

美国通胀“泼冷水”：拐点的“预演”？

2025年01月16日

**分析师：陶川**

执业证号：S0100524060005

邮箱：taochuan@mszq.com

分析师：邵翔

执业证号：S0100524080007

邮箱：shaoxiang@mszq.com

➤ **美国1月通胀这盆“冷水”，终于让市场喘了一口。**1月以来在特朗普政策的各种预期，以及美国就业等韧性数据连续“轰炸”下，美元指数一度站上110，而美债收益率则冲着4.80%“义无反顾”。受此影响非美市场承受了较大压力，英国债汇双杀，印度等新兴市场则股汇双杀。

➤ 美国核心CPI不及预期的这盆“冷水”，虽然尚不足以扭转趋势，但却让我们看到了，**如果特朗普政策的“通胀属性”不及预期，谁的“喘息之机”会更大？**

➤ 从数据本身来看，**最大的惊喜是美联储关注的超级核心通胀（Supercore CPI）终于降温了**，环比增速降至去年7月以来的最低。娱乐、医疗等服务价格下降是重要原因，其次是住所服务“按部就班”的回落，不过从环比上看降温主要来自于酒店价格。

➤ **当然值得关注的、也是支撑CPI整体符合预期的最大因素是能源价格的上涨，以及核心商品的企稳。**12月美国天然气价格相较11月上漲超过4%，而近期原油价格的大涨也预示着1月能源价格会继续显著上涨。此外，像家具、汽车等耐用品消费价格在同比上的改善，背后对应的是美联储去年连续降息对耐用品消费的刺激在逐步释放。

➤ **非美市场无疑是喘了一口大气。**年初以来贬值压力比较大的英镑、印度卢比都出现比较明显的反弹。日元的强势除了美元的原因外，还有其独树一帜的“加息”预期。**从历史上看，美元大幅异常升值往往导致非美经济体或者市场出现危机性事件**，美国通胀这盆“恰到好处”的冷水带来美元走弱，让警报暂时性解除，此前压力大的市场，短期内可能有更好的反弹。

➤ **美债多头也高兴。**自12月底以来，美债收益率上涨主要受通胀因素影响较大，甚至开始定价再通胀担忧下的加息风险。通胀数据的这盆冷水至少暂时可以打消市场对于加息的担忧。

➤ 从微观上，**10年美债收益率单日的跌幅非常夸张，几乎和2024年8月初相当。**而当时因为非农就业不及预期，带来套息交易（carry trade）大规模爆仓，使得美股和以日股为代表的非美股市均出现大跌。

➤ 这一次可能更多是此前押注10年美债收益率涨破5%的期权期货交易平仓（美债期货看跌期权大量平仓）带来的大幅波动。**不过值得注意的是，美债期权市场的情绪是从看空变成中性，暂时还没出现反转。**

➤ **美股也“乘胜追击”，单日就收复了今年所有的跌幅。**这也侧面反映出，今年美股的特点在于，对特朗普新政的“亲商”特质是比较认可的，而主要的担心是高估值下，高利率带来的风险。而这个警报可能并没有解除，**因为单靠1个月的数据并不能改变美联储12月奠定的谨慎立场。**

➤ **当然，美联储得到了更大的操作空间，至少短期内加息的可能性下降。**至少不用在去9月刚大幅开启降息后，不到1年的时间就转向加息，这在1990s美联储重回利率目标之后的历史上是比较少见的。

➤ **不过，美元明显是更有韧性的。**美元的上涨趋势还没有被破坏，最终还需关

相关研究

- 1.新质生产力系列（二）：“增新质”与“挑大梁”-2025/01/13
- 2.美国非农就业数据点评：谁更中意非农？特朗普 or 美联储-2025/01/11
- 3.美国财政分析：精兵简政：马斯克的前车之鉴-2025/01/07
- 4.市场点评：特朗普新闻：“防伪”指南-2025/01/07
- 5.政策动态点评：开年政策的发力与蓄力-2025/01/06

注特朗普后续的政策动向。美元的底层逻辑除了自身的货币政策松紧之外，很重要的一点是即将到来的特朗普新政的“美国例外”的预期，该预期最终的实现情况依赖于特朗普后续政策动向，而这至少需要等到1月20日之后，很可能会出现“买预期、卖事实”的时间窗口。

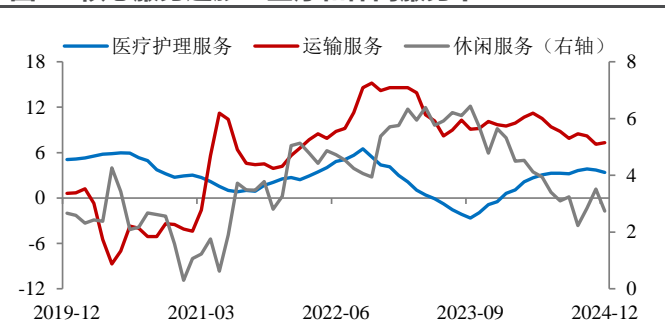
➤ **风险提示：**后续CPI超预期反弹，导致美联储政策重回紧缩；特朗普政策超预期强硬，导致全球经济放缓甚至衰退，美元逆势升值。

图1：美国 2024 年 12 月 CPI 分项数据

单位:%	权重	同比 (%)					季调环比 (%)		
		2024-12	2024-11	2024-10	2024-09	2024-08	2024-12	2024-11	2024-10
CPI	100.0	2.9	2.7	2.6	2.4	2.5	0.4	0.3	0.2
食品	13.5	2.5	2.4	2.1	2.3	2.1	0.3	0.4	0.2
家庭食品	8.1	1.8	1.6	1.1	1.3	0.9	0.3	0.5	0.1
非家用食品	5.4	3.6	3.6	3.8	3.9	4.0	0.3	0.3	0.2
能源	6.5	-0.5	-3.2	-4.9	-6.8	-4.0	2.6	0.2	0.0
能源类商品	3.4	-3.9	-8.5	-12.4	-15.3	-10.1	4.3	0.5	-1.0
能源服务	3.1	3.3	2.8	4.0	3.4	3.1	0.8	-0.1	1.0
核心CPI	80.0	3.2	3.3	3.3	3.3	3.2	0.2	0.3	0.3
商品 (能源商品和食品除外)	18.4	-0.5	-0.6	-1.0	-1.0	-1.9	0.1	0.3	0.0
家用家具和供给	3.4	-0.9	-1.0	-2.2	-2.2	-2.6	-0.2	0.7	0.0
服装	2.6	1.4	1.2	0.2	2.3	0.7	0.1	0.2	-1.5
运输产品,不含汽车燃料	6.0	-1.2	-1.4	-1.7	-2.3	-4.4	0.7	0.9	0.8
医疗护理商品	1.5	0.5	0.4	1.0	1.6	2.0	0.0	-0.1	-0.2
休闲商品	2.0	-1.5	-1.5	-1.7	-1.5	-0.9	-0.5	-0.5	0.0
教育和通讯商品	0.8	-6.1	-5.4	-6.7	-6.9	-5.9	-0.9	-1.1	-1.1
酒精饮料	0.8	1.4	1.8	1.6	1.5	1.9	-0.3	0.1	0.4
其他商品	1.4	2.7	2.6	2.4	3.0	3.2	-0.4	0.2	0.4
服务 (能源服务除外)	61.6	4.4	4.6	4.8	4.7	4.9	0.3	0.3	0.3
住所	36.6	4.6	4.7	4.9	4.9	5.2	0.3	0.3	0.4
水、下水道和垃圾回收服务	1.1	5.2	5.2	5.0	4.8	4.2	0.1	0.6	0.5
家庭经营	1.0	-	-	5.7	-	-	-	-	-0.3
医疗护理服务	6.5	3.4	3.7	3.8	3.6	3.2	0.2	0.4	0.4
交通运输服务	6.6	7.3	7.1	8.2	8.5	7.9	0.5	0.0	0.4
休闲服务	3.2	2.7	3.5	2.8	2.2	3.2	0.4	0.7	0.7
教育和通讯服务	5.0	1.8	1.8	2.1	2.3	2.3	0.2	-0.2	-0.2
其他私人服务	1.5	3.7	4.2	4.1	4.1	4.6	-0.3	0.4	0.3

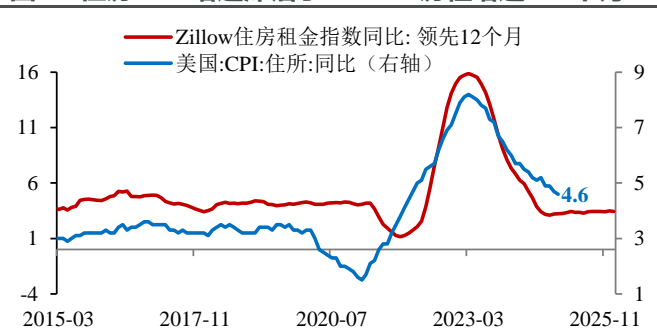
资料来源: wind, 民生证券研究院

图2：核心服务通胀：医疗和休闲服务下



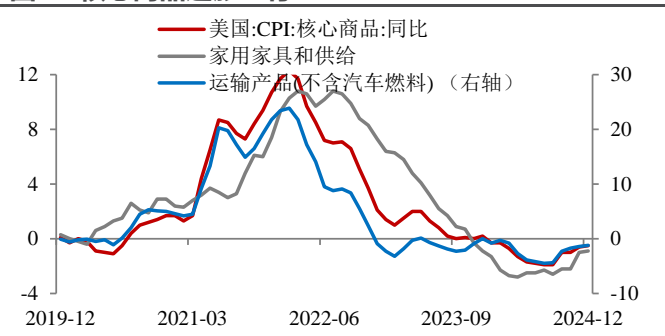
资料来源: wind, 民生证券研究院

图3：住房 CPI 增速滞后于 Zillow 房租增速 12 个月



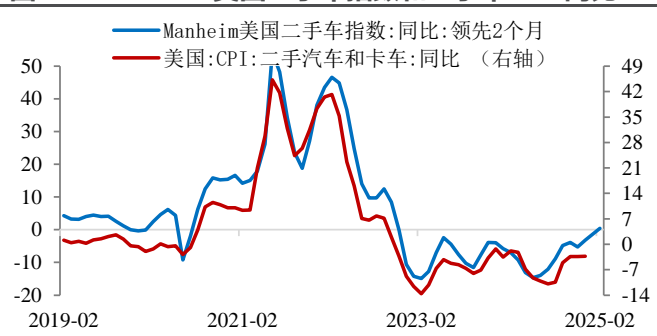
资料来源: wind, 民生证券研究院

图4：核心商品通胀上行



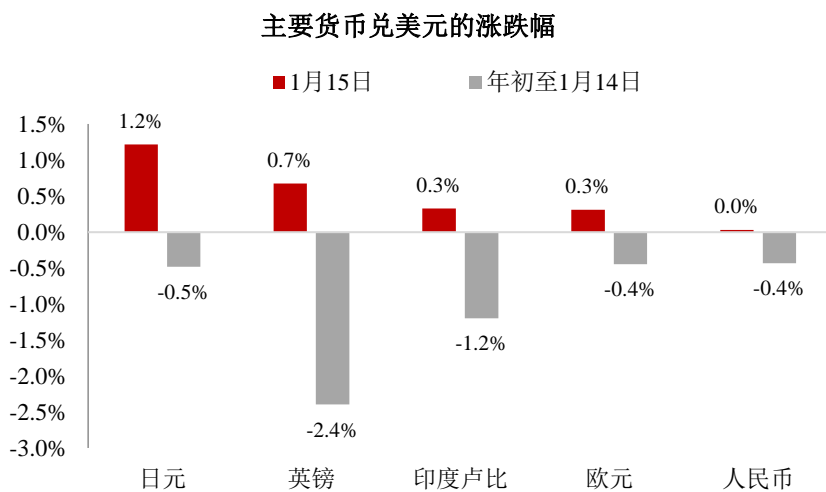
资料来源: wind, 民生证券研究院

图5：Manheim 美国二手车指数和二手车 CPI 同比



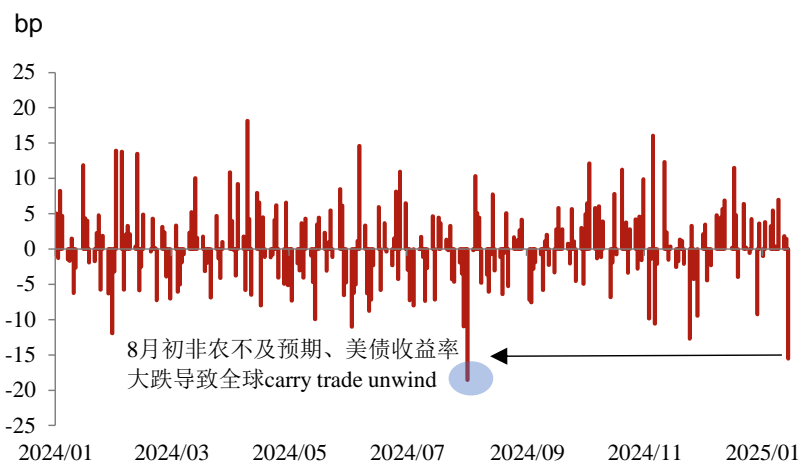
资料来源: wind, 民生证券研究院

图6：年初以来一些主要货币相对美元的涨跌幅



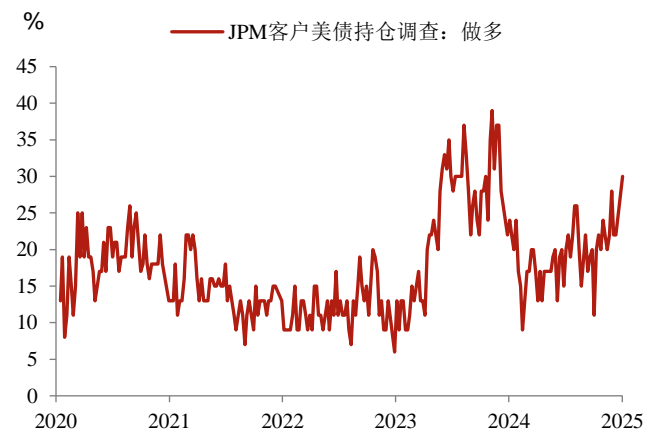
资料来源：wind，民生证券研究院

图7：10年期美债收益率日度涨跌幅



资料来源：wind，民生证券研究院

图8：前期逆势做多美债的交易结出一定的“果实”



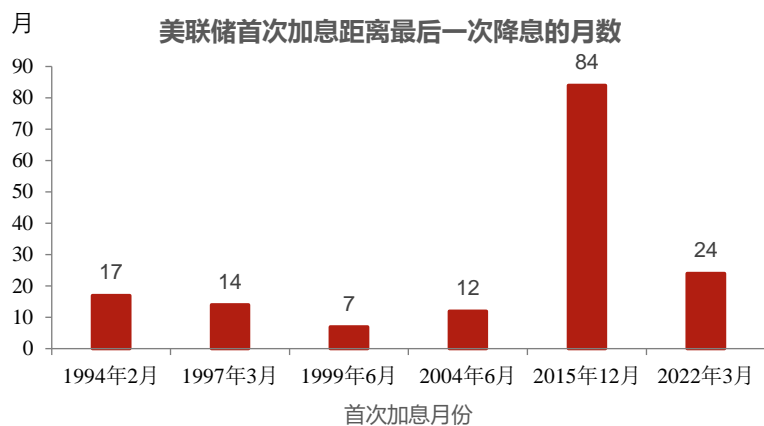
资料来源：彭博，民生证券研究院

图9：美债收益率和期权市场的情绪变化



资料来源：彭博，民生证券研究院

图10：1990s 以来美联储首次加息距离上一轮最后降息的时间跨度



资料来源：彭博，民生证券研究院

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑获取本报告的机构及个人的具体投资目的、财务状况、特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，进行独立评估，并应同时考量自身的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代自身的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，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、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 1 座 10 层 01 室； 518048