

2025 年 01 月 16 日

宏观研究团队

核心通胀边际下降，但联储或将暂停降息

——美国 12 月 CPI 点评

何宁（分析师）

hening@kysec.cn

证书编号：S0790522110002

潘伟桢（分析师）

panweizhen@kysec.cn

证书编号：S0790524040006

事件：美国公布 2024 年 12 月通胀数据。其中 CPI 同比上升 2.9%，环比上升 0.4%，符合预期；核心 CPI 同比上升 3.2%，环比上升 0.2%，不及市场预期。

● 通胀水平再度回升，但核心通胀边际走软

1. 总体通胀再度反弹，核心通胀略有走软。美国 12 月 CPI 同比上升 2.9%，环比上升 0.4%；核心 CPI 同比上涨 3.2%，环比上升 0.2%。总的看，在经历了 4-9 月份的通胀连续下行后，美国通胀连续 3 个月反弹，但核心通胀终于出现了边际降温。后续随着低基数效应逐渐消失，美国通胀或将重新回到下行通道。但考虑到美联储目前已降息 100bp，且特朗普就职后的政策不确定性较高，后续通胀的不确定性在提升，去通胀的形势并不容乐观。

2. 能源通胀降幅收窄，核心商品通胀降幅略有收窄。具体而言，12 月能源项同比下降 0.5%，降幅较 11 月份收窄 2.7 个百分点；12 月份食品项同比上升 2.5%，较 11 月份上升 0.1 个百分点；核心 CPI 方面，12 月核心 CPI 同比上升 3.2%，环比上升 0.2%。同比与环比增速均较 11 月下降 0.1 个百分点。核心商品同比增速较 11 月提升约 0.05 个百分点至-0.53%；核心服务同比上升 4.4%，较 11 月份下降约 0.15 个百分点。

3. 通胀持续反弹或将告一段落，但核心通胀或仍坚挺。总的看，12 月 CPI 数据显示美国通胀水平再度回升，但总体符合市场预期。而核心通胀边际下降，且略不及市场预期，显示去通胀进程仍在持续。从美联储关注的超级核心服务通胀（去掉住房的核心服务）来看，12 月份同比、环比增速分别较 11 月份下降 0.2 个百分点、0.13 个百分点。往后看，随着基数逐渐抬升，我们认为**总体通胀水平反弹或将告一段落，但核心通胀的表现或相对坚挺。但也不宜高估去通胀的进度。事实上，当前美国通胀仍较顽固，只是大幅反弹风险较小。**

● 美联储或将暂停降息，表态或仍偏谨慎

12 月核心通胀不及市场预期，是否意味着美国通胀将会连续回落，从而打开美联储后续降息空间？

1. 12 月通胀数据的波动对美联储当下决策的影响并不大，其在后续 FOMC 会议上或仍选择暂停降息。一则虽然 12 月核心 CPI 数据不及预期，但如果更仔细来看，12 月核心 CPI 同比增速为 3.238%，距离市场预期相差并不是很远，且整体仍然保持坚挺，在劳动力市场表现较好的背景下，核心通胀的快速降温可能性较小；二则总体通胀仍在反弹，其中油价与粮食价格近期均在上升，且后续向上的支撑因素并不少。在已经降息 100bp 的背景下，美联储正在逐渐接近中性利率水平，因此暂停降息以观察经济以及通胀的走势，是一个较好的选择。

2. 1 月 20 日特朗普就职后，其政策顺序及力度如何，是后续影响美国经济以及通胀走势的关键要素。如我们在前期报告中所指出，若特朗普驱逐移民、关税等政策超预期，且对调停俄乌冲突、增加石油供给等政策不及预期，则美国通胀在 2025 年上半年上行压力不小，各项不确定因素正在积累，届时美联储或将面临较大挑战。事实上，我们观察到近期密歇根大学 1 年期与 5 年期的通胀预期均有一定幅度上行，若居民通胀预期发生失锚，美联储届时要讨论的可能是加息。

基准情形下，我们认为美联储 2025 年或有 1-2 次降息，节奏上先慢后快，且很可能不及预期，后续需关注特朗普各项政策的实施顺序、力度与影响。

● 风险提示：国际局势紧张引发通胀超预期，美国经济超预期衰退。

相关研究报告

《不平淡的金融数据收官—12 月金融数据点评》-2025.1.15

《外需韧性与“抢出口”效应同在—宏观经济点评》-2025.1.13

《“两新”政策将加力扩围—宏观周报》-2025.1.12

目 录

1、通胀水平再度回升，但核心通胀边际走软.....	3
1.1、总体通胀再度反弹，核心通胀略有走软.....	3
1.2、能源通胀降幅收窄，核心商品通胀降幅略有收窄.....	4
1.3、通胀持续反弹或将告一段落，但核心通胀或仍坚挺.....	5
2、美联储或将暂停降息，表态或仍偏谨慎.....	7
3、风险提示.....	8

图表目录

图 1：美国 12 月 CPI 同比增速继续回升.....	4
图 2：12 月核心通胀环比增速较 11 月边际下降.....	4
图 3：12 月能源通胀同比降幅继续收窄.....	4
图 4：食品通胀边际走强.....	4
图 5：12 月核心商品 CPI 同比增速仍然为负.....	5
图 6：12 月核心服务 CPI 同比增速边际下降.....	5
图 7：12 月核心商品与核心服务通胀环比增速走势略有分化.....	5
图 8：美国汽油零售价格近期略有上涨.....	6
图 9：粮食期货价格近期略有收涨.....	6
图 10：美国二手车价格或将边际下行.....	6
图 11：美国房租通胀边际下降.....	6
图 12：12 月美国非房核心服务通胀同比增速、环比增速均下行.....	7
图 13：密歇根大学居民通胀预期有一定提升.....	8
表 1：美国 12 月 CPI 部分重要分项同比、环比及贡献分解（%）.....	3

事件：美国公布 2024 年 12 月最新通胀数据。其中 CPI 同比上升 2.9%，环比上升 0.4%，符合预期；核心 CPI 同比上升 3.2%，环比上升 0.2%，不及市场预期。

1、通胀水平再度回升，但核心通胀边际走软

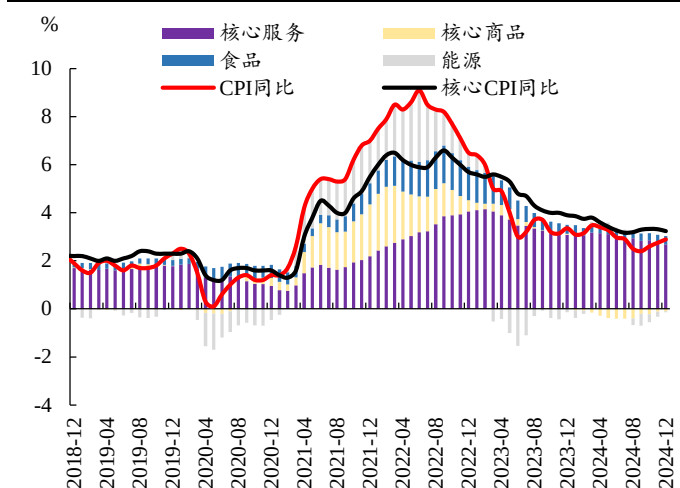
1.1、总体通胀再度反弹，核心通胀略有走软

美国 12 月 CPI 同比上升 2.9%，增速较 11 月上升 0.2 个百分点；环比上升 0.4%，环比增速较 11 月上升 0.1 个百分点。核心 CPI 同比上涨 3.2%，环比上升 0.2%，同比与环比增速均较 11 月下降 0.1 个百分点。总的看，在经历了 4-9 月份的通胀连续下行后，美国通胀连续 3 个月反弹，但核心通胀终于出现了边际降温。后续随着低基数效应逐渐消失，美国通胀或将重新回到下行通道，核心通胀亦有一定可能会出现边际改善。但考虑到美联储目前已降息 100bp，且特朗普就职后的政策不确定性较高，后续通胀的不确定性在提升，去通胀的形势并不容乐观。

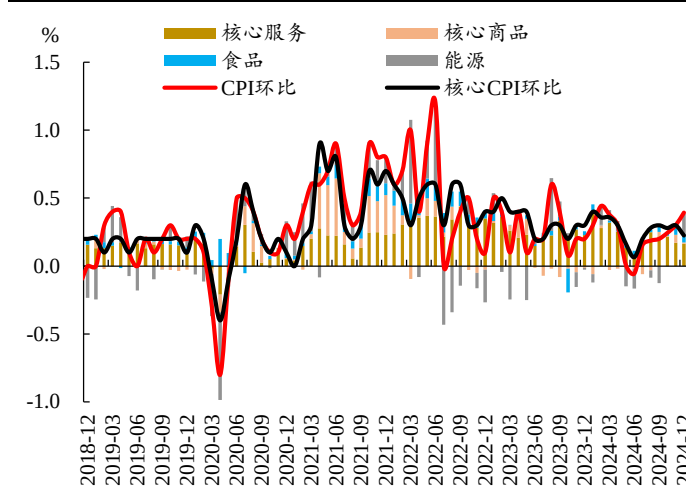
表1：美国 12 月 CPI 部分重要分项同比、环比及贡献分解（%）

权重	分项	同比贡献分解		同比增速		环比贡献分解		环比增速	
		2024-12	2024-12	2024-11	2024-10	2024-12	2024-12	2024-11	2024-10
100	全部	2.9	2.9	2.7	2.6	0.4	0.4	0.3	0.2
13.426	食品	0.34	2.5	2.4	2.1	0.04	0.3	0.4	0.2
8.047	居家食品	0.15	1.8	1.6	1.1	0.03	0.3	0.5	0.1
5.378	外带食品	0.20	3.6	3.6	3.8	0.02	0.3	0.3	0.2
6.803	能源	-0.04	-0.5	-3.2	-4.9	0.02	2.6	0.2	0
3.679	能源商品	-0.14	-3.9	-8.5	-12.4	0.01	4.3	0.5	-1
3.124	能源服务	0.10	3.3	2.8	4	0.02	0.8	-0.1	1
18.444	核心商品	-0.10	-0.5	-0.6	-1	0.01	0.1	0.3	0
3.41	家居	0.00	-0.9	-1	-2.2	-0.01	-0.2	0.7	0
2.562	服装	0.03	1.2	1.1	0.3	0.00	0.1	0.2	-1.5
3.575	新车	-0.02	-0.4	-0.7	-1.3	0.02	0.5	0.6	0
1.874	二手车	-0.07	-3.3	-3.4	-3.4	0.02	1.2	2	2.7
1.473	医疗保健	0.01	0.5	0.4	1	0.00	0	-0.1	-0.2
0.842	含酒精饮料	0.01	1.4	1.8	1.6	0.00	-0.3	0.1	0.4
1.365	其它商品	0.04	2.7	2.6	2.4	-0.01	-0.4	0.2	0.4
61.327	核心服务	2.69	4.4	4.6	4.8	0.16	0.3	0.3	0.3
7.686	主要居所租金	0.33	4.3	4.4	4.6	0.02	0.3	0.2	0.3
26.937	业主等价租金	1.29	4.8	4.9	5.2	0.09	0.3	0.2	0.4
6.481	医疗服务	0.22	3.4	3.7	3.8	0.01	0.2	0.4	0.4
6.46	交通运输服务	0.46	2.7	3.5	2.8	0.03	0.4	0.7	0.7
3.233	休闲服务	0.09	7.3	7.1	8.2	0.01	0.5	0	0.4
5.003	教育与通讯服务	0.09	1.8	1.8	2.1	0.01	0.2	-0.2	-0.2

数据来源：Bloomberg、开源证券研究所

图1：美国 12 月 CPI 同比增速继续回升


数据来源：Bloomberg、开源证券研究所

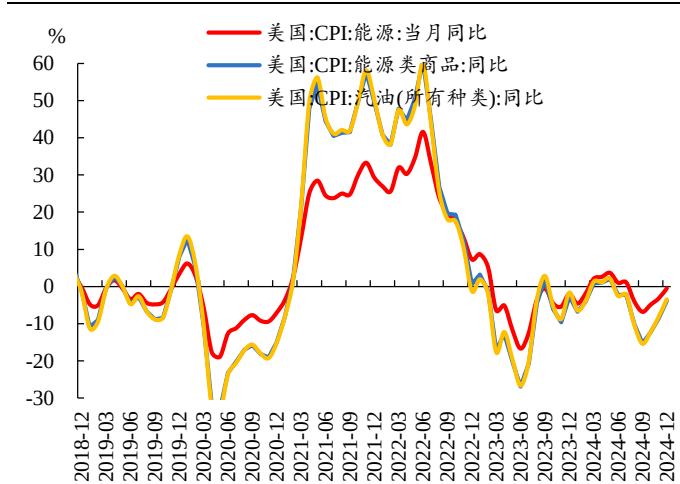
图2：12 月核心通胀环比增速较 11 月边际下降


数据来源：Bloomberg、开源证券研究所

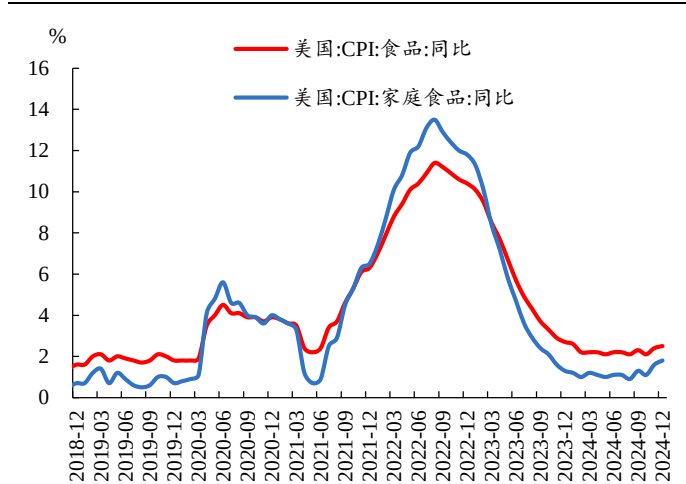
1.2、能源通胀降幅收窄，核心商品通胀降幅略有收窄

（1）能源方面，12 月能源项同比下降 0.5%，降幅较 11 月份收窄 2.7 个百分点；环比增速较 11 月提升 2.4 个百分点至 2.6%。其中汽油项同比下降 3.4%，降幅较 11 月份收窄 4.7 个百分点；燃油项同比下降 13.1%，降幅较 11 月份收窄 6.4 个百分点。12 月能源通胀降幅有一定收窄，我们认为主要是 2023 年 12 月美国汽油价格价格下跌导致的基数效应较低有关。事实上，12 月底美国汽油价格从 12 月初的 2.95 美元/加仑下降至 2.91 美元/加仑，整体下降约 0.75%。

（2）食品方面，12 月份食品项同比上升 2.5%、环比上升 0.3%，分别较 11 月份上升 0.1 个百分点、下降 0.1 个百分点。其中家庭食品（Food at home）同比上升 1.8%，增速较 11 月份提升 0.2 个百分点。食品项的同比增速出现走强，或与 12 月玉米、大豆等粮食期货价格上涨有关。

图3：12 月能源通胀同比降幅继续收窄


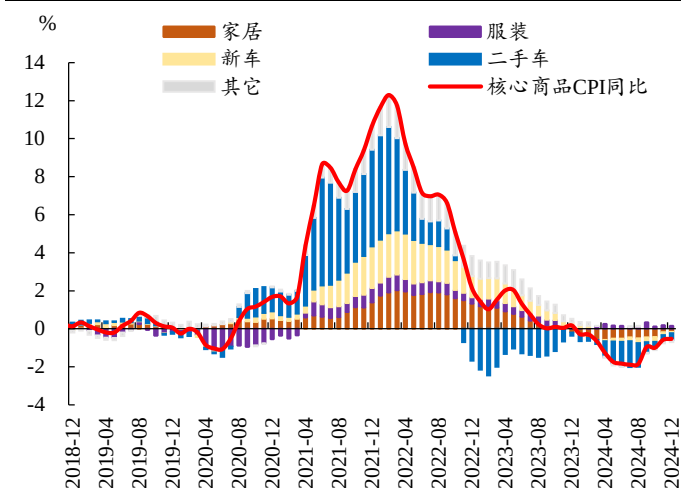
数据来源：Wind、开源证券研究所

图4：食品通胀边际走强


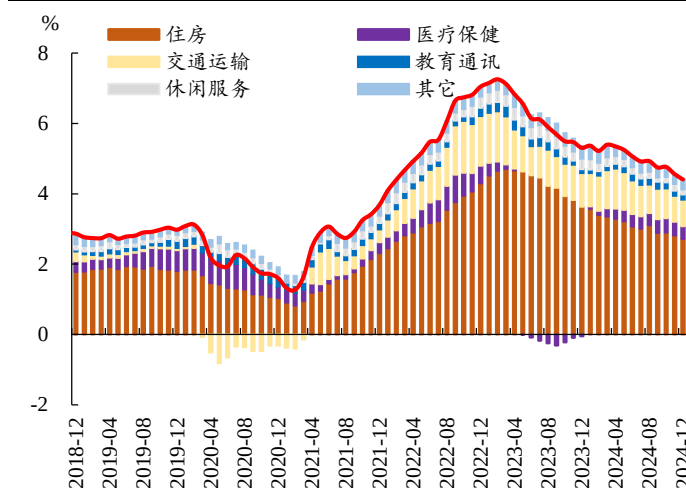
数据来源：Wind、开源证券研究所

（3）核心 CPI 方面，12 月核心 CPI 同比上升 3.2%，环比上升 0.2%。同比与环比增速均较 11 月下降 0.1 个百分点。分项来看，核心商品同比增速较 11 月提升约 0.05 个百分点至 -0.53%；环比增速较 11 月份下降 0.2 个百分点至 0.1%；其中二手车项环比上升 1.2%，较 11 月份下降 0.8 个百分点，与曼海姆二手车价格指数领

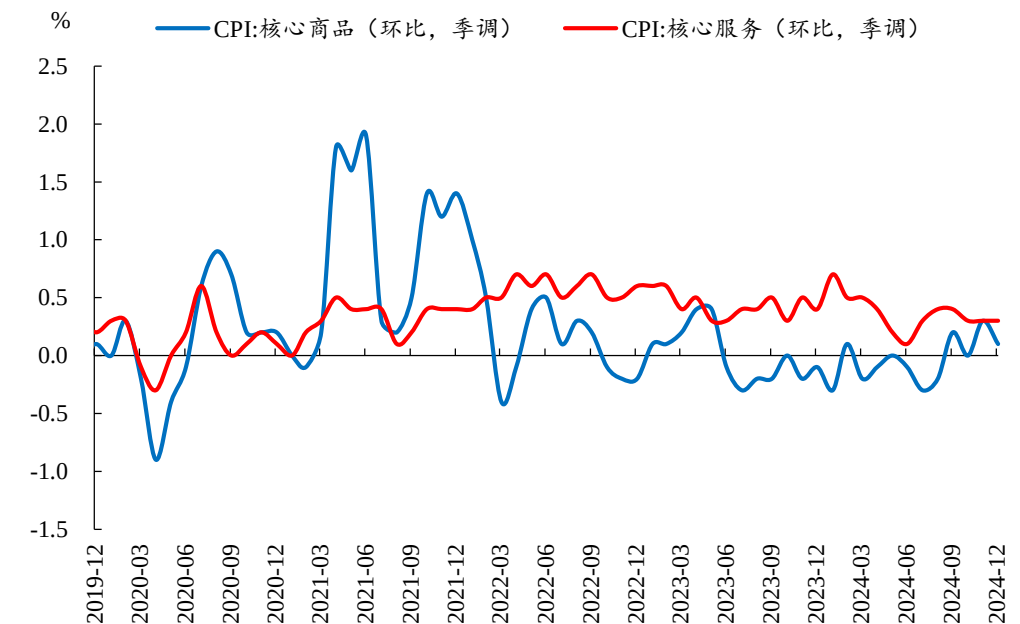
先 2 个月走势略有不同，对核心商品通胀下降的贡献度边际下降；新车方面，环比提升 0.5%，较 11 月下降 0.1 个百分点。核心服务同比上升 4.4%，较 11 月份下降约 0.15 个百分点。其中住房项同比上升 4.6%，环比上升 0.3%，分别较 11 月下降 0.1 个百分点、不变，是 12 月核心服务边际下降的重要因素。交通运输服务环比增速较 11 月份上升 0.5 百分点。总的看，12 月核心 CPI 同比增速较 11 月边际下滑，且环比增速亦出现下降，有助于缓解联储以及市场的压力。

图5：12月核心商品CPI同比增速仍然为负


数据来源：Bloomberg、开源证券研究所

图6：12月核心服务CPI同比增速边际下降


数据来源：Bloomberg、开源证券研究所

图7：12月核心商品与核心服务通胀环比增速走势略有分化


数据来源：Wind、开源证券研究所

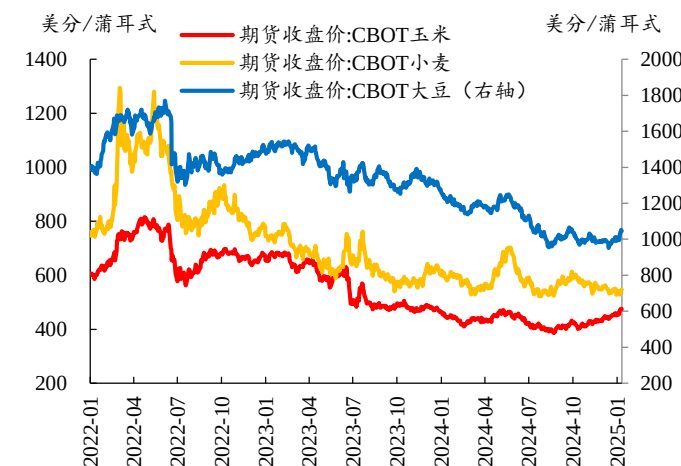
1.3、通胀持续反弹或将告一段落，但核心通胀或仍坚挺

（1）能源与粮食项短期内对通胀形成拖累。能源方面，截至1月13日，美国汽油价格为2.95美元/加仑，较2024年12月底汽油价格上升约1.24%。近期由于拜登政府加强对俄罗斯石油行业的制裁，带动全球油价上涨较多。但随着特朗普就职，其可能加大石油开采供给的预期或将发酵，从而限制油价的进一步上升。食品方面，

近期玉米、大豆期货价格走势有一定涨幅，叠加寒冷天气可能会对美国、俄罗斯小麦生产有负面影响，因此美国粮食期货价格或难继续下降。总的看，粮食等价格有一定的上行压力，原油价格或保持较高位震荡。但由于 2024 年初美国汽油价格上涨较多，在基数效应下，短期内能源与食品项或对整体通胀贡献度形成拖累。

图8：美国汽油零售价格近期略有上涨

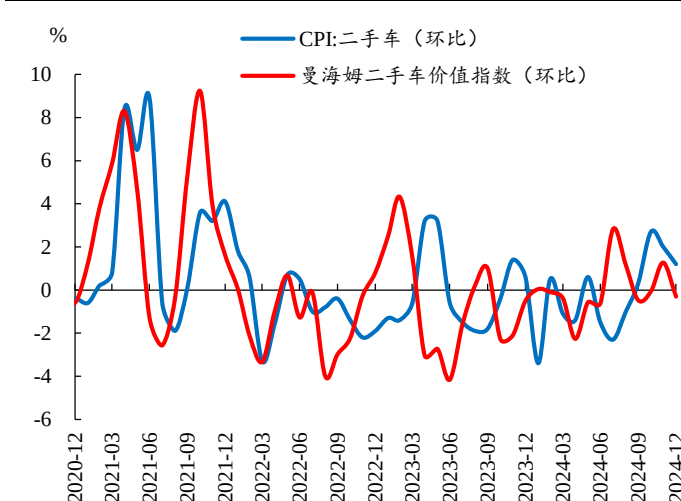

数据来源：Wind、开源证券研究所

图9：粮食期货价格近期略有收涨


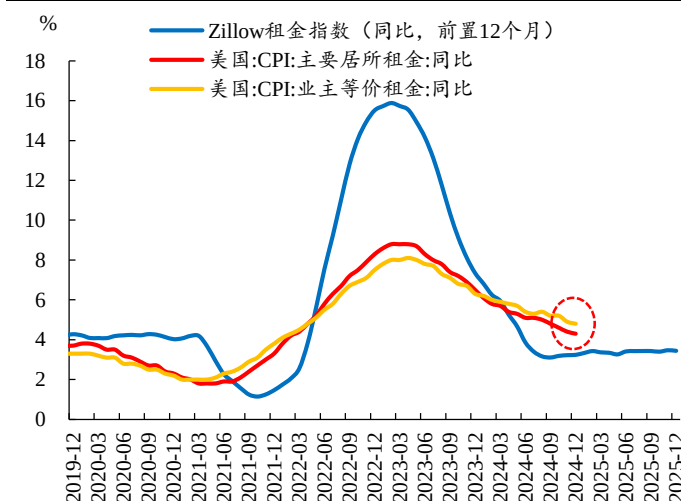
数据来源：Wind、开源证券研究所

(2) 核心通胀或仍保持坚挺。核心商品方面，美国曼海姆二手车价值指数（Manheim Used Vehicle Value Index）12月环比下降0.31%，增速由正转负，短期内二手车通胀或有一定下行压力；新车方面，供应链目前仍较畅通，预计环比增速保持低位；核心服务方面，住房通胀是12月核心服务通胀边际下行的关键，从Zillow房租指数同比增速来看，房租通胀在12月后可能边际上行。往后看，虽然核心商品去通胀有望延续，但核心服务通胀压力较大，后续核心通胀或持续坚挺。

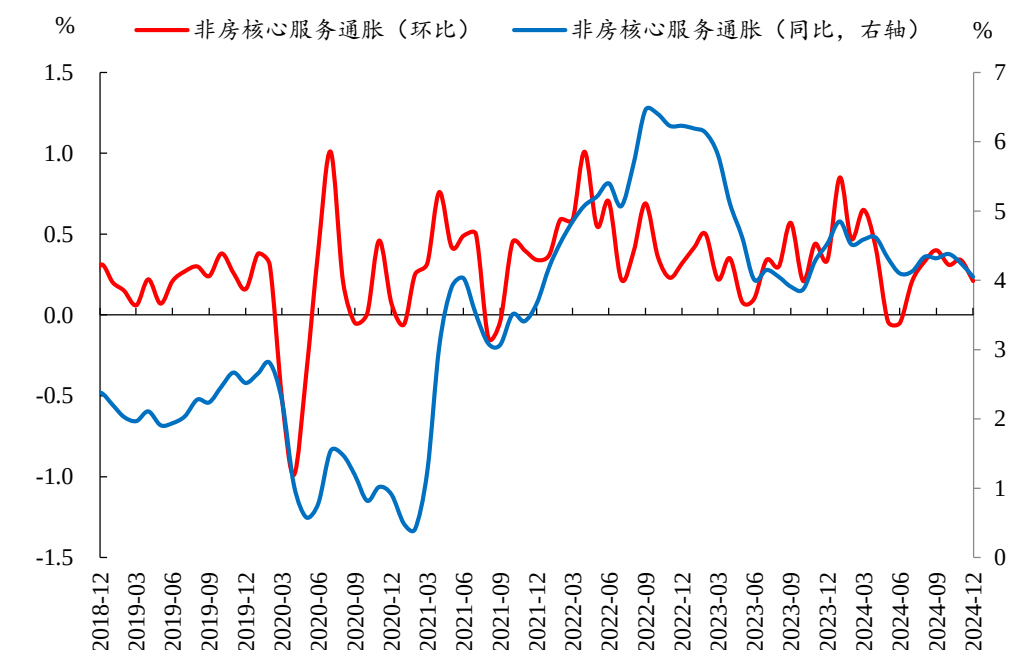
(3) 总的看，12月CPI数据显示美国通胀水平再度回升，但总体符合市场预期。而核心通胀边际下降，且略不及市场预期，显示去通胀进程仍在持续。从美联储关注的**超级核心服务通胀**（去掉住房的核心服务）来看，12月份同比、环比增速分别较11月份下降0.2个百分点、0.13个百分点。往后看，随着基数逐渐抬升，我们认为总体通胀水平反弹或将告一段落，但核心通胀的表现或相对坚挺。但也不宜高估去通胀的进度。事实上，当前美国通胀仍较顽固，只是大幅反弹风险较小。

图10：美国二手车价格或将边际下行


数据来源：Wind、开源证券研究所

图11：美国房租通胀边际下降


数据来源：Bloomberg、开源证券研究所

图12：12月美国非房核心服务通胀同比增速、环比增速均下行


数据来源：Bloomberg、开源证券研究所

2、美联储或将暂停降息，表态或仍偏谨慎

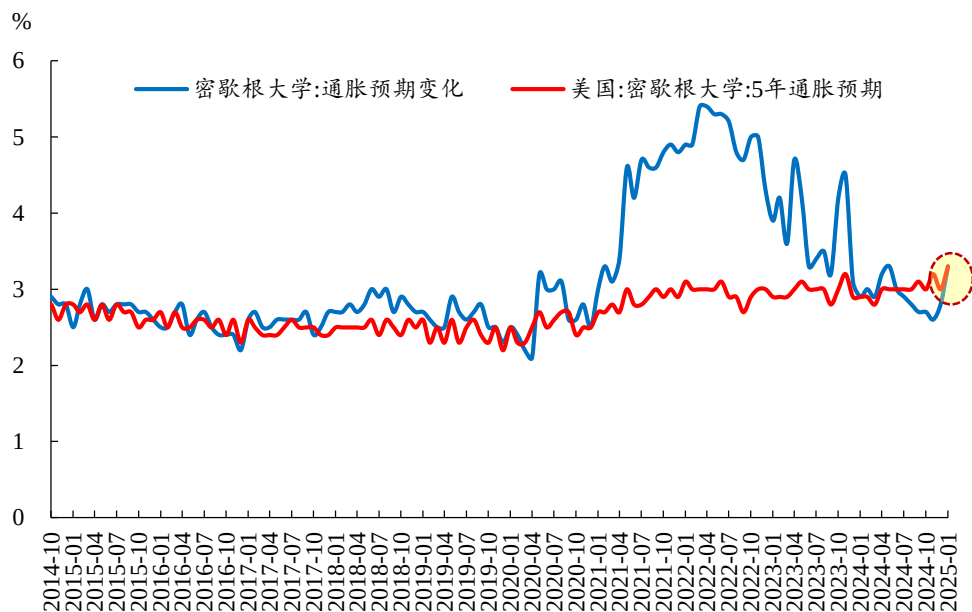
如何理解12月通胀数据对美联储后续降息节奏及各类资产的影响？

12月通胀数据再度反弹，且核心通胀相对坚挺，符合我们前期的判断。事实上，市场对此也有一定预期，近期美债收益率连续反弹，或便是对这一情形的定价。但12月核心通胀不及市场预期，是否意味着美国通胀将会连续回落，从而打开美联储降息空间？

我们认为，12月通胀数据的波动对美联储当下决策的影响并不大，其在后续FOMC会议上或仍选择暂停降息。一则虽然12月核心CPI数据不及预期，但如果更仔细来看，12月核心CPI同比增速为3.238%，距离市场预期相差并不是很远，且整体仍然保持坚挺，在劳动力市场表现较好的背景下，核心通胀的快速降温可能性较小；（《非农就业强劲或将推迟市场降息预期——美国12月非农就业数据点评》）二则总体通胀仍在反弹，其中油价与粮食价格近期均在上升，且后续向上的支撑因素并不少。在已经降息100bp的背景下，美联储正在逐渐接近中性利率水平，因此暂停降息以观察经济以及通胀的走势，是一个较好的选择。

此外，1月20日特朗普就职后，其政策顺序及力度如何，是后续影响美国经济以及通胀走势的关键要素。如我们在前期报告中所指出，若特朗普驱逐移民、关税等政策超预期，且对调停俄乌冲突、增加石油供给等政策不及预期，则美国通胀在2025年上半年上行压力不小，各项不确定因素正在积累，届时美联储或将面临较大挑战。（《从1.0到2.0：特朗普施政路径及影响的不变与变》）事实上，我们观察到近期密歇根大学1年期与5年期的通胀预期均有一定幅度上行，若居民通胀预期发生失锚，美联储届时要讨论的可能是加息。

基准情形下，我们认为美联储2025年或有1-2次降息，节奏上先慢后快，且很可能不及预期，后续需关注特朗普各项政策的实施顺序、力度与影响。

图13：密歇根大学居民通胀预期有一定提升


数据来源：Wind、开源证券研究所

3、风险提示

国际局势紧张引发通胀超预期，美国经济超预期衰退。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年12月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼3层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn