

宏观周报 20250112

美国 12 月 CPI 料升至短期高点，强美元行情 1 月难见拐点

2025 年 01 月 12 日

证券分析师 芦哲

执业证书：S0600524110003

luzhe@dwzq.com.cn

证券分析师 张佳炜

执业证书：S0600524120013

zhangjw@dwzq.com.cn

研究助理 韦伟

执业证书：S0600124120012

weiy@dwzq.com.cn

研究助理 王茁

执业证书：S0600124120013

wangzhuo@dwzq.com.cn

■ **核心观点：**强劲就业市场、服务业 PMI、消费者通胀预期等数据让市场继续上修美国增长与通胀的前景，导致降息预期延后，叠加长端美债拍卖结果疲软，期限溢价飙升，共同推动 10 年美债利率向上试探 4.8%。下周公布的 12 月美国 CPI 料在低基数、高黏性的影响下继续回升至 +2.9%，1 月 29 日的 FOMC 会议美联储降息希望渺茫，强经济→紧货币→强美元的交易叙事贯穿 1 月。美元转弱或待 2 月公布 1 月非农时开启。

■ **大类资产：**强经济→紧货币→高利率→强美元→美股估值冲击。受经济与通胀基本面走强影响，本周（1 月 6 日至 10 日）10 年美债利率一度触及 4.79%，全周升 16bps 至 4.759%，2 年美债利率升 10bps 至 4.379%，同时美元指数上至 109.8 的新高。归因上，本周 10 年美债利率 16bps 的上行中，2 年美债、期限利差分别贡献 10bps、6bps，TIPS、BEI 分别贡献 6bps、10bps。从基本面上看，近期超预期的非农、职位空缺、PMI 等数据强化了增长预期，超预期的消费者通胀预期则强化了通胀预期，抬升政策利率预期曲线，导致短债上行。从风险面看，1 月 20 日特朗普上台后，其减税、关税、移民政策料给美国通胀带来更大的不确定性与上行风险，导致通胀风险溢价走高。这也导致本周 10、30 年期美债拍卖需求疲软。美债利率的快速飙升重创全球股市估值，标普 500、纳斯达克指数全周分别下跌 -1.94%、-2.34%，利率高企对美股估值的利空已覆盖强劲非农就业对美股分子端的利多，市场交易呈现出向“好消息是坏消息”转变，即交易**增长强劲→货币紧缩→金融条件收紧→资产价格下跌**，标普 500 与美债收益率相关性再度转至负区间，与 2023 年 8-10 月大类资产的表现十分相近，需关注后续的修正风险。

■ **下周关注：12 月 CPI 同比料延续回升至 +2.9%。**北京时间 1 月 15 日 21:30，BLS 将公布 12 月美国 CPI。当前美联储模型、分析师、交易员均预测 12 月美国 CPI 同比在低基数影响下延续反弹，核心同比持平前值。①模型：美联储模型 *Inflation Nowcasting* 预测美国 12 月 CPI 环比/核心环比 +0.38%/+0.27%，同比/核心同比 +2.86%/+3.28%。②分析师：彭博最新调查问卷显示，分析师一致预期 12 月美国 CPI 环比/核心环比 +0.3%/+0.2%，前值 +0.3%/+0.3%，同比/核心同比 +2.9%/+3.3%，前值 +2.7%/+3.3%。③交易员：通胀掉期隐含美国 12 月 CPI 同比 +2.92%、环比 +0.42%；Kalshi 网站隐含美国 12 月 CPI 同比/核心同比 +2.9%/+3.3%、环比/核心环比 +0.4%/+0.3%。**12 月核心 CPI 结构的关注重点：**①二手车分项增速能否回落，带动核心商品环比再度转跌。9-10 月核心商品环比转正，结束了此前连续 6 个月的通缩，而 11 月核心商品环比再度抬升，其中二手车 11 月环比 +1.99%，依旧保持高位。而从先行指标看，领先二手车通胀 2-3 个月的 Manheim 二手车环比依旧为负，关注二手车是否在 12 月再度重回通缩，拖累核心商品 CPI。②住房折算 OER 分项环比增速回落能否持续。11 月居住通胀环比降温，其中自住房折算 OER 分项环比由 +0.4% 大幅降至 +0.23%，其主要受到纽约 OER 环比因数据收集问题而意外大幅下跌（0.67%→0.28%）的影响，其持续性有待观察。若居住通胀在 12 月延续回落，则将进一步缓解居住通胀带核心通胀黏性带来的压力。③薪资通胀与核心服务通胀黏性的相关性。11 月超级核心通胀环比由 +0.31% 升至 +0.34%，而剔除酒店住宿的非居住核心服务通胀环比由 +0.30% 降至 +0.19%，环比连续 2 个月回落。12 月非农数据显示时薪环比由 +0.4% 降至 +0.3%，关注其能否带动 12 月非居住核心服务通胀延续降温，缓解通胀黏性压力。

■ **海外经济：美国经济延续强劲。**本周公布的美国 ISM 服务业 PMI、一揽子就业数据整体好于预期，其中 12 月非农就业大超预期强劲，令降息预期大幅延后。景气指数方面，12 月 ISM 美国服务业 PMI 录得 54.1，预期 53.5，前值 52.1。其中，支付价格指数由 58.2 飙升至 64.4，预期

相关研究

《强非农后，紧货币与强美元还能持续多久？》

2025-01-11

《两融余额企稳，小微盘指数下跌幅度大于大盘指数》

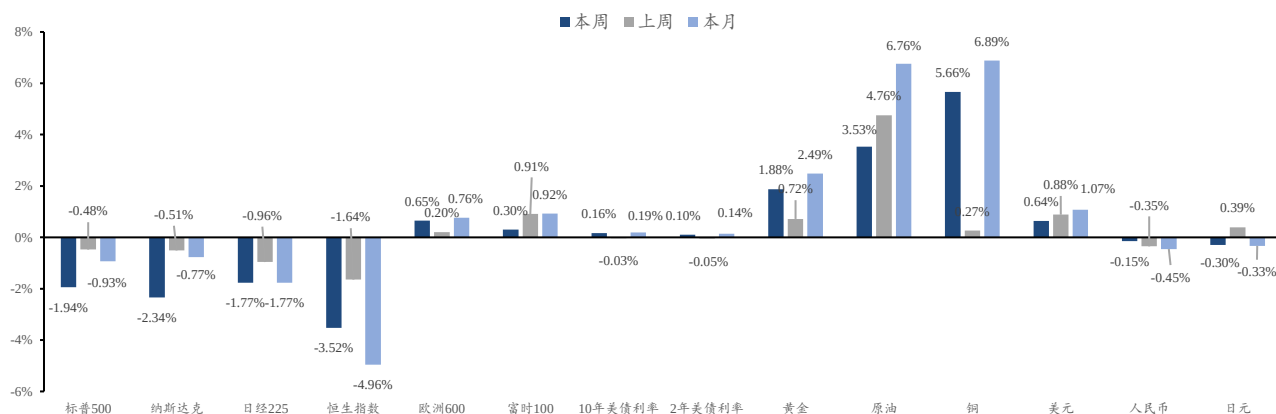
2025-01-11

57.5；新订单指数 54.2，前值 53.7。**就业方面**，11 月美国职位空缺数录得 809.8 万，高于预期的 774 万，前值由 774.4 万上修至 783.9 万。12 月美国 ADP 私营部门就业+12.2 万人，预期+14 万，前值+14.6 万。12 月新增非农就业+25.6 万，预期+16.5 万，前两个月新增非农合计仅下修 0.8 万；失业率从 4.2%意外回落至 4.1%，且从数据细分结构上很难看到明显的的数据瑕疵。我们认为，100bps 降息的后劲儿与企业抢出口共同推动了 12 月美国劳务市场的意外走强（详见报告《强非农后，紧货币与强美元还能持续多久？》）。在好于预期的 ISM 服务业 PMI、进出口和零售贸易数据发布后，亚特兰大联储 GDPNow 模型对 24Q4 美国 GDP 环比年率预测值由上周的+2.45%上调至最新的+2.73%，在周五非农数据发布后，纽约联储 Nowcast 模型将预测值大幅上调至+2.36%。

- **海外流动性：美元流动性边际缓和，英债市场巨震。****数量指标方面**，截至最新 1 月 10 日，纽约联储接收逆回购规模 1788 亿美元，较上周大幅下降；截至 1 月 8 日，银行准备金规模录得 3.33 万亿美元，较上周的低位回升。**价格指标方面**，截至 1 月 10 日，SOFR 与 o/n RRP 利差录得 0.05%，显示 12 月末货币市场的季节性紧张状况显著改善。**金融条件方面**，受美债利率和美元持续上行、美股下跌影响，最新彭博金融条件指数录得 0.623，较上周再度收紧。**海外流动性方面**，出于对财政预算案有关增加税收和财政赤字的担忧，叠加近期英国财政部公布的 3000 亿英镑超预期国债发行计划，对财政可持续性和政府债务的担忧、以及近期通胀居高不下的压力在本周引爆英国国债市场，10 年期英国国债利率飙升至 4.84%，30 年期国债利率上破 5.4%，均超过 2022 年 10 月英国养老金危机时期水平。同时，英镑汇率、英国股市大跌，英国市场遭遇股债汇三杀。在全球范围内政府债务问题频发、美国政府债务上限豁免期即将于 1 月中旬再度面临到期的背景下，因发债可持续性带来的流动性冲击或在未来更频繁地出现，推动长期国债利率居高难下。

- **风险提示：**美联储降息幅度过大引发通胀反弹甚至失控；美联储维持高利率水平时间过长，引发金融系统流动性危机；通胀下行速率不及预期。

图1: 全球大类资产回报率一览



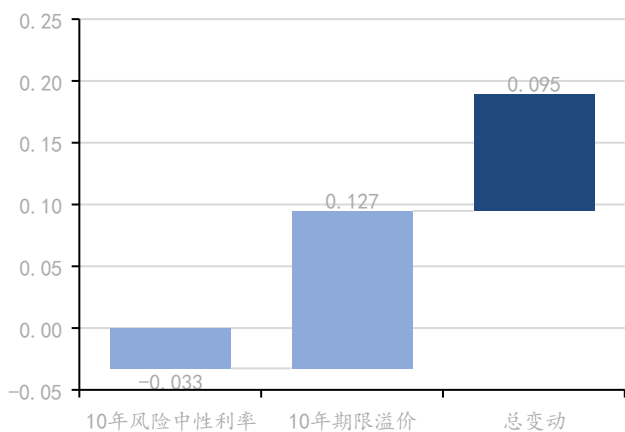
数据来源：彭博、东吴证券研究所；美债利率为绝对值变化，其他为百分比变化幅度

图2: 10年、2年美债利率与利差



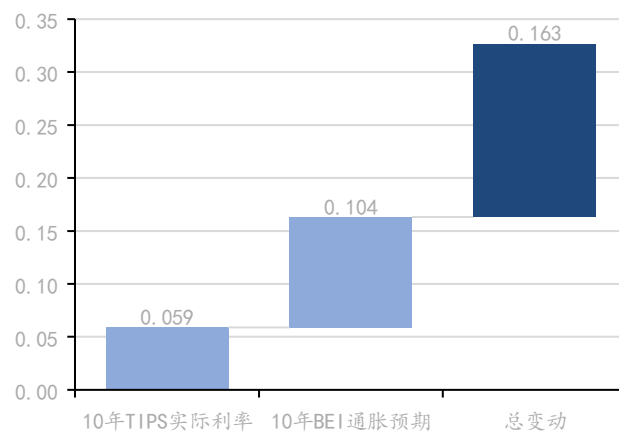
数据来源：彭博、东吴证券研究所；横轴单位为年份后两位，下同；纵轴单位%

图3: 10年美债利率周度变动及贡献度拆分（风险中性利率与期限溢价视角）



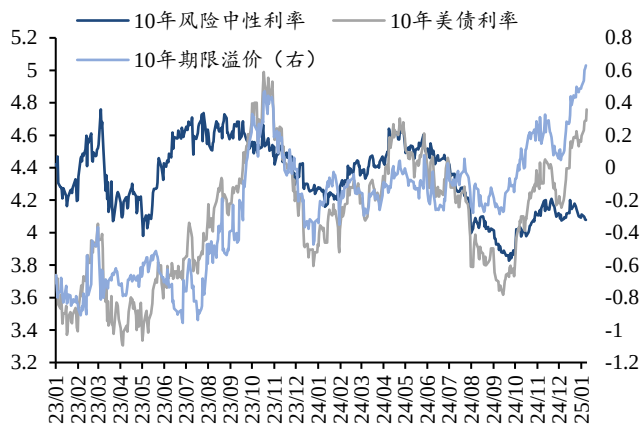
数据来源：彭博、东吴证券研究所；单位%

图4: 10年美债利率周度变动及贡献度拆分（实际利率与通胀预期视角）



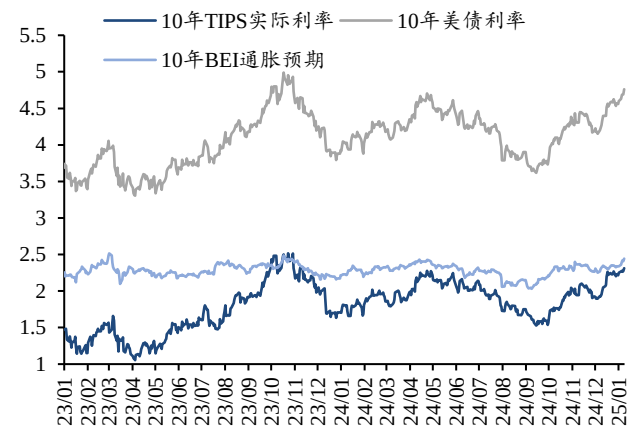
数据来源：彭博、东吴证券研究所；单位%

图5: 10 年美债利率、风险中性利率与期限溢价



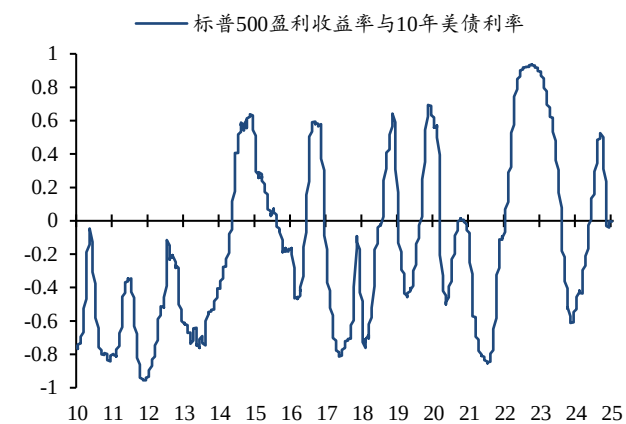
数据来源：彭博、东吴证券研究所；单位%

图6: 10 年美债利率、实际利率与通胀预期



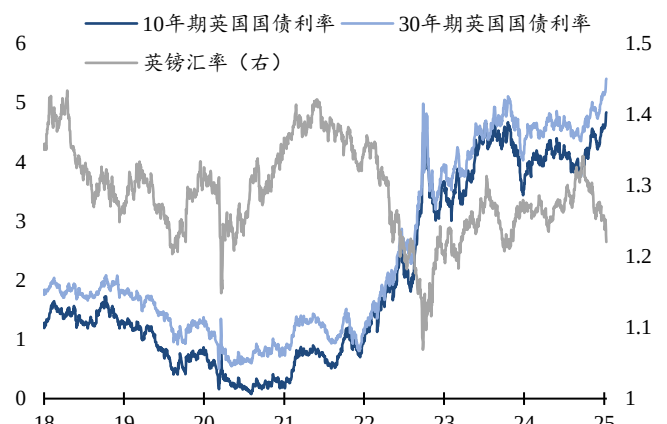
数据来源：彭博、东吴证券研究所；单位%

图7: 标普 500 指数盈利收益率与 10 年美债利率滚动 52 周相关性



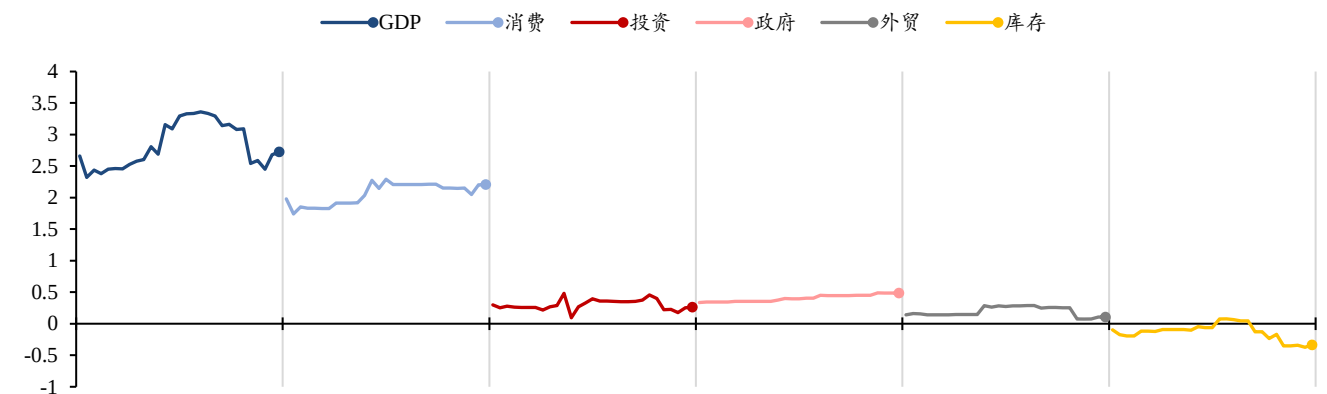
数据来源：彭博、东吴证券研究所

图8: 英国国债利率与英镑兑美元汇率



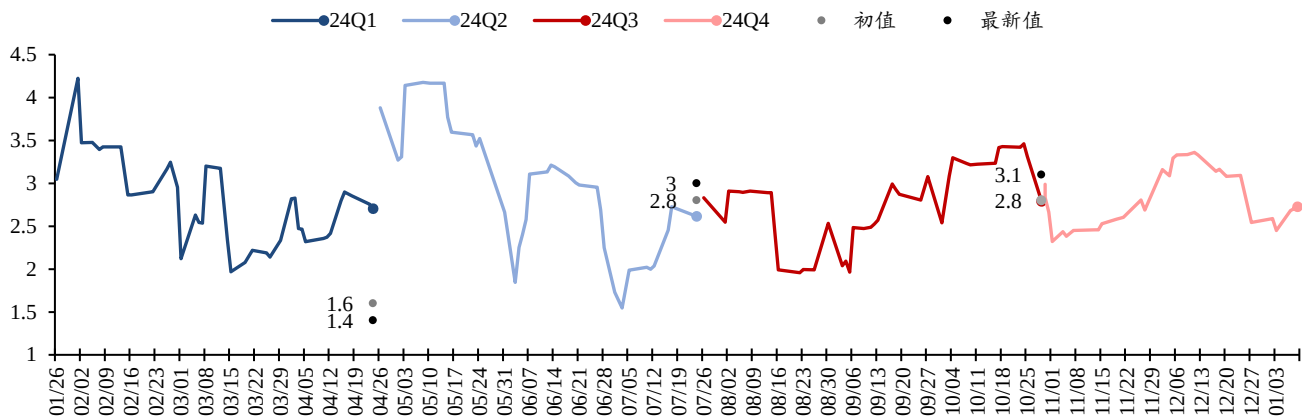
数据来源：彭博、东吴证券研究所；左轴单位%

图9: 亚特兰大联储 GDPNow 模型对 24Q4 美国 GDP 及各分项贡献度实时预测



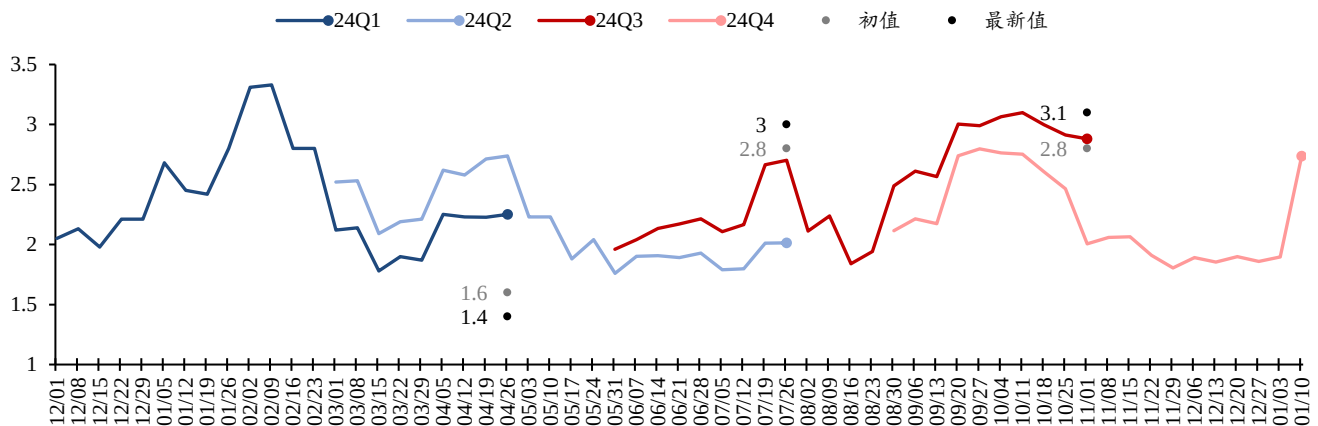
数据来源：美联储、东吴证券研究所；横轴为预测时间，最新为1月10日，纵轴单位%，季调环比年率

图10: 亚特兰大联储 GDPNow 模型对最近四个季度美国 GDP 实时预测值 vs 实际值



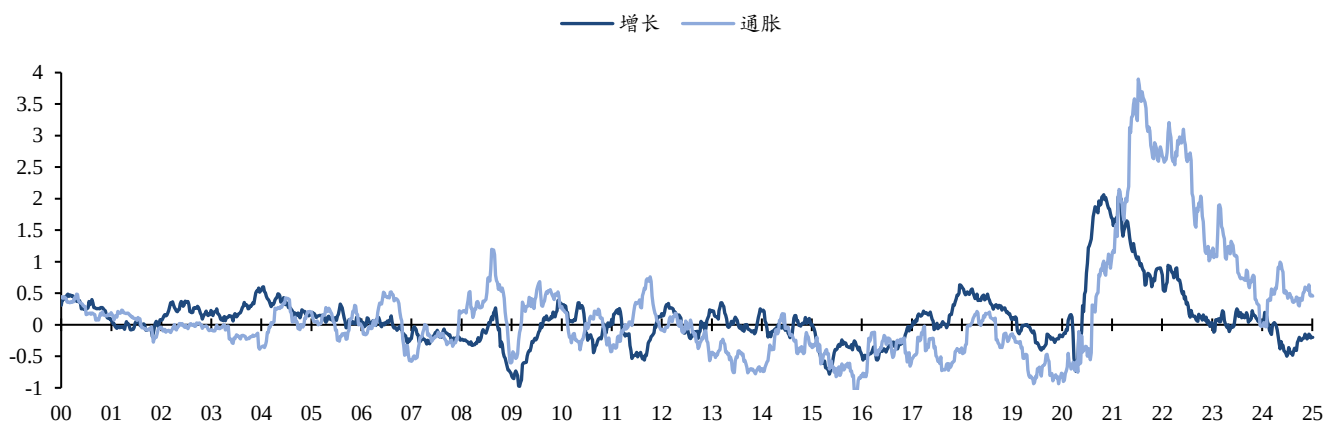
数据来源: 彭博、东吴证券研究所; 纵轴单位%, 季调环比年率

图11: 纽约联储 Nowcasting 模型对最近四个季度美国 GDP 实时预测值 vs 实际值



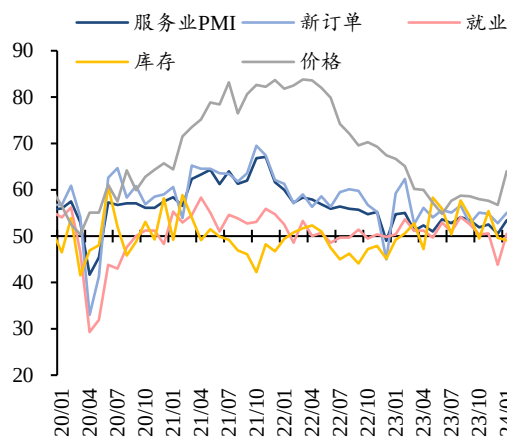
数据来源: 彭博、东吴证券研究所; 纵轴单位%, 季调环比年率

图12: 美国经济意外指数增长与通胀分项



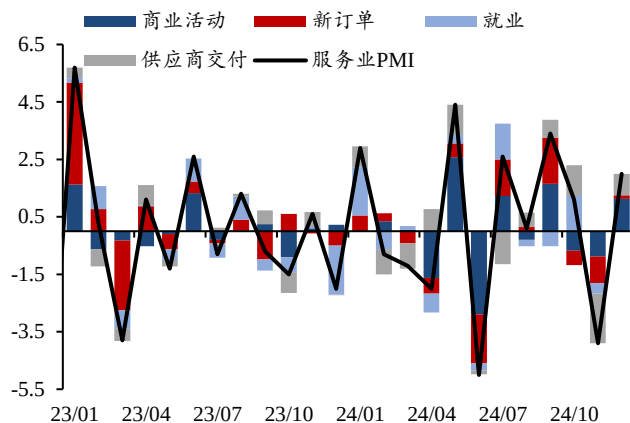
数据来源: 彭博、东吴证券研究所

图13: 美国 ISM 服务业 PMI 及主要分项



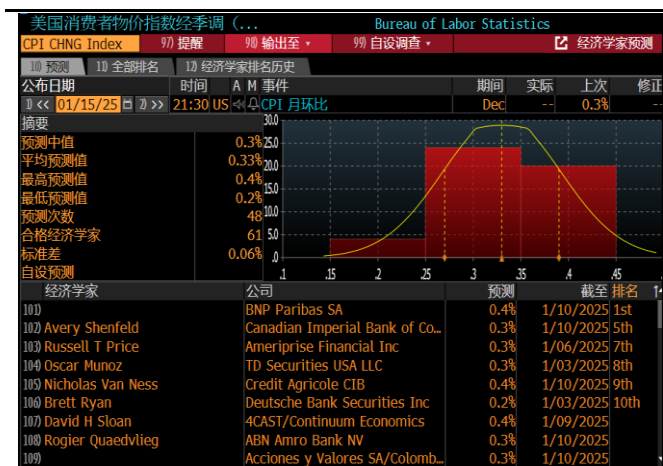
数据来源：彭博、东吴证券研究所

图14: 美国 ISM 服务业 PMI 环比变动及分项贡献



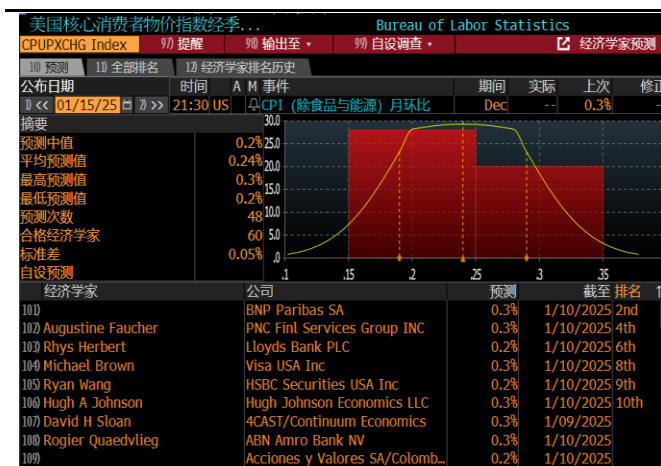
数据来源：彭博、东吴证券研究所

图15: 彭博分析师对美国 12 月 CPI 环比预测分布



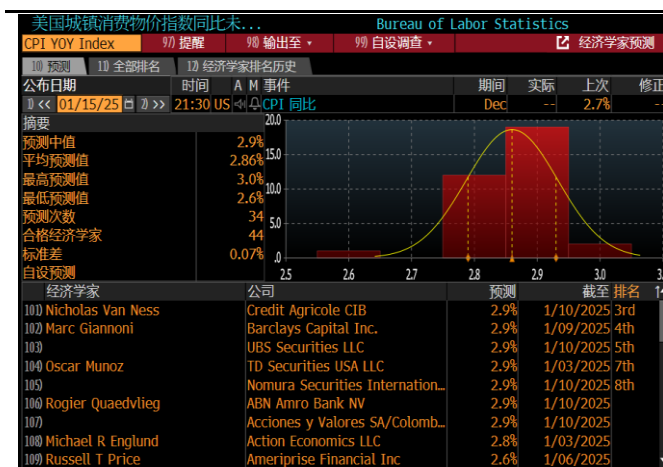
数据来源：彭博、东吴证券研究所

图16: 彭博分析师对美国 12 月 CPI 核心环比预测分布



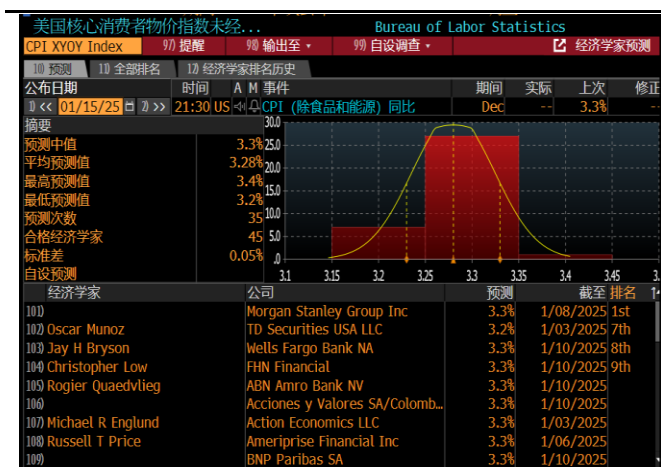
数据来源：彭博、东吴证券研究所

图17: 彭博分析师对美国 12 月 CPI 同比预测分布



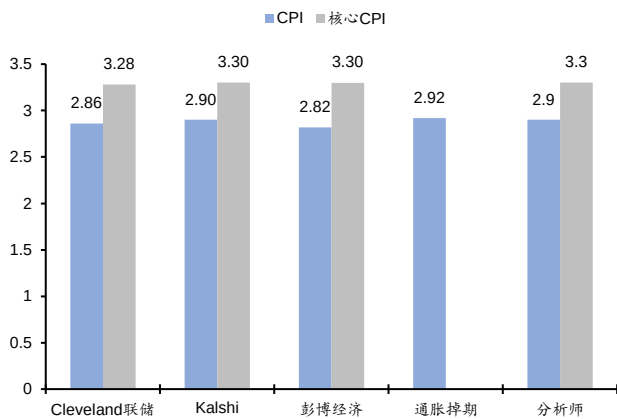
数据来源：彭博、东吴证券研究所

图18: 彭博分析师对 12 月 CPI 核心同比预测分布



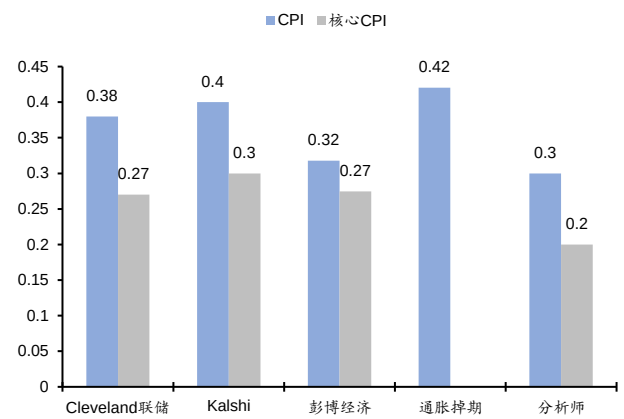
数据来源：彭博、东吴证券研究所

图19: 各方对 12 月美国 CPI 同比增速预测



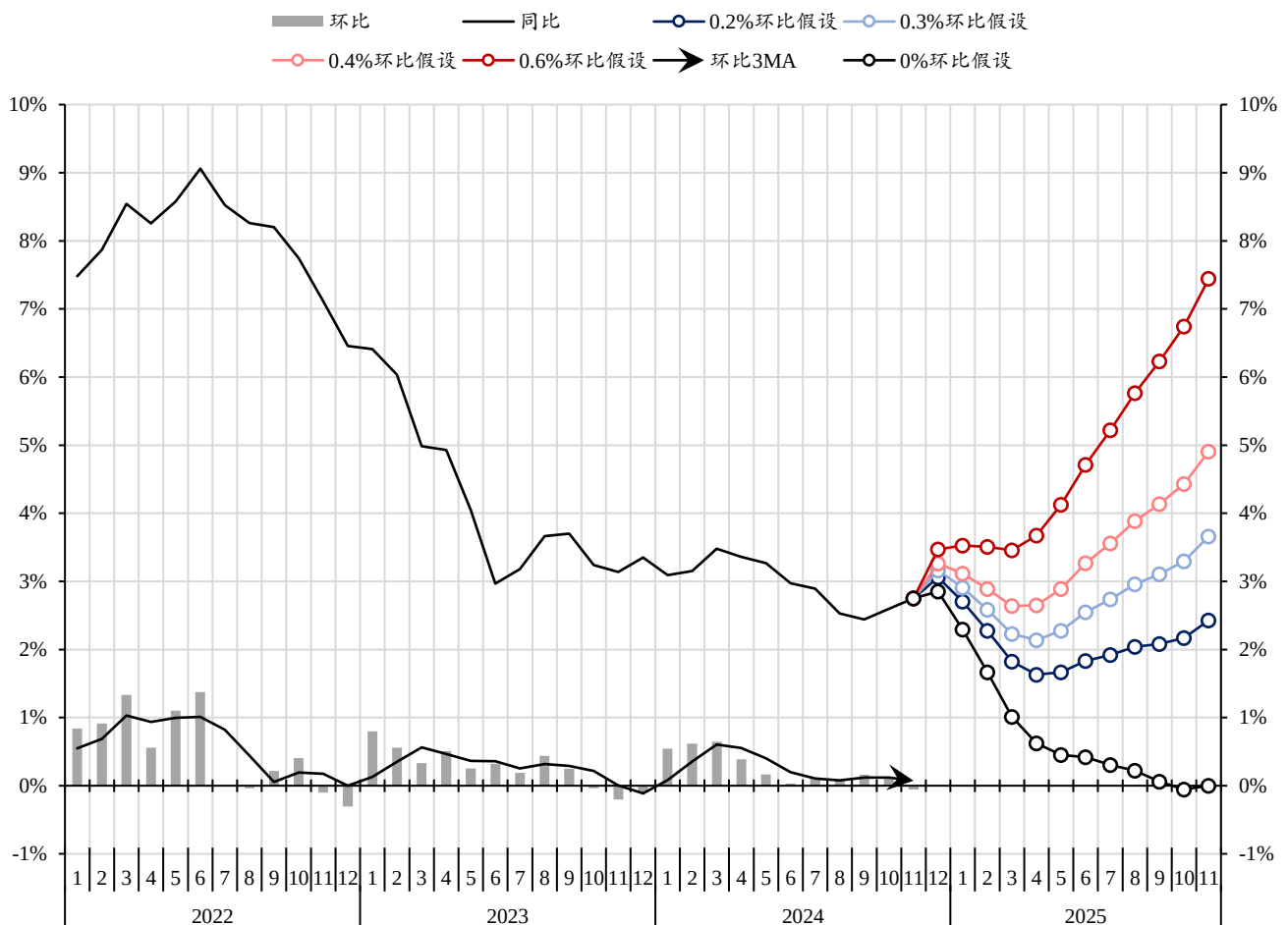
数据来源: 彭博、东吴证券研究所; 横轴单位%

图20: 各方对 12 月美国 CPI 环比增速预测



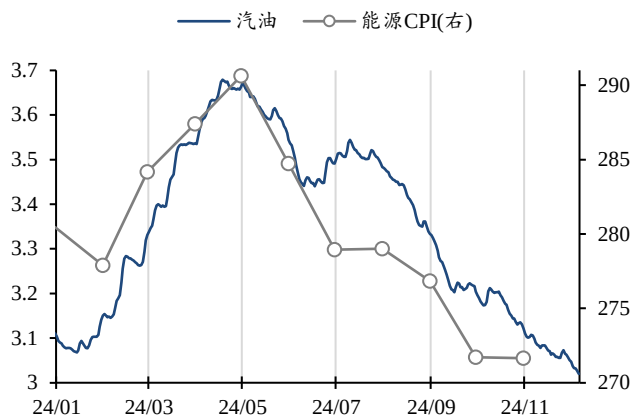
数据来源: 彭博、东吴证券研究所; 横轴单位%

图21: 不同环比假设下美国 CPI 同比增速走势预测



数据来源: 彭博、东吴证券研究所

图22: 美国汽油价格与能源 CPI 指数



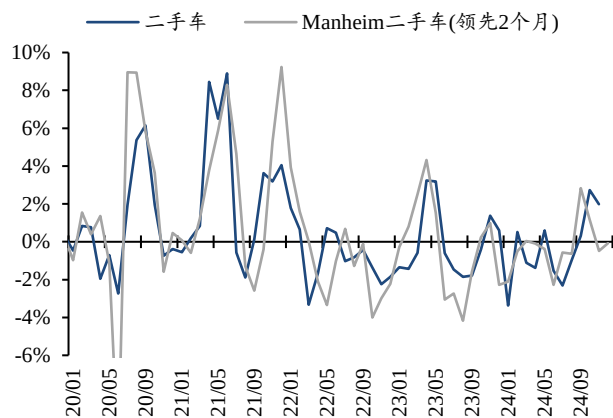
数据来源：彭博、东吴证券研究所；左轴单位\$/加仑，横轴单位为年份，下同

图23: 美国航油价格与机票 CPI 指数



数据来源：彭博、东吴证券研究所；左轴单位\$/加仑

图24: 美国 CPI 二手车与 Manheim 二手车环比增速



数据来源：彭博、东吴证券研究所

图25: 全球供应链压力指数与美国核心商品同比增速



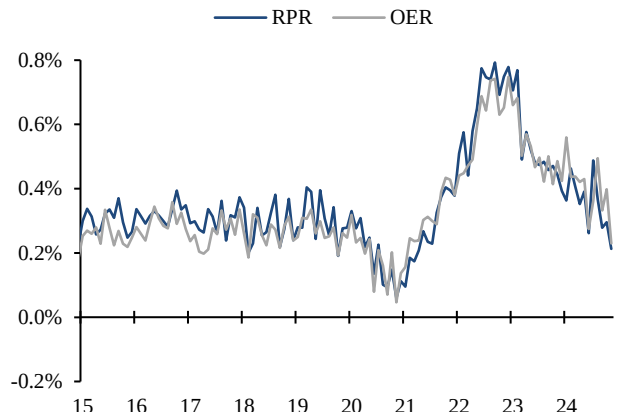
数据来源：彭博、东吴证券研究所

图26: 美国居住 CPI 与房价同比增速



数据来源：彭博、东吴证券研究所

图27: 美国居住通胀自住房折算与租金分项环比折年



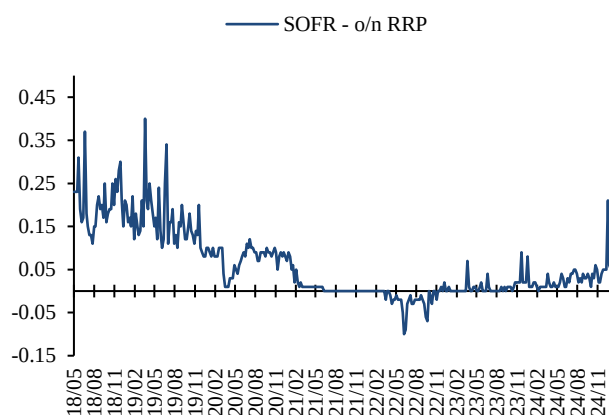
数据来源：彭博、东吴证券研究所

图28: 纽约联储每日回购情况



数据来源：彭博、东吴证券研究所；单位十亿美元

图29: 美国 SOFR 与 o/n RRP 利差



数据来源：彭博、东吴证券研究所；单位 bps

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

在法律许可的情况下，东吴证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，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。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（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，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），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5%以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准-5%与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5%以上。

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应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>