

2025 年 02 月 14 日

PPI 指引的 1 月美国 PCE 或比 CPI 更温和

- **1.美国 1 月 CPI 全面超预期:** 1 月美国 CPI 同比+3.0%，环比+0.5%，核心 CPI 同比+3.3%，核心环比+0.4%，均高于预期和前值。核心项目中，除租金、二手车、机票等高占比和高波动项目外，其余分项环比同样大幅上涨。通胀的“1 月效应”仍发挥了作用，过往 1 月 CPI 高于预期的比例最高；新的季调因子也有影响，非季调口径下，1 月环比+0.56%，与 2024 年相近，但季调后 1 月环比大幅高于去年同期。
- **2.美国 PPI 超预期:** 美国 1 月 PPI 同比+3.5%，预期+3.3%，前值由+3.3%上修至+3.5%；核心 PPI 同比+3.6%，预期+3.3%，前值由+3.5%上修至+3.7%。能源通缩似乎已经结束。从 PPI 与 PCE 相关的一些分项来看，PPI 指引的 1 月 PCE 可能比 CPI 更温和。
- **3.大选后的企业资本开支意愿:** 不同调查显示，美国企业在大选后普遍提高了资本支出计划。
- **4.关税与劳动生产率的相关性:** NBER 的研究发现，在 1870 年至 1909 年间的镀金时代，美国对进口制成品征收的关税水平与其国内工业劳动生产率的变动呈现出负相关。
- **5.共和党预算决议:** 共和党人在 12 日提出的预算决议草案提出在十年内至少削减 1.5 万亿美元的开支，并最多减税 4.5 万亿美元。预算案预计债务在 GDP 的占比为 105%，但是 CRFB 认为这一比例偏低、假设乐观。
- **6.道琼斯指数的编制问题:** 2023 年和 2024 年，道琼斯指数落后于标准普尔 500 指数超过 10 个百分点。WSJ 认为道琼斯指数的根本问题在于它是为一个依赖人工的股票选择和计算尺的时代设计的，在如今自动化的指数追踪时代显得极为过时。道琼斯指数赋予五只对整体市场几乎无关紧要的股票与 Mag7 在标准普尔 500 指数中相同的权重。
- **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。

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

《通胀虽有噪音，但也足以逼停 3 月降息》

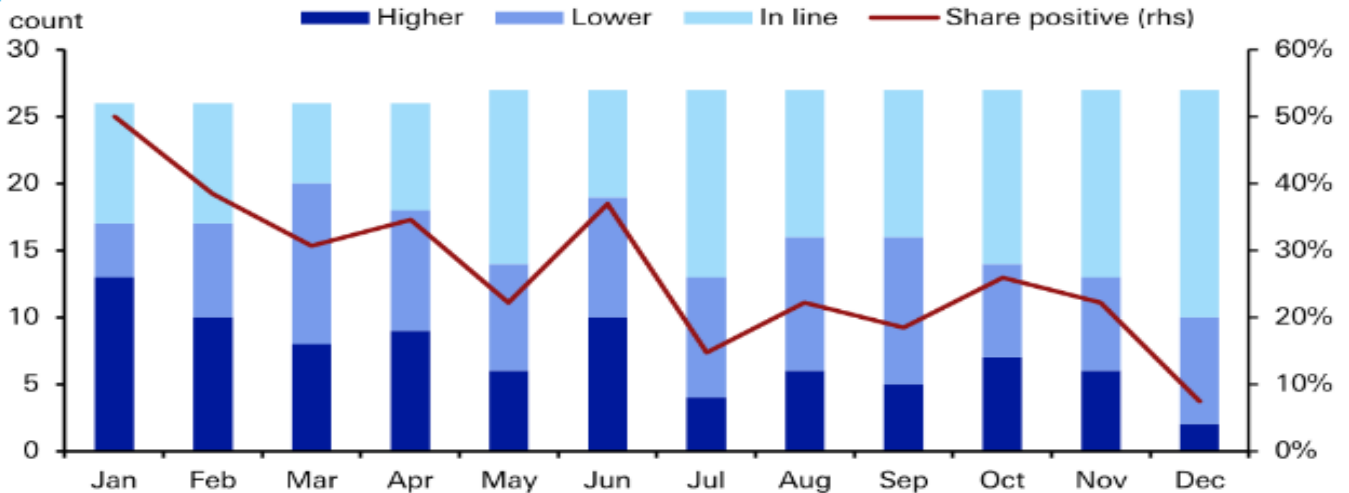
2025-02-13

《市场放量突破，金融地产等权重板块拉升》

2025-02-13

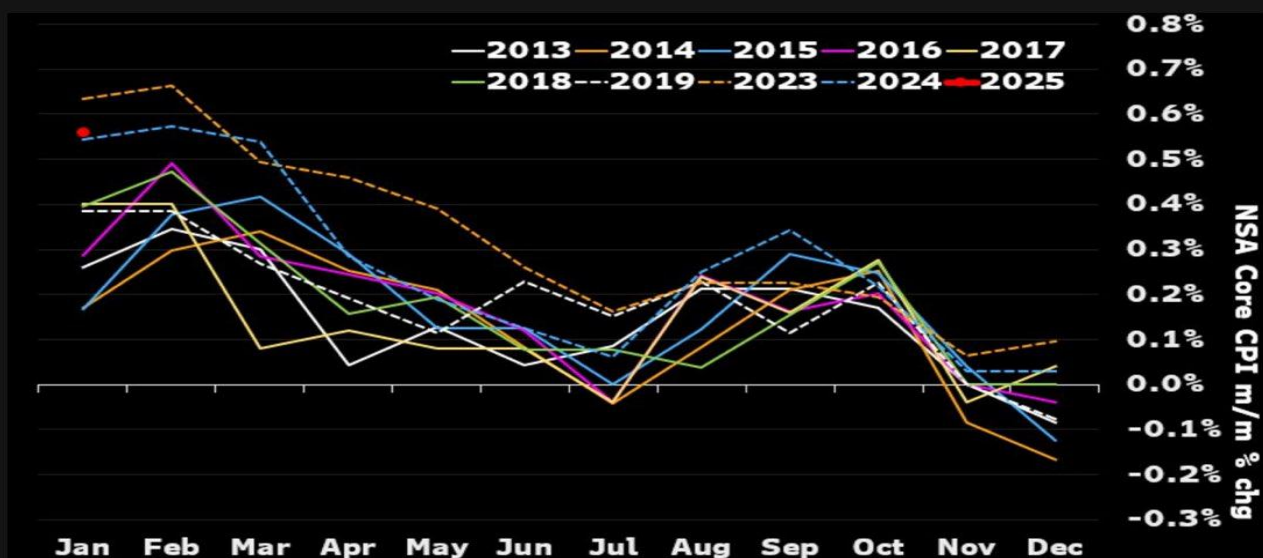
图1: 1月美国 CPI 同比+3.0%, 环比+0.5%, 核心 CPI 同比+3.3%, 核心环比+0.4%, 均高于预期和前值。核心项目中, 除租金、二手车、机票等高占比和高波动项目外, 其余分项环比同样大幅上涨。通胀的“1月效应”仍发挥了作用, 过往1月 CPI 高于预期的比例最高; 新的季调因子也有影响, 非季调口径下, 1月环比+0.56%, 与2024年相近, 但季调后1月环比大幅高于去年同期。

Figure 1: US core CPI surprises by month since 1998 - positive surprises have been much more likely in H1 and most likely in January's data



Source: Bloomberg Finance LP, Deutsche Bank

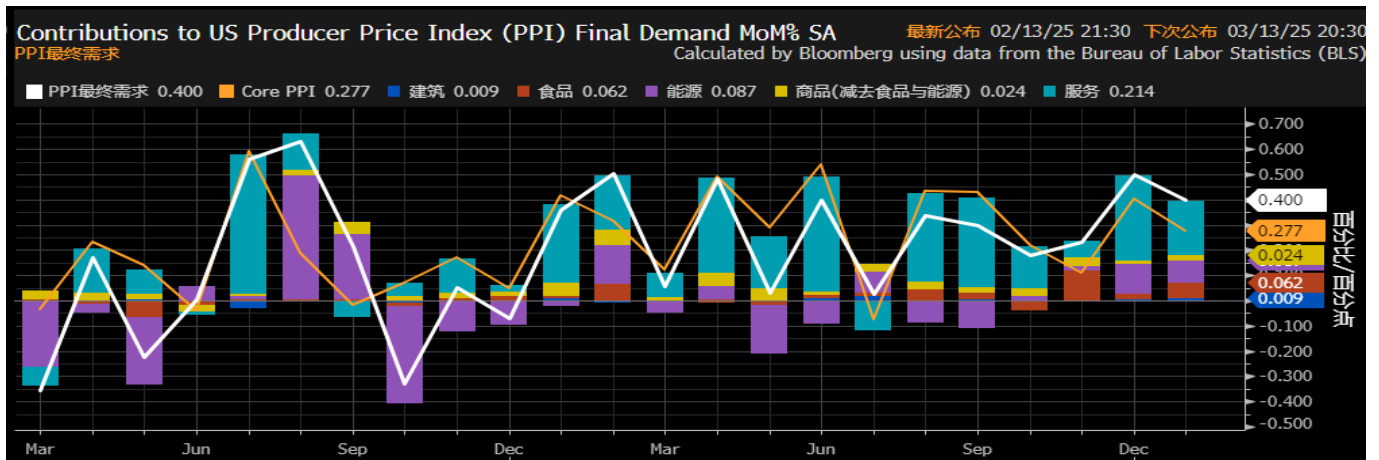
'January Effect' — But NSA Core CPI for January 2024, 2025 Are Similar



Source: BLS, Bloomberg Economics

数据来源: Zerohedge、东吴证券研究所

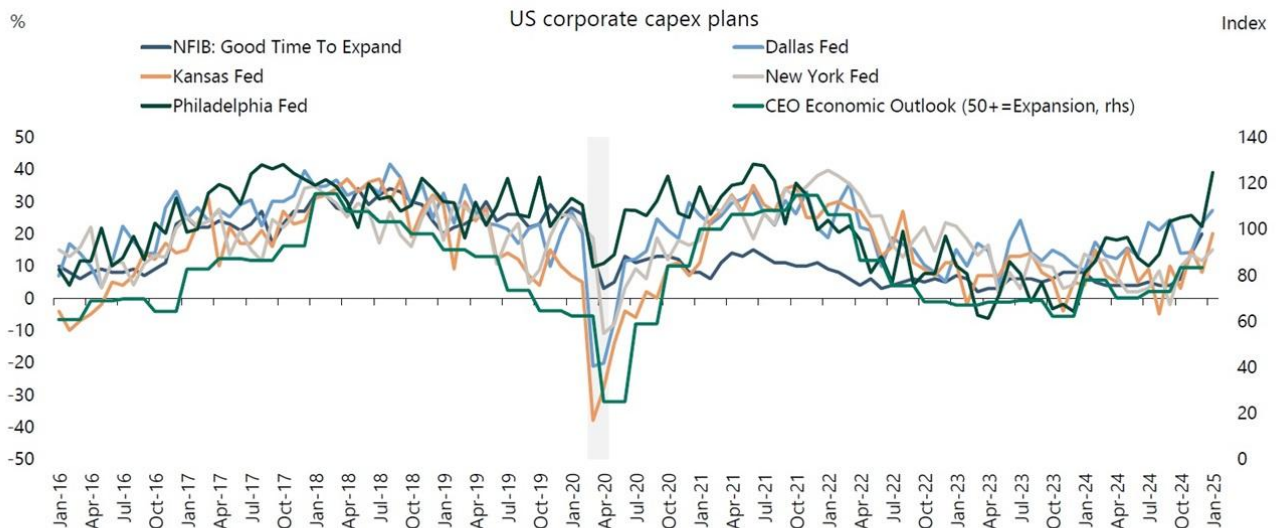
图2: 美国 1 月 PPI 同比+3.5%，预期+3.3%，前值由+3.3%上修至+3.5%；核心 PPI 同比+3.6%，预期+3.3%，前值由+3.5%上修至+3.7%。能源通缩似乎已经结束。从 PPI 与 PCE 相关的一些分项来看，PPI 指引的 1 月 PCE 可能比 CPI 更温和。



数据来源: Bloomberg、东吴证券研究所

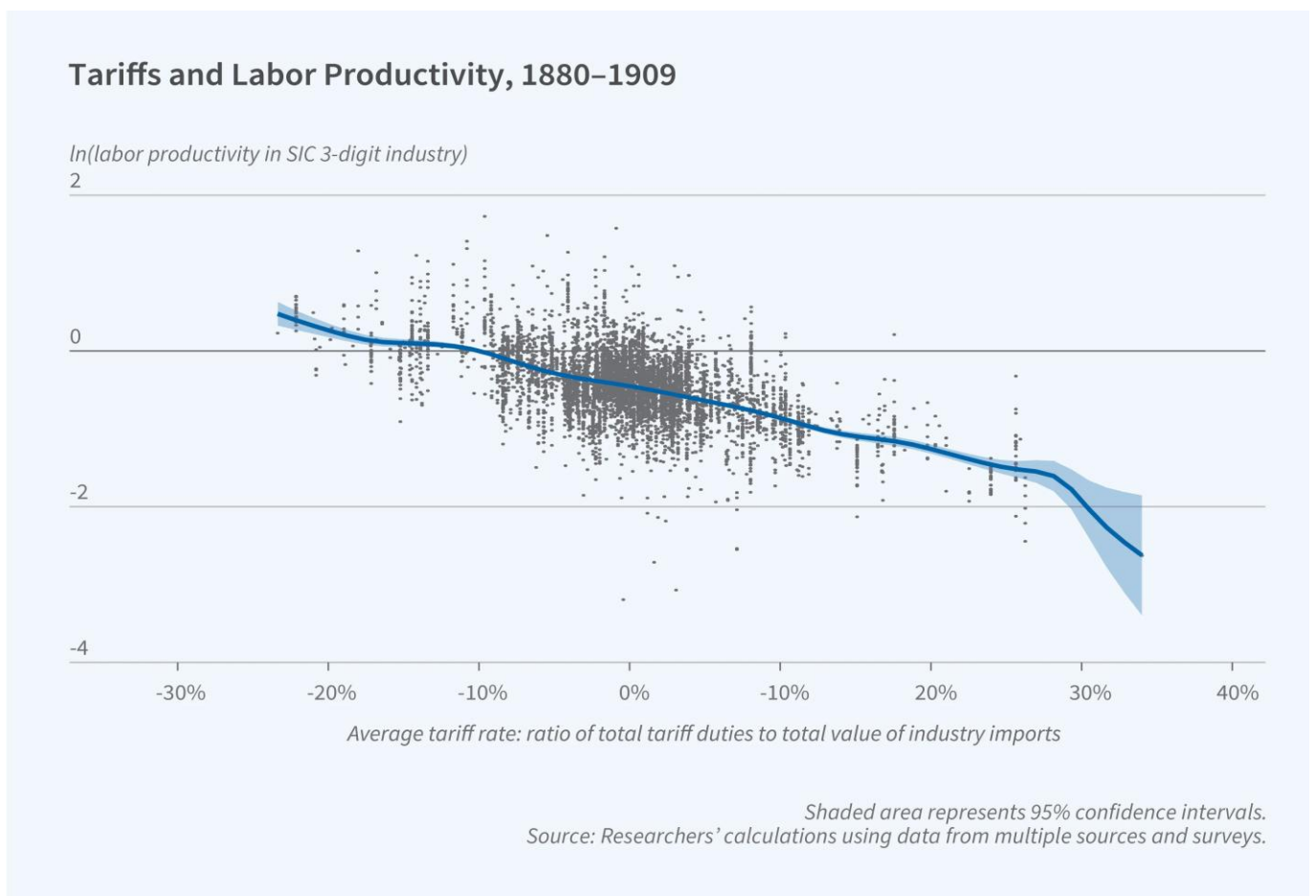
图3: 不同调查显示，美国企业在大选后普遍提高了资本支出计划。

Corporate capex spending plans



数据来源: Apollo、东吴证券研究所

图4: NBER 的研究发现, 在 1870 年至 1909 年间的镀金时代, 美国对进口制成品征收的关税水平与其国内工业劳动生产率的变动呈现出负相关。

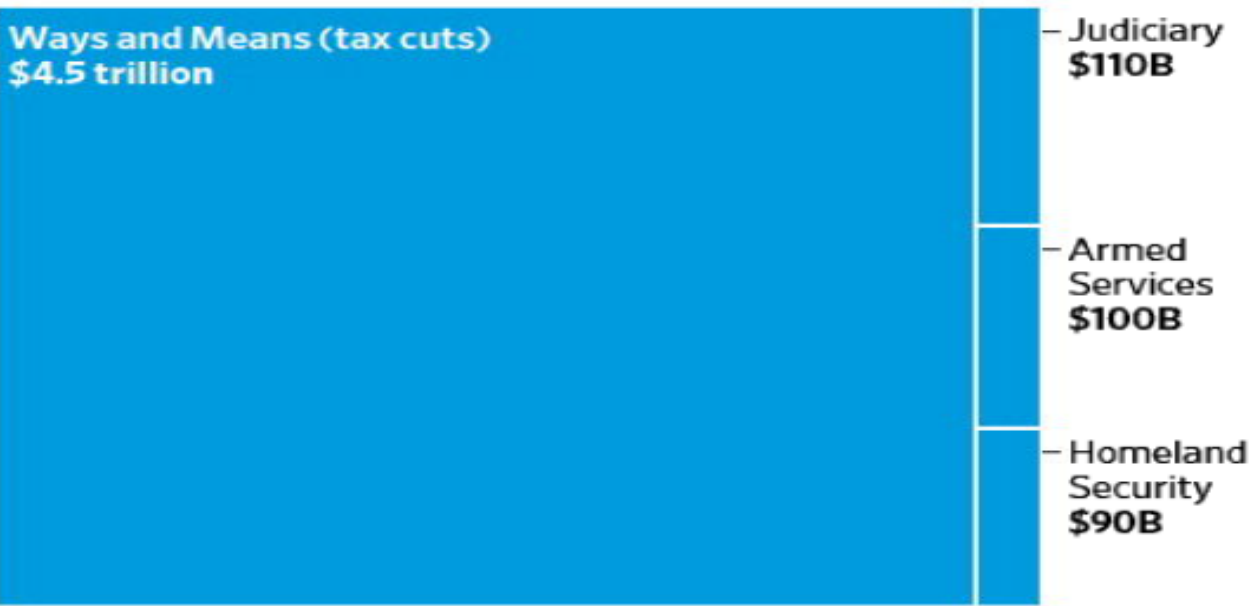


数据来源: NBER、东吴证券研究所

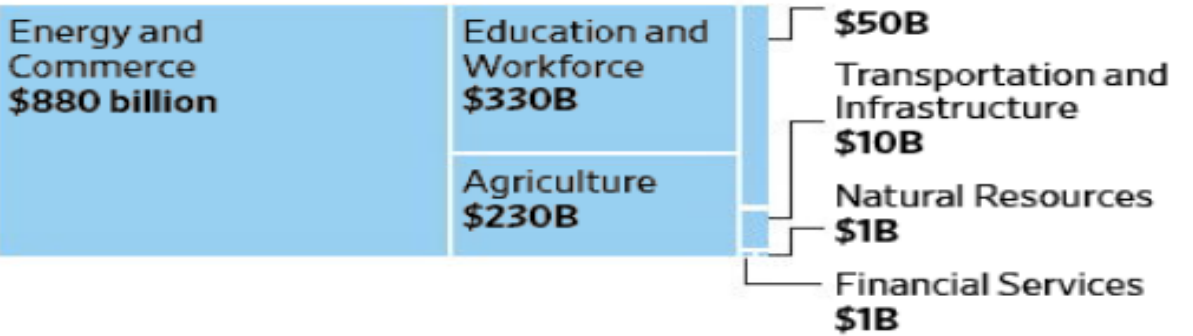
图5：12 日共和党人提出的预算决议草案提出在十年内至少削减 1.5 万亿美元的开支，并最多减税 4.5 万亿美元。

Budget targets over next decade by House committee

PROPOSED CHANGES THAT WOULD INCREASE THE DEFICIT...



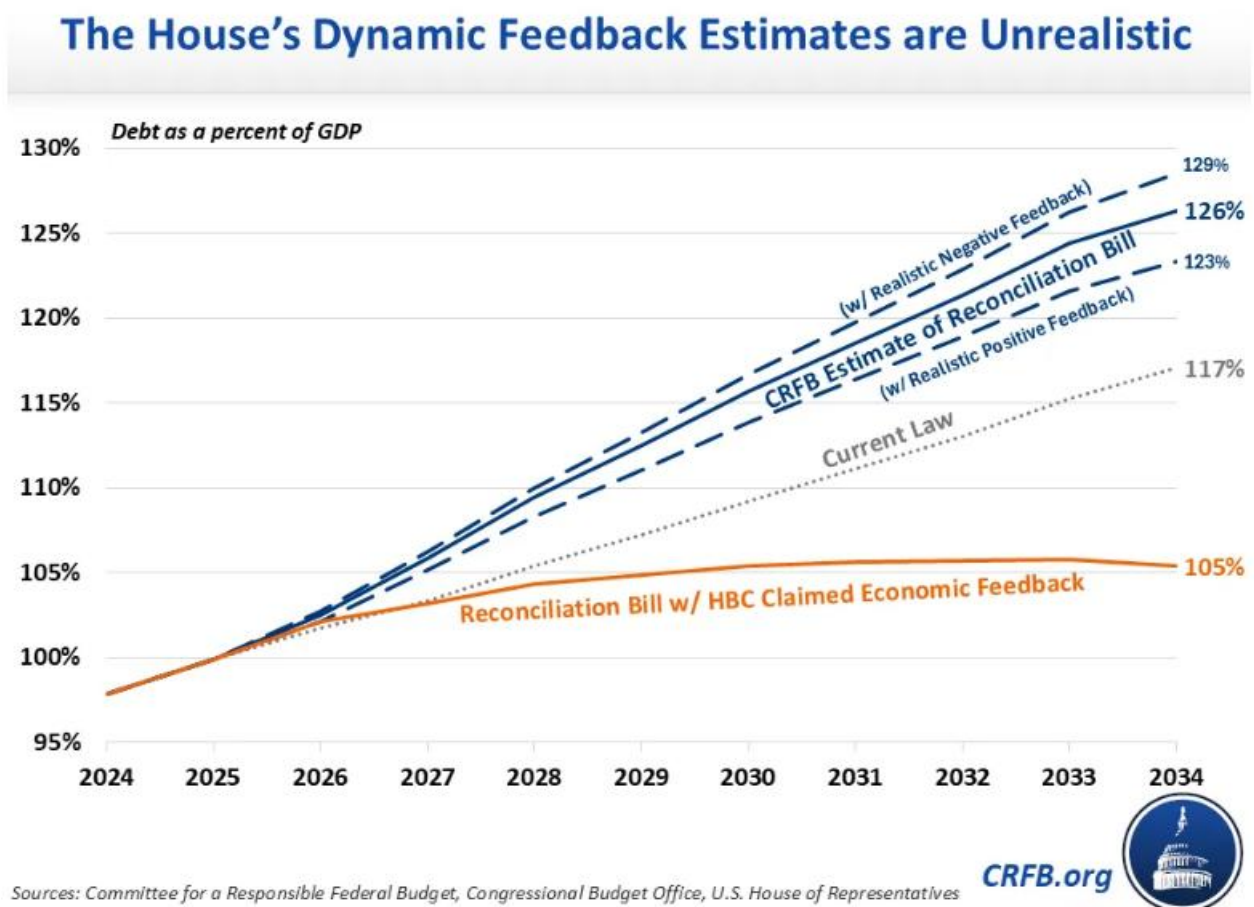
...OFFSET BY AT LEAST \$1.5T IN CUTS



Source: House Budget Committee

数据来源：WSJ、东吴证券研究所

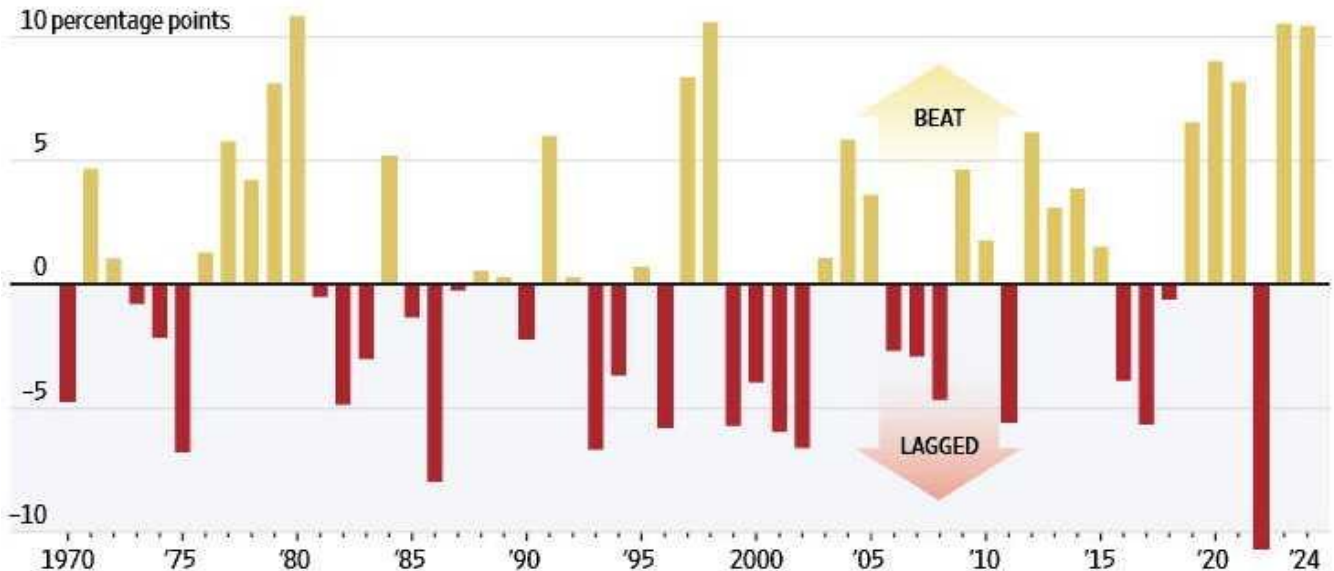
图6: 预算案预计债务在 GDP 的占比为 105%，但是 CRFB 认为这一比例偏低、假设偏乐观。



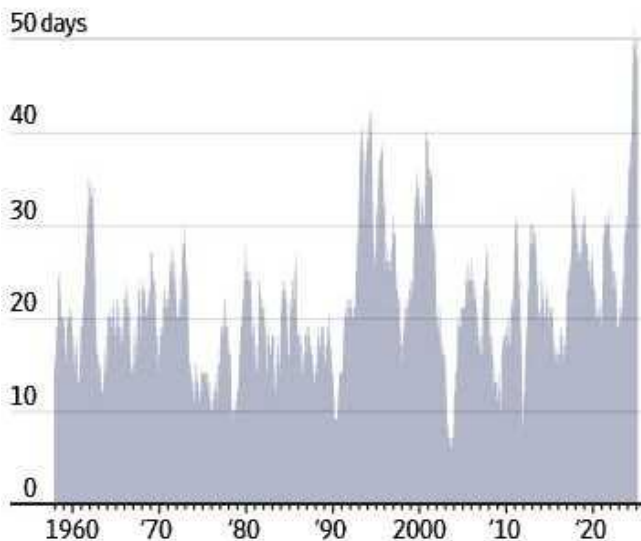
数据来源: CRFB、东吴证券研究所

图7：2023 年和 2024 年，道琼斯指数落后于标准普尔 500 指数超过 10 个百分点。WSJ 认为道琼斯指数的根本问题在于它是为一个依赖人工的股票选择和计算尺的时代设计的，在如今自动化的指数追踪时代显得极为过时。道琼斯指数赋予五只对整体市场几乎无关紧要的股票与 Mag7 在标准普尔 500 指数中相同的权重。

Years in which S&P 500 beat or lagged behind the Dow Jones Industrial Average



Number of times indexes moved in opposite directions in past 200 trading days



Performance since the end of 2023



Sources: LSEG (S&P 500 beat or lagged); Dow Jones Market Data (index moves); FactSet (performance)

数据来源：WSJ、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>