东吴证券 SOOCHOW SECURITIES

宏观点评 20261111

美国 10 月 CPI：通胀风险，刻不容缓——2026 年 10 月美国 CPI 数据点评

2026 年 11 月 11 日

证券分析师 芦哲
执业证书：S0600524110003
luzhe@dwzq.com.cn
证券分析师 张佳炜
执业证书：S0600524120013
zhangjw@dwzq.com.cn
证券分析师 韦祎
执业证书：S0600525040002
weiy@dwzq.com.cn
证券分析师 王茁
执业证书：S0600526010001
wangzhuo@dwzq.com.cn

相关研究

《10 月美国 CPI 前瞻：油价与经济韧性的双重检验——海外周报 20261109》

2026-11-09

《食品价格回落或影响 10 月 CPI 同比读数》

2026-11-08

■ **核心观点：**10 月美国 CPI 再度全面超预期，**通胀扩散度连续第三个月走高**，核心通胀 3 个月均年率升至 3.68%的高位，这继续强化了 9 月美国 CPI 释放的美国经济韧性和油价传导信号。展望看，**当前市场对未来通胀路径仍然偏乐观**，因美国通胀问题不在于油价短期的边际变化，而是 7 月以来油价*"Higher for Longer"*所引发的通胀扩散风险。**对于货币政策而言，仅从泰勒规则来看，当前市场定价的加息预期仍有加码空间**；而 **12 月最终是否落地 50bps 加息，短期来看油价仍是关键。对于交易策略而言**，9—10 月核心 CPI 连续超预期的启示在于，**需要更加重视通胀扩散风险**。我们认为，除非中东的能源供给风险得到实质性化解，否则当前权益投资者相对于 FICC 投资者更加乐观的定价存在较大的纠偏风险。

■ **美国 10 月 CPI：再度超预期。**10 月 CPI 环比+0.35%，预期+0.3%，前值+0.65%；核心 CPI 环比+0.30%，预期+0.2%，前值+0.33%。这是美国核心 CPI 环比连续第三个月超预期，核心 CPI 环比 3 个月均年率也从 7 月的+1.63%走高至 10 月的+3.68%。数据公布后，市场交易典型的紧货币，美债利率走高、黄金&铜&油走低。由于数据发布前，美联储理事 Waller 表示若 10 月核心 CPI 环比达到 0.3%甚至更高，不排除 12 月加息 50bps 的可能性，市场对 12 月加息预期 50bps 的定价一度达到 14%。

■ **通胀结构：核心分项环比全面走高，通胀广度扩散。**从分项看，与 9 月 CPI 数据类似，10 月美国 CPI 的几大核心项目环比均维持在较高水平，通胀扩散度继续走高。**①核心商品方面**，10 月核心商品 CPI 环比+0.16%，其中除二手车以外核心商品环比+0.39%，为 2023 年 1 月以来最高，前值+0.18%。趋势上，核心商品环比已连续 4 个月为正；结构上，**全球供应链压力、关税和 AI 相关商品涨价的影响仍在持续**。其中，高占比和高波动的**二手车环比跌至-1.22%，与其领先指标 Manheim 二手车连续几个月的回落趋势一致**。其他商品类别中，家居用品环比大幅升至+0.71%，其中的家务商品、家具&床上用品环比增长加速，但持续性有待验证；医保、休闲、教育&通讯商品等环比增速均录得 0.5%—0.7%的较高区间，反映关税或油价二轮效应的广泛性。**②居住通胀方面**，10 月核心服务环比+0.34%，前值+0.37%，其中居住通胀环比+0.30%，较前值+0.39%略有回落。主要分项中，住所租金和自住房折算环比分别录得+0.20%、+0.32%，虽然相较上月的高位有所回落，但较此前 0.1%—0.2%中枢仍偏高；高波动的酒店住宿环比回落至+0.64%。从领先指标——领先约 16 个月的房价和领先约 6—8 个月的租金来看，**居住通胀的趋势下行或已接近尾声**。**③超级核心通胀方面**，10 月非居住核心服务通胀环比+0.41%，前值+0.34%，超级核心通胀（包括居住服务中的酒店住宿）环比+0.40%，前值+0.42%，均保持在高中枢，且 3 个月均年率分别录得+4.68%、+5.31%的高位。尤其是，从结构来看，**以往的高波动、易带来噪音的项目如机票、酒店住宿、车险等本月均没有异常偏高，表明核心服务的走高具有广泛性**。**④通胀扩散度方面，反映通胀广度的通胀扩散指数在 10 月继续走高**，环比折年增速大于过去 5 年均值的项目占比从 24.76%提升至 32.15%，环比折年增速大于 4%的项目占比从 35.12%提升至 41.20%，其背后是 7 月以来油价"*Higher for Longer*"带来的更广泛的成本走高。

■ **展望与策略启示：重视通胀扩散风险。**总体来看，10 月美国 CPI 连续第 3 个月全面超预期，其中除二手车外的核心商品、居住服务和超级核心通胀环比均保持在较高中枢，通胀扩散度连续第三个月上升，这继续强化了 9 月美国 CPI 释放的信号，即**美国经济韧性、油价*"Higher for Longer"*强化了通胀的传导；核心 CPI 连续 3 个月超预期且扩散风险显著增大，使得美联储也再难以忽视通胀的上行风险**。展望看，当前市场对美国通胀路径仍然偏乐观：交易员预期明年美国 CPI 环比中枢在

请务必阅读正文之后的免责声明部分

0.1-0.2%，且更贴近 0.1%，并预期美国 CPI 同比在 2027 年 3—5 月因基数效应跌至 2%。从高频预测来看，近期油价的下跌让美联储通胀实时预测模型对 11 月 CPI 的预期并不高，但现在的问题不是油价短期的边际变化，而是 7 月以来“*Higher for Longer*”的油价所引发的通胀扩散风险的惯性到底多大。近期数据显示，油价的持续高企使得通胀黏性扩大，油价带来的通胀预期上行风险正在实质化，这不是一个月油价回落能逆转的，而是需要中东地缘风险的解除和美联储紧货币的加码。

- **对于货币政策而言，加息预期仍有加码空间：**超预期的 10 月 CPI 数据与美联储官员 Waller、Logan 的鹰派发言后，交易员定价美联储 12 月、明年 9 月累计加息 1.1、3.0 次，即 12 月加息 50bps 的概率为 10%，到明年 9 月累计加息 3 次。仅从泰勒规则来看，10 月 4.14%的失业率与 3.3%的核心 PCE 指引（根据 Polymarket 预测）美联储还应加息 4.6—5 次，市场定价仍有上行空间。对于 12 月加息预期而言，最终是否落地 50bps 加息，我们认为油价仍是关键：若油价“高烧难退”，通胀预期加速上行，不排除 12 月“亡羊补牢”式加息 50bps 的可能性；不过，若风险相对可控，12 月、1 月各加息 25bps 是为相对更稳妥的做法；另外 12 月 4 日公布的 11 月非农也将影响 12 月 FOMC 与点阵图。

- **对于交易策略而言，9—10 月核心 CPI 连续超预期的启示在于，需要更加重视通胀扩散风险。**10 月超预期的 CPI 公布后，美债、美元与黄金等 FICC 市场交易紧货币预期的升温，美股则保持了相对韧性。我们认为，除非中东的能源供给风险得到实质性化解，否则当前权益投资者相对于 FICC 投资者更加乐观的定价存在较大的纠偏风险。

- **风险提示：**油价失控推高通胀；美联储维持高利率水平时间过长，引发金融系统流动性危机。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

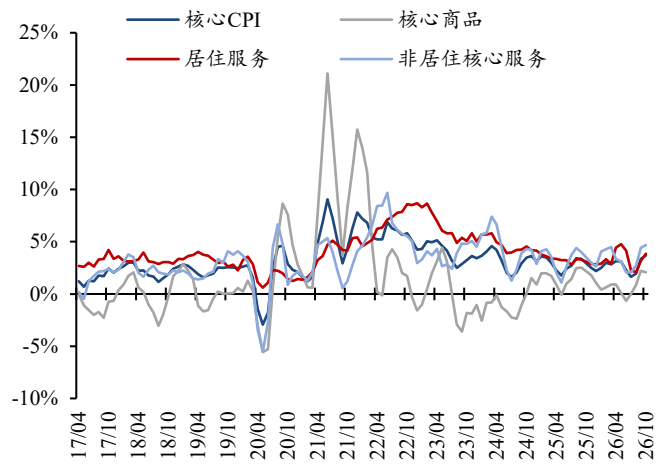
图1：美国 CPI 主要分项环比增速

拉动率	权重	环比增速	2026/10	2026/09	2026/08	2026/07	2026/06	2026/05	2026/04	2026/03	2026/02	2026/01	2025/12
0.35	100.00	所有项目	0.35	0.65	0.40	0.07	-0.42	0.47	0.64	0.87	0.27	0.17	0.30
0.06	13.45	食品	0.47	0.05	0.12	0.08	0.21	0.16	0.50	-0.01	0.39	0.19	0.66
0.04	8.16	食品商品	0.44	-0.07	0.04	-0.07	0.19	0.06	0.68	-0.16	0.44	0.19	0.63
0.03	5.29	食品服务	0.52	0.23	0.25	0.31	0.23	0.30	0.23	0.24	0.32	0.15	0.69
0.05	7.65	能源	0.70	5.20	2.10	-1.48	-5.71	3.88	3.81	10.87	0.63	-1.47	0.34
0.04	4.40	能源商品	0.81	9.32	4.24	-2.92	-9.48	6.70	5.62	21.35	1.10	-3.26	-0.31
0.03	4.22	机动车汽油	0.73	9.28	4.13	-3.01	-9.60	6.84	5.68	21.46	0.83	-3.21	-0.32
0.02	3.25	能源服务	0.55	0.12	-0.43	0.26	-0.69	0.36	1.62	0.41	0.17	0.19	0.99
0.02	2.51	电力服务	0.94	0.25	-0.21	0.13	-1.04	0.63	2.14	0.82	-0.71	-0.11	0.15
-0.01	0.73	天然气服务	-0.76	-0.32	-1.14	0.68	0.47	-0.54	-0.07	-0.87	3.09	0.97	3.72
0.23	78.91	核心项目	0.30	0.33	0.29	0.22	-0.02	0.21	0.38	0.20	0.22	0.30	0.23
0.03	18.81	核心商品	0.16	0.25	0.11	0.20	-0.09	-0.11	0.03	0.11	0.08	0.04	0.03
0.06	16.14	核心商品除二手车	0.39	0.18	0.06	0.16	-0.06	-0.15	0.04	0.19	0.16	0.36	0.16
0.02	3.29	家居陈设&用品	0.71	-0.16	-0.04	0.08	-0.13	-0.24	-0.50	-0.18	0.23	0.29	0.51
0.00	2.49	服装	0.08	0.31	0.02	0.09	-0.55	0.29	0.64	1.03	1.28	0.31	0.33
-0.03	6.81	交通运输商品	-0.38	0.39	0.28	0.23	-0.08	-0.14	-0.10	-0.07	-0.10	-0.66	-0.26
0.01	3.73	新车	0.17	0.20	0.25	0.08	-0.02	-0.26	-0.16	0.10	0.04	0.15	0.01
-0.03	2.67	二手车	-1.22	0.67	0.37	0.40	-0.23	0.10	0.00	-0.42	-0.38	-1.84	-0.87
0.01	1.38	医保商品	0.52	-0.66	-0.23	-0.61	-0.16	-0.71	-0.35	-0.98	-0.04	-0.06	0.33
0.01	1.93	休闲商品	0.71	0.86	0.00	0.61	0.92	-0.06	0.07	0.53	0.36	0.63	0.10
0.00	0.79	教育&通讯商品	0.50	0.87	0.10	1.33	-0.84	-0.02	0.54	0.34	-3.03	0.27	-1.69
0.00	0.82	酒饮	0.02	0.00	0.12	0.18	0.03	0.06	0.28	0.26	0.03	3.09	-1.33
0.00	1.30	其他商品	0.34	0.08	0.46	0.37	-0.22	0.15	0.52	0.46	6.46	1.38	6.97
0.20	60.10	核心服务	0.34	0.37	0.33	0.23	0.03	0.29	0.50	0.23	0.11	0.18	-0.08
0.13	28.39	服务除居住	0.45	0.31	0.31	0.19	-0.18	0.55	0.38	0.33	0.09	1.07	0.44
0.11	35.24	居住	0.30	0.39	0.26	0.14	0.12	0.32	0.61	0.27	0.27	0.39	0.27
0.02	7.71	租金	0.20	0.25	0.17	0.26	0.15	0.36	0.55	0.19	0.28	0.35	0.23
0.01	1.39	酒店住宿	0.64	2.04	2.36	-2.75	-2.32	0.42	2.44	0.24	0.23	0.22	0.38
0.08	25.85	自住房折算	0.32	0.35	0.19	0.26	0.24	0.30	0.53	0.28	0.13	0.25	0.27
0.01	1.14	供水&垃圾处理	0.61	0.23	0.49	0.45	0.32	0.23	0.26	0.49	0.96	-0.10	2.18
0.02	6.81	医保服务	0.30	0.28	-0.25	0.56	-0.12	0.53	0.00	0.01	0.22	0.22	0.31
0.01	3.39	专业医疗服务	0.43	0.11	-0.16	0.41	-0.12	0.50	0.19	0.51	0.70	0.68	0.42
0.02	2.61	医院	0.70	0.63	0.07	0.40	0.12	0.62	-0.25	0.18	0.61	0.33	0.37
0.05	6.26	运输服务	0.84	0.59	0.45	0.28	-0.35	-0.58	0.33	0.61	0.89	1.03	0.90
0.00	1.06	机票	0.41	1.16	2.68	2.22	0.21	2.69	2.82	2.67	-1.12	-0.98	-1.08
0.02	2.51	机动车保险	0.71	0.06	-0.75	-0.29	-2.01	-1.69	0.14	-0.04	0.24	1.35	0.41
0.03	3.13	休闲服务	0.88	0.30	0.00	0.00	0.27	0.50	0.08	-0.37	1.36	6.52	3.76
0.00	5.01	教育&通讯服务	0.04	0.05	1.85	0.46	-0.78	0.88	-0.09	0.18	-0.33	-0.44	
0.00	1.36	无线电话服务	-0.16	-0.02	5.89	0.63	-3.31	2.21	-0.03	0.60	-0.19	0.39	1.75
0.00	1.60	其他服务	0.05	0.35	-0.02	-0.16	0.49	1.40	1.16	-0.83	0.26	0.40	-0.82

数据来源：彭博、东吴证券研究所；单位%

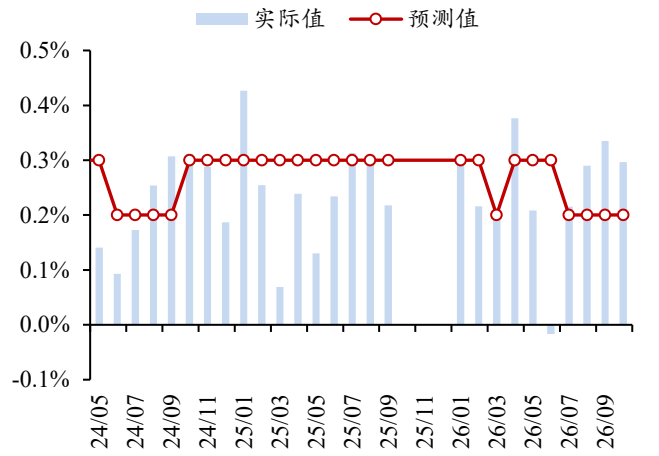
请务必阅读正文之后的免责声明部分

图2：美国核心 CPI 及三大分项环比三个月均年率



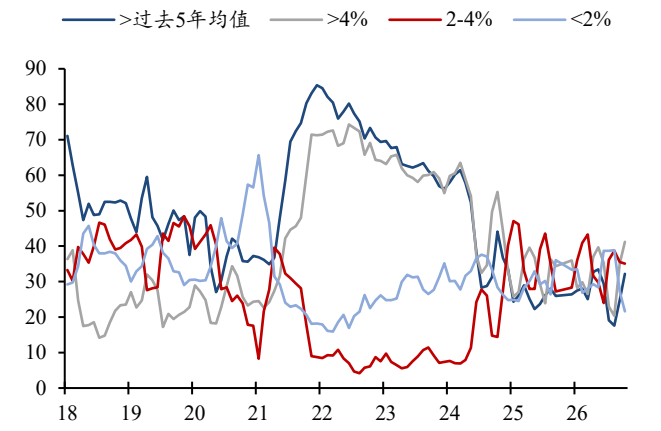
数据来源：彭博、东吴证券研究所

图3：分析师对美国核心 CPI 环比预测 vs 实际值



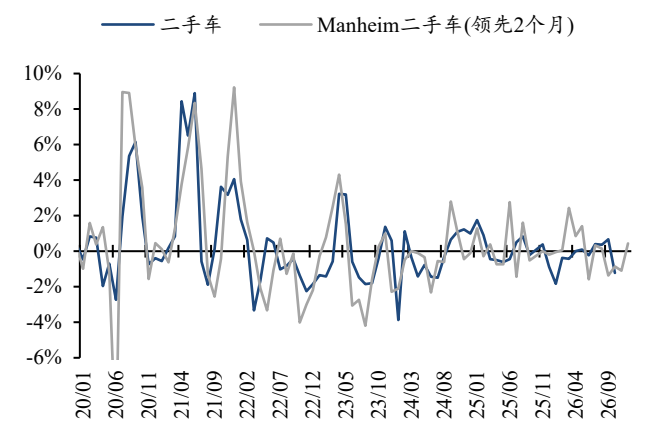
数据来源：彭博、东吴证券研究所

图4：美国 CPI 环比折年扩散指数项目占比



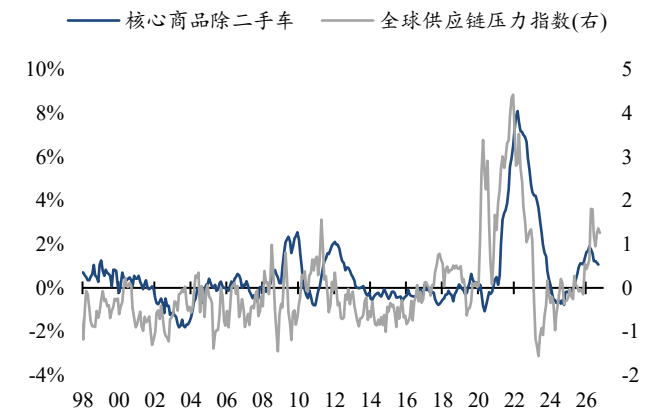
数据来源：彭博、东吴证券研究所；单位%

图5：美国 CPI 二手车与 Manheim 二手车环比增速



数据来源：彭博、东吴证券研究所

图6：全球供应链压力指数与美国核心商品同比增速



数据来源：彭博、东吴证券研究所

图7：美国除二手车以外核心商品环比增速



数据来源：彭博、东吴证券研究所

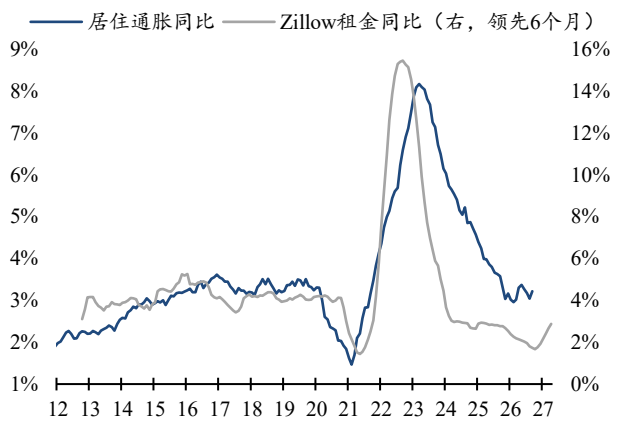
请务必阅读正文之后的免责声明部分

图8：美国居住 CPI 与房价同比增速



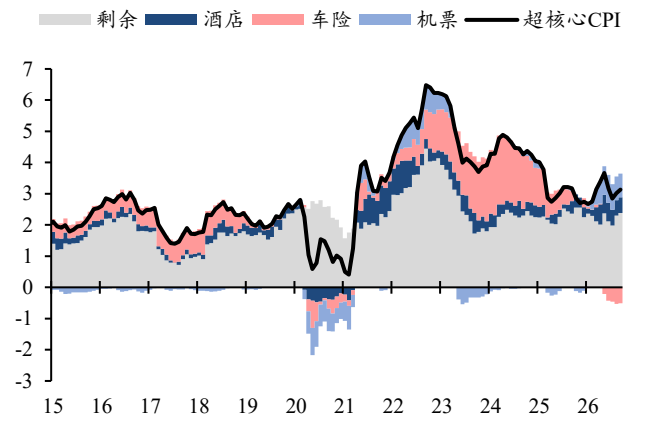
数据来源：彭博、东吴证券研究所

图9：美国居住 CPI 与租金同比增速



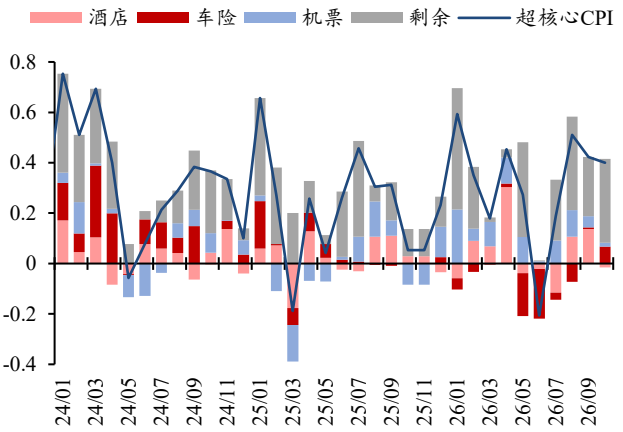
数据来源：彭博、东吴证券研究所

图10：美国超级核心 CPI 同比与分项贡献度



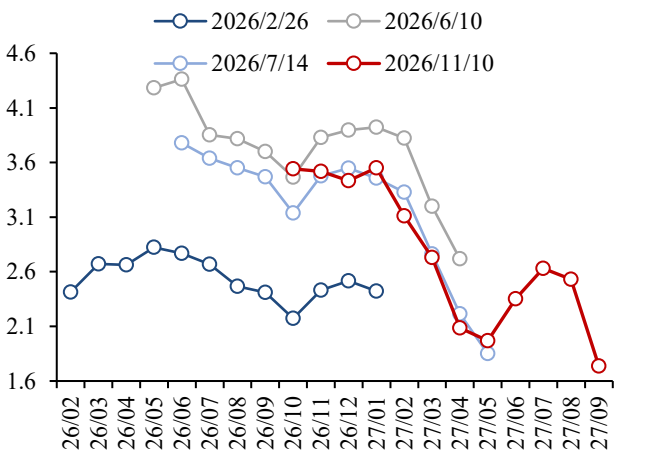
数据来源：彭博、东吴证券研究所；单位%

图11：美国超级核心 CPI 环比与分项贡献度



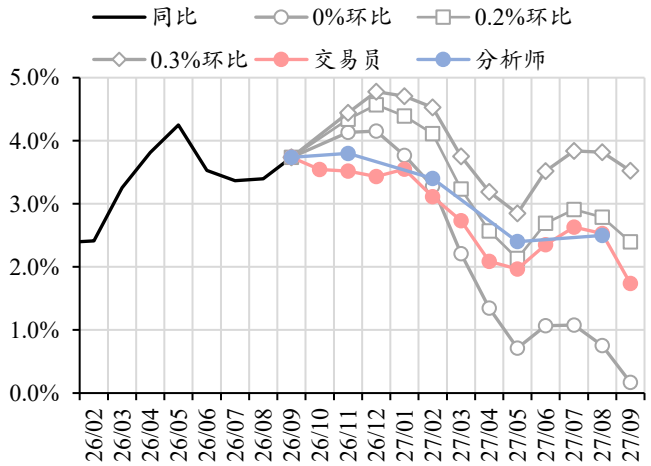
数据来源：彭博、东吴证券研究所；单位%

图12：不同时期交易员对未来 1 年美国 CPI 的定价



数据来源：彭博、东吴证券研究所；单位%

图13：各方对美国 CPI 同比路径预期



数据来源：彭博、东吴证券研究所；单位%

请务必阅读正文之后的免责声明部分

图14：泰勒规则指引美联储加息次数（与当前利率水平相比）

△R = 1 + 核心PCE + 0.5x(核心PCE - 2) + 0.5x2x(4.41 - 失业率) - R

		失业率																		
		4.0	4.1	4.2	4.3	4.4	4.5	4.6	4.7	4.8	4.9	5.0	5.1	5.2	5.3	5.4	5.5	5.6	5.7	5.8
核心PCE	3.40	6.00	5.60	5.20	4.80	4.40	4.00	3.60	3.20	2.80	2.40	2.00	1.60	1.20	0.80	0.40	0.00	-0.40	-0.80	-1.20
	3.35	5.70	5.30	4.90	4.50	4.10	3.70	3.30	2.90	2.50	2.10	1.70	1.30	0.90	0.50	0.10	-0.30	-0.70	-1.10	-1.50
	3.30	5.40	5.00	4.60	4.20	3.80	3.40	3.00	2.60	2.20	1.80	1.40	1.00	0.60	0.20	-0.20	-0.60	-1.00	-1.40	-1.80
	3.25	5.10	4.70	4.30	3.90	3.50	3.10	2.70	2.30	1.90	1.50	1.10	0.70	0.30	-0.10	-0.50	-0.90	-1.30	-1.70	-2.10
	3.20	4.80	4.40	4.00	3.60	3.20	2.80	2.40	2.00	1.60	1.20	0.80	0.40	0.00	-0.40	-0.80	-1.20	-1.60	-2.00	-2.40
	3.15	4.50	4.10	3.70	3.30	2.90	2.50	2.10	1.70	1.30	0.90	0.50	0.10	-0.30	-0.70	-1.10	-1.50	-1.90	-2.30	-2.70
	3.10	4.20	3.80	3.40	3.00	2.60	2.20	1.80	1.40	1.00	0.60	0.20	-0.20	-0.60	-1.00	-1.40	-1.80	-2.20	-2.60	-3.00
	3.05	3.90	3.50	3.10	2.70	2.30	1.90	1.50	1.10	0.70	0.30	-0.10	-0.50	-0.90	-1.30	-1.70	-2.10	-2.50	-2.90	-3.30
	3.00	3.60	3.20	2.80	2.40	2.00	1.60	1.20	0.80	0.40	0.00	-0.40	-0.80	-1.20	-1.60	-2.00	-2.40	-2.80	-3.20	-3.60
	2.95	3.30	2.90	2.50	2.10	1.70	1.30	0.90	0.50	0.10	-0.30	-0.70	-1.10	-1.50	-1.90	-2.30	-2.70	-3.10	-3.50	-3.90
	2.90	3.00	2.60	2.20	1.80	1.40	1.00	0.60	0.20	-0.20	-0.60	-1.00	-1.40	-1.80	-2.20	-2.60	-3.00	-3.40	-3.80	-4.20
	2.85	2.70	2.30	1.90	1.50	1.10	0.70	0.30	-0.10	-0.50	-0.90	-1.30	-1.70	-2.10	-2.50	-2.90	-3.30	-3.70	-4.10	-4.50
	2.80	2.40	2.00	1.60	1.20	0.80	0.40	0.00	-0.40	-0.80	-1.20	-1.60	-2.00	-2.40	-2.80	-3.20	-3.60	-4.00	-4.40	-4.80
	2.75	2.10	1.70	1.30	0.90	0.50	0.10	-0.30	-0.70	-1.10	-1.50	-1.90	-2.30	-2.70	-3.10	-3.50	-3.90	-4.30	-4.70	-5.10
	2.70	1.80	1.40	1.00	0.60	0.20	-0.20	-0.60	-1.00	-1.40	-1.80	-2.20	-2.60	-3.00	-3.40	-3.80	-4.20	-4.60	-5.00	-5.40
	2.65	1.50	1.10	0.70	0.30	-0.10	-0.50	-0.90	-1.30	-1.70	-2.10	-2.50	-2.90	-3.30	-3.70	-4.10	-4.50	-4.90	-5.30	-5.70
	2.60	1.20	0.80	0.40	0.00	-0.40	-0.80	-1.20	-1.60	-2.00	-2.40	-2.80	-3.20	-3.60	-4.00	-4.40	-4.80	-5.20	-5.60	-6.00
	2.55	0.90	0.50	0.10	-0.30	-0.70	-1.10	-1.50	-1.90	-2.30	-2.70	-3.10	-3.50	-3.90	-4.30	-4.70	-5.10	-5.50	-5.90	-6.30
	2.50	0.60	0.20	-0.20	-0.60	-1.00	-1.40	-1.80	-2.20	-2.60	-3.00	-3.40	-3.80	-4.20	-4.60	-5.00	-5.40	-5.80	-6.20	-6.60
	2.45	0.30	-0.10	-0.50	-0.90	-1.30	-1.70	-2.10	-2.50	-2.90	-3.30	-3.70	-4.10	-4.50	-4.90	-5.30	-5.70	-6.10	-6.50	-6.90
	2.40	0.00	-0.40	-0.80	-1.20	-1.60	-2.00	-2.40	-2.80	-3.20	-3.60	-4.00	-4.40	-4.80	-5.20	-5.60	-6.00	-6.40	-6.80	-7.20

数据来源：彭博、东吴证券研究所；单位%

请务必阅读正文之后的免责声明部分

东吴证券 SOOCHOW SECURITIES

免责声明

东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供符合中国证监会《证券期货投资者适当性管理办法》规定的专业投资者使用，且接收人须为本公司认定并建立服务关系的专业机构投资者使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。本报告不面向普通投资者发布或传播。任何非专业机构投资者收到本报告后，应立即退回并销毁，不得依据本报告内容做出任何投资决策。

在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中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投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下:

公司投资评级:

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上;

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间;

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间;

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间;

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级:

增持： 预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5%以上;

中性： 预期未来 6 个月内，行业指数相对基准-5%与 5%;

减持： 预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5%以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021
传真：（0512）62938527
公司网址： http://www.dwzq.com.cn