

9 月通胀的降息悬念

2025 年 10 月 22 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

➤ **作为美国政府关门以来发布的首份官方通胀数据，9 月 CPI 的亮相对市场的影响不言而喻。**10 月以来，由于缺乏数据对基本面的验证，市场一度进入“放飞自我”的“狂欢”期，贵金属和风险资产加快上行，但随着即将到来的数据验证，主要资产也开始出现获利了结行为。

➤ 我们预计，在服务 and 商品的“冷热”分化下，9 月核心 CPI 预计仍将保持温和增长，而鲍威尔近期的讲话也透露出，就业市场的紧迫性暂时超过了对通胀上行的担忧，因此这一份数据对 10 月降息可能难以产生颠覆性的影响。但我们认为这只是一系列“数据冲击”的开始，四季度通胀潜在的加速上行趋势以及就业数据好于预期的可能，会使得美联储的宽松路径更加谨慎，市场当前的“狂欢”可能暂歇，短期风险资产或将进入震荡调整阶段。

➤ **具体来看，9 月通胀将呈现一副怎样的图景？**我们预计，在能源和食品通胀推动下，9 月 CPI 将进一步上行至 3% 以上，这与高频数据显示的特征基本一致。核心 CPI 增速预计持平前值，维持在 3.1% 的水平——尽管关税影响下商品价格持续上升，但住房等服务通胀的下行形成一定缓冲，两者分化下核心 CPI 增速整体偏缓。其中，

➤ **商品涨价主要由两方面因素推动：**

➤ **一方面**，新车型刺激购车需求，叠加 9 月底前税收抵免带来的“抢消费”效应，汽车仍是核心商品回升的重要力量；

➤ **另一方面**，关税对商品涨价的影响进一步显现。从美国大型零售商产品价格（哈佛大学测算）来看，9 月美国进口相关商品的零售端价格再度上行，关税对价格的影响范围和力度均有所扩大，预计家具、服装、休闲产品等进口相关商品环比将保持温和增长。

➤ **但服务通胀的放缓或能在一定程度上对冲商品通胀的上升压力。**尤其是高利率环境下，住房通胀持续走弱，根据 Zillow 房屋价格指数等高频前瞻指标，住房 CPI 后续仍有较大下行压力。此外，随着暑期结束，出行旅游带动的运输、休闲等服务价格呈现回落趋势（如机票价格），从而部分对冲关税带来的涨价动能。

➤ **综上，9 月核心通胀有望延续温和上涨态势，这也意味着市场基本定价的 10 月降息预期难以逆转。**短期来看，就业市场的紧迫性暂时超过了对通胀上行的担忧，近期鲍威尔也强调，劳动力市场出现越来越多疲软迹象，即便在停摆期间缺乏政府数据的情况下，就业下行风险已明显上升。至少站在当前节点，温和的通胀为美联储保留了 10 月降息的余地，或可优先着手解决就业问题。

➤ **那么，如何判断后续通胀与降息节奏？**我们认为，四季度核心通胀同比将面临上行拐点。即便假设核心 CPI 环比延续当前 0.3% 的温和增速，其同比增速也将于 10 月迈入上升通道，摆脱连续 3 个月的稳定状态（3.1% 左右），10-12 月核心 CPI 同比预计分别升至 3.2%、3.4% 和 3.7%。

相关研究

1. 海外市场追踪：金银的“滑铁卢”？ -2025/10/22

2. 2025 年 9 月经济数据点评：4.8% 的新旧之辩 -2025/10/20

3. 四中全会前瞻：四中全会的新期待 -2025/10/19

4. 海外市场点评：德国财政接棒，成色如何？ -2025/10/18

5. 美国政策跟踪：特朗普的“生财之道” -2025/10/15

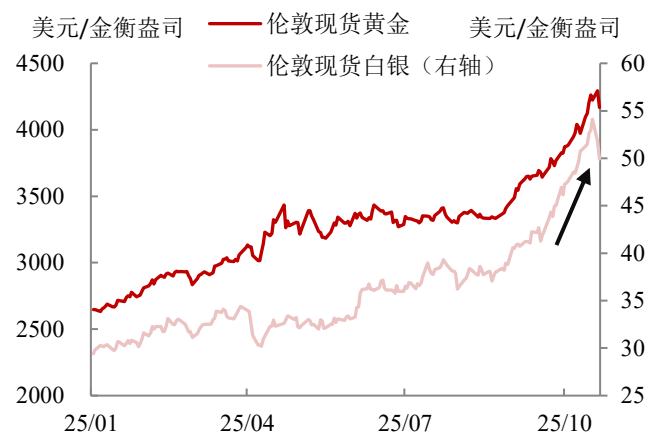
➤ **此外，我们此前报告也多次提到，前期“抢进口”产生的超额库存和企业避税策略等，导致关税向成本端传导偏慢。**根据圣路易斯联储最新研究显示，当前关税向价格的传导仅约 35%，其中价格调整的滞后、企业竞争下的压价行为等使得关税向消费端的转嫁尚不明显。随着美国新一轮补库需求释放、关税落地后保税区库存陆续离区，叠加企业利润率稀释，环比涨幅或进一步加快，这意味着四季度通胀压力将进一步放大。

➤ **因此，即使 10 月如期降息 25bp，后续美联储宽松的路径也会更加“束手束脚”。**在通胀加速上行的背景下，最终利率路径可能不及市场预期的乐观（当前市场定价至明年 1 月仍有 3 次降息）。四季度很可能出现预期的反向修正：降息后逐步修复的就业市场与加速上行的通胀并存，这或导致美联储在 12 月或明年 1 月暂缓降息。

➤ **当然，四季度通胀还面临一个重要潜在扰动——特朗普关税判决，或为美联储提供更宽松的决策窗口。**最高法院预计 11 月初启动口头辩论，随后进行判决。若最终裁定违法，特朗普推动对等关税的努力将前功尽弃；尽管近期特朗普加快推出 232 关税作为替代和应急方案，但相较于全面的对等关税，行业关税对通胀的影响会相应减弱，这对美联储的降息决策反而更有助力。

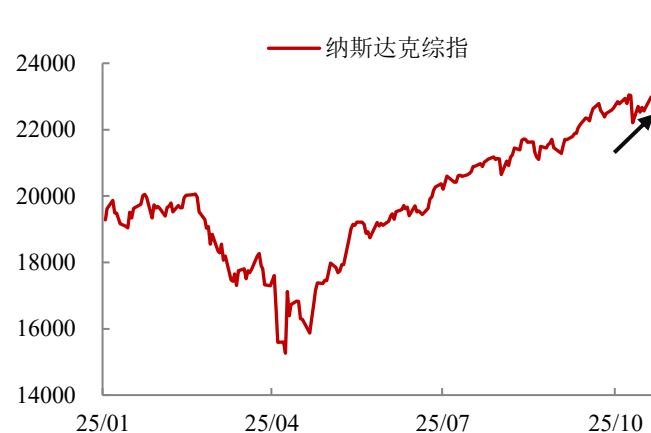
➤ **风险提示：**美国经贸政策大幅变动；关税扩散超预期，导致全球经济超预期放缓、市场调整幅度加大。

图1：10月以来贵金属快速上行，但近期出现兑现行为



资料来源：Iifind，民生证券研究院

图2：美股温和上涨



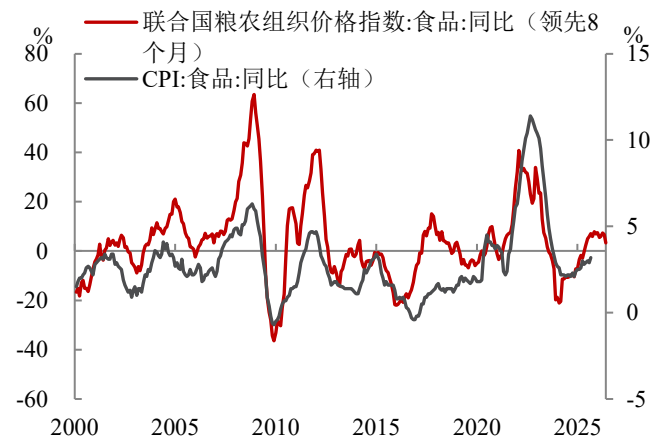
资料来源：Iifind，民生证券研究院

图3：9月能源价格同比降幅收窄



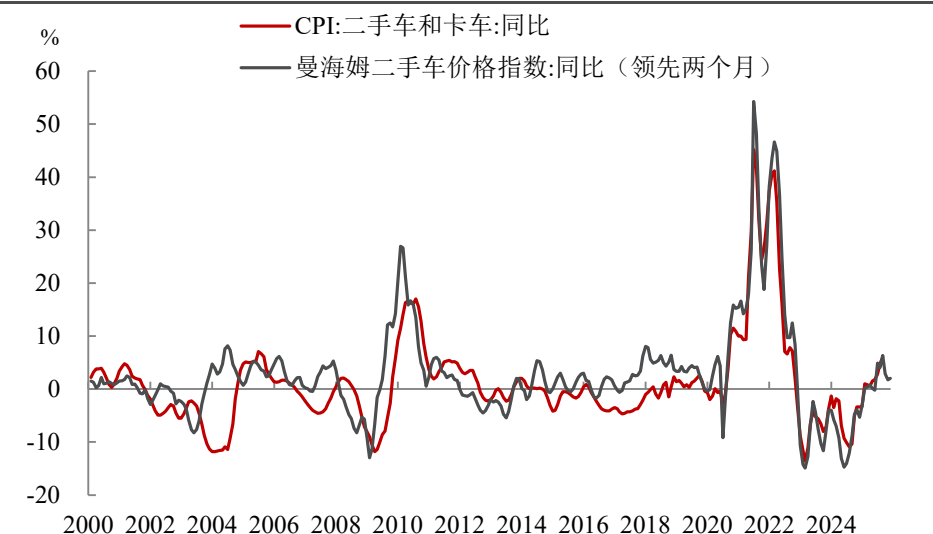
资料来源：Iifind，民生证券研究院

图4：食品价格继续推升CPI上涨



资料来源：Iifind，民生证券研究院

图5：9月底前“抢消费”再度推动汽车价格上涨



资料来源：Ifind，民生证券研究院

图6：9月以来美国零售商产品价格加速上行



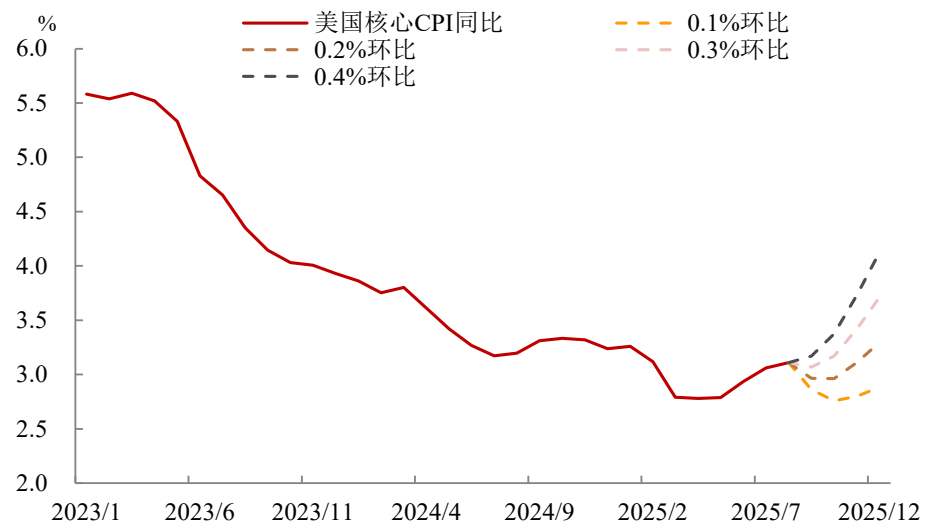
资料来源：Ifind，民生证券研究院

图7：高利率下住房价格延续回落



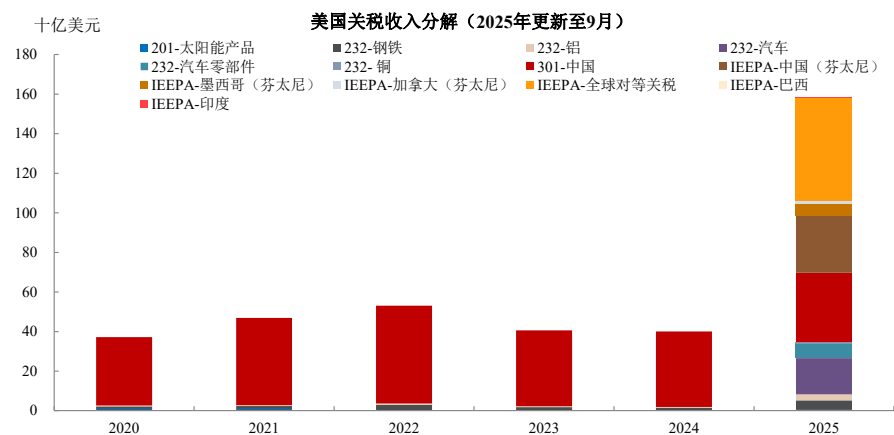
资料来源：Iifind，民生证券研究院

图8：假设核心CPI环比延续0.3%的增速，同比增速将于10月加快上涨



资料来源：Iifind，民生证券研究院

图9：对等关税和芬太尼关税是美国主要关税构成



资料来源：美国海关，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机构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