

2025 年 09 月 12 日

宏观研究团队

美联储或将开启连续降息

——美国 8 月 CPI 点评

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 8 月最新通胀数据。其中 CPI 同比上升 2.9%，环比上升 0.4%，环比增速超市场预期；核心 CPI 同比上升 3.1%，环比上升 0.3%，均符合市场预期。

● 通胀再度回升，但核心通胀保持平稳，关税冲击更加明确

1. 总体通胀再度回升，核心通胀保持平稳。美国 8 月 CPI 同比上升 2.9%、环比上升 0.4%，均较 7 月份反弹；核心 CPI 同比上涨 3.1%，环比上升 0.3%，相对平稳。总的看，美国通胀总体再度回升，但核心通胀同比增速较 7 月保持平稳，且基本符合市场预期，或显示关税对美国通胀的冲击已体现的较为明确。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已基本稳定，通胀水平持续反弹或告一段落，但我们仍需要观察美国通胀的持续性。

2. 能源通胀由负转正，核心商品对通胀贡献度仍在上升。具体而言，8 月能源项同比上升 0.2%，增速由负转正；8 月份食品项同比上升 3.2%，较 7 月提升 0.3 个百分点。核心 CPI 方面，8 月核心 CPI 同比上升 3.1%，环比上升 0.3%。同比、环比增速均较 7 月持平。其中核心商品同比增速较 7 月上升 0.37 个百分点至 1.54%；核心服务同比上升 3.587%，较 7 月份下降约 0.05 个百分点。

3. 通胀反弹后续或暂告段落，核心通胀有望迎来下行。总的看，8 月 CPI 数据显示美国通胀如期反弹，但核心通胀相对平稳。而核心商品的持续再通胀，或显示关税对美国通胀的冲击已经较为明显。从美联储关注的超级核心服务通胀来看，8 月份同比、环比增速分别较 7 月份持平、下降 0.15 个百分点。往后看，随着高基数效应的逐渐显现，总体通胀水平及核心通胀水平的持续反弹或告一段落。但不确定的是，美国企业是否会进一步的将关税成本转嫁给消费者，因此后续通胀仍然面临较高的不确定性，持久性也有待观察。

● 8 月通胀如期反弹，关注美联储 9 月 FOMC 经济预测

第一，商品通胀反弹的持续性及与服务通胀的相互“抵消”，或是后续要关注的重点。如前所述，8 月通胀如期反弹，但我们也看到在商品通胀继续反弹的同时，服务通胀出现了边际走弱的迹象，考虑到后续企业向消费者转嫁成本与劳动力市场走弱带动需求下行的情况同时存在，商品通胀与服务通胀的相互“抵消”是否可以持续下去，是我们后续需要关注的重点。

第二，美联储在 9 月 FOMC 会议上的经济预测与降息路径预测或是后续资产价格的关键因素。由于劳动力市场的风险显现，美联储在 9 月降息 25bp 的概率非常大，更关键的是美联储在 9 月对美国后续经济及降息路径的判断。一方面，我们看到劳动力市场走弱的同时，8 月美国密歇根大学居民通胀预期小幅反弹；另一方面，由于近期特朗普频繁对美联储施压，其提名的新理事人选米兰也有望参加 9 月 FOMC 会议，美联储的独立性越来越受到动摇。此时美联储内部如何看待美国经济与通胀，及相应的降息路径预期，或对资产价格影响较大。若美联储提升通胀预测，降低经济增长预期，且降息路径相对保守，则市场风险偏好或将受到一定程度的压制。此时短端美债收益率或上移，长短美债收益率或相对震荡，而黄金或持续受益。

基准情形下，我们认为美联储或在 9 月降息 25bp，2025 全年降息 3 次。后续要关注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

《PPI 同比增速回升或因输入性与地产链基数回落——宏观经济点评》-2025.9.10

《非美地区需求或仍锚定美国需求——宏观经济点评》-2025.9.9

《国债买卖或重启，服务消费有望加码——宏观周报》-2025.9.7

目 录

1、通胀再度回升，但核心通胀保持平稳，关税冲击更加明确.....	3
1.1、总体通胀再度回升，核心通胀保持平稳.....	3
1.2、能源通胀由负转正，核心商品对通胀贡献度仍在上升.....	4
1.3、通胀反弹后续或暂告段落，核心通胀有望迎来下行.....	5
2、8月通胀如期反弹，关注美联储9月FOMC经济预测.....	7
3、风险提示.....	9

图表目录

图 1：美国 8 月 CPI 同比增速再度反弹.....	4
图 2：8 月 CPI 环比增速较 7 月有所回升.....	4
图 3：8 月能源通胀同比由负转正.....	4
图 4：食品通胀上升较多.....	4
图 5：8 月核心商品 CPI 同比增速继续提升.....	5
图 6：8 月核心服务 CPI 同比增速略有下行.....	5
图 7：8 月核心商品通胀环比增速边际上升.....	5
图 8：美国汽油零售价格近期基本平稳.....	6
图 9：粮食期货价格 9 月前半月走势基本平稳.....	6
图 10：美国二手车价格边际上行.....	6
图 11：美国房租通胀略有下行.....	6
图 12：8 月美国非房核心服务环比增速下行.....	7
图 13：9 月 11 日美国当周初次申请失业金人数上升较多.....	8
图 14：8 月美国密歇根大学居民通胀预期出现边际反弹.....	8
表 1：美国 8 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 8 月最新通胀数据。其中 CPI 同比上升 2.9%，环比上升 0.4%，环比增速超市场预期；核心 CPI 同比上升 3.1%，环比上升 0.3%，均符合市场预期。

1、通胀再度回升，但核心通胀保持平稳，关税冲击更加明确

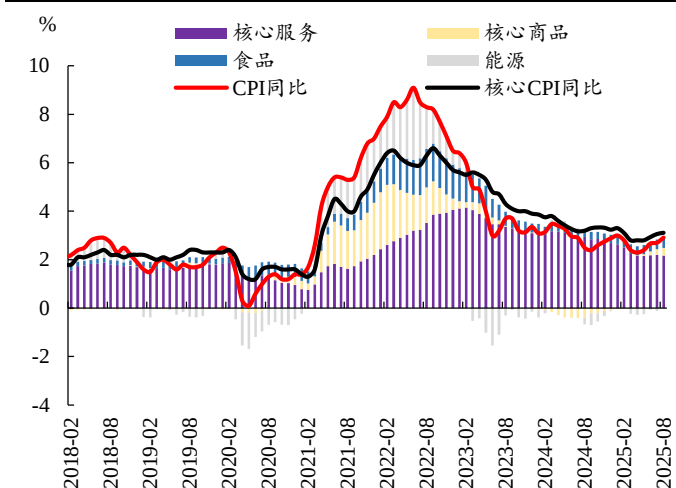
1.1、总体通胀再度回升，核心通胀保持平稳

美国 8 月 CPI 同比上升 2.9%、环比上升 0.4%，增速均较 7 月提升 0.2 个百分点；核心 CPI 同比上涨 3.1%，环比上升 0.3%，同比与环比增速均较 7 月持平。总的看，美国通胀总体再度回升，但核心通胀同比增速较 7 月保持平稳，且基本符合市场预期，或显示关税对美国通胀的冲击已体现的较为明确。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已基本稳定，通胀水平持续反弹或告一段落，但我们仍需要观察美国通胀的持续性。

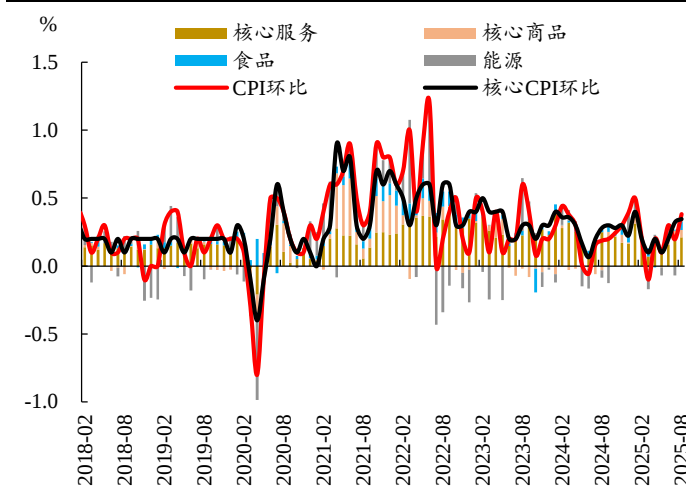
表1：美国 8 月 CPI 部分重要分项同比、环比及贡献分解（%）

权重	分项	同比贡献分解		同比增速		环比贡献分解		环比增速	
		2025-08	2025-08	2025-07	2025-06	2025-08	2025-08	2025-07	2025-06
100	全部	2.9	2.9	2.7	2.7	0.4	0.4	0.2	0.3
13.635	食品	0.43	3.2	2.9	3	0.06	0.5	0	0.3
7.982	居家食品	0.22	2.7	2.2	2.4	0.05	0.6	-0.1	0.3
5.653	外带食品	0.22	3.9	3.9	3.8	0.02	0.3	0.3	0.4
6.422	能源	0.00	0.2	-1.6	-0.8	0.04	0.7	-1.1	0.9
3.167	能源商品	-0.24	-6.2	-9	-7.9	0.05	1.7	-1.9	1
3.255	能源服务	0.24	7.7	7.2	7.5	-0.01	-0.2	-0.3	0.9
19.295	核心商品	0.31	1.5	1.2	0.7	0.05	0.3	0.2	0.2
3.392	家居	0.10	2.8	2.4	1.7	0.00	0.1	0.7	1
2.458	服装	0.01	0.2	-0.2	-0.5	0.01	0.5	0.1	0.4
4.316	新车	0.03	0.7	0.4	0.2	0.01	0.3	0	-0.3
2.437	二手车	0.14	6	4.8	2.8	0.03	1	0.5	-0.7
1.511	医疗保健	0.00	0	0.1	0.2	0.00	-0.3	0.1	0.1
0.385	含酒精饮料	0.02	1.9	1.4	1.4	0.00	0.6	0.1	0.1
1.288	其它商品	0.04	3.1	3	3	0.01	0.4	0.2	0.3
60.648	核心服务	2.17	3.6	3.6	3.6	0.21	0.3	0.4	0.3
7.451	主要居所租金	0.26	3.5	3.5	3.8	0.02	0.3	0.3	0.2
26.199	业主等价租金	1.05	4	4.1	4.2	0.10	0.4	0.3	0.3
6.78	医疗服务	0.28	4.2	4.3	3.4	-0.01	-0.1	0.8	0.6
6.257	交通运输服务	0.22	3.6	3.9	3.8	0.06	-0.2	0.4	0.2
3.457	休闲服务	0.12	3.5	3.5	3.4	-0.01	1	0.8	0.2
4.904	教育与通讯服务	0.05	1	1.1	1.1	0.00	0.1	0.2	0.1

数据来源：Bloomberg、开源证券研究所

图1：美国 8 月 CPI 同比增速再度反弹


数据来源：Bloomberg、开源证券研究所

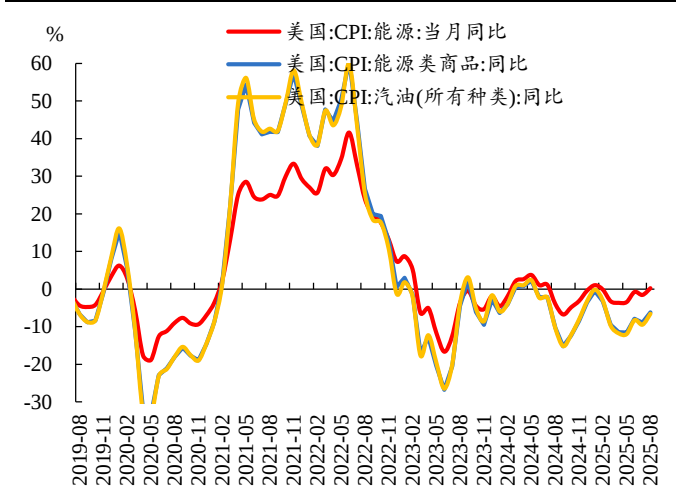
图2：8 月 CPI 环比增速较 7 月有所回升


数据来源：Bloomberg、开源证券研究所

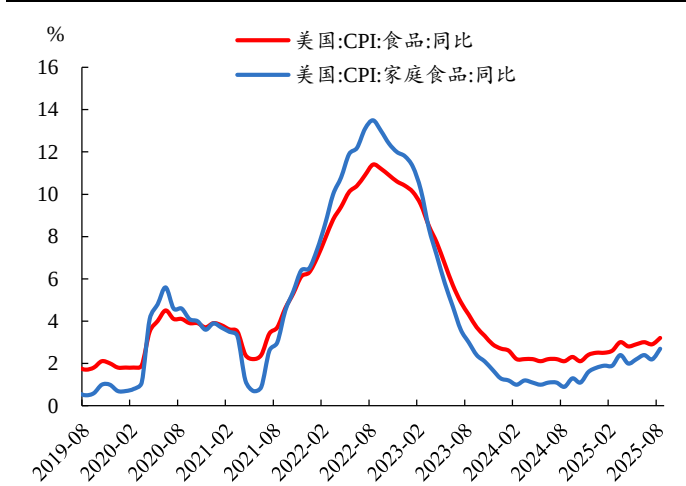
1.2、能源通胀由负转正，核心商品对通胀贡献度仍在上升

（1）能源方面，8 月能源项同比上升 0.2%，增速由负转正；环比增速较 7 月上升 1.8 个百分点至 0.7%。其中汽油项同比下降 6.6%，降幅较 7 月份收窄 2.9 个百分点；燃油项同比下降 0.5%，降幅较 7 月份收窄 2.4 个百分点。8 月能源通胀由负转正，我们认为主要是 2024 年同期基数下行较多，事实上，9 月 1 日美国汽油价格从 8 月 4 日的 3.04 美元/加仑微升至 3.06 美元/加仑，价格总体保持平稳。

（2）食品方面，8 月份食品项同比上升 3.2%，较 7 月提升 0.3 个百分点；环比较 7 月上升 0.5 个百分点。其中家庭食品（Food at home）同比上升 2.7%，增速较 7 月份提升 0.5 个百分点。食品通胀的边际走强，一方面是 2024 年同期基数下降；另一方面或与 8 月大豆、小麦期货价格回升有关。

图3：8 月能源通胀同比由负转正


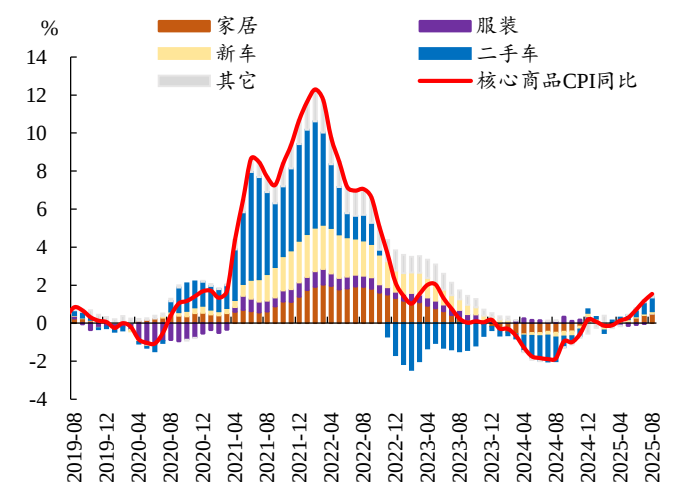
数据来源：Wind、开源证券研究所

图4：食品通胀上升较多


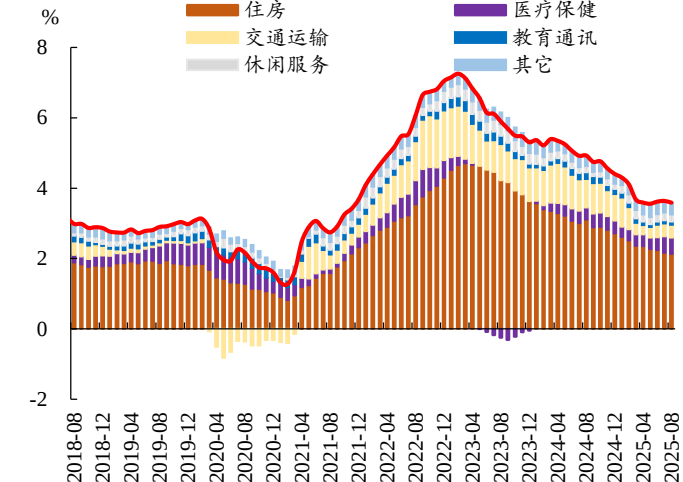
数据来源：Wind、开源证券研究所

（3）核心 CPI 方面，8 月核心 CPI 同比上升 3.1%，环比上升 0.3%。同比、环比增速均较 7 月持平。分项来看，核心商品同比增速较 7 月上升 0.37 个百分点至 1.54%；环比较 7 月上升 0.1 个百分点至 0.3%；其中二手车项环比上升 1.0%，较 7 月份提升 0.5 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回升；新车方面，环比较 7 月上升 0.3 个百分点至 0.3%。核

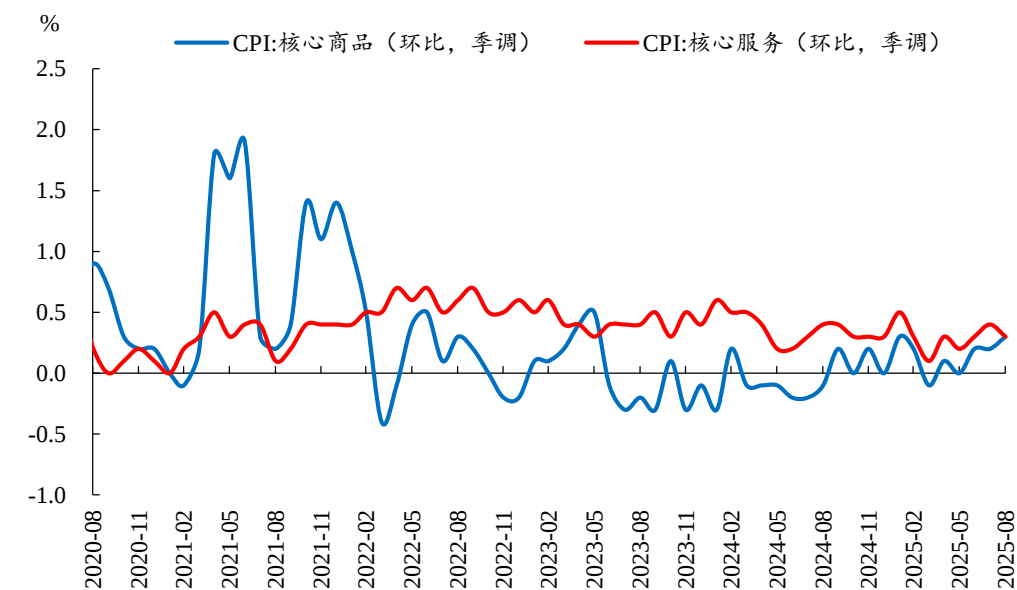
心服务同比上升 3.587%，较 7 月份下降约 0.05 个百分点。其中住房项同比上升 3.6%，环比上升 0.4%，分别较 7 月下降 0.1 个百分点、上升 0.2 个百分点。交通运输服务环比上升 1.0%，较 7 月份上升 0.2 个百分点。总的看，8 月核心 CPI 同比、环比增速均较 7 月持平，主因核心商品走强的同时核心服务走弱，但核心商品对通胀的贡献持续提升，亦显示出关税的影响越来越明确。

图5：8月核心商品CPI同比增速继续提升


数据来源：Bloomberg、开源证券研究所

图6：8月核心服务CPI同比增速略有下行


数据来源：Bloomberg、开源证券研究所

图7：8月核心商品通胀环比增速边际上升


数据来源：Wind、开源证券研究所

1.3、通胀反弹后续或暂告段落，核心通胀有望迎来下行

（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 9 月 8 日，美国汽油价格为 3.07 美元/加仑，较 9 月 1 日汽油价格上升约 0.36%。原油价格方面，虽然近期中东局势趋紧，带动原油价格上升。但由于 OPEC 已经决定于 10 月起再次提高原油产量，油价或处于相对低位震荡。食品方面，从最新的美国农业部报告来看，虽然美国大豆等农产品可能产量微跌，但产量总体仍高，预计价格难有大幅上涨。考虑到 2024 年 9 月美国汽油价格略有下跌，粮食价格略有上升，因此能源

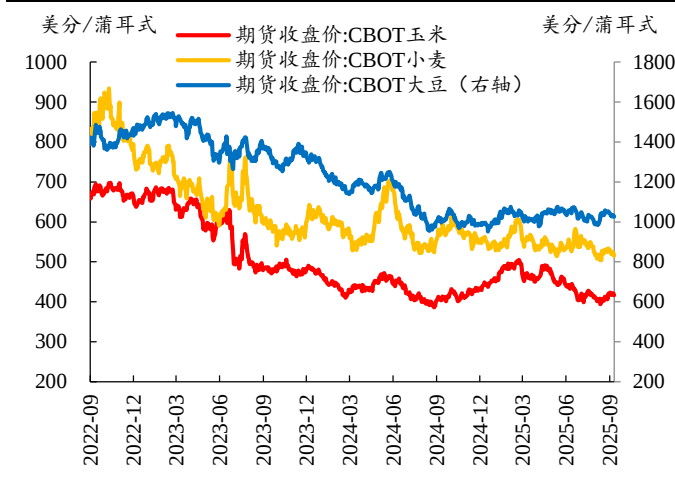
与粮食对 9 月 CPI 的影响或相对中性。

图8：美国汽油零售价格近期基本平稳



数据来源：Wind、开源证券研究所

图9：粮食期货价格 9 月前半月走势基本平稳



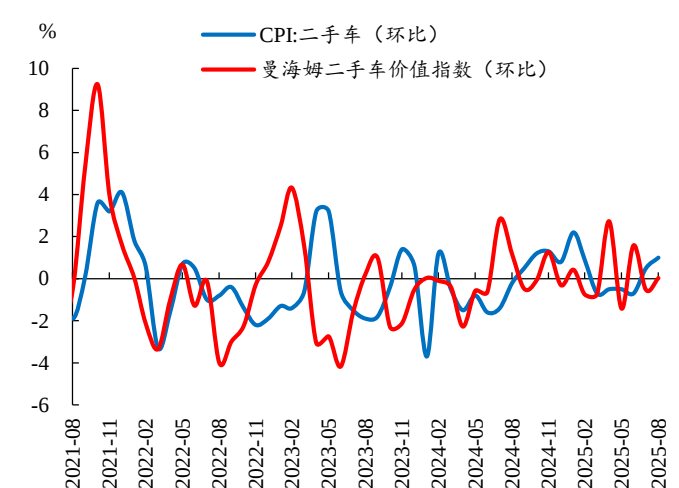
数据来源：Wind、开源证券研究所

（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）8月环比上升 0.03%，由负转正；新车方面，虽然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，几乎主要分项对核心服务通胀的贡献度均有所下降。在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 8 月后可能保持平稳。往后看，关税可能促使核心商品通胀保持坚挺。但考虑到房租通胀可能相对平稳以及暑期过后交通运输通胀下行，在基数效应向上的背景下，核心通胀有望保持平稳或下行。

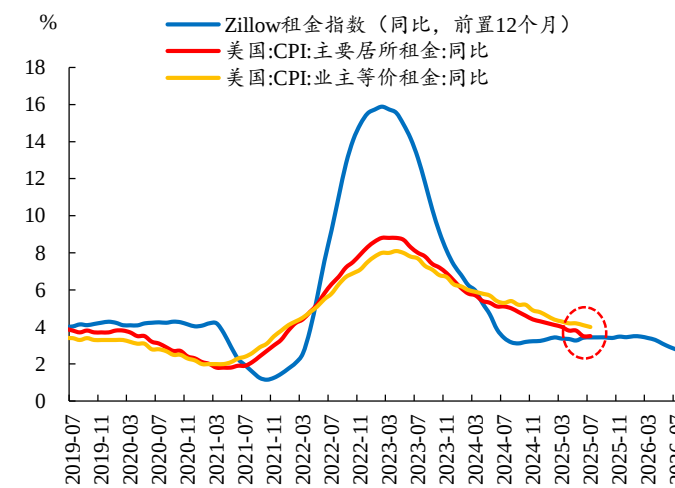
（3）总的看，8 月 CPI 数据显示美国通胀如期反弹，但核心通胀相对平稳。而核心商品的持续再通胀，或显示关税对美国通胀的冲击已经较为明显。从美联储关注的超级核心服务通胀（去掉住房的核心服务）来看，8 月份同比、环比增速分别较 7 月份持平、下降 0.15 个百分点。往后看，随着高基数效应的逐渐显现，总体通胀水平及核心通胀水平的持续反弹或告一段落。但不确定的是，美国企业是否会进一步的将关税成本转嫁给消费者，因此后续通胀仍然面临较高的不确定性，持久性也有待观察。

图10：美国二手车价格边际上行

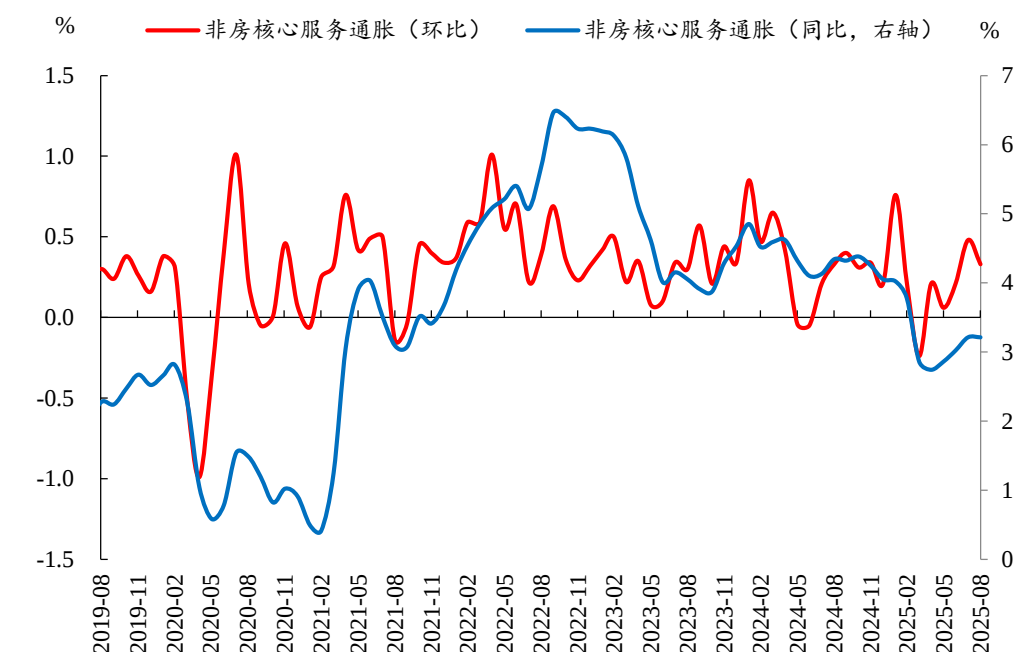


数据来源：Wind、开源证券研究所

图11：美国房租通胀略有下行



数据来源：Bloomberg、开源证券研究所

图12：8月美国非房核心服务环比增速下行


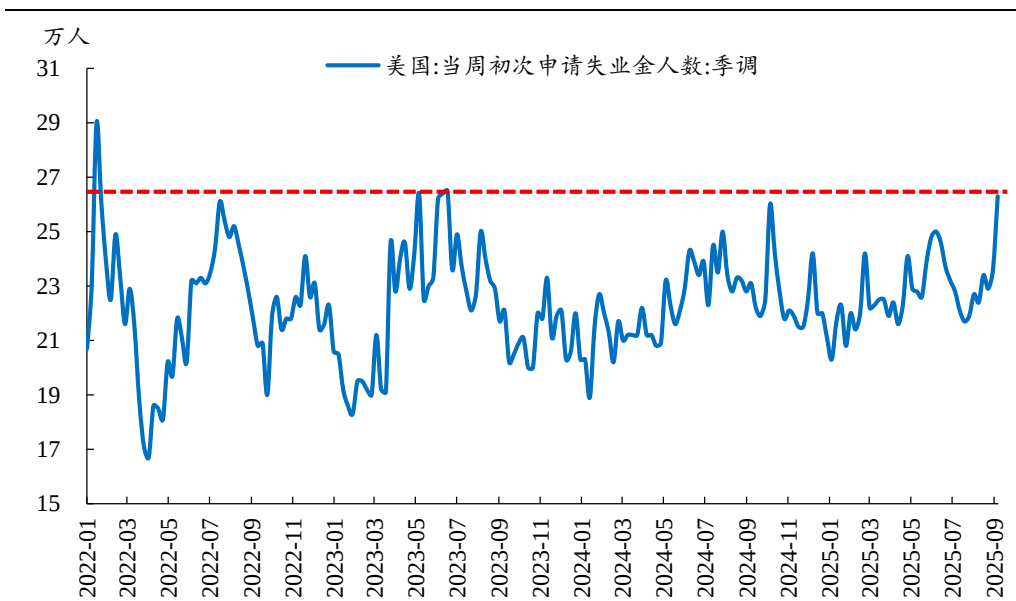
数据来源：Bloomberg、开源证券研究所

2、8月通胀如期反弹，关注美联储9月FOMC经济预测

8月美国通胀虽继续反弹，但基本符合市场预期。结合8月非农就业数据来看，美国劳动力市场降温明显，美联储在9月降息25bp的概率很大。我们需要关注的是9月FOMC会议上美联储对2025年美国经济的预测，以及降息路径的判断（点阵图），这或是后续资产价格变动的关键。具体而言：

第一，商品通胀反弹的持续性及服务通胀的相互“抵消”，或是后续要关注的重点。如前所述，8月通胀如期反弹，但我们也看到在商品通胀继续反弹的同时，服务通胀出现了边际走弱的迹象，如果这样的趋势能够延续，则通胀的持续性向上风险将会减少。事实上，由于特朗普新的对等关税税率在8月生效且较前期税率更高，232关税也开始陆续征收（《对等关税2.0后，行业关税或将成关键新变量》），在关税政策基本稳定的预期下，美国企业或将进一步向消费者转移关税的成本，因此商品通胀的持续性或相对较长。但从8月非农就业数据来看，劳动力市场出现了较为全面的降温。（《就业降温明显，但50bp降息尚需通胀配合——美国8月非农就业数据点评》）此外，9月11日美国当周首次申请失业金人数录得26.3万，较前一周上升2.7万，且位于2022年以来较高区间，更进一步验证了劳动力市场的疲软。在此背景下，美国居民的消费能力或将进一步走弱，而这可能会成为服务消费的重要拖累。因此商品通胀与服务通胀的相互“抵消”，是我们后续需要关注的重点。

图13：9月11日美国当周初次申请失业金人数上升较多

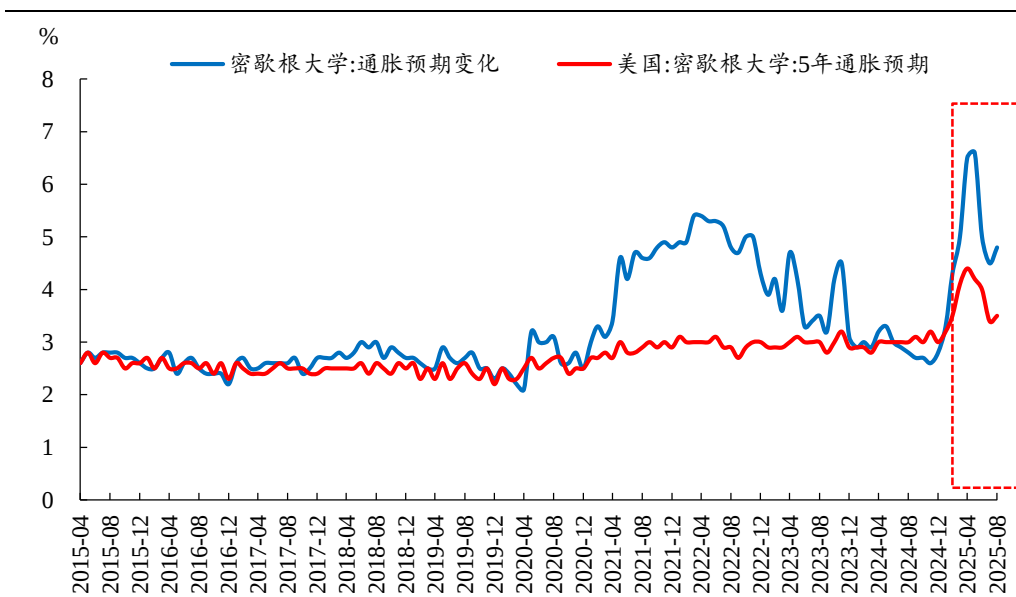


数据来源：Wind、开源证券研究所

第二，美联储在 9 月 FOMC 会议上的经济预测与降息路径预测或是后续资产价格的关键因素。由于劳动力市场的风险显现，美联储在 9 月降息 25bp 的概率非常大，关键的是美联储在 9 月对美国后续经济及降息路径的判断。一方面，我们看到劳动力市场走弱的同时，8 月美国密歇根大学居民通胀预期小幅反弹；另一方面，由于近期特朗普频繁对美联储施压，其提名的新理事人选米兰也有望参加 9 月 FOMC 会议，美联储的独立性越来越受到动摇。此时美联储内部如何看待美国经济与通胀，及相应的降息路径预期，或对资产价格影响较大。若美联储提升通胀预测，降低经济增长预期，且降息路径相对保守，则市场风险偏好或将受到一定程度的压制。此时短端美债收益率或上移，长短美债收益率或相对震荡，而黄金或持续受益。

基准情形下，我们认为美联储或在 9 月降息 25bp，2025 全年降息 3 次。后续要关注特朗普对美联储新主席的选择。

图14：8月美国密歇根大学居民通胀预期出现边际反弹



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8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