

2024 年 12 月美国 CPI 数据点评

美国 CPI 触及短期高点，料阶段性下行

2025 年 01 月 16 日

■ **核心观点：**逊于预期的 12 月核心 CPI 令此前拥挤的强美元交易降温，但当前美元指数与美债利率仍偏高，反映市场仍担忧 24Q4 连续回升的 CPI 同比增速与特朗普减税、关税、移民政策将加大美国通胀回 2% 的难度。我们预期 2025 年美国通胀“先抑后扬”，1-4 月特朗普政策难以对通胀产生影响，且高基数、页岩油增产预期、居住通胀下行趋势料“趁虚而入”，给 1-4 月通胀带来短暂的下行压力，这将导致：①市场对 1-4 月通胀的下行过度外推；②通胀可能在 4 月触及 2%，给市场带来通胀目标实现的错觉，最终导致当前拥挤的强美元叙事迎来阶段性反转。

■ **通胀数据：**美国 12 月核心 CPI 意外降温。12 月美国 CPI 同比+2.89%，预期+2.9%，前值+2.75%；核心 CPI 同比+3.24%，预期+3.3%，前值+3.32%。CPI 环比+0.39%，预期+0.4%，前值+0.31%；核心 CPI 环比+0.23%，预期+0.3%，前值+0.31%。逊于预期的核心 CPI 数据发布后，此前一度拥挤的强美元交易降温，美联储降息预期从 9 月前置至 6 月，美元指数、美债利率回落，美股&大宗商品上涨。

■ **数据结构：**超级核心通胀降温，与时薪环比走弱相对应。①**核心商品：**环比+0.05%，前值+0.31%，其中新车、二手车分别拉动环比+0.092%、+0.125%。9 月以来，核心商品 CPI 在机动车分项的带领下已连续 4 个月正增长。领先指标 Manheim 二手车显示，未来 2 个月二手车 CPI 同比增速料延续反弹。②**居住通胀：**环比+0.26%，前值+0.34%，同比+4.57%，前值+4.73%。其中 OER（业主住所等价租金）、RPR（主要住所租金）环比均较前值反弹，显示上月部分因纽约样本异常造成的 OER 环比大幅下跌并未持续。此外，高波动的酒店住宿环比由+3.16%骤降至-0.95%，是本月居住通胀降温的主要贡献。③**居住通胀与房价原有的 16 个月领先滞后关系已被打破：**从方向上看，12 月居住通胀同比仍在回落，但 16 个月前的房价已开始反弹；从幅度上看，1988 年以来居住通胀相对跌幅都大于房价，但本轮居住通胀较房价此前轨迹仍有 1/3 的下跌空间，因此我们预期 25Q1 美国居住通胀料延续下行。④**非居住核心服务：**环比由+0.19%升至+0.28%，但受酒店大幅回落拖累，超级核心通胀（包括居住服务的酒店住宿）环比由+0.34%降至+0.21%。超级核心通胀中，高波动的机票分项环比由+0.37%飙升至+3.93%，高黏性的车险分项环比由+0.13%升至+0.4%，构成交运服务环比由-0.03%升至+0.5%的主因。但同时，受休闲娱乐、医疗服务、酒店价格大跌影响，**12 月超级核心通胀仍然环比下行，这与 12 月回落的时薪增速相呼应。**⑤**通胀扩散程度：**12 月 CPI 扩散程度继续改善，更多项目的环比折年增速从>4%区间回到[2, 4]%区间，增速大于过去 5 年均值的项目占比也在震荡回落。

■ **通胀前景：**2025 年美国通胀料“先抑后扬”，造成这一走势的原因有二：①特朗普政策对通胀的推升存在时滞；②高基数、页岩油增产预期、居住通胀下行趋势料“趁虚而入”，给 1-4 月通胀施加一个短暂的下行压力。虽然从全年维度来看，特朗普的减税、关税、移民政策将分别从需求、商品供给、劳务供给层面推高美国通胀，但我们预期其影响不是立竿见影的：①**减税政策落地或在 25Q3。**政策涉及内容较多，大概率将启用协调程序，我们基准预期其将在 25Q3 落地，因此其带来的需求侧通胀不会在 1-4 月的数据中体现；②**移民政策对工资通胀的影响存在约 8 个月的滞后性。**历史数据显示，因为工资黏性，劳务供需缺口领先工资 8 个月，驱赶非法移民后，美国劳务市场或先体现为职位空缺的提升，再体现为工资的上行压力。③**有限关税对核心商品通胀提振不明显。**特朗普上台后迅速落地大范围、高关税的概率较低，关税落地节奏预计较慢，2018-19 年经验也显示有限的关税对美国居民通胀的冲击有限。同时，**三方面利好因素将助力美国通胀在上半年持续下行。**④**24Q1 的高基数：**只有在+0.6%环比假设路径下，1-4 月美国 CPI 同比增速才能持平+2.9%，而 0.2-0.3%是美国 CPI 常见的环比增长中枢，因此 1-4 月美国 CPI 同比增速料出现下行。⑤**居住通胀的滞后回落：**前述居住通胀与房价领先滞后关系的失效意味着，1-4 月居住通胀大概率延续回落，

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

《“哑铃”风格涨幅居前》

2025-01-16

《成交额较上日收缩，小盘股反弹强于大盘股》

2025-01-14

成为总体通胀下行的重要助力。**③特朗普能源政策下的页岩油增产预期**：短期内，对伊朗制裁、欧美寒潮分别从供给和需求端给油价带来上行压力，但特朗普上台后，其鼓励传统能源、加大页岩油开采的政策预期料将在中期带给油价下行压力，拖累总体通胀下行。

- **策略启示：时间差带来的预期差，1-4月通胀料开启连续下行趋势，继续前置美联储降息预期。**近期美元指数一度突破110、10年美债利率一度突破4.8%，强美元交易的背后是市场对短期通胀上行趋势的过度线性外推和对特朗普政策的过度担忧。受低基数效应与高通胀黏性影响，24Q4以来美国通胀持续走高，9-12月CPI同比增速分别为2.4→2.6→2.7→2.9%，对这一趋势过度的线性外推加剧市场对通胀无法回落至2%目标的担忧。另外，去年11月特朗普胜选以来，市场不断强化特朗普交易，“宽财政+紧货币→强美元+高利率”的交易主线不断强化，市场正在把未来4年特朗普的政策影响压缩到11-1月集中交易，这导致强美元交易近期过度拥挤。但如前述，虽然特朗普减税、关税、移民政策均给美国通胀带来上行压力，但这些政策料难以对1-4月通胀带来影响，同时高基数、居住通胀滞后下行、页岩油减产预期可能“借助”特朗普政策的时间差，在上半年给通胀创造一个阶段性的下行，这将导致：**①市场对1-4月通胀的下行过度外推；②通胀可能在4月触及2%，给市场带来通胀目标实现的错觉，最终导致当前拥挤的强美元叙事迎来阶段性反转。**但进入下半年，特朗普的增量减税等宽财政政策预计初具雏形、逐步推进，其对内需的刺激推升增长预期，叠加此前基数、油价、居住通胀的下行助力耗尽，5月开始的美国通胀料再度面临上行风险，引致降息交易叙事的又一次反转。

- **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。

图1: 美国 CPI 分项同比增速、权重、贡献度一览

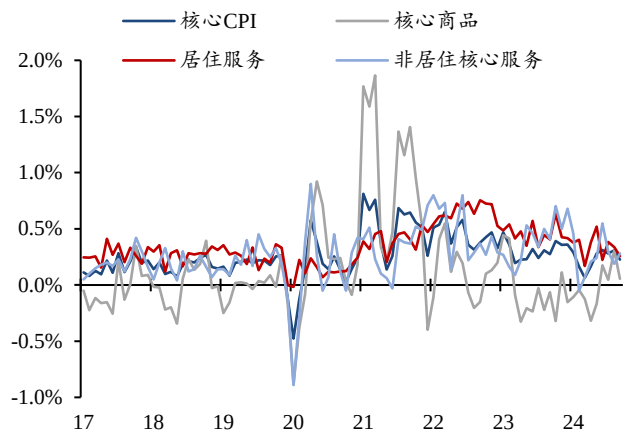
拉动率	权重	同比增速	2024/12	2024/11	2024/10	2024/09	2024/08	2024/07	2024/06	2024/05	2024/04	2024/03	2024/02	2024/01	2023/12	2023/11
2.89	100.00	所有项目	2.89	2.75	2.60	2.44	2.53	2.89	2.97	3.27	3.36	3.48	3.15	3.09	3.35	3.14
0.34	13.56	食品	2.51	2.38	2.13	2.27	2.05	2.18	2.22	2.13	2.21	2.24	2.23	2.57	2.70	2.95
0.14	8.17	食品商品	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	1.66
0.19	5.39	食品服务	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	5.29
-0.03	6.66	能源	-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	-5.44
-0.14	3.54	能源商品	-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	-9.79
-0.13	3.37	机动车汽油	-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	-9.17
0.10	3.12	能源服务	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	-0.11
0.07	2.43	电力服务	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	3.35
0.03	0.69	天然气服务	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	-10.39
2.58	79.79	核心项目	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	4.01
-0.10	18.89	核心商品	-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
-0.04	16.88	核心商品除二手车	-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	0.72
-0.03	3.52	家居陈设&用品	-0.85	-0.97	-2.15	-2.23	-2.56	-2.26	-2.52	-2.54	-2.78	-2.75	-2.26	-1.34	-0.95	-0.34
0.03	2.51	服装	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	1.08
-0.08	6.23	交通运输商品	-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	-0.90
-0.01	3.68	新车	-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	1.33
-0.07	2.01	二手车	-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	-3.75
0.01	1.49	医保商品	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	4.98
-0.03	2.04	休闲商品	-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	-0.62
-0.05	0.87	教育&通讯商品	-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	-7.89
0.01	0.85	酒饮	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	2.90
0.04	1.37	其他商品	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	5.10
2.68	60.90	核心服务	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	5.47
1.14	28.24	服务除居住	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	3.50
1.66	36.19	居住	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	6.51
0.33	7.67	租金	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	6.87
0.03	1.34	酒店住宿	2.58	3.67	-0.08	-2.84	1.76	-2.27	-2.35	-1.42	-0.27	-1.93	-0.42	0.98	0.17	0.85
1.29	26.77	自住房折算	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	6.68
0.06	1.09	供水&垃圾处理	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	5.35
0.22	6.52	医保服务	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	-0.88
0.10	3.63	专业医疗服务	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	1.14
0.09	2.31	医院	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	6.26
0.03	0.58	健康保险	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	-30.30
0.46	6.29	运输服务	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	10.06
0.06	0.75	机票	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	-12.11
0.32	2.79	机动车保险	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	19.23
0.09	3.27	休闲服务	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	4.79
0.09	5.04	教育&通讯服务	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	1.37
0.06	1.53	其他服务	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	6.12

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

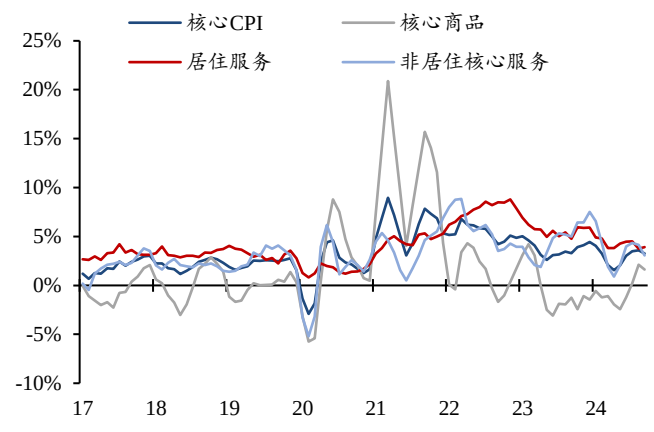
拉动率	权重	环比增速	2024/12	2024/11	2024/10	2024/09	2024/08	2024/07	2024/06	2024/05	2024/04	2024/03	2024/02	2024/01	2023/12	2023/11
0.39	100.00	所有项目	0.39	0.31	0.24	0.18	0.19	0.15	-0.06	0.01	0.31	0.38	0.44	0.31	0.23	0.16
0.04	13.48	食品	0.31	0.39	0.16	0.40	0.12	0.16	0.24	0.14	0.02	0.10	0.02	0.39	0.21	0.17
0.03	8.07	食品商品	0.32	0.47	0.11	0.44	0.02	0.13	0.13	0.00	-0.20	0.00	-0.03	0.37	0.14	0.02
0.02	5.41	食品服务	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	0.43
0.17	6.44	能源	2.63	0.20	-0.02	-1.85	-0.78	0.03	-2.04	-2.03	1.12	1.13	2.26	-0.91	-0.21	-1.56
0.14	3.34	能源商品	4.34	0.49	-0.96	-4.01	-0.65	0.10	-3.68	-3.53	2.67	1.49	3.55	-3.21	-0.72	-3.84
0.14	3.19	机动车汽油	4.42	0.49	-0.90	-4.05	-0.61	0.02	-3.73	-3.64	2.69	1.61	3.69	-3.31	-0.61	-3.99
0.02	3.10	能源服务	0.76	-0.11	1.02	0.65	-0.94	-0.06	-0.07	-0.16	-0.73	0.71	0.76	1.41	0.33	1.03
0.01	2.42	电力服务	0.31	-0.41	1.20	0.65	-0.67	0.11	-0.73	0.01	-0.14	0.92	0.33	1.21	0.59	0.97
0.02	0.68	天然气服务	2.44	1.02	0.35	0.66	-1.92	-0.67	2.40	-0.78	-2.86	-0.03	2.34	2.04	-0.60	1.23
0.18	80.08	核心项目	0.23	0.31	0.28	0.31	0.28	0.17	0.06	0.16	0.29	0.36	0.36	0.39	0.28	0.31
0.01	18.35	核心商品	0.05	0.31	0.05	0.17	-0.17	-0.32	-0.12	-0.04	-0.11	-0.15	0.11	-0.32	-0.06	-0.22
-0.01	16.46	核心商品除二手车	-0.08	0.12	-0.25	0.16	-0.08	-0.09	0.04	-0.12	0.04	-0.04	0.06	0.08	-0.16	-0.44
-0.01	3.41	家居陈设&用品	-0.21	0.68	-0.04	0.03	-0.27	0.06	-0.18	0.03	-0.39	-0.12	-0.31	-0.13	-0.32	-0.53
0.00	2.52	服装	0.10	0.18	-1.46	1.14	0.26	-0.45	0.11	-0.34	1.20	0.65	0.55	-0.70	0.00	-0.64
0.04	5.98	交通运输商品	0.67	0.92	0.81	0.25	-0.28	-0.82	-0.59	-0.07	-0.72	-0.47	0.10	-1.11	0.31	0.47
0.02	3.57	新车	0.47	0.58	-0.05	0.15	0.05	-0.19	-0.16	-0.49	-0.45	-0.17	-0.10	-0.04	0.18	-0.01
0.02	1.89	二手车	1.21	1.99	2.72	0.31	-0.96	-2.30	-1.53	0.60	-1.38	-1.11	0.52	-3.37	0.59	1.37
0.00	1.46	医保商品	-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	0.46
-0.01	1.97	休闲商品	-0.46	-0.46	-0.01	-0.28	-0.23	-0.34	0.38	-0.15	-0.03	-0.46	-0.20	0.77	-0.54	-0.60
-0.01	0.80	教育&通讯商品	-0.94	-1.14	-1.08	-0.70	-0.44	0.40	-0.47	-1.63	0.05	-1.16	0.24	0.62	-0.19	-2.55
0.00	0.84	酒饮	-0.27	0.10	0.44	0.12	0.00	0.31	0.19	0.12	0.06	0.09	-0.05	0.27	0.12	-0.09
0.00	1.38	其他商品	-0.36	0.20	0.37	0.32	0.21	0.22	0.21	0.47	-0.15	0.22	0.67	0.32	-0.51	0.04
0.16	61.73	核心服务	0.27	0.28	0.35	0.36	0.41	0.31	0.13	0.22	0.41	0.52	0.46	0.66	0.38	0.46
0.10	28.53	服务除居住	0.36	0.13	0.38	0.59	0.10	0.04	0.04	0.02	0.22	0.84	0.61	0.63	0.43	0.51
0.09	36.71	居住	0.26	0.34	0.38	0.22	0.52	0.38	0.17	0.40	0.38	0.42	0.43	0.63	0.41	0.45
0.02	7.75	租金	0.31	0.21	0.30	0.28	0.37	0.49	0.26	0.39	0.35	0.41	0.46	0.36	0.39	0.44
-0.01	1.36	酒店住宿	-0.95	3.16	0.40	-1.93	1.75	0.22	-2.02	-0.10	-0.16	0.08	0.15	1.78	0.15	-0.47
0.08	27.19	自住房折算	0.31	0.23	0.40	0.33	0.50	0.36	0.28	0.43	0.42	0.44	0.44	0.56	0.42	0.49
0.00	1.11	供水&垃圾处理	0.14	0.57	0.50	0.75	0.17	0.46	0.22	0.08	0.38	0.29	0.45	1.10	0.14	0.37
0.01	6.54	医保服务	0.18	0.37	0.39	0.66	-0.09	-0.34	0.17	0.34	0.45	0.56	-0.05	0.70	0.50	0.50
0.00	3.63	专业医疗服务	0.04	0.39	0.54	0.64	-0.09	0.11	0.15	0.29	0.21	0.00	0.00	0.47	0.27	0.46
0.01	2.33	医院	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	0.08
0.00	0.59	健康保险	-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	1.09
0.03	6.59	运输服务	0.50	-0.03	0.44	1.35	0.89	0.41	-0.55	-0.50	0.86	1.52	1.39	0.97	0.09	1.03
0.03	0.81	机票	3.93	0.37	3.19	3.16	3.86	-1.60	-5.00	-3.56	-0.81	-0.37	3.57	1.40	0.86	-0.22
0.01	3.02	机动车保险	0.40	0.13	-0.11	1.19	0.56	1.19	0.92	-0.12	1.76	2.58	0.85	1.42	1.71	1.24
0.01	3.25	休闲服务	0.39	0.70	0.70	-0.47	0.02	0.42	-0.11	-0.21	0.34	0.06	0.45	0.39	1.15	0.06
0.01	4.98	教育&通讯服务	0.16	-0.24	-0.16	0.10	0.17	0.16	0.00	0.26	0.23	0.20	0.45	0.42	0.16	0.10
0.00	1.54	其他服务	-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	0.29

图3: 美国核心 CPI 及三大分项环比增速



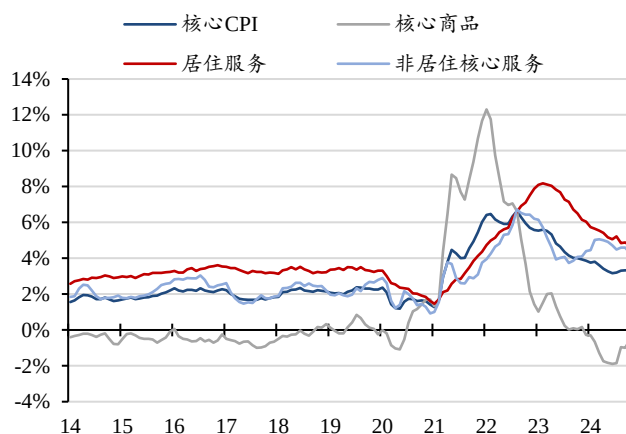
数据来源: 彭博、东吴证券研究所; 横轴数字代表两位数年份, 下同

图4: 美国核心 CPI 及三大分项环比三个月均年率



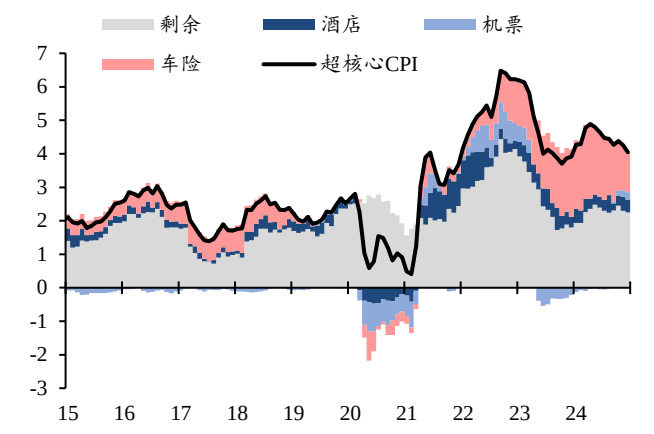
数据来源: 彭博、东吴证券研究所

图5: 美国核心 CPI 及三大分项同比增速



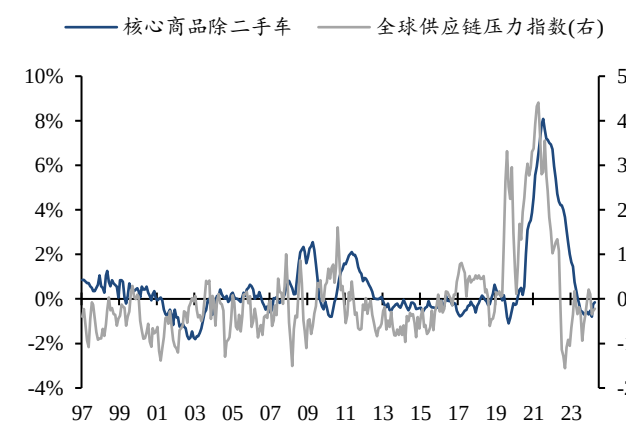
数据来源: 彭博、东吴证券研究所

图6: 美国超级核心 CPI 同比与分项贡献度



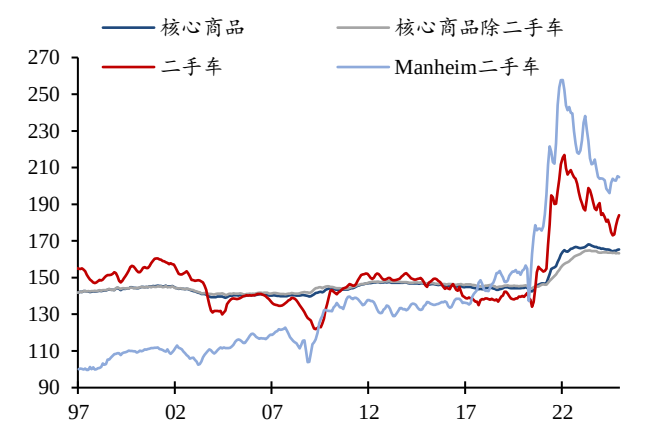
数据来源: 彭博、东吴证券研究所; 单位%

图7: 全球供应链压力指数与美国核心商品同比增速



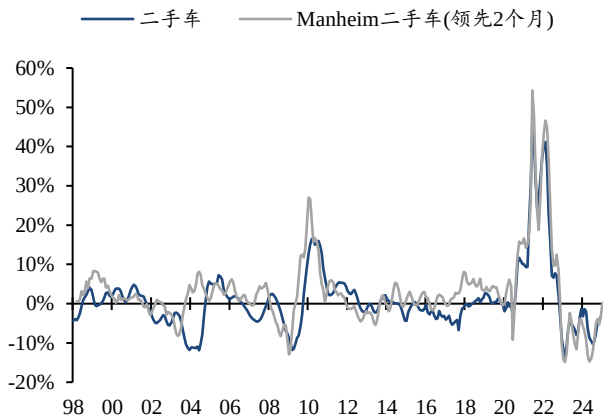
数据来源: 彭博、东吴证券研究所

图8: 美国核心商品 CPI 及相关指数



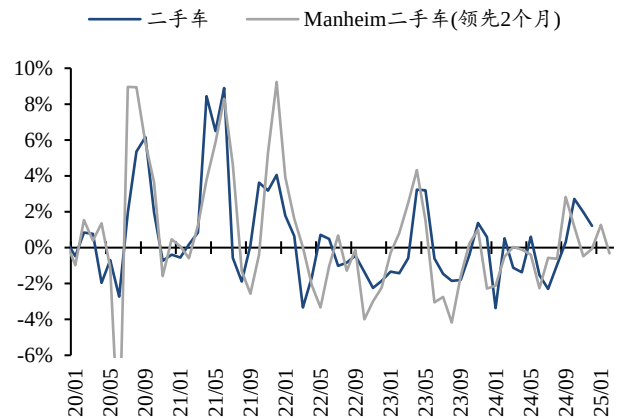
数据来源: 彭博、东吴证券研究所

图9: 美国 CPI 二手车分项与 Manheim 二手车同比增速



数据来源: 彭博、东吴证券研究所

图10: 美国 CPI 二手车分项与 Manheim 二手车环比增速



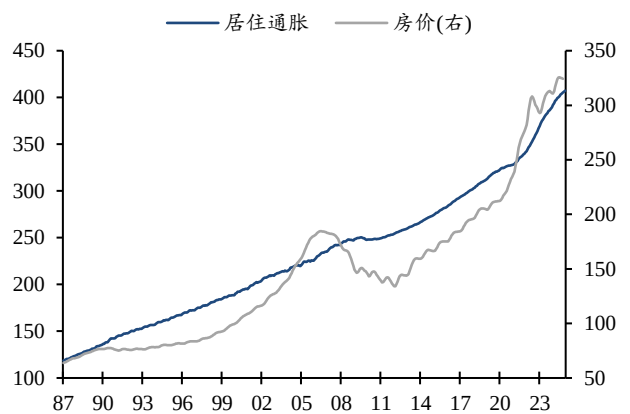
数据来源: 彭博、东吴证券研究所

图11: 美国居住 CPI 与房价同比增速



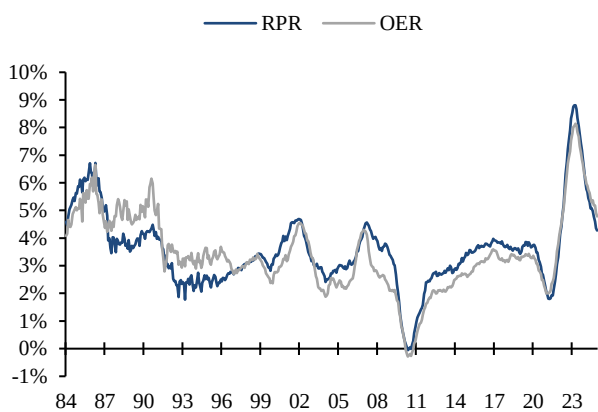
数据来源: 彭博、东吴证券研究所

图12: 美国居住 CPI 与房价指数



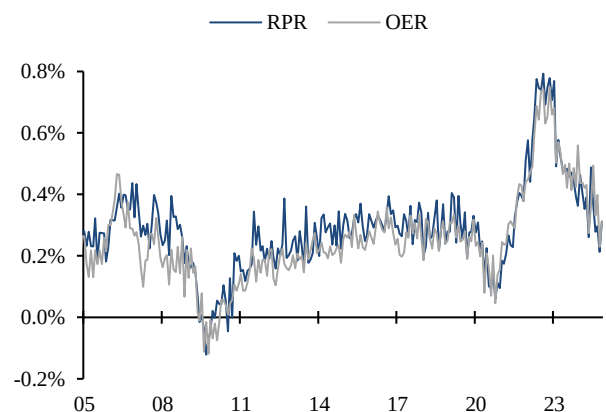
数据来源: 彭博、东吴证券研究所

图13: 美国居住通胀自住房折算与租金分项同比



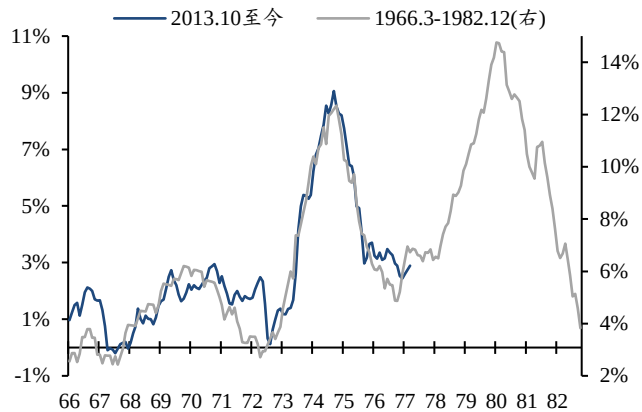
数据来源: 彭博、东吴证券研究所

图14: 美国居住通胀自住房折算与租金分项环比折年



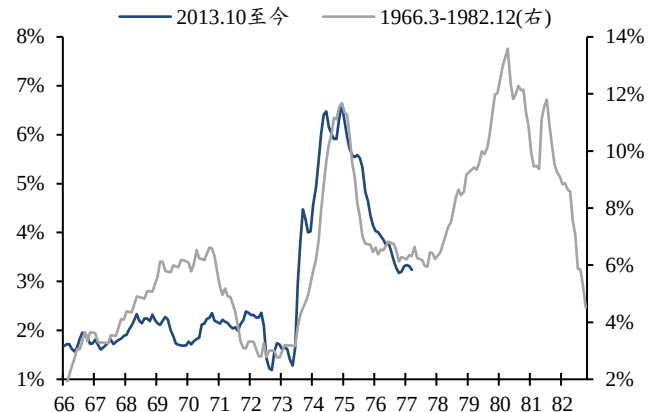
数据来源: 彭博、东吴证券研究所

图15: 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16: 本轮与 1970s 大滞胀美国核心 CPI 同比增速比较



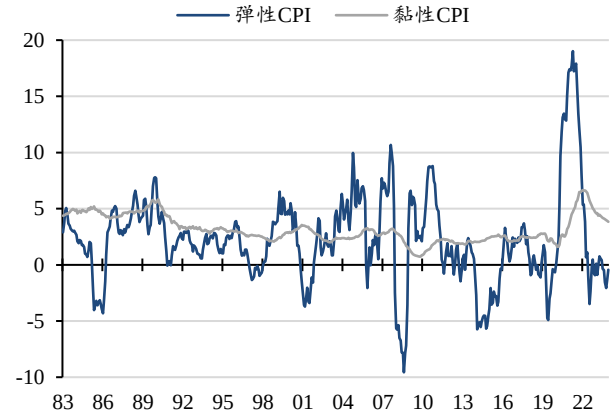
数据来源: 彭博、东吴证券研究所

图17: 美国 CPI 环比折年扩散指数项目占比



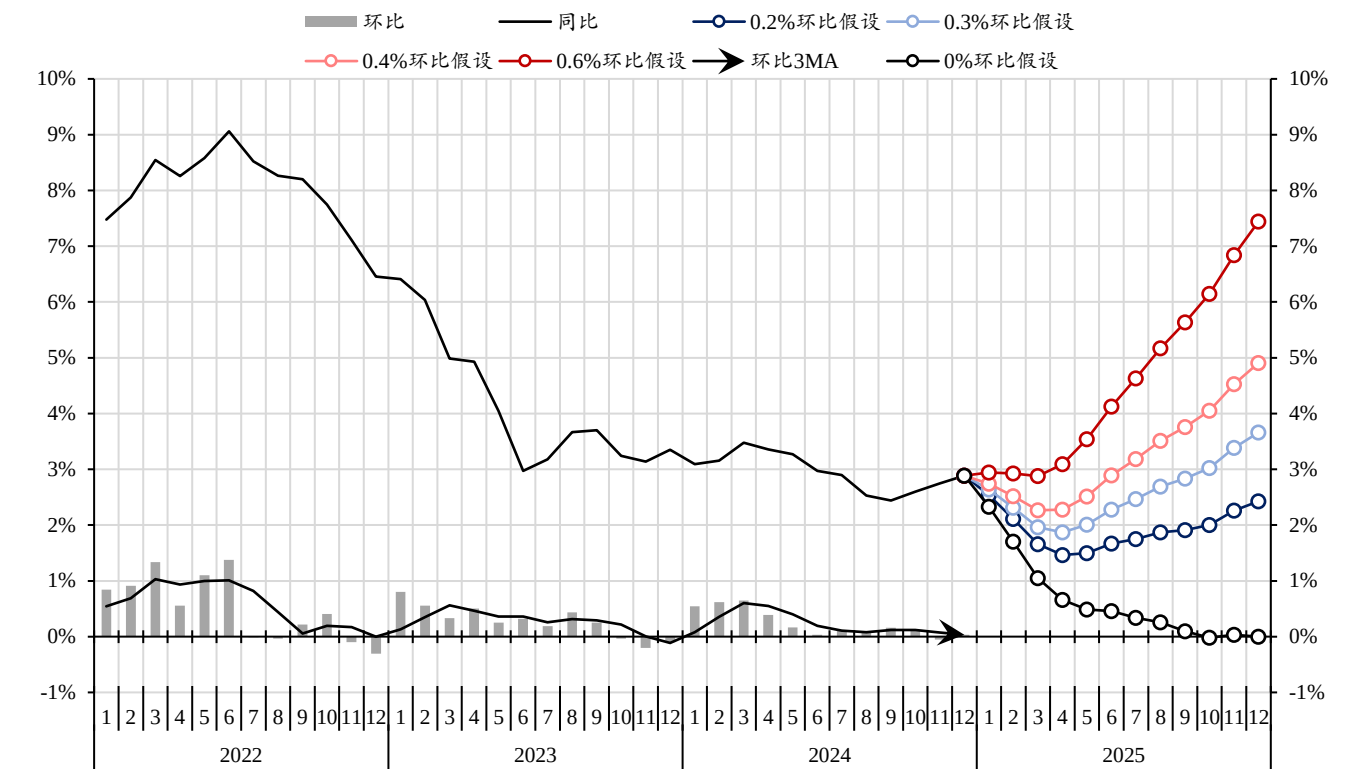
数据来源: 彭博、东吴证券研究所; 单位%

图18: 美国弹性与黏性 CPI 指标同比增速



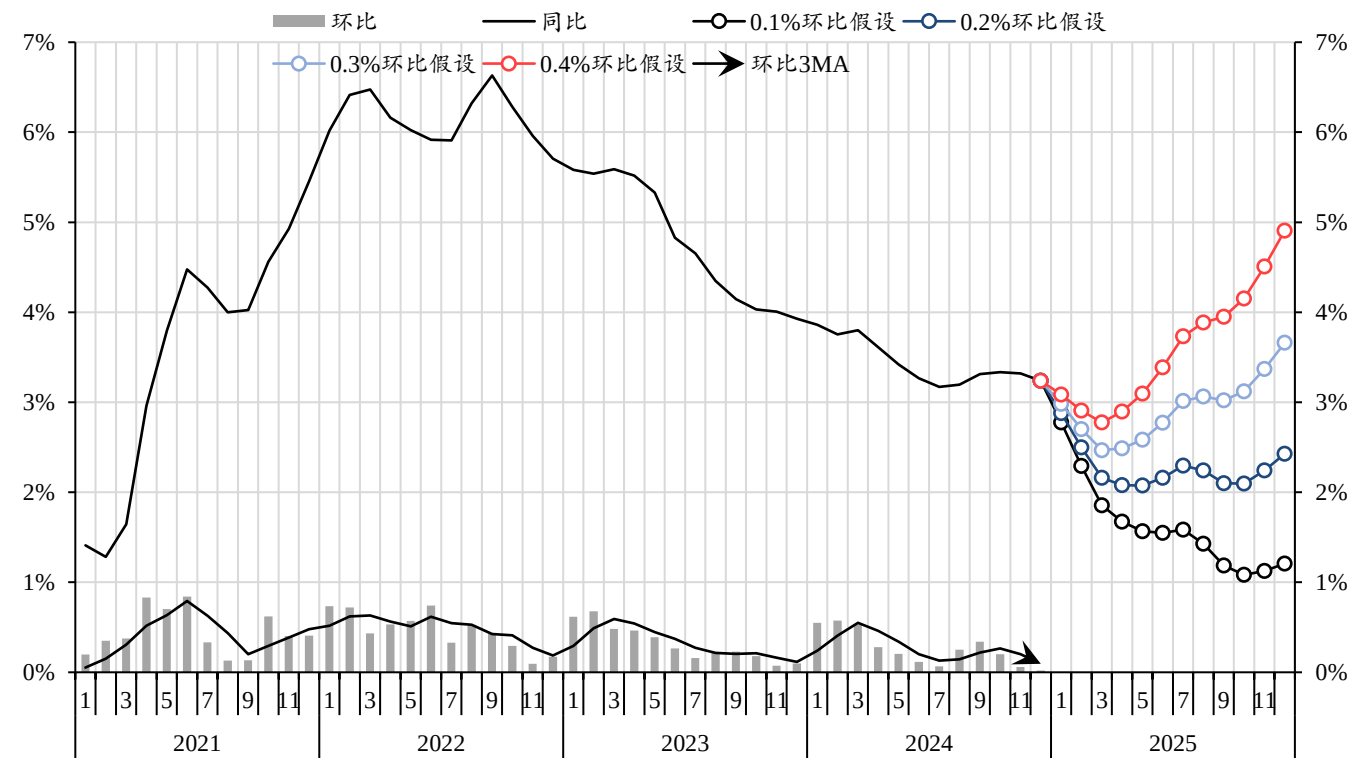
数据来源: 彭博、东吴证券研究所; 单位%

图19：不同环比增长假设下美国 CPI 同比增速



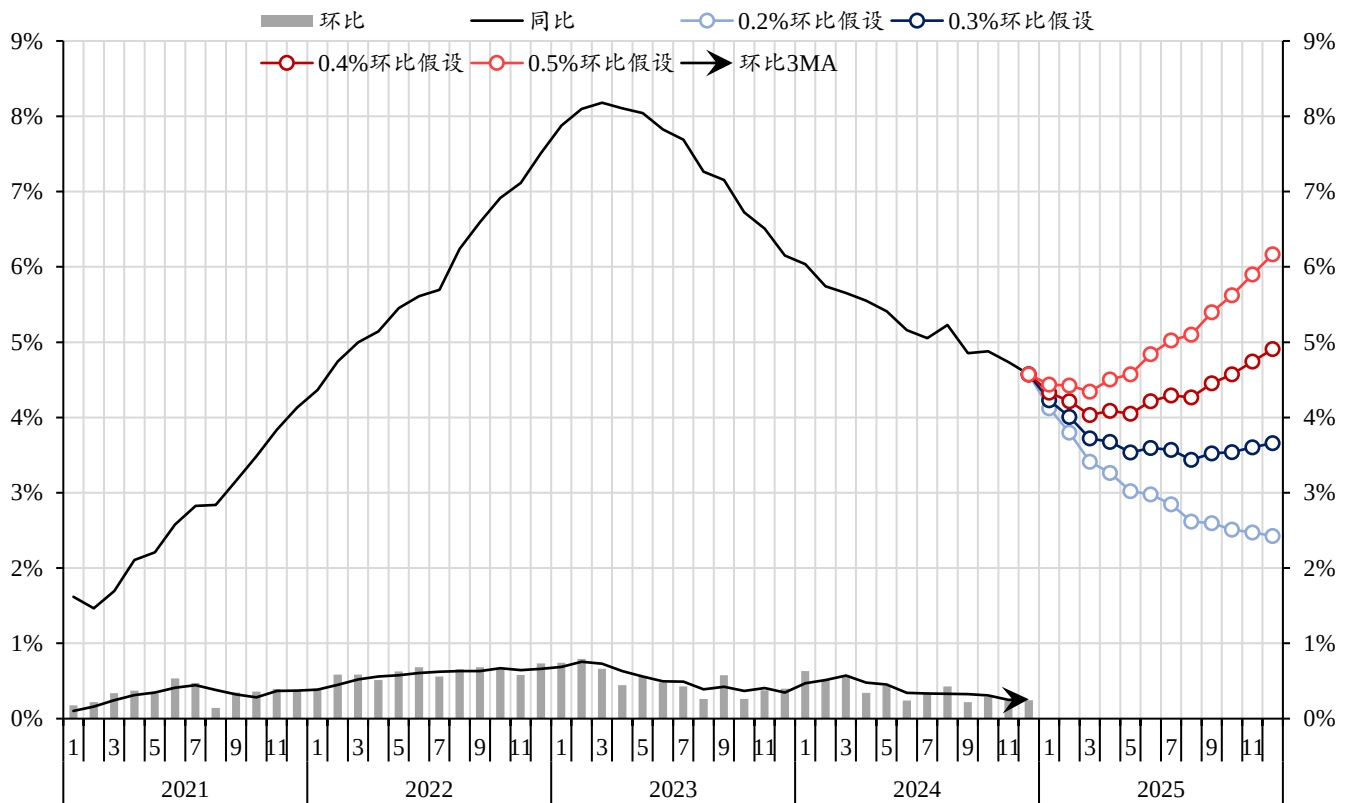
数据来源：彭博、东吴证券研究所

图20：不同环比增长假设下美国核心 CPI 同比增速



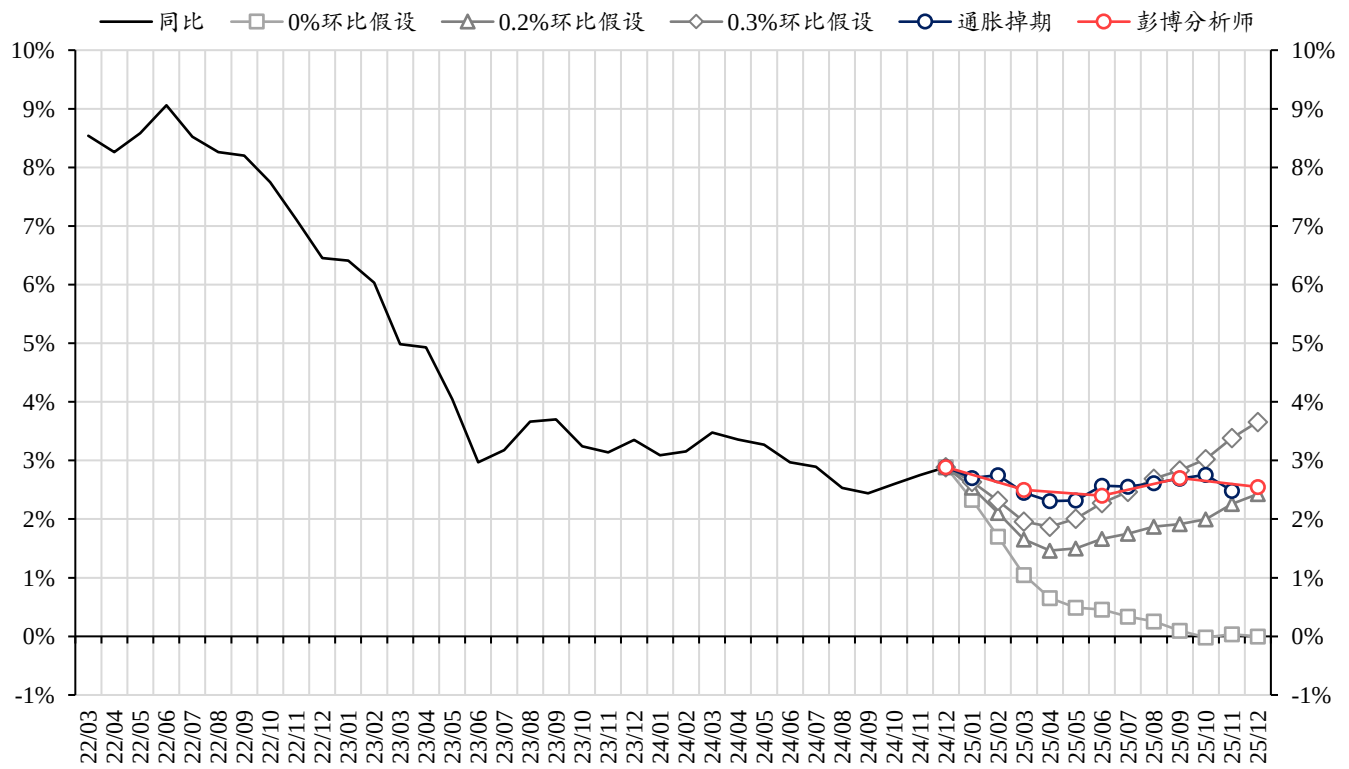
数据来源：彭博、东吴证券研究所

图21：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22：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>