

再通胀风险取决于财政货币政策节奏

——美国 12 月 CPI 数据点评

2025 年 1 月 16 日

宏观经济

事件点评

分析师

康明怡 电话：021-25102911 邮箱：kangmy@dxzq.net.cn

执业证书编号：S1480519090001

事件：

美国 12 月 CPI 环比 0.4%，预期 0.4%，前值 0.3%；同比 2.9%，预期 2.9%，前值 2.7%。

核心 CPI 环比 0.2%，预期 0.3%，前值 0.3%；同比 3.2%，预期 3.3%，前值 3.3%。

主要观点：

- 1、服务类价格环比回升，商品价格引导通胀波动。
- 2、季节性通胀回升较为良性，或持续至 1~2 月。
- 3、通胀是多重因素共振的结果，再通胀风险的大小取决于财政和货币政策的节奏。
- 4、维持美国十年期国债利率上限 4.75~5%，1、2 月容易出利率高点。
- 5、标普 500 处于泡沫（30%），维持中性略偏积极。

商品价格环比减速，服务类环比回升。通胀环比继续回升（0.39%，前值 0.31%），核心通胀下降（0.22%，前值 0.31%）。拉动通胀的主要来自能源（2.6%），贡献了超过 40% 的通胀。核心商品环比 0.1%，前值 0.3%，带动核心通胀减速。住宅环比稳定，而住宅以外的服务类环比 0.4%，终结了连续 3 个月的环比减速。核心商品的波动与最近几个月的通胀表现相关性略有升高。分项中上涨的有机票 3.9%、二手车 1.2%、新车 0.5%、医疗 0.1%、车险、休闲、服饰和教育，下降的有个人护理-0.2%、通信和酒。（图 6、7）

季节性通胀回升较为良性，或持续至 1 月。受大选及圣诞节影响，原油价格往往在年末处于低位。1 月原油价格出现明显反弹，而最近（核心）通胀的回升主要由商品价格主导，服务业没有出现翘尾。预计通胀回升可持续至 2025 年 1~2 月。

通胀回升风险取决于政策节奏。对外关税，对内减税客观上有利于通胀上行。但特朗普的回归，表明基层对通胀和非法移民的容忍度降低。随着服务业价格趋于稳定，商品价格的波动对通胀的影响或有所上升。这意味着政策落地的节奏上必须考虑到通胀压力。

政策传导需要时间。特朗普第一任期于执政第一年 2017 年 12 月正式通过减税法案，照此推测，第二任期的减税法案落地最快在 2025 年下半年，减税对通胀的影响最快也要到 2025 年四季度才会体现。其关税政策的落地时间也会随着与各国重新谈判而有所变化。即使政策落地速度加快，从政策面传导到宏观总量也需要一段时间。因此，即使通胀的不确定性客观上行，在不考虑美联储政策的背景下，节奏上可能没有那么快体现在宏观数据中。

通胀是多重因素共振的结果，美联储政策利率的节奏也可控制通胀趋势。以 1984~1986 年降息周期为例，当时降息的出发点为强美元以及里根减税政策带来的财政赤字压力，需要降低利率水平。整个降息周期不是一蹴而就，期间嵌套了两次加息小周期，最终，降息和财政赤字并没有使得通胀反弹。从 80 年代的减税、强美元、货币政策来看，通胀最终取决于政策利率的相对位置和节奏。只要油价稳定，降息节奏不过快，存在再现 80 年代降息与通胀同时下行的可能。

但鲍威尔任期内的货币政策，除去 2018 年的加息过快以外，总体偏向宽松。在吸取了 2019 年年初由于加息过快导致了钱荒的后果后，鲍威尔的货币政策一直滞后于经济，特别滞后于通胀。其风格为数据引领政策走向，这客观上造成了货币政策的前瞻性较差。市场对其控制通胀的信心不及 80 年代的沃克尔，这也是市场对通胀上行担忧的原因之一。

美国十年期国债利率上限维持 4.85~5%，期限利差逐渐修复。我们的模型并不支持美十债有效突破 5%。极端情况下，若美十债接近 5%，则美股可能再次迎来震荡。此外，参照 1970 年代的利率期限特征，在通胀趋势性回落后，高通胀背景下的利率期限结构倒挂将得到修复。叠加衰退风险下降，美国国债利率期限结构有望完全修复。

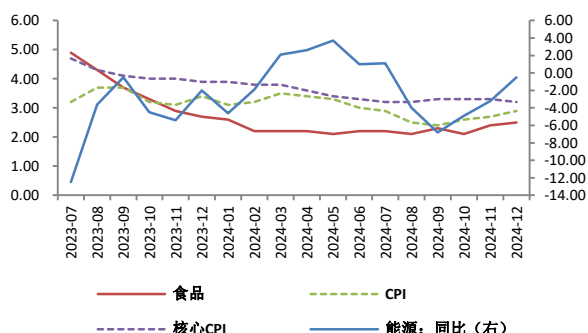
1、2 月容易出利率高点。12 月通胀数据消减了市场对短期通胀压力的担忧，当天美十债利率显著下行。鉴于通胀的季节性特点（年尾到来年初通胀容易上行），叠加特朗普执政初期的政策节奏尚未完全落地，以及美联储鹰派态度模糊，1~2 月的市场情绪容易激化，较易带动利率出现阶段性高点。

美股处于泡沫，维持中性略偏积极。银行信贷有所放松，实体经济投资止跌反弹，叠加 AI 技术突破，股市短期风险不大。类似 1997-2000 年的长期泡沫再次出现，但本次泡沫尚未达到 2000 年水平。历次长期趋势的泡沫湮灭均与货币政策收紧有关。鉴于美联储尚未进入加息通道，我们在 2023 年年底对长期趋势的看法从中性谨慎转为中性，中性是对泡沫的警惕，去掉谨慎是目前尚没有货币政策导致的流动性问题。目前，美国国债抵押市场利率波动正常，联邦隔夜拆借利率非常平稳，表明市场短期资金流动性充裕。叠加特朗普减税预期，我们对美股的态度维持中性略偏积极。当前标普 500 超出长期趋势 29%。建议维持长期仓位，密切关注资金流动性，或美十债逼近 5%。（图 13、14）

配置方面，建议适度增配 1 年期以内的利率短债，同时在美十债接近 5%时适度增配长债；美股建议维持长期仓位，密切关注资金流动性，或美十债逼近 5%。

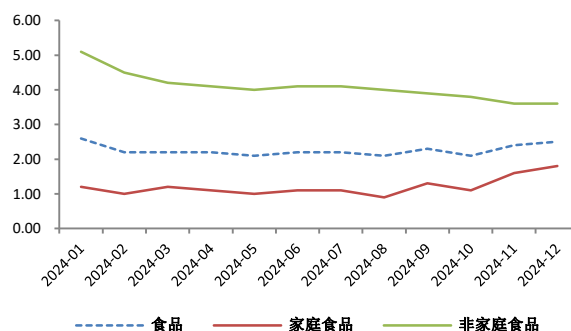
风险提示：海外地缘政治风险上升。

图1：CPI、核心CPI、食品和能源价格同比（%）



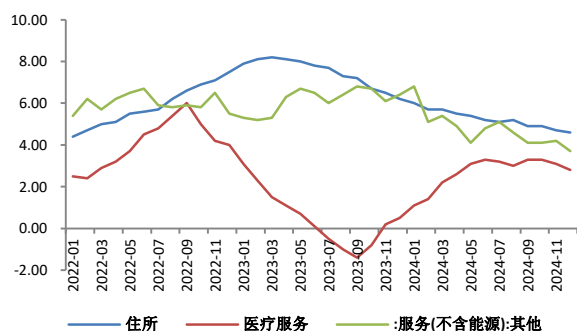
资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图2：食品同比（%）



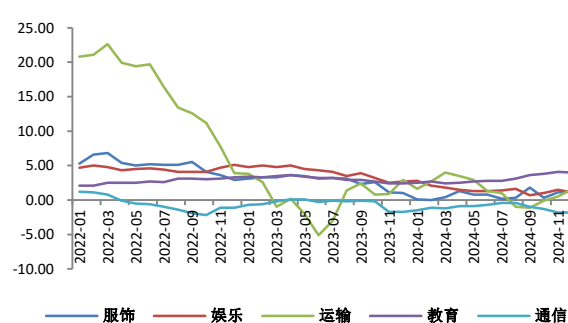
资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图3：服务通胀同比分项1（%）



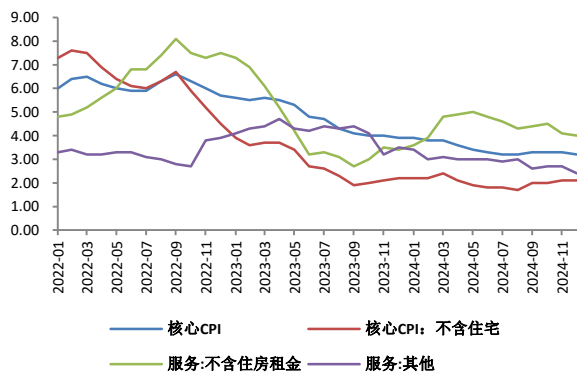
资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图4：服务通胀同比分项2（%）



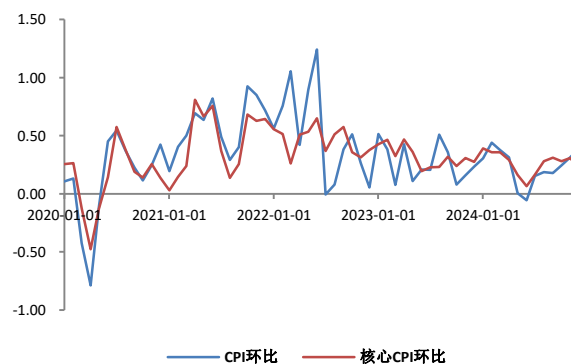
资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图5：不含住宅服务同比下降（%）



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

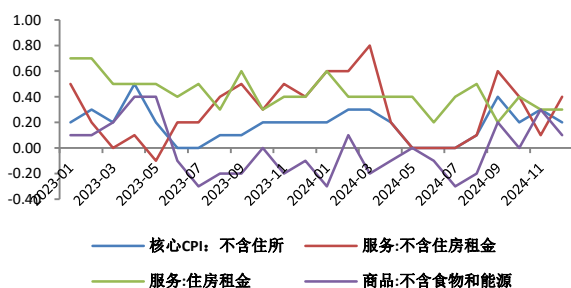
图6：CPI、核心CPI环比（%）



资料来源：FRED，东兴证券研究所

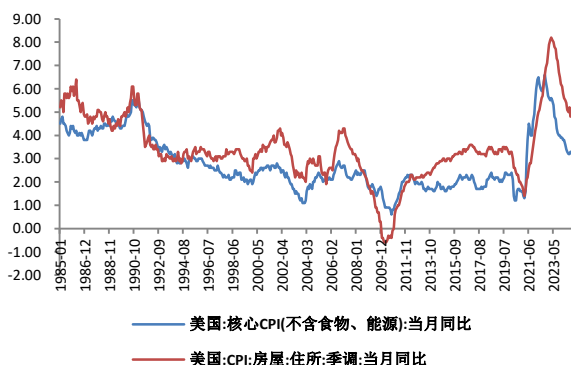
图7：非住宅核心通胀环比稳定（%）

图8：房价反弹（%）



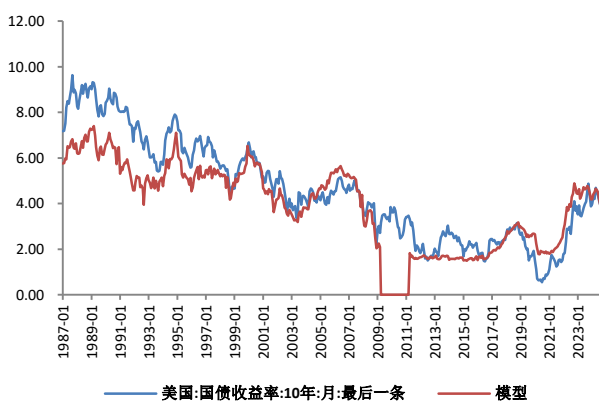
资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图9：住宅同比继续下降（%）



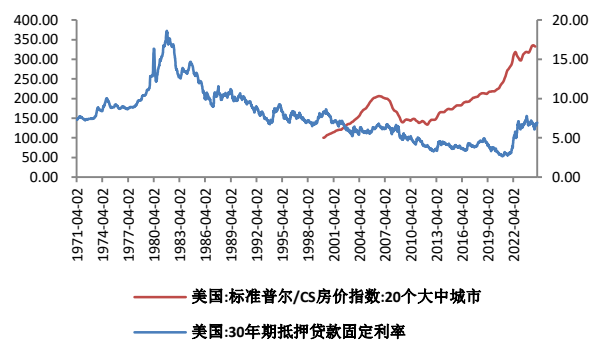
资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图11：美十债利率模型（%）



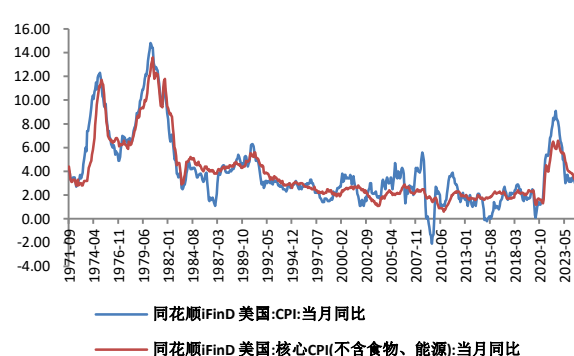
资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图13：标普500与上限



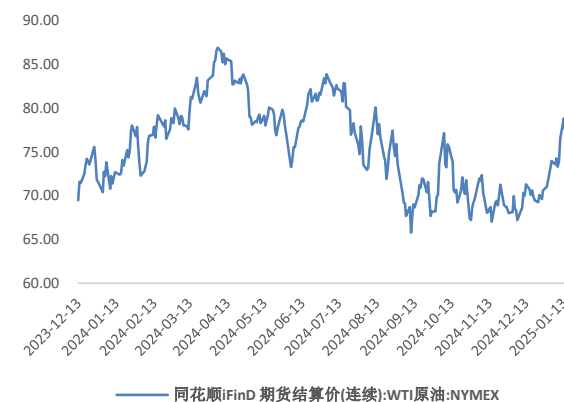
资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图10：CPI 跌落至正常区间中部（%）



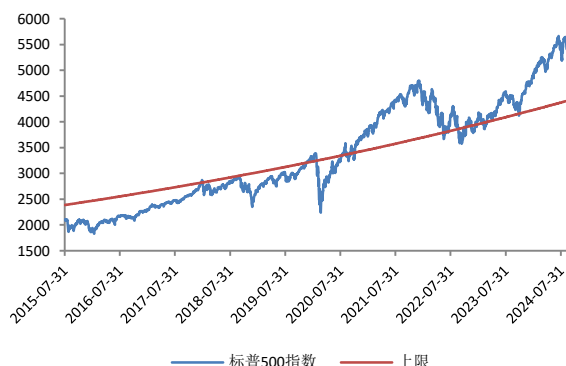
资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图12：原油价格（美元/桶）

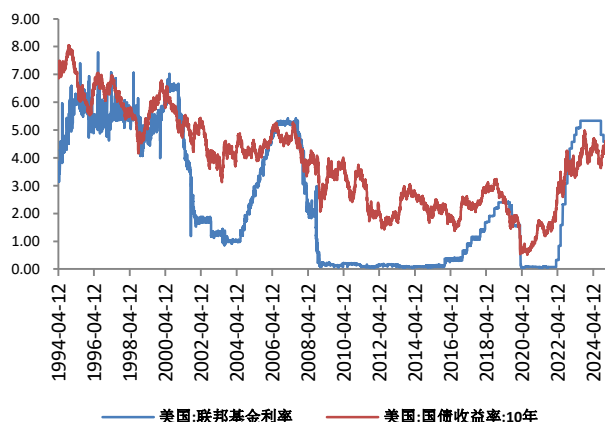


资料来源：iFinD，东兴证券研究所

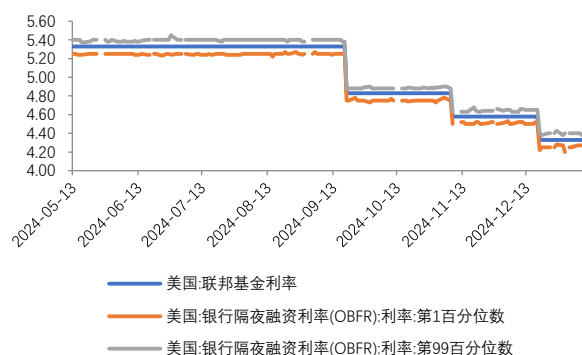
图14：短期货币市场没有出现流动性问题（%）



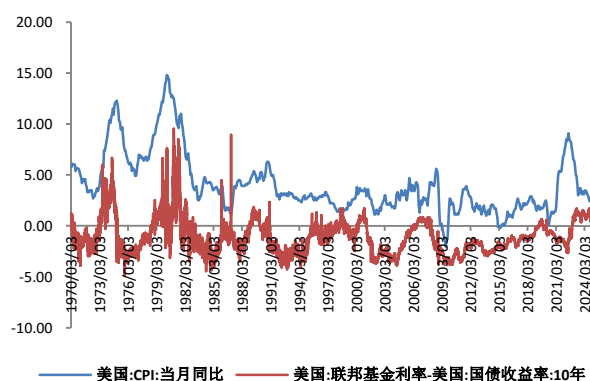
资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图 15：FFR 与美十债利率（%）


资料来源：iFinD，东兴证券研究所



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图 16：通胀与期限利差（%）


资料来源：iFinD，东兴证券研究所

相关报告汇总

报告类型	标题	日期
宏观普通报告	周期性行业部分好转，制造业持续收缩—12月美国非农数据点评	2025-01-13
宏观深度报告	欧美经济分化，海外配置利好美元资产—2025年海外经济年度展望	2025-01-02
宏观普通报告	就业权重略有回归，财政政策尚未完全进入视野—12月美国FOMC点评	2024-12-19



报告类型	标题	日期
宏观普通报告	全方位扩大国内需求，财政货币双宽—12月12日中央经济工作会议点评	2024-12-13
宏观普通报告	商品价格拉动通胀，服务类价格稳定—美国11月CPI数据点评	2024-12-12
宏观普通报告	超常规逆周期调节，全方位扩大国内需求—12月09日中共中央政治局会议点评	2024-12-09
宏观普通报告	非农总量平稳，制造业略显疲软—11月美国非农数据点评	2024-12-09
宏观普通报告	核心通胀粘性仍在，但无碍年内降息节奏—美国10月CPI数据点评	2024-11-15
宏观普通报告	一揽子财政政策尚未结束，增量政策可期—11月8日人大会议新闻发布会点评	2024-11-12
宏观普通报告	未来通胀路径并不一定上行，降息并未结束—11月美国FOMC点评	2024-11-08

资料来源：东兴证券研究所

分析师简介

康明怡

经济学博士。分别就读于武汉大学、清华大学和明尼苏达大学，博士期间曾在明尼苏达大学、美联储明尼阿波利斯分行从事多年教学和访问工作。2010 年开始执教于复旦大学经济学院 985 平台，上海浦江人才计划项目。2017 年加入东兴证券研究所。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及报告作者在自身所知情的范围内，与本报告所评价或推荐的证券或投资标的的存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，我公司及其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头寸并进行交易，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。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和法律责任。

行业评级体系

公司投资评级（A股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数）：
以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（A股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数）：
以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

东兴证券研究所

北京	上海	深圳
西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 16 层	虹口区杨树浦路 248 号瑞丰国际大厦 23 层	福田区益田路 6009 号新世界中心 46F
邮编：100033	邮编：200082	邮编：518038
电话：010-66554070	电话：021-25102800	电话：0755-83239601
传真：010-66554008	传真：021-25102881	传真：0755-23824526