

9 月美国 CPI：降息的“定心丸”

2025 年 10 月 25 日



分析师：陶川

执业证号：S0100524060005

邮箱：taochuan@glms.com.cn

分析师：邵翔

执业证号：S0100524080007

邮箱：shaoxiang@glms.com.cn

研究助理：武朔

执业证号：S0100125070003

邮箱：wushuo@glms.com.cn

➤ **事件：**当地时间 10 月 24 日，美国劳工局公布 9 月消费者价格数据：9 月美国 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 同比降至 3.0%（预期 3.1%，前值 3.1%），环比 0.2%（预期 0.3%，前值 0.3%）。

➤ **9 月通胀意外降温，为政府停摆后的“数据冲击”开了个“好头”。**作为 10 月以来的首份官方数据，9 月通胀的积极信号体现在两方面：一是关税对商品通胀的推升作用弱于预期，无论涨幅还是波及范围均相对温和；二是住房与运输等服务价格放缓，进一步抵消了商品端的涨价压力。市场对美联储降息的定价随之强化，数据公布后美股三大指数均创历史新高，美债收益率一度大幅下挫，黄金跌幅收窄。

➤ **我们在此前的报告《9 月通胀的降息悬念》中提到，**鉴于当前就业市场的紧迫性超过了对通胀上行的担忧，因此 9 月通胀的温和态势难以颠覆 10 月降息预期。

➤ **而更核心的在于后续的降息节奏，**虽然我们认为四季度很可能面临预期的反向修正，但当前的数据扰动仍带来了更多不确定性。尤其是白宫宣称因“资金短缺导致调查人员无法前往现场”，美国政府可能无法公布十月份的通胀数据，且当前的就业数据也仍处于缺席状态。在联邦政府持续停摆的情况下，市场在“数据真空”中沿着既有的降息轨道“航行”，可能会进一步加剧宽松动能，导致短期资产的波动加大。

➤ **具体来看，本期 CPI 环比增速回落至 0.3%（前值 0.4%），同比上升至 3%（前值 2.9%），其中能源成本上升是主因。**9 月能源 CPI 环比上升至 1.5%（前值 0.7%），是通胀回升的主要推动，但食品 CPI 环比放缓至 0.2%（前值 0.5%），对整体读数形成一定缓冲。

➤ **但核心 CPI 环比、同比双双回落，为 6 月以来的最低水平。其中，有三个主要线索：**

➤ **关税对商品通胀的影响进一步显现，但就目前情况来看影响似乎可控。**9 月服装环比大幅上涨至 0.7%，为近期的最高水平，反映了更高的关税影响，但其他商品如家具、医疗护理商品、休闲商品等环比增幅相对有限。

➤ **而前期主要推动商品通胀上涨的新车和二手车环比则明显回落，**可能反映临近 9 月税收抵免截止期，“抢消费”进入尾声，对价格的支撑力度有所减弱。

➤ **住房通胀缓解，是核心服务环比回落的核心驱动力。**9 月住房通胀环比大幅放缓至 0.2%（前值 0.4%），作为占 CPI 权重三分之一的分项，在高利率下住房需求逐步走弱，有效对冲了商品端的涨价动能。

➤ **除此之外，美国夏季旅行旺季的结束，使得运输服务季节性放缓，也是核心服务回落的重要原因。**9 月运输服务环比从前值的 1.0%放缓至 0.3%，尤其是机

相关研究

1.二十届四中全会点评：四中全会公报：5 个新亮点-2025/10/23

2.海外市场点评：9 月通胀的降息悬念-2025/10/22

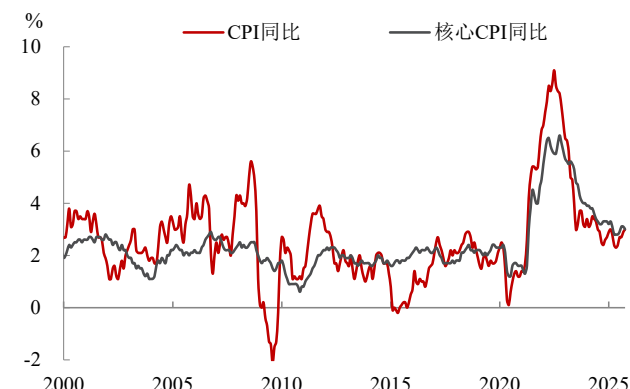
3.海外市场追踪：金银的“滑铁卢”？-2025/10/22

4.2025 年 9 月经济数据点评：4.8%的新旧之辩-2025/10/20

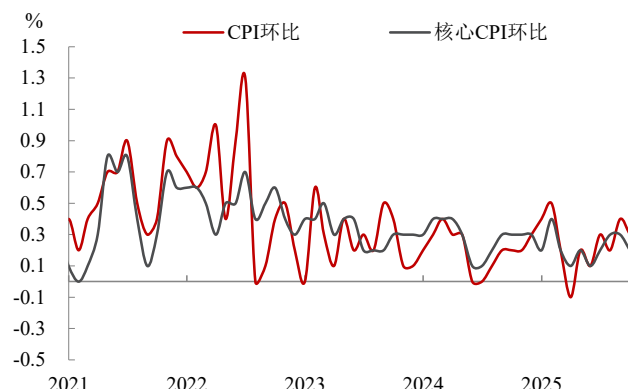
5.四中全会前瞻：四中全会的新期待-2025/10/19

票价格大幅回落，随着旅游出行需求的结束，我们预计这一趋势仍将延续。除此之外，其他核心服务分项环比则小幅改善，如医疗护理服务（0.3%）、休闲服务（0.4%），教育和通讯服务（0.1%）。

➤ **风险提示：**美国经贸政策大幅变动；关税扩散超预期，导致全球经济超预期放缓、市场调整幅度加大。

图1：美国 CPI 同比增速回落


资料来源：wind，民生证券研究院

图2：美国 CPI 环比增速回落


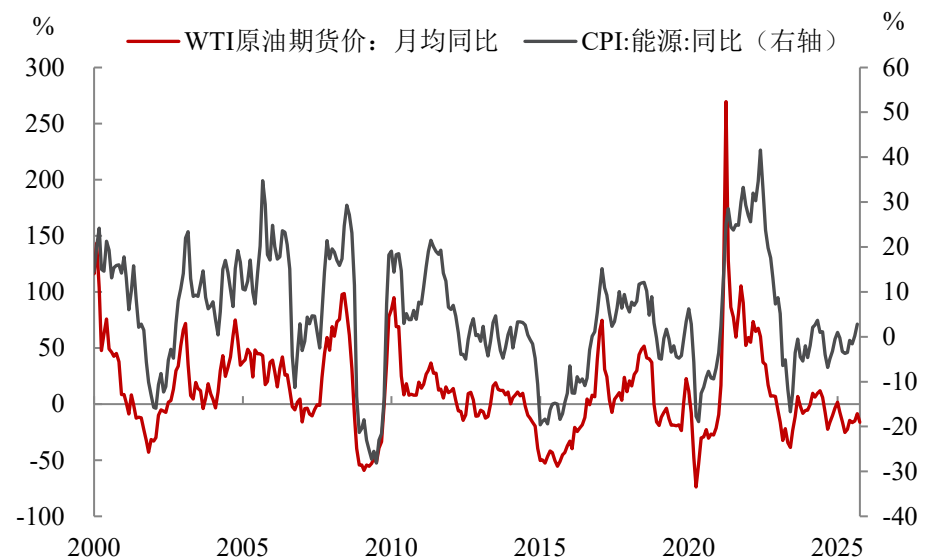
资料来源：wind，民生证券研究院

图3：美国 CPI 分项一览

美国CPI数据一览										
	同比 (%)					环比, 季调 (%)				
	2025-09	2025-08	2025-07	2025-06	2025-05	2025-09	2025-08	2025-07	2025-06	2025-05
CPI	3.0	2.9	2.7	2.7	2.4	0.3	0.4	0.2	0.3	0.1
食品	3.1	3.2	2.9	3.0	2.9	0.2	0.5	0.0	0.3	0.3
家庭食品	2.7	2.7	2.2	2.4	2.2	0.3	0.6	-0.1	0.3	0.3
非家用食品	3.7	3.9	3.9	3.8	3.8	0.1	0.3	0.3	0.4	0.3
能源	2.8	0.2	-1.6	-0.8	-3.5	1.5	0.7	-1.1	0.9	-1.0
能源类商品	-0.4	-6.2	-9.0	-7.9	-11.6	3.8	1.7	-1.9	1.0	-2.4
汽油 (所有种类)	-0.5	-6.6	-9.5	-8.3	-12.0	4.1	1.9	-2.2	1.0	-2.6
燃油	4.1	-0.5	-2.9	-4.7	-8.6	0.6	-0.3	1.8	1.3	0.9
能源服务	6.4	7.7	7.2	7.5	6.8	-0.7	-0.2	-0.3	0.9	0.4
电力	5.1	6.2	5.5	5.8	4.5	-0.5	0.2	-0.1	1.0	0.9
公共事业燃气服务	11.7	13.8	13.8	14.2	15.3	-1.2	-1.6	-0.9	0.5	-1.0
核心CPI	3.0	3.1	3.1	2.9	2.8	0.2	0.3	0.3	0.2	0.1
商品,不含食品和能源商品	1.5	1.5	1.2	0.7	0.3	0.2	0.3	0.2	0.2	0.0
家居和家用品	3.0	2.8	2.4	1.7	0.6	0.2	0.1	0.7	1.0	0.3
服装	-0.1	0.2	-0.2	-0.5	-0.9	0.7	0.5	0.1	0.4	-0.4
运输产品(不含汽车燃料)	2.3	2.6	2.0	1.2	1.0	0.0	0.5	0.2	-0.4	-0.3
新交通工具	0.8	0.7	0.4	0.2	0.4	0.2	0.3	0.0	-0.3	-0.3
二手汽车和卡车	5.1	6.0	4.8	2.8	1.8	-0.4	1.0	0.5	-0.7	-0.5
医疗护理商品	0.7	0.0	0.1	0.2	0.3	-0.1	-0.3	0.1	0.1	0.6
休闲商品	0.8	0.1	-0.1	-0.8	-1.3	0.4	0.0	0.4	0.8	0.4
教育和通讯商品	-4.0	-3.8	-4.3	-3.3	-3.8	-0.8	-0.3	-1.3	0.0	0.1
其他商品	3.7	3.1	3.0	3.0	2.9	0.8	0.4	0.2	0.3	0.2
服务,不含能源服务	3.5	3.6	3.6	3.6	3.6	0.2	0.3	0.4	0.3	0.2
住所	3.6	3.6	3.7	3.8	3.9	0.2	0.4	0.2	0.2	0.3
住所租金	3.5	3.6	3.6	3.8	3.9	0.2	0.4	0.2	0.2	0.3
水、下水道和垃圾回收	4.8	5.3	5.3	5.4	5.2	0.1	0.4	0.4	0.4	0.2
运输服务	2.5	3.5	3.5	3.4	2.8	0.3	1.0	0.8	0.2	-0.2
机票	3.2	3.3	0.7	-3.5	-7.3	2.7	5.9	4.0	-0.1	-2.7
医疗护理服务	3.9	4.2	4.3	3.4	3.0	0.3	-0.1	0.8	0.6	0.2
休闲服务	4.4	3.6	3.9	3.8	3.7	0.4	-0.2	0.4	0.2	-0.1
教育和通讯服务	1.1	1.0	1.1	1.1	1.0	0.1	0.1	0.2	0.1	0.1
其他个人服务	4.5	4.4	4.5	4.3	4.6	0.2	0.1	0.5	0.6	0.4

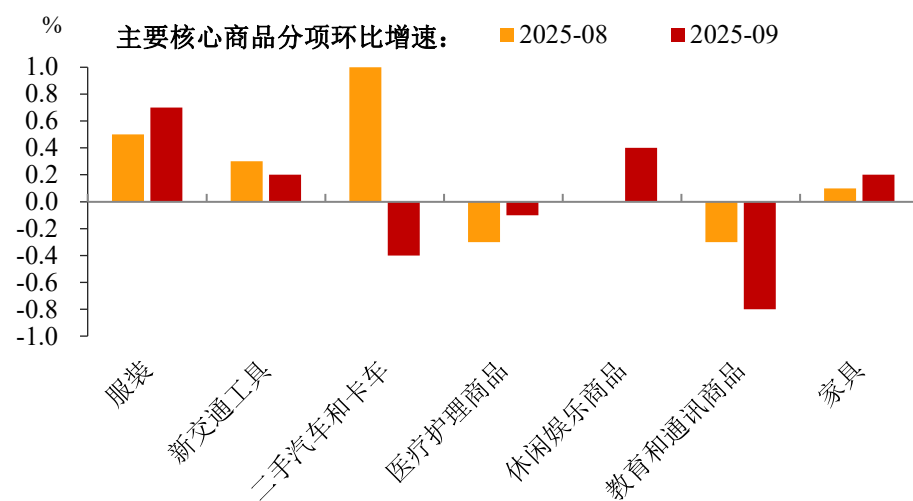
资料来源：wind，民生证券研究院整理

图4：油价上涨推动 CPI 上行



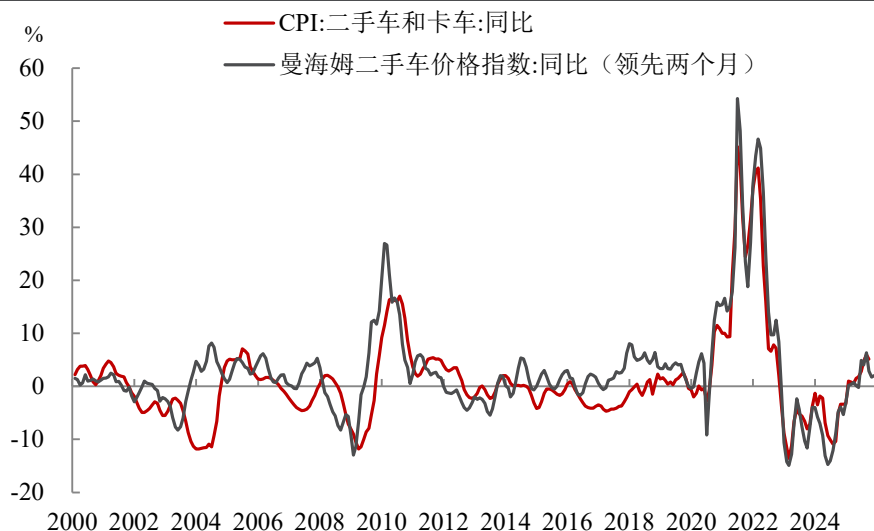
资料来源：wind，民生证券研究院

图5：服装、休闲娱乐商品、家具等环比增速回升



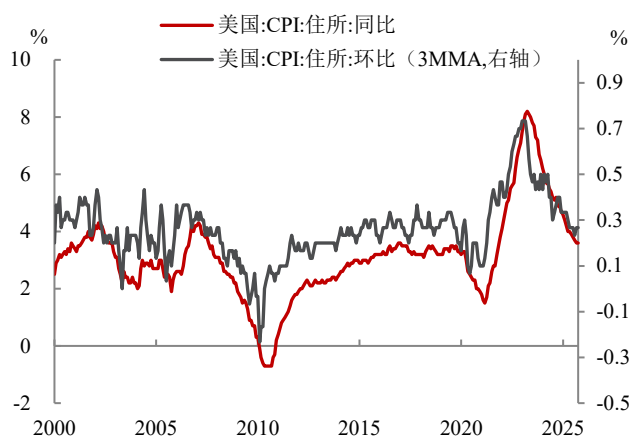
资料来源：wind，民生证券研究院

图6：汽车价格回落



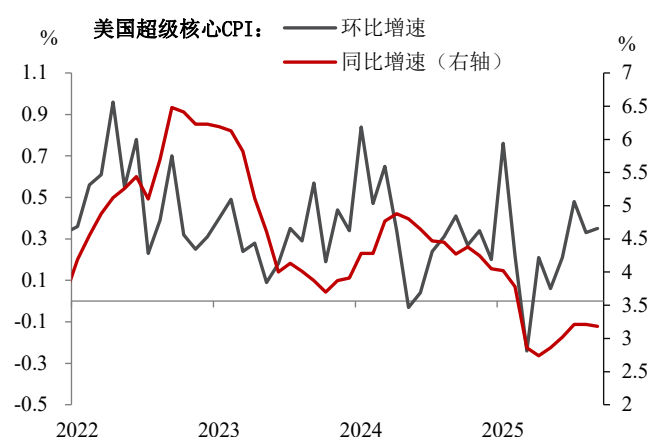
资料来源：wind，民生证券研究院

图7：美国住所价格整体趋势放缓



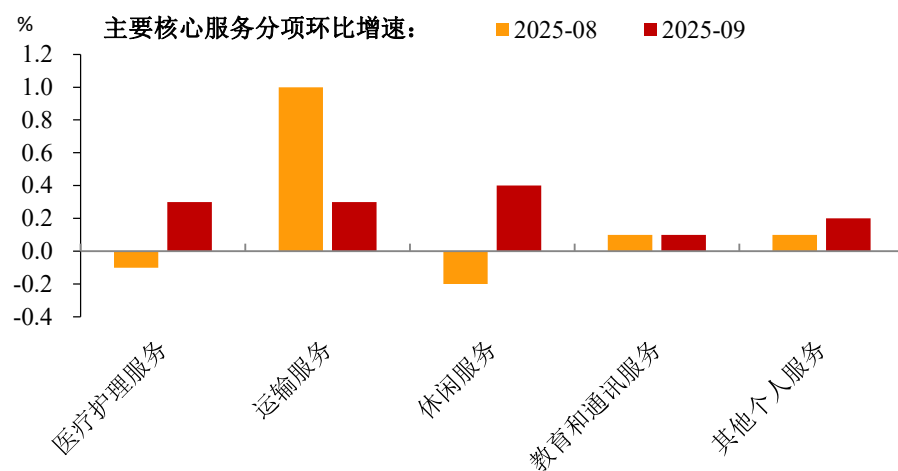
资料来源：wind，民生证券研究院

图8：超级核心 CPI 同比走弱



资料来源：彭博，民生证券研究院

图9：运输服务季节性走弱，推动核心服务放缓



资料来源：wind，民生证券研究院

分析师承诺

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登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准		评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	公司评级	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
		谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上
	行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑获取本报告的客户及个人的具体投资目的、财务状况、特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，进行独立评估，并应同时考量自身的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代自身的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，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、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市虹口区杨树浦路 188 号星立方大厦 7 层； 200082

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 1 座 10 层 01 室； 518048