

8 月 CPI：美联储降息的后手棋

2025 年 09 月 11 日



分析师：陶川

执业证号：S0100524060005

邮箱：taochuan@glms.com.cn

分析师：林彦

执业证号：S0100525030001

邮箱：linyan@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

➤ **继就业市场的接连“暴雷”后，8 月 CPI 对 9 月降息与否的意义已经不大，更重要的是后续的节奏问题。**非农数据展现出了足够威胁经济增长的影响力，叠加 PPI 的助攻，市场几乎消化了年内 3 次降息的预期，甚至博弈 9 月降息 50bp 的可能性。但我们认为当前市场的步子迈的过大了，当前市场对于就业和通胀风险的定价产生了明显的不对称性，降息的天平完全倾向了就业端，**但这也意味着后续任何通胀的意外波动都会导致降息预期的显著回调和资产价格的波动，而当前这个可能性并不小。**

➤ **因此，对于美联储来说，我们仍然维持年内 2 次降息（共 50bp）的判断：**

➤ **一方面，四季度通胀上行的风险依然不小。**我们在报告《保税区库存，美企避税的最后自留地》中提出，随着超额库存的消耗以及保税区库存的陆续离区，叠加降息对经济的刺激，四季度的通胀压力依然不小；

➤ **另一方面，极致的降息预期对美联储来说也是一种“裹挟”。**为了使货币政策不陷入被动，在数据反转时留有“反悔”空间，美联储很有可能根据 9 月的点阵图、SEP 经济预测进行额外的预期管理，在货币政策上仍留有“后手”，从而给线性交易的市场降息预期泼盆冷水。

➤ **具体来看，在能源和食品价格的推动下，预计 8 月 CPI 增速回升至 2.9%。**高频来看，8 月美国国内汽油零售价格降幅进一步收窄至-6.3%，而食品分项，领先的 CRB 食品现货价格等指标也持续回升，两者预计将明显抬升 8 月 CPI 读数。

➤ **关税带来的成本压力下，核心商品预计仍维持在高位运行，但增速相对温和。**短期内由于税率的整体下调以及保税仓等避税策略的运用，对通胀的影响可控。从美国大型零售商的产品价格（哈佛大学测算）来看，8 月进口相关的商品价格基本持平上期，并未出现进一步的大幅上涨。因此，我们预计家具、服装、休闲产品等进口相关商品环比保持温和增长。

➤ **往后，随着美国新一轮补库需求的释放以及关税落地后保税区库存陆续离区，四季度的涨价压力将进一步放大。**

➤ **新车型刺激消费需求，叠加税收抵免影响，汽车仍是核心商品回升的主要力量。**随着 2026 年新车型陆续进入经销市场，汽车供应商为抵消成本压力进一步提价，根据 Cox Automotive 数据，8 月新车价格大涨 2.6%，为近两年的最大涨幅。而为了在 9 月底前享受电车汽车税收抵免优惠，美国消费者购车热情不减，8 月新车零售额同比大涨 2.5%，电动汽车销量再创新高。

➤ **但我们预计随着 9 月后税收抵免的取消以及透支需求的回踩，汽车端面临的降价压力会逐步显现，对核心 CPI 的支撑会阶段性减弱。**

相关研究

1.2025 年 8 月物价点评：8 月通胀：冷暖的微妙信号-2025/09/10

2.2025 年 8 月贸易点评：8 月进出口：减速后动能几何？-2025/09/08

3.海外市场点评：8 月非农的弦外之音-2025/09/05

4.海外市场点评：没有货币，财政又变成问题？-2025/09/05

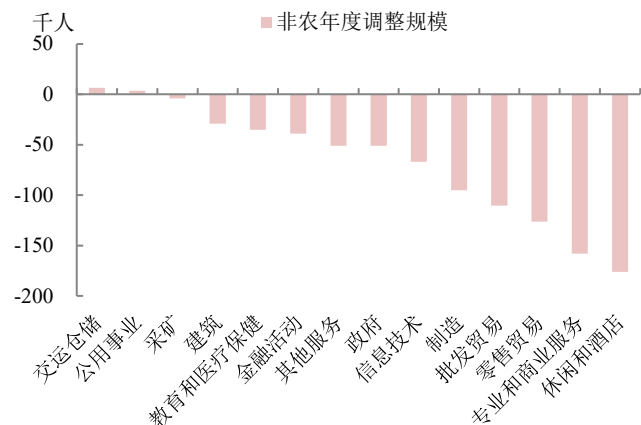
5.政策动态观察：阅兵后的市场悬念-2025/09/03

➤ **服务方面，住房预计延续放缓趋势，但其他核心服务分项可能表现出更强的上涨动能，尤其是运输服务。**今年以来，服务通胀的放缓在一定程度上抵消了商品通胀带来的上升压力，尤其是高利率影响下，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 后续的下行压力仍然较大。

➤ **在出行旅游需求的带动下，抛去住房后的超级核心 CPI 呈现上升势头。**7 月以来正值美国夏季旅行旺季，美国居民旅行热潮带动交通运输、休闲娱乐等相关服务价格开始反弹，根据高频数据来看，8 月消费者的旅游需求依然旺盛，旅客安检量仍处于季节性高位，我们预计机票、休闲服务等相关服务价格在 8 月将继续保持强劲增长。

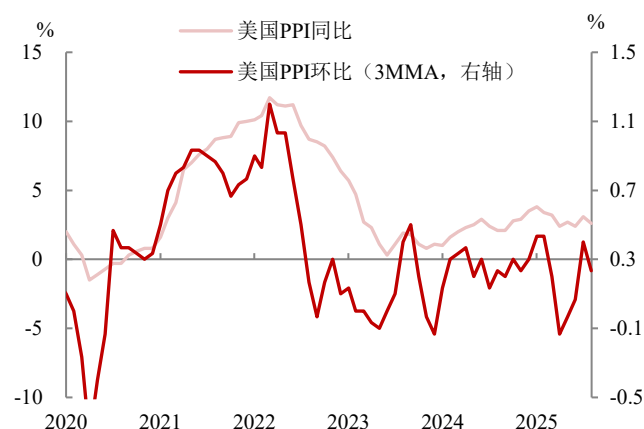
➤ **风险提示：**美国经贸政策大幅变动；关税扩散超预期，导致全球经济超预期放缓、市场调整幅度加大。

图1：非农年度下修 91.1 万人



资料来源：美国劳工部，民生证券研究院

图2：PPI 超预期下行



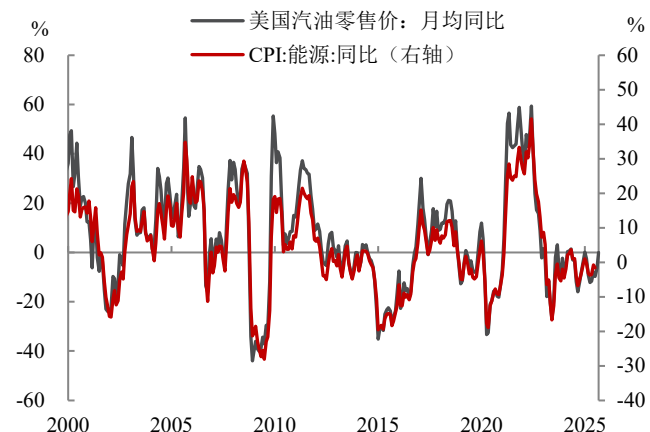
资料来源：ifind，民生证券研究院

图3：高频指标显示美国通胀上行

美国国内部分通胀观察指标一览 (%)								
观察指标	边际	2025/8	2025/7	2025/6	2025/5	2025/4	2025/3	2025/2
ISM制造业PMI: 价格	↓ -1.1	63.7	64.8	69.7	69.4	69.8	69.4	62.4
ISM服务业PMI: 价格	↓ -0.7	69.2	69.9	67.5	68.7	65.1	60.9	62.6
联储调查平均PMI: 投入价格	↑ 0.8	42.1	41.3	37.2	39.2	39.0	35.0	31.1
联储调查平均PMI: 产品价格	↑ 1.4	20.5	19.1	21.9	20.8	21.7	15.5	15.9
高频指标								
WTI原油价格同比	↑ 1.3	-15.1	-16.4	-14.5	-22.5	-25.4	-15.5	-7.1
汽油零售价格同比	↑ 3.5	-6.3	-9.8	-7.9	-11.7	-12.2	-9.4	-2.4
曼海姆二手车价格同比 (领先2个月)	↑ 2.3	6.3	4.0	4.9	-0.2	0.1	0.8	0.4
国际粮油组织食品价格同比 (领先8个月)	↑ 1.1	7.0	5.9	5.0	2.2	-0.3	-3.0	-1.7
Zillow房屋价值指数同比 (领先1年)	↓ -0.4	3.1	3.4	3.9	4.3	4.4	4.2	3.7
预期指标								
联储调查平均PMI: 投入价格预期	↓ -1.7	37.2	38.9	32.7	32.2	34.9	31.2	36.0
联储调查平均PMI: 产品价格预期	↓ -3.2	39.5	42.7	38.3	39.1	45.5	33.7	39.0
中小企业乐观指数: 价格计划	↓ -4.0	26.0	28.0	32.0	31.0	28.0	30.0	29.0
密歇根通胀预期: 1年	↑ 0.3	4.8	4.5	5.0	6.6	6.5	5.0	4.3
密歇根通胀预期: 5年	↓ -0.6	3.5	3.4	4.0	4.2	4.4	4.1	3.5

资料来源：ifind，民生证券研究院

图4：原油价格降幅收窄



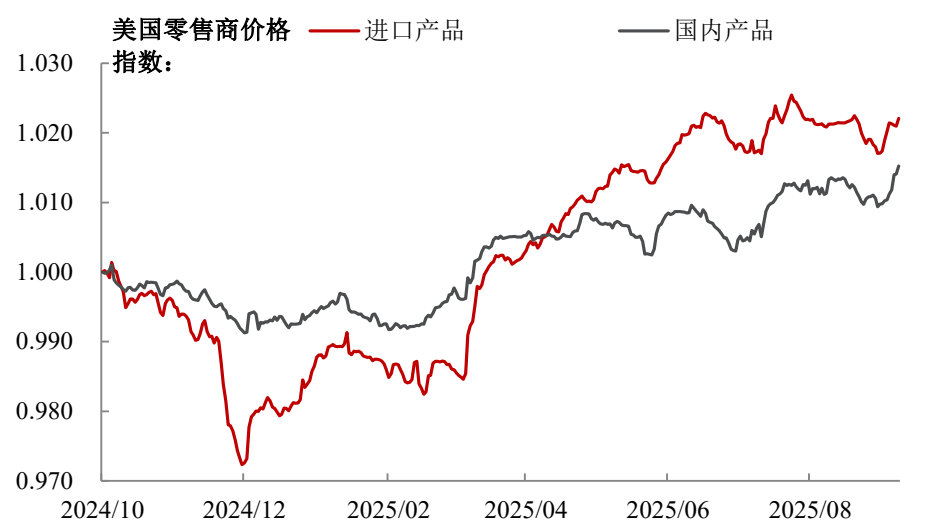
资料来源：ifind，民生证券研究院

图5：食品价格同比上行



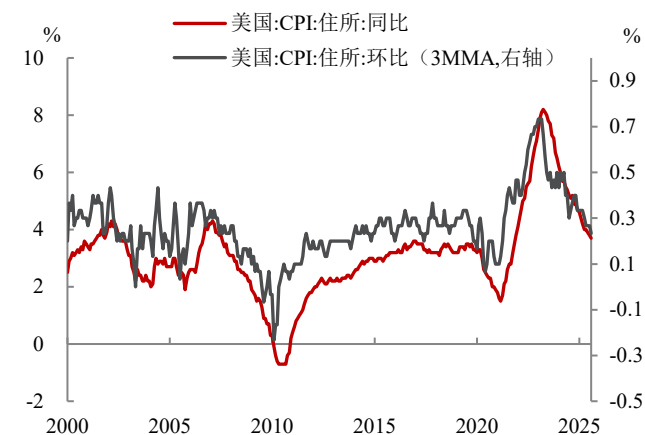
资料来源：ifind，民生证券研究院

图6：美国零售商价格基本持平上月



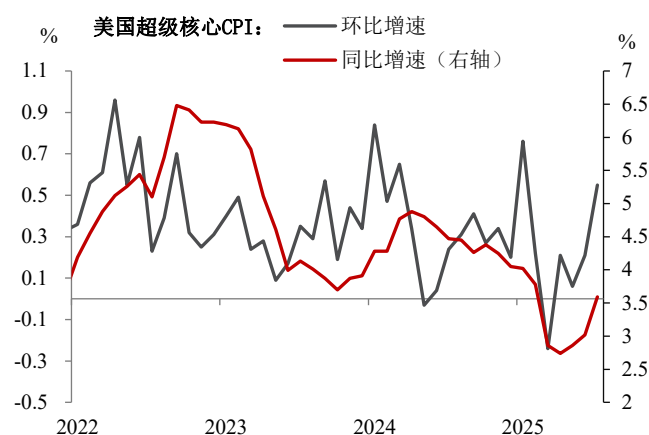
资料来源：哈佛大学，民生证券研究院

图7：住房延续降温趋势



资料来源：wind，民生证券研究院

图8：超级核心通胀明显反弹



资料来源：Bloomberg，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