



能源项推动美通胀超预期，联储年内可能仅降息1次

2025年/2月

海外宏观经济研究员 余琦

010-66555862

yuqi@chief-investment.com

事件：

美国2025年1月CPI同比上涨3%（市场预期上涨2.9%，前值上涨2.9%），环比上涨0.5%（市场预期上涨0.3%，前值上涨0.4%）；核心CPI同比上涨3.3%（市场预期上涨3.1%，前值上涨3.2%），环比上涨0.4%（市场预期上涨0.3%，前值上涨0.2%）。

点评：

- 1、1月美国CPI同比增速连续4个月出现小幅反弹，创自2024年7月以来新高；同时核心CPI同比增速再次回升，两者均明显高于市场预期。
- 2、从CPI的分项构成上看，商品分项连续2个月维持正增长，而服务分项增速则连续3个月出现回落。其中，商品分项同比上涨0.8%，相比上月增速增加0.5个百分点；服务分项同比上涨4.2%，相比上月增速减少0.2个百分点。具体来看，非耐用品同比上涨1.6%，相比上月增速增加0.5个百分点，连续3个月出现正增长；耐用品同比下跌1.2%，相比上月跌幅收窄0.7个百分点，连续5个月同比降速趋缓。

结合各项权重综合计算，对1月CPI贡献最大的依然是家计项(1.577%)，其次是食品项(0.342%)、机动车保险(0.33%)和医疗服务项(0.182%)，而二手车和能源项对通胀的影响本月则转为正向贡献。

- 3、1月美国CPI同比增速出现反弹的主要原因是：能源价格同比增速再度转为正增长，此外二手车价格同比增速由负转正。

首先，能源价格同比增速再度转正，是本月CPI反弹的主要原因。

数据显示1月能源价格同比增长1%，对本月CPI的贡献为0.06%，相比上月增加0.09个百分点。其中，汽油价格同比仅下跌0.2%，对本月CPI的贡献为-0.11%，相比上月增加0.09个百分点；管道天然气价格同比上涨4.9%，与上月持平；电力价格同比上涨1.9%，对本月CPI的贡献为0.04%，相比上月减少0.02个百分点。1月能源项对CPI的贡献转正，完



全符合我们此前预期（详见《美国 12 月通胀数据快评》）。由于目前国际原油价格再度降至 70 美元/桶左右，考虑到去年同期的基数效应，我们预计 2 月能源项对通胀的贡献可能再度转负。

其次，食品价格同比增速与上月持平。

数据显示，1 月食品项同比上涨 2.5%，与上月持平，对本月 CPI 的贡献仍然为 0.34%。

第三，核心商品价格同比跌幅相比上月继续收窄，主要原因是二手车价格同比增速由负转正。

数据显示，1 月除能源和食品外的核心商品价格同比下跌 0.1%，对本月 CPI 的贡献为 -0.02%，相比上月增加 0.08 个百分点。其中，新车价格同比下跌 0.3%，相比上月收窄 0.1 个百分点；二手车价格同比上涨 1%，相比上月大幅增加 4.3 个百分点，为 2022 年 10 月以来首次转正。由于作为先行指标的美国 Manheim 二手车指数自去年 6 月触底以来持续反弹，考虑到去年同期的基数效应，预计 2 月该项对 CPI 贡献仍可能小幅增加。

第四，服务价格同比增速连续 3 个月回落，主要原因是占比最大的家计项的同比增速有所回落。

数据显示，1 月服务项同比上涨 4.3%，对本月 CPI 的贡献为 2.61%，相比上月的影响继续减少 0.06 个百分点。其中，占比最大的家计项上涨 4.4%，本月对 CPI 的拉动为 1.56%，相比上月的影响减少 0.07 个百分点，再创 2022 年 1 月以来最低值，完全符合我们此前预期。由于作为先行指标的美国 ZILLOW 指数同比涨幅与 CPI 统计中的租金价格涨幅存在 13 个月的时间滞后，考虑到滞后效应，由于前者从 2022 年 2 月至 2023 年 9 月处于回落趋势，之后持续走平，预计 2 月家计项价格仍将保持低位震荡。

1 月其他服务价格涨跌互现。其中，医疗项同比上涨 2.1%，相比上月减少 0.5 个百分点；娱乐项同比上涨 1.6%，相比上月增加 0.5 个百分点；教育和通信项同比上涨 0.1%，相比上月减少 0.1 个百分点；节假日需求增加导致交通运输项同比增长 3.1%，相比上月增加 1.5 个百分点。

结论：

- 1、1 月美国 CPI 和核心 CPI 同比增速均超预期上行，导致市场对美国二次通胀的短期担忧再次上升。但我们判断 1 月 CPI 超预期的主要原因是供给侧因素导致的原油价格短期上涨，之后随着基数效应发挥作用可能再度回落，仅凭单月数据判断二次通胀为时尚早。但综合考虑特朗普上台之后，快速采取的驱逐非法移民和加征关税政策，下半年通胀有可能难以下行，需要继续观察政策效果。



2、超预期的通胀数据公布后，10年期美债收益率快速上行突破4.6%；黄金价格上行突破2900美元/盎司；美元指数小幅上涨至108。美三大指数承压小幅下跌，其中，纳斯达克指数基本持平，道指下跌0.5%，标普500指数下跌0.3%。

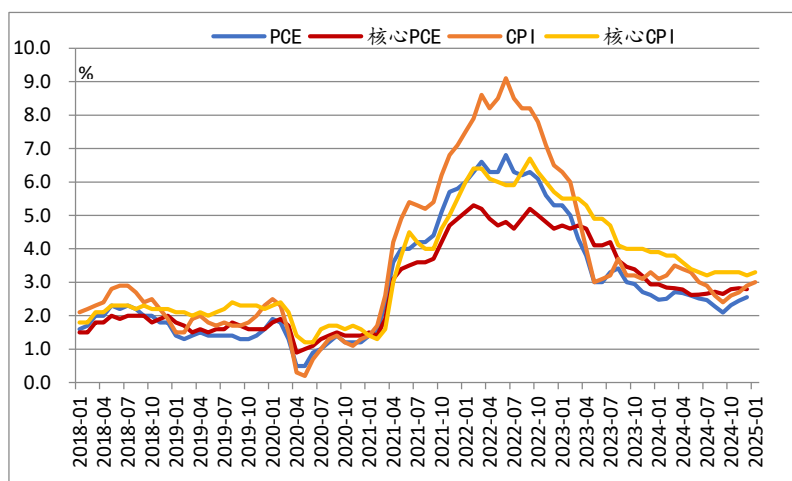
目前市场对联储的降息预期再度明显下调。CME交易所预测美联储3月不降息的概率为97.5%，5月和6月不降息的概率分别为86.1%和63.9%，首次降息时点再度推迟到9月，2025年全年降息2次，总降息幅度为25-50bp。

结合特朗普上台后的内外政策，我们调整2025年美联储降息预测，预计上半年降息1次，幅度25bp，下半年暂停降息。

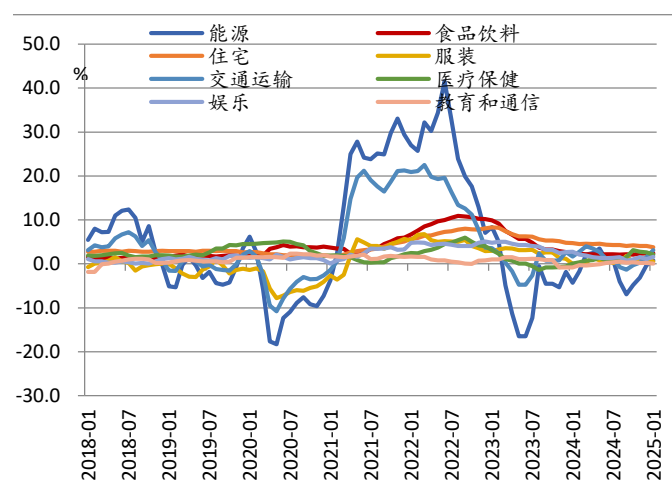
3、对未来大类资产价格走势，我们的判断是：

- 预计美股将维持高位宽幅震荡。
- 美元指数短期维持106-110区间宽幅震荡。
- 十年期美债收益率短期将维持4.4-4.8%的高位震荡。
- 黄金价格上升趋势良好，短期仍可能冲击3000美元/盎司。

图表 1：美国 PCE 和 CPI



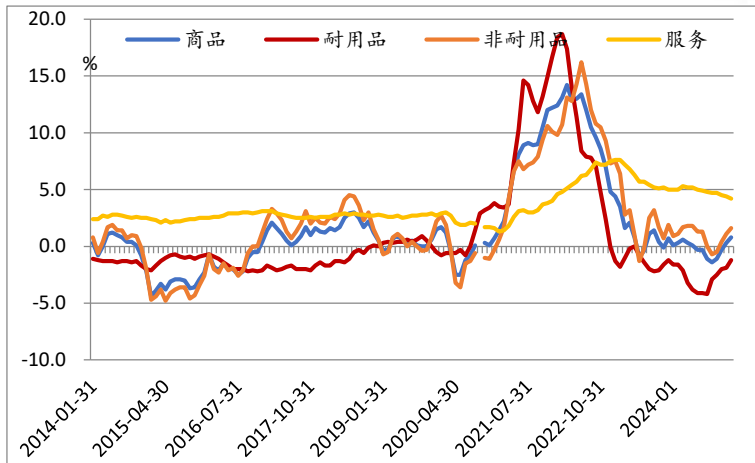
图表 2：美国 CPI 分项



资料来源：wind、致富研究院

资料来源：wind、致富研究院

图表 3: 美国 CPI 商品、服务项



资料来源: wind、致富研究院

图表 4: CME 利率预测

MEETING DATE	CME FEDWATCH TOOL - CONDITIONAL MEETING PROBABILITIES									
	296-275	275-300	300-325	325-350	350-375	375-400	400-425	425-450	450-475	475-500
2025/3/19			0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	2.5%	97.5%	0.0%	0.0%
2025/5/7	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.3%	13.6%	86.1%	0.0%	0.0%
2025/6/18	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%	3.7%	32.3%	63.9%	0.0%	0.0%
2025/7/30	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.7%	8.4%	37.5%	53.3%	0.0%	0.0%
2025/9/17	0.0%	0.0%	0.0%	0.2%	2.8%	16.3%	41.8%	39.0%	0.0%	0.0%
2025/10/29	0.0%	0.0%	0.0%	0.6%	5.1%	20.6%	41.3%	32.3%	0.0%	0.0%
2025/12/10	0.0%	0.0%	0.2%	1.6%	8.4%	25.1%	36.4%	25.4%	0.0%	0.0%
2026/1/28	0.0%	0.0%	0.2%	2.0%	9.3%	25.9%	38.6%	24.0%	0.0%	0.0%
2026/3/18	0.0%	0.0%	0.4%	2.7%	11.0%	27.1%	37.1%	21.6%	0.0%	0.0%
2026/4/29	0.0%	0.0%	0.5%	2.0%	11.3%	27.3%	36.8%	21.2%	0.0%	0.0%
2026/6/17	0.0%	0.1%	0.6%	3.4%	12.3%	27.9%	35.9%	19.9%	0.0%	0.0%
2026/7/29	0.0%	0.1%	0.6%	3.4%	12.3%	27.9%	35.9%	19.9%	0.0%	0.0%
2026/9/16	0.0%	0.1%	0.5%	2.8%	10.4%	24.6%	34.2%	23.3%	4.2%	0.0%
2026/10/28	0.0%	0.1%	0.5%	2.6%	9.7%	23.3%	33.3%	24.2%	5.9%	0.4%
2026/12/9	0.2%	1.1%	4.7%	13.8%	26.3%	30.6%	18.8%	4.3%	0.3%	0.0%

资料来源: CME、致富研究院



➤ 研究员声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析员在此声明：(1) 该研究员以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映了该研究员的研究观点；(2) 该研究员所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在还是将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

一般声明

本报告由香港致富证券有限公司（以下简称“致富证券”）制作，报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本报告版权归致富证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。

本报告内的所有意见均可在不作另行通知之下做出更改。本报告的作用纯粹为提供信息，并不应视为对本报告内提及的任何产品买卖或交易的专业推介、建议、邀请或要约。

香港	北京	上海	深圳
香港致富证券有限公司	香港致富证券有限公司北京代表处	香港致富证券有限公司上海代表处	香港致富证券有限公司深圳代表处
香港德辅道中 308 号 富衛金融中心 11 樓	北京市朝阳区建国门外大街 1 号 国贸大厦 1 期 608 室	上海市陆家嘴东路 161 号 招商局大厦 1309 室	深圳福田区福华路 399 号 中海大厦 6 樓
电话：(852) 25009228 传真：(852) 25216893	电话：(8610) 66555862 传真：(8610) 66555102	电话：(8621) 38870772 传真：(8621) 58799185	电话：(86755) 33339666 传真：(86755) 33339665

