

# 美国 8 月 CPI 点评

## 通胀略高预期，宽松基调难改

### ◆ 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 9 月 11 日，美国劳工统计局（BLS）公布 8 月 CPI 通胀数据：**环比来看**，CPI 上涨 0.4%，较上月回升 0.2 个百分点，核心 CPI 上涨 0.3%，与上月持平。**同比来看**，整体 CPI 上涨 2.9%，核心 CPI 上涨 3.1%，较上月回升 0.2 和 0.1 百分点。

### 评论：

图1：8 月 CPI 通胀数据总览



2025年8月 美国CPI数据总览表

| 行业类别            | 8月CPI分项同比 |        |        |         | 8月CPI分项环比 |        |        |         |
|-----------------|-----------|--------|--------|---------|-----------|--------|--------|---------|
|                 | 2025-8    | 2025-7 | 2025-6 | 近一年同比趋势 | 2025-8    | 2025-7 | 2025-6 | 近一年环比趋势 |
| <b>CPI</b>      | 2.9 (↑)   | 2.7    | 2.7    |         | 0.4 (↑)   | 0.2    | 0.3    |         |
| * 食品            | 3.2 (↑)   | 2.9    | 3.0    |         | 0.4 (↑)   | 0.2    | 0.3    |         |
| * 家庭食品          | 2.7 (↑)   | 2.2    | 2.4    |         | 0.6 (↑)   | -0.1   | 0.3    |         |
| * 非家用食品         | 3.9 (—)   | 3.9    | 3.8    |         | 0.3 (—)   | 0.3    | 0.4    |         |
| * 能源            | 0.4 (↑)   | -1.3   | -0.6   |         | 0.7 (↑)   | -1.1   | 0.9    |         |
| * 汽油            | -6.6 (↑)  | -9.5   | -8.3   |         | 1.9 (↑)   | -2.2   | 1.0    |         |
| * 电力            | 6.2 (↑)   | 5.5    | 5.8    |         | 0.2 (↑)   | -0.1   | 1.0    |         |
| * 管道燃气          | 13.8 (—)  | 13.8   | 14.2   |         | -1.6 (↓)  | -0.9   | 0.5    |         |
| * 核心CPI         | 3.1 (↑)   | 3.0    | 2.9    |         | 0.3 (—)   | 0.3    | 0.2    |         |
| * 商品(不含食品和能源商品) | 1.5 (↑)   | 1.2    | 0.7    |         | 0.3 (↑)   | 0.2    | 0.2    |         |
| * 服饰            | 0.3 (↑)   | -0.1   | -0.5   |         | 0.5 (↑)   | 0.1    | 0.4    |         |
| * 新车            | 0.7 (↑)   | 0.4    | 0.2    |         |           |        |        |         |
| * 二手车           | 6.0 (↑)   | 4.8    | 2.8    |         | 1.0 (↑)   | 0.5    | -0.7   |         |
| * 医疗保健商品        | 0.0 (↓)   | 0.1    | 0.2    |         | -0.3 (↓)  | 0.1    | 0.1    |         |
| * 服务(不含能源服务)    | 3.6 (—)   | 3.6    | 3.6    |         | 0.3 (↓)   | 0.4    | 0.3    |         |
| * 住房            | 4.0 (↑)   | 3.9    | 4.1    |         | 0.4 (↑)   | 0.2    | 0.3    |         |
| * 医疗保健服务        | 4.2 (↓)   | 4.3    | 3.4    |         | -0.1 (↓)  | 0.8    | 0.6    |         |
| * 教育和通讯服务       | 0.3 (↓)   | 0.4    | 0.5    |         | 0.1 (↓)   | 0.2    | 0.1    |         |

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

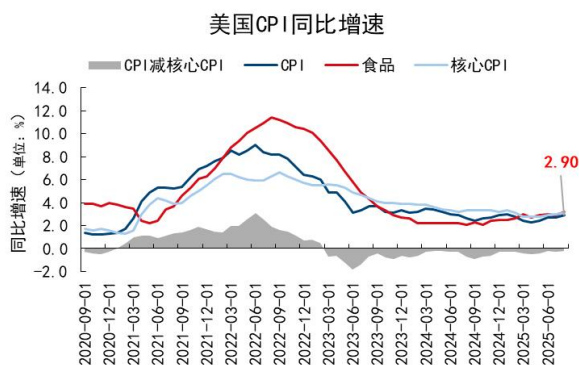
### ◆ 同比回升，环比反弹，通胀压力仍在

美国通胀在经历了年初以来的回落后，近期出现阶段性回升迹象。

同比来看，8月CPI录得2.9%，核心CPI维持在3.1%。整体来看，近期通胀延续温和回升，但通胀核心指标仍处在“3字头”附近。虽较前两年显著缓和，但长远看美联储若要维持通胀目标，仍面临一定压力，通胀水平依然较2%目标有一段距离，且呈现出较强黏性。

环比来看，8月CPI上涨0.4%，高于7月的0.2%，为近七个月以来的最高水平。核心CPI环比维持在0.3%，与上月一致，但相较年初仍处偏高水平，显示通胀确实存在一定上翘压力。近期环比数据波动加大，通胀走势仍将充满反复与不确定性。

图2：美国CPI同比增速（长期趋势）（图片单位）



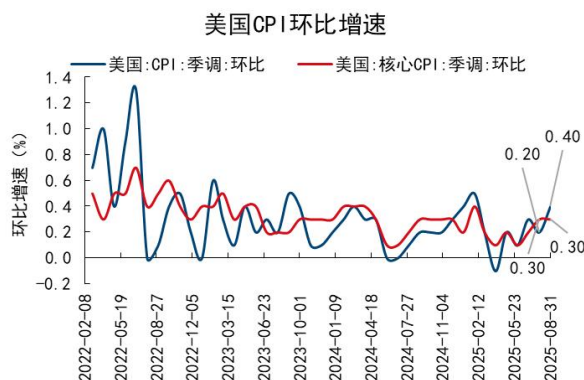
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图3：美国CPI同比增速（短期趋势）（图片单位）



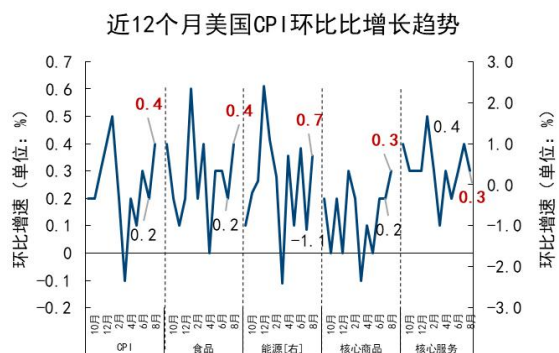
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

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）

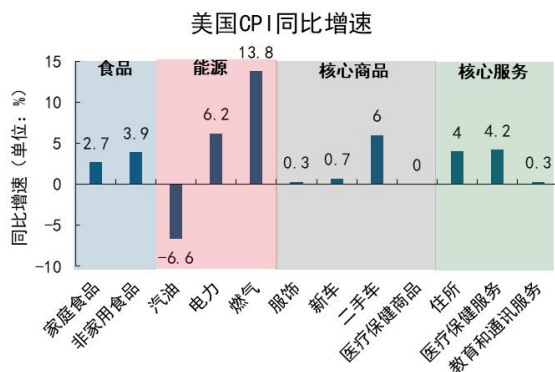


资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

### ◆ 结构上，核心CPI韧性依旧，食品温和走高，能源阶段性企稳

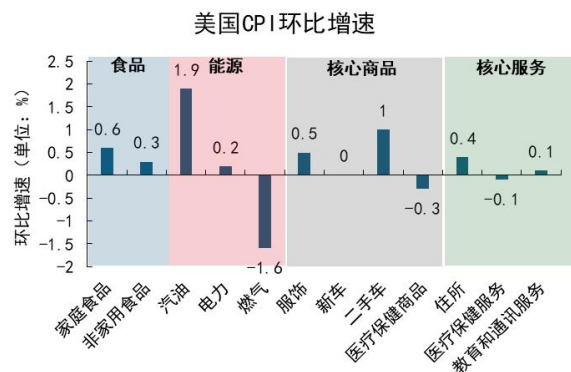
核心CPI中，服务价格依旧为主导，二手车出现阶段性反弹。8月核心CPI较7月的3.0%回升0.1pct，环比维持0.3%。其中核心服务通胀仍是主要推力，住房同比升至4.0%，环比上涨0.4%，继续体现出租金和房贷成本的黏性。医疗保健服务同比4.2%，虽较上月小幅回落，但水平依旧偏高，显示出劳动力市场与医疗需求的刚性支撑。核心商品方面，二手车价格同比大涨6.0%，环比亦升1.0%，商品端的阶段性反弹叠加服务端的坚挺，使得核心CPI短期内难以显著下行。我们认为，从核心商品来看，除汽车外其他品类的增速依然有限，这也印证了鲍威尔所言“关税更多是一种一次性冲击”。

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

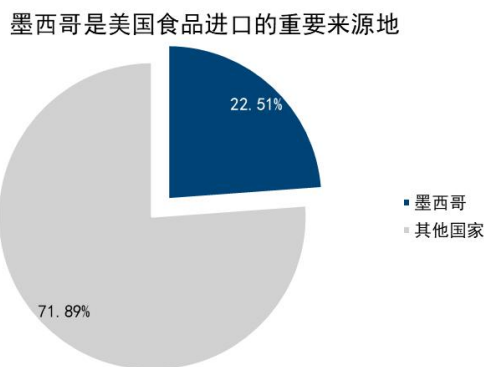
图7: 美国 CPI 环比增速 (区分行业)



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

**食品方面，价格温和走高，家庭食品反弹明显。**食品CPI同比升至3.2%，环比上涨0.4%。其中，家庭食品环比大幅反弹0.6%，同比也升至2.7%，说明前期价格调整告一段落，供应链压力（墨西哥关税）和季节性因素或带来推力。外出就餐食品同比维持在3.9%，环比0.3%，与上月相比表现相对平稳。**食品价格的走高的主要原因是关税。**墨西哥是美国食品进口的重要来源地，约占美国食品饮料进口的20%。特朗普宣布自8月1日起，对欧盟和墨西哥出口商品征收30%关税，此举对通胀构成一定上行压力。未来需继续关注农产品价格波动及相关政策变化对整体通胀的影响。

图8: 墨西哥是美国食品进口的重要来源地



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图9: 美国从墨西哥进口食品饮料的金额与比重



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

**能源价格阶段性企稳，但波动风险仍大。**能源价格同比由负转正至0.4%，环比上升0.7%。汽油价格同比仍下降6.6%，环比反弹1.9%。电力同比高达6.2%，环比小幅上涨0.2%。天然气同比维持13.8%的高增速，环比下降1.6%。能源整体的企稳削弱了此前对通胀的拖累，但其对地缘政治、国际油价走势高度敏感，未来波动风险仍需警惕。

**总结来看，美国当前的通胀更具结构性特征，而非单纯的平均意义波动，其主要源于住房、医疗等核心服务的高黏性，以及食品、能源的阶段性扰动。**长期来看，随着供给逐步修复，通胀中枢仍有下行空间，但服务端回落过程将较为缓慢，价格水平可能在更长时间内徘徊于目标上方。

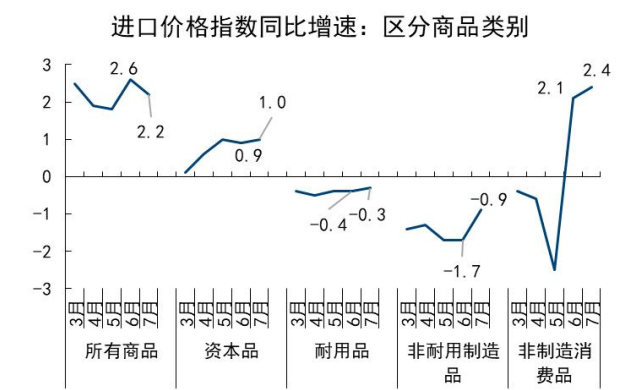
#### ◆ 关税叙事仍在，但输入性通胀压力有限

**进口商品的通胀传导效应存在分化，但整体拉动效应有限。**资本品和耐用品的进口价格普遍较低，尤其是耐用品，持续负增长，未对CPI造成显著拉动。而非制造消费品的进口价格在7月显著回升2.4%，这些商品包括应税商品，短期内可能成为通胀上行的主力军，推动价格压力。然而，整体而言，商品价格的推动作用依旧较为温和。



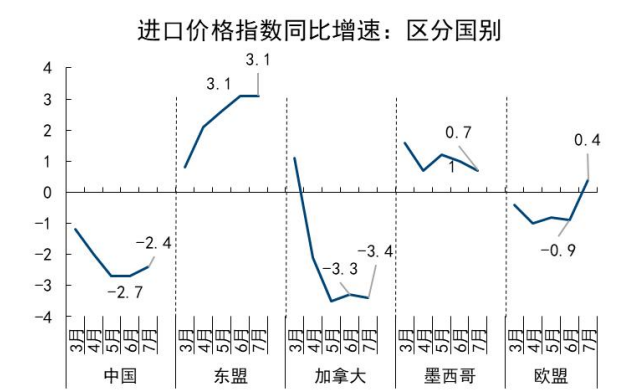
各国进口价格变化对通胀的输入效应呈现显著差异。东盟和墨西哥的进口价格增幅较为显著，尤其是东盟，已成为短期内输入性通胀的主要推动力。加拿大和欧盟的价格波动较为温和，未对 CPI 构成明显的上行压力。

图10: 进口价格指数同比 (区分商品)



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图11: 进口价格指数同比 (区分国别)



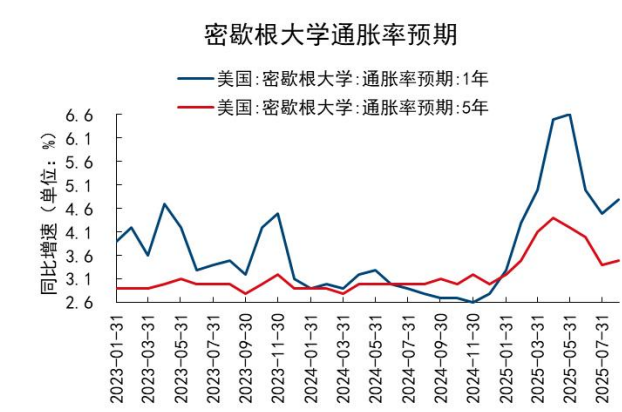
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

### ◆ 通胀心理锚抬升，短期上行压力再积聚

从消费者预期口径来看，8月密歇根大学消费者1年期通胀预期升至4.8%，5年期维持在3.5%，较上月有所回升，反映居民对食品和能源价格波动依然敏感，短期“体感通胀”压力显现。消费者预期的抬升可能进一步传导至工资谈判与消费行为中，增加通胀惯性风险。

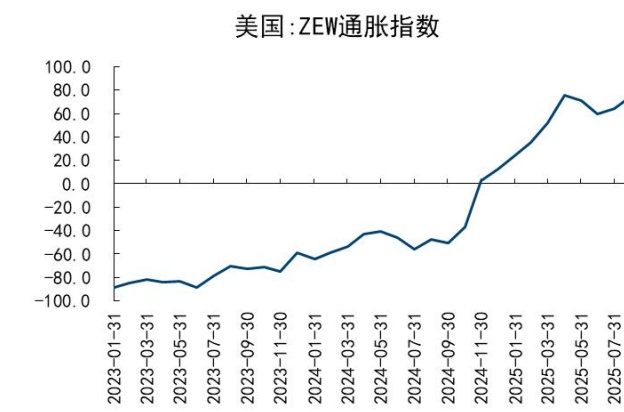
从专家预期口径来看，ZEW 通胀指数升至74.5，延续年内强劲上行态势，显示金融市场专家对通胀韧性的担忧显著加剧。消费者与专家预期同步走高，意味着通胀心理锚正在被抬升，来通胀走势的不确定性上升，通胀回落的过程或将更为曲折。

图12: 美国密歇根大学通胀率预期



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图13: 美国 ZEW 通胀指数



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

### ◆ 非农“骤冷”，通胀“升热”，9月宽松基调仍未变

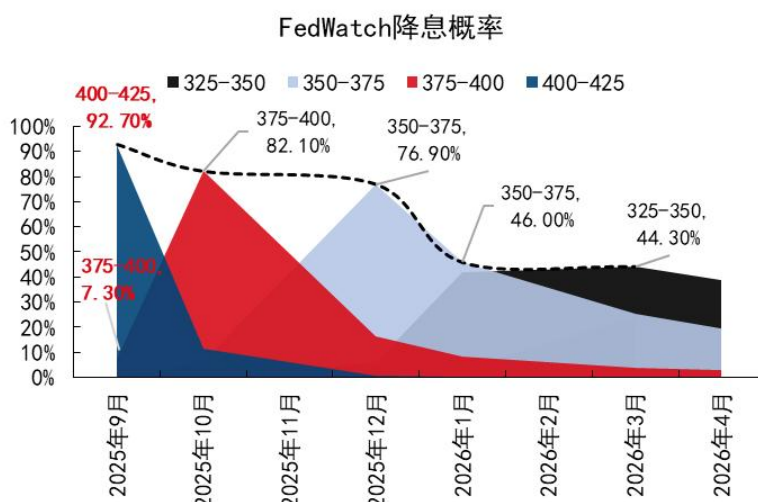
在9月17日议息会议前，如何解读通胀走势仍是市场关注的核心，美联储依旧是最关键的变量。截至9月12日，FedWatch 显示市场对降息25bp的押注概率高达93%，这一判断与当前美联储所处的境地比较契合。

一方面，政治层面的掣肘愈发凸显，重启降息确定性较强。自2025年以来，总统特朗普对美联储的干预不断升级，从舆论施压到直接罢免理事，已对美联储的独立性构成实质性冲击。尤其是对库克的罢免争议，

无论在法律程序还是事实证据上都存在巨大不确定性，法庭是否允许其参与9月议息会议，可能成为会议结果的重要变数。从更深层次看，如果美联储独立性受损，货币政策压制通胀的效力将被削弱，美国经济未来陷入“再通胀”甚至衰退的风险也将随之上升，对美元的国家信用产生冲击。

另一方面，政策框架的修订已经表明其立场，大幅降息概率较低。回顾杰克逊霍尔会议，鲍威尔宣布修订《长期目标和货币政策战略声明》，放弃平均通胀目标制和“弥补策略”，回归传统通胀目标，并强调以有力行动锚定预期。这一转向意味着美联储更加重视锚定合理通胀水平。而8月通胀数据高于预期的表现，正凸显了阶段性回升压力，这或将成为制约宽松节奏的重要因素，使降息路径更趋谨慎，9月大幅降息概率较低。

图14: 2025年9月17日降息概率（截至9月12日）



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

基于上述分析，我们推演美联储的政策路径。在非农走弱、通胀黏性与政治干预的双重背景下，2025年大概率还会出现三次降息。9月直接降息50bp的概率较小。非农数据的持续疲弱已为宽松打开窗口，美联储独立性受损则进一步降低了维持强硬立场的可能性；虽然8月通胀数据略高于预期，对宽松路径形成一定牵制，但整体影响有限，不足以改变降息进程的主基调。

展望资产表现，降息预期将为美股提供阶段性支撑，黄金在通胀担忧与美元走弱的双重作用下具备避险价值，美债收益率曲线或再度下行，而美元则可能因宽松与信用冲击而承压走软。

#### ◆ 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：

- 《8月金融数据解读-社融降温，稳增长诉求再起》——2025-09-13
- 《通胀数据快评-PPI环比止跌》——2025-09-11
- 《8月非农数据点评-就业骤冷，降息已成定局》——2025-09-10
- 《8月进出口数据点评-出口动能趋缓，新兴市场托底》——2025-09-09
- 《宏观经济数据前瞻-2025年8月宏观经济指标预期一览》——2025-09-02

## 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