10 月 CPI 再超预期，基本锁定 12 月美联储加息，升息幅度仍有不确定性

金晓雯，PhD，CFA
首席宏观分析师
xiaowen_jin@spdbi.com
(852) 2808 6437

2026 年 11 月 11 日

美国 10 月核心 CPI 环比通胀率连续第三个月超预期。按环比来看，美国核心 CPI 通胀率从 9 月的 0.33%微降到 10 月的 0.30%，仍高于市场预期的 0.2%；美国 10 月整体 CPI 通胀率回落 0.3 个百分点到 0.35%，亦仍略高于市场预期的 0.3%。其中，能源 CPI 环比通胀率随着油价涨幅的收窄从 9 月的 5.2%下滑至 0.7%，是整体 CPI 下滑的主要原因，但 10 月食品 CPI 环比通胀率显著回升 0.4 个百分点到 0.5%。受去年政府“停摆”影响，美国劳工局此次没有公布 10 月 CPI 同比数据。

从环比细分数据来看，10 月核心商品和住房 CPI 通胀率均略微下滑，但运输、医疗等服务价格仍有韧性，核心通胀降温仍不顺畅（图表 1）。

- **核心商品价格环比通胀率回落 0.09 个百分点到 0.16%，二手车价格转跌形成明显拖累，高油价传导效应开始显现。**其中，运输 CPI 环比通胀率部分因为二手车价格大跌而走低 0.77 个百分点到-0.38%。教育和通讯商品 CPI 环比通胀率亦收窄 0.37 个百分点到 0.5%，或受到计算机、外围设备 CPI 环比通胀率下滑的影响。这或暗示着芯片价格暴涨引起的相关产业链价格大涨的最坏时期已经过去。与此同时，8-9 月连续低迷的家具和医疗护理商品价格 10 月环比增速显著改善。家具价格的上升或与油价传导有关。娱乐商品 CPI 环比通胀率略微下滑，但仍维持 0.71%的较高水平。二手车涨价趋势的逆转表明，前期部分推升因素确有波动性，但其他商品价格回升抵消了部分降温作用。核心商品尚未回到持续通缩状态。

- **住房 CPI 环比通胀率 10 月仅略微回落 0.09 个百分点到 0.3%，仍是通胀重要来源。**尽管涨幅有所收窄，住房仍贡献了超过三成的当月核心 CPI 增幅，反映高权重分项的通胀粘性仍强。其中，最为关键的业主等价租金 CPI 环比通胀率 10 月仅小幅下滑 0.03 个百分点到 0.32%。主要居所租金 CPI 环比通胀率微降至 0.2%。但考虑到房价趋势，我们依然认为该分项有下降空间，后续需观察租金和业主等价租金 CPI 环比通胀率能否连续放缓。外宿 CPI 环比通胀率从 9 月的 2.04%下滑到 0.64%。

- **排除了住房的核心服务 CPI（超级核心服务 CPI）环比通胀率 10 月反弹 0.05 个百分点到 0.39%，压力仍较为突出。**娱乐和运输服务 CPI 环比通胀率的上升是主要推动力，两者均在 10 月升到 0.8%以上的较高水平。细看运输服务分项，油价涨幅的收窄推动机票价格环比增速下滑（10 月：0.4%，9 月：0.4%），但汽车保险价格

扫码关注浦银国际研究

本研究报告由浦银国际证券有限公司分析师编制，请仔细阅读本报告最后部分的分析师披露、商业关系披露及免责声明。

环比增速显著加快（10 月：0.71%；9 月：0.07%），此前高油价的传导效应导致其他城际交通价格的环比增速连续两个月维持在 1.4%。医疗护理 CPI 环比通胀率微升 0.02 个百分点到 0.3%，其中医院服务和医生服务价格分别上涨 0.8%和 0.4%，显示涨价并未局限于单一分项。总体来说，运输服务涨价可能包含此前能源成本的滞后传导影响，但保险重定价、医疗费用调整和出行需求等亦会影响各分项价格，不能将其全部归因于油价。后续重点观察涨价的持续性。

10 月美国非农新增就业人数明显超预期，有助于减轻美联储对劳动力市场走弱的顾虑。10 月非农新增就业 16.5 万人，远高于路透调查预期的 6.5 万人，主要由专业和商业服务、医疗保健及运输仓储业拉动。8 月和 9 月新增就业分别上修至 18.6 万和 6.0 万人，合计上修 8.4 万人（图表 2）。在劳动参与率小幅上升的情况下（上升 0.1 个百分点到 61.9%），失业率由 9 月的 4.174%略微下降至 4.141%，显示就业人数增长快于劳动力人口（图表 3）。不过，因经济原因被迫兼职的人数增加，广义失业率（U-6）由 7.6%升至 7.9%。与修订后的 9 月数据比较，私营部门平均时薪环比增速由 0.3%加快至 0.4%，同比增速则由 3.2%微降至 3.1%，工资趋势仍较温和。就业超预期减轻了美联储对劳动力市场走弱的顾虑，但非农新增就业数据今年以来波动较大，我们认为并不需要对单一数据过度解读。接下来，若财政刺激的边际提振减弱、经济动能放缓，叠加 AI 应用压低部分岗位的招聘需求，我们认为就业增长或仍逐步降温。

10 月继续超预期的核心 CPI 数据再次凸显核心通胀粘性，高油价传导效应开始显现。二手车价格已经回落、住房价格涨幅亦放缓，但核心 CPI 连续第三个月环比上涨 0.3%，说明基础价格压力尚未明显消退。此外，此前仅主要反映在机票 CPI 的高油价传导效应 10 月开始向家具、城际交通 CPI 等分项传导。不过，各分项走势仍有分化，单月数据尚不足以确认全面再通胀。

接下来，油价回落有望缓和后续整体通胀，但核心通胀回落仍可能偏慢。特朗普 11 月 9 日表示暂缓进一步对伊朗军事打击，但仍维持海上封锁，美伊尚未达成最终协议。布伦特原油期货 11 月 10 日盘中一度跌破每桶 90 美元，较 10 月底高点明显回落。若局势继续缓和、油价维持较低水平，汽油等能源分项对通胀的推升作用有望进一步减弱。然而，美联储 11 月 9 日发布的研究显示，疫情后油价向核心通胀的传导有所增强，前期高能源成本仍可能滞后影响商品与服务定价，这一点在 10 月数据中已有所体现。与此同时，AI 数据中心扩建可能加剧局部电力和施工资源约束，尽管民主党赢得国会控制权以及部分关键州州长竞选或对数据中心的建设形成一定阻力。不过，9 月实际可支配收入环比下降 0.3%、实际消费近乎持平，家庭购买力承压或限制企业向消费者转嫁成本的空间。

我们维持 12 月美联储加息 25 个基点的基准判断，但单次加息 50 个基点的风险正在上升。10 月美联储会议表明通胀仍高、且为追加紧缩保留依据，但沃什对政策已开始见效的评价增加了观望空间。从基本面来看，10 月就业超预期及此前月份数据上修缓解了美联储对劳动力市场走弱的顾虑，核心 CPI 连续三个月上涨 0.3%则强化了追加紧缩的理由。美联储理事沃勒 11 月 10 日在美国 CPI 数据公布前表示，若核心 CPI 环比仍在 0.3%或更高，应考虑 12 月加息 50 个基点。本次核心 CPI 读数达到其提出的条件，但这一表态仍属沃勒个人观点，不能等同于 FOMC 共识。考虑到近期油价明显回落、住房和核心商品涨幅放缓，我们仍维持 12 月美联储再加息 25 个基点的基本判断，但由于超预期的 10 月通胀和就业数据，12 月单次加息 50 个基点的风险也明显上升，后续需关注其他官员是否跟进支持，以及 11 月非农就业数据、10 月 PCE 通胀数据发布和通胀预期变化。11 月 CPI 通胀数据发布时间将晚于 12 月 8-9 日召开的 12 月议息会议。对于明年政策路径，需重点关注 12 月经济预测及利率预测的调整，以及潜在的 5 个工作小组的报告，后者可能也会影响美联储对利率路径的判断。目前来看，我们仍倾向于认为美联储本轮是预防性加息，而非过热性加息。

在中期选举的影响问题上，我们认为国会控制权易手对美联储短期政策的影响或有限。民主党控制两院减少了一项潜在的额外需求刺激，这有助于降低进一步加息的尾部风险。此外，当前更为制衡的美国政治环境亦有可能放缓美国 AI 投资发展，从而缓解从 AI 投资扩张带来的价格压力。不过，具体的货币政策走势仍依赖于通胀和就业之间的平衡。

另外，联邦法官、内阁及高级官员任命由参议院确认。在民主党控制参议院的情况下，美联储理事的任命或受阻（地区联储行长不经参议院确认）。未来任何美联储理事会的提名都有可能遭到冻结。然而，目前七名理事席位均已满，沃什也已就任主席，短期内并不会自然形成理事会席位长期空缺。只有在 2027 年后席位出现空缺，民主党掌控下的参议院才可通过延迟确认来限制特朗普继续调整理事会构成（参见：民主党在美国中期选举中大获全胜，将如何影响美国经济和金融市场？）。

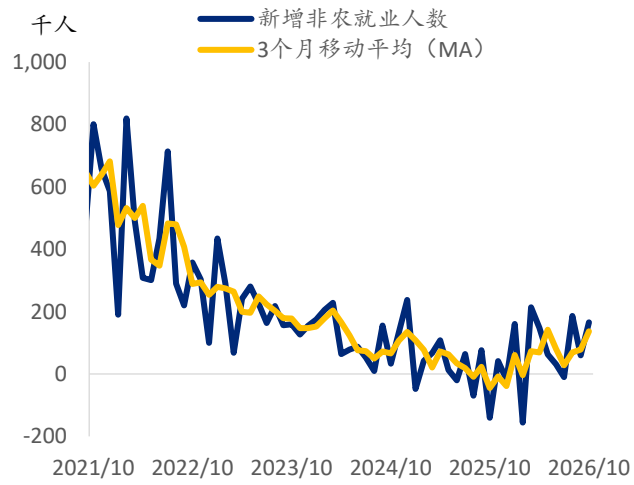
风险提示： **通胀上行风险**包括美伊局势反复推升油价，前期能源成本向核心商品和服务价格的传导强于预期，以及 AI 投资加剧电力、原材料和施工资源供需紧张，导致核心通胀粘性超预期，美联储加息幅度或后续紧缩力度超过基准判断。**下行风险**包括美伊局势持续缓和、油价回落快于预期，住房通胀降温加快，以及就业、消费或 AI 投资走弱超预期，促使通胀更快回落并降低进一步加息的必要性。

图表 1：美国 CPI 各分项环比增速和环比贡献

	环比（%）			权重（%）	环比贡献（%）
	26 年 10 月	26 年 9 月	26 年 8 月	26 年 10 月	26 年 10 月
CPI	0.35	0.65	0.40	100.0	0.35
食品	0.47	0.05	0.12	13.5	0.06
能源	0.70	5.20	2.10	7.6	0.05
核心 CPI	**0.30**	**0.33**	**0.29**	78.9	0.23
- 商品	**0.16**	**0.25**	**0.11**	18.7	0.03
家用家具和供给	0.71	-0.16	-0.04	3.3	0.02
服装	0.08	0.31	0.02	2.5	0.00
运输	-0.38	0.39	0.28	6.7	-0.03
医疗护理	0.52	-0.66	-0.23	1.4	0.01
娱乐商品	0.71	0.86	0.00	2.6	0.02
教育和通讯商品	0.50	0.87	0.10	0.4	0.00
酒精饮料	0.02	0.00	0.12	0.8	0.00
其它	0.34	0.08	0.46	0.7	0.00
- 服务	**0.34**	**0.37**	**0.33**	60.2	0.20
住房	**0.30**	**0.39**	**0.26**	35.2	0.11
主要居所租金	0.20	0.25	0.17	7.7	0.02
外宿	0.64	2.04	2.36	1.3	0.01
业主等价租金	0.32	0.35	0.19	25.9	0.08
核心服务扣除住房	**0.39**	**0.34**	**0.42**	24.9	0.10
医疗护理	0.30	0.28	-0.25	6.8	0.02
运输	0.84	0.59	0.45	6.3	0.05
娱乐	0.88	0.30	0.00	2.5	0.02
教育和通讯商品	0.04	0.05	1.85	5.4	0.00
其它个人服务	-0.07	0.29	-0.30	3.9	0.00

资料来源：CEIC、浦银国际

图表 2：10 月非农新增就业人数远超预期



资料来源：CEIC、浦银国际

图表 3：10 月劳动参与率回升，而失业率下降 0.03 个百分点到 4.1%



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 11 月 5 日	民主党在美国中期选举中大获全胜，将如何影响美国经济和金融市场？
2026 年 10 月 29 日	月度美国宏观洞察：美联储暂停加息，中期选举结果将产生什么影响？
2026 年 10 月 29 日	美联储 10 月议息会议按兵不动符合预期，明年起削减议息会议次数
2026 年 10 月 15 日	9 月美国核心 CPI 环比再超预期，或加剧 10 月升息担忧
2026 年 9 月 27 日	宏观策略联合解读中美元首华盛顿会晤
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

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团－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。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。本报告仅提供给合资格投资者(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