

# 美国9月CPI点评

## 通胀低于预期，后续“两降”信号渐明

### ◆ 经济研究 · 宏观快评

证券分析师： 田地 0755-81982035 tiandi2@guosen.com.cn 执证编码：S0980524090003  
 证券分析师： 邵兴宇 010-88005483 shaoxingyu@guosen.com.cn 执证编码：S0980523070001  
 证券分析师： 董德志 021-60933158 dongdz@guosen.com.cn 执证编码：S0980513100001

### 事项：

美东时间10月24日，美国劳工统计局公布9月CPI通胀数据：**同比来看**，整体CPI上涨3.0%，较上月上行0.1个百分点，核心CPI上涨3.0%，较上月回落0.1个百分点。**环比来看**，CPI下降0.3%，较上月低0.1个百分点，核心CPI上涨0.2%，较上月下行0.1个百分点。

### 评论：

图1：9月CPI通胀数据总览



2025年9月 美国CPI数据总览表

| 行业类别            | 9月CPI分项同比 |        |        |         | 9月CPI分项环比 |        |        |         |
|-----------------|-----------|--------|--------|---------|-----------|--------|--------|---------|
|                 | 2025-9    | 2025-8 | 2025-7 | 近一年同比趋势 | 2025-9    | 2025-8 | 2025-7 | 近一年环比趋势 |
| CPI             | 3.0 (↑)   | 2.9    | 2.7    |         | 0.3 (↓)   | 0.4    | 0.2    |         |
| * 食品            | 3.1 (↓)   | 3.2    | 2.9    |         | 0.3 (↓)   | 0.4    | 0.2    |         |
| * 家庭食品          | 2.7 (—)   | 2.7    | 2.2    |         | 0.3 (↓)   | 0.6    | -0.1   |         |
| * 非家用食品         | 3.7 (↓)   | 3.9    | 3.9    |         | 0.1 (↓)   | 0.3    | 0.3    |         |
| * 能源            | 2.9 (↑)   | 0.4    | -1.3   |         | 1.5 (↑)   | 0.7    | -1.1   |         |
| * 汽油            | -0.5 (↑)  | -6.6   | -9.5   |         | 4.1 (↑)   | 1.9    | -2.2   |         |
| * 电力            | 5.1 (↓)   | 6.2    | 5.5    |         | -0.5 (↓)  | 0.2    | -0.1   |         |
| * 管道燃气          | 11.7 (↓)  | 13.8   | 13.8   |         | -1.2 (↑)  | -1.6   | -0.9   |         |
| * 核心CPI         | 3.0 (↓)   | 3.1    | 3.0    |         | 0.2 (↓)   | 0.3    | 0.3    |         |
| * 商品(不含食品和能源商品) | 1.5 (—)   | 1.5    | 1.2    |         | 0.2 (↓)   | 0.3    | 0.2    |         |
| * 服饰            | 0.0 (↓)   | 0.3    | -0.1   |         | 0.7 (↑)   | 0.5    | 0.1    |         |
| * 新车            | 0.8 (↑)   | 0.7    | 0.4    |         |           |        |        |         |
| * 二手车           | 5.1 (↓)   | 6.0    | 4.8    |         | -0.4 (↓)  | 1.0    | 0.5    |         |
| * 医疗保健商品        | 0.7 (↑)   | 0.0    | 0.1    |         | -0.1 (↑)  | -0.3   | 0.1    |         |
| * 服务(不含能源服务)    | 3.5 (↓)   | 3.6    | 3.6    |         | 0.2 (↓)   | 0.3    | 0.4    |         |
| * 住房            | 3.9 (↓)   | 4.0    | 3.9    |         | 0.2 (↓)   | 0.4    | 0.2    |         |
| * 医疗保健服务        | 3.9 (↓)   | 4.2    | 4.3    |         | 0.3 (↑)   | -0.1   | 0.8    |         |
| * 教育和通讯服务       | 0.4 (↑)   | 0.3    | 0.4    |         | 0.1 (—)   | 0.1    | 0.2    |         |

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

### ◆ 同比略升，环比下降

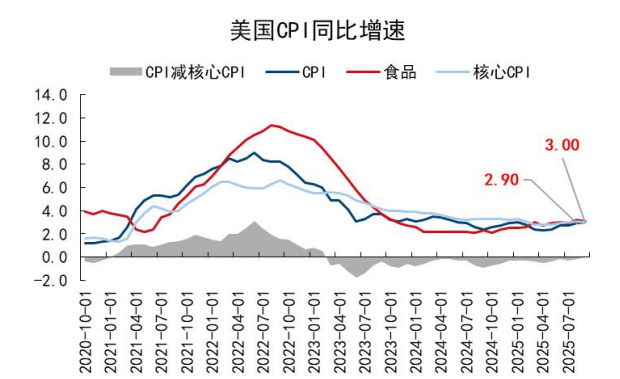
请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

美国9月通胀总体表现温和，低于市场预期的3.1%，整体通胀虽未出现明显下行趋势，但也尚未加速上行，市场对通胀的担忧稍有降温。

同比来看，9月CPI录得3.0%，核心CPI维持在3.0%左右。整体上，通胀延续温和回升的态势，而核心通胀小幅回落，显示价格压力正在逐步缓解。这一水平虽仍高于美联储2%的目标，但并加速偏离可控区间。我们认为，这次通胀可以看作一次“轻点刹车”。作为美国政府关门后的首份主要经济数据，它在一定程度上为年内后续降息铺平了道路，接下来非农就业成市场主要关切。

环比来看，9月CPI上涨0.3%，较8月的0.4%回落0.1个百分点，显示物价涨势有所放缓。从趋势上看，通胀水平自年初以来整体仍呈缓慢回升态势，价格黏性依旧明显。表明本次通胀降温只是一次“轻点刹车”，而非趋势性转折。

图2：美国CPI同比增速（长期趋势）



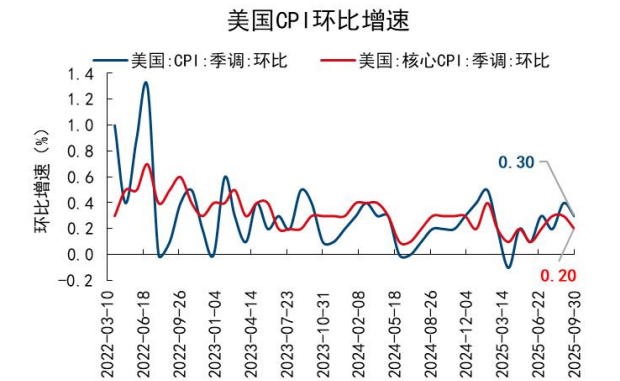
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图3：美国CPI同比增速（短期趋势）



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图4：美国CPI环比增速（长期趋势）



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图5：美国CPI环比增速（短期趋势）



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

### ◆ 结构上，核心与食品均回落，能源波动上升显著

分项来看，3%的同比增速是“核心服务项放缓”与“能源价格大幅上升”对冲后的结果。

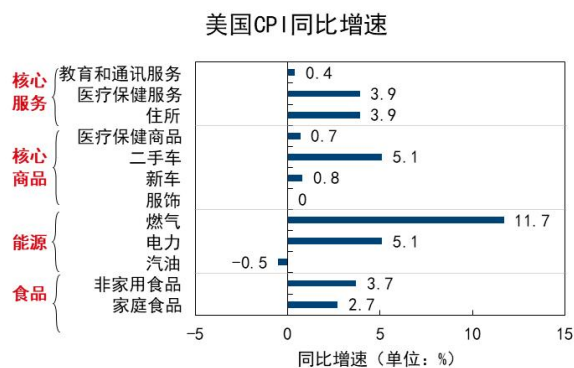
食品方面，同比回落，高位趋稳。食品价格同比上涨3.1%，较8月的3.2%略有回落，食品通胀虽仍处高位，但涨势边际趋缓。家庭食品价格持平于2.7%，非家庭食品（外出餐饮）放缓至3.7%，显示消费端需求略有回落，但价格层面仍存在一定压力。

能源方面，同比反弹，大幅上升。能源价格同比上涨2.9%，较8月的0.4%大幅反弹，是推动整体通胀回升的关键因素。汽油价格同比降幅收窄至-0.5%，环比则上升4.1%，虽然全球有原油的增产预期，但汽油作为炼后产品，其成本受到原油价格波动、炼厂产能情况等影响较大。9月汽油价格环比大幅上升表明成

本端有上行压力,供应或生产环节存在一定紧张。电力价格同比涨幅放缓至 5.1%,而管道燃气仍高达 11.7%,但环比有所下降。总体来看,能源项价格波动性增强,是 9 月 CPI “上行中带稳”的主要来源。

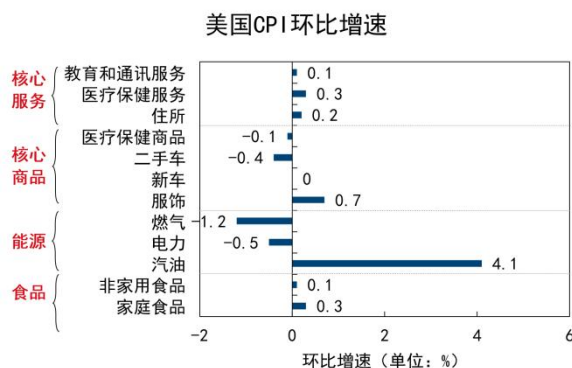
**核心 CPI 层面,商品和服务分化明显。**商品端整体平稳,而服务项明显降温。暑期旺季结束后,旅宿、交通及餐饮等可选消费服务价格回落,租金涨幅持续收窄,是带动核心通胀放缓的主要力量;医疗、教育等服务小幅上行但影响有限。整体来看,服务通胀呈现季节性回调特征,显示核心压力逐步缓释。

图6: 美国 CPI 同比增速 (区分行业)



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

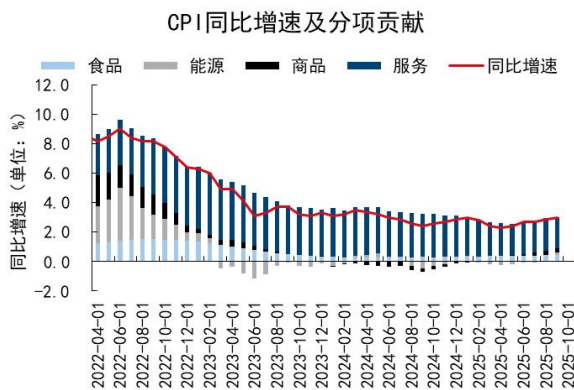
图7: 美国 CPI 环比增速 (区分行业)



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

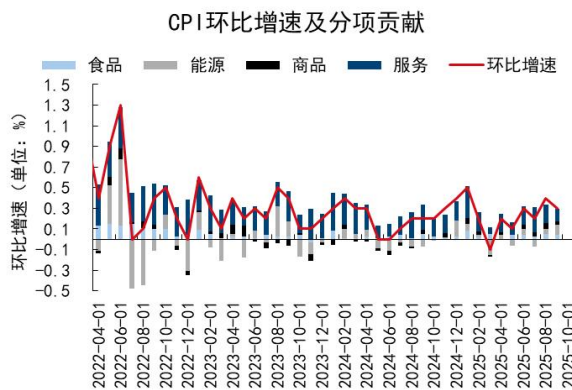
通过分项拆解可以发现,食品贡献了 0.42%略有下降(上月 0.44%),能源贡献 0.19%(上月 0.03%),核心商品贡献 0.29%与上月持平,服务贡献 2.12%有所下降(上月贡献 2.18%)。其中,能源为主要影响。

图8: 美国 CPI 同比增速及分项贡献



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图9: 美国 CPI 环比增速及分项贡献



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图10: 9 月 CPI 同比贡献拆解

| 分项     | 同比   |      |       | 环比   |      |       |
|--------|------|------|-------|------|------|-------|
|        | 8月贡献 | 9月贡献 | 边际变化  | 8月贡献 | 9月贡献 | 边际变化  |
| 总体CPI  | 2.9  | 3.0  | 0.10  | 0.4  | 0.3  | -0.10 |
| * 食品   | 0.44 | 0.42 | -0.01 | 0.05 | 0.04 | -0.01 |
| * 能源   | 0.03 | 0.19 | 0.16  | 0.04 | 0.10 | 0.05  |
| * 核心商品 | 0.29 | 0.29 | 0.00  | 0.06 | 0.04 | -0.02 |
| * 核心服务 | 2.18 | 2.12 | -0.06 | 0.18 | 0.12 | -0.06 |

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

## ◆ 通胀风险可控,年内仍有两次降息

我们认为，本次通胀数据无疑为市场注入了一剂“强心针”。作为美国政府停摆后公布的首份关键宏观数据，其意义不仅在于数值本身的温和，更在于释放出通胀风险可控、政策空间依然存在的信号。

从美联储官员近期发言来看，政策讨论的重心正在逐步从“抑制通胀”转向“稳定就业”。当然，仍有部分官员对通胀粘性保持警惕，认为就业虽显疲态，但价格压力尚未完全消退。此次通胀数据的温和表现，或将一定程度上缓解他们的担忧，为政策立场的进一步转向提供心理支撑。意味着政策层可以“放下通胀包袱”，为年内降息后续两次打开窗口。

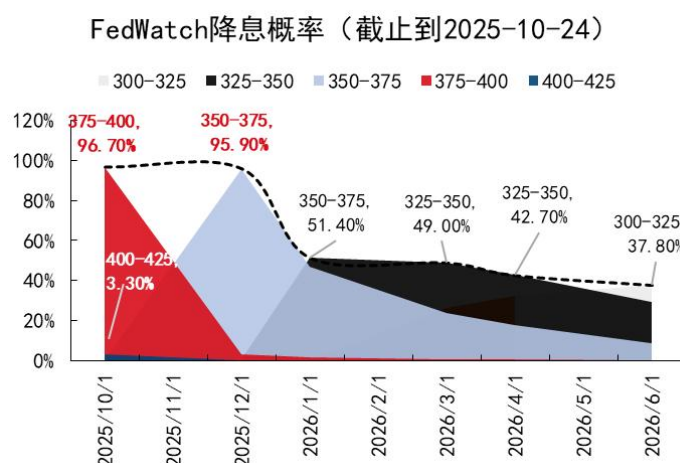
图11：美联储官员近期发言

| 官员                     | 地区 / 职位  | 日期         | 发言摘要 (英文原文)                                                                                                                                                                                                                      | 中文翻译                                                                             | 立场   |
|------------------------|----------|------------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|----------------------------------------------------------------------------------|------|
| Bowman (Vice Chair)    | 副主席 (监管) | 2025-10-09 | The Fed's regulatory and supervisory approaches must be tailored to the unique characteristics of each type and size of institution. ....We must right-size the frameworks and improve transparency.                             | 美联储的监管与监督应根据不同类型和规模的银行量身定制。‘一刀切’式监管将大型银行的标准强加给小银行，会导致过度监管与监督。我们必须重新校准监管框架并提高透明度。 | 中性   |
| Jefferson (Vice Chair) | 副主席      | 2025-10-13 | Growth has moderated; labor market is softening; inflation risks are tilted upward due to tariffs. I supported a 25 bps cut at the last FOMC meeting to move policy closer to neutral while balancing both sides of our mandate. | 经济增长放缓，就业市场走弱，关税导致通胀风险上升。我支持在上次FOMC会议上降息25个基点，使政策更接近中性水平，以平衡就业与通胀目标。             | 中性偏鸽 |
| Goisbee (Chicago)      | 芝加哥联储主席  | 2025-10-02 | We said new data produced by his staff suggests the labor market remains stable. "I think the underlying economy is still growing pretty solidly."                                                                               | 他说团队的新数据表明劳动力市场仍然稳定。“我认为经济基本面仍在稳健增长。”                                            | 鸽    |
| Logan (Dallas)         | 达拉斯联储主席  | 2025-10-02 | She said she'll approach additional rate cuts very cautiously while the risks to inflation remain prominent than the threat of higher unemployment.                                                                              | 她表示，在通胀风险仍高于失业风险的情况下，将对进一步降息保持非常谨慎的态度。                                           | 鹰    |
| Logan (Dallas)         | 达拉斯联储主席  | 2025-09-30 | "The combination of persistent inflation, resilient demand and modest labor market slack indicates to me that policy is likely only modestly restrictive. There may be relatively little room to make additional rate cuts."     | “持续的通胀、强劲的需求和劳动力市场轻微松弛表明，政策仅是温和紧缩。进一步降息空间有限。”                                    | 鹰    |
| Collins (Boston)       | 波士顿联储主席  | 2025-09-30 | "I continue to see a modestly restrictive policy stance as appropriate... It may be appropriate to ease policy rate a bit further — but the data will have to show that."                                                        | “我认为维持温和紧缩立场仍合适，是否进一步降息取决于数据。”                                                   | 中性偏鸽 |
| Jefferson (Vice Chair) | 副主席      | 2025-09-30 | "I see the risks to employment and inflation as two-sided and risks to inflation to the upside."                                                                                                                                 | “我认为就业与通胀风险双向存在，但通胀风险偏上行。”                                                       | 中性   |
| Musalem (St. Louis)    | 圣路易斯联储主席 | 2025-09-30 | "I'm open-minded to further potential reductions in interest rates... but we need to tread cautiously."                                                                                                                          | “我对进一步降息持开放态度，但需谨慎。”                                                             | 鹰    |
| Hammack (Cleveland)    | 克里夫兰联储主席 | 2025-09-29 | "I continue to be worried about where we are from an inflation perspective. We need to maintain a restrictive stance."                                                                                                           | “我仍担心通胀，需要维持紧缩立场。”                                                               | 鹰    |
| Barkin (Richmond)      | 里士满联储主席  | 2025-09-25 | "Inflation is lower enough to justify more rate cuts because the job market is weakening."                                                                                                                                       | “通胀已接近目标，加上就业市场疲软，足以支持进一步降息。”                                                    | 鹰    |
| Bowman (Vice Chair)    | 副主席 (监管) | 2025-09-25 | "The Fed risks damage by not moving rapidly to lower rates... I'd rather act proactively and lower rates ahead of time."                                                                                                         | “若不迅速降息可能损害经济，我宁愿主动提前降息。”                                                        | 鸽    |
| Miran (Governor)       | 理事       | 2025-09-25 | "Given the risks, I would rather act proactively and lower rates ahead of time."                                                                                                                                                 | “考虑到风险，我宁愿提前主动降息。”                                                               | 鸽    |
| Powell (Chair)         | 主席       | 2025-09-17 | "Labor demand has softened... we're in a meeting-by-meeting situation and looking at the data."                                                                                                                                  | “劳动力需求放缓，我们将根据每次会议的数据决定。”                                                        | 中性偏鸽 |

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

从Fed Watch的最新定价看，市场几乎已经押注美联储将在10月和12月继续降息，大体延续此前的温和步伐。基于上述分析，我们推演美联储的政策路径。在美联储降息预期强化的背景下，全球流动性拐点已基本确立，2025年年内大概率还会出现两次降息。

图12：降息路径（截至10月24日）



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

从资产表现看，利率中枢下移与流动性回暖将阶段性支撑风险资产。美股在盈利预期修复与资金回流推动下仍具韧性，但估值压力或限制上行空间。

黄金受益于实际利率回落与美元走弱，中期配置价值凸显，有望延续强势行情。然而，正如我们在《黄金的长期牛市与短期节奏》中所指出的，当前金价虽处结构性上行周期，但在技术面超买、交易结构拥挤以及地缘政治扰动的背景下，短期波动风险不容忽视。

后续走势仍需重点关注中美贸易谈判的进展及其对避险情绪的影响。如果谈判重启并取得实质进展，避险需求或阶段性回落；反之，若地缘局势再度紧张，则可能为金价提供新的上行动力。

#### ◆ 风险提示

海外经济体政策不确定性，外部需求下滑。

#### 相关研究报告：

《二十届四中全会解读-单一增长转为多元驱动》——2025-10-24  
《美国宏观市场点评-区域银行再起波澜，引发信贷隐忧》——2025-10-23  
《近期黄金调整快评-黄金的长期牛市与短期节奏》——2025-10-22  
《2025 年 9 月财政数据快评-财政发力支撑经济了吗？》——2025-10-18  
《9 月金融数据解读-社融承压，结构现暖意》——2025-10-16

## 免责声明

### 分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

### 国信证券投资评级

| 投资评级标准                                                                                                                                                                                                                                               | 类别     | 级别   | 说明                    |
|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|--------|------|-----------------------|
| 报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。 | 股票投资评级 | 优于大市 | 股价表现优于市场代表性指数 10%以上   |
|                                                                                                                                                                                                                                                      |        | 中性   | 股价表现介于市场代表性指数±10%之间   |
|                                                                                                                                                                                                                                                      |        | 弱于大市 | 股价表现弱于市场代表性指数 10%以上   |
|                                                                                                                                                                                                                                                      |        | 无评级  | 股价与市场代表性指数相比无明确观点     |
|                                                                                                                                                                                                                                                      | 行业投资评级 | 优于大市 | 行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上 |
|                                                                                                                                                                                                                                                      |        | 中性   | 行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间 |
|                                                                                                                                                                                                                                                      |        | 弱于大市 | 行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上 |
|                                                                                                                                                                                                                                                      |        |      |                       |

### 重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司

关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

### 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

## 国信证券经济研究所

### 深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032