

美国9月CPI点评

“M顶”雏形隐现

◆ 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：

美国9月CPI同比(非季调)上涨3.7%，环比上涨0.6%，分别较上月增长0.3和0.2个百分点。核心CPI同比增长2.6%，高于上月的2.4%，环比增长0.3%，与上月持平。整体高于预期。

评论：

结论：

图1: CPI 通胀数据总览

行业类别	9月CPI分项同比				9月CPI分项环比			
	2026-09	2026-08	2026-07	近一年同比趋势	2026-09	2026-08	2026-07	近一年环比趋势
CPI	3.7 (↑)	3.4	3.3		0.6 (↑)	0.4	0.1	
* 食品	2.5 (↓)	2.6	2.9		0.0 (↓)	0.1	0.1	
* 家庭食品	1.8 (↓)	2.1	2.6		-0.1 (↓)	0.0	-0.1	
* 非家用食品	3.5 (↑)	3.4	3.4		0.2 (↓)	0.3	0.3	
* 能源	20.4 (↑)	16.0	14.4		5.2 (↑)	2.1	-1.5	
* 汽油	34.2 (↑)	27.4	24.6		9.1 (↑)	3.9	-2.9	
* 电力	4.4 (↑)	3.8	4.2		0.2 (↑)	-0.2	0.1	
* 管道燃气	5.0 (↑)	4.4	4.3		-0.3 (↑)	-1.1	0.7	
* 核心CPI	2.6 (↑)	2.4	2.5		0.3 (—)	0.3	0.2	
* 商品(不含食品和能源商品)	0.7 (—)	0.7	0.8		0.3 (↑)	0.1	0.2	
* 服饰	3.4 (↓)	3.6	3.9		0.3 (↑)	0.0	0.1	
* 新车	0.6 (—)	0.6	0.5				0.1	
* 二手车	-1.5 (↑)	-2.3	-1.9		0.7 (↑)	0.4	0.4	
* 医疗保健商品	-3.3 (↓)	-2.7	-2.7		-0.7 (↓)	-0.2	-0.6	
* 服务(不含能源服务)	3.2 (↑)	3.0	3.0		0.4 (↑)	0.3	0.2	
* 住房	3.3 (↑)	3.1	3.2		0.4 (↑)	0.2	0.1	
* 医疗保健服务	2.5 (—)	2.5	2.7		0.3 (↑)	-0.2	0.6	
* 教育和通讯服务	2.3 (↑)	2.2	0.5		0.2 (↓)	1.6	0.6	

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

9月美国通胀再度抬升，能源冲击与核心价格黏性共同制约通胀回落。美国9月CPI同比上涨3.7%，前值3.4%，季调环比上涨0.6%，前值0.4%；核心CPI同比上涨2.6%，前值2.4%，季调环比上涨0.3%，与前值持平。我们认为，本月通胀反弹的主要推手是能源供给与运输受阻，核心通胀降温停滞则增加了政策应对的难度。汽油价格环比上涨9.1%，贡献超过整体CPI当月涨幅的一半；与此同时，核心CPI连续两个月上涨0.3%，说明剔除能源直接影响后，价格压力仍未充分缓解。

数据公布后市场交易加息提前与紧缩幅度扩大。通胀数据发布后，10月加息25个基点的概率由21.6%升至47.1%；截至12月累计加息50个基点的概率升至41.2%，说明市场同时提高了对连续加息的押注。因此，美股低开，标普500与纳指开盘分别下跌0.4%和0.65%；美元指数上涨约0.5%，伦敦金下跌约1.4%。两年、十年期美债收益率分别上升15.0、11.9个BP，其中十年期实际收益率上升8.4个BP，表明核心通胀高于预期推动政策利率路径和实际利率重新定价，进而压制股票与黄金。

对于后续货币政策，我们仍以10月暂缓加息、12月加息一次为基准判断。通胀偏强、票委偏鹰等坏消息已集中浮出水面，我们认为市场对此已较充分定价，若中期选举前，中东局势出现缓和或其他实质性利好，加息预期易下难上。从政策看，票委对连续加息尚有分歧，金融条件收紧也为观望提供了缓冲。我们更关注沃什如何重新评估当前的经济与通胀形势。9月FOMC会议上，他支持加息的重要依据是经济保持韧性、通胀偏高且未出现趋势性改善。如今，新增非农就业放缓，PCE年度修订后的读数也较会议时的估计温和，意味着此前支持加息的依据已有变化。北京时间10月16日沃什在泰国的表态尤为关键，需要观察他是否仍认为有必要尽快继续收紧。综合来看，我们仍维持10月暂停、12月再加息的基准情形。

图2：近期票委观点汇总

票委	观点	取向
凯文·沃什 Kevin Warsh	9月16日，议息记者会：“This summer’s inflation readings do not tell me that underlying trends have meaningfully improved.”（今年夏季的通胀数据并未表明，潜在趋势已经出现实质性改善。）	偏鹰
洛丽·洛根 Lorie Logan	10月1日：“I currently estimate the target range needs to rise an additional 50 basis points or more”（我目前估计，目标利率区间还需要进一步提高至少50个基点。）	偏鹰
贝丝·哈马克 Beth Hammack	10月12日：“a restrictive monetary policy stance is appropriate to ensure a timely return to 2 percent inflation”（采取限制性的货币政策立场是适当的，以确保通胀及时回到2%。）	偏鹰
尼尔·卡什卡利 Neel Kashkari	10月1日，路透采访：“I’m open-minded”（我持开放态度）；“I don’t have a strong view”（我没有很强的倾向）。两句针对加息安排，尤其是在10月行动。	偏鹰
迈克尔·巴尔 Michael Barr	9月29日：“In my base case, further policy adjustments are likely to be needed”（在我的基准情景中，可能还需要进一步调整政策。）	偏鹰
安娜·保尔森 Anna Paulson	9月24日：“Looking ahead, if conditions evolve as I expect, some modest further tightening may be warranted.”（展望未来，如果形势按照我的预期发展，进一步进行一些温和的紧缩可能是必要的。）	偏鹰
约翰·威廉姆斯 John Williams	2026年10月13日，谈及2027年，“I don’t think at this time I have any reason to believe that we would need to do more”（目前我没有理由认为我们还需要进一步行动，指继续加息）。预计2027年通胀明显回落。	偏鸽
菲利普·杰斐逊 Philip Jefferson	10月1日：“My colleagues and I will need to come to our own judgment, which may take more time.”（我和同事需要形成自己的判断，这可能需要更多时间。）	偏鸽
米歇尔·鲍曼 Michelle Bowman	10月14日，曼谷活动，CPI公布前：“I don’t feel any urgency for taking further action at this point”（目前我并不认为有必要急于采取进一步行动。）	偏鸽

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

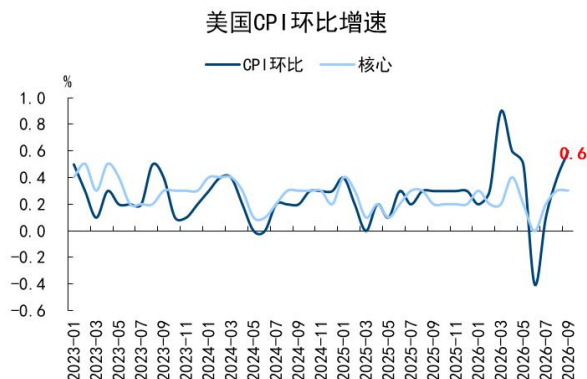
◆ 环比：出口通道受阻与低库存共振，汽油拉动最为突出

9月整体通胀加速，汽油价格的大幅上涨是主因。整体CPI环比由0.4%升至0.6%，其中能源价格上涨5.2%，汽油上涨9.1%，食品持平，核心CPI上涨0.3%；BLS明确指出，汽油贡献了当月整体涨幅的一半以上。汽油未经季调的实际涨幅为6.5%，表明季节调整放大了读数，但零售端本身已有明显涨价。食品方面，家庭食品下降0.1%、外出就餐上涨0.2%，对冲后没有形成新的总量推力。

中东冲突对油价的关键影响，在于沙特绕行出口通道受损，提高了近期交付的不确定性。沙特东西输油管道遭袭，暂时阻断了绕过霍尔木兹海峡、经红海出口的重要通道；叠加油轮运费和保险成本上升，原油到达炼厂的成本增加，9月布伦特现货月均价升至114.0美元/桶，较8月上涨23.0美元/桶。与此同时，美国成品油库存偏低，放大了原油涨价向汽油零售端的传导。截至9月25日，汽油和馏分油库存较上年同期分别低7.4%和14.9%。

核心商品与服务均呈上行趋势。本月核心商品有所升温，环比由0.1%升至0.3%，二手车、新车和服装分别上涨0.7%、0.2%和0.3%，医疗保健商品下降0.7%，内部仍有分化。核心服务的支撑来自住房及部分出行、医疗服务。核心服务环比由0.3%升至0.4%，住所价格上涨0.4%，其中业主等价租金上涨0.3%、主要居所租金上涨0.2%，酒店上涨2.0%。机票和医院服务分别上涨1.2%、0.7%，显示服务涨价仍有一定广度。

图3: 美国 CPI 环比增速（长期趋势）



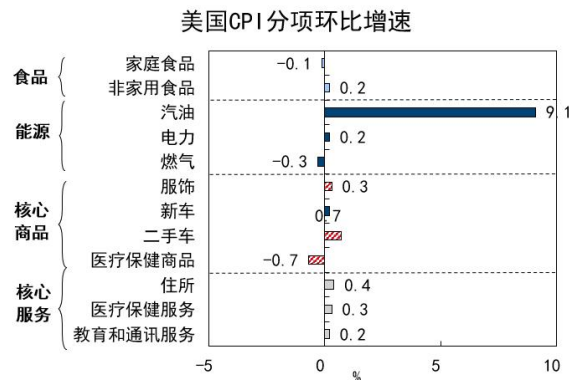
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图4: 美国 CPI 环比增速（短期趋势）



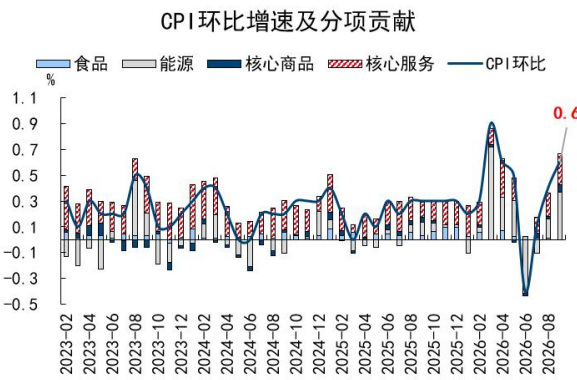
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图5: 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

图6: 美国 CPI 环比增速及分项贡献



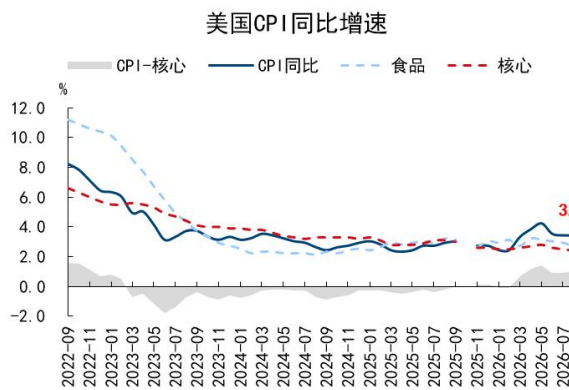
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

◆ 同比：“M 顶”雏形隐现

9 月 CPI 同比由 3.4% 升至 3.7%，核心 CPI 由 2.4% 升至 2.6%；同期整体环比加速、核心环比连续两个月保持 0.3%，近期价格动能仍偏强。同比变化还取决于去年同期价格退出比较窗口的幅度。

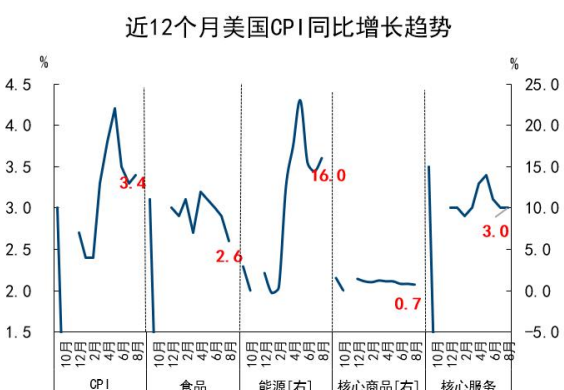
分结构看，能源最突出，服务仍构成核心通胀的重要支撑。食品、能源、核心商品和核心服务分别上涨 2.5%、20.4%、0.7% 和 3.1%。能源内部汽油同比上涨 34.2%，远高于电力的 4.4% 和天然气的 5.0%；食品内部家庭食品上涨 1.8%，外出就餐上涨 3.5%，服务性质较强的餐饮仍更有黏性。住所同比上涨 3.2%，说明即使能源压力缓解，核心通胀持续回落仍需住房及其他服务共同配合。

图7: 美国 CPI 同比增速（长期趋势）



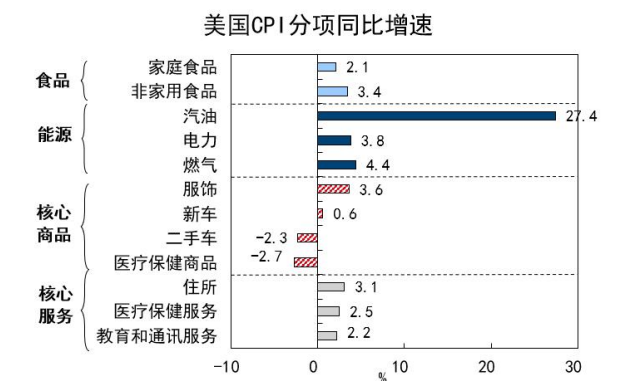
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图8: 美国 CPI 同比增速（短期趋势）



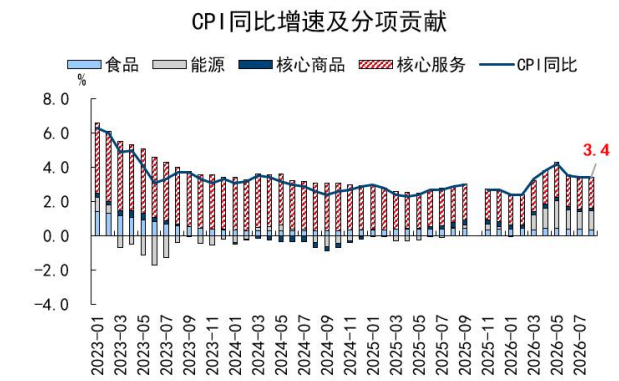
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图9: 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10: 美国 CPI 同比增速及分项贡献



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

◆ 展望: 10月加息风险上升, 但“10停12加”仍为基准情形

数据公布后, 市场同时上调了加息提前与紧缩幅度扩大的预期。10月加息 25 个基点的概率由 21.6% 升至 47.1%, 截至 12 月累计加息 50 个基点的概率由 18.3% 升至 41.2%。美股随之低开, 标普 500 与纳指开盘分别下跌 0.4% 和 0.65%; 从数据公布前至美股开盘, 两年、十年期美债收益率分别上行 15.0、11.9 个基点, 美元指数上涨约 0.5%, 黄金下跌约 1.4%。其中, 两年期收益率上行幅度更大, 十年期实际收益率上升 8.4 个基点, 说明市场主要在重新评估政策利率路径及持有资产的机会成本。股债承压、美元走强的组合, 也表明此次反应主要由紧缩预期驱动, 衰退担忧尚未占据主导。

10月暂停、12月再加息仍是基准情形, 但 10月连续加息已不是小概率事件。通胀偏强与鹰派表态已较充分反映在市场定价中, 若中期选举前中东局势缓和或出现其他实质性利好, 10月加息预期存在回落空间。同时, 非农就业放缓、修订后的 PCE 读数较此前估计温和, 也为重新评估连续加息的必要性提供了依据。北京时间 10 月 16 日沃什在泰国的表态, 将是判断联储是否选择暂缓行动的重要线索。

◆ 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:

- 《通胀数据快评-PPI 大幅高于预期》——2026-10-14
- 《9月进出口数据点评——出口广谱走强, 年末压力渐增》——2026-10-14
- 《十一假期数据点评-旅游目的地“极化”背后》——2026-10-10
- 《9月非农数据点评-就业风向突变, 政策航向难改》——2026-10-04
- 《9月 PMI 数据解读-季末回暖, 政策续力》——2026-09-30

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