

通胀与关税担忧持续，黄金破 3000 创新高

2025 年 03 月 16 日

■ **核心观点：**本周公布的美国通胀数据全面不及预期，但仍未缓解市场对于关税不确定性下通胀前景的担忧，降息预期略有降温。政策方面，本周美国的钢、铝关税生效，欧盟和加拿大对美国发起反制关税，加之特朗普发言对美股大跌、“制造衰退论”的回应平淡，政策不确定性对风险资产的打击延续，黄金则突破 3000 美元/盎司创下历史新高。下周关注 3 月美联储 FOMC 会议，重点关注点阵图及其分布对年内降息预期的指引及分歧程度，以及美联储对失业率、通胀率的风险评估变化。

■ **大类资产：**美股持续大跌，黄金突破 3000 美元/盎司创下历史新高。本周公布的美国通胀数据不及预期回落，但仍未缓解市场对于关税和通胀前景的担忧；本周特朗普在采访中淡化对美股大跌和“制造衰退论”的关注，美股经历“黑色星期一”，本周延续大跌。全周（3 月 10 日至 14 日）来看，美债利率震荡上行，10 年美债利率升 1.2bps 至 4.312%，2 年美债利率升 1.7bps 至 4.017%；标普 500、纳斯达克指数分别下跌 2.27%、2.43%。受关税不确定性、美国衰退预期的影响，本周黄金强势上涨，周五上破 3000 美元/盎司创新高，一度触及 3005 美元/盎司。向前看，警惕美元信用长期叙事下的黄金上涨行情受到来自美国紧财政强化财政纪律、中美关系阶段性缓和重启美债外储带来的短期冲击。

■ **海外经济：**2 月美国通胀降温，但市场反应偏谨慎。本周公布的美国经济数据进一步暂缓衰退担忧，通胀数据全面低于预期但市场反应偏谨慎，通胀预期的再度反弹令市场降息预期有所降温，最新联邦基金期货预期 6 月降息概率 93%，全年降息 2.6 次/65bps。通胀方面，2 月通胀数据全面不及预期，但市场并不“买账”。周三公布的美国 2 月 CPI 环比/核心环比+0.2%/+0.2%，预期+0.3%/+0.3%，前值+0.5%/+0.4%；CPI 同比/核心同比+2.8%/+3.1%，预期+2.9%/+3.2%，前值+3%/+3.3%，主要分项均不及预期 0.1%。数据发布后，美债利率大跌后迅速反弹，降息预期波动不大，原因在于：①核心商品环比稳定在疫情前水平附近，且市场担忧后续关税冲击使之进一步下行空间有限；②从结构上看，由于核心服务通胀的回落来自机票、车险等高波动分项，且因 CPI 和 PCE 统计口径的差异，不及预期的 CPI 并不一定对应美联储更关注的 PCE 通胀大幅回落。相应地，周四 2 月 PPI 数据同样全面不及预期，但上述分项表现强劲，因此市场预期 2 月 PCE 通胀环比或仍在+0.3%的较高中枢。通胀预期方面，周五公布的 3 月密歇根大学消费者 1 年通胀预期升至 4.9%，预期和前值 4.3%，5-10 年通胀预期 3.9%，预期 3.4%，前值 3.5%，但其中，共和党和民主党消费者通胀预期的分歧也达到新高。增长方面，职位空缺好于预期，消费者信心大跌。1 月美国职位空缺录得 774 万，预期 760 万，前值由 760 万下修至 750.8 万；自主离职率上升，企业裁员率下降，劳务市场状况边际改善，企业招聘率则持平前值。3 月密歇根大学消费者信心指数初值 57.9，创 2022 年 11 月以来的最低，预期 63，前值 64.7，不同党派消费者信心的分歧同样显著。主要受核心 CPI 结构、职位空缺数据影响，纽约联储 Nowcast 模型将预测值由上周的 +2.67% 小幅上调至 +2.69%。

■ **货币政策：**关注下周美日英“超级央行周”。下周四 2:00，美联储将公布 3 月 FOMC 利率决议。根据彭博 3 月 14 日对 45 名分析师的调查，分析师一致预期 3 月不降息，并将分别于 9、12 月各降息 25bps，显示市场对美联储降息预期仍十分谨慎。3 月会议重点关注：①点阵图的分布指引年内降息几次预期、以及分歧有多大；②对未来失业率、通胀率的风险评估是否有所变化。综合近期美联储官员对于美国经济和降息预期的发言，预期 3 月会议声明和经济预测对于通胀和降息前景的表态仍偏谨慎，关注发布会上鲍威尔对特朗普关税政策对通胀上行风险的评估、近期金融市场震荡的回应。此外，考虑到 2 月美联储半年度货币政策对于缩减资产购买进度的表述，以及近期美联储负债端流动性“缓冲垫”隔夜逆回购再次降至 1262 亿美元的低位，美联储或在 3 月会议上宣布暂缓或暂停缩减资产购买的步伐。我们认为，当前美联储对通胀上

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 韦祎

执业证书：S0600124120012

weiy@dwzq.com.cn

研究助理 王茁

执业证书：S0600124120013

wangzhuo@dwzq.com.cn

相关研究

《紧财政冲击美股情绪，非农暂缓衰退担忧》

2025-03-09

《新增贷款：2 月同比少增，1-2 月同比持平》

2025-03-09

行风险的重视大于对增长前景的关注，后续或存在纠偏。一方面，上半年通胀仍有望在基数和居住通胀的带动下趋势下行，且特朗普的紧财政政策思路已经给居民消费信心、消费预期和油价带来较为显著的拖累，这也有利于带动通胀降温；另一方面，下半年特朗普政策或转向推进减税新政，而关税对通胀滞后的上行影响也将逐步显现，下半年通胀黏性或进一步凸显，使得降息更为困难。因此，**我们仍倾向于上半年通胀和增长预期的走弱、美股大跌对金融稳定性的负面冲击将使得美联储有机会前置降息**。日央行方面，本周 Rengo “春斗” 结果出炉，平均工资涨幅为 5.46%，超过去年的 5.28%；基本工资涨幅 3.84%，去年为 3.56%，大致符合预期。市场普遍认为此次春斗薪资增长偏强，但不足以促使日本央行提前加息。而本周日央行行长植田和男表示，未来进口推动的通胀可能趋缓，而薪资将继续稳步上涨，预期实际工资和消费在未来将逐步改善。综合来看，市场预期 3 月日央行暂停加息，但需关注会议对未来通胀前景和加息路径的评估。

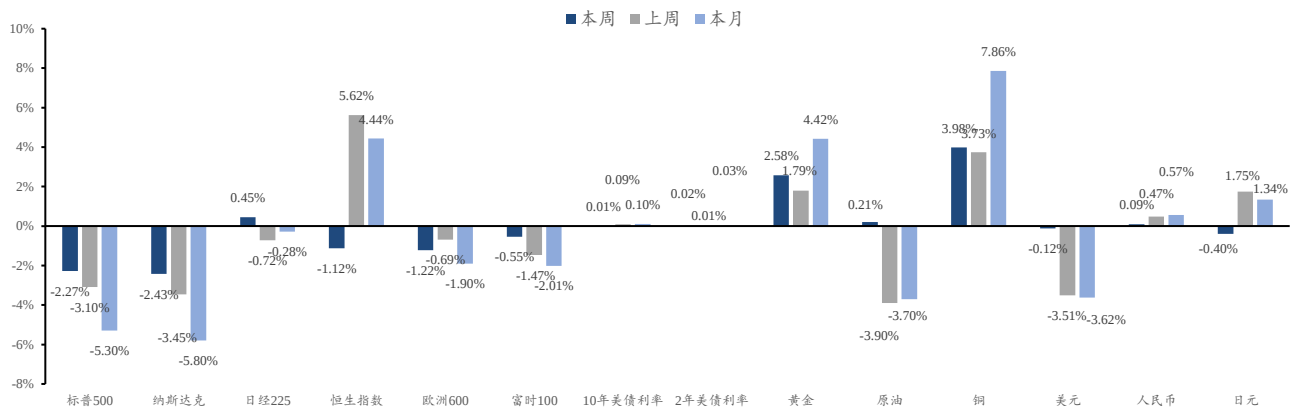
■ **海外政治：美国政府停摆危机解除，关注 25Q2 紧财政力度。**3 月 14 日，美国参议院以 54 票对 46 票通过了一项由共和党起草的持续决议，为政府提供资金至 9 月 30 日，避免了因 2025 财年拨款法案尚未通过而引发的政府停摆风波。9 月 30 日也是 2025 财年的最后一天。最新的持续决议延长了 2024 财年的资金水平，增加了约 60 亿美元国防开支和移民执法，减少约 130 亿美元的非国防自主开支，包括撤销了 2022 财年在税收、气候和健康法案中的 202 亿美元资金¹。其中，在营养补充计划、失业保险、医疗补助、小企业救灾管理局贷款等民生领域的拨款资金有所延长。此前，民主党因不满非国防支出削减的幅度、以及法案没有包括约束政府效率部门支出而反对这一方案，但最终参议院少数党领袖舒默宣布赞同这一方案，为法案在参议院通过起到了决定性作用。舒默认为，若因持续决议无法通过而导致政府停摆，则可能使得特朗普与马斯克进一步推进削减联邦政府开支与裁员，给经济带来更大的负面影响²。

■ **风险提示：**特朗普政策超预期；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。

¹ <https://www.congress.gov/bill/119th-congress/house-bill/1968/text>

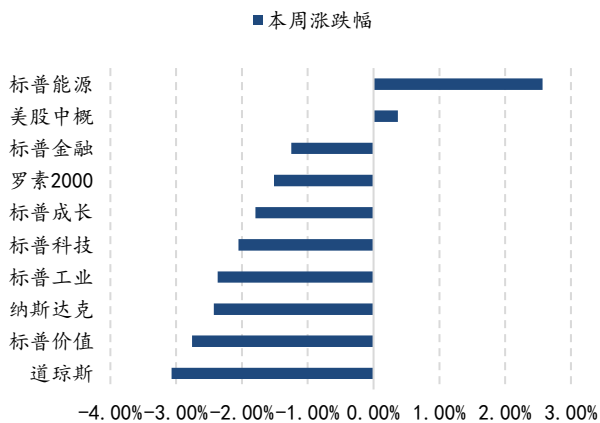
² <https://www.nbcnews.com/politics/congress/senate-vote-republican-funding-bill-government-shutdown-rcna196412>

图1: 全球大类资产表现一览



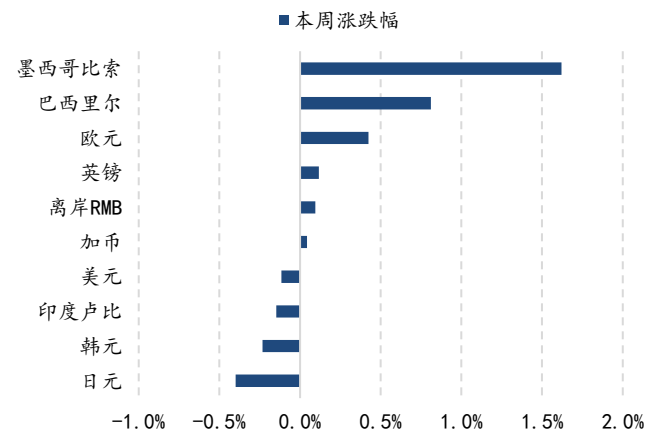
数据来源: 彭博、东吴证券研究所; 美债利率为绝对值变化, 其他为百分比变化幅度

图2: 美股大类和行业指数本周涨跌幅



数据来源: 彭博、东吴证券研究所

图3: 主要经济体汇率本周涨跌幅



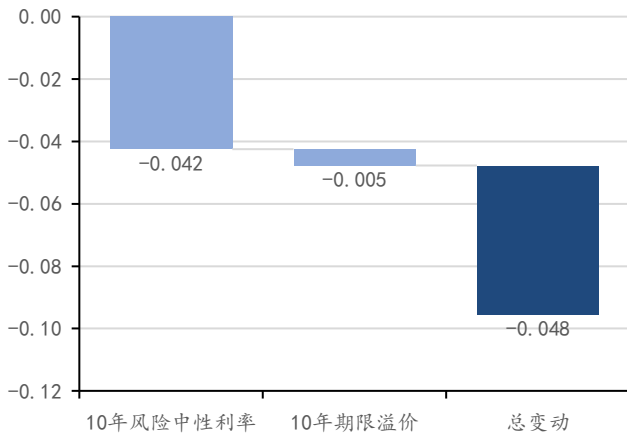
数据来源: 彭博、东吴证券研究所

图4: 10年、2年美债利率与利差



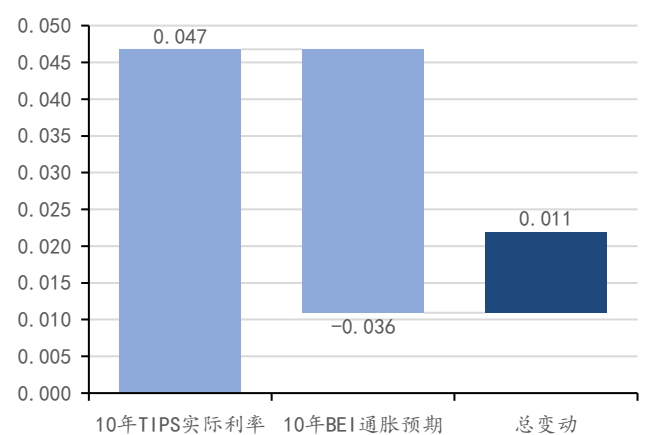
数据来源: 彭博、东吴证券研究所; 横轴单位为年份后两位, 下同; 纵轴单位%

图5: 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)



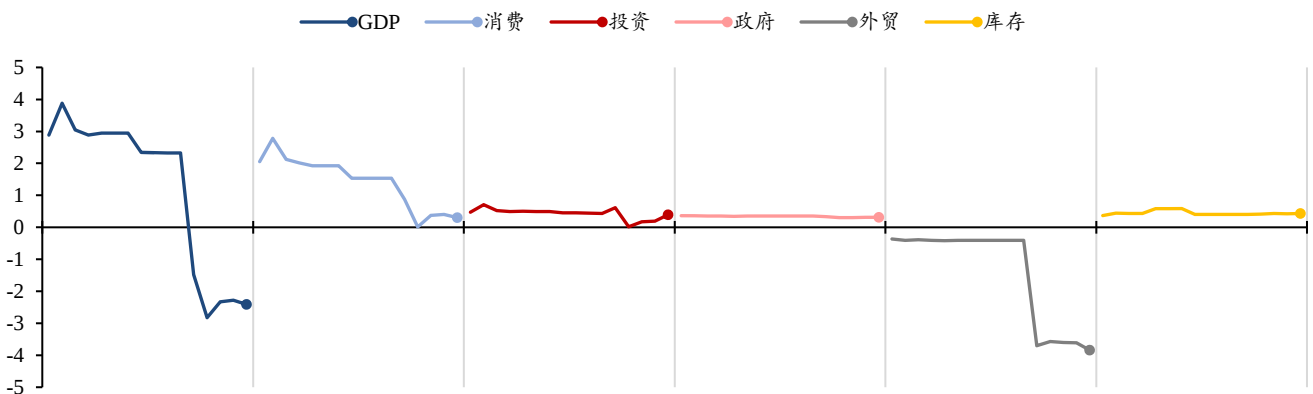
数据来源: 彭博、东吴证券研究所; 单位%

图6: 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)



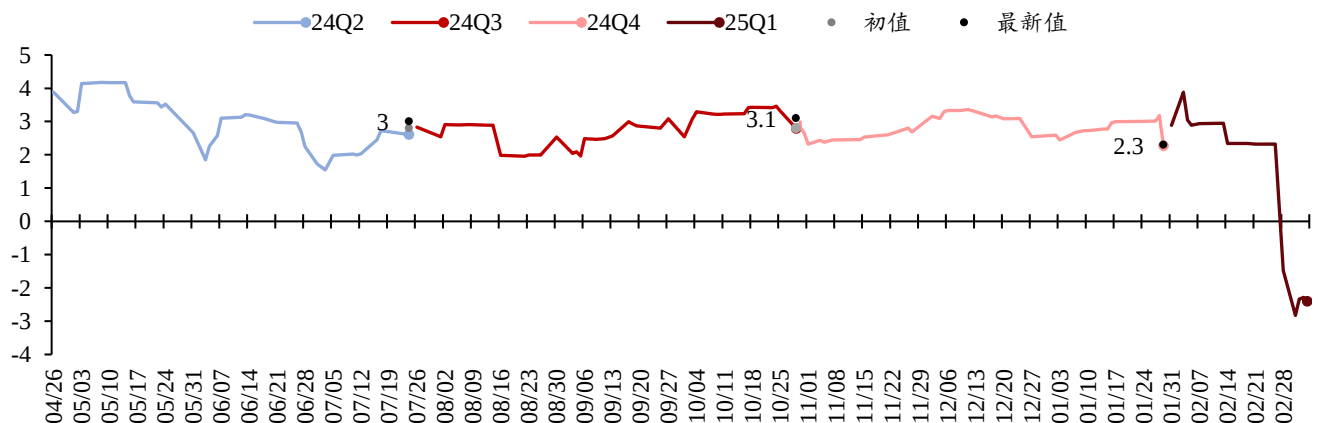
数据来源: 彭博、东吴证券研究所; 单位%

图7: 亚特兰大联储 GDPNow 模型对 25Q1 美国 GDP 及各分项贡献度实时预测



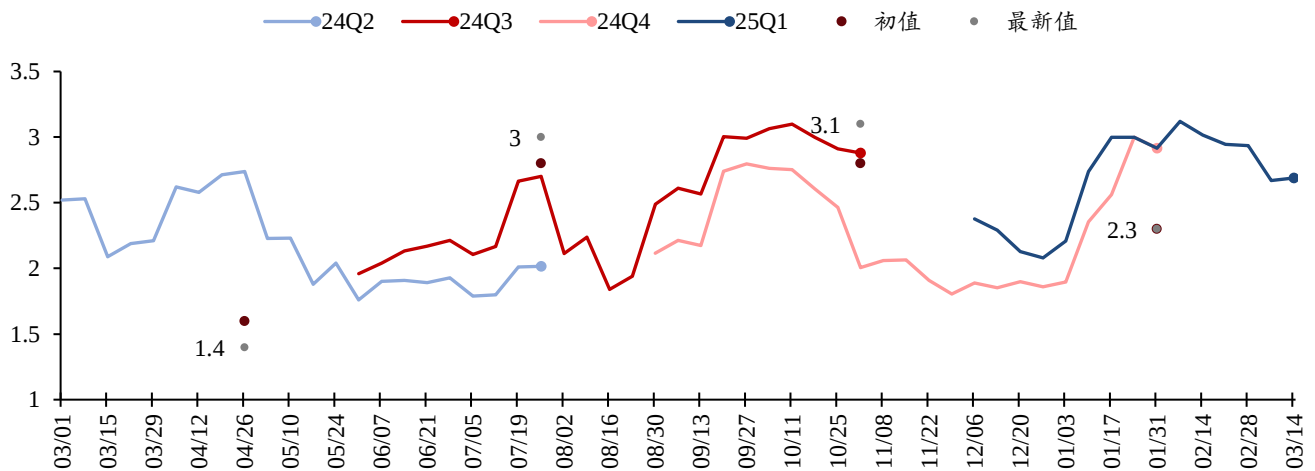
数据来源: 美联储、东吴证券研究所; 横轴为预测时间, 最新为3月7日, 纵轴单位%, 季调环比年率

图8: 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



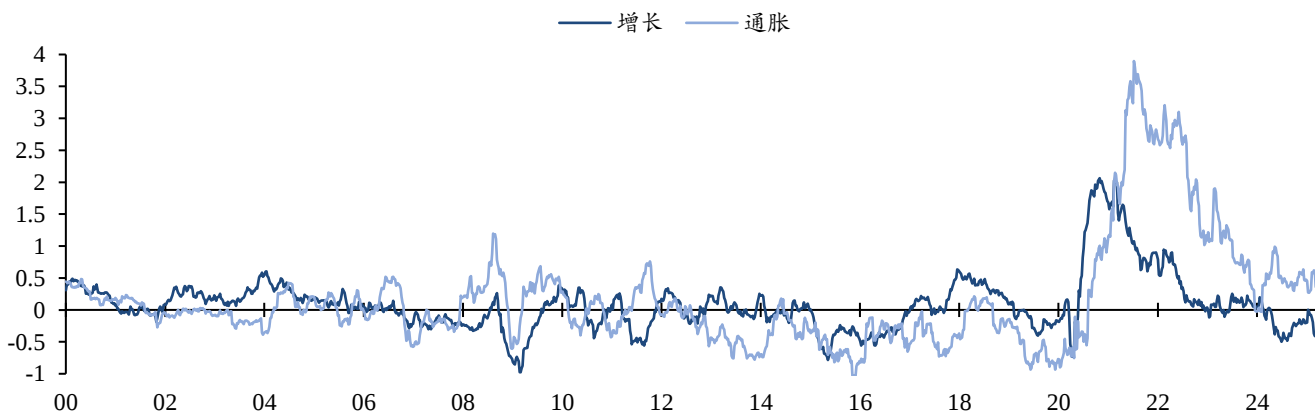
数据来源: 彭博、东吴证券研究所; 纵轴单位%, 季调环比年率

图9: 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10: 美国经济意外指数增长与通胀分项



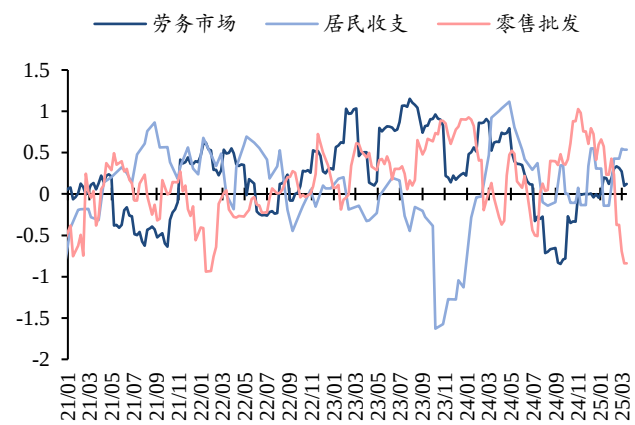
数据来源: 彭博、东吴证券研究所

图11: 美国经济意外指数企业部门分项



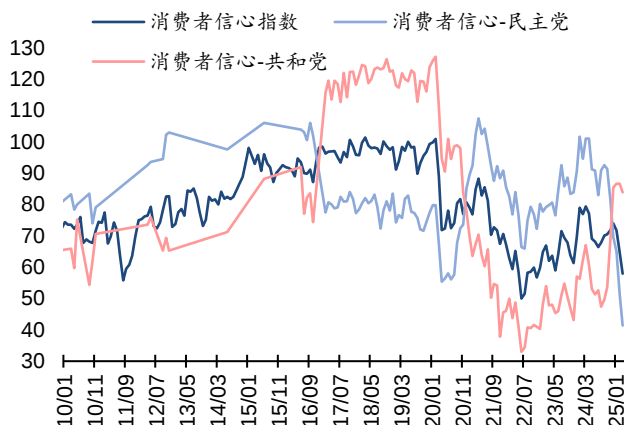
数据来源: 彭博、东吴证券研究所

图12: 美国经济意外指数家庭部门分项



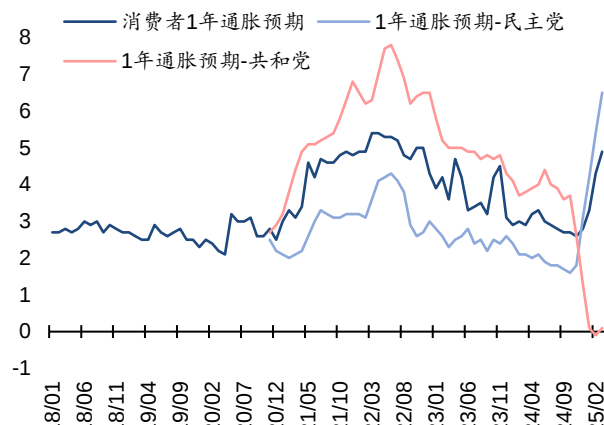
数据来源: 彭博、东吴证券研究所

图13: 密歇根大学消费者信心指数及党派分歧



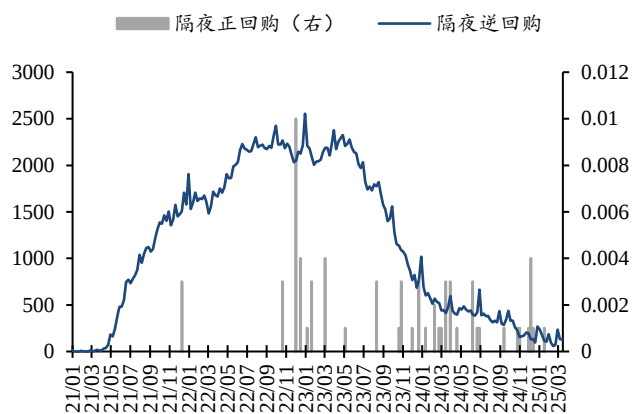
数据来源: 彭博、东吴证券研究所

图14: 密歇根大学消费者通胀预期及党派分歧



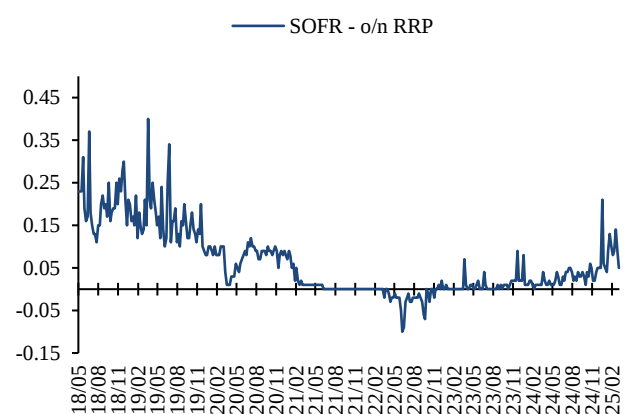
数据来源: 彭博、东吴证券研究所; 单位%

图15: 纽约联储每日回购情况



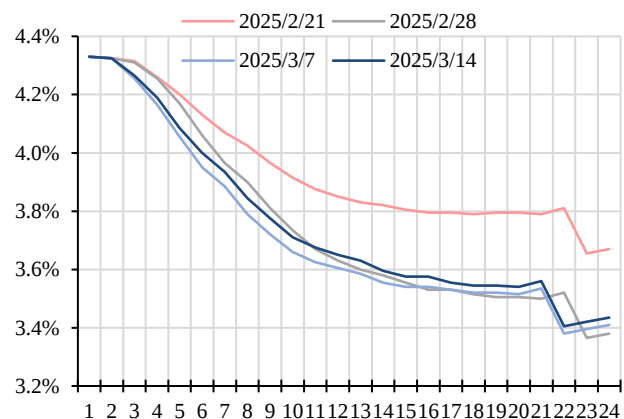
数据来源: 彭博、东吴证券研究所; 单位十亿美元

图16: 美国 SOFR 与 o/n RRP 利差



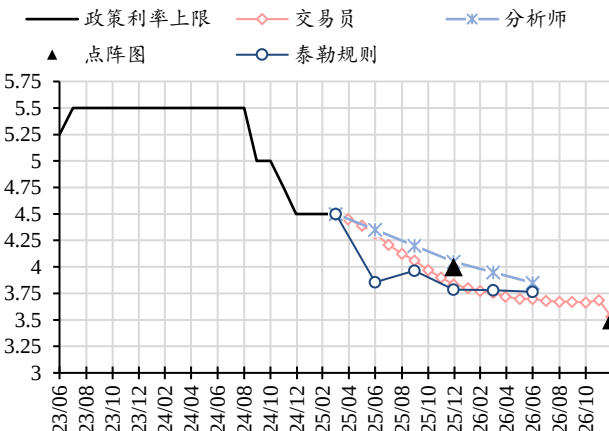
数据来源: 彭博、东吴证券研究所; 单位 bps

图17: 联邦基金期货隐含未来24个月政策利率



数据来源: 彭博、东吴证券研究所

图18: 各方对美国政策利率路径预测



数据来源: 彭博、东吴证券研究所; 单位%

图19：美国 CPI 分项同比增速、权重、贡献度一览

拉动率	权重	同比增速	2025/02	2025/01	2024/12	2024/11	2024/10	2024/09	2024/08	2024/07	2024/06	2024/05	2024/04	2024/03
2.82	100.00	所有项目	2.82	3.00	2.89	2.75	2.60	2.44	2.53	2.89	2.97	3.27	3.36	3.48
0.35	13.50	食品	2.61	2.50	2.51	2.38	2.13	2.27	2.05	2.18	2.22	2.13	2.21	2.24
0.15	8.14	食品商品	1.90	1.93	1.77	1.57	1.12	1.26	0.88	1.05	1.13	1.04	1.12	1.16
0.20	5.36	食品服务	3.68	3.38	3.62	3.65	3.81	3.95	4.01	4.09	4.06	4.03	4.15	4.17
-0.01	6.75	能源	-0.17	0.97	-0.52	-3.18	-4.86	-6.85	-3.98	1.07	0.99	3.69	2.61	2.12
-0.11	3.59	能源商品	-3.18	-0.47	-3.87	-8.49	-12.40	-15.29	-10.12	-2.03	-2.24	2.16	1.08	0.87
-0.11	3.42	机动车汽油	-3.25	-0.42	-3.76	-8.40	-12.49	-15.48	-10.38	-2.31	-2.54	1.98	1.05	1.02
0.10	3.16	能源服务	3.26	2.54	3.26	2.79	4.00	3.38	3.06	4.16	4.28	4.67	3.55	3.09
0.06	2.46	电力服务	2.46	1.88	2.80	3.09	4.52	3.72	3.91	4.86	4.38	5.89	5.10	4.98
0.04	0.70	天然气服务	6.00	4.95	4.92	1.81	2.02	1.95	-0.12	1.48	3.74	0.24	-1.92	-3.18
2.49	79.76	核心项目	3.12	3.26	3.24	3.32	3.33	3.31	3.20	3.17	3.27	3.42	3.61	3.80
-0.02	18.81	核心商品	-0.12	-0.13	-0.53	-0.58	-1.00	-0.96	-1.86	-1.89	-1.84	-1.75	-1.27	-0.65
-0.03	16.88	核心商品除二手车	-0.20	-0.27	-0.21	-0.26	-0.77	-0.50	-0.70	-0.61	-0.66	-0.70	-0.55	-0.51
-0.02	3.51	家居陈设&用品	-0.45	-0.93	-0.85	-0.97	-2.15	-2.23	-2.56	-2.26	-2.52	-2.54	-2.78	-2.75
0.02	2.61	服装	0.60	0.40	1.24	1.13	0.30	1.79	0.32	0.23	0.78	0.80	1.32	0.40
0.01	6.10	交通运输商品	0.14	0.24	-1.21	-1.41	-1.66	-2.30	-4.39	-4.55	-4.23	-3.85	-2.71	-0.82
-0.01	3.65	新车	-0.31	-0.33	-0.40	-0.69	-1.27	-1.29	-1.20	-1.03	-0.88	-0.76	-0.36	-0.05
0.01	1.92	二手车	0.75	1.03	-3.25	-3.39	-3.36	-5.07	-10.35	-10.93	-10.10	-9.32	-6.86	-2.22
0.03	1.46	医保商品	2.32	2.29	0.49	0.38	0.97	1.59	1.98	2.78	3.14	3.13	2.49	2.51
-0.05	2.04	休闲商品	-2.37	-1.90	-1.48	-1.54	-1.67	-1.51	-0.91	-1.12	-1.56	-2.26	-2.17	-1.89
-0.06	0.87	教育&通讯商品	-6.94	-6.58	-6.10	-5.38	-6.73	-6.91	-5.95	-6.20	-7.73	-7.36	-6.01	-6.23
0.01	0.85	酒饮	1.73	1.39	1.38	1.77	1.58	1.46	1.95	1.93	1.82	1.69	2.03	2.40
0.04	1.37	其他商品	2.72	2.57	2.72	2.56	2.40	2.97	3.19	3.20	3.45	3.45	3.58	3.93
2.51	60.95	核心服务	4.11	4.31	4.41	4.56	4.77	4.75	4.93	4.92	5.06	5.25	5.35	5.40
1.08	28.34	服务除居住	3.82	3.94	4.03	4.11	4.51	4.42	4.31	4.63	4.81	4.97	4.87	4.77
1.54	36.18	居住	4.25	4.40	4.57	4.73	4.88	4.85	5.23	5.05	5.16	5.41	5.55	5.65
0.31	7.64	租金	4.09	4.24	4.27	4.36	4.60	4.78	4.97	5.09	5.07	5.30	5.44	5.68
0.03	1.42	酒店住宿	2.04	2.22	2.58	3.67	-0.08	-2.84	1.76	-2.27	-2.35	-1.42	-0.27	-1.93
1.18	26.71	自住房折算	4.43	4.60	4.80	4.92	5.19	5.21	5.38	5.30	5.45	5.65	5.75	5.91
0.05	1.10	供水&垃圾处理	4.88	4.43	5.23	5.23	5.02	4.75	4.24	4.53	4.59	4.77	5.31	5.28
0.20	6.50	医保服务	3.01	2.71	3.37	3.70	3.83	3.63	3.21	3.26	3.29	3.06	2.66	2.15
0.09	3.61	专业医疗服务	2.38	2.15	2.76	3.00	3.08	2.30	1.55	2.00	2.12	2.22	1.97	1.94
0.09	2.31	医院	3.76	3.25	3.99	4.26	4.28	4.82	5.79	6.21	7.10	7.35	7.85	7.68
0.02	0.58	健康保险	3.90	4.05	4.76	5.88	6.84	7.48	3.31	-0.55	-4.16	-7.72	-11.59	-15.21
0.38	6.39	运输服务	5.95	8.05	7.27	7.06	8.15	8.53	7.89	8.83	9.43	10.53	11.21	10.73
-0.01	0.81	机票	-0.69	7.14	7.89	4.71	4.09	1.58	-1.29	-2.81	-5.07	-5.87	-5.81	-7.09
0.32	2.85	机动车保险	11.10	11.77	11.29	12.74	13.99	16.30	16.53	18.56	19.54	20.26	22.64	22.20
0.14	3.26	休闲服务	4.28	3.83	2.74	3.51	2.85	2.23	3.24	3.10	3.40	3.94	4.12	4.53
0.08	5.02	教育&通讯服务	1.58	1.71	1.77	1.78	2.14	2.32	2.27	2.17	2.25	1.97	1.60	1.43
0.06	1.51	其他服务	3.83	2.25	3.75	4.17	4.08	4.07	4.61	5.13	4.78	4.05	4.88	5.36

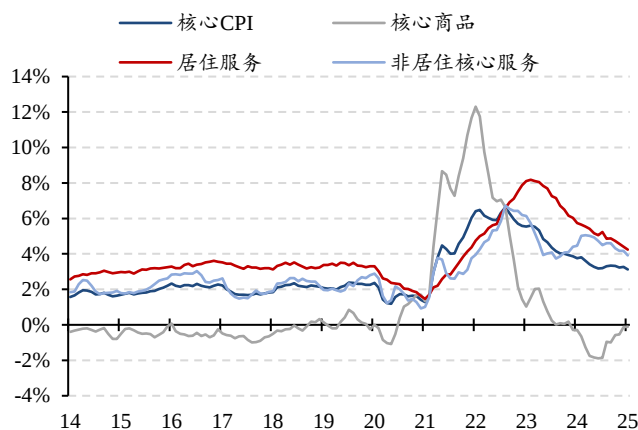
数据来源：彭博、东吴证券研究所；单位为%

图20: 美国 CPI 分项环比增速、权重、贡献度一览

拉动率	权重	环比增速	2025/02	2025/01	2024/12	2024/11	2024/10	2024/09	2024/08	2024/07	2024/06	2024/05	2024/04	2024/03
0.22	100.00	所有项目	0.22	0.47	0.36	0.28	0.23	0.23	0.18	0.14	0.00	0.04	0.29	0.35
0.02	13.68	食品	0.16	0.36	0.29	0.32	0.21	0.32	0.15	0.15	0.24	0.14	0.12	0.06
0.00	8.06	食品商品	0.01	0.46	0.28	0.35	0.19	0.31	0.08	0.11	0.12	0.00	-0.02	-0.07
0.02	5.63	食品服务	0.39	0.24	0.30	0.28	0.24	0.34	0.26	0.21	0.41	0.35	0.35	0.26
0.01	6.29	能源	0.20	1.08	2.42	0.09	-0.22	-0.95	-0.99	-0.43	-1.57	-1.34	0.94	0.52
-0.03	3.16	能源商品	-0.89	1.94	3.93	0.23	-1.08	-2.28	-1.28	-0.80	-2.95	-2.36	2.05	0.48
-0.03	3.02	机动车汽油	-0.91	1.83	4.00	0.23	-1.03	-2.27	-1.23	-0.89	-2.99	-2.44	2.07	0.56
0.04	3.13	能源服务	1.38	0.31	0.75	-0.08	0.73	0.57	-0.67	0.01	0.09	-0.09	-0.39	0.57
0.02	2.37	电力服务	1.02	-0.04	0.20	-0.23	0.79	0.54	-0.41	0.16	-0.30	0.05	0.04	0.62
0.02	0.76	天然气服务	2.54	1.79	2.82	0.48	0.50	0.67	-1.61	-0.53	1.51	-0.63	-1.96	0.37
0.18	80.03	核心项目	0.23	0.45	0.21	0.29	0.27	0.31	0.28	0.19	0.09	0.14	0.26	0.38
0.04	19.37	核心商品	0.22	0.28	-0.04	0.21	0.02	0.17	-0.12	-0.23	-0.17	-0.14	-0.13	-0.10
0.02	16.99	核心商品除二手车	0.12	0.02	-0.13	0.09	-0.11	0.13	-0.11	-0.10	-0.01	-0.06	0.02	-0.05
0.01	3.38	家居陈设&用品	0.19	-0.18	-0.22	0.61	-0.02	0.04	-0.26	0.00	-0.14	0.02	-0.34	-0.14
0.01	2.49	服装	0.60	-1.38	0.13	0.08	-0.89	0.99	0.10	-0.27	-0.01	-0.21	0.87	0.57
0.02	7.26	交通运输商品	0.22	0.80	0.46	0.64	0.37	0.30	-0.03	-0.51	-0.61	-0.47	-0.69	-0.27
0.00	4.38	新车	-0.07	0.04	0.36	0.47	-0.02	0.13	0.03	-0.14	-0.15	-0.42	-0.36	-0.17
0.02	2.39	二手车	0.88	2.19	0.76	1.29	1.21	0.50	-0.16	-1.44	-1.63	-0.82	-1.45	-0.51
0.00	1.54	医保商品	0.12	1.17	-0.01	-0.12	-0.19	-0.68	-0.22	0.16	0.19	1.28	0.45	0.16
-0.01	1.85	休闲商品	-0.69	0.32	-0.45	-0.40	-0.04	-0.35	-0.16	-0.32	0.26	-0.14	-0.03	-0.42
0.00	0.75	教育&通讯商品	-0.15	0.07	-1.33	-0.86	-0.27	-0.61	-0.73	-0.23	-0.56	-1.47	-0.10	-0.91
0.00	0.83	酒饮	0.49	0.32	-0.34	-0.01	0.41	0.09	0.12	0.09	0.25	0.13	0.12	0.05
0.01	1.29	其他商品	0.84	0.22	-0.43	0.25	0.37	0.23	0.24	0.21	0.19	0.47	-0.10	0.21
0.15	60.65	核心服务	0.25	0.51	0.26	0.29	0.34	0.36	0.38	0.32	0.19	0.22	0.38	0.53
0.10	28.78	服务除居住	0.36	0.52	0.32	0.20	0.40	0.50	0.15	0.12	0.07	0.10	0.25	0.76
0.10	35.42	居住	0.28	0.37	0.27	0.34	0.39	0.27	0.48	0.36	0.23	0.37	0.34	0.46
0.02	7.47	租金	0.28	0.35	0.30	0.25	0.30	0.29	0.35	0.47	0.27	0.37	0.35	0.42
0.00	1.33	酒店住宿	0.18	1.43	-0.51	2.60	0.37	-1.08	1.31	0.01	-1.28	-0.60	-1.29	0.94
0.07	26.20	自住房租算	0.28	0.31	0.31	0.25	0.41	0.34	0.47	0.36	0.31	0.42	0.43	0.44
0.01	1.08	供水&垃圾处理	1.00	0.65	0.07	0.55	0.40	0.60	0.40	0.48	0.22	-0.06	0.33	0.14
0.02	6.72	医保服务	0.31	0.02	0.16	0.31	0.33	0.62	-0.07	-0.12	0.19	0.33	0.39	0.50
0.01	3.67	专业医疗服务	0.31	-0.21	0.08	0.36	0.45	0.54	-0.06	0.17	0.13	0.30	0.22	0.07
0.01	2.26	医院	0.23	0.86	0.23	0.07	0.45	0.27	0.38	-0.99	0.11	0.29	0.58	1.23
0.00	0.79	健康保险	0.29	0.74	-0.01	0.18	0.48	0.36	0.14	-0.44	0.11	0.54	0.29	1.16
-0.05	6.36	运输服务	-0.81	1.84	0.46	0.12	0.36	1.21	0.83	0.41	-0.45	-0.32	0.85	1.44
-0.04	0.92	机票	-3.99	1.24	3.03	-0.01	1.85	2.80	3.19	-0.24	-4.12	-3.30	-0.01	-0.76
0.01	2.84	机动车保险	0.27	1.99	0.46	0.30	-0.19	1.05	0.58	0.93	0.87	0.09	1.76	2.52
0.03	3.48	休闲服务	0.81	1.37	0.26	0.72	0.65	-0.34	0.07	0.33	0.09	-0.13	0.35	0.03
0.02	4.96	教育&通讯服务	0.31	0.34	0.20	-0.22	-0.14	0.04	0.17	0.16	0.01	0.25	0.24	0.21
0.01	1.62	其他服务	0.91	-0.50	-0.30	0.38	0.27	0.13	0.20	0.26	0.92	-0.32	1.05	0.76

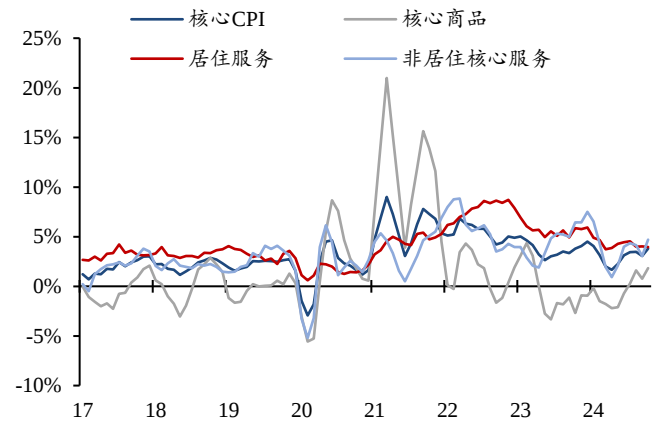
数据来源: 彭博、东吴证券研究所; 单位为%

图21: 美国核心 CPI 及三大分项同比增速



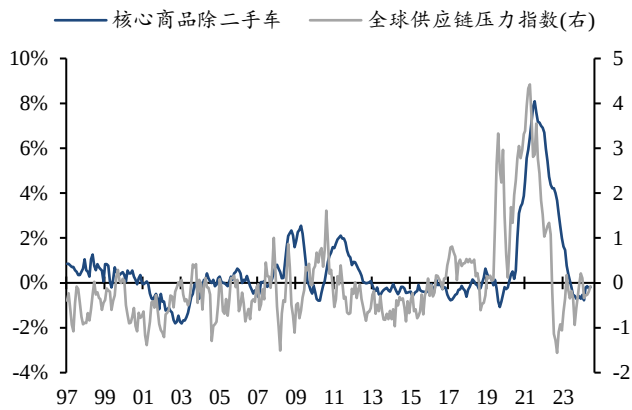
数据来源: 彭博、东吴证券研究所

图22: 美国核心 CPI 及三大分项环比三个月均年率



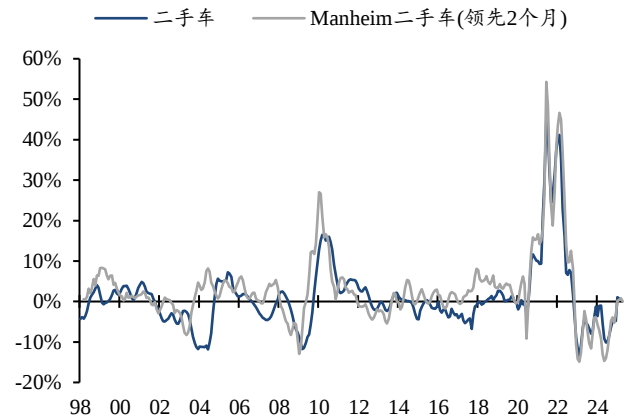
数据来源: 彭博、东吴证券研究所

图23: 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24: 美国 CPI 二手车分项与 Manheim 二手车同比



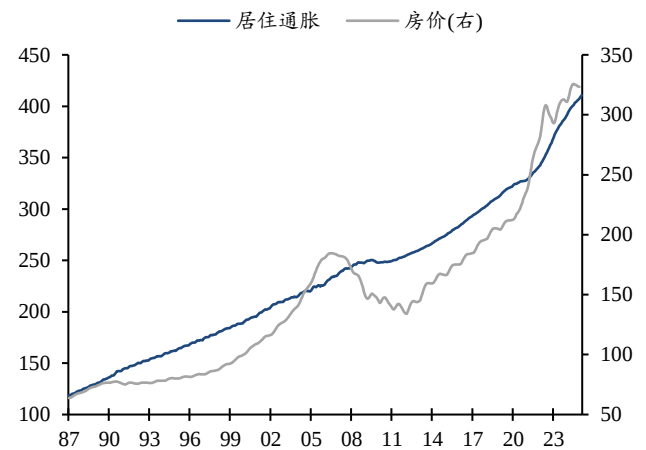
数据来源: 彭博、东吴证券研究所

图25: 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26: 美国居住 CPI 与房价指数



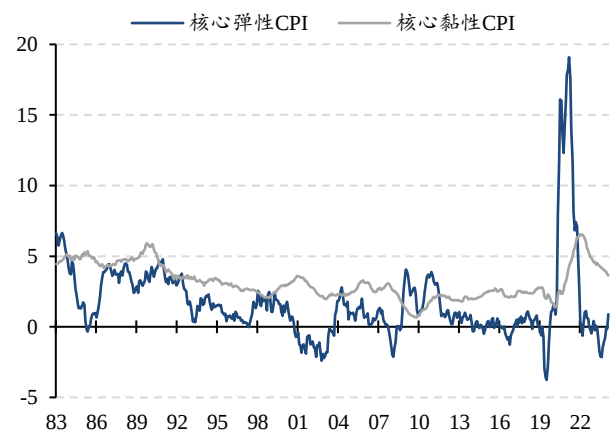
数据来源: 彭博、东吴证券研究所

图27: 美国 CPI 环比折年扩散指数项目占比



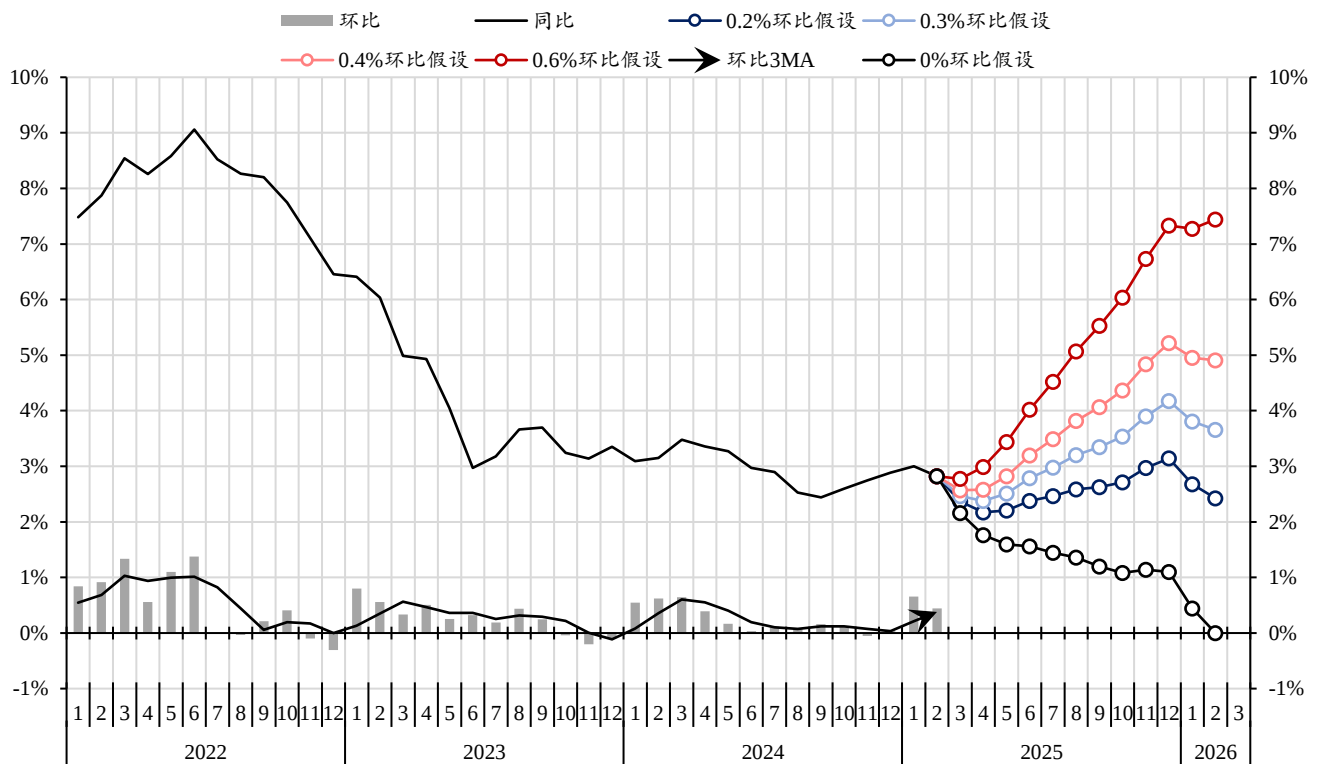
数据来源: 彭博、东吴证券研究所; 单位%

图28: 美国弹性与黏性 CPI 指标同比增速



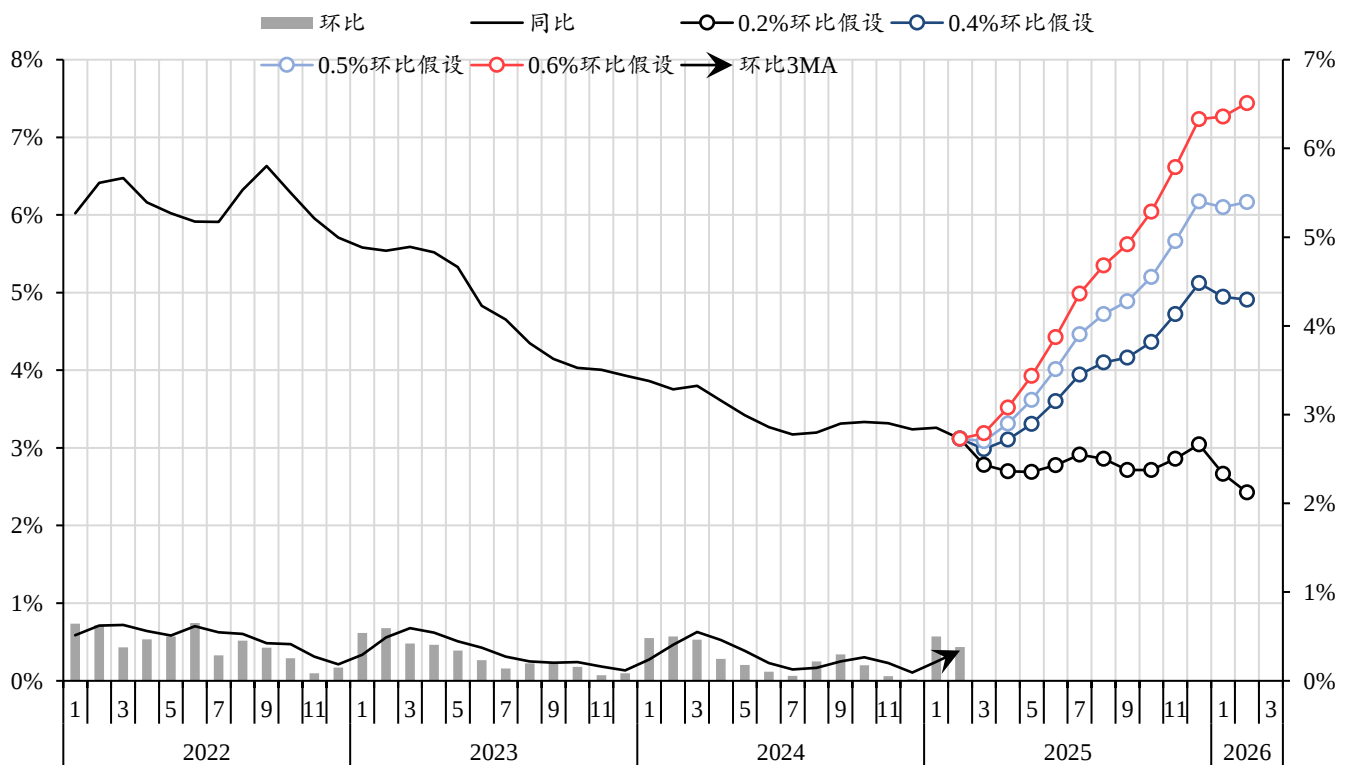
数据来源: 彭博、东吴证券研究所; 单位%

图29：不同环比增长假设下美国 CPI 同比增速



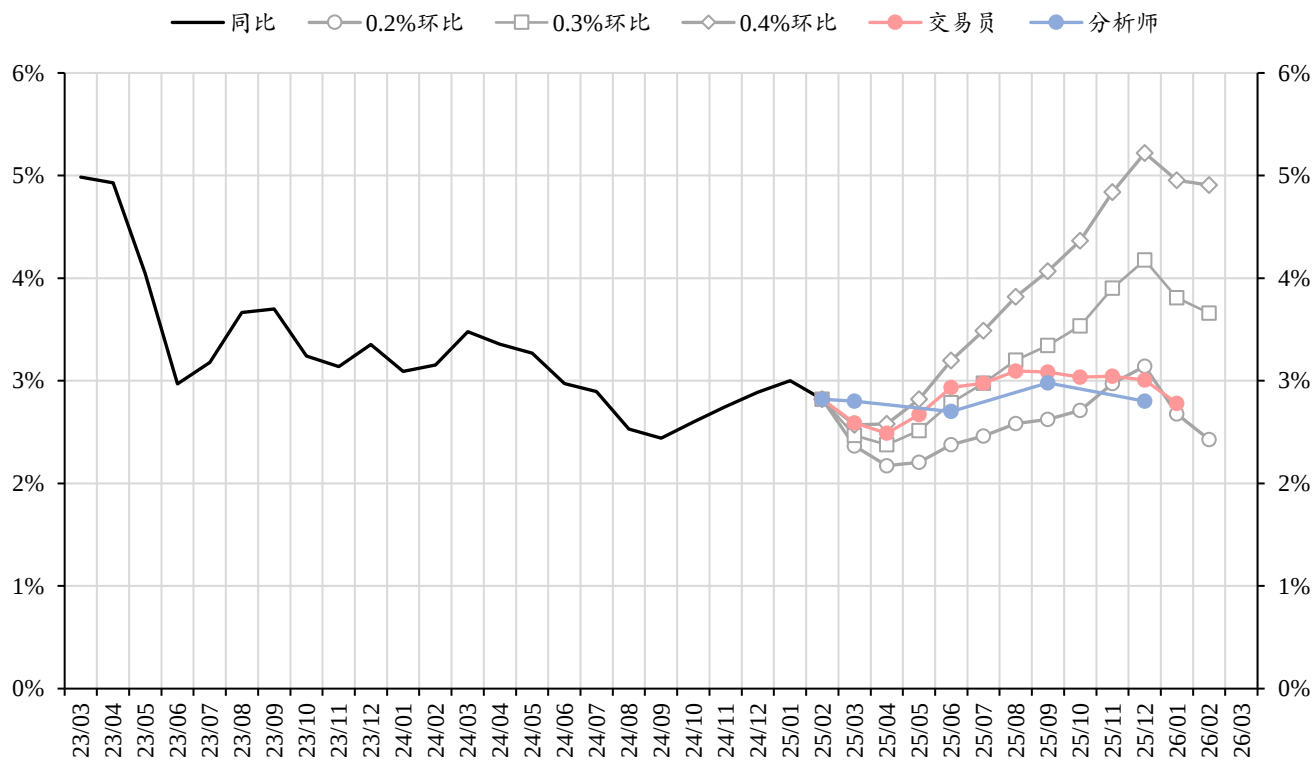
数据来源：彭博、东吴证券研究所

图30：不同环比增长假设下美国核心 CPI 同比增速



数据来源：彭博、东吴证券研究所

图31：研究机构对 2024-25 年各月美国 CPI 同比预测



数据来源：彭博、东吴证券研究所

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>