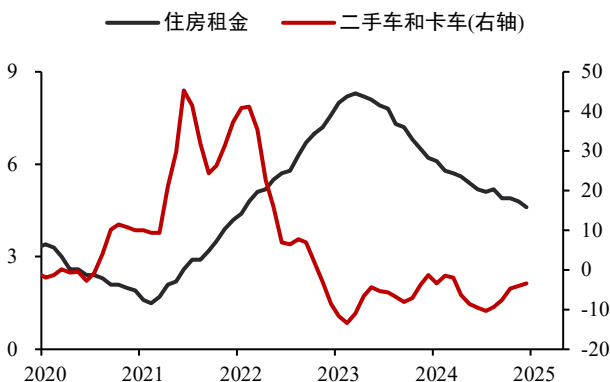
数据来源：iFinD 华泰期货研究院

图 6：房价领先于房租上涨 | 单位：%YoY



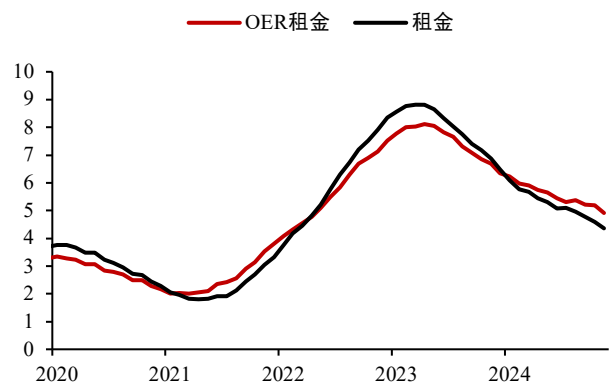
数据来源：iFinD 华泰期货研究院

图 7：租金和汽车分项 | 单位：%YoY



数据来源：iFinD 华泰期货研究院

图 8：两种不同的租金分项 | 单位：%YoY



数据来源：iFinD 华泰期货研究院

通胀的影响

美国通胀预期定价（↑）和油价（↑）同时上升。12月地缘压力实际上升、市场对于衰退预期定价有所改善之后，油价再次转向回升。但是市场定价的通胀预期并没有受到油价回落的驱动。展望未来：

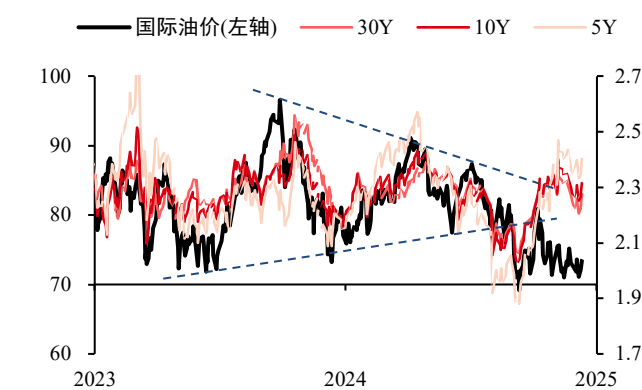
一方面，市场在逆周期政策力度修正之后，受12月超预期非农数据鼓励，对未来“高通胀”的预期（↑）；

另一方面，在“大衰退”未降临之前，租金的上涨风险、供应链的不确定性风险都从供给端对于价格形成支撑的可能（↑）。

年末市场处在低波动环境下。一方面，我们需要看到短期反弹的CPI背后体现了地缘不确定上升和核心通胀需求不减的特征事实，为美联储“不快速降息”提供了数据层面的支撑。另一方面，9月美联储“50BP”降息的背后释放的是央行对于经济层面下行的担忧强过通胀层面短期的可能韧性，就业市场的超预期（12月非农失业率下降）的影响强于通胀小幅韧性（核心CPI同比小幅下降）的影响。

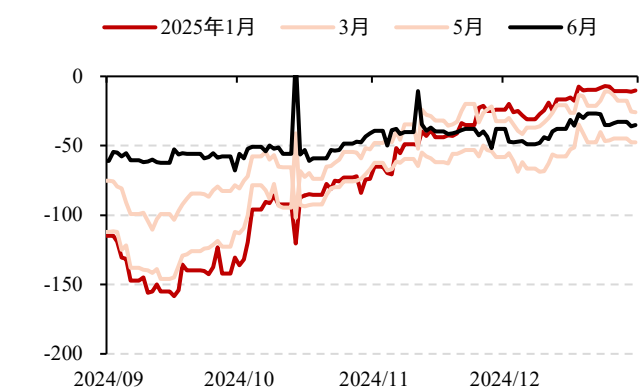
在美联储9月和11月持续降息驱动的流动性环境下，美股继续创下新高；但是美联储资产负债表“缩表”政策的延续为风险资产的后期带来不确定性。商品型通胀回升（关注油价走高），服务型通胀放缓，显示出通胀结构的可能切换，增强了美联储行动的可能。在通往财政“可持续”再扩张的道路上，继续等待总需求压力的落地。

图9：油价和TIPS利率对比 | 单位：%YoY



数据来源：Bloomberg 华泰期货研究院

图10：市场对明年降息定价 | 单位：%pct



数据来源：Bloomberg 华泰期货研究院

免责声明

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、结论及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，投资者并不能依靠本报告以取代行使独立判断。对投资者依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。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“华泰期货研究院”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。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。

华泰期货有限公司版权所有并保留一切权利。

公司总部

广州市天河区临江大道1号之一2101-2106单元 | 邮编：510000

电话：400-6280-888

网址：www.htfc.com