

美国 9 月 CPI: 通胀低于预期, 打开降息空间



杨见一 分析师
Email: yangjianyi@lczq.com
证书: S1320525050001



沈夏宜 分析师
Email: shenxiayi@lczq.com
证书: S1320523020004

核心观点:

美国 9 月 CPI 同比 3.0%，低于预期；环比 0.3%，符合预期。从数据来看，9 月 CPI 同比 3.0%，预期 3.1%，前值 2.9%；环比 0.3%，预期 0.4%，前值 0.4%。核心 CPI 同比 3.0%，预期 3.1%，前值 3.1%；环比 0.2%，预期 0.3%，前值 0.3%。美国 9 月 CPI 同比略低于预期，环比与预期一致，反映美国通胀仍然温和，为美联储打开降息空间。数据公布后，市场加强降息预期；当天美股三大股指上涨，美债、美元微涨。

非核心方面，9 月能源是整体 CPI 的主要拉动项。如上期报告所述，9 月下半月油价升势将滞后反映在 9 月 CPI 价格中。9 月能源环比上行至 1.5%，前值 0.7%。其中，汽油环比大幅上行至 4.1%，对整体 CPI 环比增幅贡献约有 1/3。随着美国夏季出行旺季结束，10 月上中旬俄乌地缘冲突边际缓解，10 月能源价格或边际回落，但仍需关注美欧对俄原油制裁后续对国际油价的影响。食品方面，9 月食品 CPI 环比回落至 0.2%，前值 0.5%，7-8 月上涨较为明显的咖啡（-0.1%）、柑橘（-0.6%）、苹果（-1.8%）等食品价格环比增速均有所回落，反映关税冲击阶段性弱化。

核心方面，核心商品价格局部波动，住房持续放缓。核心商品方面，9 月环比 0.2%，前值 0.3%。其中，服饰、家具家电、玩具等进口依赖度高的商品价格仍然面临上行压力，体现进口价格压力向下游转移。但是，9 月二手车价格显著回落，环比-0.4%；新车环比 0.2%，前值 0.3%。与之对应地，随着夏季出行旺季结束，核心服务中交通服务价格回落至 0.3%，前值 1%，其中汽车保险、机票等分项均边际回落，平衡了进口商品的价格上行压力。核心服务方面，住房环比 0.2%，前值 0.4%，仍处底部。医疗服务、娱乐服务环比小幅回升，但需求端整体仍然趋弱。

关税通胀风险暂时排除，降息预期增强。9 月 CPI 数据显示，关税对通胀的传导体现为局部影响，未造成持续性、大范围扰动。尽管远期关税和通胀预期不变，但通胀的温和表现已经为美联储近端转向宽松创造了条件。但是，近期美国地产、PMI 等经济数据回温，叠加降息预期交易充分，数据公布后美债收益率与美元上行。本周持续关注 10 月 29 日的 FOMC 会议，10 月 30 日公布的美国三季度 GDP，及 10 月 30 日 APEC 会议与中美近期会晤进展。

风险提示：美国经济变化超预期，美国货币政策超预期。

相关报告

9 月经济数据点评：供给侧强，需求侧弱

2025.10.24

9 月金融数据点评：信用修复取决于盈利与财政合力

2025.10.17

9 月外贸数据点评：低基数下出口增速反弹

2025.10.15

目 录

1. 美国 9 月 CPI 低于预期，打开降息空间.....	4
2. 风险提示	7

图表目录

图 1	美国近半年 CPI 分项权重、同环比及趋势 (%)	4
图 2	美国 8 月 CPI 分项相对重要性及同环比 (% , NSA)	5
图 3	美国 9 月 CPI 分项相对重要性及同环比 (% , NSA)	5
图 4	美国商品 CPI 及其分项同比 (%)	5
图 5	美国商品 CPI 及其分项同比 (% , 不含能源)	5
图 6	美国服务 CPI 及其分项同比 (%)	5
图 7	美国服务 CPI 及其分项同比 (% , 不含能源)	5
图 8	美国整体、核心、超级核心、非住房核心服务 CPI 当月同比 (%)	6
图 9	Zillow 房价指数领先业主等价租金 16 个月 (%)	6
图 10	Zillow 观察租金指数领先主要住所租金 13 个月 (%)	6
图 11	近一年原油日频价格 (美元/桶)	6
图 12	国际油价及美国汽油价格变化情况	6
图 13	Manheim 指数显示二手车价格回暖 (%)	7
图 14	数据公布后, 市场预期利率路径下移	7
图 15	CME FEDWatch 数据显示 10 月大概率降息 25bps	7

1. 美国 9 月 CPI 低于预期，打开降息空间

美国 9 月 CPI 同比 3.0%，低于预期；环比 0.3%，符合预期。因 10 月 1 日美国政府关门，9 月美国 CPI 数据延后至 10 月 24 日发布。若美国政府关门持续，下月数据可能无法正常收集统计。从数据来看，9 月 CPI 同比 3.0%，预期 3.1%，前值 2.9%；环比 0.3%，预期 0.4%，前值 0.4%。核心 CPI 同比 3.0%，预期 3.1%，前值 3.1%；环比 0.2%，预期 0.3%，前值 0.3%。美国 9 月 CPI 同比略低于预期，环比与预期一致，反映美国通胀仍然温和，为美联储打开降息空间。数据公布后，市场加强 10 月降息预期；当天美股三大股指上涨，美债、美元微涨。

非核心方面，9 月能源价格上行是整体 CPI 的主要拉动项。如上期报告所述，9 月下半月油价升势将滞后反映在 9 月 CPI 价格中。9 月能源环比上行至 1.5%，前值 0.7%。其中，能源商品环比大幅上行至 3.8%，汽油环比 4.1%，贡献整体 CPI 环比增幅约三分之一。随着美国夏季出行结束，10 月上中旬俄乌地缘冲突边际缓解，10 月能源价格或边际回落，但仍需关注美欧对俄原油制裁情况。食品分项，关税对进口食品价格的冲击阶段性缓解，9 月食品 CPI 环比回落至 0.2%，前值 0.5%。7-8 月上涨较为明显的咖啡（-0.1%）、柑橘（-0.6%）、苹果（-1.8%）等食品价格环比增速均有所回落，反映关税冲击阶段性弱化，呈现脉冲式影响。

核心方面，核心商品价格局部波动，住房持续放缓。核心商品方面，9 月环比 0.2%，前值 0.3%。其中，服饰（0.7%，前值 0.5%）、家具家电（0.2%，前值 0.1%）、玩具（-0.1%，前值 -0.8%）等进口依赖度高的商品价格环比上行，体现进口价格压力持续向下游转移。但是，9 月二手车价格显著回落，环比 -0.4%；新车环比 0.2%，前值 0.3%。同时，核心服务中交通服务价格回落至 0.3%，前值 1%，其中汽车保险、机票等分项均边际回落，平衡了进口商品价格上行压力。核心服务方面，住房环比 0.2%，前值 0.4%，仍处底部。尽管近期美国二手房销售回暖，但住房价格滞后表现暂不形成 CPI 通胀压力。医疗服务、娱乐服务环比小幅回升，但需求端整体趋温和趋弱。

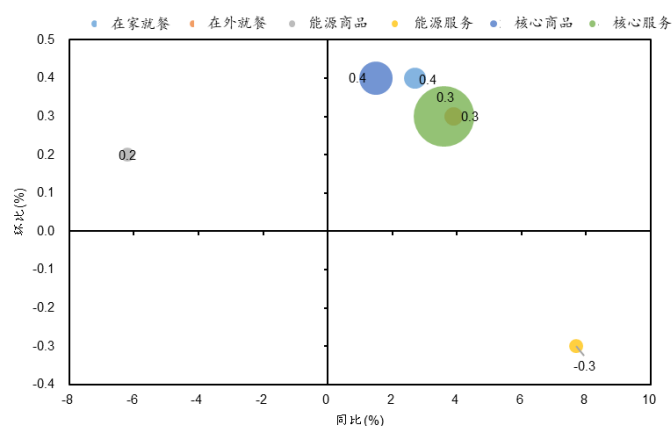
关税通胀风险暂时排除，降息预期增强。9 月 CPI 数据显示，关税对通胀的传导主要体现在为局部影响，未造成持续性、大范围扰动。尽管随着时间推移，美国企业承担的关税成本压力将持续增加，但通胀的温和表现已经为美联储近端转向宽松创造了条件。从市场角度看，近期美国地产、PMI 等经济数据回温，叠加市场降息交易充分，数据公布后美债收益率、美元持续上行。本周继续关注 10 月 29 日的 FOMC 会议，10 月 30 日公布的美国三季度 GDP，及 10 月 30 日 APEC 会议与中美会晤进展等。

图1 美国近半年 CPI 分项权重、同环比及趋势（%）

权重 (%)	项目	环比趋势	环比 (%)，SA						同比趋势	同比 (%)，NSA					
			2025-09	2025-08	2025-07	2025-06	2025-05	2025-04		2025-09	2025-08	2025-07	2025-06	2025-05	2025-04
100.00%	CPI		0.3	0.4	0.2	0.3	0.1	0.2		3.0	2.9	2.7	2.7	2.4	2.3
13.64%	食品		0.2	0.5	0.0	0.3	0.3	-0.1		3.1	3.2	2.9	3.0	2.9	2.8
8.00%	家庭食品		0.3	0.6	-0.1	0.3	0.3	-0.4		2.7	2.7	2.2	2.4	2.2	2.0
5.64%	在外就餐		0.1	0.3	0.3	0.4	0.3	0.4		3.7	3.9	3.9	3.8	3.8	3.9
6.39%	能源		1.5	0.7	-1.1	0.9	-1.0	0.7		2.8	0.2	-1.6	-0.8	-3.5	-3.7
3.22%	能源商品		3.8	1.7	-1.9	1.0	-2.4	-0.2		-0.4	-6.2	-9.0	-7.9	-11.6	-11.5
3.00%	汽油		4.1	1.9	-2.2	1.0	-2.6	-0.1		-0.5	-6.6	-9.5	-8.3	-12.0	-11.8
0.07%	燃油		0.6	-0.3	1.8	1.3	0.9	-1.3		4.1	-0.5	-2.9	-4.7	-8.6	-9.6
3.17%	能源服务		-0.7	-0.2	-0.3	0.9	0.4	1.5		6.4	7.7	7.2	7.5	6.8	6.2
2.39%	电力		-0.5	0.2	-0.1	1.0	0.9	0.8		5.1	6.2	5.5	5.8	4.5	3.6
0.78%	管道气		-1.2	-1.6	-0.9	0.5	-1.0	3.7		11.7	13.8	13.8	14.2	15.3	15.7
79.98%	核心CPI		0.2	0.3	0.3	0.2	0.1	0.2		3.0	3.1	3.1	2.9	2.8	2.8
19.33%	核心商品		0.2	0.3	0.2	0.2	0.0	0.1		1.5	1.5	1.2	0.7	0.3	0.1
4.35%	新车		0.2	0.3	0.0	-0.3	-0.3	0.0		0.8	0.7	0.4	0.2	0.4	0.3
2.39%	二手车		-0.4	1.0	0.5	-0.7	-0.5	-0.5		5.1	6.0	4.8	2.8	1.8	1.5
2.54%	服饰		0.7	0.5	0.1	0.4	-0.4	-0.2		-0.1	0.2	-0.2	-0.5	-0.9	-0.7
1.51%	医疗商品		-0.1	-0.3	0.1	0.1	0.6	0.4		0.7	0.0	0.1	0.2	0.3	1.0
60.64%	核心服务		0.2	0.3	0.4	0.3	0.2	0.3		3.5	3.6	3.6	3.6	3.6	3.6
35.44%	住房		0.2	0.4	0.2	0.2	0.3	0.3		3.6	3.6	3.7	3.8	3.9	4.0
6.29%	交通		0.3	1.0	0.8	0.2	-0.2	0.1		2.5	3.5	3.5	3.4	2.8	2.5
6.74%	医疗		0.3	-0.1	0.8	0.6	0.2	0.5		3.9	4.2	4.3	3.4	3.0	3.1

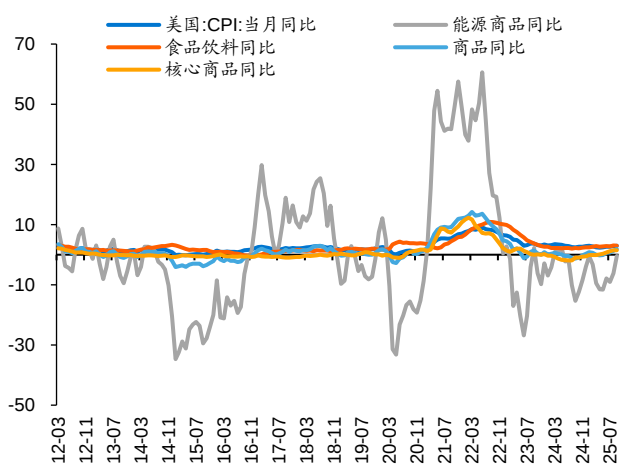
资料来源：BLS，联储证券研究院

图2 美国 8 月 CPI 分项相对重要性及同环比（%，NSA）



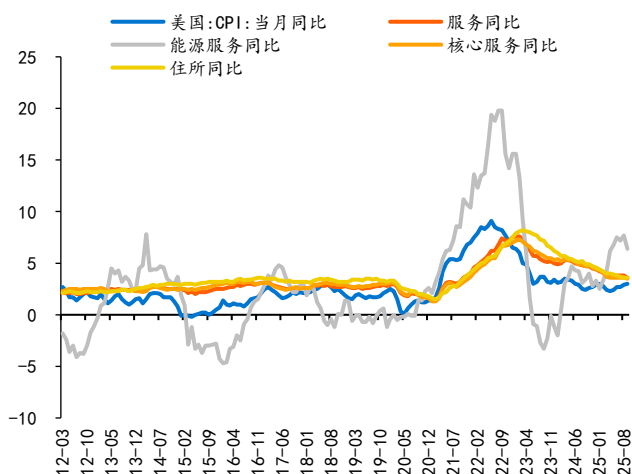
资料来源：同花顺 iFinD，联储证券研究院

图4 美国商品 CPI 及其分项同比（%）



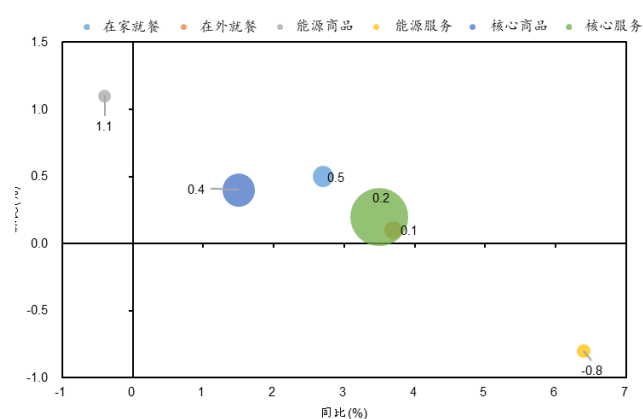
资料来源：同花顺 iFinD，联储证券研究院

图6 美国服务 CPI 及其分项同比（%）



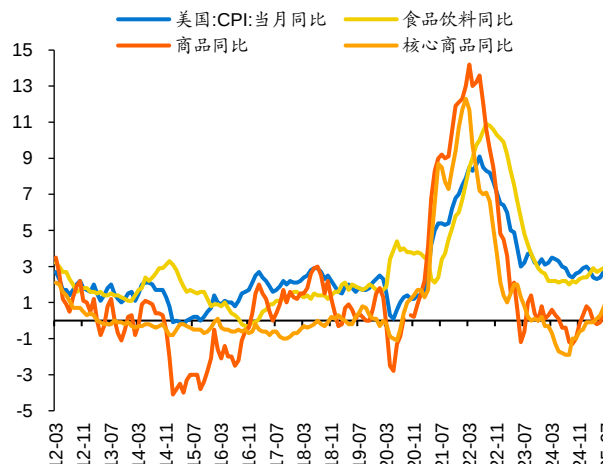
资料来源：同花顺 iFinD，联储证券研究院

图3 美国 9 月 CPI 分项相对重要性及同环比（%，NSA）



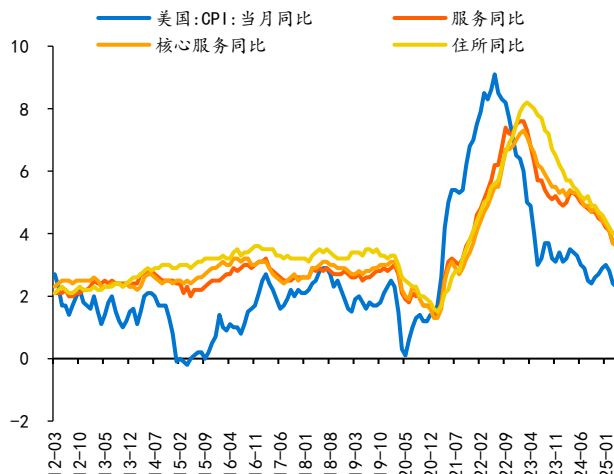
资料来源：同花顺 iFinD，联储证券研究院

图5 美国商品 CPI 及其分项同比（%，不含能源）



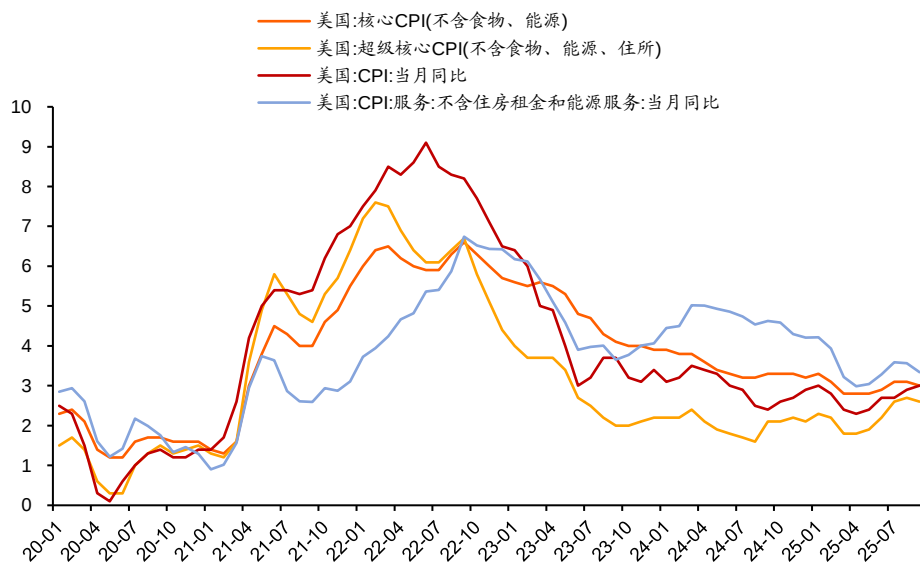
资料来源：同花顺 iFinD，联储证券研究院

图7 美国服务 CPI 及其分项同比（%，不含能源）



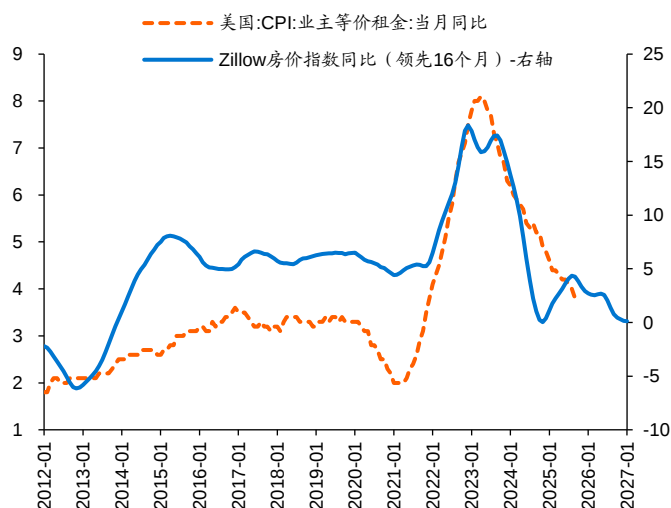
资料来源：同花顺 iFinD，联储证券研究院

图8 美国整体、核心、超级核心、非住房核心服务 CPI 当月同比 (%)



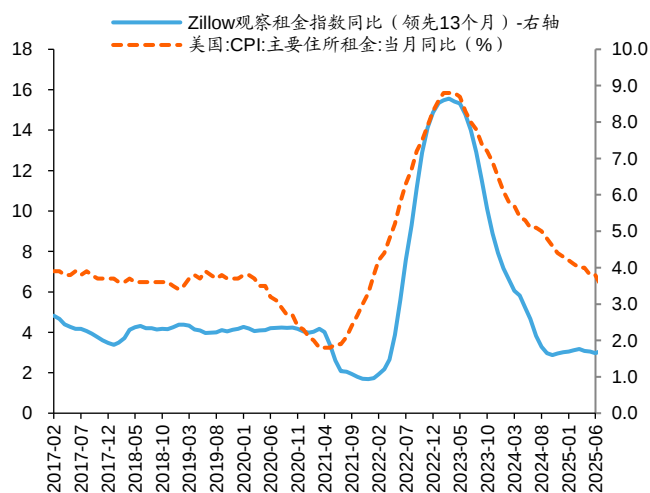
资料来源: BLS, 联储证券研究院

图9 Zillow 房价指数领先业主等价租金 16 个月 (%)



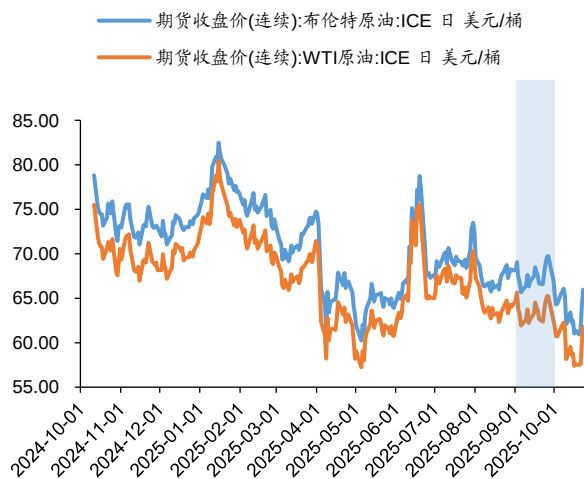
资料来源: BLS, Zillow, 联储证券研究院

图10 Zillow 观察租金指数领先主要住所租金 13 个月 (%)



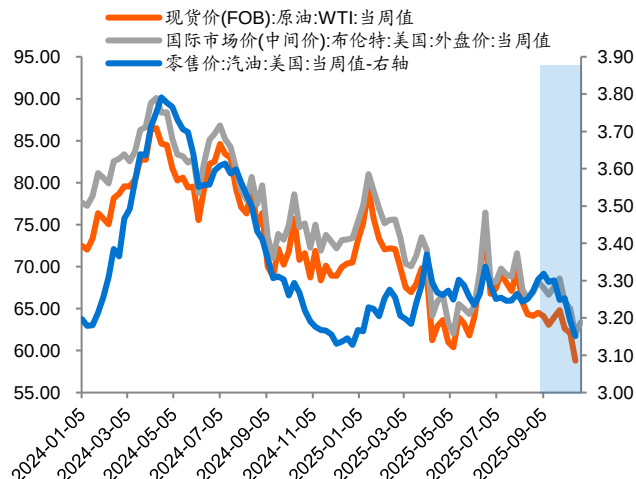
资料来源: BLS, Zillow, 联储证券研究院

图11 近一年原油日频价格 (美元/桶)



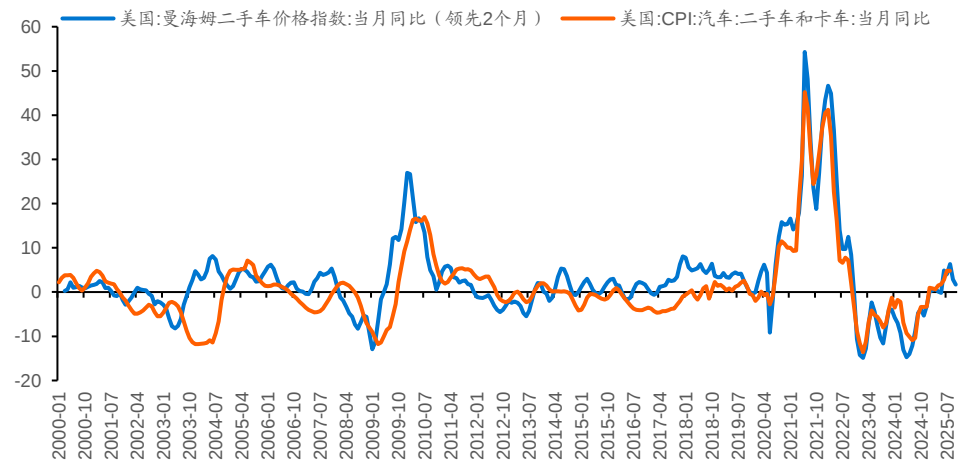
资料来源: 同花顺 iFinD, 联储证券研究院

图12 国际油价及美国汽油价格变化情况



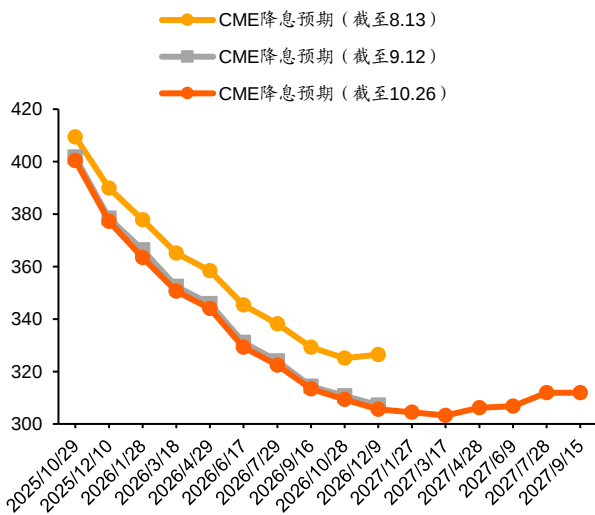
资料来源: 同花顺 iFinD, 联储证券研究院

图13 Manheim 指数显示二手车价格回暖 (%)



资料来源: 同花顺 iFinD, 联储证券研究院

图14 数据公布后, 市场预期利率路径下移



资料来源: CME, 联储证券研究院

图15 CME FEDWatch 数据显示 10 月大概率降息 25bps

	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%	98.3%	1.7%
2025/12/10	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	91.1%	8.8%	0.1%
2026/1/28	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	50.4%	45.5%	4.0%	0.1%
2026/3/18	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	25.8%	47.9%	24.3%	2.0%	0.0%
2026/4/29	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	6.9%	31.7%	41.6%	18.3%	1.5%	0.0%
2026/6/17	0.0%	0.0%	0.0%	3.9%	20.8%	37.2%	28.5%	8.8%	0.6%	0.0%
2026/7/29	0.0%	0.0%	1.2%	9.0%	25.7%	34.6%	22.6%	6.4%	0.5%	0.0%
2026/9/16	0.0%	0.4%	4.0%	15.1%	29.0%	30.3%	16.7%	4.2%	0.3%	0.0%
2026/10/28	0.1%	1.0%	5.7%	17.2%	29.2%	28.2%	14.8%	3.6%	0.2%	0.0%
2026/12/9	0.2%	1.7%	7.5%	19.1%	29.0%	26.1%	13.1%	3.1%	0.2%	0.0%
2027/1/27	0.3%	2.0%	8.0%	19.5%	28.9%	25.5%	12.6%	3.0%	0.2%	0.0%
2027/3/17	0.3%	2.1%	8.3%	19.8%	28.8%	25.1%	12.3%	2.9%	0.2%	0.0%
2027/4/28	0.3%	1.9%	7.7%	18.6%	27.8%	25.5%	13.7%	3.9%	0.5%	0.0%
2027/6/9	0.3%	1.9%	7.4%	18.1%	27.4%	25.6%	14.2%	4.3%	0.6%	0.0%
2027/7/28	0.2%	1.6%	6.5%	16.2%	25.8%	26.0%	16.2%	6.1%	1.3%	0.1%
2027/9/15	0.2%	1.6%	6.5%	16.2%	25.8%	26.0%	16.2%	6.1%	1.3%	0.1%

资料来源: CME, 联储证券研究院

2. 风险提示

美国经济变化超预期, 美国货币政策超预期。

免责声明

联储证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。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，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，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。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“联储证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“联储证券研究院”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。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；香港市场以恒生指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在 5%~10%之间
		中性	相对同期基准指数涨幅在 -5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 5%以上
	行业评级	看好	相对表现优于市场
		中性	相对表现与市场持平
		看淡	相对表现弱于市场

联储证券研究院

青岛

地址：山东省青岛市崂山区香港东路 195 号 8 号楼 11、15F
 邮编：266100

上海

地址：上海市浦东新区滨江大道 1111 弄 1 号中企国际金融中心 A 栋 12 层
 邮编：200135

北京

地址：北京市朝阳区安定路 5 号院中建财富国际中心 25F
 邮编：100029

深圳

地址：广东省深圳市南山区沙河街道深云路 2 号侨城一号广场 28-30F
 邮编：518000