



符合预期的 CPI 暂表明 12 月仍可降息

——10 月美国 CPI 数据

2024 年 11 月 13 日

- **CPI 与核心 CPI 均符合预期，12 月降息概率依然较高：**10 月 CPI 非季调同比增速从 9 月的 2.4% 回升至 2.6%，符合 2.6% 的市场预期；剔除能源和食品的核心 CPI 同比 3.3%，与前值持平并符合预期。季调环比方面，CPI 增速保持 0.2%，核心 CPI 环比维持 0.3%，同样符合市场预期。CPI 的同比增速在四季度如预期般回升，但环比增速依然位于 0.2% 左右，这表明通胀更长期来看还在逐步向 2% 靠拢的道路上，各类项目也没有出现出人意料的上行，数据整体依然支持美联储在 12 月进行 25BP 的降息。
- **食品、能源与核心商品价格稳定，滞后的核心服务和居住成本下行依旧偏缓：**主要项目符合预期，食品价格同比仍然维持在 2% 左右，环比回落至 0.2%，表明 9 月 0.4% 的意外涨幅并没有持续性。能源商品 10 月依然环比小幅回落，偏弱的需求预期以及特朗普增加油气供给的计划利于能源价格保持较低位置。核心商品延续通缩状态。核心服务环比增速稍有缓和，主要压力仍来自于医疗护理和运输两类。居住成本方面，在上月环比放缓超出预期后，10 月季调环比回升至 0.4%，但没有改变滞后的房租缓慢回落的趋势。核心 CPI 短期将维持韧性，其 3、6、12 个月年化增速为 3.6%、2.6% 和 3.3%，如果其维持近期 0.3% 的环比增速则有回升至 3.7% 的风险，但其中大部分粘性依然来自于居住成本，因此无需过虑通胀回升。
- **飓风影响并不明显，美国消费者开始注重性价比：**10 月飓风米尔顿 (Milton) 的影响似乎主要体现在部分水果涨价 (柑橘/橙)，而全国的酒店住宿价格并未有明显上行。结合部分 CPI 中非耐用商品价格的回落以及个人支出中相关品类的韧性，似乎可以推断偏高利率下消费者倾向于更便宜/涨价幅度更低的商品，但并未削减支出，消费者信心尚可。
- **2025 年在不加征关税的情况下，通胀压力可能仍然有限，虽然关税易引发二次通胀担忧：**我们对 2025 年 CPI 同比增速均值的基准假设是 2.4% 左右，高点在一季度出现，而后续三个季度在 2.5% 下震荡，这种情况并未考虑关税的影响。根据美联储按美国 2018 对外加征 15% 的普遍性关税并导致其他国家同等报复的模型来看，关税可能导致 PCE 通胀一次性上行 1.25% 左右。如果按目前 10% 左右的普遍性关税外推，则通胀可能一次性上行 0.8% 以上，这将导致 CPI 中枢在 3.0%-3.5% 之间，而非 2.5% 左右，且不利于通胀预期的稳定。因此，虽然正常情况下通胀压力有限，美联储仍然需要警惕特朗普的政策冲击。
- **美联储暂未改变对通胀下行趋势的判断，但也开始关注 2025 年特朗普带来的风险：**短期“再通胀”担忧已经在交易中明显体现，但除了不确定较高的关税和驱逐移民设想外，暂无充分的证据，这暂时不会改变美联储对通胀方向的评估。尽管如此，美联储也开始对特朗普 2025 年可能带来的意外保持警惕。综合市场利率考虑，美联储 12 月仍可以再降息 25BP，但 2025 年全年降息幅度或在 50-75BP 之间。
- **短期来看，市场依然更加关注特朗普交易：**数据公布后 CME 数据显示交易者加大了对 12 月份继续降息 25BP 的押注，同时预期 2025 年累计降息两次，共计 50BP。资产方面，美国三大股指震荡分化；美债收益率先在通胀数据符合预期后下行，但最终仍然小幅回升，10 年期升 1.9BP 至 4.452%；美元指数在数据公布后先小幅回落然后显著上行至 106.4839。黄金仍然处于下跌当中。整体来看，市场虽然加强了 12 月的降息预期，但整体仍然在“特朗普交易+再通胀”的叙事中，这种情绪短期仍可能持续并推高美债收益率和美元。不过，在 12 月美联储降息后，10 年期美债收益率可能开始高于联邦基金利率，且目前支持再通胀叙事的证据并不坚实，关税和驱逐移民都面临较高不确定性，因此我们仍认为 4.3% 以上的 10 年期美债开始显现配置价值。

分析师

张迪

☎：010-8092-7737

✉：zhangdi_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130524060001

于金潼

✉：yujintong_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130524080003

风险提示

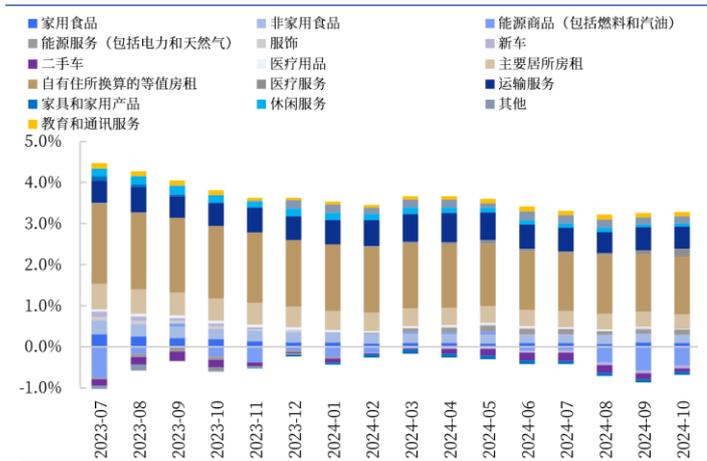
1. 美国经济和劳动市场下行的风险
2. 美国银行系统意外出现流动性问题的风险
3. 对美联储官员发言理解不到位的风险

一、CPI 整体稳定，核心稍有粘性，飓风影响不明显

美国劳工数据局（BLS）公布 10 月消费者价格指数（CPI），其非季调同比增速从 9 月的 2.4% 回升至 2.6%，符合 2.6% 的市场预期；剔除能源和食品的核心 CPI 同比 3.3%，与前值持平并符合预期。季调环比方面，CPI 增速保持 0.2%，核心 CPI 环比维持 0.3%，同样符合市场预期。

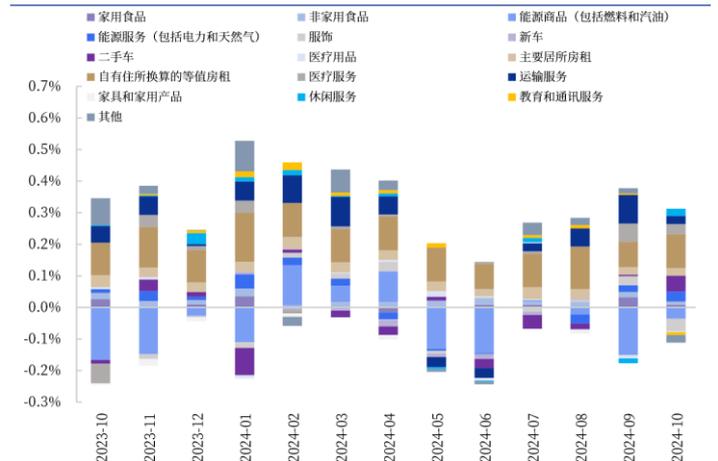
CPI 的同比增速在四季度如预期般回升，但环比增速依然位于 0.2% 左右，这表明通胀更长期来看还在逐步向 2% 靠拢的道路上，各类项目也没有出现出人意料的上行，数据整体依然支持美联储在 12 月进行 25BP 的降息，劳动数据的方向可能更为重要。10 月主要项目基本符合预期，食品价格同比仍然维持在 2% 左右，环比回落至 0.2%，表明 9 月 0.4% 的意外涨幅并没有持续性。能源商品 10 月依然环比小幅回落，偏弱的需求预期以及特朗普增加油气供给的计划利于能源价格保持较低位置。核心商品延续通缩状态，环比没有增长，亦不存在明显压力。核心服务环比增速稍有缓和，主要压力仍来自于医疗护理和运输两类。居住成本方面，在上月环比放缓超出预期后，10 月季调环比回升至 0.4%，但没有改变滞后的房租缓慢回落的趋势。核心 CPI 短期将维持韧性，其 3、6、12 个月年化增速为 3.6%、2.6% 和 3.3%，如果其维持近期 0.3% 的环比增速则有回升至 3.7% 的风险，但其中大部分粘性依然来自于居住成本，因此无需顾虑通胀回升。在 CPI 预计在四季度因基数等问题保持一定粘性的情况下，美联储暂时不要调整对通胀向目标回落保有信心的判断，2024 年内仍有望累计降息 100BP。我们对 2025 年 CPI 的预测也显示在不加征关税或进行超预期经济刺激的情况下，名义 CPI 2025 年均值约在 2.4% 附近，这并不阻碍美联储在劳动市场或其他指标弱化的情况下继续降息。

图1：10 月 CPI 季调同比主要拉动项拆分



资料来源：BLS，中国银河证券研究院

图2：10 月 CPI 季调环比主要拉动项拆分



资料来源：BLS，中国银河证券研究院

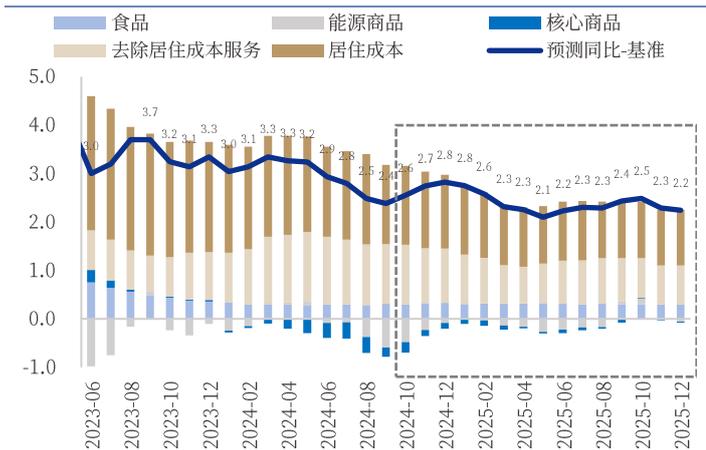
整体来看：食品价格同比增幅加速至 2.1%（前值 2.3%），9 月增幅较高的鸡蛋 10 月环比下行 6.4% 但同比仍高达 30%，未来有进一步回落空间，食品整体基本回归正常。能源商品未季调环比增速 -1.7%，略低于 10 月汽油价格环比 -2.40% 的降幅；当前地缘政治和特朗普的能源政策似乎都不易导致油气价格大幅回升，2025 年原油价格中枢应低于 2024 年，这也意味着其对通胀造成的上行压力较为有限。商品同比通缩幅度保持 -1.0%，其中主要是二手车价格边际回升导致同比通缩幅度收窄，但未来预计仍回落，医疗商品和服装环比通缩。居住成本同比降幅依旧慢于各类领先指标，在上月环比超预期回落至 0.2% 后本月回升至 0.4%（但未季调环比约 0.3%），我们预计未来的居住成本环比应继续向 0.3% 的环比增幅靠近，带动核心通胀弱化。其他核心服务项目环比也有弱化，医疗服务、机动车维修保养、公共交通、机票和其他休闲娱乐等项目拉动环比增幅；同比方面机动车保险仍偏高，但也将跟随汽车销售而回落。名义薪资的韧性可能继续阻碍服务价格增速更快放缓。10 月飓风米尔顿（Milton）的影响似乎

主要体现在部分水果涨价（柑橘/橙），而全国的酒店住宿价格并未有明显上行。结合部分 CPI 中非耐用商品价格的回落以及个人支出中相关品类的韧性，似乎可以推断偏高利率下消费者倾向于更便宜的商品，但并未削减支出。

关于 2025 年的通胀，我们对 CPI 同比增速均值的基准假设是 2.4% 左右，高点在一季度出现，而后续三个季度主要在 2.5% 以下震荡，但这种情况并未考虑关税的影响。根据美联储按美国 2018 对外加征 15% 的普遍性关税并导致其他国家同等报复的模型来看，关税可能导致 PCE 通胀一次性上行 1.25% 左右。如果按目前 10% 左右的普遍性关税外推，则通胀可能一次性上行 0.8% 以上，这将导致 CPI 中枢在 3.0%-3.5% 之间，而非 2.5% 左右，且不利于通胀预期的稳定。因此，虽然正常情况下通胀压力有限，美联储仍然需要警惕特朗普的政策冲击。

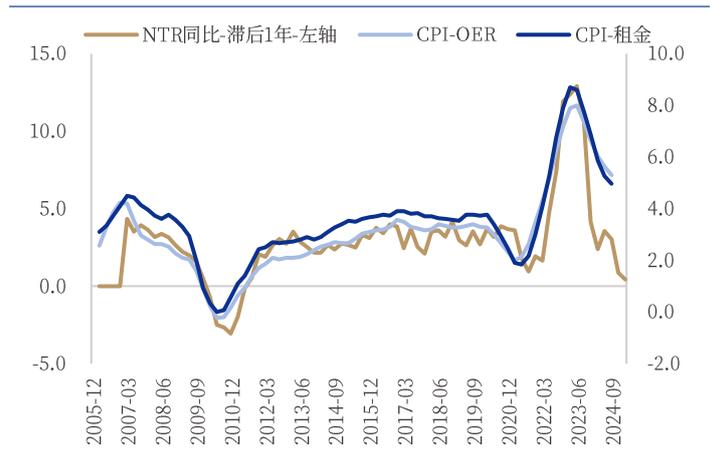
不过在特朗普的具体政策浮出水面前，美联储并不倾向于过早建模以估计特朗普潜在政策的影响，对通胀的担忧也并不强。11 月 FOMC 会后鲍威尔特意解释了删除“通胀可持续向 2% 靠近”的表述是因为美联储已经对通胀下行的路径较有信心，因此没有必要继续保留这一表述。10 月 CPI 公布同期卡什卡利也表示 12 月可以继续降息，短期对劳动市场的担忧大于通胀，且 2025 年降息的步伐可能会放缓。我们认为短期“再通胀”担忧已经在交易中明显体现，但除了不确定较高的关税和驱逐移民设想外，暂无充分的证据，这暂时不会改变美联储对通胀方向的评估。尽管如此，美联储也开始对特朗普 2025 年可能带来的意外保持警惕。综合市场利率考虑，美联储 12 月仍可以再降息 25BP，但 2025 年全年降息幅度或在 50-75BP 之间。

图3：美国 CPI 增速预测（%）



资料来源：BLS、Wind、中国银河证券研究院

图4：居住成本同比增速 10 月缓和，未来有进一步降低空间（%）



资料来源：BLS、Wind、中国银河证券研究院

市场方面，数据公布后 CME 数据显示交易者加大了对 12 月份继续降息 25BP 的押注，同时预期 2025 年累计降息两次，幅度共计 50BP，基本符合 2024 年快速降息，2025 年观察特朗普冲击的思路。资产方面，美国三大股指震荡分化，道指和标普 500 指数小幅上涨，纳斯达克指数收跌；美债收益率先在通胀数据符合预期后下行，但最终仍然小幅回升，10 年期升 1.9BP 至 4.452%；美元指数受通胀数据影响不大，数据公布后先小幅回落然后显著上行至 106.4839。黄金仍然处于下跌当中。整体来看，市场虽然加强了 12 月的降息预期，但整体仍然在“特朗普交易+再通胀”的叙事中，这种情绪短期仍可能持续并推高美债收益率和美元。不过，在 12 月美联储降息后，10 年期美债收益率可能开始高于联邦基金利率，且目前支持再通胀叙事的证据并不坚实，关税和驱逐移民都面临较高不确定性，因此我们仍认为 4.3% 以上的 10 年期美债开始显现配置价值。

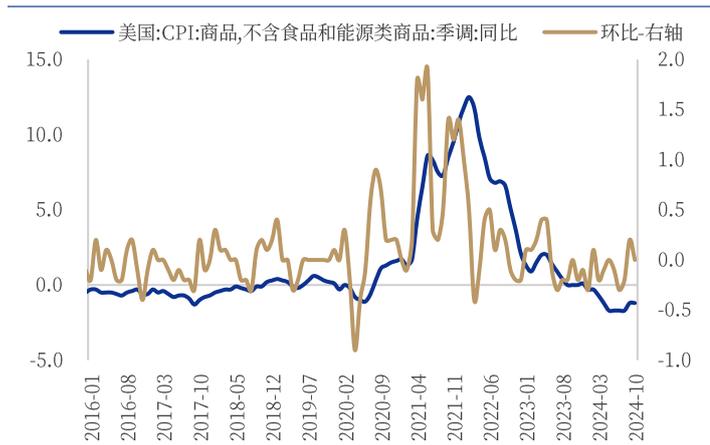
二、居住成本和服务降低偏缓，其他项目压力不大

从细项来看，我们继续将CPI分解为能源、食品、商品、居住成本和核心服务几个部分分析，10月数据中居住成本环比下行超预期，但核心商品和服务中部分项目涨价明显。

(1) 名义10月表现符合预期，食品、能源、核心商品表现均不强，居住成本和其他核心服务稍有粘性，下降缓慢。在去年低基数的情况下，年末CPI同比增速可能反弹至2.8%左右，核心仍位于3%上方。从分项看，对通胀同比有向上拉动的是非家用食品、电力、烟草和相关制品、居住成本、医院和相关服务、机动车保险以及维修保养、机票、宠物服务、学费和其他休闲娱乐和个人服务等。结合克利夫兰截尾均值CPI来看，其10月16%截尾均值3.20%（前值3.17%），中位值略升至4.09%（前值4.08%），通胀下行动能有所放缓。整体上，通胀在中期依然具备继续下行的动力，暂时不干扰美联储进行年内的最后一次降息。

(2) 核心CPI方面，10月商品通缩幅度维持，居住成本依然存在粘性而下行偏慢，导致核心通胀下行的进程短期受到阻碍。年内来看，核心CPI降低至3%以下面临阻碍，但非核心部分的弱势较为稳定，不会干扰美联储对通胀大方向的判断。虽然如此，“再通胀”叙事的市场影响较强，在四季度名义CPI回升而核心通胀进展不大的情况下，交易者们短期可能会维持对通胀反弹的担忧，尽管未来不论是名义还是核心通胀均有进一步弱化的空间。

图5：核心商品通缩延续（%）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图6：剔除居住成本的服务项目环比升至0.6%（%）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

(3) 居住成本10月季调环比回升至0.4%，非季调未0.3%，同比维持4.9%。从与CPI居住成本相关性更好的BLS统计的新租户价格指数（NTR）来看，居住成本在2025年前三季度大概率处于缓慢降低的状态。预计未来环比增速在0.3%左右概率更高，而居住成本年末的同比增速可以降至4.5%左右，带动核心CPI缓和。未来一个季度是观察居住成本是否存在跟随市场房价和租金指数回升的风险的关键时期。鲍威尔在11月FOMC会议上还是强调对居住成本的继续回落有信心，滞后的CPI居住成本应继续反映市场租金涨幅的放缓。

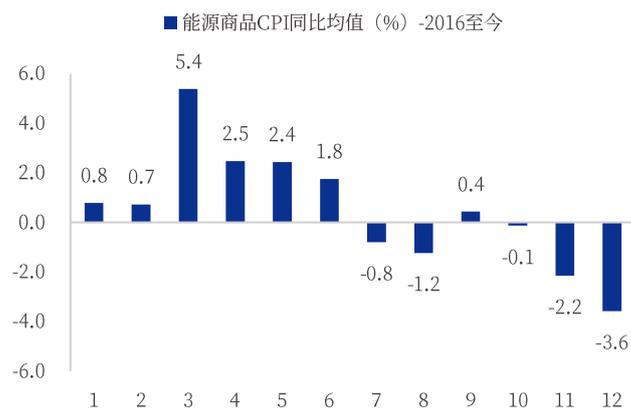
(4) 核心服务价格还有粘性，其作为较为明显的滞后指标降低依然偏慢，继续受到服务业薪资粘性的支持。从季调环比角度考虑，医疗服务环比放缓但仍有0.4%；运输服务从前值1.4%下行至0.4%，公共交通、季调和维修保养都是助推因素；虽然机动车保险存在滞后而同比价格较高，其环比近来并不强，意味着该项目的同比短期还是持续回落状态。休闲服务环比同样回升至0.7%，教育和通讯服务环比为-0.2%。10月飓风对服务价格的扰动并不明显，全国的酒店住宿相关服务也未见明显涨价。

图7: 居住成本存在跟随市场房价反弹的风险有待观察 (%)



资料来源: Wind, Fred, 中国银河证券研究院

图8: 能源商品通胀四季度压力有限



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

(5) 其他项目方面, 食品价格 10 月回归正常, 核心商品继续维持 1%左右的同比通缩。领先指标显示二手车价格继续处于通缩区间, 但环比改善至 2.7%, 领先指标显示二手车涨价风险不大。新汽车价格环比没有这周, 服装在上月环比上行后本月为-1.5%, 家具及家用产品环比维持零增长, 而医疗商品负增长 0.2%。能源方面, 整体压力不大, 天然气环比涨价带动能源服务小幅回升, 仍不构成明显的上行压力。而食品的领先指标也显示 2%左右的涨幅应可以继续维持。综合来看, 食品、核心商品和能源仍然支持通胀继续回落。

图9: 能源服务成本增速未来可能小幅上行 (%)



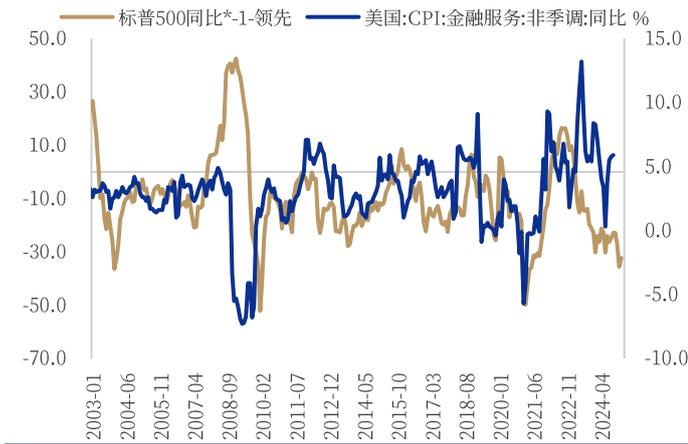
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图10: 二手车预计未来继续通缩, 环比可能小幅回落 (%)



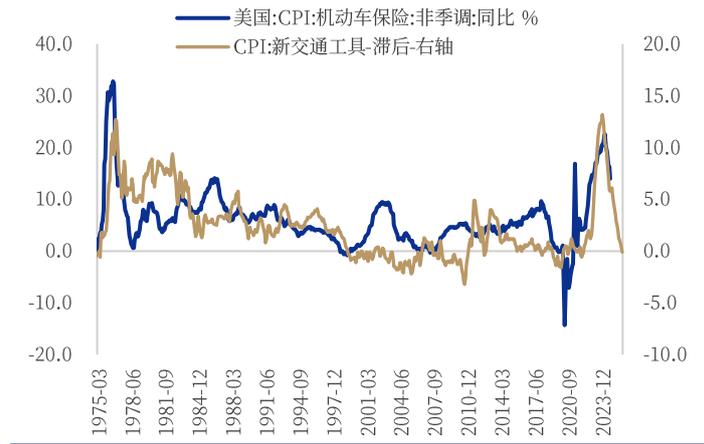
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图11: 金融服务价格回落短期已经反映



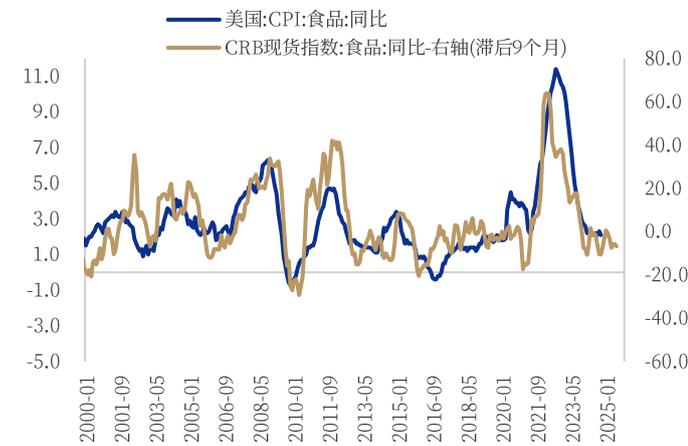
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图12: 汽车保险价格继续下行



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图13: 食品价格仍将保持稳定 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图14: 市场维持年内 100BP 的降息判断, 压缩 2025 年的降息预期

CME FEDWATCH TOOL - CONDITIONAL MEETING PROBABILITIES								
MEETING DATE	275-300	300-325	325-350	350-375	375-400	400-425	425-450	450-475
2024/12/18			0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	82.3%	17.7%
2025/1/29	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	28.2%	60.2%	11.6%
2025/3/19	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	15.8%	46.1%	33.0%	5.1%
2025/5/7	0.0%	0.0%	0.0%	4.3%	24.0%	42.5%	25.4%	3.7%
2025/6/18	0.0%	0.0%	1.8%	12.6%	31.8%	35.3%	16.3%	2.2%
2025/7/30	0.0%	0.4%	4.3%	17.0%	32.6%	31.0%	13.1%	1.7%
2025/9/17	0.1%	1.2%	6.8%	20.1%	32.3%	27.4%	10.8%	1.3%
2025/10/29	0.2%	1.9%	8.5%	21.7%	31.7%	25.3%	9.6%	1.2%
2025/12/10	0.4%	2.7%	10.1%	22.9%	30.9%	23.4%	8.6%	1.0%

资料来源: CME, 中国银河证券研究院

图15: 美国 CPI 未季调同比增速概览

权重 (%)	未季调同比	最新月份同比拉动力率 (%)	2024-10	2024-09	2024-08	2024-07	2024-06	2024-05	2024-04	2024-03	2024-02	2024-01	2023-12	2023-11	2023-10
100.00	CPI	2.60	2.60	2.40	2.50	2.90	3.00	3.30	3.40	3.50	3.20	3.10	3.40	3.10	3.20
13.43	食品	0.28	2.10	2.30	2.10	2.20	2.20	2.10	2.20	2.20	2.20	2.60	2.70	2.90	3.30
8.05	家用食品	0.09	1.10	1.30	0.90	1.10	1.10	1.00	1.10	1.20	1.00	1.20	1.30	1.70	2.10
5.38	非家用食品	0.20	3.80	3.90	4.00	4.10	4.10	4.00	4.10	4.20	4.50	5.10	5.20	5.30	5.40
6.80	能源	-0.33	-4.90	-6.80	-4.00	1.10	1.00	3.70	2.60	2.10	-1.90	-4.60	-2.00	-5.40	-4.50
3.68	能源商品	-0.46	-12.40	-15.30	-10.10	-2.00	-2.20	2.20	1.10	0.90	-4.20	-6.90	-2.90	-9.80	-6.20
0.97	燃油	-0.02	-20.80	-22.40	-12.10	-0.30	0.80	3.60	-0.80	-3.70	-5.40	-14.20	-14.70	-24.80	-21.40
3.53	发动机燃料	-0.44	-12.50	-15.50	-10.40	-2.30	-2.50	2.00	1.00	1.00	-4.20	-6.60	-2.30	-9.20	-5.60
3.43	汽油	-0.42	-12.20	-15.30	-10.30	-2.20	-2.50	2.20	1.20	1.30	-3.90	-6.40	-1.90	-8.90	-5.30
3.12	能源服务	0.12	4.00	3.40	3.10	4.20	4.30	4.70	3.60	3.10	0.50	-2.00	-1.10	-0.10	-2.30
2.47	电力	0.11	4.50	3.70	3.90	4.90	4.40	5.90	5.10	5.00	3.60	3.80	3.30	3.40	2.40
0.65	公共事业(管道)燃气服务	0.01	2.00	2.00	-0.10	1.50	3.70	0.20	-1.90	-3.20	-8.80	-17.80	-13.80	-10.40	-15.80
79.27	核心CPI	2.63	3.30	3.30	3.20	3.20	3.20	3.40	3.60	3.80	3.80	3.90	3.90	4.00	4.00
18.44	商品	-0.18	-1.00	-1.00	-1.90	-1.90	-1.80	-1.70	-1.30	-0.70	-0.30	-0.30	0.20	0.00	0.10
2.56	服装	0.01	0.30	1.80	0.30	0.20	0.80	0.80	1.30	0.40	0.00	0.10	1.00	1.10	2.60
3.58	新车	-0.05	-1.30	-1.30	-1.20	-1.00	-0.90	-0.80	-0.40	-0.10	0.40	0.70	1.00	1.30	1.90
1.87	二手车	-0.06	-3.40	-5.10	-10.40	-10.90	-10.10	-9.30	-6.90	-2.20	-1.80	-3.50	-1.30	-3.80	-7.10
1.47	医疗商品	0.01	1.00	1.60	2.00	2.80	3.10	3.10	2.50	2.50	2.90	3.00	4.70	5.00	4.70
0.84	酒精饮料	0.01	1.60	1.50	1.90	1.90	1.80	1.70	2.00	2.40	2.40	2.30	2.50	2.90	3.70
0.56	烟草和制品	0.04	6.80	8.20	8.40	7.90	8.20	7.80	6.70	6.80	7.10	7.40	7.80	7.70	7.20
61.33	服务	2.94	4.80	4.70	4.90	4.90	5.10	5.30	5.30	5.40	5.20	5.40	5.30	5.50	5.50
36.52	居住成本	1.79	4.90	4.90	5.20	5.10	5.20	5.40	5.50	5.70	5.70	6.00	6.20	6.50	6.70
7.69	主要出租租金	0.35	4.60	4.80	5.00	5.10	5.10	5.30	5.40	5.70	5.70	6.00	6.10	6.50	7.20
26.94	业主等价租金	1.40	5.20	5.20	5.40	5.30	5.40	5.70	5.80	5.90	6.00	6.20	6.30	6.70	6.80
6.48	医疗护理服务	0.25	3.80	3.60	3.20	3.30	3.30	3.10	2.70	2.10	1.10	0.60	-0.50	-0.90	-2.00
1.80	医疗	0.06	3.10	1.50	0.60	0.70	0.80	1.40	0.90	0.70	0.40	0.10	-0.60	-0.70	-1.20
2.31	医院和相关服务	0.10	4.30	4.80	5.80	6.20	7.10	7.30	7.90	7.70	6.10	6.50	5.60	6.30	5.60
6.46	运输服务	0.53	8.20	8.50	7.90	8.80	9.40	10.50	11.20	10.70	9.90	9.50	9.70	10.10	9.20
1.25	机动车维修保养	0.07	5.80	4.90	4.10	4.60	6.00	7.20	7.60	8.20	6.70	6.50	7.10	8.50	9.60
2.98	机动车保险	0.42	14.00	16.30	16.50	18.60	19.50	20.30	22.60	22.20	20.60	20.60	20.30	19.20	19.20
1.04	公共交通	0.03	2.50	0.60	-1.10	-2.20	-3.80	-4.70	-4.60	-5.60	-5.20	-4.80	-6.90	-8.10	-8.90
0.73	机票	0.03	4.10	1.60	-1.30	-2.80	-5.10	-5.90	-5.80	-7.10	-6.10	-6.40	-9.40	-12.10	-13.20
3.23	休闲服务	0.09	2.80	2.20	3.20	3.10	3.40	3.90	4.10	4.50	4.50	5.30	5.60	4.80	5.70
0.90	录音录像	0.01	1.50	1.80	2.00	2.50	2.30	2.80	4.50	4.40	4.20	5.30	5.30	4.10	5.20
0.44	宠物服务	0.03	6.10	5.60	6.00	4.90	5.10	5.90	4.90	7.30	5.90	7.00	7.60	6.40	7.30
1.84	其他休闲娱乐	0.06	3.20	2.10	3.80	3.40	4.10	4.70	4.40	4.40	4.50	4.80	5.20	4.70	5.60
5.00	教育和通讯服务	0.11	2.10	2.30	2.30	2.20	2.30	2.00	1.60	1.40	1.50	1.30	1.30	1.40	2.30
2.40	学费	0.09	3.80	3.60	3.20	3.00	2.90	2.90	2.60	2.70	3.00	2.70	2.70	2.70	2.90
1.54	电话	0.00	-0.10	0.40	0.30	-0.10	0.10	-1.00	-1.70	-1.80	-2.10	-2.10	-1.90	-1.70	0.40
0.98	网络和电子信息	0.01	1.10	2.00	3.00	3.90	4.30	5.00	4.90	4.20	4.30	3.80	3.70	3.70	4.40
1.54	其他个人服务	0.06	4.10	4.10	4.60	5.10	4.80	4.10	4.90	5.40	5.10	6.80	6.40	6.10	6.70
0.64	个人护理服务	0.03	4.50	4.80	4.70	4.50	5.00	4.80	4.70	3.80	3.90	4.20	3.70	3.90	5.00
0.90	其他杂项	0.03	3.80	3.60	4.50	5.60	4.60	3.60	5.00	6.50	5.90	8.70	8.30	7.70	7.90

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

三、风险提示

- (1)美国经济和劳动市场下行的风险
- (2)美国银行系统意外出现流动性问题的风险
- (3)对美联储官员发言理解不到位的风险

分析师承诺及简介

本人承诺以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

张迪：宏观经济分析师

于金潼：宏观经济分析师

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

评级标准

评级标准	评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 到 12 个月行业指数（或公司股价）相对市场表现，其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准，北交所市场以北证 50 指数为基准，香港市场以恒生指数为基准。	行业评级	推荐：相对基准指数涨幅 10% 以上
		中性：相对基准指数涨幅在 -5%~10% 之间
		回避：相对基准指数跌幅 5% 以上
公司评级	公司评级	推荐：相对基准指数涨幅 20% 以上
		谨慎推荐：相对基准指数涨幅在 5%~20% 之间
		中性：相对基准指数涨幅在 -5%~5% 之间
	回避：相对基准指数跌幅 5% 以上	

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 层

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 层

北京市丰台区西营街 8 号院 1 号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：程曦 0755-83471683 chengxi_yj@chinastock.com.cn

苏一耘 0755-83479312 suyiyun_yj@chinastock.com.cn

上海地区：陆韵如 021-60387901 luyunru_yj@chinastock.com.cn

李洋洋 021-20252671 liyangyang_yj@chinastock.com.cn

北京地区：田薇 010-80927721 tianwei@chinastock.com.cn

褚颖 010-80927755 chuying_yj@chinastock.com.cn