

美国 12 月 CPI 点评

通胀扰动缓和，降息窗口待启

◆ 经济研究 · 宏观快评

证券分析师：邵兴宇 010-88005483 shaoxingyu@guosen.com.cn 执证编码：S0980523070001
证券分析师：田地 0755-81982035 tiandi2@guosen.com.cn 执证编码：S0980524090003
证券分析师：董德志 021-60933158 dongdz@guosen.com.cn 执证编码：S0980513100001

事项：

美东时间 1 月 13 日，美国劳工统计局公布 2025 年 12 月 CPI 通胀数据：同比来看，整体 CPI 录得 2.7%，核心 CPI 录得 2.6%，均与上月持平。环比来看，整体 CPI 增速为 0.3%，核心 CPI 增速为 0.2%。

评论：

图1：12月CPI通胀数据总览

行业类别	12月CPI分项同比				12月CPI分项环比			
	2025-12	2025-11	2025-9	近一年同比趋势	2025-12	2025-9	2025-8	近一年环比趋势
CPI	2.7 (—)	2.7	3.0		0.3 (—)	0.3	0.4	
* 食品	3.1 (↑)	2.6	3.1		0.6 (↑)	0.3	0.4	
* 家庭食品	2.4 (↑)	1.9	2.7		0.7 (↑)	0.3	0.6	
* 非家用食品	4.1 (↑)	3.7	3.7		0.7 (↑)	0.1	0.3	
* 能源	2.0 (↓)	4.1	2.9		0.3 (↓)	1.5	0.7	
* 汽油	-3.4 (↓)	0.9	-0.5		-0.5 (↓)	4.1	1.9	
* 电力	6.7 (↓)	6.9	5.1		-0.1 (↑)	-0.5	0.2	
* 管道燃气	10.8 (↑)	9.1	11.7		4.4 (↑)	-1.2	-1.6	
* 核心CPI	2.6 (—)	2.6	3.0		0.2 (—)	0.2	0.3	
* 商品(不含食品和能源商品)	1.4 (—)	1.4	1.5		0.0 (↓)	0.2	0.3	
* 服饰	0.5 (↑)	0.1	0.0		0.6 (↓)	0.7	0.5	
* 新车	0.0 (—)	0.0	0.0					
* 二手车	1.6 (↓)	3.6	5.1		-1.1 (↓)	-0.4	1.0	
* 医疗保健商品	1.5 (↑)	1.1	0.7		0.3 (↑)	-0.1	-0.3	
* 服务(不含能源服务)	3.0 (—)	3.0	3.5		0.3 (↑)	0.2	0.3	
* 住房	3.6 (↑)	3.5	3.9		0.4 (↑)	0.2	0.4	
* 医疗保健服务	3.5 (↑)	3.3	3.9		0.4 (↑)	0.3	-0.1	
* 教育和通讯服务	0.5 (↓)	1.5	0.4		-0.8 (↓)	0.1	0.1	

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

结论：12月美国通胀同比走平、环比温和，通胀读数回归常态。CPI 同比 2.7%、核心 CPI 同比 2.6%，均与前月持平且核心略低于预期；环比录得 0.3%，与政府停摆前水平一致。此前市场担忧结转插值按零值处理可能引发数据的技术性回补，但实际通胀并未抬升，显示技术性扰动影响有限，阶段性安抚了市场情绪。

结构上，食品上行对冲能源回落，核心项保持稳定。分项来看，12月通胀读数未发生明显变化，主要源于食品价格上行、能源价格回落、核心项基本持平，三者相互对冲。食品价格同比上涨 3.1%，环比家庭食品与非家庭食品均上涨 0.7%，成为当月主要上行动因，能源价格同比与环比均明显回落，对通胀形成缓冲。

市场反应相对克制，降息方向未变，时点仍靠后。数据公布后，黄金短暂上行后回落，美股开盘呈现“V”

型走势，美元指数小幅走强。Fed Watch 显示 1 月降息概率接近 0；而 4 月降息预期在边际上有所上升，但仍低于 50%。我们认为，今年降息方向未变，但时点靠后。当前货币政策面临两项不确定性：

一是“政治性降息”讨论明显泛化。近期，特朗普再度推动针对鲍威尔的调查，这类政治手段冲击了美联储的独立性，一方面，可能削弱市场对货币政策规则性与连续性的信心，使资产定价从“是否降息”转向“政策独立性是否受损”。另一方面，也不排除其具有“杀鸡儆猴”的信号意义，即通过强化对现任主席的约束，提前塑造新一任主席更偏宽松的政策预期。

二是下一任美联储主席人选差异带来的政策路径分歧。目前市场主要在哈塞特与沃勒两种可能性之间博弈。哈塞特带有明显的政治经济顾问色彩，政策立场偏鸽，对降息持更积极态度。而沃勒则更偏技术官僚取向，曾提及美联储应当缩表至 5.8 万亿美元（现为 6.57 万亿）。

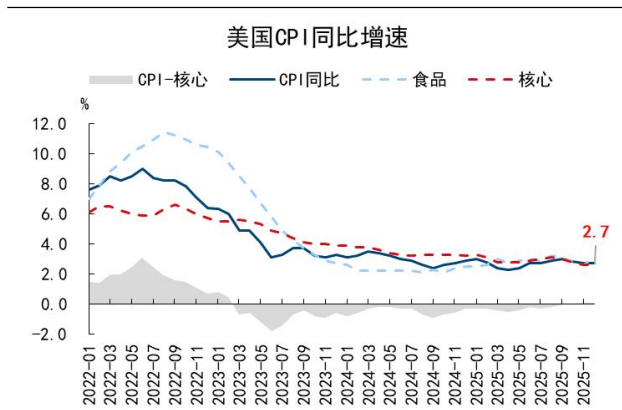
我们认为，首次降息更可能在新一任主席上任后落地，基准情形为 6 月降息 25bp。

◆ 同比持平，核心低于预期

美国 12 月 CPI 同比录得 2.7%，与 11 月持平，整体符合市场预期；核心 CPI 同比为 2.6%，同样持平且略低于预期。表面看，通胀并未继续抬升，阶段性呈现“横盘”态势，显示前期再通胀压力有所缓释，但当前读数仍显著高于美联储目标水平，通胀粘性依然存在，尚难言趋势性回落。

核心通胀的相对稳定与 12 月原油价格回落密切相关。能源价格下行在短期内对通胀形成“缓冲垫”，为通胀路径提供了一定喘息空间。结合此前公布的非农数据，政策权重正进一步向就业端倾斜。在通胀未再度显著走高的背景下，通胀对货币政策的约束阶段性减弱，为后续政策提供了空间。

图2：美国 CPI 同比增速（长期趋势）



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图3：美国 CPI 同比增速（短期趋势）



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

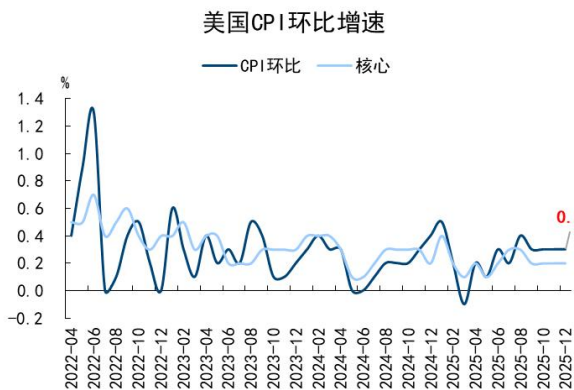
◆ 环比平稳，技术性扰动消退缓解市场担忧

美国 12 月 CPI 环比录得 0.3%，与政府停摆前的 9 月读数一致，阶段性安抚了市场情绪。此前市场担忧，上月统计中部分分项采用“结转插值（carry-forward imputation）”并按零值处理，或在本月形成技术性回补、推高通胀，但实际数据并未出现明显抬升，显示技术性扰动影响有限。

往后看，通胀路径或趋于温和。一方面，商品通胀“一次性”特征正逐步被验证，商品价格并未构成持续压力；另一方面，占 CPI 权重最高的服务通胀近月持续回落。住房端看，zillow 预测 2026 年多户住宅租金预计上涨 0.3%，对整体通胀的推动作用有限。

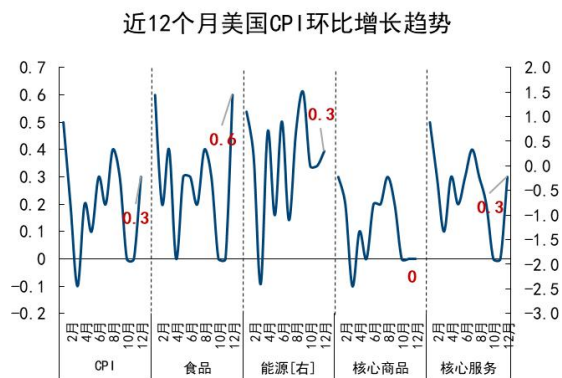
2026 年通胀仍需关注两点变量。其一是能源价格，需警惕围绕南美与伊朗的地缘政治博弈加剧，在原油供给与运输端形成扰动，从而带来潜在的输入性通胀风险；其二是工资，名义薪资已在低位企稳，后续是否抬头仍值得持续跟踪。

图4: 美国 CPI 环比增速 (长期趋势)



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图5: 美国 CPI 环比增速 (短期趋势)



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

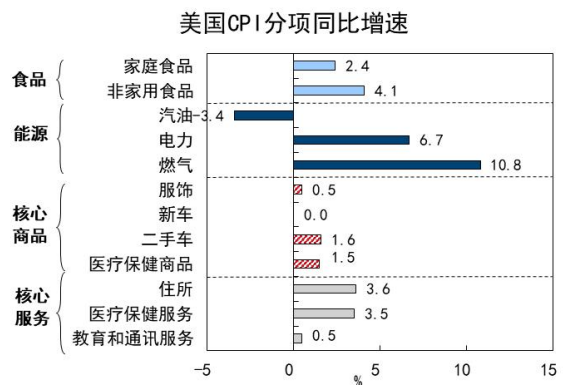
◆ 结构上, 食品上行对冲能源回落, 通胀总体保持稳定

分项来看, 12月通胀读数未发生明显变化, 主要源于食品价格上行、能源价格回落、核心项基本持平, 三者相互对冲。

食品价格成为当月主要上行动因。12月食品价格同比上涨3.1%, 较11月的2.6%抬升0.5个百分点; 环比看, 家庭食品与非家庭食品均上涨0.7%, 创2022年8月以来新高, 显示食品端价格压力阶段性抬头, 对整体通胀形成明显支撑。

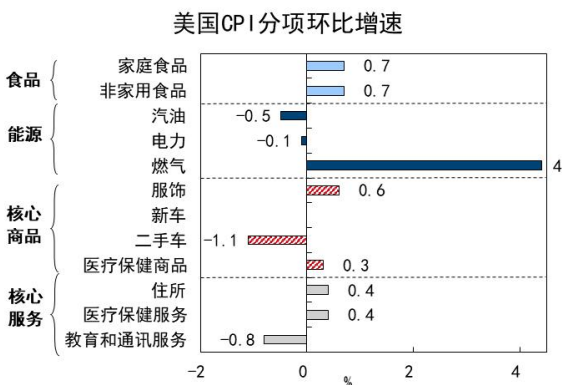
能源价格回落, 对通胀形成缓冲。能源价格同比上涨2.0%, 较11月的4.1%明显回落; 环比仅0.3%, 较前月的1.5%大幅下降。其背后, 一方面是12月国际油价短期走弱, 对CPI能源项形成直接拖累; 另一方面, 采暖季背景下燃气价格上升, 但汽油消费下降、季节性溢价回落, 在能源分项中体现出结构性分化, 整体拉低能源项表现。

图6: 美国 CPI 同比增速 (区分行业)



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图7: 美国 CPI 环比增速 (区分行业)



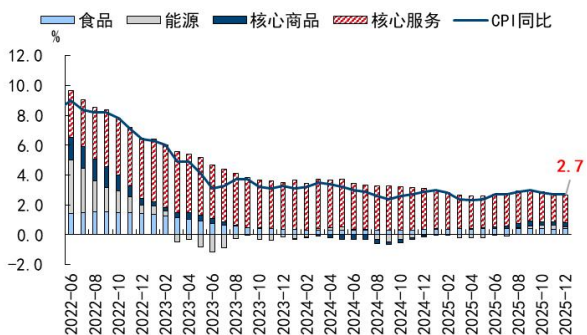
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

核心通胀保持平稳, 贡献结构未变。12月核心商品同比上涨1.4%, 核心服务同比上涨3.0%, 均与上月持平。从贡献度看, 核心项仍为通胀的主要来源, 核心服务与核心商品对CPI的贡献分别维持在1.82个百分点和0.27个百分点; 能源项贡献由0.26个百分点降至0.13个百分点, 而食品项贡献则由0.35个百分点上升至0.42个百分点。

图8: 美国 CPI 同比增速及分项贡献

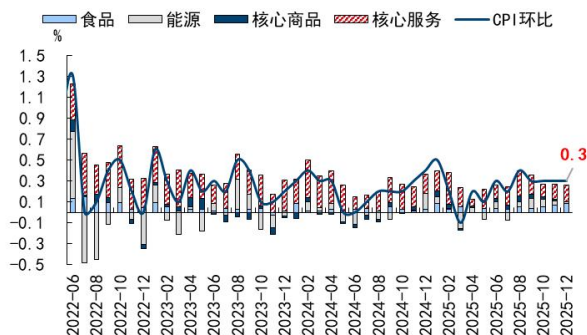
图9: 美国 CPI 环比增速及分项贡献

CPI同比增速及分项贡献



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

CPI环比增速及分项贡献



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图10: 12月CPI贡献拆解

	2025-12	2025-11	2025-10	2025-09	2025-08	2025-07	2025-06	2025-05
CPI同比	2.70	2.70		3.00	2.90	2.70	2.70	2.40
* 食品贡献	0.42	0.35		0.42	0.44	0.40	0.41	0.40
* 能源贡献	0.13	0.26		0.19	0.03	-0.08	-0.04	-0.20
* 核心商品贡献	0.27	0.27		0.29	0.29	0.21	0.12	0.06
* 核心服务贡献	1.82	1.82		2.12	2.18	2.18	2.18	2.12
CPI环比	0.30			0.30	0.40	0.20	0.30	0.10
* 食品贡献	0.08			0.04	0.05	0.03	0.04	0.04
* 能源贡献	0.02			0.10	0.04	-0.07	0.06	-0.06
* 核心商品贡献	0.00			0.04	0.06	0.04	0.04	0.00
* 核心服务贡献	0.18			0.12	0.18	0.24	0.18	0.12

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

◆ 降息时点靠后，政治扰动升温

12月通胀数据回归常态，与此前公布的非农中性偏弱相互印证，有效缓解了市场对通胀再度抬升的担忧。

从资产表现看，数据公布后黄金短暂上行后回落，美股开盘呈现“V”型走势，美元指数小幅走强。整体而言，宽松交易仍在，但已不再是解释市场波动的唯一主线，贵金属、美股等资产亦受到事件性冲击与交易层面因素的显著影响，部分行情呈现出相对独立性。

从政策预期看，Fed Watch 显示数据公布后短期降息概率明显回落，1月降息几乎被完全排除。我们认为，**降息方向并未改变，但时点仍靠后**。当前置于宏观数据之上的，至少还有两项关键不确定性。

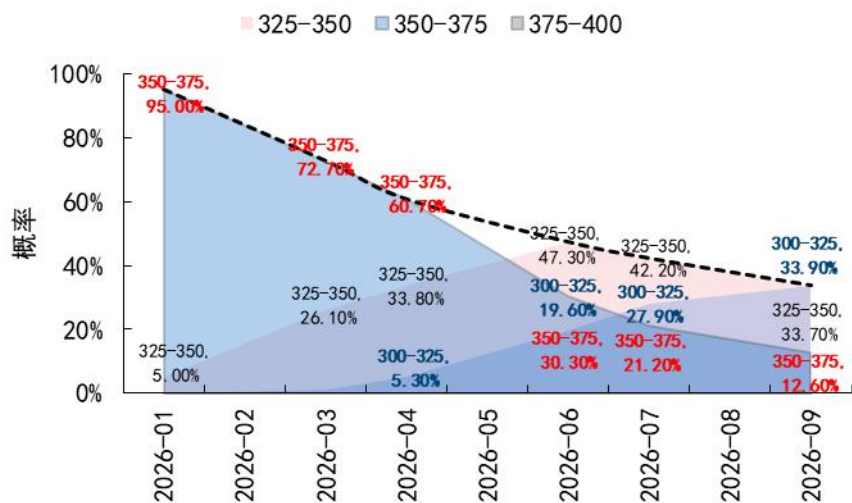
一是“政治性降息”的讨论正在明显泛化。近期，特朗普再度将矛头指向鲍威尔，相关调查涉及美联储华盛顿总部大楼翻修工程，以及鲍威尔是否就该项目的规模与细节向国会作出不实陈述。上述举动实质上对美联储独立性形成直接挑战，其影响路径并不清晰。一方面，可能加剧市场对制度不确定性的担忧，使交易逻辑从“是否降息”转向“政策独立性是否受损”；另一方面，也不排除存在“杀鸡儆猴”的政治信号意义，即通过施压现任主席，向潜在的新一任主席释放更明确的降息取向预期。

二是下一任美联储主席人选差异，意味着政策路径仍存在分歧。目前市场讨论主要集中在哈塞特与沃勒两种可能性上。哈塞特长期带有较强的政治经济顾问色彩，政策立场相对偏鸽，对降息持更积极态度；而沃勒则更偏技术官僚取向，其政策框架强调通胀与金融条件约束，并认为美联储仍存在进一步缩表空间，资产负债表规模或可收缩至5.8万亿美元（由当前约6.57万亿）。

我们认为，在通胀与就业均未对政策形成明确“逼迫”的背景下，降息更可能等待新一届政策框架逐步明朗后再行落地，我们预计今年首次降息在6月，幅度为25bp。

图11: 降息路径（截至1月13日）

1月降息概率接近0



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

◆ 风险提示

海外经济体政策不确定性，外部需求下滑。

相关研究报告：

- 《12月非农数据点评-就业中性偏弱，政策取向谨慎》——2026-01-10
- 《通胀数据快评-CPI、PPI双双回升》——2026-01-09
- 《12月PMI数据解读-年末脉冲，助力收官》——2025-12-31
- 《美国11月CPI点评-通胀回落，指引失真》——2025-12-19
- 《2025年11月财政数据快评-财政力度继续下滑》——2025-12-18

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.GSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司

关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032