

研究所

分析师:李起
SAC 登记编号:S1340524110001
Email:liqi2@cnpsec.com
研究助理:高晓洁
SAC 登记编号:S1340124020001
Email:gaoxiaojie@cnpsec.com

近期研究报告

《居民存款搬家趋缓，股债配置又逢节点》 - 2025.10.17

宏观观点

海外宏观周报：通胀尘埃落定，静待议息会议

● 核心观点：

美国延迟发布的9月CPI数据显示，通胀压力继续缓和。从分项上看，核心商品通胀继续坚挺，但二手车价格有所回落；核心服务通胀降温，其中住房分项是主要推动力，并且从前瞻指标新租户租金来看，住房通胀的回落趋势仍将持续。不温不火的二手车价格和持续降温的住房通胀对冲了关税对核心商品价格的抬升，为本周美联储降息扫清了障碍。

近期SOFR（担保隔夜融资利率）与IORB（银行在美联储的准备金利率）之间的利差转正且显著走阔，部分市场参与者据此认为，美联储在10月末就会停止缩表。然而在RRP余额耗尽后，IORB是SOFR的下限，美联储可以通过下调IORB的方式促使资金重新流向市场，从而缓解流动性压力，而不需要彻底停止缩表，2018年末即出现过类似操作。与18-19年“钱荒”时相比，当前各类银行的准备金均较为宽裕，仍然能够从一定程度上支撑美国资金市场。

● 风险提示：

若贸易摩擦持续升级推高商品通胀，或住房通胀降温不及预期，可能削弱美联储宽松空间。

目录

1 海外宏观数据跟踪.....	4
1.1 上周重要事件与数据跟踪.....	4
1.2 本周重要数据与事件.....	6
2 美联储观点跟踪.....	9
3 风险提示.....	9

图表目录

图表 1: 美国 9 月核心 CPI 增速有所回落 (%)	4
图表 2: 美国 9 月 CPI 各分项情况.....	5
图表 3: 二手车价格同比增速 (%)	5
图表 4: 美国新租户租金指数持续回落 (%)	5
图表 5: 美国核心商品 CPI 增速 (%)	6
图表 6: 机票分项波动较大 (%)	6
图表 7: 美国成屋销售量维持低位.....	6
图表 8: 本周重要数据与事件.....	6
图表 9: 市场定价年内还有 2 次降息.....	9

1 海外宏观数据跟踪

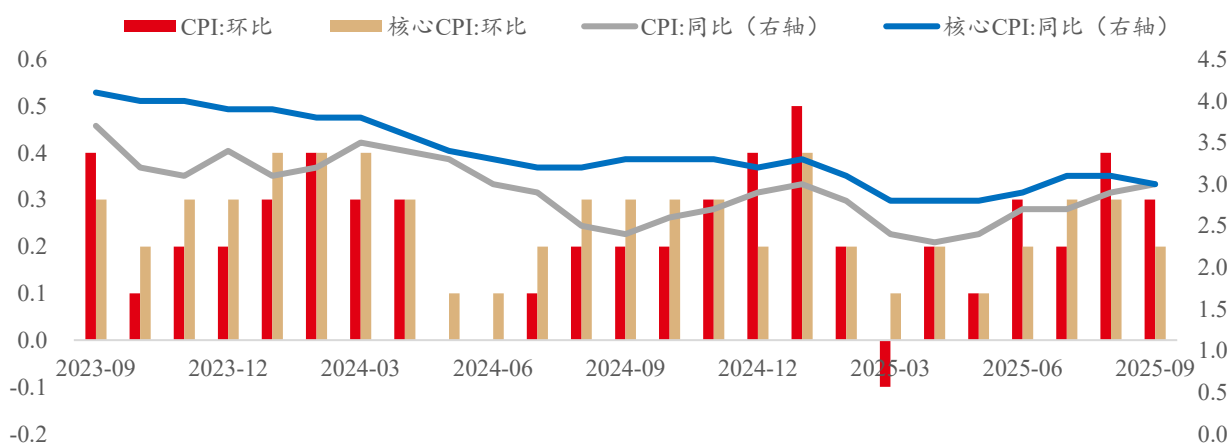
1.1 上周重要事件与数据跟踪

上周末，中美两国官员在吉隆坡东盟峰会期间就贸易协定框架达成一致。据美国财政部长斯科特·贝森特表示，此次会谈有效化解了特朗普政府原定于11月1日对中国进口商品征收100%关税的风险。

与此同时，美国政府停摆已进入第三周，约70万名联邦雇员被迫休假，另有数量相当的人员在无薪状态下继续工作，这可能导致家庭推迟消费支出。政府每停摆一周，预计将使美国经通胀调整后的GDP年化增长率下降0.1至0.2个百分点，但大部分损失有望在政府恢复运转后得到弥补。

经济数据方面，美国推迟发布了9月CPI数据，CPI同比增长3%，环比增长0.3%，核心CPI同比增长3%，环比增长0.2%，均低于市场预期，为本周美联储降息扫清了障碍。从分项上看，二手车价格有所回落，但核心商品通胀继续坚挺，环比增长0.22%；核心服务环比仅增长0.24%，低于过去几个月，其中，住房分项是降温的主要动力，业主等价租金(OER)仅增长0.13%，为2020年以来的最低水平。并且从前瞻指标新租户租金来看，住房分项的回落趋势仍将持续。此外，9月美国成屋销售小幅上行至406万套，仍处于低位，住房市场供需双弱也暗示未来房租通胀难以显著上行。

图表1：美国9月核心CPI增速有所回落（%）



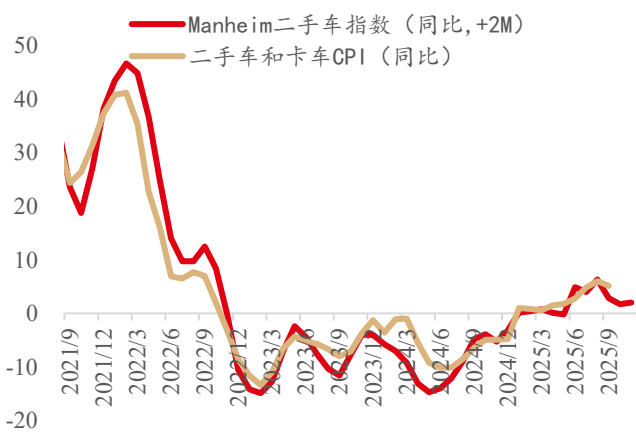
资料来源：iFind，中邮证券研究所

图表2：美国9月CPI各分项情况

单位：%	权重	环比							同比
		2025-03	2025-04	2025-05	2025-06	2025-07	2025-08	2025-09	
CPI	100	-0.1	0.2	0.1	0.3	0.2	0.4	0.3	3.0
食品	13.6	0.4	-0.1	0.3	0.3	0.0	0.5	0.2	3.1
家庭食品	8.0	0.5	-0.4	0.3	0.3	-0.1	0.6	0.3	2.7
非家用食品	5.7	0.4	0.4	0.3	0.4	0.3	0.3	0.1	3.7
能源	6.4	-2.4	0.7	-1.0	0.9	-1.1	0.7	1.5	2.8
能源类商品	3.2	-6.1	-0.2	-2.4	1.0	-1.9	1.7	3.8	-0.4
汽油	3.0	-6.3	-0.1	-2.6	1.0	-2.2	1.9	4.1	-0.5
燃油	0.1	-4.2	-1.3	0.9	1.3	1.8	-0.3	0.6	4.1
能源服务	3.2	1.6	1.5	0.4	0.9	-0.3	-0.2	-0.7	6.4
电力	2.5	0.9	0.8	0.9	1.0	-0.1	0.2	-0.5	5.1
燃气服务	0.8	3.6	3.7	-1.0	0.5	-0.9	-1.6	-1.2	11.7
核心CPI	80.0	0.1	0.2	0.1	0.2	0.3	0.3	0.2	3.0
核心商品	19.3	-0.1	0.1	0.0	0.2	0.2	0.3	0.2	1.5
新交通工具	4.3	0.1	0.0	-0.3	-0.3	0.0	0.3	0.2	0.8
二手汽车和卡车	2.4	-0.7	-0.5	-0.5	-0.7	0.5	1.0	-0.4	5.1
服装	2.5	0.4	-0.2	-0.4	0.4	0.1	0.5	0.7	-0.1
医疗护理商品	1.5	-1.1	0.4	0.6	0.1	0.1	-0.3	-0.1	0.7
核心服务	60.6	0.1	0.3	0.2	0.3	0.4	0.3	0.2	3.5
住所	35.5	0.2	0.3	0.3	0.2	0.2	0.4	0.2	3.6
运输服务	6.2	-1.4	0.1	-0.2	0.2	0.8	1.0	0.3	2.5
医疗护理服务	6.8	0.2	0.5	0.3	0.5	0.7	-0.2	0.2	3.3

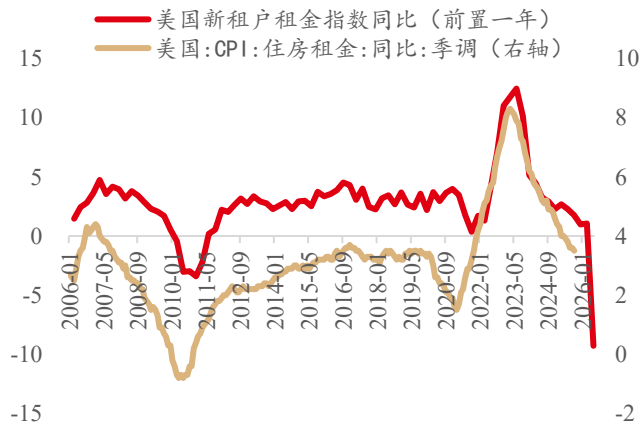
资料来源：iFinD，BLS，中邮证券研究所

图表3：二手车价格同比增速（%）



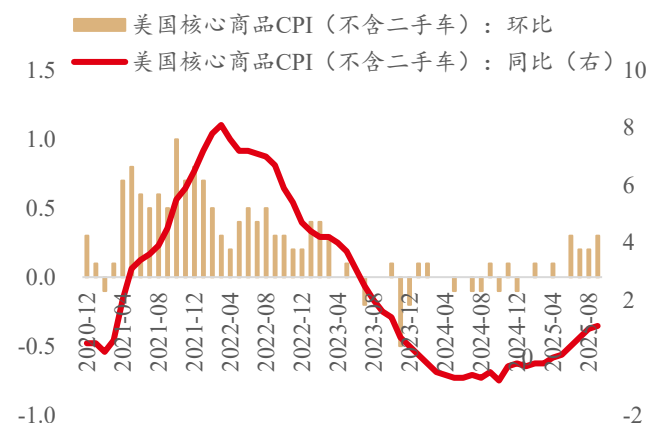
资料来源：Macromicro，中邮证券研究所

图表4：美国新租户租金指数持续回落（%）



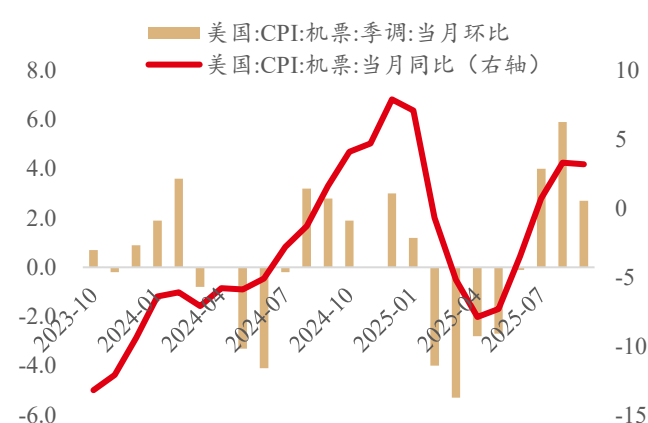
资料来源：BLS，iFinD，中邮证券研究所

图表5：美国核心商品CPI增速（%）



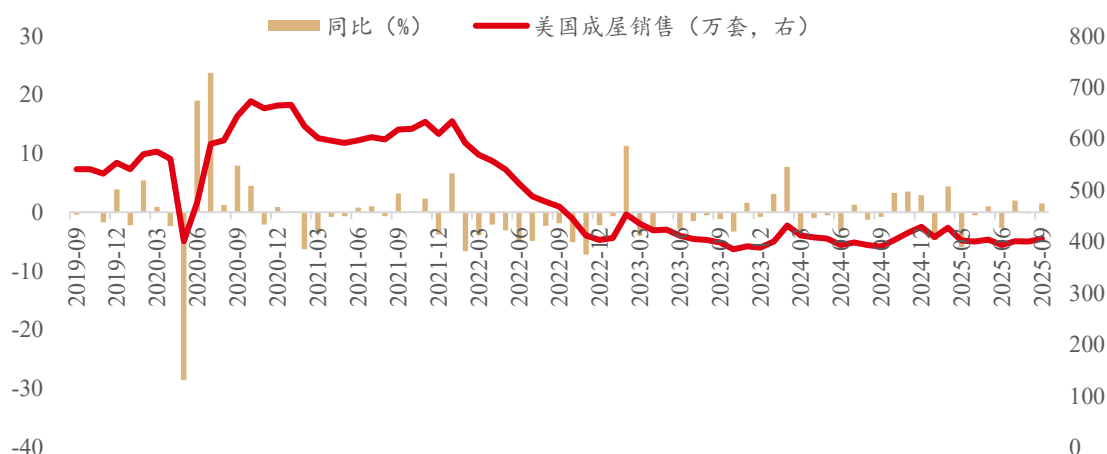
资料来源：Wind，中邮证券研究所

图表6：机票分项波动较大（%）



资料来源：iFind，中邮证券研究所

图表7：美国成屋销售量维持低位



资料来源：iFind，中邮证券研究所

1.2 本周重要数据与事件

图表8：本周重要数据与事件

时间	事件	数据	前值	预测值
2025/10/27 22:30		美国十月达拉斯联储商业活动指数	-8.7	
2025/10/27 待定		美国9月耐用品订单月率		0.30%
2025/10/27	美国总统特朗普访问日本，至10月29日。			
2025/10/28 21:00		美国8月FHFA房价指数月率	-0.10%	

2025/10/28 21:00	美国 8 月 S&P/CS20 座大城市末季调房价指数年率	1.82%	
2025/10/28 22:00	美国 10 月谘商会消费者信心指数	94.2	93.5
2025/10/28 22:00	美国 10 月里奇蒙德联储制造业指数	-17	
2025/10/29 22:00	美国 9 月成屋签约销售指数月率	4%	
2025/10/30 2:00	美国至 10 月 29 日美联储利率决定(上限)	4.25%	4%
2025/10/30 2:00	美联储 FOMC 公布利率决议。		
2025/10/30 2:30	美联储主席鲍威尔召开货币政策新闻发布会。		
2025/10/30 14:30	法国第三季度 GDP 年率初值	0.80%	
2025/10/30 14:30	日本央行行长植田和男召开货币政策新闻发布会。		
2025/10/30 17:00	德国第三季度末季调 GDP 年率初值	-0.20%	
2025/10/30 18:00	欧元区第三季度 GDP 年率初值	1.50%	1.20%
2025/10/30 18:00	欧元区 9 月失业率	6.30%	6.30%
2025/10/30 18:00	欧元区 10 月工业景气指数	-10.3	-10.1
2025/10/30 18:00	欧元区 10 月经济景气指数	95.5	95.7
2025/10/30 21:15	欧元区至 10 月 30 日欧洲央行存款机制利率	2%	2%
2025/10/30 21:15	欧元区至 10 月 30 日欧洲央行主要再融资利率	2.15%	2.15%
2025/10/30 21:15	欧洲央行公布利率决议。		
2025/10/30 21:45	欧洲央行行长拉加德召开货币政策新闻发布会。		
2025/10/30 21:55	美联储理事鲍曼在一个线上会议发表预先录制的讲话。		
2025/10/30	日本至 10 月 30 日央行目标利率	0.50%	0.50%
2025/10/30 待定	美国至 10 月 25 日当周初请失业金人数(万人)		
2025/10/30 待定	美国第三季度实际 GDP 年化季率初值	3.80%	3.00%
2025/10/30 待定	美国第三季度实际个人消费支出季率初值	2.50%	
2025/10/30 待定	美国第三季度核心 PCE 物价指数年化季率初值	2.60%	
2025/10/30	日本央行公布利率决议和经济前景展望报告。		

2025/10/31 1:15	2026 年 FOMC 票委、达拉斯联储主席洛根发表讲话。			
2025/10/31 7:30		日本 9 月失业率	2.60%	2.50%
2025/10/31 18:00		欧元区 10 月 CPI 年率初值	2.20%	2.10%
2025/10/31 18:00		欧元区 10 月 CPI 月率初值	0.10%	0.10%
2025/10/31 20:30		美国第三季度劳工成本指数季率	0.90%	0.90%
2025/10/31 21:30	2026 年 FOMC 票委、达拉斯联储主席洛根发表讲话。			
2025/10/31 21:45		美国 10 月芝加哥 PMI	40.6	42.3
2025/10/31 待定		美国 9 月核心 PCE 物价指数年率	2.90%	2.90%
2025/10/31 待定		美国 9 月个人支出月率	0.60%	0.40%
2025/10/31 待定		美国 9 月核心 PCE 物价指数月率	0.20%	0.20%
2025/11/1 0:00	2027 年 FOMC 票委、亚特兰大联储主席博斯蒂克参加一个研讨会。			
	北美地区开始实行冬令时，美国和加拿大金融市场交易时间和经济数据公布时间将较夏令时延后一小时。			
2025/11/2 15:00				

资料来源：金十数据，中邮证券研究所

2 美联储观点跟踪

美联储将召开利率决议，上周进入缄默期，无票委公开发言。

图表9：市场定价年内还有 2 次降息

	CME FEDWATCH TOOL - CONDITIONAL MEETING PROBABILITIES									
MEETING DATE	175-200	200-225	225-250	250-275	275-300	300-325	325-350	350-375	375-400	400-425
2025/10/29					0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	96.7%	3.3%
2025/12/10	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	95.8%	4.1%	0.0%
2026/1/28	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	48.8%	49.1%	2.0%	0.0%
2026/3/18	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	23.1%	49.0%	26.9%	1.1%	0.0%
2026/4/29	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	5.2%	29.0%	43.9%	21.0%	0.8%	0.0%
2026/6/17	0.0%	0.0%	0.0%	2.8%	17.8%	36.9%	31.8%	10.3%	0.4%	0.0%
2026/7/29	0.0%	0.0%	0.8%	7.1%	23.3%	35.4%	25.6%	7.4%	0.3%	0.0%
2026/9/16	0.0%	0.3%	2.9%	12.6%	27.4%	32.1%	19.5%	5.0%	0.2%	0.0%
2026/10/28	0.0%	0.7%	4.4%	14.9%	28.1%	30.2%	17.3%	4.3%	0.2%	0.0%
2026/12/9	0.1%	1.2%	5.8%	16.6%	28.4%	28.4%	15.5%	3.7%	0.1%	0.0%
2027/1/27	0.2%	1.4%	6.3%	17.2%	28.4%	27.8%	15.0%	3.6%	0.1%	0.0%
2027/3/17	0.2%	1.4%	6.3%	17.1%	28.3%	27.8%	15.1%	3.7%	0.2%	0.0%
2027/4/28	0.2%	1.5%	6.6%	17.4%	28.3%	27.4%	14.8%	3.6%	0.2%	0.0%
2027/6/9	0.2%	1.5%	6.6%	17.4%	28.2%	27.4%	14.8%	3.6%	0.2%	0.0%
2027/7/28	0.2%	1.3%	5.7%	15.5%	26.3%	27.6%	17.0%	5.6%	0.8%	0.0%
2027/9/15	0.2%	1.3%	5.7%	15.5%	26.3%	27.6%	17.0%	5.6%	0.8%	0.0%

资料来源：fed watch，中邮证券研究所

3 风险提示

若贸易摩擦持续升级推高商品通胀，或住房通胀降温不及预期，可能削弱美联储宽松空间。

中邮证券投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的 6 个月内的相对市场表现，即报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	预期个股相对同期基准指数涨幅在 20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在 10%与 20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 5%与 10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与 5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，中邮证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

中邮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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供中邮证券签约客户使用，若您非中邮证券签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为签约客户。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本申明具有最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司，2002 年 9 月经中国证券监督管理委员会批准设立，是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

公司经营范围包括:证券经纪，证券自营，证券投资咨询，证券资产管理，融资融券，证券投资基金销售，证券承销与保荐，代理销售金融产品，与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问等。

公司目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西、上海、云南、内蒙古、重庆、天津、河北等地设有分支机构，全国多家分支机构正在建设中。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长，努力成为客户认同、社会尊重、股东满意、员工自豪的优秀企业。

中邮证券研究所

北京

邮箱: yanjiusuo@cnpsec.com
地址: 北京市东城区前门街道珠市口东大街 17 号
邮编: 100050

上海

邮箱: yanjiusuo@cnpsec.com
地址: 上海市虹口区东大名路 1080 号邮储银行大厦 3 楼
邮编: 200000

深圳

邮箱: yanjiusuo@cnpsec.com
地址: 深圳市福田区滨河大道 9023 号国通大厦二楼
邮编: 518048