

2025 年 1 月美国 CPI 数据点评

通胀虽有噪音，但也足以逼停 3 月降息

2025 年 02 月 13 日

■ **核心观点：**1 月美国 CPI 全面大超预期，除 1 月季节性的价格重置效应、季调因子年度更新影响外，加州山火推升车险等同样对 1 月 CPI 造成扰动。向前看，1 月超预期的非农与通胀虽伴随噪音，但也足以让美联储 3 月不降息。我们认为 2-4 月美国通胀仍能在基数效应与居住通胀推动下走低，但 5 月以后，上述因素对通胀将反而构成逆风，同时特朗普减税、关税、移民政策效果逐步显现，25H2 美联储或更难降息。

■ **通胀数据：**1 月 CPI 全面大超预期。1 月美国 CPI 环比+0.47%，预期+0.3%，前值+0.36%；核心环比+0.446%，预期+0.3%，前值+0.21%；CPI 同比+3.0%，预期+2.9%，前值+2.89%；核心同比+3.26%，预期+3.1%，前值+3.24%。1 月的价格重置效应与季节性调整加大了 CPI 的不确定性，且风险多趋于上行，因而市场已有一定预期。但数据发布后，全面大超预期的 CPI 仍令市场交易通胀升温与降息延后，今年首次降息预期由 7 月延后至 9 月，全年降息仅 1.06 次，触发强美元交易，10 年美债利率跳升 10bps，美元指数重回 108，但美股期货与黄金下跌后反弹。

■ **数据结构：**主要项目环比均大涨，季调因子更新带来噪音。①**核心商品：**环比+0.28%，前值-0.04%，其中二手车环比由+0.76→+2.19%。由于 CPI 二手车滞后 Manheim 二手车两个月，因此其趋势已被提前剧透。但二手车已连续 5 个月环比正增长，这或因居民对二手油车购置需求的热情提升有关。从 CPI 与 Manheim 二手车价格走势来看，二者近期似乎有触底反弹迹象。剔除二手车的核心商品环比由-0.13→+0.02%，服饰涨跌、家具用品跌幅收窄，其余项目全部由负转正，这或与民主党人因担忧关税而前置消费的行为有关。上周公布的 2 月密歇根大学消费者 1 年通胀预期初值由 3.3%跃升至 4.3%，其中民主党人通胀预期由 4.2%大幅上涨至 5.1%，而这一数据在 2024 年 10 月仅有 1.5%。②**居住通胀：**环比+0.37%，前值+0.27%，受基数效应压制同比温和下行。其中，自住房折算分项环比持平前值+0.31%，租金小幅升 5bps 至+0.35%，并未出现去年 1 月二者的异常分化现象，但高波动的酒店住宿环比由-0.51→+1.43%，仍是居住通胀黏性的重要贡献。向前看，居住通胀与房价原有的 16 个月领先滞后关系已被打破，从拐点来看，若居住通胀保持当前 0.3-0.4%环比中枢，则其同比增速预计延续 2-4 个月的下行；从幅度来看，相较于领先指标房价的走势，美国居住通胀仍有不少下行空间。③**非居住核心服务：**超级核心通胀环比由+0.21→+0.76%。其中，交通运输大类中的机动车保险环比由+0.46→+1.99%，可能与南加州山火的影响相关（CPI 的机动车保险项目不扣除索赔费用）。此外，一众冷门项目（医院、停车费、门票、影音、俱乐部）大涨，是本次通胀超预期的主因，这或与 1 月商家集体涨价相关。④**季调因子的年度调整：**每年 1 月 BLS 会对 CPI 指数的季调因子进行年度更新，并对过往 5 年的数据应用新的季调因子。应用新的季调因子后数据显示，2024 年 10-12 月核心 CPI 环比均有所下修（图 7），即去通胀趋势相比初值数据所体现的更顺畅，这也一定程度上被动抬高了本期数据的环比基数。此外，对比非季调和季调核心环比可见，2025 年 1 月应用的季调因子数值相较前几年 1 月更小（图 8），这或是 1 月 CPI 季调环比数据大超预期的原因之一。

■ **策略启示：**2-4 月通胀仍有下行动力，25H2 降息难度更大。比预期更强的 1 月非农与 CPI 意味着 3 月降息希望渺茫，但噪音较大的 1 月 CPI 可能也难以扭转通胀的整体下行趋势。短期看，我们仍预期 2-4 月通胀数据将在基数效应与居住通胀的推动下阶段性走弱，叠加高利率对短期经济的抑制、驱赶非法移民对非农中枢的冲击，美联储降息仍有望前置至 5 月。当然，近期通胀预期的抬头、美联储对关税的通胀效应的评估，也将影响通胀下行的速率、压缩上半年的降息空间。中期看，5 月以后，随着特朗普减税（延长 TCJA、取消小费税加班税）、关税（商品供给）、移民（劳务供给）政策分别从需求与供给侧推高通胀，25H2 以后美联储的降息难度将陡增。

■ **风险提示：**市场波动风险；数据较预期偏离风险；海外地缘摩擦风险。

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

《市场放量突破，金融地产等权重板块拉升》

2025-02-13

《纽约联储消费者通胀预期表现温和》

2025-02-12

图1: 美国 CPI 分项同比增速、权重、贡献度一览

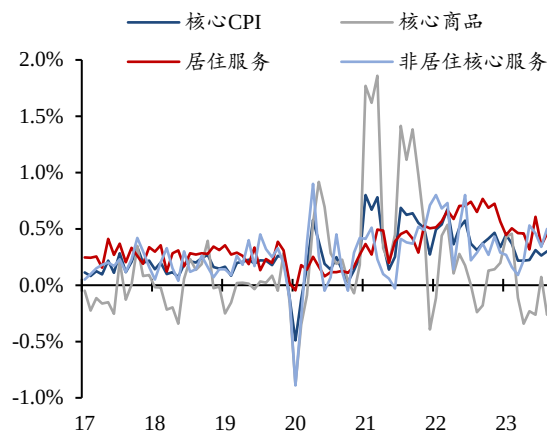
拉动率	权重	同比增速	2025/01	2024/12	2024/11	2024/10	2024/09	2024/08	2024/07	2024/06	2024/05	2024/04	2024/03	2024/02	2024/01	2023/12
3.00	100.00	所有项目	3.00	2.89	2.75	2.60	2.44	2.53	2.89	2.97	3.27	3.36	3.48	3.15	3.09	3.35
0.34	13.56	食品	2.50	2.51	2.38	2.13	2.27	2.05	2.18	2.22	2.13	2.21	2.24	2.23	2.57	2.70
0.16	8.18	食品商品	1.93	1.77	1.57	1.12	1.26	0.88	1.05	1.13	1.04	1.12	1.16	0.99	1.19	1.31
0.18	5.38	食品服务	3.38	3.62	3.65	3.81	3.95	4.01	4.09	4.06	4.03	4.15	4.17	4.52	5.08	5.24
0.06	6.64	能源	0.97	-0.52	-3.18	-4.86	-6.85	-3.98	1.07	0.99	3.69	2.61	2.12	-1.90	-4.56	-2.02
-0.02	3.47	能源商品	-0.47	-3.87	-8.49	-12.40	-15.29	-10.12	-2.03	-2.24	2.16	1.08	0.87	-4.17	-6.88	-2.91
-0.01	3.30	机动车汽油	-0.42	-3.76	-8.40	-12.49	-15.48	-10.38	-2.31	-2.54	1.98	1.05	1.02	-4.17	-6.63	-2.33
0.08	3.18	能源服务	2.54	3.26	2.79	4.00	3.38	3.06	4.16	4.28	4.67	3.55	3.09	0.49	-1.97	-1.12
0.05	2.48	电力服务	1.88	2.80	3.09	4.52	3.72	3.91	4.86	4.38	5.89	5.10	4.98	3.56	3.82	3.31
0.03	0.70	天然气服务	4.95	4.92	1.81	2.02	1.95	-0.12	1.48	3.74	0.24	-1.92	-3.18	-8.79	-17.83	-13.76
2.60	79.79	核心项目	3.26	3.24	3.32	3.33	3.31	3.20	3.17	3.27	3.42	3.61	3.80	3.75	3.86	3.93
-0.03	18.82	核心商品	-0.13	-0.53	-0.58	-1.00	-0.96	-1.86	-1.89	-1.84	-1.75	-1.27	-0.65	-0.30	-0.29	0.17
-0.05	16.89	核心商品除二手车	-0.27	-0.21	-0.26	-0.77	-0.50	-0.70	-0.61	-0.66	-0.70	-0.55	-0.51	-0.18	0.07	0.39
-0.03	3.53	家居陈设&用品	-0.93	-0.85	-0.97	-2.15	-2.23	-2.66	-2.26	-2.52	-2.54	-2.78	-2.75	-2.26	-1.34	-0.95
0.01	2.54	服装	0.40	1.24	1.13	0.30	1.79	0.32	0.23	0.78	0.80	1.32	0.40	-0.04	0.06	0.97
0.01	6.13	交通运输商品	0.24	-1.21	-1.41	-1.66	-2.30	-4.39	-4.55	-4.23	-3.85	-2.71	-0.82	-0.32	-0.76	0.04
-0.01	3.67	新车	-0.33	-0.40	-0.69	-1.27	-1.29	-1.20	-1.03	-0.88	-0.76	-0.36	-0.05	0.44	0.74	1.02
0.02	1.93	二手车	1.03	-3.25	-3.39	-3.36	-5.07	-10.35	-10.93	-10.10	-9.32	-6.86	-2.22	-1.77	-3.47	-1.31
0.03	1.47	医保商品	2.29	0.49	0.38	0.97	1.59	1.98	2.78	3.14	3.13	2.49	2.51	2.95	3.00	4.74
-0.04	2.05	休闲商品	-1.90	-1.48	-1.54	-1.67	-1.51	-0.91	-1.12	-1.56	-2.26	-2.17	-1.89	-1.25	-0.64	-1.20
-0.06	0.87	教育&通讯商品	-6.58	-6.10	-5.38	-6.73	-6.91	-5.95	-6.20	-7.73	-7.36	-6.01	-6.23	-5.61	-6.56	-7.21
0.01	0.85	酒饮	1.39	1.38	1.77	1.58	1.46	1.95	1.93	1.82	1.69	2.03	2.40	2.42	2.29	2.54
0.04	1.37	其他商品	2.57	2.72	2.56	2.40	2.97	3.19	3.20	3.45	3.45	3.58	3.93	4.35	4.40	4.55
2.63	60.97	核心服务	4.31	4.41	4.56	4.77	4.75	4.93	4.92	5.06	5.25	5.35	5.40	5.22	5.37	5.31
1.12	28.34	服务除居住	3.94	4.03	4.11	4.51	4.42	4.31	4.63	4.81	4.97	4.87	4.77	3.95	3.57	3.43
1.60	36.22	居住	4.40	4.57	4.73	4.88	4.85	5.23	5.05	5.16	5.41	5.55	5.65	5.74	6.04	6.15
0.32	7.66	租金	4.24	4.27	4.36	4.60	4.78	4.97	5.09	5.07	5.30	5.44	5.68	5.77	6.09	6.47
0.03	1.39	酒店住宿	2.22	2.58	3.67	-0.08	-2.84	1.76	-2.07	-2.35	-1.42	-0.27	-1.93	-0.42	0.98	0.17
1.23	26.77	自住房租	4.60	4.80	4.92	5.19	5.21	5.38	5.30	5.45	5.65	5.75	5.91	5.97	6.23	6.35
0.05	1.10	供水&垃圾处理	4.43	5.23	5.23	5.02	4.75	4.24	4.53	4.59	4.77	5.31	5.28	5.32	5.55	5.19
0.18	6.54	医保服务	2.71	3.37	3.70	3.83	3.63	3.21	3.26	3.29	3.06	2.66	2.15	1.07	0.62	-0.49
0.08	3.63	专业医疗服务	2.15	2.76	3.00	3.08	2.30	1.55	2.00	2.12	2.22	1.97	1.94	1.96	1.80	1.37
0.08	2.33	医院	3.25	3.99	4.26	4.28	4.82	5.79	6.21	7.10	7.35	7.85	7.68	6.11	6.52	5.57
0.02	0.59	健康保险	4.05	4.76	5.88	6.84	7.48	3.31	-0.55	-4.16	-7.72	-11.59	-15.21	-19.66	-23.27	-27.05
0.51	6.30	运输服务	8.05	7.27	7.06	8.15	8.53	7.89	8.83	9.43	10.53	11.21	10.73	9.94	9.53	9.68
0.05	0.76	机票	7.14	7.89	4.71	4.09	1.58	-1.29	-2.81	-5.07	-5.87	-5.81	-7.09	-6.14	-6.43	-9.37
0.33	2.83	机动车保险	11.77	11.29	12.74	13.99	16.30	16.53	18.56	19.54	20.26	22.64	22.20	20.58	20.60	20.27
0.12	3.26	休闲服务	3.83	2.74	3.51	2.85	2.23	3.24	3.10	3.40	3.94	4.12	4.53	4.49	5.32	5.65
0.09	5.03	教育&通讯服务	1.71	1.77	1.78	2.14	2.32	2.27	2.17	2.25	1.97	1.60	1.43	1.51	1.27	1.27
0.03	1.53	其他服务	2.25	3.75	4.17	4.08	4.07	4.61	5.13	4.78	4.05	4.88	5.36	5.05	6.83	6.39

数据来源: 彭博、东吴证券研究所; 单位为%

图2: 美国 CPI 分项环比增速、权重、贡献度一览

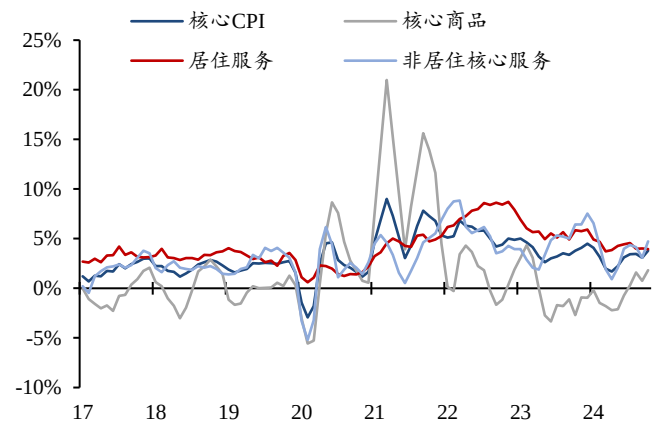
拉动率	权重	环比增速	2025/01	2024/12	2024/11	2024/10	2024/09	2024/08	2024/07	2024/06	2024/05	2024/04	2024/03	2024/02	2024/01	2023/12
0.47	100.00	所有项目	0.47	0.36	0.28	0.23	0.23	0.18	0.14	0.00	0.04	0.29	0.35	0.40	0.34	0.21
0.05	13.69	食品	0.36	0.29	0.32	0.21	0.32	0.15	0.15	0.24	0.14	0.12	0.06	0.07	0.35	0.19
0.04	8.04	食品商品	0.46	0.28	0.35	0.19	0.31	0.08	0.11	0.12	0.00	-0.02	-0.07	0.05	0.30	0.12
0.01	5.65	食品服务	0.24	0.30	0.28	0.24	0.34	0.26	0.21	0.41	0.35	0.35	0.26	0.10	0.47	0.33
0.07	6.22	能源	1.08	2.42	0.09	-0.22	-0.95	-0.99	-0.43	-1.57	-1.34	0.94	0.52	1.34	-0.03	-0.50
0.06	3.12	能源商品	1.94	3.93	0.23	-1.08	-2.28	-1.28	-0.80	-2.95	-2.36	2.05	0.48	1.90	-1.33	-1.25
0.05	2.98	机动车汽油	1.83	4.00	0.23	-1.03	-2.27	-1.23	-0.89	-2.99	-2.44	2.07	0.56	1.98	-1.42	-1.18
0.01	3.09	能源服务	0.31	0.75	-0.08	0.73	0.57	-0.67	0.01	0.09	-0.09	-0.39	0.57	0.67	1.10	0.31
0.00	2.34	电力服务	-0.04	0.20	-0.23	0.79	0.54	-0.41	0.16	-0.30	0.05	0.04	0.62	0.44	0.87	0.49
0.01	0.75	天然气服务	1.79	2.82	0.48	0.50	0.67	-1.61	-0.53	1.51	-0.63	-1.96	0.37	1.52	1.81	-0.34
0.36	80.09	核心项目	0.45	0.21	0.29	0.27	0.31	0.28	0.19	0.09	0.14	0.26	0.38	0.37	0.37	0.27
0.06	19.39	核心商品	0.28	-0.04	0.21	0.02	0.17	-0.12	-0.23	-0.17	-0.14	-0.13	-0.10	0.18	-0.32	-0.09
0.00	17.00	核心商品除二手车	0.02	-0.13	0.09	-0.11	0.13	-0.11	-0.10	-0.01	-0.06	0.02	-0.05	0.07	0.11	-0.19
-0.01	3.38	家居陈设&用品	-0.18	-0.22	0.61	-0.02	0.04	-0.26	0.00	-0.14	0.02	-0.34	-0.14	-0.30	-0.09	-0.35
-0.03	2.48	服装	-1.38	0.13	0.08	-0.89	0.99	0.10	-0.27	-0.01	-0.21	0.87	0.57	0.52	-0.55	0.06
0.06	7.28	交通运输商品	0.80	0.46	0.64	0.37	0.30	-0.03	-0.51	-0.61	-0.47	-0.69	-0.27	0.31	-1.23	0.26
0.00	4.39	新车	0.04	0.36	0.47	-0.02	0.13	0.03	-0.14	-0.15	-0.42	-0.36	-0.17	-0.09	-0.06	0.10
0.05	2.39	二手车	2.19	0.76	1.29	1.21	0.50	-0.16	-1.44	-1.63	-0.82	-1.45	-0.51	1.16	-3.70	0.59
0.02	1.53	医保商品	1.17	-0.01	-0.12	-0.19	-0.68	-0.22	0.16	0.19	1.28	0.45	0.16	0.09	-0.61	-0.12
0.01	1.85	休闲商品	0.32	-0.45	-0.40	-0.04	-0.35	-0.16	-0.32	0.26	-0.14	-0.03	-0.42	-0.19	0.77	-0.52
0.00	0.75	教育&通讯商品	0.07	-1.33	-0.86	-0.27	-0.61	-0.73	-0.23	-0.56	-1.47	-0.10	-0.91	0.23	0.57	-0.49
0.00	0.84	酒饮	0.32	-0.34	-0.01	0.41	0.09	0.12	0.09	0.25	0.13	0.12	0.05	0.16	0.31	0.05
0.00	1.29	其他商品	0.22	-0.43	0.25	0.37	0.23	0.24	0.21	0.19	0.47	-0.10	0.21	0.70	0.35	-0.56
0.31	60.71	核心服务	0.51	0.26	0.29	0.34	0.36	0.38	0.32	0.19	0.22	0.38	0.53	0.45	0.63	0.39
0.15	28.73	服务除居住	0.52	0.32	0.20	0.40	0.50	0.15	0.12	0.07	0.10	0.25	0.76	0.48	0.62	0.39
0.13	35.48	居住	0.37	0.27	0.34	0.39	0.27	0.48	0.36	0.23	0.37	0.34	0.46	0.43	0.59	0.42
0.03	7.50	租金	0.35	0.30	0.25	0.30	0.29	0.35	0.47	0.27	0.37	0.35	0.42	0.43	0.37	0.39
0.02	1.29	酒店住宿	1.43	-0.51	2.60	0.37	-1.08	1.31	0.01	-1.28	-0.60	-1.29	0.94	0.34	1.47	0.59
0.08	26.28	自住房折算	0.31	0.31	0.25	0.41	0.34	0.47	0.36	0.31	0.42	0.43	0.44	0.44	0.51	0.43
0.01	1.08	供水&垃圾处理	0.65	0.07	0.55	0.40	0.60	0.40	0.48	0.22	-0.06	0.33	0.14	0.56	1.42	0.08
0.00	6.75	医保服务	0.02	0.16	0.31	0.33	0.62	-0.07	-0.12	0.19	0.33	0.39	0.50	0.01	0.64	0.49
-0.01	3.70	专业医疗服务	-0.21	0.08	0.36	0.45	0.54	-0.06	0.17	0.13	0.30	0.22	0.07	0.08	0.37	0.30
0.02	2.25	医院	0.86	0.23	0.07	0.45	0.27	0.38	-0.99	0.11	0.29	0.58	1.23	-0.27	1.59	0.49
0.01	0.79	健康保险	0.74	-0.01	0.18	0.48	0.36	0.14	-0.44	0.11	0.54	0.29	1.16	0.43	1.43	1.06
0.12	6.31	运输服务	1.84	0.46	0.12	0.36	1.21	0.83	0.41	-0.45	-0.32	0.85	1.44	1.30	1.05	0.08
0.01	0.92	机票	1.24	3.03	-0.01	1.85	2.80	3.19	-0.24	-4.12	-3.30	-0.01	-0.76	3.57	1.89	0.11
0.06	2.80	机动车保险	1.99	0.46	0.30	-0.19	1.05	0.58	0.93	0.87	0.09	1.76	2.52	0.87	1.54	1.77
0.05	3.45	休闲服务	1.37	0.26	0.72	0.65	-0.34	0.07	0.33	0.09	-0.13	0.35	0.03	0.35	0.28	1.01
0.02	4.98	教育&通讯服务	0.34	0.20	-0.22	-0.14	0.04	0.17	0.16	0.01	0.25	0.24	0.21	0.43	0.39	0.19
-0.01	1.64	其他服务	-0.50	-0.30	0.38	0.27	0.13	0.20	0.26	0.92	-0.32	1.05	0.76	-0.62	0.95	0.11

图3: 美国核心 CPI 及三大分项环比增速



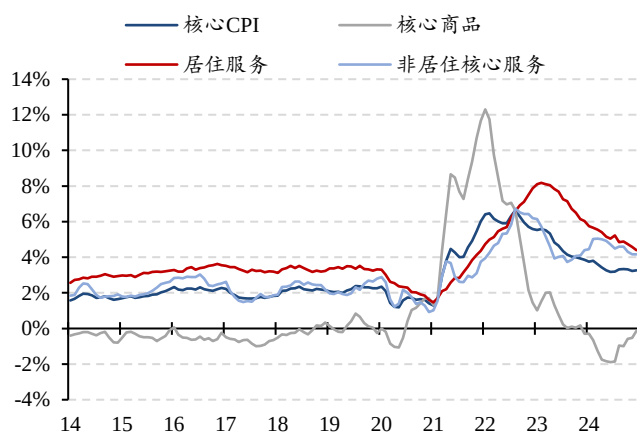
数据来源：彭博、东吴证券研究所；横轴数字代表两位数年份，下同

图4: 美国核心 CPI 及三大分项环比三个月均年率



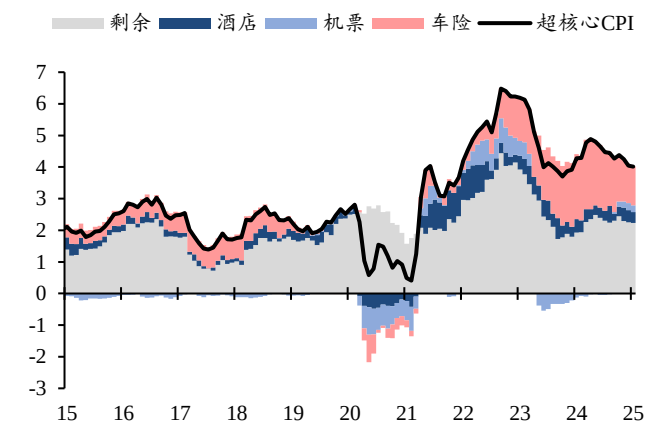
数据来源：彭博、东吴证券研究所

图5: 美国核心 CPI 及三大分项同比增速



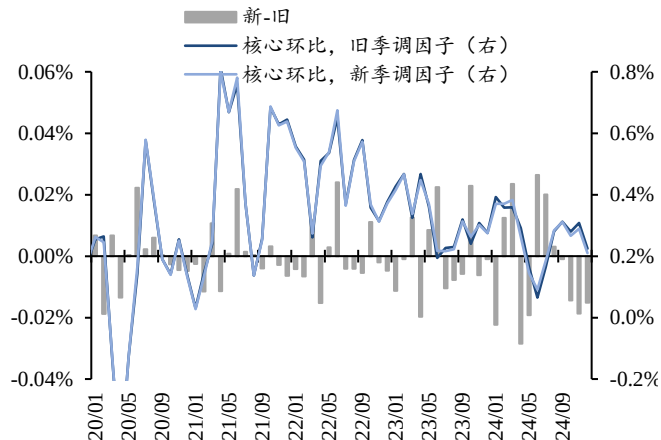
数据来源：彭博、东吴证券研究所

图6: 美国超级核心 CPI 同比与分项贡献度



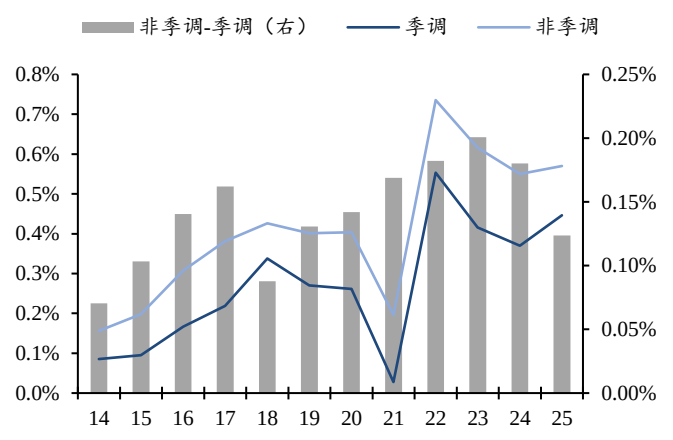
数据来源：彭博、东吴证券研究所；单位%

图7: 不同季调因子下美国核心 CPI 环比及差异



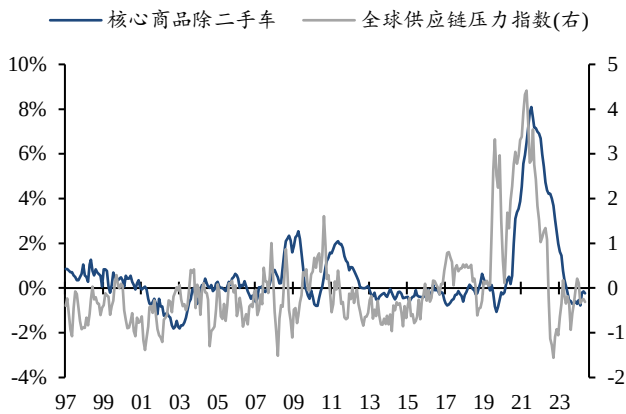
数据来源：彭博、东吴证券研究所

图8: 不同年份1月美国非季调与季调核心环比及差异



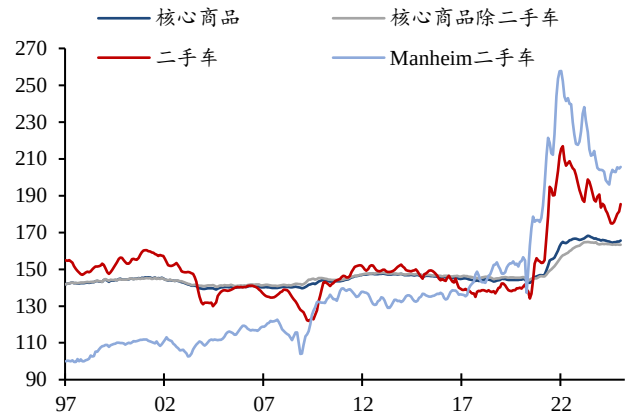
数据来源：彭博、东吴证券研究所

图9: 全球供应链压力指数与美国核心商品同比增速



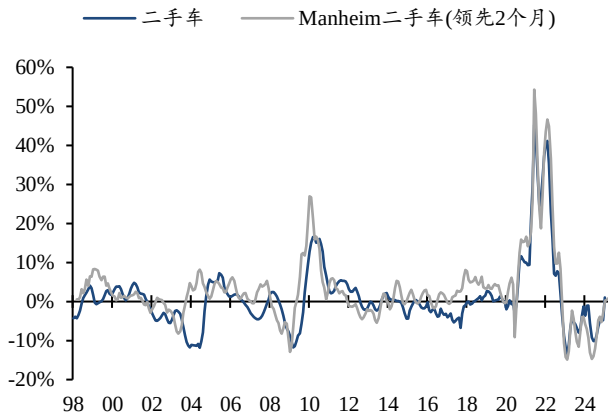
数据来源: 彭博、东吴证券研究所

图10: 美国核心商品 CPI 及相关指数



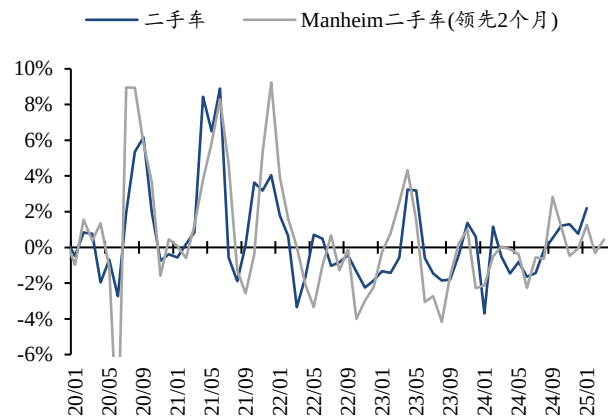
数据来源: 彭博、东吴证券研究所

图11: 美国 CPI 二手车与 Manheim 二手车同比增速



数据来源: 彭博、东吴证券研究所

图12: 美国 CPI 二手车与 Manheim 二手车环比增速



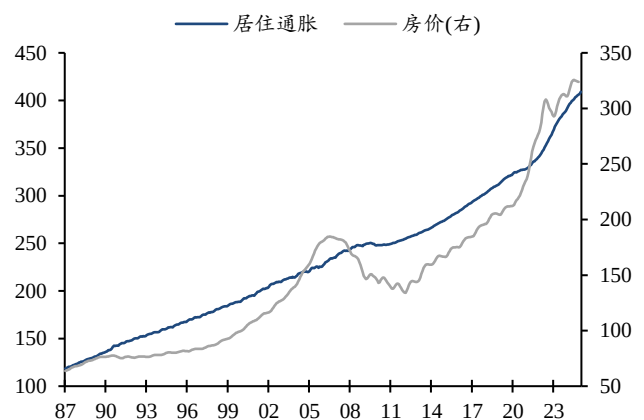
数据来源: 彭博、东吴证券研究所

图13: 美国居住 CPI 与房价同比增速



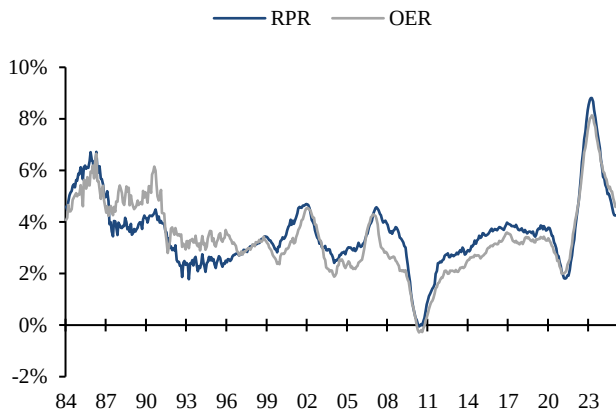
数据来源: 彭博、东吴证券研究所

图14: 美国居住 CPI 与房价指数



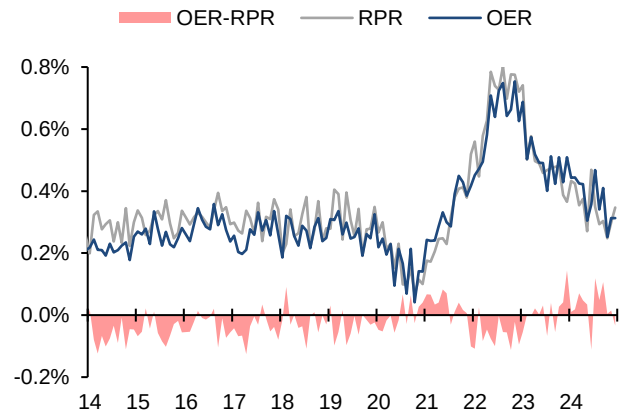
数据来源: 彭博、东吴证券研究所

图15: 美国居住通胀自住房折算与租金分项同比



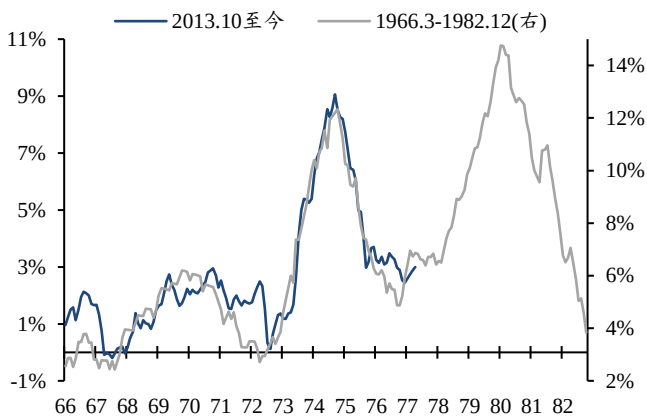
数据来源: 彭博、东吴证券研究所

图16: 美国居住通胀自住房折算与租金分项环比折年



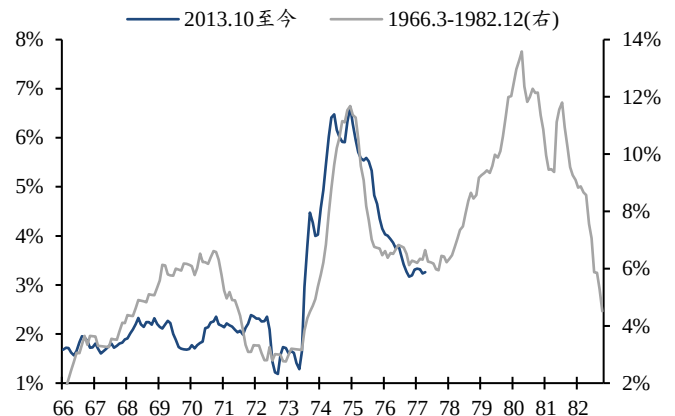
数据来源: 彭博、东吴证券研究所

图17: 本轮与 1970s 大滞胀美国 CPI 同比增速比较



数据来源: 彭博、东吴证券研究所

图18: 本轮与 1970s 大滞胀美国核心 CPI 同比增速比较



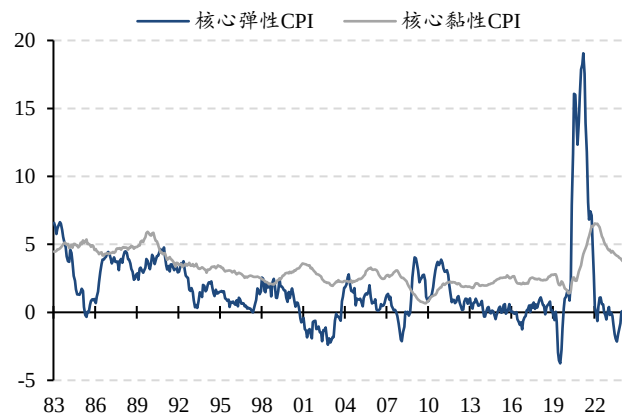
数据来源: 彭博、东吴证券研究所

图19: 美国 CPI 环比折年扩散指数项目占比



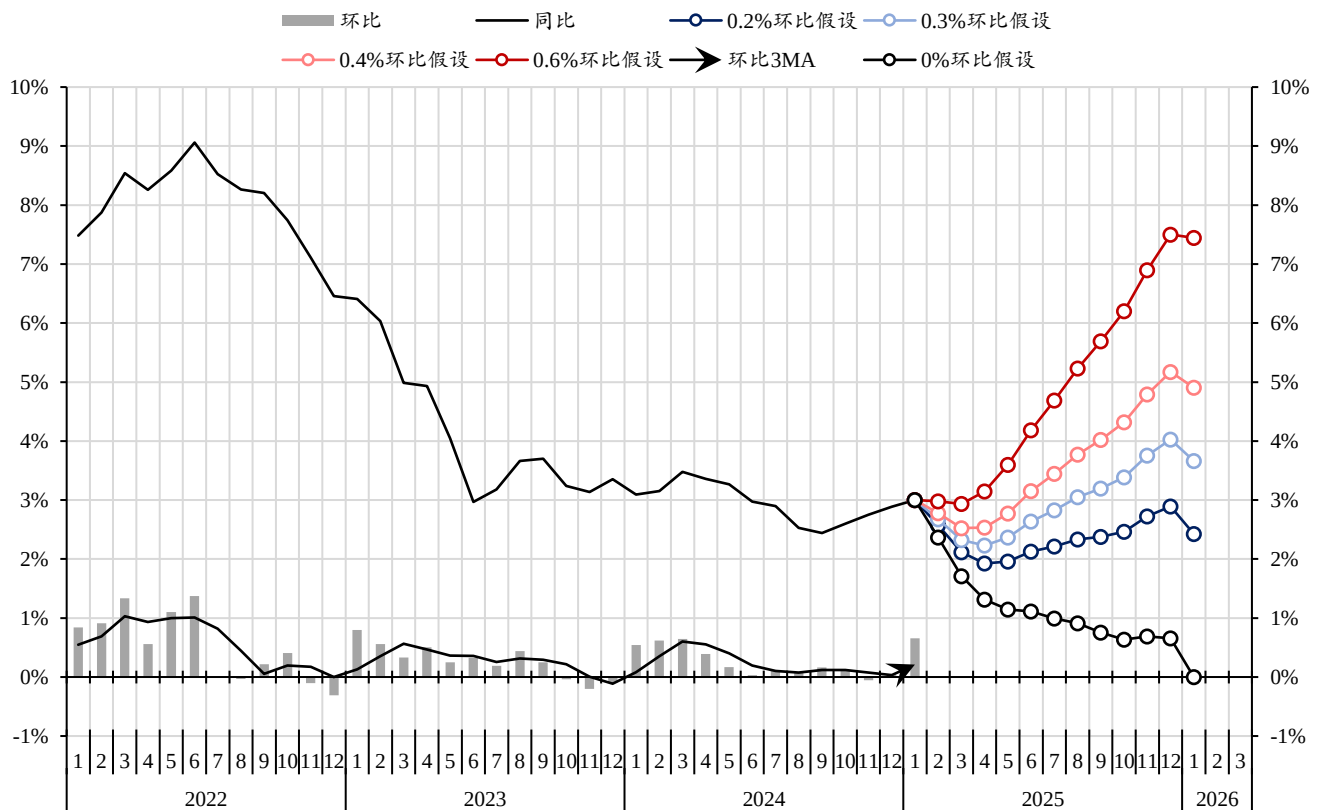
数据来源: 彭博、东吴证券研究所; 单位%

图20: 美国弹性与黏性 CPI 指标同比增速



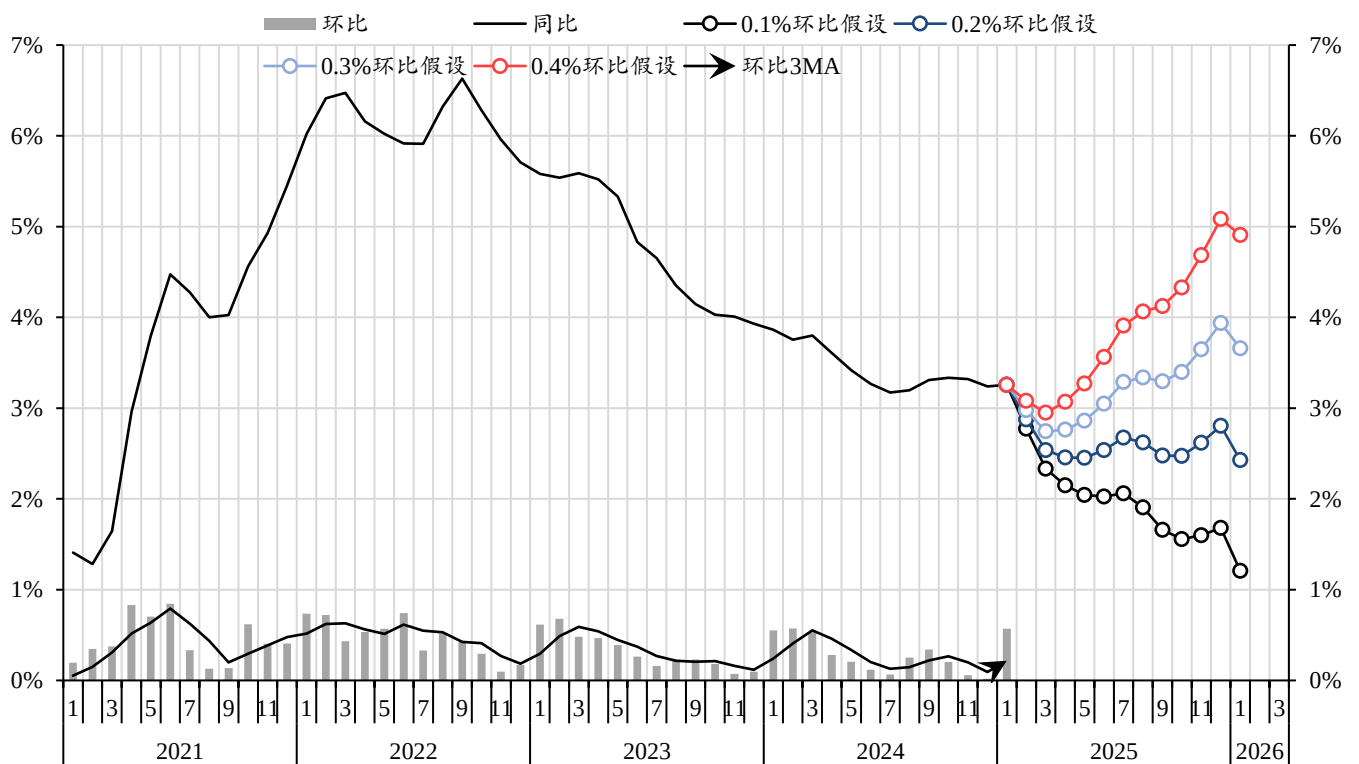
数据来源: 彭博、东吴证券研究所; 单位%

图21: 不同环比增长假设下美国 CPI 同比增速



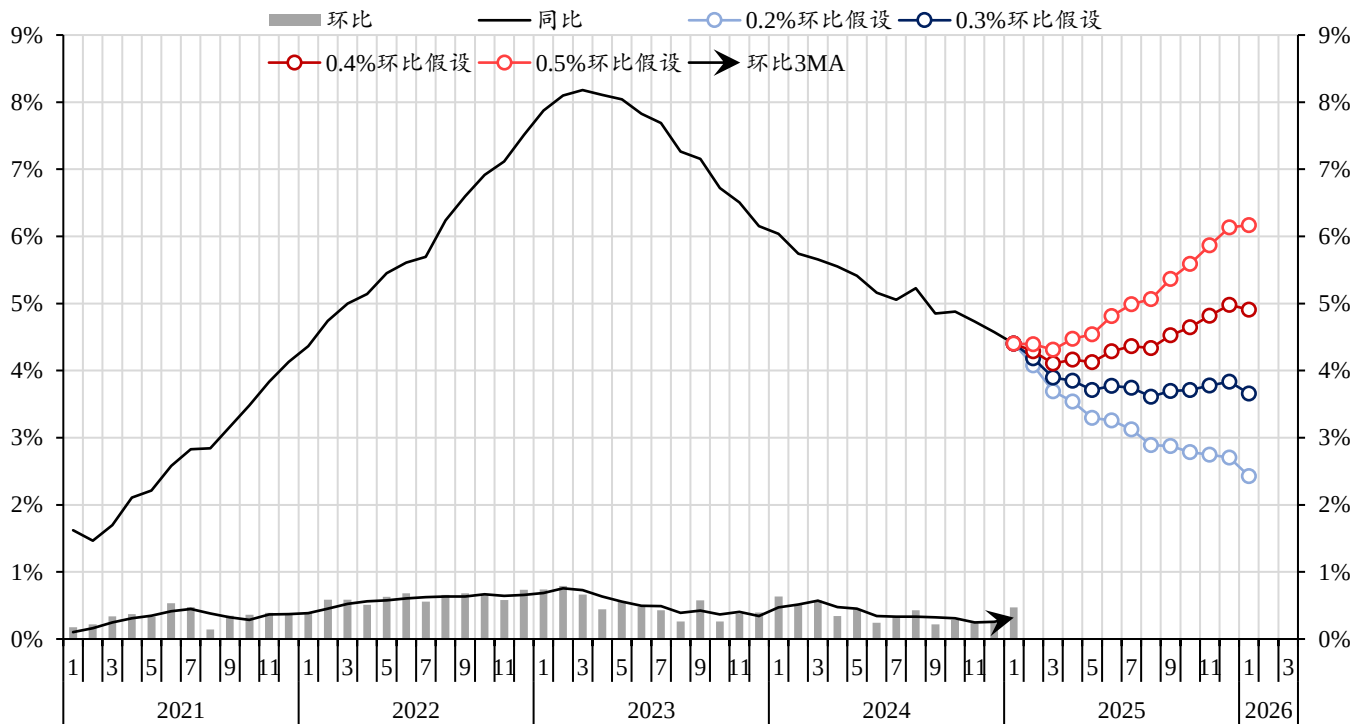
数据来源: 彭博、东吴证券研究所

图22: 不同环比增长假设下美国核心 CPI 同比增速



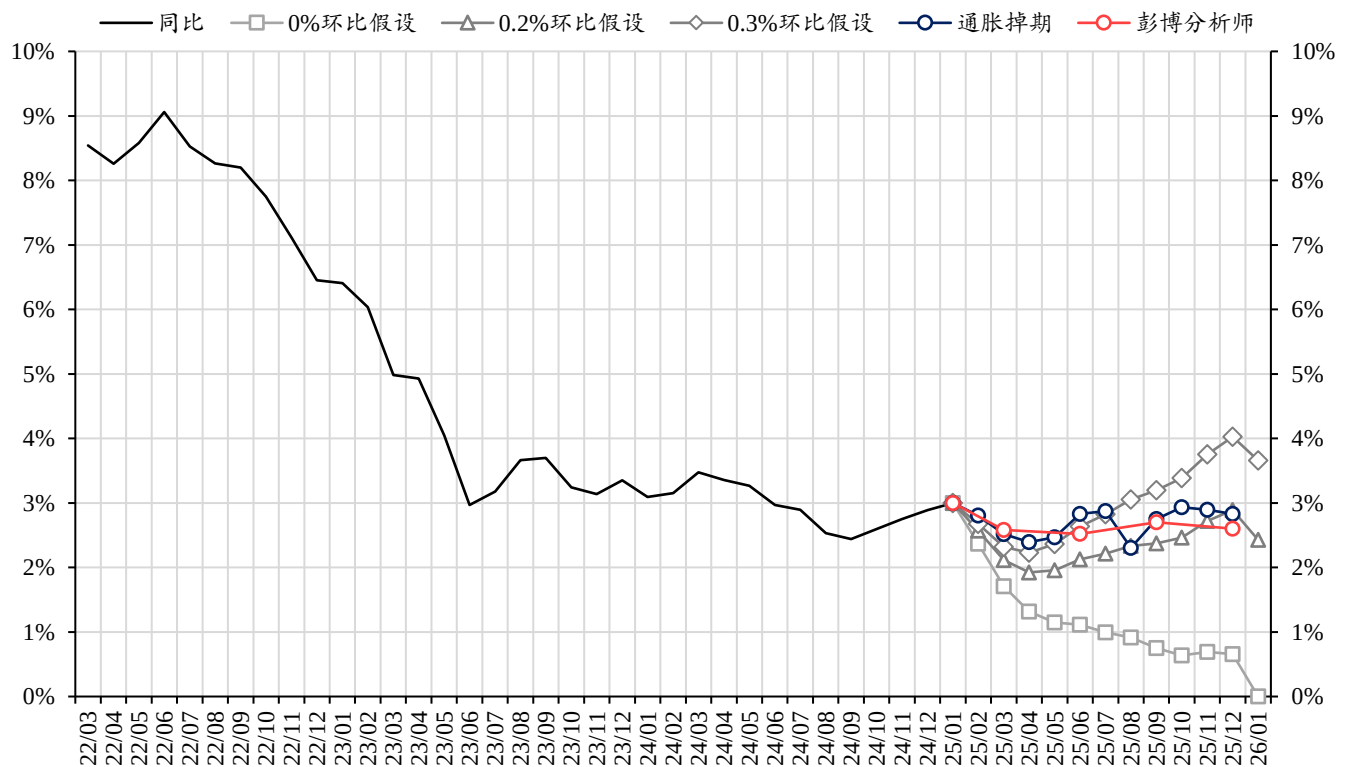
数据来源: 彭博、东吴证券研究所

图23: 不同环比增长假设下美国居住 CPI 同比增速



数据来源：彭博、东吴证券研究所

图24: 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>