

美国 12 月核心 CPI 微降，或不影响本月美联储暂停降息

美国 12 月核心 CPI 通胀率微降并低于市场预期。从环比来看，核心 CPI 通胀率微降 0.08 个百分点到 0.23%，低于市场预期的 0.3%。整体 CPI 环比增速加快 0.08 个百分点到 0.39%，符合市场预期。这主要是因为能源价格的明显回升，而食品价格涨幅小幅回落。按同比看，美国整体 CPI 再升 0.2 个百分点到 2.9%，而核心 CPI 则下降 0.1 个百分点到 3.2%。

从环比细分数据来看，核心 CPI 的略微下降主要是因为核心商品 CPI 的回落，然而超级核心服务（剔除住房外的核心服务）或因为季节性因素有所回升（图表 1）：

- **核心商品价格环比增速 12 月显著回落（12 月：0.05%，11 月：0.31%）。**
这主要是因为家用家具和供给 CPI 通胀率的大幅回落。酒精饮料和运输服务价格亦下跌。然而，汽车价格不论是新车（12 月：0.47%，11 月：0.58%）还是二手车（12 月：1.21%，11 月：1.99%）仍均环比显著上升。
- **住房价格环比增速继续小幅回落（12 月：0.26%，11 月：0.34%）。**
从细分数据来看，这主要是因为外宿（主要是酒店）价格的回落，环比通胀率从 11 月的 3.16% 转负到 12 月的 -0.95%。更为关键的业主等价租金环比通胀率 12 月微升至 0.31%（11 月：0.23%），不过依然低于去年前十个月平均的 0.42%。与此同时，主要居所租金环比通胀率亦回升 0.1 个百分点到 0.31%。
- **超级核心服务环比 CPI 增速回升 0.09 个百分点到 0.28%。** 运输服务环比通胀率的回升（12 月：0.50%，11 月：-0.03%）是主要推动力，尤其是机票价格由于油价上涨和圣诞假期原因环比大涨 3.928%（11 月：0.375%），汽车保险通胀率亦小幅上升。此外，教育和通讯商品环比通胀率亦从 11 月的 -0.24% 转正到 12 月的 0.16%，娱乐环比通胀率下滑 0.31 个百分点到 0.39%，仍处在较高水平。

与此同时，好于预期的 12 月非农就业报告降低了近期降息的可能性。12 月非农新增就业人数增加 25.6 万人（图表 2），高于市场预期（16.5 万人）和前值（21.2 万人）。更为关键的失业率也从 11 月的 4.231% 下降到了 4.086%（图表 3）。然而，平均时薪不论是环比还是同比增速均有所下滑。

12 月通胀数据显示美国通胀仍在温和下降中。 12 月数据中较强的项目——例如机票和汽车价格、娱乐服务等均属于波动项，其强势或不能持久。近期市场和美联储似乎较为担忧特朗普上任之后潜在加征关税政策会引发美国再通胀。不过我们依然预计美国 2025 年或仅在下半年开启对中国渐进式的关税战、不对大多数国家加征 10% 关税，而大幅度移民政策调整或将发生在 2026 年。如果我们的判断是对的，那么特朗普政策对 2025 年美国通胀的影响或较为有限。在此基本假设中，我们维持美国核心通胀将在波折中温和下行的基本判断。

金晓雯，PhD，CFA

首席宏观分析师

xiaowen_jin@spdbi.com

(852) 2808 6437

2025 年 1 月 16 日



扫码关注浦银国际研究

浦銀國際

数据点评

美国 12 月核心 CPI 微降，或不影响本月美联储暂停降息

基于美国 12 月就业和通胀数据，我们依然维持美联储 1 月暂停降息的基本判断。2024 年 12 月美联储会议对今年的降息态度明显转鹰，将今年的降息次数预测减少一半，调至两次，并上调了 2024 年和 2025 年的核心通胀率预测。叠加近期市场对特朗普关税政策的担忧，市场计入的今年降息次数一度下降到一次左右。基于好于预期的劳动力市场数据，我们认为短期内降息的可能性大幅下降。微降的 12 月 CPI 数据或并不足以撼动美联储暂停降息的决心。在本月底的美联储议息会议中跳过降息几乎板上钉钉，而 3 月降息的可能性亦有所下降。然而从全年来看，我们依然相信居高不下的美债收益率仍将影响美国经济动能和劳动力市场表现；而特朗普的关税政策对今年通胀率的影响或小于目前市场的担忧。因此，我们认为今年全年的降息次数或高于美联储目前的预测，或在 3-4 次 25 个基点的降息之间（此前预测为 5 次）。然而，如果特朗普上台后的关税政策比我们预计的激烈，那么美联储的降息次数或显著低于我们的预期。

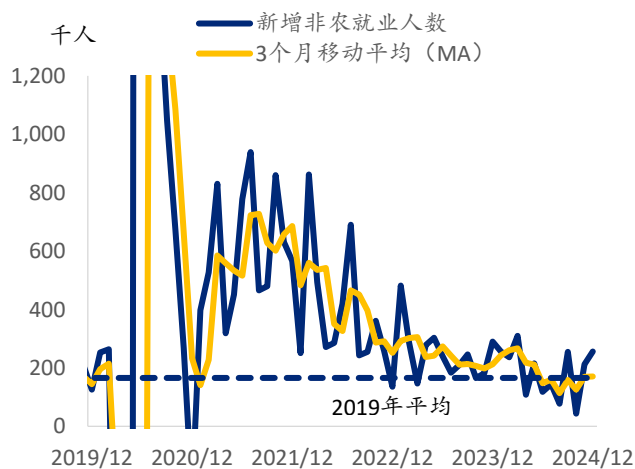
风险提示：降息过慢引起经济衰退或/和美国金融危机；特朗普新政导致再通胀风险；特朗普上任后的行为区别于竞选主张。

图表 1: 美国 CPI 各分项环比增速和环比贡献

	环比 (%)			权重 (%)	环比贡献 (%)
	24 年 12 月	24 年 11 月	24 年 10 月		
CPI	0.39	0.31	0.24	100.0	0.39
食品	0.31	0.39	0.16	13.5	0.04
能源	2.63	0.20	-0.02	6.4	0.17
核心 CPI	0.23	0.31	0.28	80.1	0.18
- 商品	0.05	0.31	0.05	18.3	0.01
家用家具和供给	-0.21	0.68	-0.04	3.5	-0.01
服装	0.10	0.18	-1.46	2.5	0.00
运输	0.67	0.92	0.81	6.0	0.04
医疗护理	-0.01	-0.12	-0.19	1.5	0.00
娱乐商品	-0.46	-0.46	-0.01	2.0	-0.01
教育和通讯商品	-0.94	-1.14	-1.08	0.8	-0.01
酒精饮料	-0.27	0.10	0.44	0.8	0.00
其它	-0.36	0.20	0.37	1.4	0.00
- 服务	0.27	0.28	0.35	61.8	0.16
住房	0.26	0.34	0.38	36.8	0.09
主要居所租金	0.31	0.21	0.30	7.8	0.02
外宿	-0.95	3.16	0.40	1.3	-0.01
业主等价租金	0.31	0.23	0.40	27.3	0.08
核心服务扣除住房	0.28	0.19	0.30	25.0	0.07
医疗护理	0.18	0.37	0.39	6.5	0.01
运输	0.50	-0.03	0.44	6.6	0.03
娱乐	0.39	0.70	0.70	3.2	0.01
教育和通讯商品	0.16	-0.24	-0.16	5.0	0.01
其它个人服务	-0.53	0.23	0.30	0.9	0.00

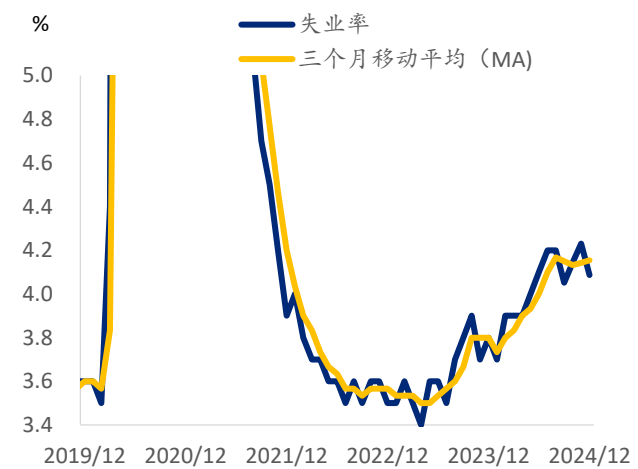
资料来源: CEIC、浦银国际

图表 2: 12 月非农新增就业人数好于预期上升



资料来源: CEIC、浦银国际

图表 3: 失业率 12 月有所下降



资料来源: CEIC、浦银国际

图表 4：近期相关报告列表

日期	报告标题和链接
2024 年 12 月 19 日	美联储 12 月如期降息 25 个基点，但大幅下调明年降息预期
2024 年 12 月 12 日	美国 11 月核心环比通胀率大致稳定，或不影响 12 月降息
2024 年 11 月 25 日	2025 年宏观经济展望：在特朗普 2.0 的不确定性中寻找确定性
2024 年 11 月 14 日	美国 10 月核心环比通胀率如预期微跌
2024 年 11 月 8 日	11 月美联储会议点评：如期降息，短期内货币政策不受大选影响
2024 年 10 月 29 日	月度美国宏观洞察：大选结果揭晓在即，将如何影响美国经济和金融市场？
2024 年 10 月 10 日	美国 9 月核心环比通胀率再超预期，11 月降息幅度或锁定在 25 个基点
2024 年 9 月 26 日	月度美国宏观洞察：后续降息幅度和经济衰退讨论仍悬而未决
2024 年 9 月 19 日	美联储 9 月超预期降息 50 个基点，年内或还有单次 50 个基点降息
2024 年 9 月 12 日	美国 8 月核心环比通胀率略超预期，基本锁定 9 月 25 个基点降息
2024 年 8 月 27 日	月度美国宏观洞察：衰退尚未到来，降息时点已至
2024 年 8 月 24 日	杰克逊霍尔全球央行年会点评：鲍威尔基本确认 9 月降息
2024 年 8 月 23 日	宏观主题研究：哈里斯经济政策愿景渐清晰，对美国影响几何？
2024 年 8 月 15 日	符合市场预期的美国 7 月环比通胀率上升大概率不会影响 9 月降息决议
2024 年 8 月 1 日	月度美国宏观洞察：迎接降息和美国大选
2024 年 8 月 1 日	7 月美联储会议点评：9 月剑指降息
2024 年 7 月 30 日	宏观主题研究：特朗普 2.0 将如何影响美国经济和金融市场？
2024 年 7 月 12 日	美国 6 月通胀数据再次超预期放缓，9 月降息预期获进一步确认
2024 年 6 月 25 日	月度美国宏观洞察：经济向右，美联储向左？
2024 年 6 月 13 日	偏鹰的美联储会议或未计入 5 月通胀数据的超预期放缓
2024 年 5 月 30 日	2024 年中期宏观经济展望：平波缓进，渐入佳境
2024 年 5 月 16 日	4 月美国通胀放缓，或有助于美联储提升降息信心
2024 年 5 月 6 日	月度宏观洞察：探究美联储的降息逻辑变化
2024 年 5 月 2 日	5 月美联储会议点评：何时降息取决于经济数据
2024 年 4 月 11 日	3 月通胀数据和美联储会议纪要点评：降息或被延迟至三季度
2024 年 3 月 26 日	月度宏观洞察：美联储预计的软着陆可以实现吗？
2024 年 3 月 21 日	3 月鸽派美联储会议意味着降息或仍从二季度开启
2024 年 3 月 13 日	美国 2 月通胀维持韧性，对降息决议影响或较为中性
2024 年 3 月 4 日	月度宏观洞察：美国经济软着陆或变成硬着陆？
2024 年 2 月 1 日	月度宏观洞察：政策或是决定经济走势的关键所在
2024 年 2 月 1 日	美联储 1 月会议基本打消 3 月降息预期，首次降息或在 5 月
2024 年 1 月 12 日	美国 12 月通胀继续走强，拉低 3 月开启降息可能性
2024 年 1 月 5 日	月度宏观洞察：静候佳音
2023 年 12 月 14 日	12 月美联储会议体现鸽派转向，降息要来了吗？
2023 年 12 月 13 日	美国 11 月环比通胀率反弹，论降息或言之尚早

资料来源：浦银国际

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),表示及保证其根据下述的条件下有权获得本报告,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。

本报告是由从事证券及期货条例(香港法例第 571 章)中第一类(证券交易)及第四类(就证券提供意见)受规管活动之持牌法国-浦银国际证券有限公司(统称“浦银国际证券”)利用集团信息及其他公开信息编制而成。所有资料均搜集自被认为是可靠的来源,但并不保证数据之准确性、可信性及完整性,亦不会因资料引致的任何损失承担任何责任。报告中的资料来源除非另有说明,否则信息均来自本集团。本报告的内容涉及到保密数据,所以仅供阁下为其自身利益而使用。除了阁下以及受聘向阁下提供咨询意见的人士(其同意将本材料保密并受本免责声明中所述限制约束)之外,本报告分发给任何人均属未经授权的行为。

任何人不得将本报告内任何信息用于其他目的。本报告仅是为提供信息而准备的,不得被解释为是一项关于购买或者出售任何证券或相关金融工具的要约邀请或者要约。阁下不应将本报告内容解释为法律、税务、会计或投资事项的专业意见或为任何推荐,阁下应当就本报告所述的任何交易涉及的法律及相关事项咨询其自己的法律顾问和财务顾问的意见。本报告内的信息及意见乃于文件注明日期作出,日后作修改而不另通知,亦不一定会更新以反映文件日期之后发生的进展。本报告并未包含公司可能要求的所有信息,阁下不应仅仅依据本报告中的信息而作出投资、撤资或其他财务方面的任何决策或行动。除关于历史数据的陈述外,本报告可能包含前瞻性的陈述,牵涉多种风险和不确定性,该等前瞻性陈述可基于一些假设,受限于重大风险和不确定性。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映浦银国际证券的立场。浦银国际控股有限公司及其联属公司、关联公司(统称“浦银国际”)及/或其董事及/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。浦银国际或其任何董事及/或雇员对投资者因使用本报告或依赖其所载信息而引起的一切可能损失,概不承担任何法律责任。

浦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。

美国

浦银国际不是美国注册经纪商和美国金融业监管局(FINRA)的注册会员。浦银国际证券的分析师不具有美国金融监管局(FINRA)分析师的注册资格。因此,浦银国际证券不受美国就有关研究报告准备和分析师独立性规则的约束。

本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法规则 15a-6 定义的“主要机构投资者”,不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人士。接收本报告的美国收件人如想根据本报告中提供的信息进行任何买卖证券交易,都应仅通过美国注册的经纪交易商来进行交易。

英国

本报告并非由英国 2000 年金融服务与市场法(经修订)(「FSMA」)第 21 条所界定之认可人士发布,而本报告亦未经其批准。因此,本报告不会向英国公众人士派发,亦不得向公众人士传递。本报告仅提供给合格投资者(按照金融服务及市场法的涵义),即(i)按照 2000 年金融服务及市场法 2005 年(金融推广)命令(「命令」)第 19(5)条定义在投资方面拥有专业经验之投资专业人士或(ii)属于命令第 49(2)(a)至(d)条范围之高净值实体或(iii)其他可能合法与之沟通的人士(所有该等人士统称为「有关人士」)。不属于有关人士的任何机构和个人不得遵照或倚赖本报告或其任何内容行事。

本报告的版权仅为浦银国际证券所有,未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用,浦银国际证券对任何第三方的该等行为保留追述权利,并且对第三方未经授权行为不承担任何责任。

权益披露

- 1) 浦银国际并没有持有本报告所述公司逾 1%的财务权益。
- 2) 浦银国际跟本报告所述公司在过去 12 个月内并没有任何投资银行业务的关系。
- 3) 浦银国际并没有跟本报告所述公司为其证券进行庄家活动。

评级定义

证券评级定义:

“买入”: 未来 12 个月, 预期个股表现超过同期其所属的行业指数

“持有”: 未来 12 个月, 预期个股表现与同期所属的行业指数持平

“卖出”: 未来 12 个月, 预期个股表现逊于同期其所属的行业指数

行业评级定义 (相对于 MSCI 中国指数):

“超配”: 未来 12 个月优于 MSCI 中国 10%或以上

“标配”: 未来 12 个月优于/劣于 MSCI 中国少于 10%

“低配”: 未来 12 个月劣于 MSCI 中国超过 10%

分析师证明

本报告作者谨此声明: (i) 本报告发表的所有观点均正确地反映作者有关任何及所有提及的证券或发行人的个人观点, 并以独立方式撰写; (ii) 其报酬没有任何部分曾经, 是或将会直接或间接与本报告发表的特定建议或观点有关; (iii) 该等作者没有获得与所提及的证券或发行人相关且可能影响该等建议的内幕信息 / 非公开的价格敏感数据。

本报告作者进一步确定 (i) 他们或其各自的关联人士 (定义见证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则) 没有在本报告发行日期之前的 30 个历日内曾买卖或交易过本报告所提述的股票, 或在本报告发布后 3 个工作日 (定义见《证券及期货条例》(香港法例第 571 章)) 内将买卖或交易本文所提述的股票; (ii) 他们或其各自的关联人士并非本报告提述的任何公司的雇员; 及 (iii) 他们或其各自的关联人士没有拥有本报告提述的证券的任何金融利益。

浦银国际证券机构销售团队

杨增希

essie_yang@spdbi.com

852-2808 6469

浦银国际证券财富管理团队

王玥

emily_wang@spdbi.com

852-2808 6468

浦银国际证券有限公司

SPDB International Securities Limited

网站: www.spdbi.com

地址: 香港轩尼诗道 1 号浦发银行大厦 33 楼

