

2025年10月26日

证券分析师

刘思佳 S0630516080002

liusj@longone.com.cn

联系人

邓尧天

dytian@longone.com.cn

通胀超预期放缓，小步伐降息仍是基准情形

——海外观察：美国2025年9月CPI数据

投资要点

- **事件：**当地时间10月24日，美国劳工局在政府停摆背景下滞后发布美国9月CPI数据。美国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%。
- **核心观点：**美国9月CPI数据超预期放缓，主要受房租项目价格回落影响，成为当月通胀下行的主要拖累项，而能源商品价格则在9月继续上涨。受关税影响较大的核心商品方面，同比增速保持在1.5%不变，药品分项升温较为明显；核心商品环比则温和下降0.1个百分点至0.2%，主要受二手车价格边际放缓推动。核心服务虽整体呈现降温趋势，但医疗服务和娱乐在9月呈现升温态势，而运输服务和住房则分别受高基数和高利率环境影响而回落。整体来看，我们认为9月通胀数据虽超预期放缓，但难以改变美联储的降息节奏，10月FOMC降息25bp或依然是当下主旋律。
- **食品和能源价格呈现“两极”波动。**食品价格边际回落明显，环比由前值0.5%回落至0.2%，其中家庭食品和餐饮服务环比均有大幅下滑，但从同比来看，食品分项增速均保持在高位，说明食品价格下降更多的是短期波动因素。能源商品价格依然上涨明显，受美国炼油厂关停持续影响，汽油当月环比上涨4.1%，为通胀月度增长的最大拉动因素。能源服务通胀略有放缓，电力和燃气价格均从高位回落。
- **关税对核心商品价格影响减弱。**核心商品同比保持在1.5%不变，环比由前值0.3%小幅回落至0.2%。受关税影响较大的服饰和新车，环比增速略有放缓，均回落0.1个百分点分别至0.7%和0.2%。二手车成为当月价格跌幅最大分项，环比由前值1.0%下降至-0.4%，和曼海姆二手车价格指数依然保持一致，同时后续来看二手车价格或在低位持续震荡。医药用品价格反弹较为亮眼，同比由前值0.0%上升至0.7%，环比则由前值-0.3%回升至-0.1%，这或是由于在特朗普计划药品新关税后促使美国药商提前涨价。
- **住房市场价格继续降温，但主要或受短期波动影响。**房屋价格上涨明显放缓，环比由前值0.4%下降至0.2%，但同比增速企稳，保持在3.6%不变。我们认为这主要是受开学季和招聘季过去后，租房热度降温影响，属于短期扰动，后续随着美联储降息引导住房市场利率下行，美国房市通胀或有企稳和反弹的空间。
- **娱乐和医疗服务边际升温明显。**娱乐项同比由前值3.6%上升至4.4%，环比由前值-0.2%上升至0.4%，对应红皮书零售在9月回暖。医疗服务则继续受医疗行业裁员影响，由于人手不足陷入被动涨价的情况，环比由前值-0.1%上升至0.3%。运输服务受去年同期高基数影响，同比有所回落，但环比或受行业逐步进入补库存周期而有小幅回升。
- **通胀数据巩固美联储10月降息预期。**美国9月CPI出炉后，美股上涨，美债收益率下跌，黄金走强。整体来看，美国9月通胀数据描绘了一幅通胀压力仍然可控的图景。但值得注意的是，9月通胀受短期波动影响较大，其一是家庭食品的短期波动；其二是住房价格在经历8月大幅上行后9月迎来了明显的边际回调；其三是能源商品方面，炼油厂关停以及后续复产情况或给成品油价格带来较大不确定性。结合桎梏的服务通胀，我们认为10月FOMC会议或难以进行超预期的大幅度降息，25bp降息依然是当下主旋律。
- **风险提示：**美国关税谈判不及预期导致通胀预期上行，美国经济和就业下行超预期。

图1 美国 CPI 拆分

	权重	同比, %					环比, %				
		2025年6月	2025年7月	2025年8月	2025年9月	趋势	2025年6月	2025年7月	2025年8月	2025年9月	趋势
CPI	100%	2.7	2.7	2.9	3.0		0.3	0.2	0.4	0.3	
食品	14%	3.0	2.9	3.2	3.1		0.3	0.0	0.5	0.2	
家庭食品	8%	2.4	2.2	2.7	2.7		0.3	-0.1	0.6	0.3	
家庭外就餐	6%	3.8	3.9	3.9	3.7		0.4	0.3	0.3	0.1	
能源	6%	-0.8	-1.6	0.2	2.8		0.9	-1.1	0.7	1.5	
能源商品	3%	-7.9	-9.0	-6.2	-0.4		1.0	-1.9	1.7	3.8	
能源服务	3%	7.5	7.2	7.7	6.4		0.9	-0.3	-0.2	-0.7	
电力	2%	5.8	5.5	6.2	5.1		1.0	-0.1	0.2	-0.5	
燃气	1%	14.2	13.8	13.8	11.7		0.5	-0.9	-1.6	-1.2	
核心CPI	80%	2.9	3.1	3.1	3.0		0.2	0.3	0.3	0.2	
核心商品	19%	0.7	1.2	1.5	1.5		0.2	0.2	0.3	0.2	
服饰	3%	-0.5	-0.2	0.2	-0.1		0.4	-0.3	0.8	0.7	
新车	4%	0.2	0.4	0.7	0.8		-0.3	0.0	0.3	0.2	
二手车和卡车	2%	2.8	4.8	6.0	5.1		-0.7	0.5	1.0	-0.4	
医疗用品	2%	0.2	0.1	0.0	0.7		0.1	0.1	-0.3	-0.1	
核心服务	61%	3.6	3.6	3.6	3.5		0.3	0.4	0.3	0.2	
房屋	35%	3.8	3.7	3.6	3.6		0.2	0.2	0.4	0.2	
房租	7%	3.8	3.5	3.5	3.4		0.2	0.3	0.3	0.2	
业主等效租金	26%	4.2	4.1	4.0	3.8		0.3	0.3	0.4	0.1	
医疗服务	7%	3.4	4.3	4.2	3.9		0.6	0.8	-0.1	0.3	
娱乐	3%	3.8	3.9	3.6	4.4		0.2	0.4	-0.2	0.4	
教育和通讯	5%	1.1	1.1	1.0	1.1		0.1	0.2	0.1	0.1	
运输	6%	3.4	3.5	3.5	2.5		0.2	0.8	1.0	0.3	

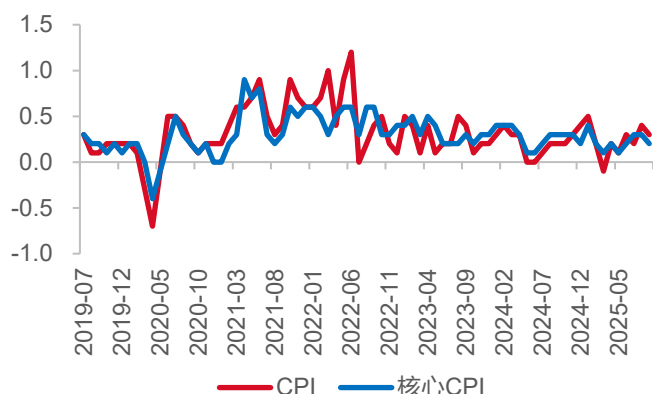
资料来源: BLS, 东海证券研究所

图2 CME FedWatch 显示市场押注美联储 10 月降息概率为 98.3%，截至 10 月 25 日

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%

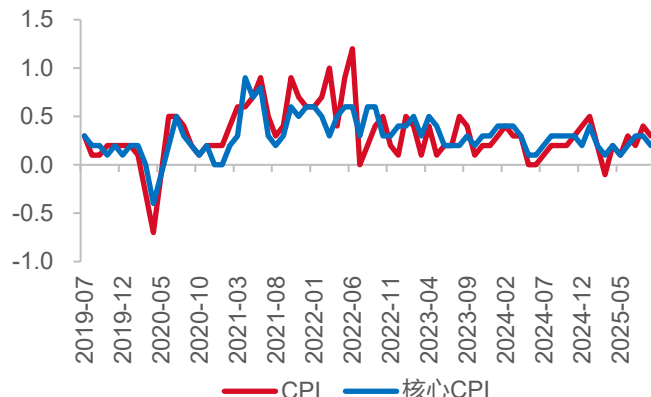
资料来源: CME, 东海证券研究所

图3 美国 CPI 和核心 CPI 环比回落, %



资料来源：BLS，东海证券研究所

图4 美国核心 CPI 环比折年率和同比增速, %



资料来源：BLS，东海证券研究所

图5 核心商品环比增速回落, %



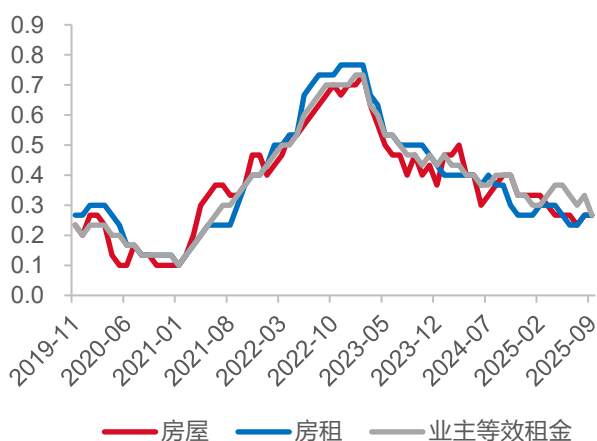
资料来源：BLS，东海证券研究所

图6 核心服务环比增速回落, %



资料来源：BLS，东海证券研究所

图7 住房市场环比通胀在 8 月反弹后回调, %



资料来源：BLS，东海证券研究所

图8 二手车价格或在后续出现底部震荡局面, %



资料来源：BLS，东海证券研究所

一、评级说明

	评级	说明
市场指数评级	看多	未来 6 个月内沪深 300 指数上升幅度达到或超过 20%
	看平	未来 6 个月内沪深 300 指数波动幅度在-20%—20%之间
	看空	未来 6 个月内沪深 300 指数下跌幅度达到或超过 20%
行业指数评级	超配	未来 6 个月内行业指数相对强于沪深 300 指数达到或超过 10%
	标配	未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 指数在-10%—10%之间
	低配	未来 6 个月内行业指数相对弱于沪深 300 指数达到或超过 10%
公司股票评级	买入	未来 6 个月内股价相对强于沪深 300 指数达到或超过 15%
	增持	未来 6 个月内股价相对强于沪深 300 指数在 5%—15%之间
	中性	未来 6 个月内股价相对沪深 300 指数在-5%—5%之间
	减持	未来 6 个月内股价相对弱于沪深 300 指数 5%—15%之间
	卖出	未来 6 个月内股价相对弱于沪深 300 指数达到或超过 15%

二、分析师声明：

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，具备专业胜任能力，保证以专业严谨的研究方法和分析逻辑，采用合法合规的数据信息，审慎提出研究结论，独立、客观地出具本报告。

本报告中准确反映了署名分析师的个人研究观点和结论，不受任何第三方的授意或影响，其薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

署名分析师本人及直系亲属与本报告所涉及的内容不存在任何利益关系。

三、免责声明：

本报告基于本公司研究所及研究人员认为合法合规的公开资料或实地调研的资料，但对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告仅反映研究人员个人出具本报告当时的分析和判断，并不代表东海证券股份有限公司，或任何其附属或联营公司的立场，本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间等因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致，敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。在法律允许的情况下，本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告仅供“东海证券股份有限公司”客户、员工及经本公司许可的机构与个人阅读和参考。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何机构和个人的投资建议，任何形式的保证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，本公司亦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。本公司客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。

本报告版权归“东海证券股份有限公司”所有，未经本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

四、资质声明：

东海证券股份有限公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构，已经具备证券投资咨询业务资格。我们欢迎社会监督并提醒广大投资者，参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构，注意防范非法证券活动。

上海 东海证券研究所

地址：上海市浦东新区东方路1928号 东海证券大厦
 网址：Http://www.longone.com.cn
 座机：（8621）20333275
 手机：18221959689
 传真：（8621）50585608
 邮编：200125

北京 东海证券研究所

地址：北京市西三环北路87号国际财经中心D座15F
 网址：Http://www.longone.com.cn
 座机：（8610）59707105
 手机：18221959689
 传真：（8610）59707100
 邮编：100089