

2025 年 01 月 16 日

事件点评

美核心 CPI：回落原因是暂时的，薪资推升是强化的

美国 CPI 点评（2024.12）

投资要点

- ◆ **2024 年 12 月美国核心通胀稍低于预期，但导致降温的因素多呈暂时性特征，薪资高增向核心通胀的传导作用却有所强化并可能在特朗普任内进一步升温。**据美国劳工统计局当地时间 1 月 15 日公布的最新数据，美国 2024 年 12 月 CPI（经季节调整，下同）、核心 CPI 同比分别为 2.9%、3.2%，分别较 11 月回升 0.2、小幅回落 0.1 个百分点。总体 CPI 环比 0.39% 高于预期，主要源于能源价格大幅回升，12 月环比上涨达 2.63%。核心 CPI 环比涨幅有所降温，但两大主要拖累因素——房租和耐用品，都呈现暂时性降温特征，与薪资高度正相关的主要分项则呈现薪资通胀螺旋巩固向上特征。**核心通胀降温的可持续性不强，可能意味着特朗普第二任期开启后仍有较大概率重拾升势，数据公布后美元指数短暂下挫后又很快回到 109 以上。**
- ◆ **造成 12 月美国核心 CPI 小幅降温的原因主要是房租和耐用消费品价格涨幅温和，而与薪资密切相关的两大分项核心非耐用品、非房租核心服务涨幅均徘徊于高位。考虑到美国劳动力市场再趋紧张、特朗普关税主张可能推升耐用品价格、本轮降息周期美国房价重获一定向上动能并可能滞后地传导到房租等三大未来变化方向，美国核心通胀可能在 2025 年二季度重新逆转为向上。**12 月美国核心 CPI 同比在连续四个月持平后小幅回落 0.1 个百分点至 3.2%，环比上涨 0.23%，较 11 月回落 0.08 个百分点，但仍明显高于 2024 年 5-7 月低位。主要拖累来自两个分项：1）耐用消费品环比-0.22%，在此前三个月环比连续上涨的强劲表现之后出现降温，可能与美国新一轮关税措施落地前美国进口商抢抓时间集中进口且进口品价格有所优惠有关，但一方面能源价格止跌回升或令未来数月耐用品价格跌幅收窄，另一方面特朗普坚持其广泛和普遍性关税主张或令未来耐用品价格重新大幅上涨。2）房租环比上涨 0.25%，连续两个月涨幅有所回落，但主要是美国利率峰值时期对房价的抑制效应的滞后反映，考虑到本轮降息周期中美国房价一定程度重获向上动能，未来房租涨幅可能再度扩大。此外应当看到，与薪资关系密切的两大分项徘徊高位：非房租核心服务、核心非耐用消费品环比分别上涨 0.28%、0.37%，前者较 11 月反弹 0.05%，后者也保持了连续两个月的环比上涨趋势。拜登任期尾部美国劳动力市场已经重新呈现紧张状态（详见《美国就业强势振翅，全球风暴何时来袭？——美国就业数据点评（2024.12）》2025.1.11），随着特朗普第二任期的正式开启，其更为激进的“高赤字、高薪资、高壁垒”政策组合可能通过推升美国国内消费需求、关税提升制成品价格以及减少美劳动力潜在供给推升薪资三条路径进一步阻碍美国通胀回落，甚至可能导致美核心通胀在 2025 年二季度之后重新逆转为向上。
- ◆ **12 月美国核心通胀稍显温和，但结构来看主要拖累是暂时性的，来自薪资的推升向上效应却可能持续，甚至可能在特朗普第二任期开启后，随着其一系列政策主张的落地而启动新一轮薪资通胀螺旋升温过程。**考虑到 2025 年 1-4 月美国核心通胀同比基数较高，这一短暂的核心通胀回落的最终幅度、以及 5 月之后重新回升的形态和空间，将在很大程度上取决于特朗普关税计划、收紧边境管控和维持财政扩张甚至加码减税政策的推进速度。这些政策主张推进越快，美国核心 CPI 上半年的底部位置越高，下半年的中枢也可能越高。假设特朗普的上述三大类政策在二季度集中推出，则预计美联储在上半年仅可抢降息一次 25BP，预计进入下半年之后，美国核心 CPI 同比中枢大概率回到 3.2%-3.3% 的当前水平附近甚至更高，预计美联储将无法降息，甚至开始讨论 2026 年边际收紧的可能性。在美国 12 月就业和通胀数据公布后，我们分别小幅上修 2025 年中、年末美元指数预测至 106、112 左右，较之前预测均提升 2 个百分点。人民币面对的外溢性贬值压力由此可能有所加大，人民银行稳汇率优先级提升，预计春节前积极考虑降准 50-100BP 以同时实现投放合理流动性、置换高成本 MLF、避免长债收益率进一步下行的三重目标，预计春节后至二季度末央行可能在美联储降息预期升温或美元指数暂时回落的时间窗口择机降息 40BP 左右。
- ◆ **风险提示：**美联储降息幅度小于预期风险、人民币被动贬值压力加大风险。

分析师

秦泰

 SAC 执业证书编号：S0910523080002
 qintai@huajinsec.cn

报告联系人

周欣然

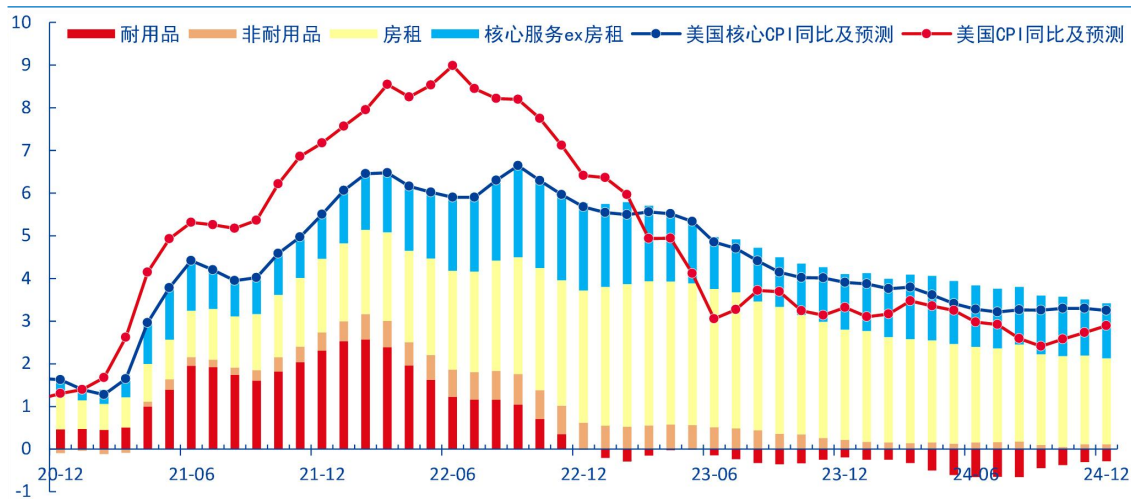
zhouxinran@huajinsec.cn

相关报告

置换坚决压制长贷，利率走低短融提前——
 金融数据速评（2024.12） 2025.1.14
 欧盟关税趋缓与“抢跑效应”共同推升出口——
 国际贸易数据点评（2024.12）
 2025.1.13
 美国就业强势振翅，全球风暴何时来袭？——
 美国就业数据点评（2024.12） 2025.1.11
 央行暂停买债，降准概率提升——华金宏观·
 双循环周报（第 90 期） 2025.1.10
 核心 CPI 连续修复，消费补贴持续拉动耐用品需求——
 CPI、PPI 点评（2024.12）
 2025.1.9



图 1：美国核心 CPI 同比及贡献结构（%）



资料来源：CEIC，华金证券研究所

分析师声明

秦泰声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，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，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。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“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

办公地址：

上海市浦东新区杨高南路 759 号陆家嘴世纪金融广场 30 层

北京市朝阳区建国路 108 号横琴人寿大厦 17 层

深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 10 楼 05 单元

电话：021-20655588

网址： www.huajinsc.cn