

宏观深度报告 20260328

技术帖：美国通胀指标 PCE 与 CPI 的走势差异

2026 年 03 月 28 日

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

证券分析师 韦伟

执业证书：S0600525040002

weiy@dwzq.com.cn

证券分析师 王茁

执业证书：S0600526010001

wangzhuo@dwzq.com.cn

相关研究

《油价上涨对我国出口影响几何》

2026-03-26

《上海商品房销售量价齐升》

2026-03-22

■ **核心观点：**从历史上看，美国 PCE 同比增速在大部时间都低于 CPI，但近 3 个月 PCE-CPI 同比开始由负转正且不断走阔。从原因上看，两者核心通胀的走势差异正在主导 PCE-CPI 的轧差：PCE 中权重更高的计算机组件分项大幅上行；而 CPI 中权重更高的居住通胀和车险分项回落明显。向前看，考虑到未来 AI 投资需求或继续推升计算机配件价格，居住通胀与车险价格处于疫情后的持续下行通道，我们预期年内 PCE 同比增速或持续高于 CPI。这也意味着，即使美伊冲突在年内较快结束，霍尔木兹海峡恢复通航带动油价回落，在核心分项的作用下 PCE 同比的回落速度也将不及 CPI。而由于美联储泰勒规则实际参考的通胀指标为 PCE，因此 PCE-CPI 轧差的持续存在或将成为年内美联储持续“紧货币”的尾部风险。

■ **衡量美国通胀的两大指标。**美国 PCE 与 CPI 同比增速时常出现分化，且历史上大部分时间都是 PCE 同比增速低于 CPI。从权重分配来看，CPI 对高波动的食品、能源分项赋予更大权重，这导致 CPI 较 PCE 波动更大、总体增速更高。从口径划分来看，食品服务被纳入了核心 PCE 与超级核心 PCE 中，但没有被纳入核心 CPI 与超级核心 CPI 中；而酒店在 CPI 中被纳入居住通胀，而 PCE 中则是在食宿这一服务分项。

■ BEA 将 PCE 和 CPI 之间的差异量化成“四大效应”，数据显示**公式效应与权重效应**在大部分时间中都使得 CPI 在增速上要大于 PCE，**范围效应**则在大部分时间中使得 CPI 在增速上要小于 PCE，其他效应对 CPI-PCE 的影响较小且影响方向较为随机。而其中权重效应与范围效应对 PCE 与 CPI 之间的增速差异影响最为明显。

■ **近期 PCE 与 CPI 差异的原因。**我们发现，核心通胀的走势差异正在主导 PCE-CPI 的轧差。①核心商品：近期 PCE 中权重更高的计算机组件大幅上行，最新 2 月该分项 CPI 同比增长 8.03%。其价格飙升的背后或反映了 AI 投资需求推动的存储成本上升。②居住通胀：自 2022 年美联储开启“超级加息”周期后，高利率压制需求令房地产市场开始逐步降温，CPI 中权重更高的居住通胀同比也已下破 3%，随着疫情后美国房价的持续回落，CPI 因此受到的拖累料持续大于 PCE。③超级核心通胀：自疫情以来维持高位的运输服务 CPI-PCE 近期迅速收窄，这主要由两者车险分项编制方法所致。PCE 车险价格使用汽车保险的净成本，即支付的保费减去索赔后的成本，而 CPI 使用总成本，即保险价格。在机动车及相关配件从疫情期间异常高企价格逐步回归正常的背景下，保险公司成本或相应走低，进而对车险保费金额进行下调，这使得 PCE 车险分项的下行幅度明显缓于 CPI。

■ **PCE 通胀前景展望。**我们的测算显示基准情形下，若全年油价维持在 100 美元/桶，对应年底 PCE 同比增速为 3.48%；风险情形下，若全年油价维持在 150 美元/桶，对应年底 PCE 同比增速为 4.26%。同时在基准情形下，油价对 PCE 影响路径与 CPI 基本一致。考虑到 AI 投资需求推升计算机配件价格对 PCE 的抬升作用及疫情后居住通胀与车险价格持续下行对 CPI 的抑制作用，我们预期年内 PCE 同比增速或持续高于 CPI。这也意味着，即使美伊冲突在年内较快结束，霍尔木兹海峡恢复通航带动油价回落，在核心分项的作用下 PCE 同比增速的回落速度也将不及 CPI。而由于美联储泰勒规则实际参考的通胀指标为 PCE，因此 PCE-CPI 轧差的持续存在或将成为年内美联储持续“紧货币”的尾部风险因素。

■ **风险提示：**未来原油价格走势超预期；PCE 与 CPI 未来走势差异超预期；美联储货币政策鸽派程度超预期。

内容目录

1. 衡量美国通胀的两大指标：CPI 与 PCE	4
1.1. CPI 和 PCE 走势的历史差异：CPI 同比增速高于 PCE 是常态	4
1.2. CPI 和 PCE 走势分化的背后：编制差异与四大效应	5
2. 近期 CPI 与 PCE 差异的原因	7
2.1. 核心商品：PCE 中权重更高的计算机组件大幅上行	7
2.2. 居住通胀：CPI 中权重更高的居住通胀回落明显	8
2.3. 超级核心通胀：车险价格回落令 CPI-PCE 运输分项收窄	8
3. PCE 通胀前景展望	10
4. 风险提示	12

图表目录

图 1: 美国 CPI 与 PCE 同比增速差异	5
图 2: 美国 CPI 与 PCE 同比增速差异 (2006 年以来)	5
图 3: CPI 与 PCE 分项拆解对比	5
图 4: 四大效应对美国 CPI 与 PCE 同比增速的轧差贡献度	6
图 5: 美国核心商品 CPI 与 PCE 同比增速	7
图 6: 美国计算机组件 CPI 与 PCE 同比增速	7
图 7: 美国计算机组件 CPI 与 PCE 权重	8
图 8: 五大云服务厂商资本开支趋势	8
图 9: 美国居住服务 CPI 与 PCE 同比增速	8
图 10: 美国居住服务 CPI 与 PCE 权重占比	8
图 11: 美国超级核心 PCE-CPI 通胀同比增速及分项拉动率	9
图 12: 美国车险对 CPI 与 PCE 同比增速的拉动率	10
图 13: 美国车险 CPI 与 PCE 权重占比	10
图 14: 美国原油价格同比与汽油 PCE 价格相关性	10
图 15: 美国原油价格同比与汽油 PCE 同比	10
图 16: 不同情形下油价对美国 PCE 环比、同比拉动率及对应增速测算	11
图 17: 不同情形下美国 CPI 和 PCE 的走势预期	12

尽管最新的美国 2 月 CPI 全面符合市场预期且核心分项环比有所回落，但美伊冲突局势持续发酵带来的油价上行已经开始让市场担忧未来美国的二次通胀风险。与此同时，另一个衡量美国通胀的指标也开始发出预警：美国 PCE 同比已经连续三个月高于同期 CPI，截至最新 2026 年 1 月 PCE 同比增速 2.83%，较 1 月 CPI 同比高出 0.45 个百分点，创 2010 年 6 月以来两者差值新高。为何近期 PCE 与 CPI 增速会出现如此差异？CPI 与 PCE 之间的差异还有哪些？未来 PCE 与 CPI 的轧差是否会进一步扩大？两者走势差异又将如何影响美联储未来货币政策路径？本报告将就以上这些问题一一进行解答。

1. 衡量美国通胀的两大指标：CPI 与 PCE

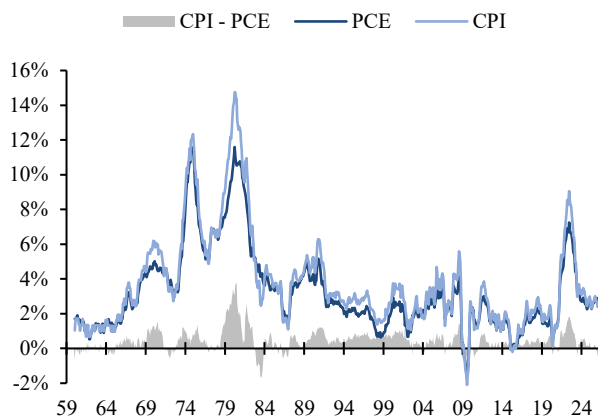
谈及美国通胀时，市场最为熟悉的数据便是由劳动统计局（BLS）发布消费者价格指数（CPI）：CPI 通过消费者支出调查（Consumer Expenditure Survey），统计城市家庭购买各类商品和服务的价格变化情况。而除了 CPI，个人消费支出价格指数（PCEPI，以下简称 PCE）则是由商务部经济分析局（BEA）发布的另一个重要的通胀指标：PCE 通过对企业的调查，包括人口普查局的月度（年度）零售调查、季度/年度服务调查，衡量家庭以及为家庭服务的非营利机构的所有商品和服务消费，它是反映美国消费者商品和服务消费最主要和详细的官方指标。

由于 CPI 每月的公布时间早于 PCE，因此市场通常更多给予 CPI 数据更多关注；不过，由于美联储自 2012 年 1 月来明确以 PCE 年率 2% 作为长期通胀目标，这使得 PCE 成为衡量美联储未来货币政策方向的重要参考，CPI 和 PCE 两者的重要性也因此“伯仲之间”。

1.1. CPI 和 PCE 走势的历史差异：CPI 同比增速高于 PCE 是常态

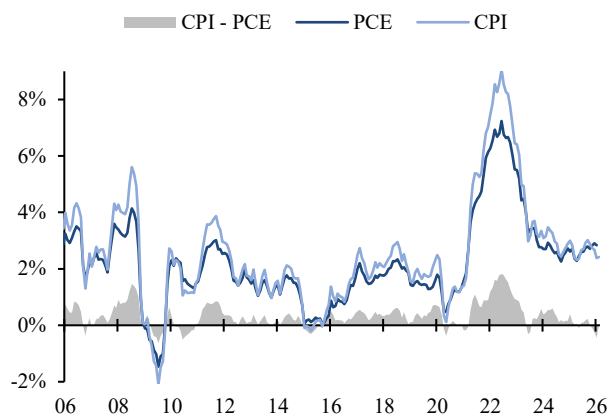
将 1960 年 1 月至 2024 年 5 月的 793 个观察样本进行比较，我们可以发现 CPI 与 PCE 同比增速的相关系数为 96.59%，两者走势高度相似。但需要注意的是，美国 PCE 与 CPI 同比增速也时常出现分化，且历史上大部分时间都是 PCE 同比增速低于 CPI。2023 年以来，美国 PCE 与 CPI 同比增速出现了一次较大的分化：疫情后因通胀得到有效改善，PCE 同比迅速回落至 2.5% 左右，而 CPI 同比则始终保持 3% 附近震荡，难以下破 3%。两者同比差距（CPI-PCE）于 2024 年 5 月一度达到 0.7 个百分点。而自 2025 年 11 月以来，随着 CPI 同比快速回落，CPI 与 PCE 同比间的增速差异再次快速收敛，CPI-PCE 同比从 9 月的 0.23 个百分点突然转负至 11 月的 -0.09 个百分点，且轧差连续三个月走阔，至最新 1 月差值扩大至 -0.45 个百分点。

图1: 美国 CPI 与 PCE 同比增速差异



数据来源：彭博，东吴证券研究所

图2: 美国 CPI 与 PCE 同比增速差异 (2006 年以来)



数据来源：彭博，东吴证券研究所

1.2. CPI 和 PCE 走势分化的背后：编制差异与四大效应

那么究竟是什么因素造成了 PCE 与 CPI 之间的走势分化呢？从编制差异来看，两者的权重分配和口径划分是差异背后的主要推手。

从权重分配来看，核心项目在 PCE、CPI 同比分项中的占比分别为 89%、80%。CPI 对高波动的食品、能源分项赋予更大权重，这导致 CPI 较 PCE 波动更大、总体增速更高。**从口径划分来看**，PCE 与 CPI 在口径上有两大重要区别：①食品服务被纳入了核心 PCE 与超级核心 PCE 中，但没有被纳入核心 CPI 与超级核心 CPI 中；②酒店在 CPI 中被纳入居住通胀，而 PCE 中则是在食宿这一服务分项中。

图3: CPI 与 PCE 分项拆解对比

$$\begin{aligned}
 \text{CPI} &= \text{食品} + \text{能源} + \text{核心 CPI} \\
 &= \text{食品商品} + \text{食品服务} + \text{能源商品} + \text{能源服务} + \text{核心商品} + \text{核心服务} \\
 &= \text{食品商品} + \text{食品服务} + \text{能源商品} + \text{能源服务} + \text{核心商品} + \text{非居住核心服务} + \text{居住服务} \\
 &= \text{食品商品} + \text{食品服务} + \text{能源商品} + \text{能源服务} + \text{核心商品} + \text{非居住核心服务} + \text{酒店} + \text{RPR} + \text{OER} \\
 &= \text{食品商品} + \text{食品服务} + \text{能源商品} + \text{能源服务} + \text{核心商品} + \text{超级核心通胀} + \text{RPR} + \text{OER} \\
 \\
 \text{PCE} &= \text{非耐用品} + \text{耐用品} + \text{服务} \\
 &= \text{食品商品} + \text{能源商品} + \text{服饰} + \text{其他非耐用品} + \text{耐用品} + \text{能源服务} + \text{核心服务} \\
 &= \text{食品商品} + \text{能源商品} + \text{能源服务} + \text{核心 PCE} \\
 &= \text{食品商品} + \text{能源商品} + \text{能源服务} + \text{核心商品} + \text{核心服务} \\
 &= \text{食品商品} + \text{能源商品} + \text{能源服务} + \text{核心商品} + \text{居住服务} + \text{非居住服务/超级核心通胀} \\
 &= \text{食品商品} + \text{能源商品} + \text{能源服务} + \text{核心商品} + \text{居住服务} + \text{酒店} + \text{食品服务} + \text{其他超级核心通胀}
 \end{aligned}$$

数据来源：BLS, BEA, 东吴证券研究所；其中 RPR 为主要住宅租金分项，OER 为自住房折算租金分项

为了对进一步细化编制差异对两者走势差异的影响，BEA 将 CPI 与 PCE 之间的轧差更进一步地拆分成了四大效应，并对每种效应的影响进行了量化，令我们能对各大效应的影响程度有更加直观的认识，其中：

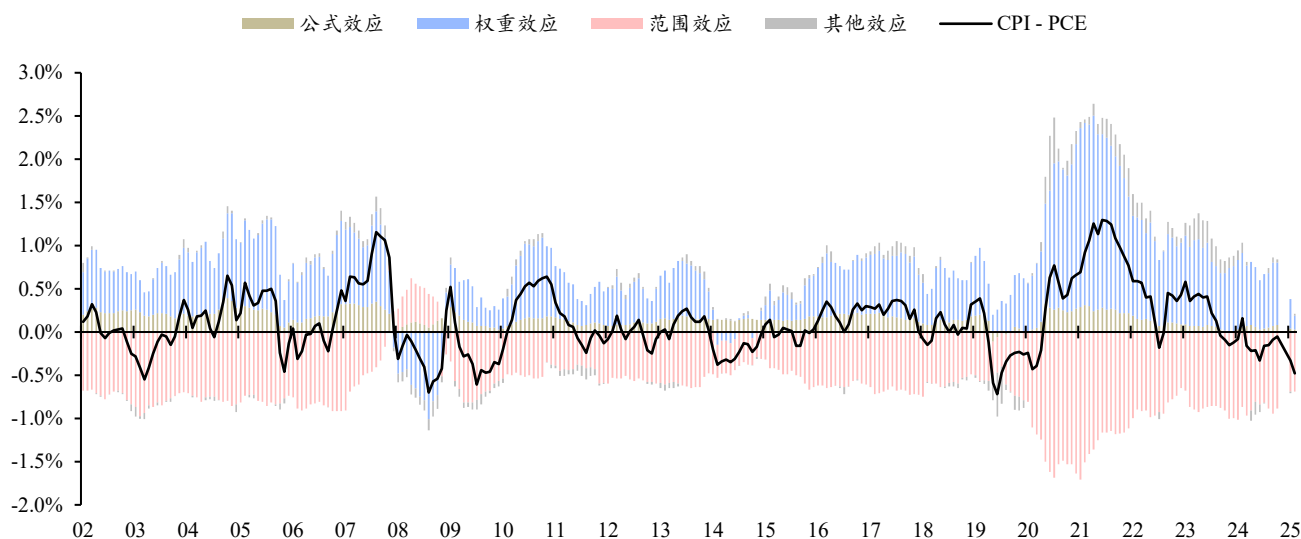
①公式效应：指不同的价格指数公式给 CPI 与 PCE 之间带来的轧差。在构建指数时，CPI 使用了 Laspeyres 公式；而 PCE 价格指数使用了 Fisher 理想公式，其相较于 CPI 引入了替代效应（即当某一商品变贵时，消费者会倾向于购买其替代品，进而导致一揽子消费品权重出现变化）。因而在通胀环境中，公式效应带来的轧差（CPI-PCE）通常为**正**，且公式效应对于价格变化波动较大的分项而言会更加明显（如能源分项）。

②权重效应：指由于各分项在构建 CPI 与 PCE 价格指数时不同的权重所带来的轧差。CPI 编制的数据来源于 BLS 家庭端的消费支出调查，而 PCE 价格指数编制的数据来源于 Census Bureau 商业端的零售贸易调查。家庭端与商业端调查对同一分项赋予的不同权重导致 CPI 与 PCE 价格指数最终存在不同。

③范围效应：指 CPI 与 PCE 价格指数分项计算支出范围不同所带来的轧差。CPI 计算全部城镇家庭的消费支出，而 PCE 价格指数衡量在国民账户（NIPAs）框架内个人和非营利机构购买的商品和服务。因此，在计算两者时，会存在 CPI 中计算的分项没有**在 PCE 价格指数中被计算和 PCE 价格指数中计算的分项没有**在 CPI 中被计算的情况****。例如，在 CPI 中，医疗服务分项的计算仅包含了由消费者直接购买的医疗服务；而 PCE 价格指数中，医疗服务分项的计算除了涵盖消费者之间购买的医疗服务外还包括了由第三方代消费者购买的医疗服务，如企业为员工购买的健康保险服务和政府通过医疗保障项目为居民支付的相关服务等。

④其他效应：除了上述三种效应外，剩下带来 CPI 与 PCE 之间轧差的因素被统称为其他效应。例如，由于 BLS 与 BEA 对两个价格指数的计算周期和基调因子调整存在差异所带来的影响被称作季节调整差异；由于 CPI 和 PCE 价格指数计算对同一分项商品/服务所使用的价格指数不同所带来的影响被称作价格差异。此外不能被上述分析所解释的残值差异也会被归入其他效应中。

图4：四大效应对美国 CPI 与 PCE 同比增速的轧差贡献度



数据来源：BEA，东吴证券研究所

观察四大效应对 CPI-PCE 的贡献度，我们发现公式效应与权重效应在大部分时间中都使得 CPI 在增速上要大于 PCE，范围效应则在大部分时间中使得 CPI 在增速上要小于 PCE，其他效应对 CPI-PCE 的影响较小且影响方向较为随机。而其中权重效应与范围效应对 PCE 与 CPI 之间的增速差异影响最为明显。这与我们之前的分析结果相一致：权重效应量化了权重分配的影响，与 CPI 相比，PCE 在能源品、居住上的权重更低，这导致在油价与居住价格上涨时期，CPI 较 PCE 更高；范围效应则量化了口径划分的影响，与 CPI 相比，PCE 纳入了金融保险、非盈利组织的通胀，这导致 PCE 计价了更多的通胀项目，令 PCE 比 CPI 更高。

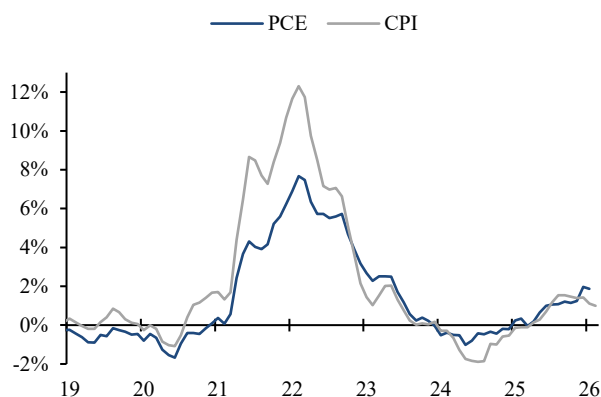
2. 近期 CPI 与 PCE 差异的原因

那么究竟是什么因素令近期 PCE 增速大幅高于 CPI 呢？我们发现，2025 年年初高基数的油价使得近期能源通胀对 CPI-PCE 的贡献度不断走低，这点与不断减弱的权重效应相符（详见图 4）；而食品与能源之外的核心通胀对 CPI-PCE 的贡献度从 2025 年 8 月的 -0.08 个百分点升至 2026 年 1 月的 0.48 个百分点。这表明，核心通胀的走势差异正在开始主导两者的轧差。

2.1. 核心商品：PCE 中权重更高的计算机组件大幅上行

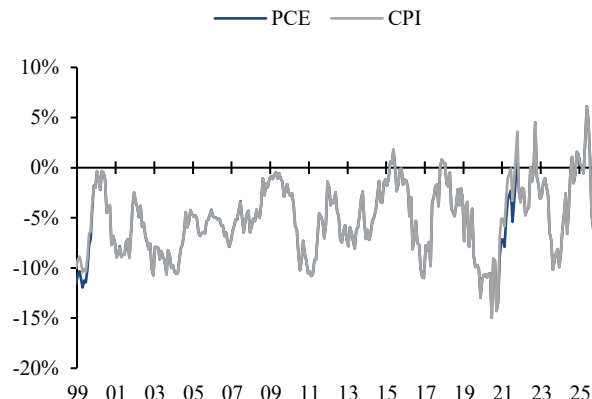
2025 年 12 月以来，核心商品 PCE 同比增速再次反超 CPI，这其中一个重要推手便是计算机组件分项。过去三个月计算机组件通胀上涨约 15%，截至最新 2 月 CPI 同比增长 8.03%。由于该分项在 PCE 中的权重（1.1%）约是 CPI（0.03%）的 33 倍，因此仅计算机组件单项的大幅上行就为 1 月 PCE-CPI 同比轧差贡献了 0.05%。计算机组件价格飙升的背后或反映了 AI 投资需求推动的存储成本上升，而以亚马逊、微软为代表的科技巨头全面押注 AI 产业浪潮，大幅提升未来的资本开支指引或令计算机组件价格延续上行趋势。

图5：美国核心商品 CPI 与 PCE 同比增速



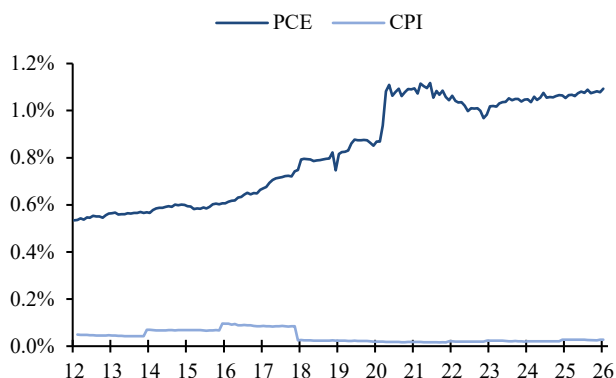
数据来源：彭博，东吴证券研究所

图6：美国计算机组件 CPI 与 PCE 同比增速



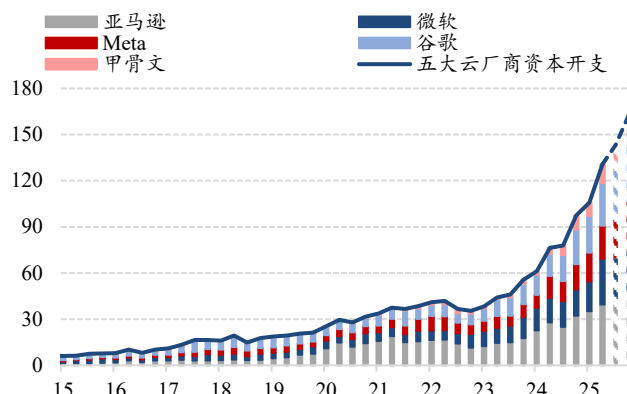
数据来源：彭博，东吴证券研究所

图7: 美国计算机组件 CPI 与 PCE 权重



数据来源: 彭博, 东吴证券研究所

图8: 五大云服务厂商资本开支趋势

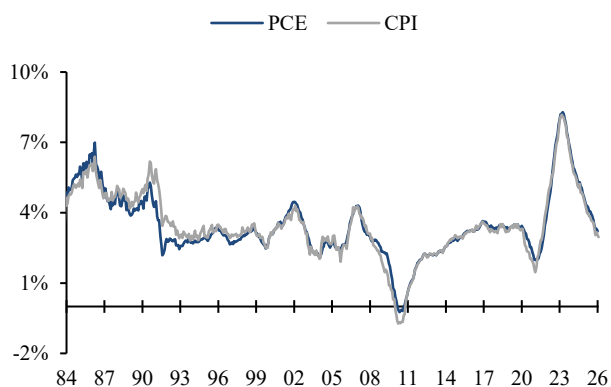


数据来源: 彭博, 东吴证券研究所; 单位十亿美元

2.2. 居住通胀: CPI 中权重更高的居住通胀回落明显

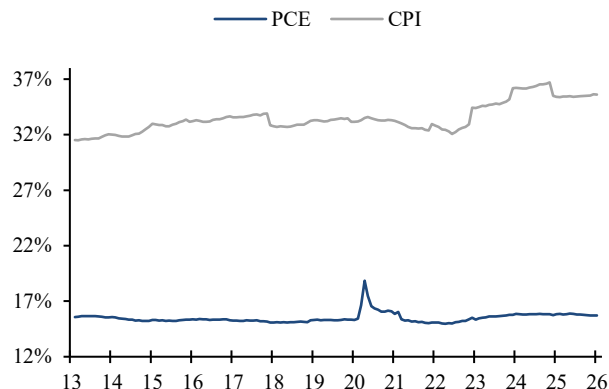
自 2022 年美联储开启“超级加息”周期后，高利率压制需求令房地产市场开始逐步降温，居住通胀也随着房价的回落而滞后回落；截至最新，美国 2 月居住 CPI 同比 +2.96%，自疫情后首次回落至 3% 以下，其中租金 RPR 分项环比降至 +0.13%，已回落至 2020 年衰退时期水平，反映出高利率对居住通胀滞后的影响深化。而由于居住服务在 PCE 的权重占比约 16%，而在 CPI 的权重占比约 36%，因此居住通胀同比的快速回落对 CPI 的抑制作用较 PCE 更为明显，从而令 PCE-CPI 同比轧差进一步扩大。

图9: 美国居住服务 CPI 与 PCE 同比增速



数据来源: 彭博, 东吴证券研究所

图10: 美国居住服务 CPI 与 PCE 权重占比



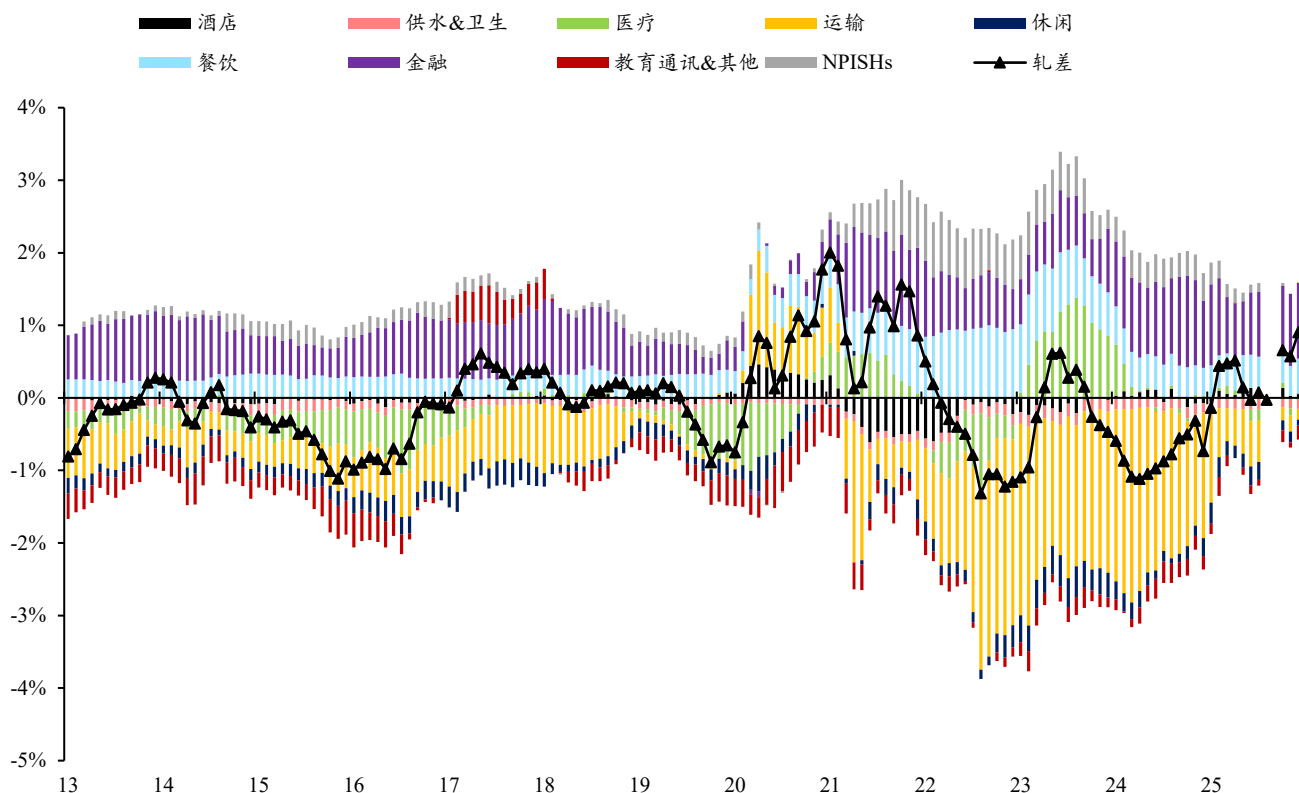
数据来源: 彭博, 东吴证券研究所

2.3. 超级核心通胀: 车险价格回落令 CPI-PCE 运输分项收窄

除居住通胀外，截至最新 1 月超级核心 PCE-CPI 的轧差也已走阔至 0.91%。由于超

级核心通胀在 CPI 中占比 25%，PCE 中占比 50%，因此该分项对 CPI 和 PCE 同比增速差异存在举足轻重的影响。我们通过拆解超级核心 PCE 与超级核心 CPI 各分项对两者增速差异的贡献度，发现近期自疫情以来维持高位的运输服务轧差迅速收窄，成为超核心 PCE-CPI 走阔的主要贡献者。

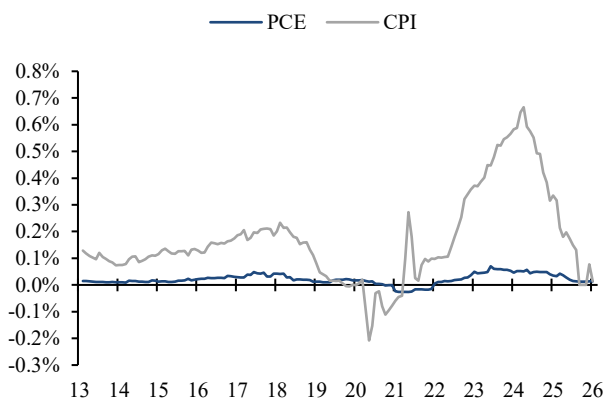
图11：美国超级核心 PCE-CPI 通胀同比增速及分项拉动率



数据来源：彭博，东吴证券研究所

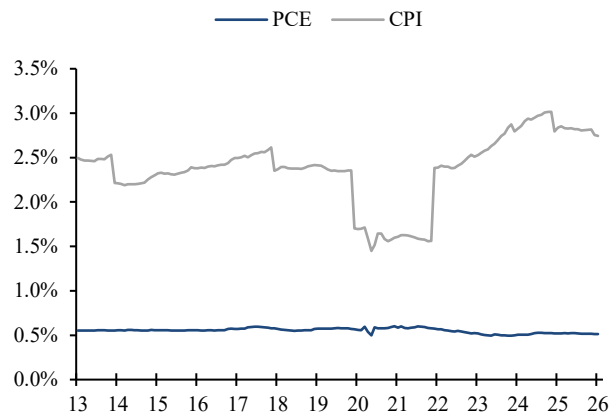
进一步来看，运输服务中的车险分项是导致疫情以来 CPI 和 PCE 增速一度出现巨大差异的“罪魁祸首”。从编制方法来看，PCE 的车险价格衡量标准使用的是汽车保险的净成本，即支付的保费减去索赔后的成本，而 CPI 衡量标准是总成本，即保险价格。疫情后美国机动车保有量增大，同时工人短缺与自然灾害频发均使得维修受损车辆的劳动力和零件成本的提升，进而带动车险价格提升。因此 CPI 衡量的保险价格增速一路抬升，而 PCE 计算扣除赔付后的保险净额增速则明显放缓，两者走势的分化进一步加剧。从权重效应来看，车险在 PCE 与 CPI 中分别占比 0.5%、2.6%，后者是前者的 5 倍有余，这进一步放大了车险增速在 CPI 中的贡献度。但自 2025 年 12 月来，CPI 中交通运输商品分项（包含新车与二手车）环比连续为负，在机动车及相关配件价格回落的背景下，保险公司成本或相应走低，进而对车险保费金额进行下调。因此在保费金额下行之时，CPI 车险分项下行幅度明显大于 PCE 车险分项，两者同比增速差异也因此快速收敛。

图12: 美国车险对 CPI 与 PCE 同比增速的拉动率



数据来源：彭博，东吴证券研究所

图13: 美国车险 CPI 与 PCE 权重占比

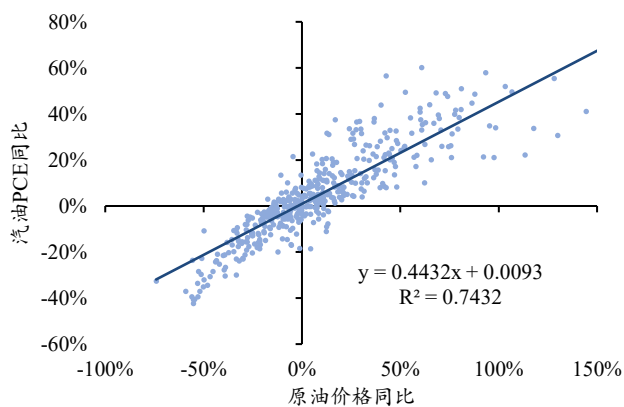


数据来源：彭博，东吴证券研究所

3. PCE 通胀前景展望

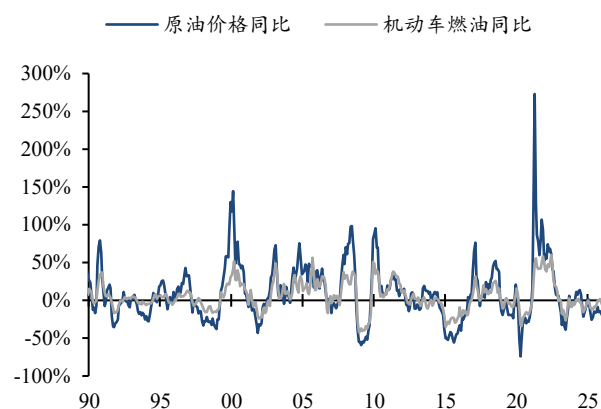
向前看，美伊冲突已持续近一个月的时间，其对油价的推升已经成为未来 PCE 通胀上行的最大风险。我们在此前的报告《美国通胀对油价的弹性测算》中提及，美联储研究、相关性测算和经验法则显示，原油价格对美国汽油 CPI 的传导率约 50%。而从 1990 年以来 WTI 原油价格与美国汽油 PCE 同比增速相关性来看，WTI 原油价格同比增速可解释近 74% 的当月汽油价格上涨，对应弹性约为 44%，这与我们此前的结论基本一致。因此，我们同样假定基准情形（油价维持 100）和风险情形（油价飙升至 150），测算传导率为 50% 下美国 PCE 通胀对油价涨幅的弹性。具体来看，我们假定今年 3-12 月油价达到并保持某一特定价格水平，分别计算油价环比、同比增速，进而结合油价对汽油 PCE 传导率和汽油 PCE 在总体 PCE 中权重（截至最新 1 月为 1.74%），计算得到不同油价情景下，美国 PCE 未来月份的月均环比增速和同比增速。

图14: 美国原油价格同比与汽油 PCE 价格相关性



数据来源：彭博，东吴证券研究所

图15: 美国原油价格同比与汽油 PCE 同比



数据来源：彭博，东吴证券研究所

计算结果显示，基准情景下，若 3、4 月油价维持在 100 美元/桶，则 3、4 月 PCE 同比增速将分别抬升 0.42、0.52 个百分点，对应同比升至 3.25%、3.35%；风险情景下，若 3、4 月油价维持在 150 美元/桶，则 3、4 月 PCE 同比增速将分别抬升 1.08、1.22 个百分点，对应 PCE 同比升至 3.91%、4.05%；若油价维持 100 美元/桶至年底，则 12 月 PCE 同比将升至 3.48%；油价飙升 150 美元/桶至年底，则 12 月 PCE 同比将升至 4.26%。

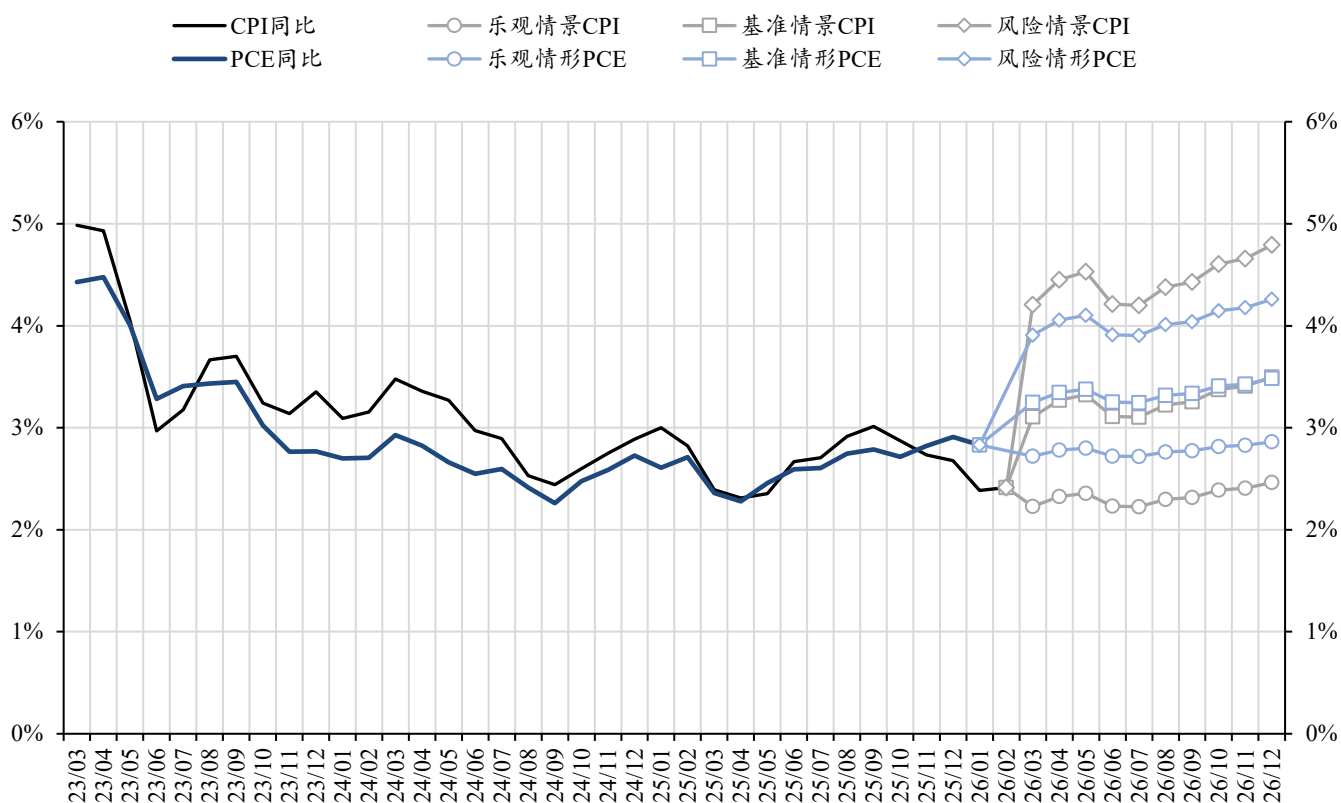
图16：不同情形下油价对美国 PCE 环比、同比拉动率及对应增速测算

假定传导率 50%		1 月 PCE	3MMA	6MMA								
当前 PCE	环比	0.28%	0.28%	0.26%								
	同比	2.83%	2.85%	2.80%								
	月份	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
原有路径 (油价=60 美元/桶)	环比拉动率	-0.06%	-0.03%	-0.02%	-0.02%	-0.01%	-0.01%	-0.01%	-0.01%	-0.01%	-0.01%	
	PCE 环比	0.22%	0.25%	0.26%	0.26%	0.27%	0.27%	0.27%	0.27%	0.27%	0.27%	
	同比拉动率	-0.11%	-0.05%	-0.03%	-0.11%	-0.11%	-0.07%	-0.06%	-0.01%	0.00%	0.03%	
	PCE 同比	2.72%	2.78%	2.80%	2.72%	2.72%	2.76%	2.77%	2.82%	2.83%	2.86%	
情景 A (油价=100 美元/桶)	环比拉动率	0.50%	0.22%	0.14%	0.10%	0.08%	0.07%	0.06%	0.05%	0.04%	0.04%	
	PCE 环比	0.78%	0.50%	0.42%	0.38%	0.36%	0.35%	0.34%	0.33%	0.32%	0.32%	
	同比拉动率	0.42%	0.52%	0.55%	0.42%	0.42%	0.49%	0.51%	0.58%	0.60%	0.65%	
	PCE 同比	3.25%	3.35%	3.38%	3.25%	3.25%	3.32%	3.34%	3.41%	3.43%	3.48%	
情景 B (油价=150 美元/桶)	环比拉动率	1.19%	0.47%	0.29%	0.21%	0.17%	0.14%	0.12%	0.10%	0.09%	0.08%	
	PCE 环比	1.47%	0.75%	0.57%	0.49%	0.45%	0.42%	0.40%	0.38%	0.37%	0.36%	
	同比拉动率	1.08%	1.22%	1.27%	1.08%	1.07%	1.18%	1.21%	1.32%	1.35%	1.43%	
	PCE 同比	3.91%	4.05%	4.10%	3.91%	3.90%	4.01%	4.04%	4.15%	4.18%	4.26%	

数据来源：彭博，东吴证券研究所计算

诚然，由于美伊冲突局势变化的复杂程度，上述情形假设很难完全模拟年内 PCE 同比增速变化。但考虑到 PCE 与 CPI 的高度相关性，我们仍可通过上述方法控制变量，比较油价对未来 CPI 和 PCE 走势差异的影响。我们发现在基准情形下，尽管有公式效应和权重效应的存在，PCE 在油价抬升的情况下并未显著落后于 CPI，这主要是由于当前 PCE 同比基数显著高于 CPI，100 美元/桶的油价中枢仍不足以抹去当前 PCE-CPI 的轧差，只有在风险情景（油价中枢=150 美元/桶）的情况下，PCE 增速才开始显著落后于 CPI。考虑到此前分析中我们提及的 AI 投资需求推升计算机配件价格对 PCE 的上行推动及居住通胀与车险价格持续下行对 CPI 的抑制作用，我们预期年内核心 PCE 部分将成为 PCE-CPI 的主要贡献，令 PCE 同比增速持续高于 CPI。这也意味着，即使美伊冲突在年内较快结束，霍尔木兹海峡恢复通航带动油价回落，PCE 同比增速的回落速度也将不及 CPI。而由于美联储泰勒规则实际参考的通胀指标为 PCE，因此 PCE-CPI 轧差的持续存在或将成为年内美联储持续“紧货币”的尾部风险因素。

图17：不同情形下美国 CPI 和 PCE 的走势预期



数据来源：彭博，东吴证券研究所；其中乐观情形为油价中枢=60 美元/桶，基准情形为油价中枢=100 美元/桶，风险情形为油价中枢=150 美元/桶

4. 风险提示

未来原油价格走势超预期：由于美伊冲突前景存在诸多不确定性，因此未来原油价格走势的变化也存在较大波动，从而令相关测算结果存在误差；

PCE 与 CPI 未来走势差异超预期：由于四大效应均能影响 PCE 和 CPI 之间的走势差异，因此未来两者之间走势的轧差或超出当前分析预期；

美联储货币政策鸽派程度超预期：由于新上任的美联储主席沃什在货币政策上可能受到特朗普的政治压力影响，因此美联储货币政策鸽派程度或落后于泰勒规则的指引。

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>