

美国 CPI 势弱，联储 10 月降息几无悬念

2025 年 10 月 26 日

■ **核心观点：**9 月美国 CPI 全面不及预期，居住通胀中 OER 分项的超预期回落是主要贡献。核心通胀结构中，关税相关商品环比反弹，但增速相较 6-7 月更为温和；超级核心通胀保持黏性，居住通胀仍是未来核心服务通胀趋势下行的主要动力。向前看，偏弱的季节性预计令未来 2 个月美国 CPI 延续震荡回落，但通胀数据的市场重要性正在下降。由于美国货币市场流动趋势性收紧、地区银行风险犹存，而 10 月 CPI 预计将缺席，美联储大概率在 10、12 月连续降息，10 月 FOMC 的关注点则在于美联储是否提供关于停止缩表的信息。

■ **大类资产：**受益于好于预期的企业财报、贸易风险情绪缓释、美国 CPI 环比降温的影响，本周全球主要股指普遍收涨；黄金则因超买情绪的回调而大跌。本周五公布的 9 月美国 CPI 全面不及预期，叠加美国货币市场流动性趋势性收紧，市场完全押注 10、12 月美联储连续降息。非美方面，高市早苗确认将当选日本新首相，日股一度创历史新高。大宗商品方面，因前期投机性仓位快速上涨带来的超买情绪的回调，黄金在周二大跌超过 5%，盘中一度跌超 6%，跌幅为十几年来最高；而受美欧再度升级对俄罗斯石油出口制裁的影响，原油本周大涨。整体来看，全周（10 月 20 日至 10 月 24 日）10 年期美债利率微降 0.8bps 至 4%，2 年期美债利率降 2.26bps 至 3.48%，美元指数升 0.5% 至 98.95；标普 500、纳斯达克指数分别收涨 1.9%、2.3%，日经 225 指数大涨 3.6%；伦敦现货黄金价格下跌 3.3%，收至 4113 美元/盎司，WTI 原油期货大涨 6.9% 至 61.5 美元。

■ **美国 CPI：**居住通胀的超预期回落带动 9 月美国核心 CPI 弱于预期，关税对核心商品通胀影响温和，超级核心通胀仍有黏性。本周五，BLS 公布了延期的 9 月美国 CPI 数据。从总量数据看，美国 9 月 CPI 全面低于预期：CPI 环比+0.3%，预期和前值+0.4%；核心 CPI 环比+0.2%，预期和前值+0.3%；CPI 同比+3.0%，预期+3.1%，前值+2.9%；核心 CPI 同比+3.0%，预期和前值+3.1%。从数据结构看，本次居住通胀中的自住房折算（OER）分项环比增速由+0.38%回落至+0.13%，增速创下疫情以来新低，考虑到其高占比（26%），这一异常的回落是核心 CPI 不及预期的主要原因，但后续料不可持续。具体来看：①核心商品中，二手车价格环比由前值+1.04%降至-0.41%，是核心商品通胀降温的主要贡献；从领先指数 Manheim 二手车价格趋势来看，未来两个月 CPI 二手车料保持低位；与关税相关的家具、休闲商品价格环比再度提升，但幅度不及 6-7 月的连续环比大涨，一定程度上支持“关税对通胀的冲击是一次性的”论点。②居住通胀环比由前值+0.44%降至+0.21%，其中租金和自住房折算环比增速均显著回落，而自住房折算 OER 对 CPI 环比拉动率由+0.1%大幅回落至+0.035%，是本月总体和核心 CPI 环比不及预期的最大单一贡献。我们预期本月 OER 的异常大跌难以持续，后续料反弹至正常的 0.2%-0.3%环比中枢，对应居住通胀同比增速仍有一小段回落空间。③除居住外核心通胀保持黏性，环比+，其分项则延续“此起彼伏”的结构，高波动的机票酒店回落，其余分项均有回升，显示服务业通胀的黏性犹存。向前看，四季度美国 CPI 季节性偏弱的特征明显，非季调口径下，11-12 月美国 CPI、核心 CPI 环比多为负数，因此未来 2 个月 CPI、核心 CPI 料延续震荡回落路径。结构上，未来直至明年，核心 CPI 料延续核心商品向上、居住服务向下、非居住核心幅度震荡的局面，通胀同比料在 3%附近维持黏性，但在非农就业持续恶化的宏观环境下，美国通胀数据的市场重要性正在下降。

■ **市场预期：**分析师上调 25Q3 美国 GDP 预期，下修美国通胀预期。本周彭博更新了分析师对美国经济和货币政策的市场调查。根据彭博在 10 月 17-22 日对 84 名经济学家的问卷调查结果，增长方面，分析师显著上修 25Q3 美国增长预期，当前分析师一致预期 25Q3-26Q4 美国 GDP 季环比年率增速分别为 2.8→1.1→1.5→1.9→2.0→2.0%，对 25Q3 预期相较上月大幅上修，对 25Q4、26Q1 的预期略有下修。通胀方面，分析

证券分析师 芦哲

执业证书：S0600524110003

luzhe@dwzq.com.cn

证券分析师 张佳炜

执业证书：S0600524120013

zhangjw@dwzq.com.cn

证券分析师 韦伟

执业证书：S0600525040002

weiy@dwzq.com.cn

研究助理 王茁

执业证书：S0600124120013

wangzhuo@dwzq.com.cn

相关研究

《四季度供需分化格局仍将对物价造成影响》

2025-10-26

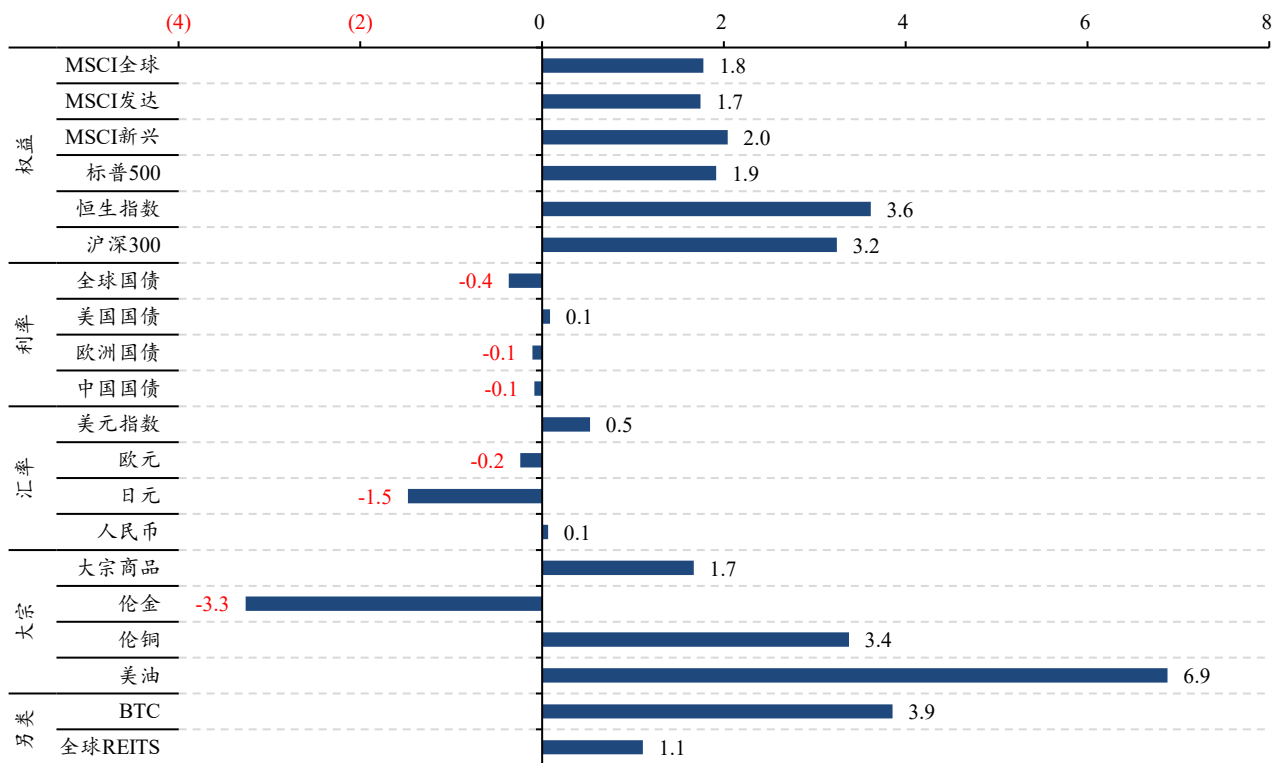
《“创新牛”进入蓄势期，行业风格如何轮动？》

2025-10-24

师小幅下修 2026 年通胀预期，最新分析师一致预期 25Q3-26Q4 美国 PCE 同比增速分别为 2.7→2.9→2.8→2.8→2.7→2.5%，其中对 25Q3-26Q2 的预测值均小幅下修 0.1%。货币政策方面，最新分析师一致预期美联储将在 10 月 29 日、12 月 10 日两次 FOMC 会议上各降息 25bps，年底政策利率上限将下调 50bps 至 3.75%；同时预测美联储将在明年 3 月、7 月两次 FOMC 会议上各降息 25bps，到 2026 年底政策利率上限将降至 3.25%，这一预期相较当前市场联邦基金期货交易员预期的明年 3 次降息略为保守。

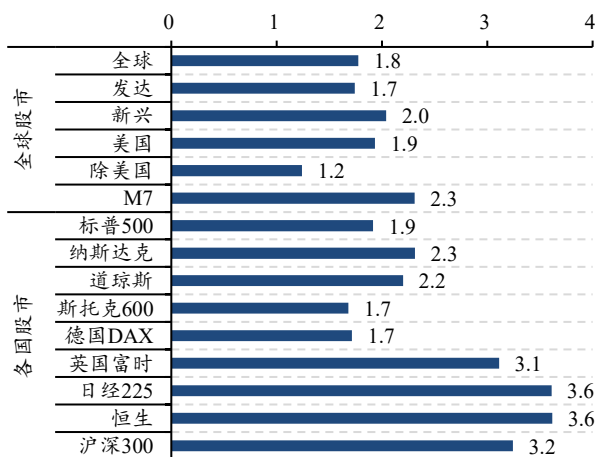
- **风险提示：**特朗普政策超预期；美联储降息幅度过大引发通胀反弹甚至失控；美联储维持高利率水平时间过长，引发金融系统流动性危机。

图1: 过去一周全球大类资产回报率变动



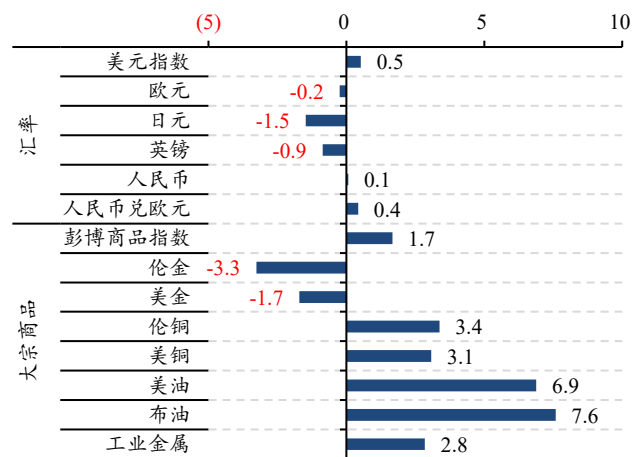
数据来源: 彭博、东吴证券研究所; 单位%, 利率为彭博美债指数, 汇率为对美元升值幅度

图2: 过去一周全球股市回报率变动



数据来源: 彭博、东吴证券研究所; 单位%

图3: 过去一周汇率与大宗商品回报率变动



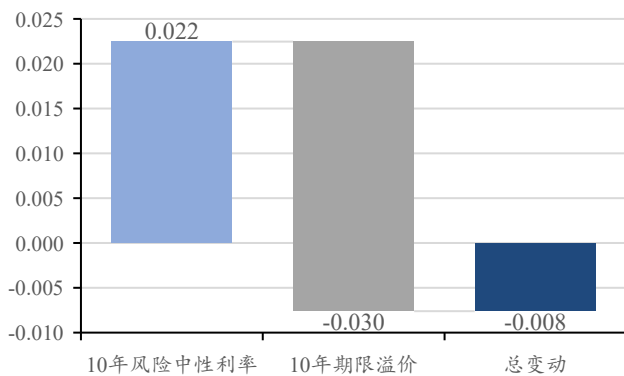
数据来源: 彭博、东吴证券研究所; 单位%

图4: 10年、2年美债利率与利差



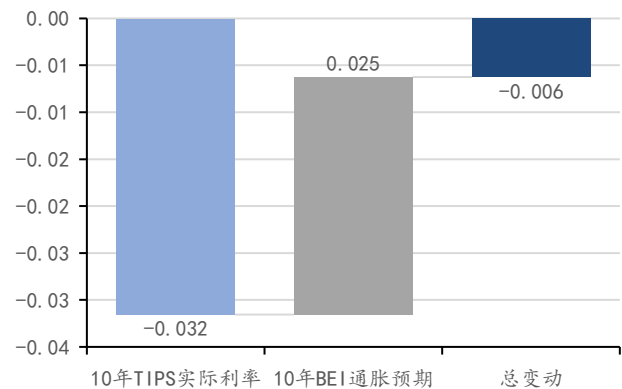
数据来源: 彭博、东吴证券研究所; 横轴单位为年份后两位, 下同; 纵轴单位%

图5: 10年美债利率周度变动及贡献度拆分(风险中性利率与期限溢价视角)



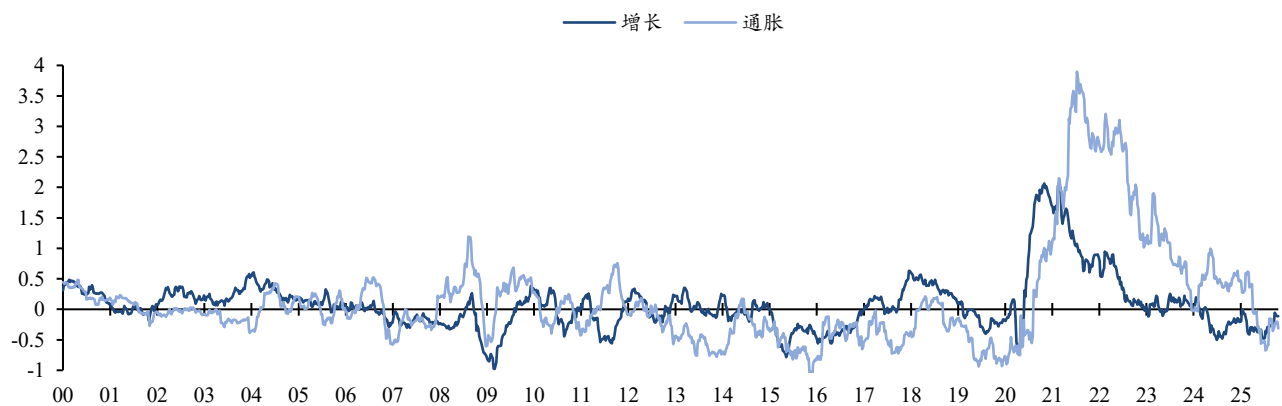
数据来源: 彭博、东吴证券研究所; 单位%

图6: 10年美债利率周度变动及贡献度拆分(实际利率与通胀预期视角)



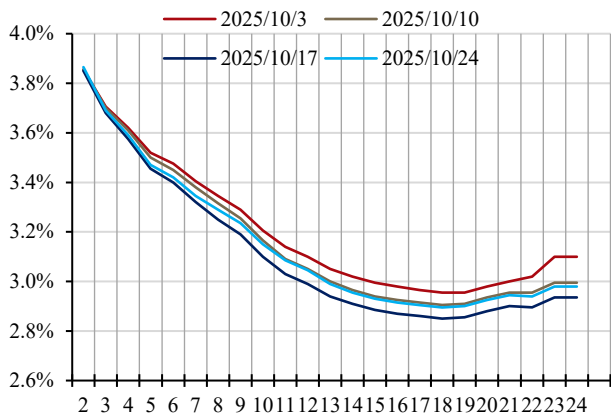
数据来源: 彭博、东吴证券研究所; 单位%

图7: 美国经济意外指数增长与通胀分项



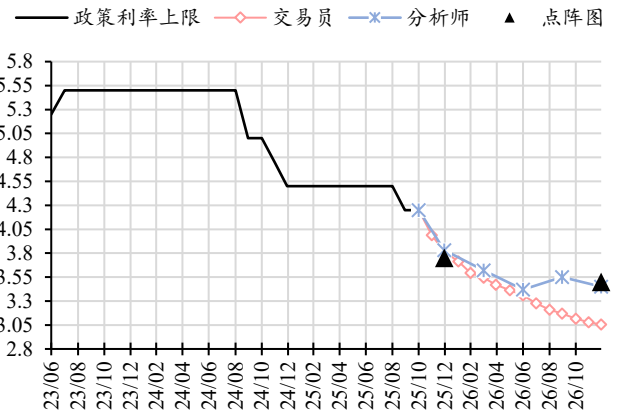
数据来源: 彭博、东吴证券研究所; 纵轴单位%, 季调环比年率

图8: 联邦基金期货隐含未来 24 个月政策利率



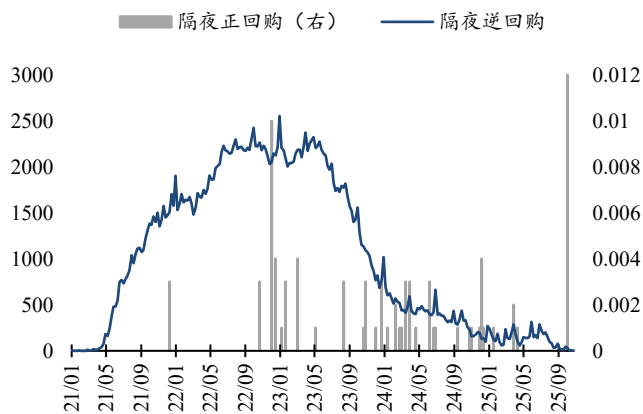
数据来源: 彭博、东吴证券研究所

图9: 各方对美国政策利率路径预测



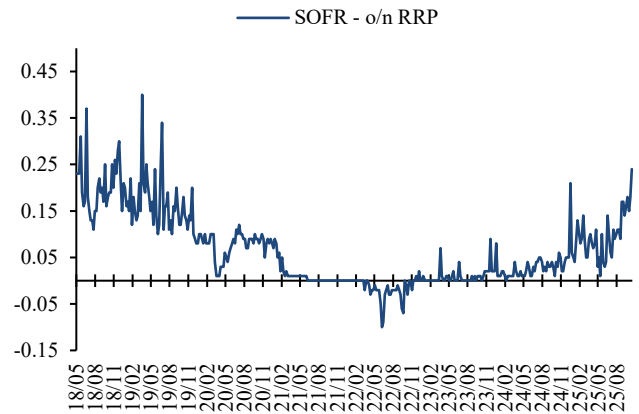
数据来源: 彭博、东吴证券研究所; 单位%

图10: 纽约联储每日回购情况



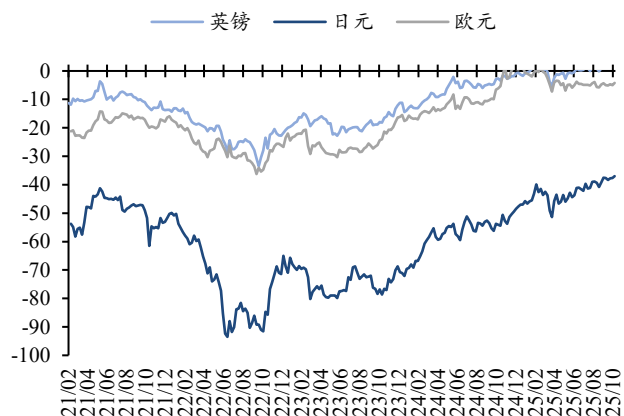
数据来源: 彭博、东吴证券研究所; 单位十亿美元

图11: 美国 SOFR 与 o/n RRP 利差



数据来源: 彭博、东吴证券研究所; 单位 bps

图12: 主要货币互换掉期点差



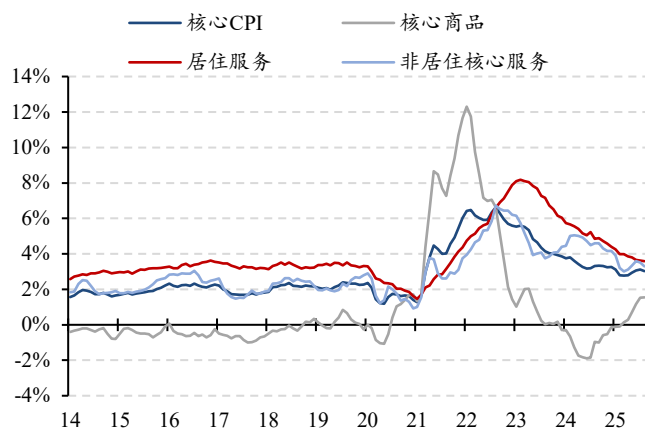
数据来源: 彭博、东吴证券研究所; 单位 bps

图13: 彭博金融条件指数



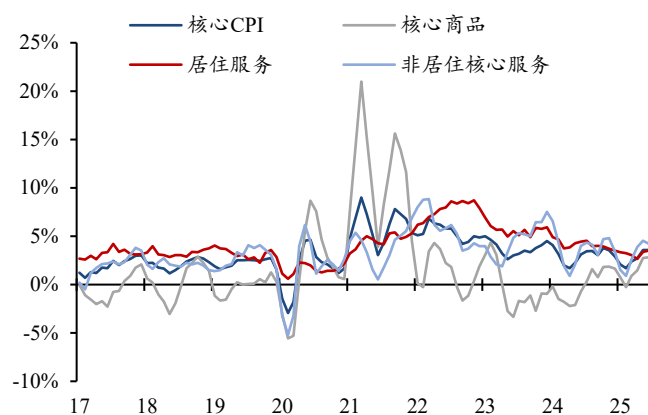
数据来源: 彭博、东吴证券研究所

图14: 美国核心CPI及三大分项同比增速



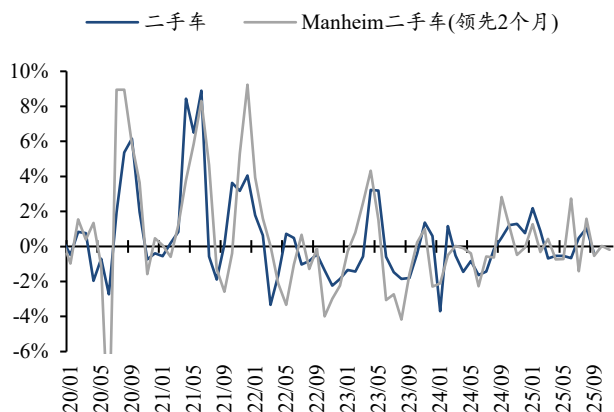
数据来源: 彭博、东吴证券研究所

图15: 美国核心CPI及三大分项环比三个月均年率



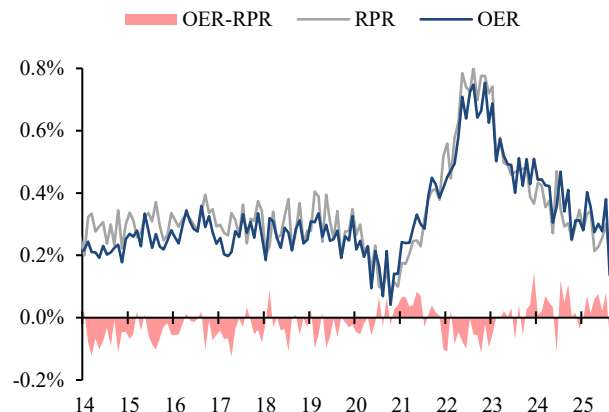
数据来源: 彭博、东吴证券研究所

图16: 美国CPI二手车与Manheim二手车环比增速



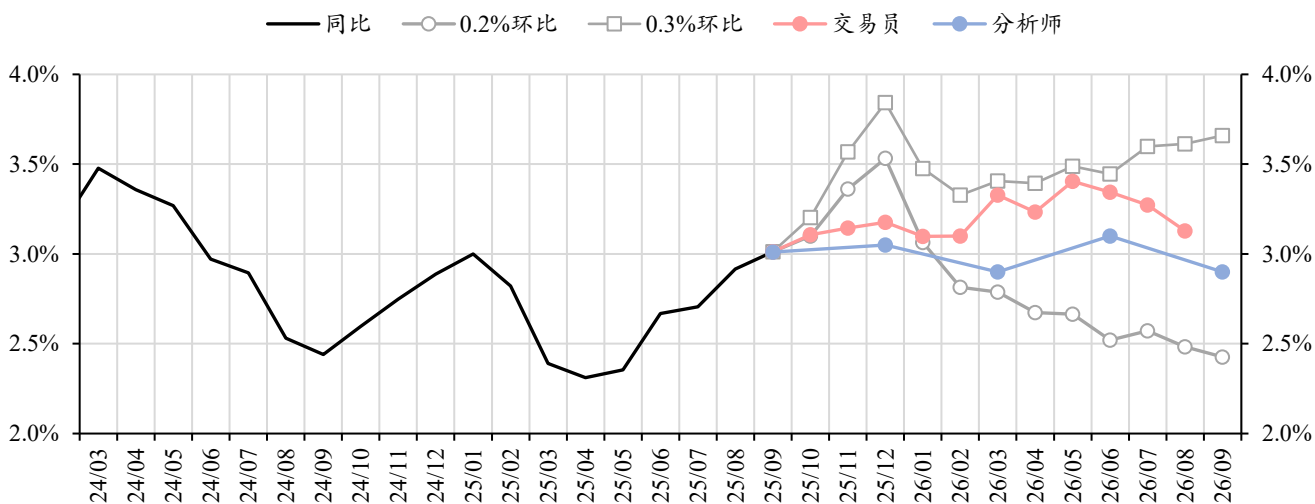
数据来源: 彭博、东吴证券研究所

图17: 美国居住通胀自住房折算与租金分项环比



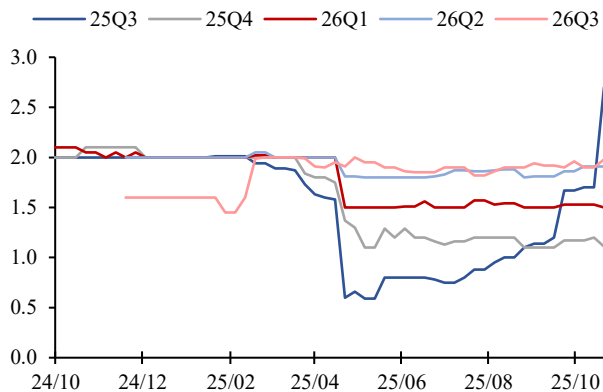
数据来源: 彭博、东吴证券研究所

图18: 研究机构对2025-26年各月美国CPI同比预测



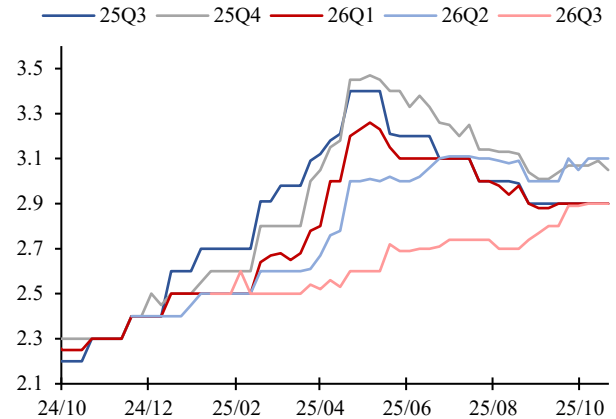
数据来源: 彭博、东吴证券研究所; 纵轴单位%, 季调环比年率

图19: 分析师对 25Q3-26Q3 美国 GDP 一致预期



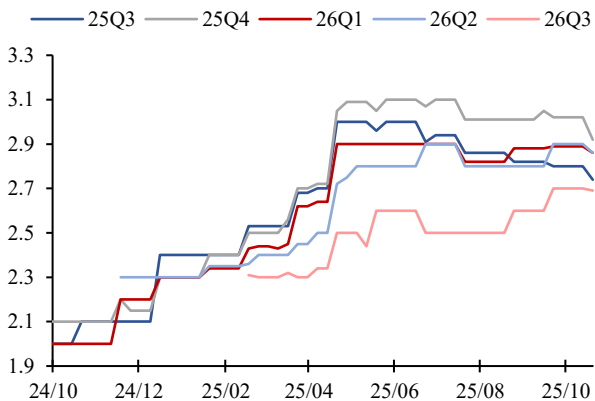
数据来源: 彭博, 东吴证券研究所; 单位%, GDP 为季调环比年率增速

图20: 分析师对 25Q3-26Q3 美国 CPI 同比一致预期



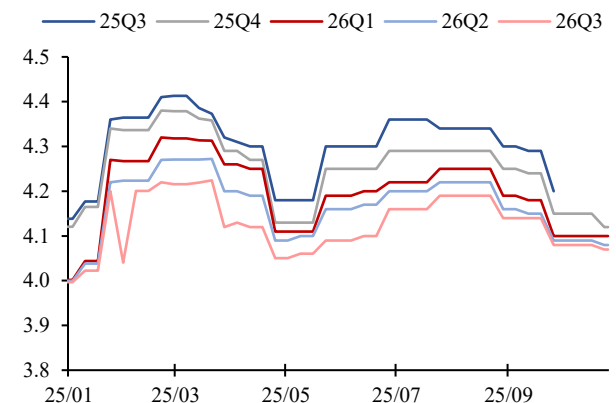
数据来源: 彭博, 东吴证券研究所; 单位%

图21: 分析师对 25Q3-26Q3 美国 PCE 同比一致预期



数据来源: 彭博, 东吴证券研究所; 单位%

图22: 分析师对 25Q3-26Q3 美联储政策利率一致预期



数据来源: 彭博, 东吴证券研究所; 单位为%, 彭博政策利率为利率上限

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“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，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下，东吴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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5%以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准-5%与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5%以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，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。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>