

CPI 低于预期，降息交易全面升温

——美国通胀系列十九

研究院

徐闻宇

✉ xuwenyu@htfc.com

从业资格号：F0299877

投资咨询号：Z0011454

投资咨询业务资格：

证监许可【2011】1289 号

宏观事件

北京时间 2025 年 10 月 24 日晚美国劳工部公布 9 月通胀数字。其中：

同比：CPI+3.0%，预期+3.1%，前值+2.9%；核心 CPI+3%，预期+3.1%，前值+3.1%。

环比：CPI+0.3%，预期+0.4%，前值+0.4%；核心 CPI+0.2%，预期+0.3%，前值+0.3%。

核心观点

■ 9 月 CPI 出现预期外的回落

本次美国 9 月 CPI 整体低于市场预期，通胀显示进一步降温迹象。数据显示，CPI 同比为 3.0%，略低于市场预期的 3.1%，月环比为 0.3%，低于预期及前值的 0.4%；核心 CPI 同比回落至 3.0%，环比仅 0.2%，同样弱于预期。这意味着通胀压力在内部结构上继续缓慢释放，尤其是服务与住房分项增速回落，推动核心通胀进一步向下修正。尽管同比仍处于“温和回升”的区间，但在环比降温的前提下，市场更关注的是趋势性下行是否已经确立。总体来看，这份通胀报告延续了回落节奏，有效缓解市场对于美国通胀“再度黏性回升”的担忧，为美联储维持政策转向提供依据。

■ 关注美元再次反弹的风险

数据公布后，市场立即出现“宽松交易”的整体定价：美元指数短线跳水，黄金由跌转涨并出现大幅反弹，美债收益率普遍下行，市场风险偏好迅速修复。期货市场对美联储降息的押注也明显升温，10 月降息 25bp 的概率接近 100%，年底前再度降息的预期同步抬升，交易员押注年内“两次降息”的概率近乎 100%。在通胀放缓、美联储偏向稳增长权衡的背景下，市场基本形成“通胀不再构成继续加息障碍—降息路径更加通畅”的一致预期。换言之，本次 CPI 不仅强化了宽松预期，还推动美元流动性转向，形成对股、债、金等资产的同步利多格局。

■ 风险

经济数据短期波动风险，上游价格快速上涨风险

目录

宏观事件	1
核心观点	1
CPI vs 核心 CPI	3
商品型通胀 vs 服务型通胀	5
通胀的影响	7

图表

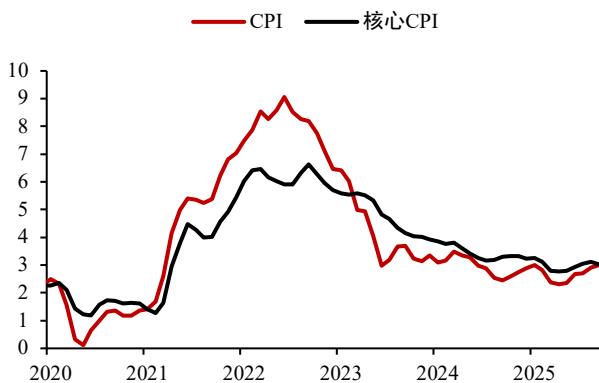
图 1：CPI 和核心 CPI 同比 单位：%YoY	3
图 2：CPI 的食品和能源分项 单位：%YoY	3
图 3：二手车和新车分项 单位：%YoY	4
图 4：酒店和交通分项 单位：%YoY	4
图 5：商品型 CPI 和服务型 CPI 单位：%YoY	5
图 6：房价领先于房租上涨 单位：%YoY	5
图 7：租金和汽车分项 单位：%YoY	6
图 8：两种不同的租金分项 单位：%YoY	6

CPI vs 核心 CPI

本次9月美国CPI同比录得3.0%，较前值2.9%略有反弹，但低于市场预期的3.1%，环比也从前值0.4%放缓至0.3%，说明整体物价仍处于回落通道之中。CPI同比小幅上行更多属于能源价格季节性波动影响，并非需求端再度抬升。相比之下，更能反映持续性通胀压力的核心CPI同比从3.1%降至3.0%，环比从0.3%降至0.2%，呈现边际更明显的降温趋势，显示服务业和住房成本的涨幅已在逐步回落。也正是核心通胀的回落，使得市场对“二次通胀”的担忧明显缓解。

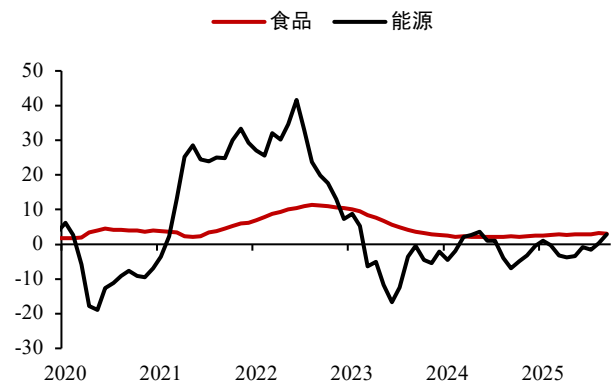
核心指标放缓说明“内生通胀”正在松动，美联储宽松空间进一步打开。从结构上看，本次CPI反弹主要仍由能源与部分商品驱动，但核心项目中的交通和医疗CPI都出现明显放缓，意味着需求拉动型通胀正在减弱。换句话说，整体CPI的小幅抬升是“外部冲击型”，核心CPI的回落则体现“内生动力趋弱”。由于美联储制定政策更注重核心通胀走势，当前核心指标持续回落，意味着政策阻力正在下降，利率已从抑制通胀向缓冲增长逐步切换。这直接推动市场强化对10月、12月连续降息25bp的押注，并让“抗通胀→保增长”的政策逻辑进一步成型。

图1：CPI和核心CPI同比 | 单位：%YoY



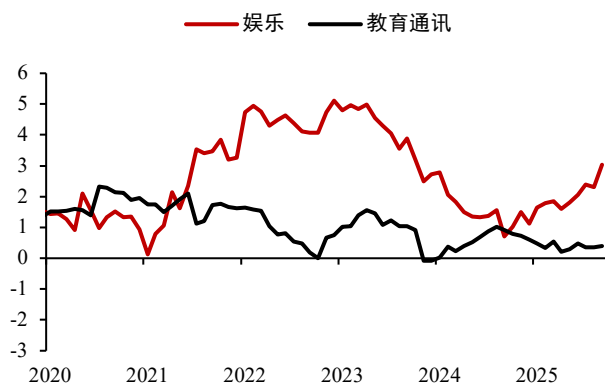
数据来源：iFinD 华泰期货研究院

图2：CPI的食品和能源分项 | 单位：%YoY



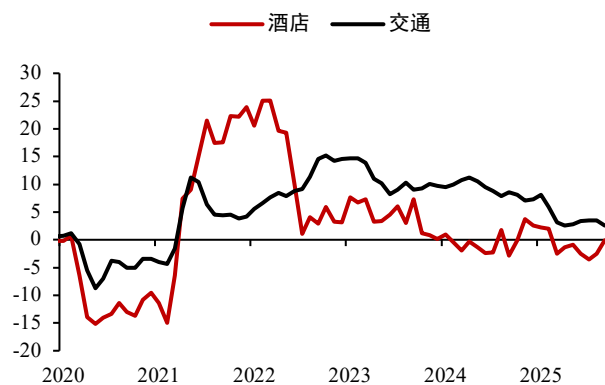
数据来源：iFinD 华泰期货研究院

图3：娱乐和教育通讯分项 | 单位：%YoY



数据来源：iFinD 华泰期货研究院

图4：酒店和交通分项 | 单位：%YoY



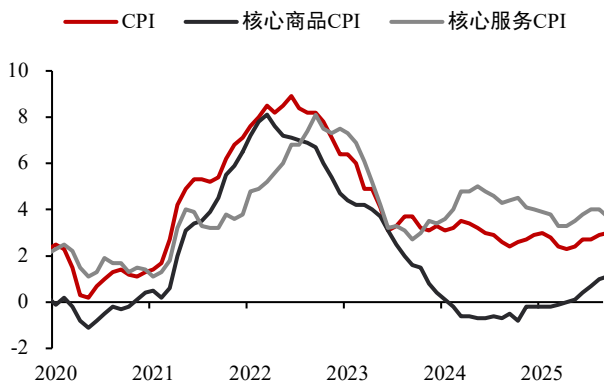
数据来源：iFinD 华泰期货研究院

商品型通胀 vs 服务型通胀

本次整体 CPI 虽同比小幅升至 3.0%，但驱动更多来自能源与少数商品价格的波动，而非需求端显著走强。能源仍处高位，部分商品涨幅较快，但这些分项具有明显的外生冲击特征，如油价、运输与关税，并不反映美国居民边际消费意愿的提升。同时，二手车、通信及耐用品通胀继续回落，商品整体仍弱于服务项目，说明商品通胀正在进入“被动性”与“反复性”阶段，而非趋势性上行。换句话说，本轮 CPI 中出现的小幅回升，更多属于波动性商品项目推动，而核心消费品与耐用品价格整体仍处收敛区间。

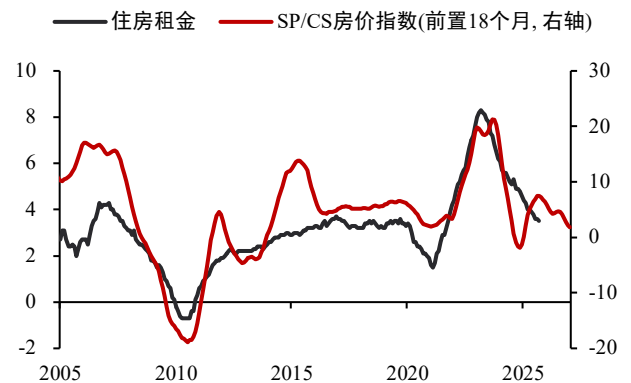
与商品端呈现波动不同，服务型通胀正在持续回落，这也是核心 CPI 环比降至 0.2%、同比降至 3.0%的关键原因。服务型通胀更明显降温，核心压力松动成为政策判断的关键。住房与服务价格涨幅显著放缓，说明劳动力成本与内生需求拉动的持续性通胀已在退潮。这是美联储更关注的部分，因为服务型通胀具有黏性与趋势性，其回落基本可以确认通胀“内核正在冷却”，从而使美联储更有底气开启降息节奏。因此，本次 CPI 的真正政策含义不在于“CPI 小幅反弹”，而在于“服务项通胀破趋势回落”→核心压力下降，这对后续降息释放了更明确的空间。

图 5：商品型 CPI 和服务型 CPI | 单位：%YoY



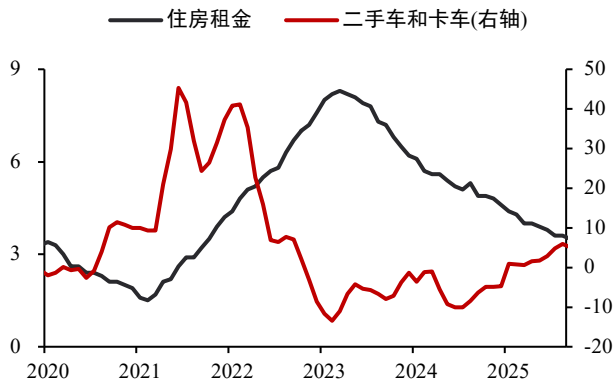
数据来源：iFinD 华泰期货研究院

图 6：房价领先于房租上涨 | 单位：%YoY



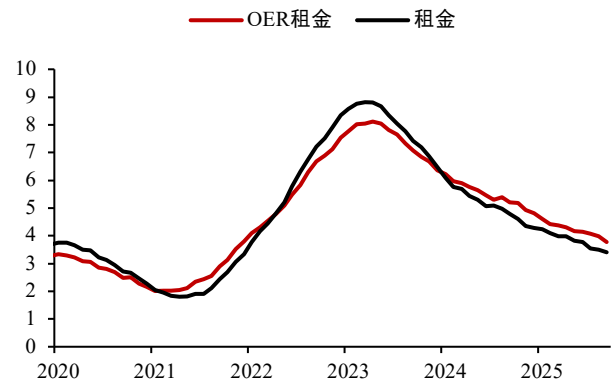
数据来源：iFinD 华泰期货研究院

图7：租金和汽车分项 | 单位：%YoY



数据来源：iFinD 华泰期货研究院

图8：两种不同的租金分项 | 单位：%YoY



数据来源：iFinD 华泰期货研究院

通胀的影响

本次通胀数据公布后，市场迅速切换至“宽松交易”模式。由于服务型通胀明显降温、核心物价压力继续回落，市场对美联储10月降息的定价接近100%，并同步强化了年内“双降息”预期，资金重新定价利率路径，推升股债双涨。美元指数短线跳水，体现对政策利差优势收窄的提前反应；美债收益率全线下行，曲线前端受降息预期影响更显著；贵金属获得实际利率下行支撑，黄金由跌转涨快速修复；美股风险偏好抬升，成长风格与利率敏感板块表现更强。整体来看，市场当前的主导逻辑已由“防通胀”转向“交易宽松”，核心CPI的持续放缓使降息具备更高确定性，一旦就业数据或增长进一步走弱，降息节奏甚至存在前置的概率，从而继续支撑风险资产与长久期资产的表现。

免责声明

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、结论及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，投资者并不能依靠本报告以取代行使独立判断。对投资者依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰期货研究院”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。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。

华泰期货有限公司版权所有并保留一切权利。

公司总部

广州市天河区临江大道1号之一2101-2106单元 | 邮编：510000

电话：400-6280-888

网址：www.htfc.com