

2025 年 1 月 16 日

全球宏观

通胀放缓但上行风险犹存—美国 12 月 CPI 点评

美国 2024 年 12 月 CPI 同比增 2.9%，预期 2.9%，上月为 2.7%；环比增 0.4%，预期 0.3%，上月为 0.3%。12 月核心 CPI 同比增 3.2%，预期及前值均为 3.3%；环比增 0.2%，预期 0.2%，上月为 0.3%。

李少金

Evan.Li@bocomgroup.com
(852) 3766 1849

继 12 月非农数据强劲增长后，CPI 数据便成了市场的焦点，在美债利率经历了新一轮的陡峭上行后，CPI 数据无疑将进一步放大近期本就脆弱的资本市场的波动。12 月名义 CPI 符合预期，而核心 CPI、尤其是核心服务通胀数据的放缓也明显缓解了市场的紧张情绪。然而，短暂的通胀放缓对市场的安抚可能较为有限，中期上行风险依旧不容乐观。具体来看：

- ④ **能源价格上涨推动 CPI 环比超预期。**12 月能源价格环比大幅上升 2.6%，贡献了当月 CPI 环比涨幅的近 40%。其中，汽油价格环比上涨 4.4%。能源服务价格也出现快速回升，燃气价格环比上升 2.4%，可能主要受到天气因素的影响。
- ④ **住房通胀延续颠簸的滞后回落路径。**主要住所租金以及业主等值租金环比继 11 月回落后，12 月再度回升，符合其围绕其领先指标—市场租金价格上下运行的特征。作为通胀最大权重项，住房通胀走势对整体通胀路径的影响较大，但当前无论是市场租金指数还是房价指数均显示当前市场租金和住房价格已经平稳，意味着住房通胀继续滞后回落的空间已相对有限，但好消息是，其领先指标显示住房通胀 2025 上半年的上行风险亦不大。
- ④ **超级核心通胀再度降温，但其领先指标显示后续上行风险犹存。**除住房通胀外的超级核心通胀环比较上月出现明显回落，主要来自医疗服务价格环比回落。交通服务价格环比上升，主要来自于机票价格上涨的推动，其主要受到节假日等季节性因素的影响。机动车保险价格环比虽有所上升，但同比延续回落。此前因机动车价格上涨、维修成本上升，以及医疗成本的提高，保险公司提高了保费。随着保费和成本之间差距已经明显缩小，高基数影响下，预计机动车保险价格将逐步回落。但近期 ISM 服务业 PMI 物价指数飙升，其领先服务通胀近 6 个月，后续服务通胀上行压力仍存。
- ④ **二手车价格短暂回落后或继续推动商品价格上涨。**商品价格在 11 月出现了过去几个最大的环比涨幅后，于 12 月再度回落，其上涨主要受到了新车及二手车价格上涨所推动。二手车价格领先指数显示未来 2-3 个月还有进一步上涨，叠加近期美国洛杉矶火灾的影响，可能会推动家具和汽车的需求，并进一步带动商品价格的上涨。

12 月意外回落的通胀数据公布后，市场对 1 月跳过降息的预期几无变化。但相比于上周公布的强劲非农，市场提前了对 2025 年降息时点的押注—由 9 月降息提前至 6 月降息，但对于全年的降息押注仍在 1-2 次。市场情绪出现明显缓解，10 年期美债利率高位回落，叠加美国银行股财报的提振，美股三大指数上涨。

美联储将于下周召开 1 月 FOMC 会议，在强劲非农和放缓的通胀数据组合下，1 月跳过降息已是基准情形。当前美联储官员对于降息有较大分歧，尽管多数官员近期均表示将放缓降息，并依据数据来进行观察，但基于当前政策利率仍高，具有限制性，美联储预计仍将择机降息，且可能保持言论“鹰派”，行动“鸽派”，以为降息操作保留更多灵活性，既能够向市场发出不要过度反应的信号，又可以在必要时能够改变方向。

基本面状况同样支持降息。尽管当前去通胀进程已接近停滞，但通胀在 2025 上半年的上行风险相对有限，上行压力可能主要在下半年；近期就业数据强劲，但后续仍有放缓的概率：1) 短期多个行业的轮番罢工，可能会加大非农就业数据的波动；2) 2 月将公布非农年度修订和基数调整，有一定概率下调 2024 年的非农就业总数；3) 当前美国产需缺口明显收窄，就业市场已显著降温，供需基本达到平衡，工资大幅上涨动能有限；以及 4) 驱逐移民政策影响将首先反映在私营部门就业数据中，而特朗普计划成立的政府效率部可能同步推动政府部门就业收缩。

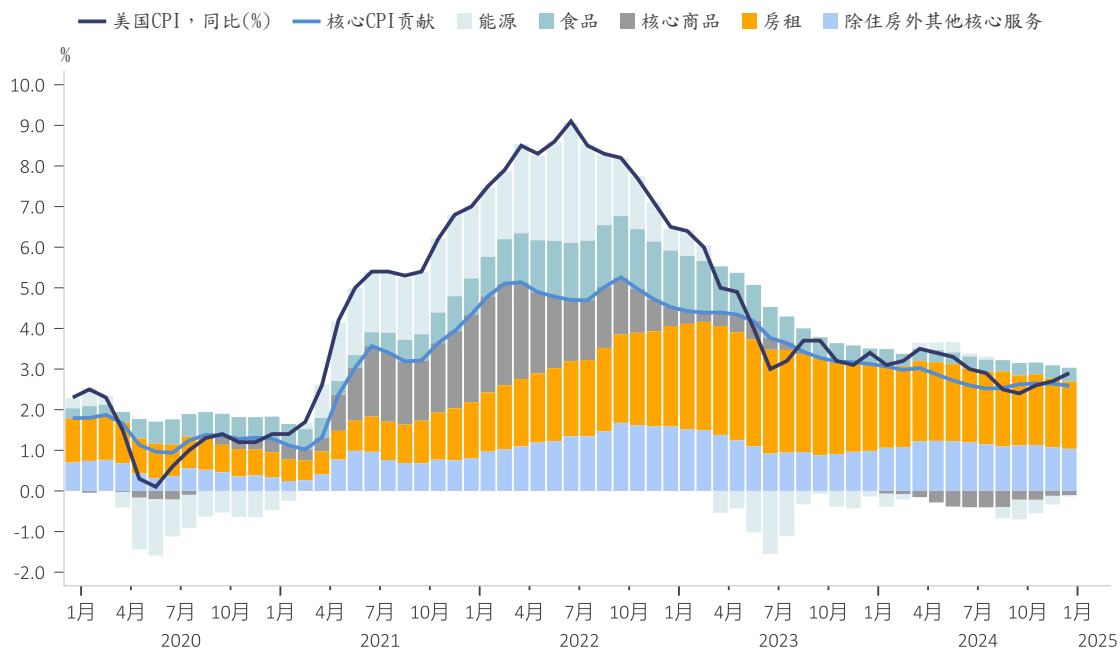
与此同时，近一阶段美债利率的上涨，使得美国金融条件再度收紧，可能将带来多个经济领域的降温，限制就业、通胀的快速上行。以上因素均有利于美联储在上半年择时降息，继续调低政策利率，亦应对和观察下半年特朗普政策效应。

图表 1: 美国 CPI 及其分项同比、环比变化

	权重(%)	同比(%)				环比(%)			
		12/2024	11/2024	10/2024	9/2024	12/2024	11/2024	10/2024	9/2024
美国CPI	100.0	2.9%	2.7%	2.6%	2.4%	0.4%	0.3%	0.2%	0.2%
食品	13.6	2.5%	2.4%	2.1%	2.3%	0.3%	0.4%	0.2%	0.4%
家庭食品	8.2	1.8%	1.6%	1.1%	1.3%	0.3%	0.5%	0.1%	0.4%
谷物烘焙	1.1	0.8%	-0.5%	0.9%	0.1%	1.2%	-1.1%	1.0%	0.3%
肉禽鱼蛋	1.7	4.2%	3.8%	1.9%	3.9%	0.6%	1.7%	-1.2%	0.8%
奶制品及周边	0.7	1.3%	1.2%	1.3%	0.5%	0.2%	-0.1%	1.0%	0.1%
水果蔬菜	1.4	1.0%	1.1%	0.9%	0.7%	-0.1%	0.2%	0.4%	0.9%
非酒精饮料及原料	1.0	2.3%	2.8%	1.7%	1.3%	-0.4%	1.5%	0.4%	0.0%
其他食品	2.2	0.8%	0.7%	0.4%	0.4%	0.3%	0.1%	0.1%	0.2%
外出饮食	5.4	3.6%	3.6%	3.8%	3.9%	0.3%	0.3%	0.2%	0.3%
能源	6.7	-0.5%	-3.2%	-4.9%	-6.8%	2.6%	0.2%	0.0%	-1.9%
能源产品	3.5	-3.9%	-8.5%	-12.4%	-15.3%	4.3%	0.5%	-1.0%	-4.0%
燃油	0.1	-13.1%	-19.5%	-20.8%	-22.4%	4.4%	0.6%	-4.6%	-6.0%
发动机燃料	3.4	-3.8%	-8.4%	-12.5%	-15.5%	4.4%	0.5%	-0.9%	-4.0%
汽油(所有类型)	3.3	-3.4%	-8.1%	-12.2%	-15.3%	4.4%	0.6%	-0.9%	-4.1%
能源服务	3.1	3.3%	2.8%	4.0%	3.4%	0.8%	-0.1%	1.0%	0.7%
电力	2.4	2.8%	3.1%	4.5%	3.7%	0.3%	-0.4%	1.2%	0.7%
公用燃气服务	0.7	4.9%	1.8%	2.0%	2.0%	2.4%	1.0%	0.3%	0.7%
核心CPI	79.8	3.2%	3.3%	3.3%	3.3%	0.2%	0.3%	0.3%	0.3%
除食品能源外商品	5.2	-0.5%	-0.6%	-1.0%	-1.0%	0.1%	0.3%	0.0%	0.2%
服饰	2.5	1.2%	1.1%	0.3%	1.8%	0.1%	0.2%	-1.5%	1.1%
新车	3.7	-0.4%	-0.7%	-1.3%	-1.3%	0.5%	0.6%	0.0%	0.2%
二手车和卡车	2.0	-3.3%	-3.4%	-3.4%	-5.1%	1.2%	2.0%	2.7%	0.3%
医疗保健品	1.5	0.5%	0.4%	1.0%	1.6%	0.0%	-0.1%	-0.2%	-0.7%
酒精饮料	0.9	1.4%	1.8%	1.6%	1.5%	-0.3%	0.1%	0.4%	0.1%
烟草和吸烟制品	0.5	6.7%	6.6%	6.8%	8.2%	0.0%	1.0%	0.6%	0.0%
除食品能源外服务	60.9	4.4%	4.6%	4.8%	4.7%	0.3%	0.3%	0.3%	0.4%
住所	36.2	4.6%	4.7%	4.9%	4.9%	0.3%	0.3%	0.4%	0.2%
主要住宅租金	7.7	4.3%	4.4%	4.6%	4.8%	0.3%	0.2%	0.3%	0.3%
业主等值住宅租金	26.8	4.8%	4.9%	5.2%	5.2%	0.3%	0.2%	0.4%	0.3%
医疗服务	6.5	3.4%	3.7%	3.8%	3.6%	0.2%	0.4%	0.4%	0.7%
医生服务	1.8	2.6%	2.8%	3.1%	1.5%	0.1%	0.3%	0.5%	0.9%
医院服务	1.6	3.5%	3.8%	3.9%	4.5%	0.2%	0.0%	0.5%	-1.1%
交通服务	6.3	7.3%	7.1%	8.2%	8.5%	0.5%	0.0%	0.4%	1.4%
机动车维修保养	1.3	6.2%	5.7%	5.8%	4.9%	0.2%	0.2%	1.1%	1.0%
机动车保险	3.0	11.3%	12.7%	14.0%	16.3%	0.4%	0.1%	-0.1%	1.2%
机票价格	0.8	7.9%	4.7%	4.1%	1.6%	3.9%	0.4%	3.2%	3.2%

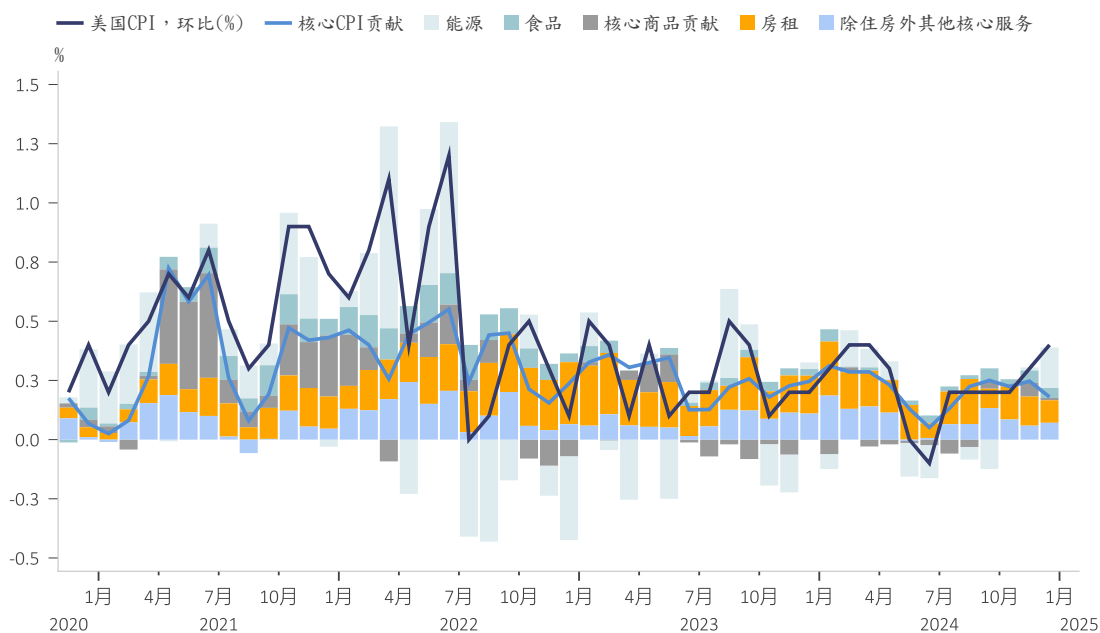
资料来源: Macrobond, 美国劳工部, 交银国际

图表 2: 美国 CPI 同比分项贡献情况



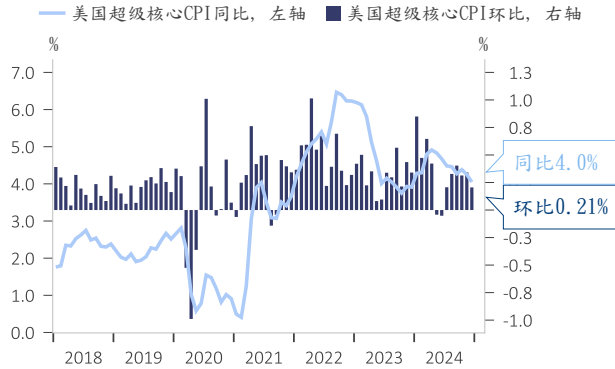
资料来源: Macrobond, 交银国际

图表 3: 美国 CPI 环比分项贡献情况



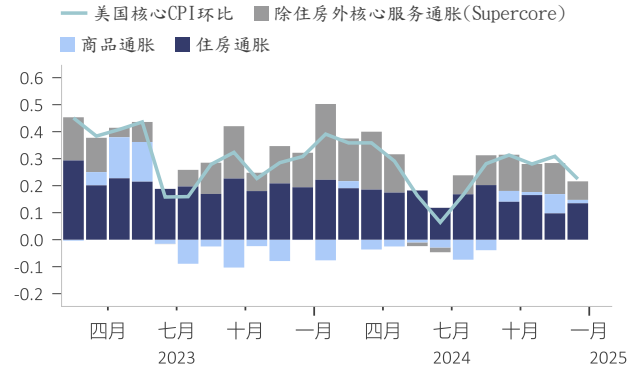
资料来源: Macrobond, 交银国际

图表 4: 美国超级核心通胀同比及环比



资料来源: Macrobond, 交银国际

图表 5: 美国核心 CPI 环比主要贡献项



资料来源: Macrobond, 交银国际

图表 6: 全球供应链压力指数与美国通胀



资料来源: Macrobond, 交银国际

图表 7: 美国二手车价格指数



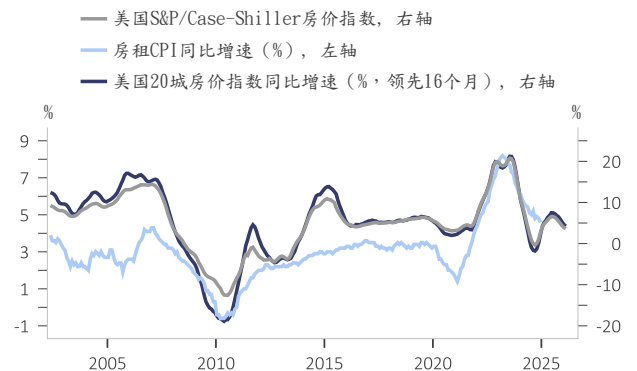
资料来源: Macrobond, 交银国际

图表 8: 租金指数与住房通胀



资料来源: Macrobond, 交银国际

图表 9: 房价指数与住房通胀



资料来源: Macrobond, 交银国际

交銀國際

香港中环德辅道中 68 号万宜大厦 10 楼
总机: (852) 3766 1899 传真: (852) 2107 4662

评级定义

分析员个股评级定义：

买入：预期个股未来12个月的总回报**高于**相关行业。

中性：预期个股未来12个月的总回报与相关行业**一致**。

沽出：预期个股未来12个月的总回报**低于**相关行业

无评级：对于个股未来12个月的总回报与相关行业的比较，分析员**并无确信观点**。

分析员行业评级定义：

领先：分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现相对于大盘标杆指数**具吸引力**。

同步：分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现与大盘标杆指数**一致**。

落后：分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现相对于大盘标杆指数**不具吸引力**。

香港市场的标杆指数为**恒生综合指数**，A股市场的标杆指数为**MSCI 中国A股指数**，美国上市中概股的标杆指数为**标普美国中概股50（美元）指数**

分析员披露

本研究报告之作者，兹作以下声明：i) 发表于本报告之观点准确地反映有关于他们个人对所提及的证券或其发行者之观点；及ii) 他们之薪酬与发表于报告上之建议/观点并无直接或间接关系；iii) 对于提及的证券或其发行者，他们并无接收到可影响他们的建议的内幕消息/非公开股价敏感消息。

本报告之作者进一步确认：i) 他们及他们之相关有联系者【按香港证券及期货监察委员会之操守准则的相关定义】并没有于发表本报告之30个日历日前交易或买卖本报告内涉及其所评论的任何公司的证券；ii) 他们及他们之相关有联系者并没有担任本报告内涉及其评论的任何公司的高级人员（包括就房地产基金而言，担任该房地产基金的管理公司的高级人员；及就任何其他实体而言，在该实体中担任负责管理该等公司的高级人员或其同级人员）；iii) 他们及他们之相关有联系者并没拥有于本报告内涉及其评论的任何公司的证券之任何财务利益。根据证监会持牌人或注册人操守准则第16.2段，“有联系者”指：i) 分析员的配偶、亲生成领养的未成年子女，或未成年继子女；ii) 某信托的受托人，而分析员、其配偶、其亲生成领养的未成年子女或其未成年继子女是该信托的受益人或酌情对象；或iii) 惯于或有义务按照分析员的指示或指令行事的另一人。

有关商务关系及财务权益之披露

交银国际证券有限公司及/或其关联公司在过去十二个月内与交通银行股份有限公司、国联证券股份有限公司、交银国际控股有限公司、四川能投发展股份有限公司、光年控股有限公司、七牛智能科技有限公司、致富金融集团有限公司、湖州燃气股份有限公司、Leading Star (Asia) Holdings Limited、武汉有机控股有限公司、安徽皖通高速公路股份有限公司、上海小南国控股有限公司、Sincere Watch (Hong Kong) Limited、山西省安装集团股份有限公司、富景中国控股有限公司、中军集团股份有限公司、佳民集团有限公司、集海资源集团有限公司、君圣泰医药、天津建设发展集团股份有限公司、长久股份有限公司、乐思集团有限公司、出门问问有限公司、趣致集团、宜搜科技控股有限公司、老铺黄金股份有限公司、中赣通信(集团)控股有限公司、地平线、多点数智有限公司、草姬集团控股有限公司、安徽海螺材料科技股份有限公司及北京赛目科技股份有限公司有投资银行业务关系。

交银国际证券有限公司及/或其集团公司现持有东方证券股份有限公司、光大证券股份有限公司及七牛智能科技有限公司的已发行股本逾1%。

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)，表示并保证其根据下述的条件下有权获得本报告，并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。

本报告为高度机密，并且只以非公开形式供交银国际证券的客户阅览。本报告只在基于能被保密的情况下提供给阁下。未经交银国际证券事先以书面同意，本报告及其中所载的资料不得以任何形式(i)复制、复印或储存，或者(ii)直接或者间接分发或者转交予任何其它人作任何用途。

交银国际证券、其附属公司、关联公司、董事、关联方及/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、或对其有兴趣。此外，交银国际证券、其附属公司及关联公司可能与本报告内所述或有关的公司不时进行业务往来，或为其担任市场庄家，或被委任替其证券进行承销，或可能以受托人身份替客户买入或沽售其证券，或可能为其担当或争取担当并提供投资银行、顾问、包销、融资或其它服务，或替其从其它实体寻求同类型之服务。投资者在阅读本报告时，应该留意任何或所有上述的情况，均可能导致真正或潜在的利益冲突。

本报告内的资料来自交银国际证券在报告发行时相信为正确及可靠的来源，惟本报告并非旨在包含投资者所需要的所有信息，并可能受送递延误、阻碍或拦截等因子所影响。交银国际证券不明示或暗示地保证或表示任何该等数据或意见的足够性、准确性、完整性、可靠性或公平性。因此，交银国际证券及其集团或有关的成员均不会就由于任何第三方在依赖本报告的内容时所作的行为而导致的任何类型的损失（包括但不限于任何直接的、间接的、随之而发生的损失）而负上任何责任。

本报告只为一般性提供数据之性质，旨在供交银国际证券之客户作一般阅览之用，而并非考虑任何某特定收取者的特定投资目标、财务状况或任何特别需要。本报告内的任何资料或意见均不构成或被视为集团的任何成员作出提议、建议或征求购入或出售任何证券、有关投资或其它金融证券。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映交银国际证券或其集团的立场，亦可在没有提供通知的情况下随时更改，交银国际证券亦无责任提供任何有关资料或意见之更新。

交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。本报告的发送对象不包括身处中国内地的投资人。如知悉收取或发送本报告有可能构成当地法律、法则或其他规定之违反，本报告的收取者承诺尽快通知交银国际证券。

本免责声明以中英文书写，两种文本具同等效力。若两种文本有矛盾之处，则应以英文版本为准。

交银国际证券有限公司是交通银行股份有限公司的附属公司。