

2025 年 10 月 25 日

美联储继续降息或无悬念

——美国 9 月 CPI 点评

宏观研究团队

何宁（分析师）

hening@kysec.cn

证书编号：S0790522110002

潘伟桢（分析师）

panweizhen@kysec.cn

证书编号：S0790524040006

事件：美国公布 2025 年 9 月最新通胀数据。其中 CPI 同比上升 3.0%，环比上升 0.3%；核心 CPI 同比上升 3.0%，环比上升 0.2%，均不及市场预期。

● 通胀边际回升，但核心通胀下行，关税冲击或相对和缓

1. 总体通胀边际回升，核心通胀出现下行。美国 9 月 CPI 同比上升 3.0%、环比上升 0.3%，分别较 8 月提升 0.1 个百分点、下降 0.1 个百分点；核心 CPI 同比上涨 3.0%，环比上升 0.2%，均较 8 月下降 0.1 个百分点。总的看，美国通胀总体虽边际回升，但核心通胀同比增速较 8 月下降，且环比增速下行，或显示关税对美国通胀的冲击可能相对和缓。往后看，由于 2024 年 9 月后基数逐渐上行，且考虑到特朗普关税政策或难再继续升级，通胀水平或将迎来下行，但我们仍需要观察美国核心通胀下降的持续性。

2. 能源通胀上行较大，核心商品对通胀贡献度相对平稳。具体而言，9 月能源项同比上升 2.8%，较 8 月上升 2.6 个百分点；9 月份食品项同比上升 3.1%，较 8 月下降 0.1 个百分点。核心 CPI 方面，9 月核心 CPI 同比上升 3.1%，环比上升 0.3%。同比、环比增速均较 8 月持平。其中核心商品同比增速基本较 8 月持平；环比较 8 月下降 0.1 个百分点至 0.2%；核心服务同比上升 3.47%，较 8 月份下降约 0.12 个百分点，当前美国不同消费部门之间的差异较大。

3. 通胀后续或迎来下行，核心通胀有望保持平稳。总的看，9 月 CPI 数据显示美国通胀继续反弹，但核心通胀出现下行，且环比增速有所走弱。此外核心商品的再通胀亦没有再提速，或显示关税对美国通胀的冲击已经边际转弱。从美联储关注的超级核心服务通胀（去掉住房的核心服务）来看，9 月份同比、环比增速分别较 8 月份下降 0.03 个百分点、提升 0.02 个百分点。往后看，随着高基数效应的逐渐显现，总体通胀水平或迎来下行，核心通胀可能稳中有降。但不确定的是，随着各类节假日逐渐到来，美国企业是否会加速将关税成本转嫁给消费者，仍是后续通胀的重要变量。

● 9 月通胀反弹不及预期，美联储或继续降息 25bp

第一，美国就业市场下行风险仍在，消费者信心指数仍然处于较低位。由于美国政府关门，9 月非农就业数据未能如期发布，但从 9 月 ADP 数据来看，美国劳动力市场可能仍然承压。此外，10 月密歇根大学消费者信心指数处于 2025 年以来的较低值，显示美国居民可能因劳动力市场承压，对未来经济的预期相对悲观。在此背景下，美联储需要进一步降息来对经济进行托底。

第二，美国居民的通胀预期相对稳定，或进一步促使美联储选择连续降息。由于劳动力市场的风险显现，美联储在 9 月选择降息 25bp。但由于关税对通胀的推动作用益发显现，美联储内部亦担心通胀可能会伴随着降息上行，因此后续的降息路径存在一定的不确定性。但 10 月密歇根大学通胀预期总体保持平稳，结合上述居民消费者信心指数相对低迷来看，美国消费者可能认为在收入相对承压的情况下，企业不会选择将成本快速的转移至消费端。在此背景下，美联储内部或将继续维持相对宽松的货币政策立场，连续降息的概率较高。

基准情形下，我们认为美联储或在 10 月 FOMC 会议上再降息 25bp，2025 全年共降息 75bp。后续要关注美国政府关门进展以及特朗普对美联储新主席的选择。

● 风险提示：国际局势紧张引发通胀超预期，美国经济超预期衰退。

相关研究报告

《Q3 经济放缓符合预期，关注政策性金融工具效果——兼评 Q3 经济数据》- 2025.10.20

《地产成交转弱——宏观经济专题》- 2025.10.20

《专项债投向基建比重低于 2024 年——宏观经济点评》-2025.10.19

目 录

1、通胀边际回升，但核心通胀下行，关税冲击或相对和缓.....	3
1.1、总体通胀边际回升，核心通胀出现下行.....	3
1.2、能源通胀上行较大，核心商品对通胀贡献度相对平稳.....	4
1.3、通胀后续或迎来下行，核心通胀有望保持平稳.....	5
2、9月通胀反弹不及预期，美联储或继续降息 25bp.....	7
3、风险提示.....	8

图表目录

图 1：美国 9 月 CPI 同比增速边际反弹.....	4
图 2：9 月 CPI 环比增速较 8 月有所回落.....	4
图 3：9 月能源通胀同比由负转正.....	4
图 4：食品通胀上升较多.....	4
图 5：9 月核心商品 CPI 同比增速相对平稳.....	5
图 6：9 月核心服务 CPI 同比增速继续下行.....	5
图 7：9 月核心商品通胀环比增速边际下行.....	5
图 8：美国汽油零售价格近期有所下行.....	6
图 9：粮食期货价格 10 月前三周走势基本平稳.....	6
图 10：美国二手车价格边际下行.....	6
图 11：美国房租通胀继续下行.....	6
图 12：9 月美国非房核心服务同比增速下行.....	7
图 13：10 月美国密歇根大学消费者信心指数仍处于较低位.....	7
图 14：10 月美国密歇根大学居民通胀预期边际下行.....	8
表 1：美国 9 月 CPI 部分重要分项同比、环比及贡献分解（%）.....	3

事件：美国公布 2025 年 9 月最新通胀数据。其中 CPI 同比上升 3.0%，环比上升 0.3%；核心 CPI 同比上升 3.0%，环比上升 0.2%，均不及市场预期。

1、通胀边际回升，但核心通胀下行，关税冲击或相对和缓

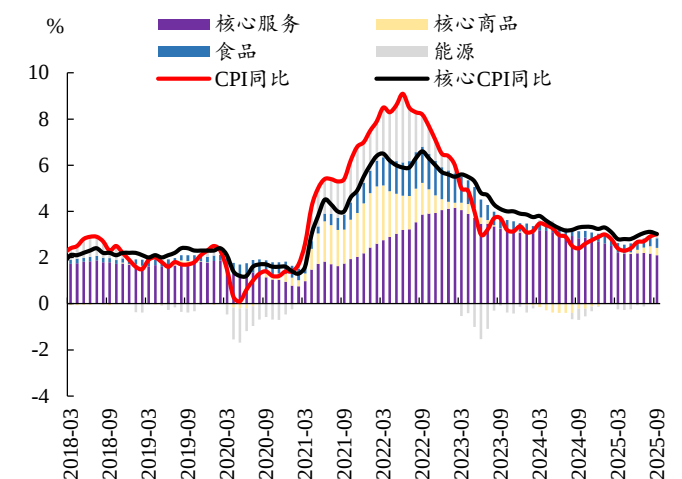
1.1、总体通胀边际回升，核心通胀出现下行

美国 9 月 CPI 同比上升 3.0%、环比上升 0.3%，分别较 8 月提升 0.1 个百分点、下降 0.1 个百分点；核心 CPI 同比上涨 3.0%，环比上升 0.2%，均较 8 月下降 0.1 个百分点。总的看，美国通胀总体虽边际回升，但核心通胀同比增速较 8 月下降，且环比增速下行，并弱于市场预期，或显示关税对美国通胀的冲击可能相对和缓。往后看，由于 2024 年 9 月后基数逐渐上行，且考虑到特朗普关税政策或难再继续升级，通胀水平或将迎来下行，但我们仍需要观察美国核心通胀下降的持续性。

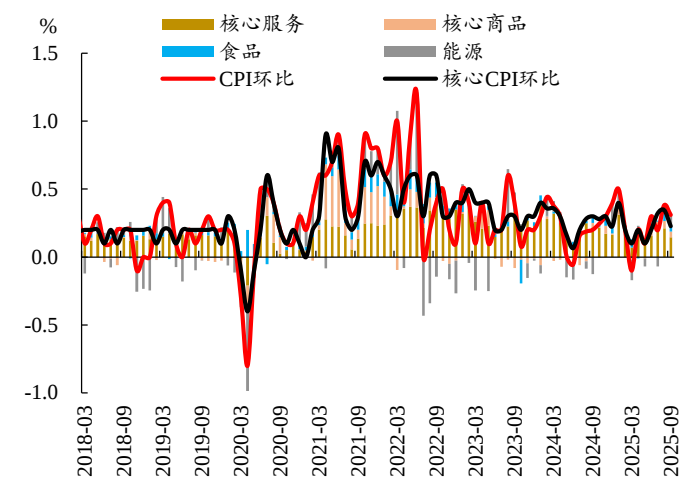
表1：美国 9 月 CPI 部分重要分项同比、环比及贡献分解（%）

权重	分项	同比贡献分解		同比增速		环比贡献分解		环比增速	
		2025-09	2025-09	2025-08	2025-07	2025-09	2025-09	2025-08	2025-07
100	全部	3.0	3	2.9	2.7	0.3	0.3	0.4	0.2
13.635	食品	0.42	3.1	3.2	2.9	0.06	0.06	0.5	0
7.982	居家食品	0.22	2.7	2.7	2.2	0.05	0.05	0.6	-0.1
5.653	外带食品	0.21	3.7	3.9	3.9	0.02	0.02	0.3	0.3
6.422	能源	0.18	2.8	0.2	-1.6	0.04	0.04	0.7	-1.1
3.167	能源商品	-0.02	-0.4	-6.2	-9	0.05	0.05	1.7	-1.9
3.255	能源服务	0.20	6.4	7.7	7.2	-0.01	-0.01	-0.2	-0.3
19.295	核心商品	0.32	1.5	1.5	1.2	0.05	0.05	0.3	0.2
3.392	家居	0.10	3	2.8	2.4	0.00	0.00	0.1	0.7
2.458	服装	0.00	-0.1	0.2	-0.2	0.01	0.01	0.5	0.1
4.316	新车	0.03	0.8	0.7	0.4	0.01	0.01	0.3	0
2.437	二手车	0.11	5.1	6	4.8	0.03	0.03	1	0.5
1.511	医疗保健	0.01	0.7	0	0.1	0.00	0.00	-0.3	0.1
0.385	含酒精饮料	0.02	2	1.9	1.4	0.00	0.01	0.6	0.1
1.288	其它商品	0.05	3.7	3.1	3	0.01	0.01	0.4	0.2
60.648	核心服务	2.10	3.5	3.6	3.6	0.21	0.21	0.3	0.4
7.451	主要居所租金	0.26	3.4	3.5	3.5	0.02	0.02	0.3	0.3
26.199	业主等价租金	0.99	3.8	4	4.1	0.10	0.10	0.4	0.3
6.78	医疗服务	0.26	3.9	4.2	4.3	-0.01	-0.01	-0.1	0.8
6.257	交通运输服务	0.16	4.4	3.6	3.9	0.06	0.06	-0.2	0.4
3.457	休闲服务	0.15	2.5	3.5	3.5	-0.01	-0.01	1	0.8
4.904	教育与通讯服务	0.06	1.1	1	1.1	0.00	0.00	0.1	0.2

数据来源：Bloomberg、开源证券研究所

图1：美国9月CPI同比增速边际反弹


数据来源：Bloomberg、开源证券研究所

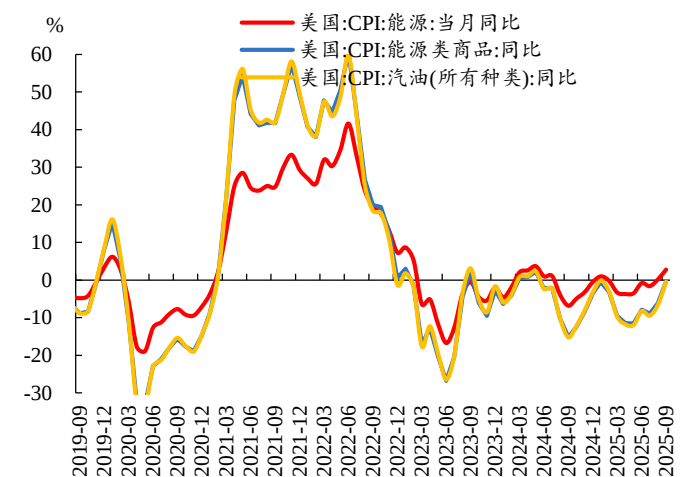
图2：9月CPI环比增速较8月有所回落


数据来源：Bloomberg、开源证券研究所

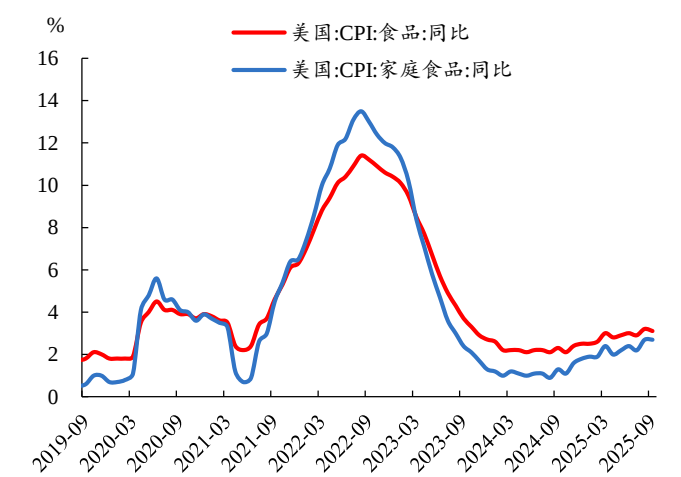
1.2、能源通胀上行较大，核心商品对通胀贡献度相对平稳

（1）能源方面，9月能源项同比上升2.8%，较8月上升2.6个百分点；环比增速较8月上升0.8个百分点至1.5%。其中汽油项同比下降0.5%，降幅较8月份收窄6.1个百分点；燃油项同比上升4.1%，增速由负转正。9月能源通胀进一步上行，我们认为主要是2024年同期基数下行较多，9月29日美国汽油价格较9月1日的3.06美元/加仑下降2.1%至2.99美元/加仑，价格总体稳中有降。

（2）食品方面，9月份食品项同比上升3.1%，较8月下降0.1个百分点；环比较8月下降0.3个百分点。其中家庭食品（Food at home）同比上升2.7%，增速较8月持平。食品通胀的边际下行，一方面是2024年同期基数略有上行；另一方面或与9月大豆、小麦期货价格边际走弱有关。

图3：9月能源通胀同比继续上行


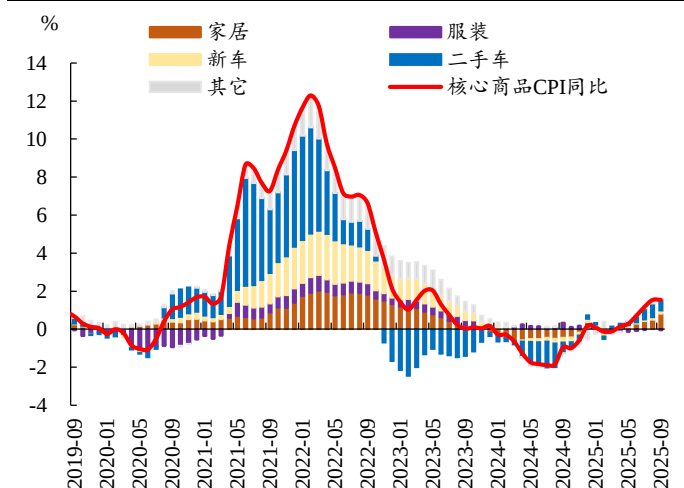
数据来源：Wind、开源证券研究所

图4：食品通胀边际下行


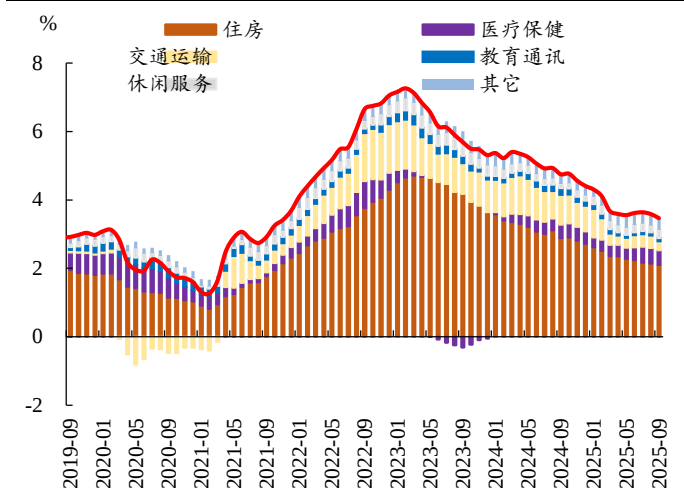
数据来源：Wind、开源证券研究所

（3）核心CPI方面，9月核心CPI同比上升3.0%，环比上升0.2%。同比、环比增速均较8月下降0.1个百分点。**分项来看**，核心商品同比增速基本较8月持平；环比较8月下降0.1个百分点至0.2%；其中二手车项环比下降0.4%，较8月份下降1.4个百分点，与曼海姆二手车价格指数领先2个月走势基本一致，对核心商品通胀贡献度有所下降；新车方面，环比较8月下降0.1个百分点至0.2%。核心服务同

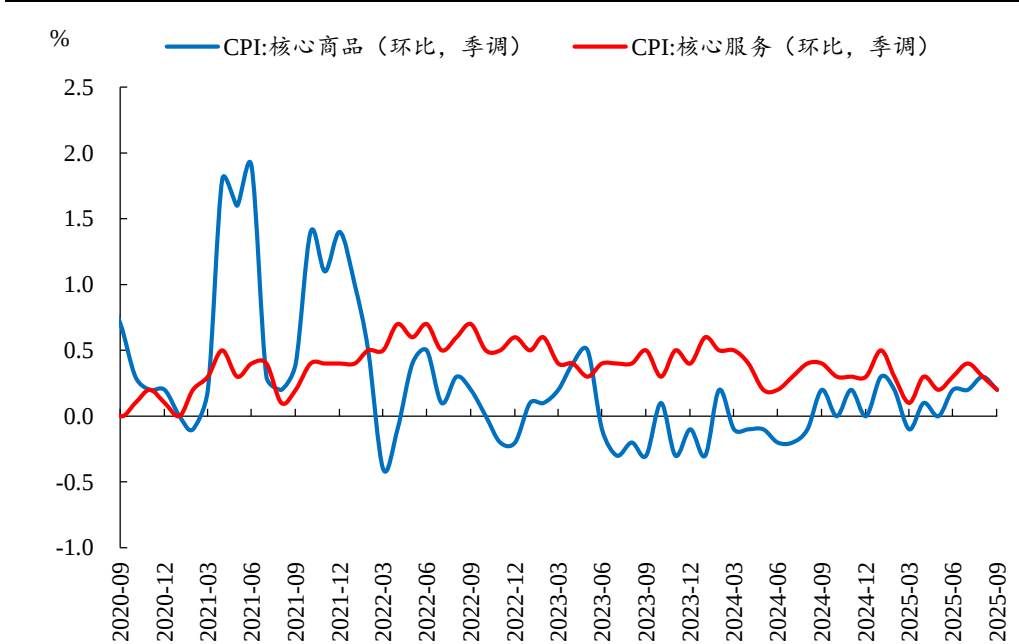
比上升 3.47%，较 8 月份下降约 0.12 个百分点。其中住房项同比上升 3.6%，环比上升 0.2%，分别较 8 月持平、下降 0.2 个百分点。交通运输服务环比上升 0.3%，较 8 月份下降 0.7 个百分点。总的看，9 月核心 CPI 同比、环比增速均较 8 月下降，主因核心商品保持平稳的同时核心服务持续下行，显示当前美国不同消费部门之间的差异较大，关税或仍是后续通胀的最大干扰项。

图5：9 月核心商品 CPI 同比增速相对平稳


数据来源：Bloomberg、开源证券研究所

图6：9 月核心服务 CPI 同比增速继续下行


数据来源：Bloomberg、开源证券研究所

图7：9 月核心商品通胀环比增速边际下行


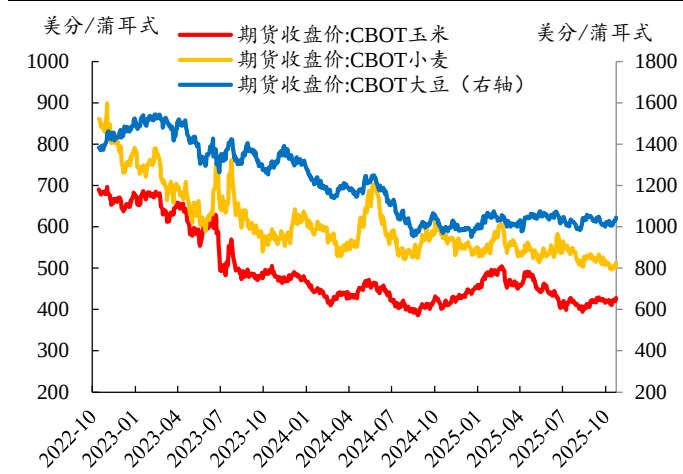
数据来源：Wind、开源证券研究所

1.3、通胀后续或迎来下行，核心通胀有望保持平稳

（1）能源与粮食项短期内对通胀影响或相对中性。能源方面，截至 10 月 20 日，美国汽油价格为 2.9 美元/加仑，较 9 月 29 日汽油价格下降约 3.2%。原油价格方面，由于美国对俄罗斯两大石油公司实施制裁，美俄元首原定的会晤也被搁置，国际油价近期有所上涨，后续美国汽油价格可能会上升。食品方面，从 9 月的美国农业部报告来看，主要农产品出口的产量、库存互有涨跌，预计价格难有大幅上涨。

考虑到 2024 年 10 月美国汽油价格略有下跌，粮食价格亦有一定跌幅，因此能源与粮食对 10 月 CPI 或有一定支撑。

图8：美国汽油零售价格近期有所下行

图9：粮食期货价格 10 月前三周走势基本平稳


（2）核心商品通胀有可能保持坚挺，但整体核心通胀有望保持平稳或向下。

核心商品方面，美国曼海姆二手车价值指数（Manheim Used Vehicle Value Index）9月环比下降0.2%，由正转负；新车方面，供应链压力指数保持平稳，但更关键的或是特朗普的汽车关税可能导致价格持续上涨；核心服务方面，主要分项对核心服务通胀的贡献度有所下降。占比最高的住房方面，从 Zillow 房租指数同比增速来看，房租通胀在 10 月后可能边际回升。往后看，关税可能促使核心商品通胀保持坚挺，但考虑到房租通胀相对平稳，核心通胀有望保持平稳或下行。

（3）总的看，9月CPI数据显示美国通胀继续反弹，但核心通胀出现下行，且环比增速有所走弱。此外核心商品的再通胀亦没有再提速，或显示关税对美国通胀的冲击已经边际转弱。从美联储关注的超级核心服务通胀（去掉住房的核心服务）来看，9月份同比、环比增速分别较8月份下降0.03个百分点、提升0.02个百分点。往后看，随着高基数效应的逐渐显现，总体通胀水平或迎来下行，核心通胀可能稳中有降。但不确定的是，随着各类节假日逐渐到来，美国企业是否会加速将关税成本转嫁给消费者，仍是后续通胀的重要变量。

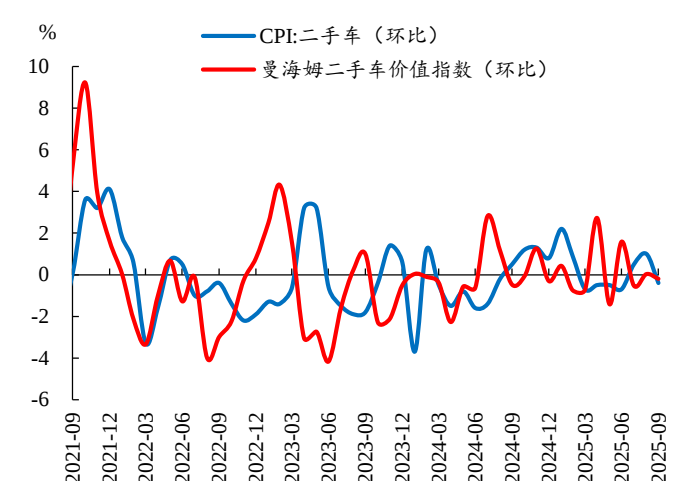
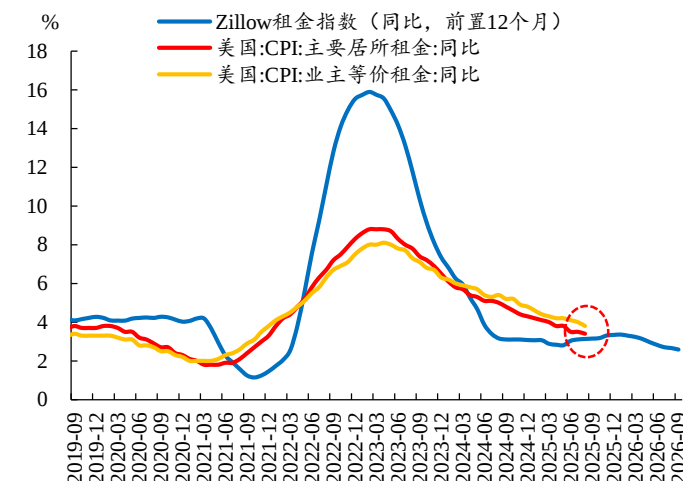
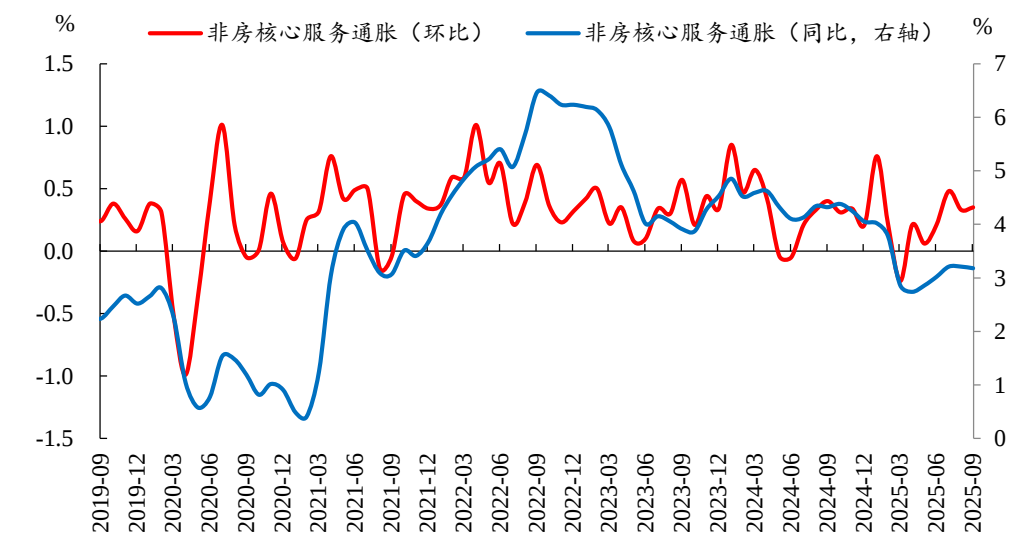
图10：美国二手车价格边际下行

图11：美国房租通胀继续下行


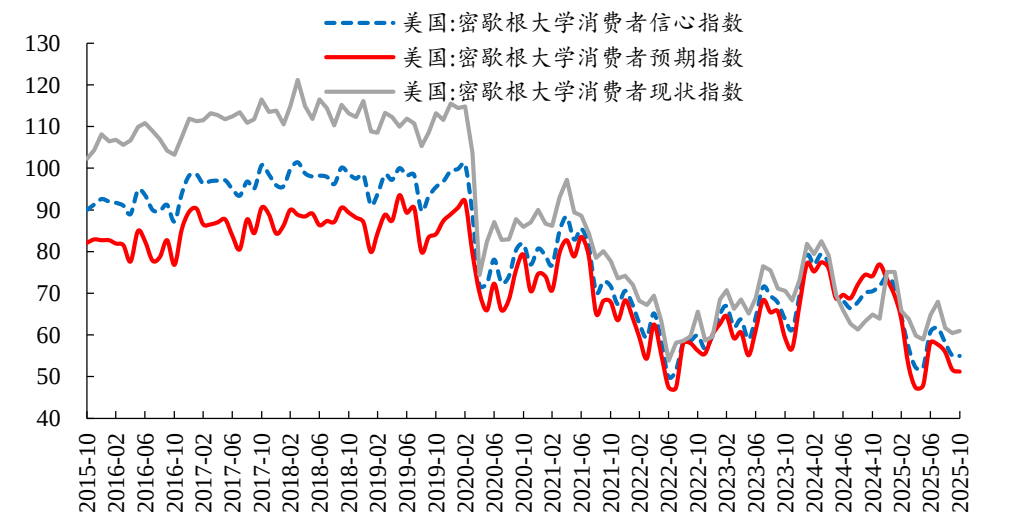
图12：9月美国非房核心服务同比增速下行


数据来源：Bloomberg、开源证券研究所

2、9月通胀反弹不及预期，美联储或继续降息 25bp

9月美国通胀虽继续反弹，但不及市场预期。由于美国政府关门，9月非农就业数据暂未发布，但ADP就业数据并不乐观，因此美联储大概率会选择继续降息25bp，以稳定劳动力市场。具体而言：

第一，美国就业市场下行风险仍在，消费者信心指数仍然处于较低位。由于民主党和共和党就2026财年预算问题未能达成一致，美国政府时隔7年后再度关门，目前已经超过20天。在此期间美国政府的经济数据发布受到影响，非农就业数据未能如期发布，但从9月ADP数据来看，美国劳动力市场可能仍然承压。《美国政府关门推涨黄金，国内消费“量”仍好于“价”——国庆海内外要闻》此外，10月密歇根大学消费者信心指数录得55，较9月进一步下降，消费者预期指数亦边际下降至51.2，且处于2025年以来的较低值，显示美国居民可能因劳动力市场承压，且关税导致部分商品价格提升，对未来经济的预期相对悲观。在此背景下，劳动力市场的风险仍然相对较大，美联储需要进一步降息来对经济进行托底。

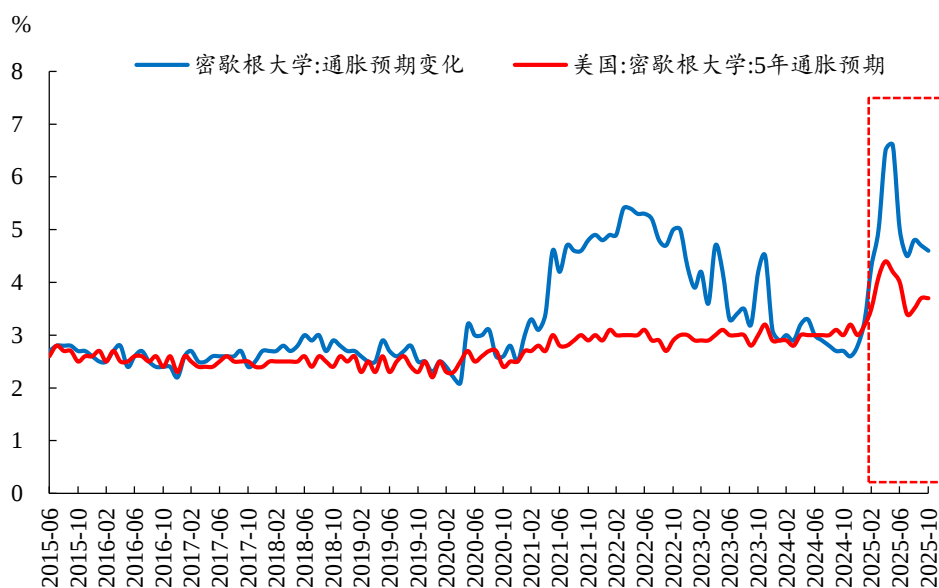
图13：10月美国密歇根大学消费者信心指数仍处于较低位


数据来源：Wind、开源证券研究所

第二，美国居民的通胀预期相对稳定，或进一步促使美联储选择连续降息。由于劳动力市场的风险显现，美联储在 9 月选择降息 25bp。但由于关税对通胀的推动作用益发显现，美联储内部亦担心通胀可能会伴随着降息上行，因此后续的降息路径存在一定的不确定性。但 10 月密歇根大学通胀预期录得 4.6%，较 9 月下降 0.1 个百分点，5 年期通胀预期则稳定在 3.7% 水平，总体保持平稳。结合上述居民消费者信心指数相对低迷来看，美国消费者可能认为在收入相对承压的情况下，企业不会选择将成本快速的转移至消费端。在此背景下，美联储内部或将继续维持相对宽松的货币政策立场，连续降息的概率较高。

基准情形下，我们认为美联储或在 10 月 FOMC 会议上再降息 25bp，2025 全年共降息 75bp。后续要关注美国政府关门进展以及特朗普对美联储新主席的选择。

图14：10月美国密歇根大学居民通胀预期边际下行



数据来源：Wind、开源证券研究所

3、风险提示

国际局势紧张引发通胀超预期，美国经济超预期衰退。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年9月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、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）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。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取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。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。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼3层

邮编：200120

邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层

邮编：100044

邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层

邮编：518000

邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层

邮编：710065

邮箱：research@kysec.cn