

9 月美国核心 CPI 环比再超预期，或加剧 10 月升息担忧

美国 9 月核心 CPI 环比通胀率再次超预期走高。按环比来看，美国核心 CPI 通胀率从 8 月的 0.29% 略升到 9 月的 0.33%，高于市场预期的 0.2%；美国 9 月整体 CPI 通胀率上升 0.25 个百分点到 0.65%，符合市场预期。其中，随着美伊冲突加剧、油价继续上行，能源 CPI 环比通胀率从 8 月的 2.1% 进一步上升到 9 月的 5.2%，但 9 月食品 CPI 环比通胀率略微下行 0.07 个百分点到 0.05%。按同比看，9 月美国整体和核心 CPI 通胀率分别上升 0.3 和 0.2 个百分点到 3.7% 和 2.6%。

从环比细分数据来看，9 月核心商品和住房 CPI 通胀率的回升是核心 CPI 走高的主要推动力，排除了住房的核心服务 CPI（超级核心服务 CPI）通胀率不升反降（图表 1）。

- **核心商品价格环比通胀率反弹 0.15 个百分点到 0.25%，部分体现 AI 影响，但油价传导仍不算明显。**其中，8 月大降的教育和通讯商品（9 月：0.87%，8 月：0.10%）、娱乐商品（9 月：0.86%，8 月：0.00%）CPI 环比通胀率在 9 月强势反弹是主要影响因素。受强 AI 周期和内存涨价因素影响，计算机价格环比增速录得 0.9%，是教育和通讯商品价格上升的主要推动力。服装 CPI 环比通胀率亦由于换季有所反弹。运输 CPI 环比通胀率在二手车价格环比增速几乎翻倍的情况下亦略微上升，但家具和医疗护理价格的环比跌幅有所扩大。
- **住房 CPI 环比通胀率 9 月上升 0.13 个百分点到 0.39%。**最为关键的业主等价租金 CPI 环比通胀率 9 月几乎翻倍到 0.35% 是主要推动力。不过价格增长主要集中于美国中西部地区，或部分归因于统计问题。考虑到房价趋势，我们认为该分项的上涨不会持续。主要居所租金 CPI 环比通胀率微升到 0.25%。
- **超级核心服务 CPI 环比通胀率 9 月回落到 0.34%（8 月：0.42%）。**教育和通讯商品服务 CPI 环比通胀率的下滑（9 月：0.05%，8 月：1.85%）是主要推动力，符合我们此前预期。其中，0.5% 的学费环比增速仍高，但无线通信费增速明显下行。运输服务 CPI 通胀率继续走高（9 月：0.59%，8 月：0.45%），或受到油价上涨影响。机票 CPI 环比通胀率从 8 月的 2.7% 下降到 9 月的 1.2%，但仍维持在较高水平上。此外，医疗护理和娱乐服务 CPI 环比通胀率亦有所上升，但整体来说还算温和。

此外，期待已久的 9 月 PCE 统计方式调整落地。调整后，7 月核心 PCE 同比通胀率下调 0.36 个百分点，到 2.98%。调整幅度比我们之前预计

金晓雯，PhD，CFA

首席宏观分析师

xiaowen_jin@spdbi.com

(852) 2808 6437

2026 年 10 月 15 日



扫码关注浦银国际研究

浦銀國際

数据点评

9 月美国核心 CPI 环比再超预期，或加剧 10 月升息担忧

的 0.3 个百分点略高。修订主要涉及投资组合管理服务以及计算机软件和配件等分项，这些分项均是今年以来 PCE 通胀率维持韧性的重要原因。尽管如此，调整后的核心 PCE 通胀率在 7-8 月仍维持在 3% 左右的较高水平上。

9 月非农就业数据明显不及预期，劳动力市场重新显现降温迹象。9 月非农新增就业仅 **2.9 万人**，显著低于市场预期的 9 万人（图表 2）；与此同时，8 月新增就业由 16.2 万人下修至 13.3 万人，7 月则下修至减少 1 万人，前两个月合计下修 6 万人。分行业来看，就业增长整体较为分散但幅度有限，政府、信息业和部分专业服务就业下降，临时工就业亦连续数月回落，显示企业招聘需求有所转弱。不过，**就业市场目前更接近缓慢降温而非加速恶化**。在 9 月劳动参与率上升 0.2 个百分点到 61.8% 的情况下，9 月失业率仅由 8 月的 4.14% 小幅升至 4.18%（图表 3）。平均时薪环比仅增长 0.1%、同比增速降至 3.0%，工资压力继续缓和。我们预计今年剩余时间就业仍将受经济动能放缓、招聘需求减弱及 AI 应用增强等因素影响而走弱，但在裁员率仍较低的情况下，就业市场更可能表现为新增就业持续偏弱，而非失业率快速上升。

9 月超预期的核心 CPI 数据再次凸显通胀粘性。虽然我们认为推高 9 月核心 CPI 的部分因素——二手车价格和业主等价租金的上涨或不持久，且 8-9 月推高核心 CPI 的数据分项比较分散，或更倾向于波动因素，而不是单一分项的持续走强，但是连续两个月超预期的核心 CPI 通胀率或加深美联储对通胀的担忧，尤其在是高油价对核心通胀率的滞后影响仍未有显著体现的情况下。

通胀风险有所抬升，重点关注高油价持续性及其与 AI 投资需求的叠加效应。10 月以来，布伦特油价仍在每桶 100 美元以上波动，地缘局势与石油供给恢复的不确定性仍高。高能源成本若持续，或沿运输、制造、服务定价的路径滞后传导，延缓核心通胀回落。与此同时，AI 投资对电力、电子元件和建设资源的需求可能加剧局部供给约束。美联储官员哈马克 [10 月 12 日指出](#)，通胀压力已从能源等局部领域向更广泛的需求侧扩散，并需警惕企业提价行为变化。后续还需重点观察涨价是否向更多分项扩散。不过，工资增速放缓、高能源支出对其他消费的挤压或形成需求端约束，从而压制再通胀。

9 月会议纪要与最新官员讲话显示，美联储仍倾向于进一步收紧金融条件，但加息节奏保持灵活。美联储 10 月 7 日公布的 9 月会议纪要显示，多数与会者认为年底前可能仍需再次加息，但后续决策取决于数据和风险平衡。纪要认为，能源价格和 AI 投资扩张增加了价格压力，而整体金融条件仍支持经济增长。美联储官员沃勒 10 月 8 日表示，加息不必发生在连续的会议上；哈马克 10 月 12 日则倾向于在条件允许时较快作出小幅调整，以防高通胀固化为企业和居民的预期。

我们仍维持 10 月美联储按兵不动的基本判断，但提前加息的风险有所上升。核心 CPI 环比通胀率连续两个月在 0.3% 提高了再次加息必要性，但导致 8-9 月核心 CPI 加速的大部分原因均不具备持续性，就业与工资数据以及 PCE 修订后部分历史读数下调也支持谨慎安排节奏。因此我们仍倾向 10 月美联储将暂停加息，以评估 9 月加息及金融条件变化的效果。然而，这一判断的安全边际已经缩小。若随后发布的 9 月的 PPI、进口价格数据、通胀预期或官员沟通进一步强化广泛且持续的价格压力，我们不能完全排除美联储在 10 月再次加息的可能性。

若 10 月未提前行动，我们预计美联储会在 12 月会议加息 25 个基点。若 10 月暂停，而后续核心 CPI 和核心 PCE 仍显示粘性、就业没有明显恶化，12 月加息 25 个基点，仍是我们的基准情景。若 10 月已经加息，12 月的情况则需重新评估；只有价格压力进一步扩散、通胀预期上移且需求仍有韧性，才支持两次会议连续加息。

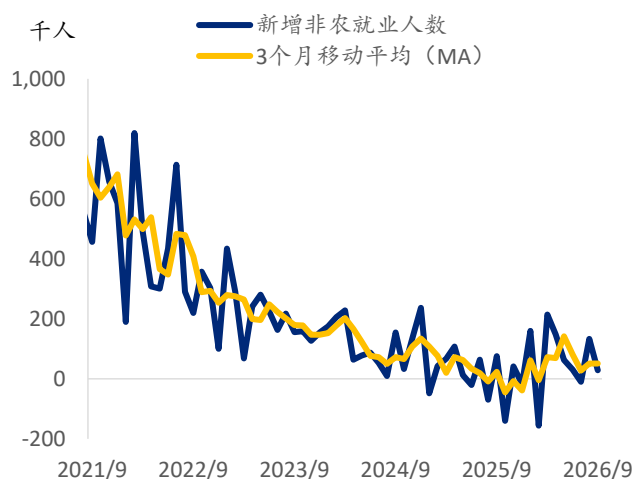
风险提示：下行风险：国际油价和地缘政治局势超预期变化；通胀粘性超预期触发美联储连续加息周期；就业或消费骤然恶化；AI 投资和生产率的净影响偏离预期；美债价格继续上升引发金融危机。**上行风险：**AI 资本开支和生产率提升对美国经济的支撑超预期。

图表 1: 美国 CPI 各分项环比增速和环比贡献

	26 年 9 月	26 年 8 月	环比 (%) 26 年 7 月	权重 (%) 26 年 9 月	环比贡献 (%) 26 年 9 月
CPI	0.65	0.40	0.07	100.0	0.65
食品	0.05	0.12	0.08	13.4	0.01
能源	5.20	2.10	-1.48	7.6	0.40
核心 CPI	0.33	0.29	0.22	78.9	0.26
- 商品	0.25	0.11	0.20	18.8	0.05
家用家具和供给	-0.16	-0.04	0.08	3.3	-0.01
服装	0.31	0.02	0.09	2.5	0.01
运输	0.39	0.28	0.23	6.8	0.03
医疗护理	-0.66	-0.23	-0.61	1.4	-0.01
娱乐商品	0.86	0.00	0.61	2.6	0.02
教育和通讯商品	0.87	0.10	1.33	0.4	0.00
酒精饮料	0.00	0.12	0.18	0.8	0.00
其它	0.08	0.46	0.37	0.7	0.00
- 服务	0.37	0.33	0.23	60.1	0.22
住房	0.39	0.26	0.14	35.2	0.14
主要居所租金	0.25	0.17	0.26	7.7	0.02
外宿	2.04	2.36	-2.75	1.4	0.03
业主等价租金	0.35	0.19	0.26	25.9	0.09
核心服务扣除住房	0.34	0.42	0.35	24.9	0.08
医疗护理	0.28	-0.25	0.56	6.8	0.02
运输	0.59	0.45	0.28	6.3	0.04
娱乐	0.30	0.00	0.00	2.4	0.01
教育和通讯商品	0.05	1.85	0.46	5.4	0.00
其它个人服务	0.29	-0.30	-0.32	3.9	0.01

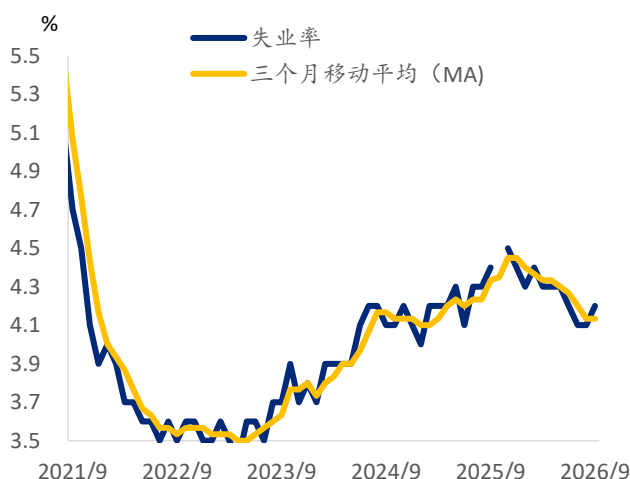
资料来源: CEIC、浦银国际

图表 2: 9 月非农新增就业仅 2.9 万人, 显著低于市场预期的 9 万人



资料来源: CEIC、浦银国际

图表 3: 在 9 月劳动参与率上升情况下的失业率仅略微上升



资料来源: CEIC、浦银国际

图表 4：近期相关报告列表

日期	报告标题和链接
2026 年 9 月 24 日	月度美国宏观洞察：沃什开启新一轮加息周期？
2026 年 9 月 17 日	9 月美联储会议如期加息 25 个基点，且表态继续偏鹰
2026 年 9 月 12 日	8 月美国核心 CPI 环比超预期，9 月美联储会议或加息 25 个基点
2026 年 8 月 31 日	月度美国宏观洞察：沃什再次放鹰，美联储 9 月会加息吗？
2026 年 8 月 13 日	7 月美国核心 CPI 符合预期，或继续缓解加息担忧
2026 年 8 月 7 日	宏观主题研究：中期选举结果将如何影响美国经济和金融市场？
2026 年 7 月 30 日	月度美国宏观洞察：美伊冲突再起、美联储不再提供利率指引将如何影响美国经济？
2026 年 7 月 15 日	6 月美国核心 CPI 环比再次超预期下滑，或锁定美联储 7 月按兵不动
2026 年 6 月 18 日	沃什首秀美联储议息会议显著转鹰
2026 年 6 月 11 日	5 月美国核心 CPI 环比超预期下滑，或暂时缓解市场上的加息担忧
2026 年 6 月 5 日	美国宏观经济 2026 年中期展望：财政刺激淡出后的 K 型分化加剧
2026 年 5 月 13 日	超预期的 4 月美国核心 CPI 数据或加深美联储偏鹰立场
2026 年 4 月 30 日	4 月美联储会议继续暂停降息，内部分歧加大或增加降息不确定性
2026 年 4 月 23 日	月度美国宏观洞察：美伊和谈、美联储主席换届对美国经济影响几何？
2026 年 3 月 27 日	宏观主题研究：油价持续走高将如何影响中美经济走向？
2026 年 3 月 25 日	月度美国宏观洞察：中东局势将如何改变美国经济展望？
2026 年 3 月 19 日	美联储 3 月继续暂停降息，通胀再次成为降息关键因素
2026 年 3 月 12 日	2 月美国核心 CPI 回落符合预期，但通胀上行风险仍制约近期降息可能性
2026 年 3 月 2 日	美国和以色列联合袭击伊朗对中美宏观经济的影响
2026 年 2 月 2 日	月度美国宏观洞察：多变的特朗普政策和美联储新主席的提名将给美国经济带来何种变化？
2026 年 1 月 29 日	美联储 1 月如期暂停降息，中性表述几乎未给将来降息路径提供线索
2026 年 1 月 26 日	宏观主题研究：美国劳动力市场到底有多弱？
2026 年 1 月 14 日	美国 12 月核心 CPI 略低于预期，但 1 月美联储或仍跳过降息
2025 年 12 月 19 日	美国 11 月 CPI 远低于预期，为明年 1 月降息保留可能性
2025 年 12 月 11 日	美联储 12 月如期降息，但表述较为鹰派
2025 年 11 月 21 日	2026 年美国宏观经济展望：政策刺激引领经济复苏之路
2025 年 10 月 30 日	美联储宣布 10 月降息和 12 月结束缩表，称 12 月降息并非板上钉钉
2025 年 10 月 30 日	宏观策略联合解读：中美元首会晤取得阶段性成果，有望提振短期市场情绪
2025 年 10 月 25 日	美国 9 月核心 CPI 超预期下滑，帮助锁定 10 月降息
2025 年 10 月 13 日	特朗普宣称将对中国加征 100%关税，如何看待中美关税战前景？
2025 年 9 月 23 日	月度美国宏观洞察：降息周期重启，美国经济会陷入衰退吗？
2025 年 9 月 18 日	美联储 9 月如期降息，年内或还有两次降息
2025 年 9 月 12 日	美国 8 月核心 CPI 符合预期，锁定下周 25 个基点降息
2025 年 8 月 26 日	月度美国宏观洞察：关税大致尘埃落定，9 月剑指重启降息？
2025 年 8 月 22 日	浦银国际宏观观点：关税问题上我们还需要担忧什么？
2025 年 8 月 12 日	美国 7 月核心 CPI 略微回升但符合预期，9 月重启降息可期
2025 年 7 月 31 日	美联储 7 月继续暂停降息，鲍威尔未对 9 月是否降息给出指引
2025 年 7 月 23 日	月度美国宏观洞察：8 月 1 日征税函生效在即，关税再成焦点
2025 年 7 月 16 日	美国 6 月核心 CPI 回升但低于预期，料本月议息会议将继续按兵不动
2025 年 7 月 3 日	暂缓期大限将至，个性化“对等关税”会卷土重来吗？
2025 年 6 月 20 日	月度美国宏观洞察：暂缓期大限将至，关税政策或再引关注
2025 年 6 月 19 日	美联储 6 月继续暂停降息，关税对通胀的影响仍是降息关键
2025 年 6 月 12 日	美国 5 月 CPI 超预期回落，料降息至少延迟至 9 月
2025 年 5 月 24 日	2025 年中期宏观经济展望：关税进展仍是中美经济关键因素
2025 年 5 月 14 日	美国 4 月 CPI 回升但不及预期，尚未体现关税影响
2025 年 5 月 8 日	美联储 5 月如期继续暂停降息，并排除“先发制人”可能性，降息还需“边走边看”
2025 年 5 月 7 日	月度美国宏观洞察：“对等关税”下美国经济濒临衰退
2025 年 4 月 11 日	美国 3 月 CPI 再超预期回落，但难抵关税阴霾
2025 年 4 月 3 日	政策解读：美国“对等关税”远超预期，而后或有部分减免可能

资料来源：浦银国际

免责声明

本报告之收取者透过接受本报告(包括任何有关的附件),表示及保证其根据下述的条件下有权获得本报告,且同意受此中包含的限制条件所约束。任何没有遵循这些限制的情况可能构成法律之违反。

本报告是由从事证券及期货条例(香港法例第 571 章)中第一类(证券交易)及第四类(就证券提供意见)受规管活动之持牌法国-浦银国际证券有限公司(统称“浦银国际证券”)利用集团信息及其他公开信息编制而成。所有资料均搜集自被认为是可靠的来源,但并不保证数据之准确性、可信性及完整性,亦不会因资料引致的任何损失承担任何责任。报告中的资料来源除非另有说明,否则信息均来自本集团。本报告的内容涉及到保密数据,所以仅供阁下为其自身利益而使用。除了阁下以及受聘向阁下提供咨询意见的人士(其同意将本材料保密并受本免责声明中所述限制约束)之外,本报告分发给任何人均属未经授权的行为。

任何人不得将本报告内任何信息用于其他目的。本报告仅是为提供信息而准备的,不得被解释为是一项关于购买或者出售任何证券或相关金融工具的要约邀请或者要约。阁下不应将本报告内容解释为法律、税务、会计或投资事项的专业意见或为任何推荐,阁下应当就本报告所述的任何交易涉及的法律及相关事项咨询其自己的法律顾问和财务顾问的意见。本报告内的信息及意见乃于文件注明日期作出,日后可作修改而不另通知,亦不一定会更新以反映文件日期之后发生的进展。本报告并未包含公司可能要求的所有信息,阁下不应仅仅依据本报告中的信息而作出投资、撤资或其他财务方面的任何决策或行动。除关于历史数据的陈述外,本报告可能包含前瞻性的陈述,牵涉多种风险和不确定性,该等前瞻性陈述可基于一些假设,受限于重大风险和不确定性。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映浦银国际证券的立场。浦银国际控股有限公司及其联属公司、关联公司(统称“浦银国际”)及/或其董事及/或雇员,可能持有在本报告内所述或有关公司之证券、并可能不时进行买卖。浦银国际或其任何董事及/或雇员对投资者因使用本报告或依赖其所载信息而引起的一切可能损失,概不承担任何法律责任。

浦银国际证券建议投资者应独立地评估本报告内的资料,考虑其本身的特定投资目标、财务状况及需要,在参与有关报告中所述公司之证券的交易前,委任其认为必须的法律、商业、财务、税务或其它方面的专业顾问。惟报告内所述的公司之证券未必能在所有司法管辖区或国家或供所有类别的投资者买卖。对部分的司法管辖区或国家而言,分发、发行或使用本报告会抵触当地法律、法则、规定、或其它注册或发牌的规例。本报告不是旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。

美国

浦银国际不是美国注册经纪商和美国金融业监管局(FINRA)的注册会员。浦银国际证券的分析师不具有美国金融监管局(FINRA)分析师的注册资格。因此,浦银国际证券不受美国就有关研究报告准备和分析师独立性规则的约束。

本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法规则 15a-6 定义的“主要机构投资者”,不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人士。接收本报告的美国收件人如想根据本报告中提供的信息进行任何买卖证券交易,都应仅通过美国注册的经纪交易商来进行交易。

英国

本报告并非由英国 2000 年金融服务与市场法(经修订)(「FSMA」)第 21 条所界定之认可人士发布,而本报告亦未经其批准。因此,本报告不会向英国公众人士派发,亦不得向公众人士传递。本报告仅提供给合格投资者(按照金融服务及市场法的涵义),即(i)按照 2000 年金融服务及市场法 2005 年(金融推广)命令(「命令」)第 19(5)条定义在投资方面拥有专业经验之投资专业人士或(ii)属于命令第 49(2)(a)至(d)条范围之高净值实体或(iii)其他可能合法与之沟通的人士(所有该等人士统称为「有关人士」)。不属于有关人士的任何机构和个人不得遵照或倚赖本报告或其任何内容行事。

本报告的版权仅为浦银国际证券所有,未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用,浦银国际证券对任何第三方的该等行为保留追述权利,并且对第三方未经授权行为不承担任何责任。

权益披露

- 1) 浦银国际并没有持有本报告所述公司逾 1%的财务权益。
- 2) 浦银国际跟本报告所述公司在过去 12 个月内并没有任何投资银行业务的关系。
- 3) 浦银国际并没有跟本报告所述公司为其证券进行庄家活动。

评级定义

证券评级定义:

“买入”: 未来 12 个月, 预期个股表现超过同期其所属的行业指数

“持有”: 未来 12 个月, 预期个股表现与同期所属的行业指数持平

“卖出”: 未来 12 个月, 预期个股表现逊于同期其所属的行业指数

行业评级定义 (相对于 MSCI 中国指数):

“超配”: 未来 12 个月优于 MSCI 中国 10%或以上

“标配”: 未来 12 个月优于/劣于 MSCI 中国少于 10%

“低配”: 未来 12 个月劣于 MSCI 中国超过 10%

分析师证明

本报告作者谨此声明: (i) 本报告发表的所有观点均正确地反映作者有关任何及所有提及的证券或发行人的个人观点, 并以独立方式撰写; (ii) 其报酬没有任何部分曾经, 是或将会直接或间接与本报告发表的特定建议或观点有关; (iii) 该等作者没有获得与所提及的证券或发行人相关且可能影响该等建议的内幕信息 / 非公开的价格敏感数据。

本报告作者进一步确定 (i) 他们或其各自的关联人士 (定义见证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则) 没有在本报告发行日期之前的 30 个历日内曾买卖或交易过本报告所提述的股票, 或在本报告发布后 3 个工作日 (定义见《证券及期货条例》(香港法例第 571 章)) 内将买卖或交易本文所提述的股票; (ii) 他们或其各自的关联人士并非本报告提述的任何公司的雇员; 及 (iii) 他们或其各自的关联人士没有拥有本报告提述的证券的任何金融利益。

浦银国际证券机构销售团队

杨增希

essie_yang@spdbi.com

852-2808 6469

浦银国际证券财富管理团队

张帆

vane_zhang@spdbi.com

(852) 2808 6467

浦银国际证券有限公司

SPDB International Securities Limited

网站: www.spdbi.com

地址: 香港轩尼诗道 1 号浦发银行大厦 33 楼

