

美国 9 月核心 CPI 超预期下滑， 帮助锁定 10 月降息

金晓雯，PhD，CFA

首席宏观分析师

xiaowen_jin@spdbi.com

(852) 2808 6437

2025 年 10 月 25 日

美国核心 CPI 通胀率 9 月下滑，且低于市场预期。从环比来看，核心 CPI 通胀率从 8 月的 0.35% 下滑至 0.23%（市场预期：0.3%）。整体 CPI 环比增速也从 8 月的 0.38% 略微下滑到 0.31%，低于市场预期。其中食品环比通胀率显著下滑 0.21 个百分点到 0.25%，然而能源环比通胀率猛涨到 1.51%（8 月：0.69%）。按同比看，美国整体 CPI 通胀率因为基数下降反而回升 0.1 个百分点到 3.0%，而核心 CPI 通胀率则下滑 0.1 个百分点到 3.0%。

从环比细分数据来看，核心商品和住房 CPI 下滑，而扣除住房的核心服务 CPI（超级核心服务 CPI）则略微反弹（图表 1）：

- 核心商品价格环比增速不升反降 0.06 个百分点到 0.22%，关税影响或被二手车价格的下跌抵消。其中，运输商品通胀率的大幅下滑是核心商品价格环比增速走低的主要推动力（9 月：0.01%，8 月：0.54%），这主要受二手车价格下跌影响，新车通胀率则变化不大。然而家具、服装和娱乐商品的环比通胀率则有所上升，不过上涨原因或各有不同：服装通胀率在秋季上涨符合季节性规律，而家具和娱乐商品通胀率的上升或因为关税影响开始逐渐显现。
- 住房价格环比增速从 8 月的 0.44% 显著下降至 9 月的 0.21%。这主要是因为业主等价租金 CPI 的显著下降（9 月：0.13%，8 月：0.38%）。外宿 CPI 亦在暑假结束后显著下滑。
- 超级核心服务价格环比 CPI 增速则反弹 0.06 个百分点到 0.29%。其中，医疗护理和娱乐服务通胀率的上升是主要推动力。运输服务通胀率则显著下降 0.73 个百分点到 0.28%。

展望未来，核心 CPI 通胀率仍有可能短暂反弹，但短期来看不太可能制约美联储降息决议。在核心服务 CPI 方面，外宿、运输服务 CPI 等波动较强的分项后续在圣诞旅游旺季可能会回升。不过鉴于劳动力市场的走弱，超级核心服务 CPI 或并不会持续上升。但是，按照此前房价变化来看，业主等价租金 CPI 的下滑趋势或会持续。在核心商品 CPI 方面，关税影响在家具和娱乐商品等领域有所体现，后续影响或将继续放大，尽管影响从目前来看似乎会低于我们和市场几个月前的预期。此外，中美关税冲突 10 月再度升级。虽然我们认为中美关税税率在年内大概率将维持现状，但是关税战再起的风险有所提高。潜在的关税战或加大关税对美国通胀的压力。



扫码关注浦银国际研究

浦銀國際

数据点评

美国 9 月核心 CPI 超预期下滑，帮助锁定 10 月降息

结合美联储近期的表态和 9 月通胀数据，我们继续维持 10 月美联储会议将再降息 25 个基点的基本预测。鲍威尔 10 月 14 日在美联储议息会议静默期前的最后一次经济和货币政策相关公开讲话中表示，9 月会议以来通胀和就业前景没有太多变化，但劳动力市场出现了越来越多的疲软迹象。他进一步表示，在美国政府“停摆”期间没有政府数据的情况下，就业的下行风险似乎已经上升。此外，政府“停摆”亦可能会拉低四季度经济增速。结合 9 月低于预期的 CPI 通胀数据，我们维持 10 月底美联储会议会继续降息 25 个基点的基本预测，此外 12 月或还有一次 25 个基点降息。除了降息之外，我们预计美联储会议亦会就鲍威尔在 10 月 14 日已经暗示的结束缩表提供更明显线索或路径安排。

风险提示：降息过快或特朗普加征关税导致再通胀；降息过慢引起经济衰退；中美关税战再次爆发；中东、俄乌等地缘政治风险。

图表 1：美国 CPI 各分项环比增速和环比贡献

	环比 (%)			权重 (%)	环比贡献 (%)
	25 年 9 月	25 年 8 月	25 年 7 月		
CPI	0.31	0.38	0.20	100.0	0.31
食品	0.25	0.46	0.05	13.6	0.03
能源	1.51	0.69	-1.07	6.4	0.10
核心 CPI	0.23	0.35	0.32	80.0	0.18
- 商品	0.22	0.28	0.21	19.3	0.04
家用家具和供给	0.22	0.09	0.70	3.6	0.01
服装	0.73	0.50	0.07	2.5	0.02
运输	0.01	0.54	0.22	10.3	0.00
医疗护理	-0.06	-0.26	0.05	0.0	0.00
娱乐商品	0.35	-0.01	0.43	5.3	0.02
教育和通讯商品	-0.80	-0.29	-1.29	0.0	0.00
酒精饮料	0.20	0.59	0.10	0.8	0.00
其它	0.76	0.36	0.20	0.0	0.00
- 服务	0.24	0.35	0.36	60.6	0.14
住房	0.21	0.44	0.23	35.5	0.07
主要居所租金	0.20	0.30	0.26	7.5	0.01
外宿	1.35	2.29	-1.02	1.4	0.02
业主等价租金	0.13	0.38	0.28	26.2	0.04
核心服务扣除住房	0.29	0.22	0.55	25.2	0.07
医疗护理	0.28	-0.14	0.79	0.0	0.00
运输	0.28	1.01	0.78	6.2	0.02
娱乐	0.40	-0.16	0.41	0.0	0.00
教育和通讯商品	0.09	0.07	0.18	5.6	0.01
其它个人服务	-0.34	-0.15	0.83	0.0	0.00

资料来源：CEIC、浦银国际

图表 2：近期相关报告列表

日期	报告标题和链接
2025 年 10 月 13 日	特朗普宣称将对中国加征 100%关税，如何看待中美关税战前景？
2025 年 9 月 23 日	月度美国宏观洞察：降息周期重启，美国经济会陷入衰退吗？
2025 年 9 月 18 日	美联储 9 月如期降息，年内或还有两次降息
2025 年 9 月 12 日	美国 8 月核心 CPI 符合预期，锁定下周 25 个基点降息
2025 年 8 月 26 日	月度美国宏观洞察：关税大致尘埃落定，9 月剑指重启降息？
2025 年 8 月 22 日	浦银国际宏观观点：关税问题上我们还需要担忧什么？
2025 年 8 月 12 日	美国 7 月核心 CPI 略微回升但符合预期，9 月重启降息可期
2025 年 7 月 31 日	美联储 7 月继续暂停降息，鲍威尔未对 9 月是否降息给出指引
2025 年 7 月 23 日	月度美国宏观洞察：8 月 1 日征税函生效在即，关税再成焦点
2025 年 7 月 16 日	美国 6 月核心 CPI 回升但低于预期，料本月议息会议将继续按兵不动
2025 年 7 月 3 日	暂缓期大限将至，个性化“对等关税”会卷土重来吗？
2025 年 6 月 20 日	月度美国宏观洞察：暂缓期大限将至，关税政策或再引关注
2025 年 6 月 19 日	美联储 6 月继续暂停降息，关税对通胀的影响仍是降息关键
2025 年 6 月 12 日	美国 5 月 CPI 超预期回落，料降息至少延迟至 9 月
2025 年 5 月 24 日	2025 年中期宏观经济展望：关税进展仍是中美经济关键因素
2025 年 5 月 14 日	美国 4 月 CPI 回升但不及预期，尚未体现关税影响
2025 年 5 月 8 日	美联储 5 月如期继续暂停降息，并排除“先发制人”可能性，降息还需“边走边看”
2025 年 5 月 7 日	月度美国宏观洞察：“对等关税”下美国经济濒临衰退
2025 年 4 月 11 日	美国 3 月 CPI 再超预期回落，但难抵关税阴霾
2025 年 4 月 3 日	政策解读：美国“对等关税”远超预期，而后或有部分减免可能
2025 年 3 月 25 日	月度美国宏观洞察：新一轮关税风暴或一触即发
2025 年 3 月 20 日	美联储 3 月如期继续暂停降息，强调经济不确定性增加
2025 年 3 月 13 日	美国 2 月 CPI 超预期回落，关税战影响尚未显现
2025 年 2 月 25 日	月度美国宏观洞察：关税大棒逐渐落下，美国经济何去何从？
2025 年 2 月 13 日	美国 1 月 CPI 超预期反弹，进一步拉低近期降息可能
2025 年 1 月 30 日	美联储 1 月如期暂停降息，3 月或继续暂停降息
2025 年 1 月 22 日	月度美国宏观洞察：特朗普 2.0 拉开帷幕
2025 年 1 月 16 日	美国 12 月核心 CPI 微降，或不影响本月美联储暂停降息
2024 年 12 月 12 日	美国 11 月核心环比通胀率大致稳定，或不影响 12 月降息
2024 年 11 月 25 日	2025 年宏观经济展望：在特朗普 2.0 的不确定性中寻找确定性
2024 年 11 月 14 日	美国 10 月核心环比通胀率如预期微跌
2024 年 11 月 8 日	11 月美联储会议点评：如期降息，短期内货币政策不受大选影响
2024 年 10 月 29 日	月度美国宏观洞察：大选结果揭晓在即，将如何影响美国经济和金融市场？
2024 年 10 月 10 日	美国 9 月核心环比通胀率再超预期，11 月降息幅度或锁定在 25 个基点
2024 年 9 月 26 日	月度美国宏观洞察：后续降息幅度和经济衰退讨论仍悬而未决
2024 年 9 月 19 日	美联储 9 月超预期降息 50 个基点，年内或还有单次 50 个基点降息
2024 年 9 月 12 日	美国 8 月核心环比通胀率略超预期，基本锁定 9 月 25 个基点降息
2024 年 8 月 27 日	月度美国宏观洞察：衰退尚未到来，降息时点已至
2024 年 8 月 24 日	杰克逊霍尔全球央行年会点评：鲍威尔基本确认 9 月降息
2024 年 8 月 23 日	宏观主题研究：哈里斯经济政策愿景渐清晰，对美国影响几何？
2024 年 8 月 15 日	符合市场预期的美国 7 月环比通胀率上升大概率不会影响 9 月降息决议
2024 年 8 月 1 日	月度美国宏观洞察：迎接降息和美国大选
2024 年 8 月 1 日	7 月美联储会议点评：9 月剑指降息
2024 年 7 月 30 日	宏观主题研究：特朗普 2.0 将如何影响美国经济和金融市场？
2024 年 7 月 12 日	美国 6 月通胀数据再次超预期放缓，9 月降息预期获进一步确认
2024 年 6 月 25 日	月度美国宏观洞察：经济向右，美联储向左？

资料来源：浦银国际

免责声明

本报告之收取者透过接受本报告(包括任何有关的附件),表示及保证其根据下述的条件下有权获得本报告,且同意受此中包含的限制条件所约束。任何没有遵循这些限制的情况可能构成法律之违反。

本报告是由从事证券及期货条例(香港法例第 571 章)中第一类(证券交易)及第四类(就证券提供意见)受规管活动之持牌法国-浦银国际证券有限公司(统称“浦银国际证券”)利用集团信息及其他公开信息编制而成。所有资料均搜集自被认为是可靠的来源,但并不保证数据之准确性、可信性及完整性,亦不会因资料引致的任何损失承担任何责任。报告中的资料来源除非另有说明,否则信息均来自本集团。本报告的内容涉及到保密数据,所以仅供阁下为其自身利益而使用。除了阁下以及受聘向阁下提供咨询意见的人士(其同意将本材料保密并受本免责声明中所述限制约束)之外,本报告分发给任何人均属未经授权的行为。

任何人不得将本报告内任何信息用于其他目的。本报告仅是为提供信息而准备的,不得被解释为是一项关于购买或者出售任何证券或相关金融工具的要约邀请或者要约。阁下不应将本报告内容解释为法律、税务、会计或投资事项的专业意见或为任何推荐,阁下应当就本报告所述的任何交易涉及的法律及相关事项咨询其自己的法律顾问和财务顾问的意见。本报告内的信息及意见乃于文件注明日期作出,日后可作修改而不另通知,亦不一定会更新以反映文件日期之后发生的进展。本报告并未包含公司可能要求的所有信息,阁下不应仅仅依据本报告中的信息而作出投资、撤资或其他财务方面的任何决策或行动。除关于历史数据的陈述外,本报告可能包含前瞻性的陈述,牵涉多种风险和不确定性,该等前瞻性陈述可基于一些假设,受限于重大风险和不确定性。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映浦银国际证券的立场。浦银国际控股有限公司及其联属公司、关联公司(统称“浦银国际”)及/或其董事及/或雇员,可能持有在本报告内所述或有关公司之证券、并可能不时进行买卖。浦银国际或其任何董事及/或雇员对投资者因使用本报告或依赖其所载信息而引起的一切可能损失,概不承担任何法律责任。

浦银国际证券建议投资者应独立地评估本报告内的资料,考虑其本身的特定投资目标、财务状况及需要,在参与有关报告中所述公司之证券的交易前,委任其认为必须的法律、商业、财务、税务或其它方面的专业顾问。惟报告内所述的公司之证券未必能在所有司法管辖区或国家或供所有类别的投资者买卖。对部分的司法管辖区或国家而言,分发、发行或使用本报告会抵触当地法律、法则、规定、或其它注册或发牌的规例。本报告不是旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。

美国

浦银国际不是美国注册经纪商和美国金融业监管局(FINRA)的注册会员。浦银国际证券的分析师不具有美国金融监管局(FINRA)分析师的注册资格。因此,浦银国际证券不受美国就有关研究报告准备和分析师独立性规则的约束。

本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法规则 15a-6 定义的“主要机构投资者”,不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人士。接收本报告的美国收件人如想根据本报告中提供的信息进行任何买卖证券交易,都应仅通过美国注册的经纪交易商来进行交易。

英国

本报告并非由英国 2000 年金融服务与市场法(经修订)(「FSMA」)第 21 条所界定之认可人士发布,而本报告亦未经其批准。因此,本报告不会向英国公众人士派发,亦不得向公众人士传递。本报告仅提供给合格投资者(按照金融服务及市场法的涵义),即(i)按照 2000 年金融服务及市场法 2005 年(金融推广)命令(「命令」)第 19(5)条定义在投资方面拥有专业经验之投资专业人士或(ii)属于命令第 49(2)(a)至(d)条范围之高净值实体或(iii)其他可能合法与之沟通的人士(所有该等人士统称为「有关人士」)。不属于有关人士的任何机构和个人不得遵照或倚赖本报告或其任何内容行事。

本报告的版权仅为浦银国际证券所有,未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用,浦银国际证券对任何第三方的该等行为保留追述权利,并且对第三方未经授权行为不承担任何责任。

权益披露

- 1) 浦银国际并没有持有本报告所述公司逾 1%的财务权益。
- 2) 浦银国际跟本报告所述公司在过去 12 个月内并没有任何投资银行业务的关系。
- 3) 浦银国际并没有跟本报告所述公司为其证券进行庄家活动。

评级定义

证券评级定义:

“买入”: 未来 12 个月, 预期个股表现超过同期其所属的行业指数

“持有”: 未来 12 个月, 预期个股表现与同期所属的行业指数持平

“卖出”: 未来 12 个月, 预期个股表现逊于同期其所属的行业指数

行业评级定义 (相对于 MSCI 中国指数):

“超配”: 未来 12 个月优于 MSCI 中国 10%或以上

“标配”: 未来 12 个月优于/劣于 MSCI 中国少于 10%

“低配”: 未来 12 个月劣于 MSCI 中国超过 10%

分析师证明

本报告作者谨此声明: (i) 本报告发表的所有观点均正确地反映作者有关任何及所有提及的证券或发行人的个人观点, 并以独立方式撰写; (ii) 其报酬没有任何部分曾经, 是或将会直接或间接与本报告发表的特定建议或观点有关; (iii) 该等作者没有获得与所提及的证券或发行人相关且可能影响该等建议的内幕信息 / 非公开的价格敏感数据。

本报告作者进一步确定 (i) 他们或其各自的关联人士 (定义见证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则) 没有在本报告发行日期之前的 30 个历日内曾买卖或交易过本报告所提述的股票, 或在本报告发布后 3 个工作日 (定义见《证券及期货条例》(香港法例第 571 章)) 内将买卖或交易本文所提述的股票; (ii) 他们或其各自的关联人士并非本报告提述的任何公司的雇员; 及 (iii) 他们或其各自的关联人士没有拥有本报告提述的证券的任何金融利益。

浦银国际证券机构销售团队

杨增希

essie_yang@spdbi.com

852-2808 6469

浦银国际证券财富管理团队

张帆

vane_zhang@spdbi.com

(852) 2808 6467

浦银国际证券有限公司

SPDB International Securities Limited

网站: www.spdbi.com

地址: 香港轩尼诗道 1 号浦发银行大厦 33 楼

