

重估 2026 年 CPI 中枢与上行斜率

专题报告

年初我们对 2026 年 CPI 的上行判断，更多建立在“猪价回升+油价上行”的双重共振之上；但进入二季度前，现实运行已表明猪价表现明显弱于此前预期，而油价中枢则高于年初判断。站在当前时点看，2026 年 CPI 的核心特征并非趋势性偏弱，而是猪肉项拖累超预期、油价支撑超预期、核心通胀温和修复三者并存下的低位抬升。

- 猪周期判断的修正，不是改变全年 CPI 方向，而是下修上行斜率。当前生猪行业仍处在供给压力释放、消费季节性偏弱、行业去产能尚未充分兑现的阶段。2025 年 7 月以来能繁母猪虽已进入去化通道，但整体幅度有限，而 MSY 提升又意味着行业生产效率明显改善，导致 2026 年生猪供给压力仍可能高于 2025 年。结合当前猪价、出栏体重、鲜销率、冻品库存和二次育肥等指标判断，2026 年猪价更可能呈现“前低后高、全年中枢下移”的特征，Q2、Q3、Q4 生猪价格大致运行在 9 元、11 元和 12.5 元/公斤附近。由此测算，猪肉项对 CPI 同比的拖累大致为 Q2 的-0.45 至-0.60 个百分点、Q3 的-0.20 至-0.25 个百分点，Q4 则基本趋于中性偏正。猪价弱化压低的是 CPI 的季度斜率，而不是全年 CPI 重心抬升的方向。
- 油价仍是 2026 年 CPI 的重要托底项，但其作用更多体现为抬升中枢，而非放大斜率。国际油价向国内 CPI 传导的核心路径仍是“国际油价—成品油价格—交通工具燃料 CPI—CPI”。尽管国内成品油价格受调控机制影响，国际油价并不会一比一传导至终端物价，但油价对 CPI 的托底作用依然明显。基于“布油同比每上升 10%，拉动 CPI 同比约 0.11 个百分点”的经验弹性，并假设 2026 年 Q2、Q3、Q4 布伦特原油均价分别为 95、90、85 美元/桶，则油价对 CPI 同比的季度拉动大致为 0.44、0.34 和 0.37 个百分点。油价高于预期的意义不在于推动中国进入高通胀，而在于在猪肉项偏弱的背景下，显著抬升全年 CPI 中枢。
- 核心 CPI 仍处于温和修复通道。从核心通胀的分项结构看，2026 年支撑力量主要来自三方面：一是消费品以旧换新延续，对交通工具、通信工具和家用电器等耐用品价格形成托底；二是医保改革继续抬升医疗服务价格；三是黄金相关分项尽管边际支撑较 2025 年减弱，但仍维持正向贡献。相较之下，衣着、教育文化娱乐、居住等分项更接近沿历史季节性运行，不构成额外的上冲力量。综合测算，2026 年以旧换新、金价变动和医保改革对 CPI 的绝对支撑约为 0.48—0.50 个百分点，但相较 2025 年的边际净改善约为 0.22 个百分点左右。对应到核心 CPI，本轮走势更适合定义为“温和修复”而不是“重新走弱”，预计 2026 年核心 CPI 全年中枢约在 1.2% 左右，Q2、Q3、Q4 分别大致运行在 1.1%、1.2% 和 1.2%-1.3%。
- 季度节奏上，全年 CPI 大概率呈现“Q2 偏低、Q3 修复、Q4 更清晰”的前低后高走势。综合核心 CPI 修复、猪肉项拖累和油价项支撑三条主线测算，预计 2026 年 Q2、Q3、Q4 CPI 同比大致分别为 0.9%、1.3% 和 1.5% 左右。Q2 仍是全年偏低位置，原因在于猪肉项拖累最大；Q3 随着猪价拖累明显收敛、油价继续托底，CPI 修复将较 Q2 更为明显；Q4 则在核心通胀继续抬升、猪肉项基本由拖累转向中性偏正的背景下，上行基础最为清晰。全年看，尽管猪价中枢低于年初预期，使得物价上行斜率较此前判断更平，但油价支撑和核心通胀修复足以对冲猪肉项的部分下拉，从而推动 2026 年 CPI 中枢较 2025 年明显抬升。
- 风险提示：内需复苏速度不及预期，地缘政治冲突不确定性较大。

相关报告

- 1、《为什么全球地缘风险升温？——国际政治对经济与资产影响（三）》2026-04-07
- 2、《出口为帆，旧能源为锚：新能源产业的修复与机遇——中观洞察系列之二》2026-04-07
- 3、《出口退税调整的测算与推演：从财政节支到产业升级》2026-04-05

张静静 S1090522050003
zhangjingjing@cmschina.com.cn
罗丹 S1090524070004
luodan7@cmschina.com.cn
施腾 S1090522080002
shiteng@cmschina.com.cn
赵兴举 研究助理
zhaoxingju@cmschina.com.cn

正文目录

一、为什么要重新给出 2026 年的 CPI 判断：需要修正的不是方向，而是斜率	4
二、26 年猪价或前低后高，全年中枢或下移	5
三、猪价是 2026 年 CPI 的“减速器”而不是“逆转器”	10
四、油价上涨对 CPI 拉动效果有多大？	11
五、影响核心 CPI 走势的因素分析	14
六、CPI 季度走势分析和预测	18

图表目录

图 1：2025-2026 年，猪肉和原油价格走势	4
图 2：2025-2026 年，全国生猪均价走势	5
图 3：全国能繁母猪存栏与滞后十个月的全国生猪均价	5
图 4：2013-2025 年，行业 MSY 变化趋势	6
图 5：25 年 7 月-26 年 3 月，监测样本新生仔猪环比变化	6
图 6：2020-2026 年，全国生猪均价走势	7
图 7：2020-2026 年，全国仔猪均价走势	7
图 8：2012-2026 年，行业自繁自养/外购仔猪盈利情况	7
图 9：2022-2026 年，行业肥猪/仔猪头均盈利情况	7
图 10：2022-2026 年，全国生猪定点屠宰企业走势	7
图 11：2010-2025 年，猪肉消费季节性变化	8
图 12：2023-2026 年，监测样本鲜销率变化	8
图 13：2022-2026 年，监测样本冻品库存率变化	8
图 14：2023-2026 年，监测样本二次育肥占比情况	8
图 15：2018-2026 年，生猪均价与出栏体重走势	9
图 16：2021-2026 年，监测样本出栏体重变化	9
图 17：2021-2026 年，淘汰母猪/生猪均价与母猪产能环比变化走势	9
图 18：2022Q1-2026Q1 年，牧原股份能繁母猪存栏量变化	10
图 19：2022Q3-2025Q4 年，温氏股份能繁母猪存栏量变化	10
图 20：OPEC+原油日均产量变动	12
图 21：霍尔木兹海峡原油、液化天然气运输量变化	12
图 22：布油、交通工具燃料价格同比关系	13
图 23：CPI-水电燃料项环比	13

图 24: CPI 环比-衣着.....	15
图 25: CPI 环比-教育文化娱乐.....	15
图 26: CPI 环比-生活用品及服务.....	15
图 27: CPI 环比-居住.....	15

一、为什么要重新给出 2026 年的 CPI 判断：需要修正的不是方向，而是斜率

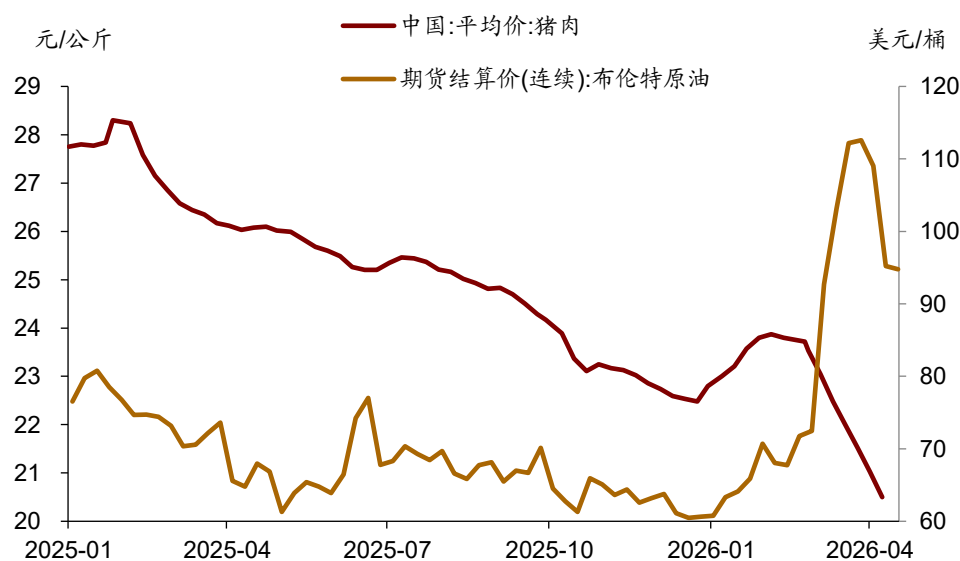
年初讨论 2026 年 CPI 时，我们提出今年通胀上行的主线为“猪油共振”。这个框架在当时的逻辑非常清楚：猪价在反内卷导致的供给收缩推动下出现回升，同时国际油价中枢上行，那么 CPI 确实会在食品和能源两端同时获得支撑。但进入二季度，现实运行已经表明，其中一条线出现了明显偏差：猪价并没有如年初所设想的那样较快企稳回升，反而在供给压力释放、消费淡季延续、行业去产能尚未充分兑现的背景下，跌幅超出此前预期。

这意味着猪肉项在 2026 年更可能是拖累项，而不是拉动项。站在当前时点看，2026 年 CPI 的主线或为：猪价拖累超预期、油价抬升超预期、核心通胀温和修复，三者共同决定全年 CPI 同比呈现低位抬升但斜率偏缓的节奏。

2026 年 1 月、2 月、3 月 CPI 同比分别为 0.2%、1.3%、1.0%，1-3 月平均上涨 0.9%；1 月核心 CPI 同比为 0.8%，2 月为 1.8%，3 月为 1.1%，普遍高于同期 CPI。同期，3 月 PPI 同比由上月下降 0.9% 转为上涨 0.5%，为连续 41 个月下降后首次转正；3 月制造业 PMI 升至 50.4%，新订单指数升至 51.6%，主要原材料购进价格指数和出厂价格指数分别升至 63.9% 和 55.4%。这些信号共同说明，2026 年的价格环境已经进入震荡修复、逐步抬升的区间。

我们这篇报告不是证明 2026 年 CPI 会不会上行，而是解释为什么在猪价显著弱于年初预期的情况下，全年 CPI 同比仍然不宜悲观。我们的结论是：猪价决定斜率，油价决定中枢，核心 CPI 决定底部。猪肉项将显著压低 Q2 和 Q3 的同比弹性，但油价中枢高于此前预期、PPI 由负转正、核心通胀继续改善，将使全年 CPI 仍然运行在一个较过去三年更高的中枢。对应到节奏上，2026 年更可能呈现“Q2 偏低、Q3 修复、Q4 抬升更清晰”的走势，而非重新回到低通胀甚至通缩叙事。

图 1：2025-2026 年，猪肉和原油价格走势



资料来源：博亚和讯，招商证券

二、26 年猪价或前低后高，全年中枢或下移

猪价整体处于下行周期。根据博亚和讯数据，2025 年至今，全国生猪均价整体步入下行周期，大致可以分为三个阶段：1) 第一阶段（25 年 1-7 月）：受节前生猪供给提前释放影响，产业端看涨情绪较强，压栏增重支撑猪价淡季不淡，猪价在 14.0-16.0 元/公斤波动，产业端整体盈利，能繁母猪存栏稳中有增。2) 第二阶段（25 年 8 月-26 年 1 月）：生猪供给压力逐步释放，猪价击穿行业养殖成本，同时叠加生猪反内卷政策推进，全国能繁母猪存栏于 25 年 7 月开始小幅去化，10 月起明显去化。3) 第三阶段（26 年 2 月至今）：生猪供给压力继续释放，同时节后步入传统的消费淡季，猪价跌破 9.0 元/公斤。

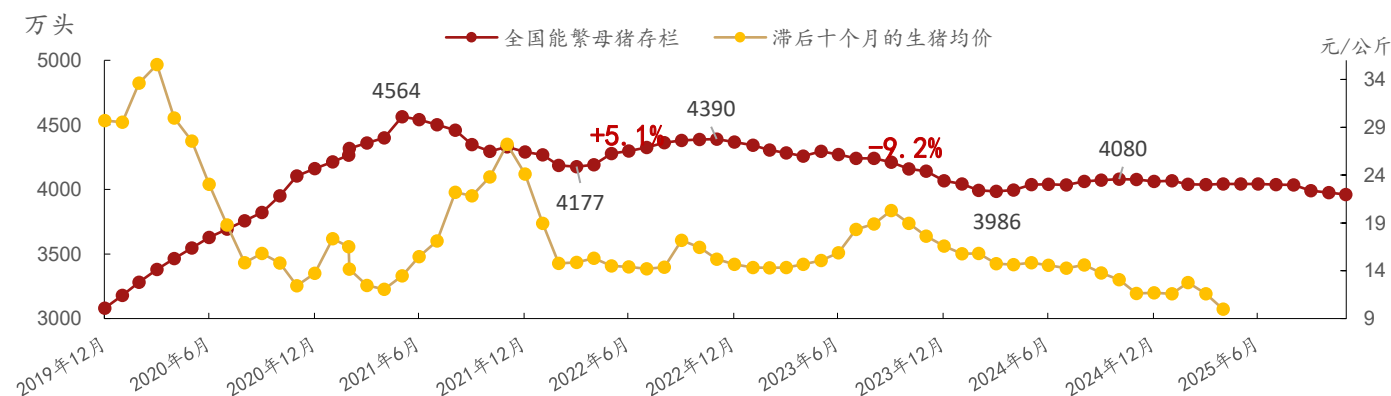
图 2：2025-2026 年，全国生猪均价走势图



资料来源：博亚和讯，招商证券

26 年猪价或呈现前低后高趋势。在需求端相对刚性假设下，能繁母猪存栏决定 10-12 个月之后的生猪供给进而猪价。25 年 1-7 月，猪价淡季不淡，产业端仍有盈利，全国能繁母猪存栏维持在较高水平。25 年 7-9 月，在“生猪反内卷”的影响下，全国能繁母猪存栏正式进入去化通道，但产业端仍有一定利润，母猪产能去化幅度相对较慢，环比去化幅度分别为-0.02%、-0.1%、-0.07%。25 年 10-12 月，生猪供给压力逐步释放，猪价击穿行业现金成本，母猪产能去化速度明显加快，环比去化幅度分别为-1.1%、-0.4%、-0.4%。整体来看，25 年 7 月起，全国能繁母猪产能进入去化通道，10 月起去化明显提速，预计 26 年猪价或呈现前低后高趋势。

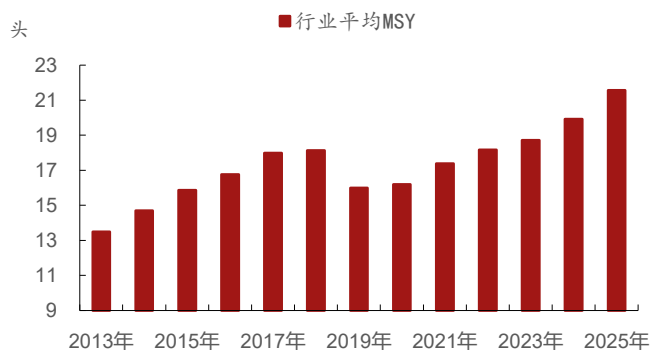
图 3：全国能繁母猪存栏与滞后十个月的全国生猪均价



资料来源：国家统计局、农业农村部、博亚和讯，招商证券

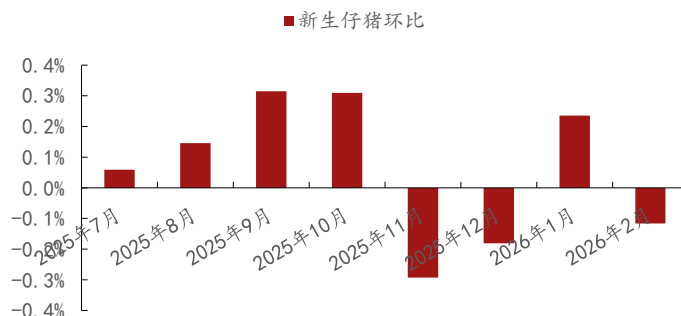
26 年猪价中枢或进一步下移。在“生猪反内卷”以及行业亏损双重影响下，25 年 7-12 月，全国能繁母猪产能累计调减 2.0%，25 年能繁母猪存栏均值同比仅小幅下滑 0.3%、整体去化幅度相对较小。与此同时，后非瘟时代，产业端致力于降本增效，母猪种群结构得到持续优化，生产效率较高的丹系、法系种猪占比明显提升。根据涌益咨询数据，2025 年，监测样本 MSY 从 19.9 提升至 21.6，提升幅度 8.2%，行业生产效率得到显著提升。整体来看，25 年 7-12 月，全国能繁母猪产能调减幅度相对有限，而行业生产效率显著提升，26 年生猪供给压力或大于 25 年，对应 26 年猪价中枢或进一步下移。

图 4：2013-2025 年，行业 MSY 变化趋势图



资料来源：涌益咨询，招商证券

图 5：25 年 7 月-26 年 3 月，监测样本新生仔猪环比变化



资料来源：涌益咨询，招商证券

表 1：主要生猪品系繁殖/生长/转化率等性能对比

品系	繁殖性能	生长性能（日增重 /g）	饲料转化率	肉质与体型特征	核心优势
美系	PSY: 24-28 窝总仔: 13.5-14.5 头	900-1000	2.60-2.75	肉质优，体型偏肥	生长快、肉质好、适应性强
法系	PSY: 28-32 窝总仔: 15.0-16.5 头	850-950	2.55-27.0	肉质良好，屠宰率稍低	高产仔、高泌乳、肢蹄强健
丹系	PSY: 26-30 窝总仔: 16.0-18.0 头	800-900	2.50-2.65	高瘦肉率、肉质偏干	高繁殖、高饲料效率、高瘦肉
加系	PSY: 25-29 窝总仔: 13.5-15.5 头	850-950	2.45-2.60	肉质与瘦肉率平衡，屠宰率高	综合平衡、抗应激、风险低
托佩克	PSY: 28-32	950-1050	2.40-2.55	杂交后代肉质优良	配套系优势，父本生长快
PIC	PSY: 30-34	900-1000	配套系 2.35-2.50	肉质稳定，瘦肉率适中	高健康、高稳定、高效率

资料来源：新猪派，招商证券

目前行业已处全面亏损状态。根据博亚和讯数据，截至 2026 年 4 月 10 日，全国生猪均价 8.9 元/公斤，同比-39%，创 2008 年以来新低，全国仔猪均价 19.2 元/公斤，同比-48%。根据博亚和讯数据，肥猪方面，截至 2026 年 4 月 10 日，全国自繁自养、外购仔猪盈利分别为-424 元、-270 元，仔猪方面，规模场 7kg 断奶仔猪均价跌至 202 元，头均亏损 78 元。目前行业已全面处于深度亏损状态。

图 6：2020-2026 年，全国生猪均价走势图



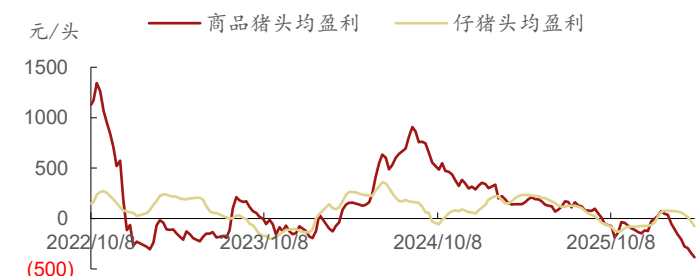
资料来源：博亚和讯，招商证券

图 7：2020-2026 年，全国仔猪均价走势图



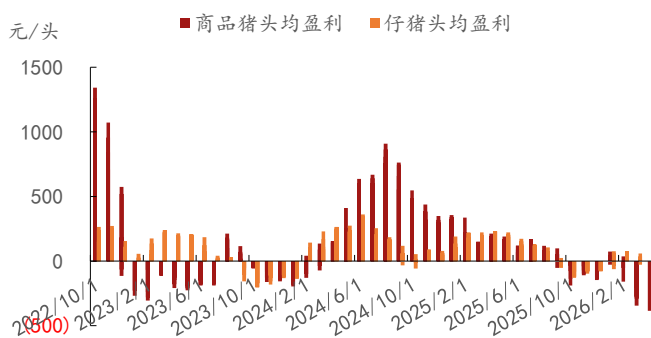
资料来源：博亚和讯，招商证券

图 8：2012-2026 年，行业自繁自养/外购仔猪盈利情况



资料来源：博亚和讯，招商证券

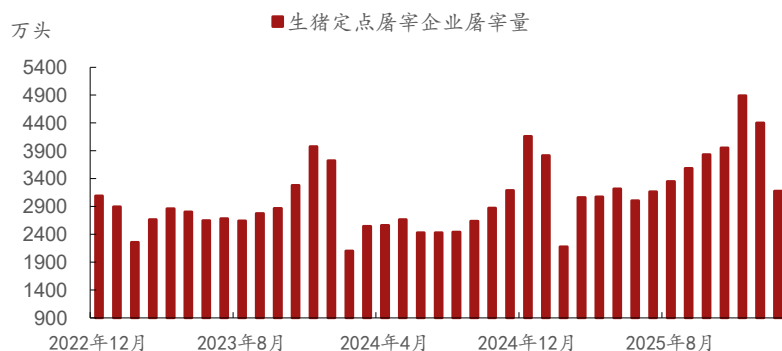
图 9：2022-2026 年，行业肥猪/仔猪头均盈利情况



资料来源：涌益咨询，招商证券

生猪供给端仍较为宽松。25 年 1-6 月，全国能繁母猪产能整体维持高位，对应 26H1 供给端仍较为宽松。根据农业农村部数据，2026 年 1-2 月，生猪定点屠宰企业屠宰量同比增幅分别为 15%、46%，1-2 月累计增幅 26%，即使考虑定点屠宰企业集中度提升，仍表明行业供给压力相对较大。

图 10：2022-2026 年，全国生猪定点屠宰企业走势图

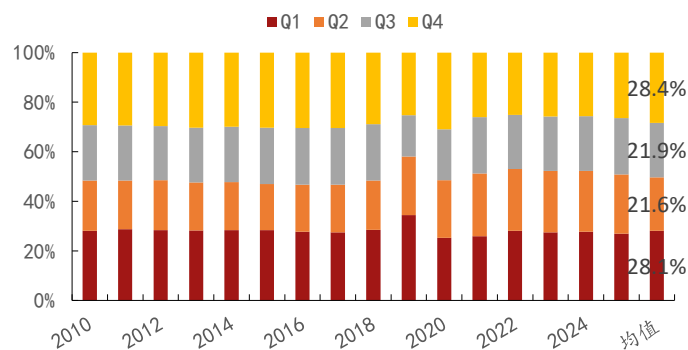


资料来源：博亚和讯，招商证券

猪肉消费仍处于季节性淡季。消费端来看，猪肉消费呈现明显的季节性特征，春节后为传统的猪价淡季，Q2-Q3 环比逐季改善，10 月全国降温后猪肉消费进入旺季，并一直延续到春节期间。Q1-Q4，猪肉消费占比分别为 28.1%/21.6%/21.9%/28.4%。目前行业鲜销率 87.6%，处在近四年来的最低水

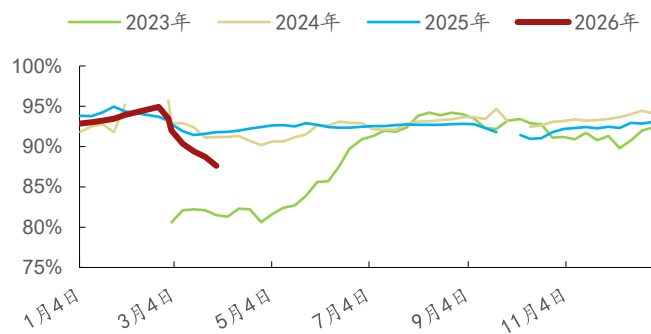
平；冻品库存率 21%，处于近 5 年来的正常水平，行业主动入库意愿不强。二次育肥方面来看，节后猪价跌幅超市场预期，产业端对后市猪价较为谨慎，二次育肥入场积极性相对较低。整体来看，当前猪肉消费仍处季节性淡季，二次育肥入场较为谨慎，难以对猪价形成明显的支撑作用。

图 11：2010-2025 年，猪肉消费季节性变化



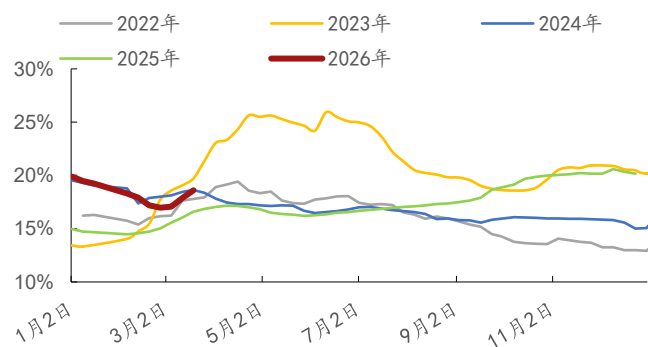
资料来源：国家统计局，招商证券

图 12：2023-2026 年，监测样本鲜销率变化



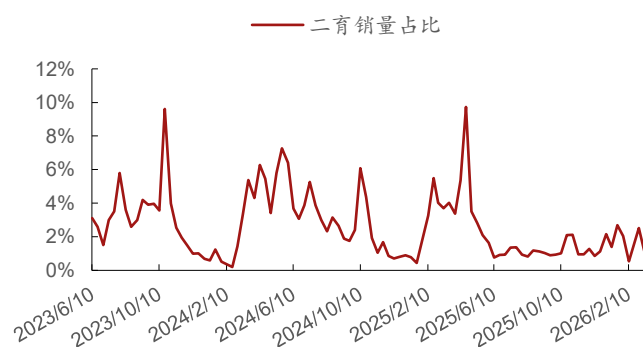
资料来源：涌益咨询，招商证券

图 13：2022-2026 年，监测样本冻品库存率变化



资料来源：涌益咨询，招商证券

图 14：2023-2026 年，监测样本二次育肥占比情况



资料来源：涌益咨询，招商证券

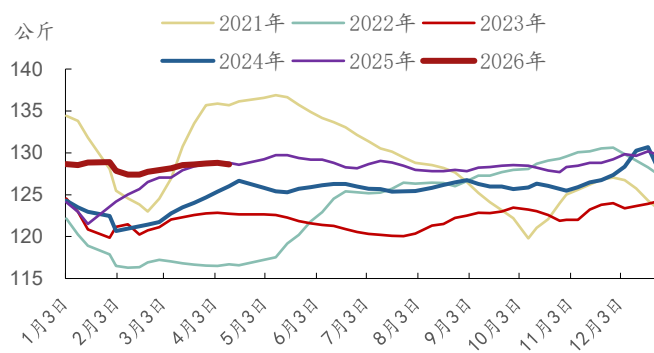
出栏体重维持高位或压制短期猪价。2018 年至今，行业出栏体重和猪价保持明显的正向关系，整体呈现同涨同跌趋势。不同于 2025 年春节前行业降重较为充分，26 年春节前行业尚未完成降重过程，一直保持在较高水平。根据涌益咨询数据，截至 4 月 9 日，监测样本出栏体重仍维持在 129 公斤的高位水平。预计随着行业的持续亏损，行业降重或对猪价形成负反馈，压制短期猪价。

图 15：2018-2026 年，生猪均价与出栏体重走势图



资料来源：涌益咨询，招商证券

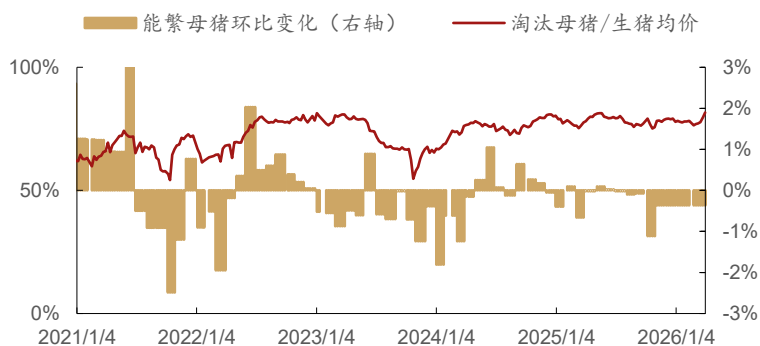
图 16：2021-2026 年，监测样本出栏体重变化



资料来源：涌益咨询，招商证券

母猪去产能加速渐行渐近。淘汰母猪价格与全国生猪均价的比重是观察全国能繁母猪去化速度的先行指标，21 年至今，淘汰母猪价格/全国生猪均价比重的下跌往往对应着母猪产能的明显去化。根据涌益咨询数据，截至 4 月 9 日，监测样本淘汰母猪均价 3.64 元/斤，淘汰母猪价格/生猪均价仍保持在 82% 的较高水平，明显高于 70% 的历史平均水平，表明行业产能明显出清或仍未开始。随着行业的持续亏损，以及后续产业端降重对猪价的进一步压制，预计母猪产能进入实质性去化进程渐行渐近，抬升 27 年猪价中枢。

图 17：2021-2026 年，淘汰母猪/生猪均价与母猪产能环比变化走势图

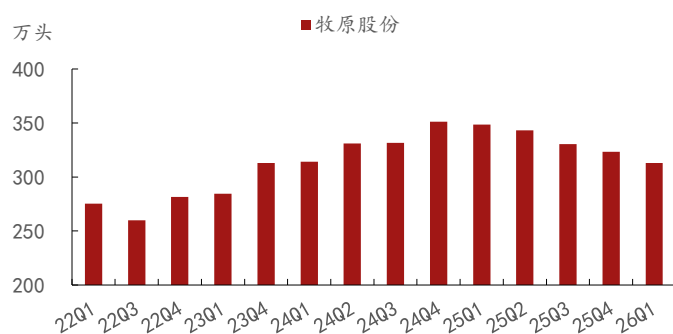


资料来源：国家统计局、农业农村部、涌益咨询，招商证券

生猪反内卷引导行业产能被动去化。反内卷背景下，政策端着手调控母猪产能，25 年 5 月至今，发改委、农业农村部、中国畜牧业协会分别召开“反内卷”、“生猪高质量发展”、“生猪产能调控”等会议，自上而下引导行业去产能。截至 25 年 12 月底，全国能繁母猪调减 89 万头至 3961 万头。

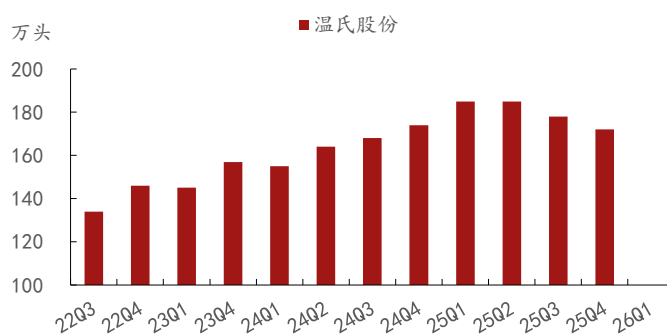
26 年生猪反内卷力度或大于 25 年。2026 年 3 月，农业农村部联合发改委约谈 12 家猪企，并计划在 25 年调降目标的基础上进一步下调全国能繁母猪正常保有量。我们认为，生猪反内卷继续推进或引导产业端被动去产能，对主动去产能形成重要补充，后续重点关注政策端的变化。

图 18: 2022Q1-2026Q1 年, 牧原股份能繁母猪存栏量变化



资料来源: 公司公告, 招商证券

图 19: 2022Q3-2025Q4 年, 温氏股份能繁母猪存栏量变化



资料来源: 公司公告, 招商证券

三、猪价是 2026 年 CPI 的“减速器”而不是“逆转器”

猪肉仍然是 2026 年 CPI 分析中最关键的单一变量, 这一点并没有改变。之所以说它是“减速器”, 而不是“逆转器”, 是因为猪肉项影响的是 CPI 的弹性和短期节奏, 而不是决定全年价格中枢的唯一因素。从上述分析可以看出, 2025 年 7 月以来能繁母猪产能虽进入去化通道, 但去化幅度整体不大, 而行业生产效率反而在持续提升; 到 2026 年一季度, 行业供给压力仍未明显释放完毕, 生猪均价跌破现金成本、仔猪和商品猪全面亏损, 但高出栏体重、低鲜销率、低二育积极性都意味着短期价格反弹缺乏足够基础。基于这一逻辑, 2026 年 Q2-Q4 生猪价格大致在 9 元、11 元和 12.5 元/公斤附近。

2026 年 1 月猪肉价格同比下降 13.7%, 影响 CPI 下降约 0.28 个百分点; 2 月猪肉价格同比下降 8.6%, 影响 CPI 下降约 0.17 个百分点; 1-2 月平均猪肉价格同比下降 11.2%。到了 3 月, 猪肉价格同比降幅再度扩大至 11.5%, 与鸡蛋价格合计影响 CPI 同比下降约 0.23 个百分点。也就是说, 进入二季度前, 猪肉项并没有出现显著修复, 相反, 它仍然是压低 CPI 同比的最主要分项之一。

但这里必须强调一个容易被误读的地方: 猪肉项的负贡献, 并不意味着全年 CPI 就需要悲观看待。第一, 猪肉在 CPI 中的权重毕竟有限。无论按旧口径还是新口径估算, 猪肉在 CPI 中的直接权重都大致落在 1.9%-2.0% 的区间, 它难以显著影响 CPI 的季度波动, 但不足以单独决定全年价格体系的运行方向。第二, 猪肉项的影响是阶段性的、边际收敛的。Q2 负贡献最大, Q3 仍是拖累但已显著收窄, Q4 随着低基数和价格中枢回升, 影响将逐步向中性甚至略正过渡。第三, 2026 年 CPI 并不只靠食品走, 而是越来越多受到工业消费品和核心服务价格修复的支撑。换句话说, 猪价弱, 只是意味着“不能指望猪肉把 CPI 大幅往上抬”, 并不意味着“CPI 没有向上的基础”。

从测算上看, 我们采用“权重×分项同比”的方法, 对猪肉项做季度贡献估算。若以猪肉权重 1.9%-2% 为基准, 并对生猪价格向终端猪肉零售价的传导进行适度折扣, 则 2026 年 Q2 猪肉项对 CPI 同比的拖累大致仍在 -0.45 至 -0.60 个百分

点，Q3 大致收窄至-0.20 至-0.25 个百分点，Q4 则有望收敛到 0 至+0.10 个百分点附近。猪价不是把全年 CPI 从上行拉成下行，而是把全年 CPI 从“可能偏快上行”拉成“温和上行”。

表 2: 猪肉价格对 CPI 的贡献测算

季度	2025年均价 (元/公斤)	2026年预测均价 (元/公斤)	价格同比变动	CPI权重1.9%对应拖累 (百分点)	CPI权重2.0%对应拖累 (百分点)
Q2	14.5	9	-37.90%	-0.45	-0.6
Q3	12.5	11	-12.00%	-0.2	-0.25
Q4	11.5	12.5	8.70%	0	0.1

资料来源: Wind, 招商证券

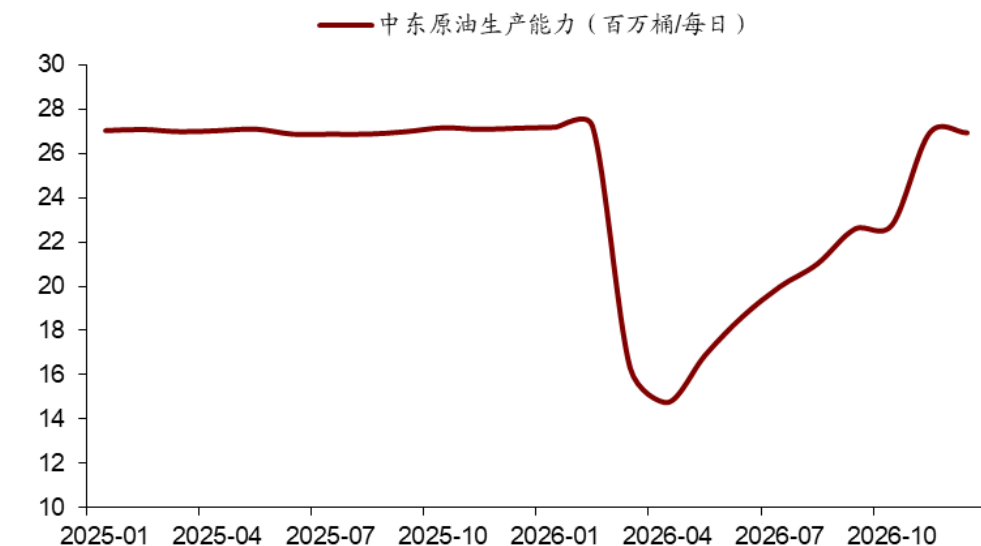
四、油价上涨对 CPI 拉动效果有多大？

国际油价影响国内 CPI 的核心路径为“国际油价-成品油价格-CPI”：1) 直接路径，汽油、柴油等作为最终消费品，其价格变化直接体现在与能源相关的交通燃料及居住项的部分水电燃料中。但这一渠道受到国内成品油定价机制缓冲，因为国内成品油调价机制设定了 40 美元/桶的“地板价”和 130 美元/桶的“天花板价”，且调价周期为 10 个工作日，这会平滑国际油价的瞬时波动。发改委在今年 3 月和 4 月连续两次实施临时调控措施，比如 4 月 7 日成品油价应上调 800 元/吨，实际仅上调 420 元/吨，少涨 380 元/吨，这种“二次调控”机制显著削弱了国际油价向终端 CPI 的传导力度。2) 间接扩散路径，比如油价通过农业生产成本向 CPI 食品分项的间接传导，沿着石化产业链向终端核心消费品传导，这往往存在较长时间滞后期，并且当前石化链中下游产能利用率以及居民消费需求依然处于低位，直接导致油价向终端 CPI 的传导弹性大幅降低。

自 2 月 28 日美以对伊朗发动打击以来，霍尔木兹海峡实际上关闭了大部分商业航运，叠加该地区能源基础设施遭到的袭击不断升级等因素，这极大地减少了全球市场的石油供应量。EIA 发布的 3 月展望报告显示，3 月中东主要国家原油日产量合计减少了 750 万桶，而 3 月布伦特原油现货价格中枢为 104 美元/桶，较 2 月均价高出了 33 美元/桶。尽管当前美伊达成为期两周的停火协议，但小范围冲突仍在持续，霍尔木兹海峡随时可能再度关闭。事实上，美伊谈判诉求存在较大差异，美伊达成全面协议概率偏低，这意味着短期内美以伊冲突不会全面停止。目前国际油价紧盯霍尔木兹海峡恢复正常通行的“节奏与力度”，若未来两周美伊谈判取得积极进展、海峡原油输送量稳步回升，油价的地缘政治风险升水或进一步回吐；反之，若双方协商未能达成一致，战争有可能再度升级，届时油价仍存在再度冲高可能性。此外，即使在霍尔木兹海峡在 4、5 月恢复通航之后，全球能源体系若要恢复正常运转，必须依次克服三重障碍：1) 波斯湾沿岸的产油国需使原油产出回升到冲突爆发前的规模；2) 油轮须将所产原油安全运送至世界各地的炼化设施；3) 这些炼厂还要把原油加工转化成各类成品燃

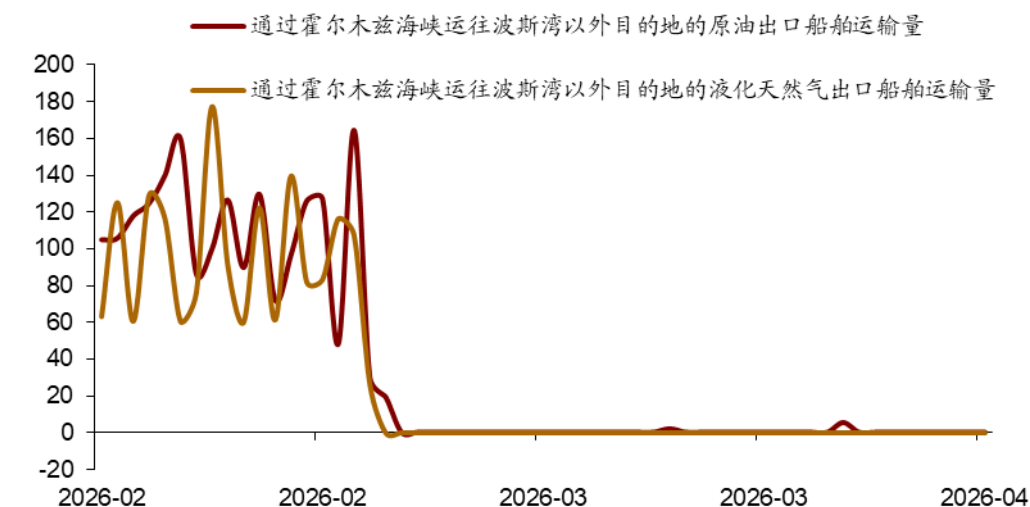
料，如果加上后续库存重建，乐观估计整个周期或在 4 个月左右。因此，我们预计今年布伦特原油现货价格中枢大概率维持在 85 美元/桶以上。

图 20: OPEC+原油日均产量变动



资料来源：IEA、招商证券

图 21: 霍尔木兹海峡原油、液化天然气运输量变化



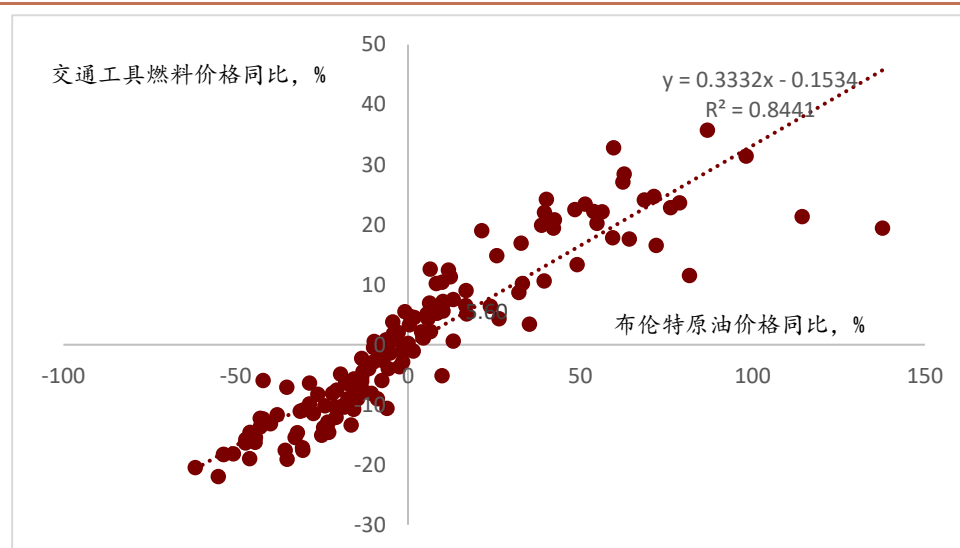
资料来源：WTO、招商证券

鉴于国际油价对 CPI 传导主要表现为成品油价格这一直接渠道，因此我们依据该路径估算布伦特原油价格对 CPI 同比拉动效应。根据国家统计局对 CPI 数据解读“1 月份能源价格下降 5.0%，影响 CPI 同比下降约 0.34 个百分点”，利用“分项权重*分项同比=分项对 CPI 拉动”测算得到，CPI 能源项权重约 6.8%，而统计局 CPI-交通工具燃料项（汽油、柴油）权重约 3.5%¹，居住项-水电燃料权重约 3.3%，由于燃料项权重非常低、且存在定价调控机制，水电燃料项对油价变动非常不敏感。我们结合交通工具燃料项权重（3.50%）及其价格同比与布油同比关系，平均影响系数为 0.33（%），即布油价格同比回升 10%，CPI-交通工具燃料价格同比回升 3.3 个百分点，拉动国内 CPI 同比回升约 0.11 个百分

¹ 依据交通和通信 CPI 对其分项进行限定系数回归（系数和为 1），测算得到交通工具燃料项权重 3.5%

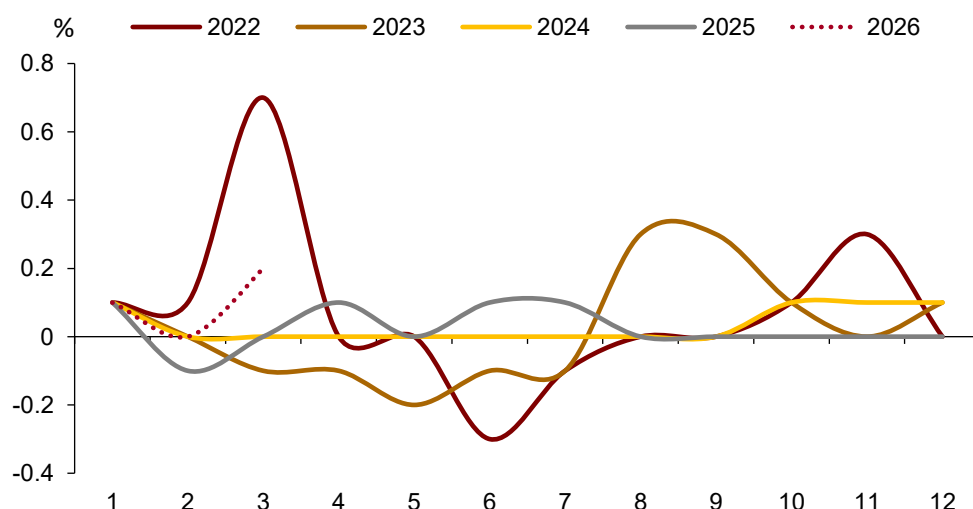
点。比如，最新公布的 3 月布油现货价同比上涨 35%，对应交通工具燃料 CPI 同比上涨了 3.4%，基本验证该影响系数可靠性。结合 IEA 在 4 月发布的能源展望报告，如果今年布伦特现货价格中枢 96 美元/桶，较 25 年中枢上涨近 40%，平均拉动年内 CPI 同比上升 0.44 个百分点；如果今年布油中枢在 85 美元/桶，对应拉动年内 CPI 同比中枢上升 0.25 个百分点；如果今年布油中枢维持在 110 美元/桶高位水平，预计拉动国内 CPI 同比中枢上升 0.65 个百分点。需要说明的是，季度拉动值高于全年均值，主要因为 Q2-Q4 对应的是 2025 年同期较低基数，而全年均值还包含了 2026 年 Q1 相对偏低的实际油价水平，因此两者并不矛盾。

图 22：布油、交通工具燃料价格同比关系



资料来源：Wind、招商证券

图 23：CPI-水电燃料项环比



资料来源：Wind、招商证券

总结来看，若 2026 年 Q2、Q3、Q4 布伦特原油均价分别为 95、90、85 美元/桶，则在 2025 年同期低基数背景下，油价对 CPI 同比仍将形成较明显支撑。按“布油同比每上升 10%，拉动 CPI 同比约 0.11 个百分点”的经验弹性测算，Q2、Q3、Q4 油价对 CPI 同比的直接拉动分别约为 0.44、0.34 和 0.37 个百分

点。整体上，油价仍是 2026 年 CPI 中枢抬升的重要托底因素，但由于国内成品油价格存在调控和平滑机制，其影响更多体现为抬升中枢，而非推动 CPI 斜率持续走高。换言之，在猪肉项仍构成阶段性拖累的背景下，油价足以对冲部分下拉压力，但尚不足以单独主导物价进入高通胀区间。

表 3：原油价格对 CPI 的贡献测算

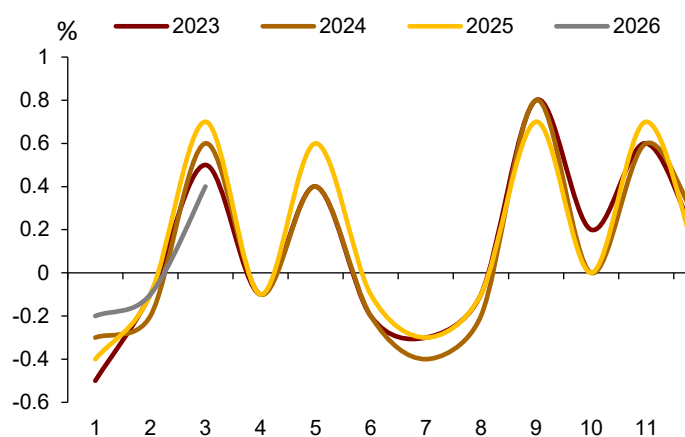
时间	2026年Q2	2026年Q3	2026年Q4
2026年布油均价假设（美元/桶）	95	90	85
2025年同期布油均价（美元/桶）	68.01	68.97	63.63
布油同比	39.70%	30.50%	33.60%
油价对CPI同比拉动	0.44%	0.34%	0.37%

资料来源：Wind，招商证券

五、影响核心 CPI 走势的因素分析

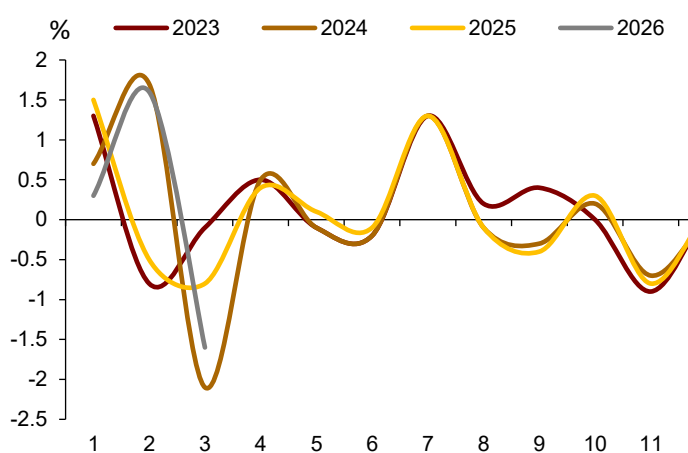
国家统计局显示，CPI 包括了居民消费中的八大类，而核心 CPI 是指剔除食品和能源后的部分，即剔除了“食品烟酒”大类中的“食品”、“居住”中的“水电燃料”，以及“交通通信”中的“交通工具用燃料”三个分项后的剩余部分。观察八大分项 CPI 环比季节性走势，衣着、教育文化和娱乐、居住三大项近些年环比走势基本一致，具有很强季节性，且对整体 CPI 并无显著额外影响；而交通通信、医疗保健、其他用品及服务、生活用品这四大项在 2025 年发生较为明显变动，这主要受到消费品以旧换新、医保支付改革以及国际金价上涨三大因素驱动。因此，对于衣着、教育文化娱乐、居住三大项，我们合理假设今年 CPI 环比遵循历史规律，对整体 CPI 并不额外影响，暂时可以忽略不计；我们重点讨论消费品以旧换新、金价变动、医保改革对其他分项影响，然后结合以上具体分项在 CPI 权重，进而推算今年核心 CPI 整体走势。

图 24: CPI 环比-衣着



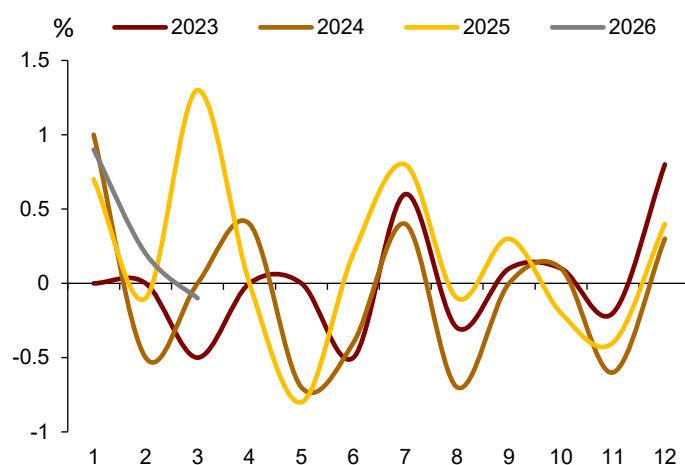
资料来源: Ifind、招商证券

图 25: CPI 环比-教育文化娱乐



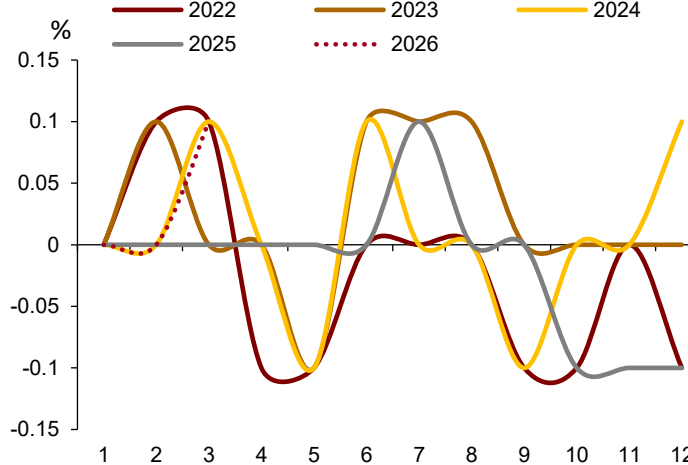
资料来源: Ifind、招商证券

图 26: CPI 环比-生活用品及服务



资料来源: Ifind、招商证券

图 27: CPI 环比-居住



资料来源: Ifind、招商证券

第一，尽管今年消费品以旧换新补贴延续，但由于政策效应边际退坡，或导致交通、通信工具类 CPI 涨幅有所减弱，特别是家用器具类因较高基数，或导致其 CPI 在今年涨幅相对更小些。根据我们测算，CPI 交通工具、通信工具以及家用器具三大分项的权重分别为 4.67%、0.57%、2.55%²，而 2025 年各自 CPI 累计同比分别为-2.9%、0.6%、1.8%，分别较 24 年上涨了 2.2、2.3、3.4 个百分点，对最终 CPI 向上拉动了 0.2 个百分点。如果今年以上三项 CPI 分别较 25 年提高 2.0、2.0、3.0 个百分点，则对最终 CPI 向上拉动 0.18 个百分点。

第二，美伊冲突导致国际油价大涨，且冲突演进方向仍存在较大不确定性，美国通胀年内面临较大上行风险，美联储的鹰派立场短期内难以转向，预计年内金价难以复制去年的大幅上涨，对 CPI-其他用品及服务的支撑力度将较 2025 年边际减弱，但仍维持正向贡献。根据国家统计局解读“受国际大宗商品价格变动影响，金饰品和铂金饰品价格同比分别上涨 39.2%和 15.9%，合计影响 CPI 同比上涨约 0.21 个百分点”，测算得到，CPI-黄金在 CPI 权重约为 0.6%，而其在 2025 年平均同比增速中枢为 43%，预计直接拉动 CPI 同比中枢上升了 0.26

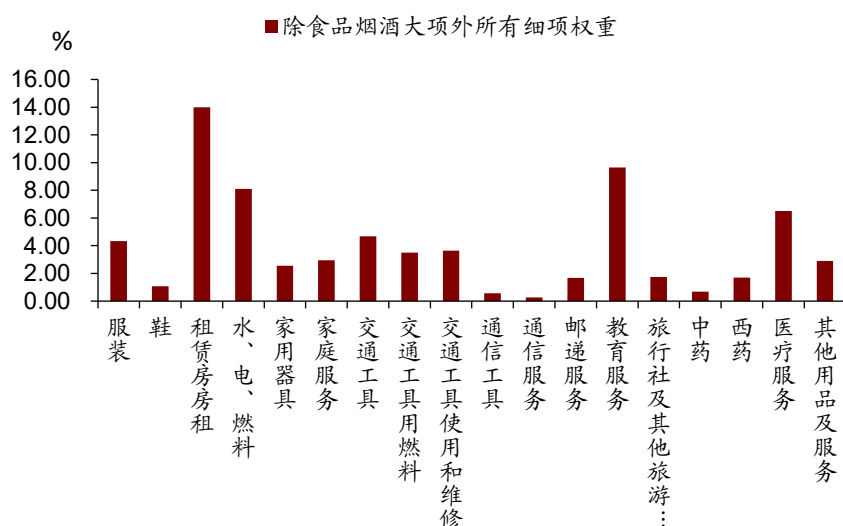
² 首先利用每一大项对各自包含的中类细项进行限定系数回归（系数和为 1）测算得到中类细项在每一大项权重，再结合统计局最新公布的 CPI 八大项权重，测算出每一中类细项在 CPI 整体的权重

个百分点。24、25 年伦敦现货金价中枢分别为 2400 美元/盎司、3500 美元/盎司左右，当前金价中枢 4700 美元/盎司，已较此前 5000 美元/盎司明显回落，如果今年金价中枢停留在 4700 美元/盎司附近，其对最终 CPI 同比拉动效果或只有 0.20 个百分点。

第三，2025 年医保改革带动相关服务价格持续上涨，特别是医疗服务项 CPI 涨幅最为明显，我们合理假设今年医疗保健 CPI 环比延续 25 年季节性规律，那么利用医疗保健 25 年 CPI 环比实际值、26 年 CPI 环比预测值，可以测算得到其最终 CPI 翘尾因素、新涨价因素，进而估算得到最终 CPI 月度同比，结果显示，今年医疗保健 CPI 同比中枢在 1.9%，较去年提升了 1.1 个百分点左右，直接拉动今年整体 CPI 上升 0.10 个百分点。

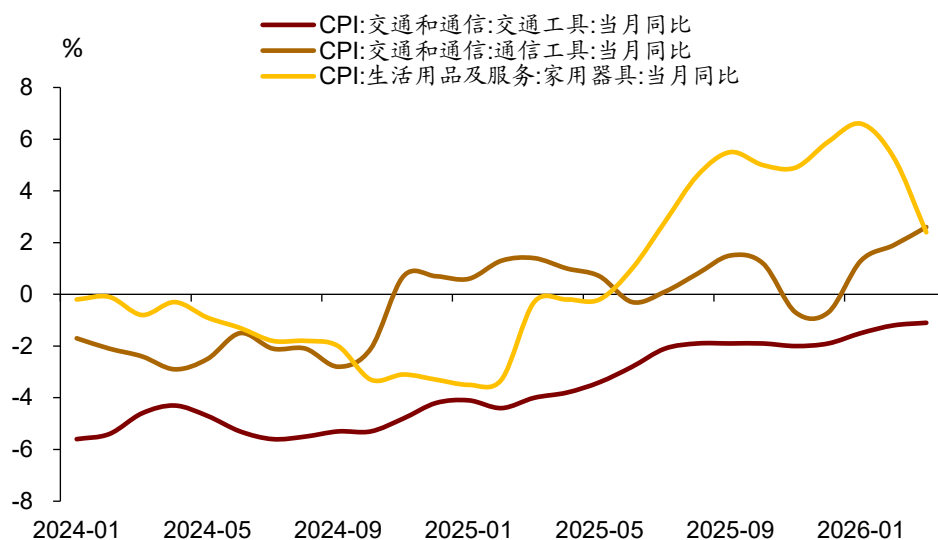
综上，假定其他影响因素保持不变，今年消费品以旧换新补贴、金价变动以及医保改革这三大因素预计分别对今年 CPI 拉动 0.18、0.20、0.10 个百分点左右，2026 年这三项对 CPI 的绝对支撑约为 0.48-0.50 个百分点；但若与 2025 年相比，其边际净改善约为 0.22 个百分点左右，主要原因在于黄金项虽仍有支撑，但较 2025 年的边际贡献回落。

图 28: CPI 细项权重分布



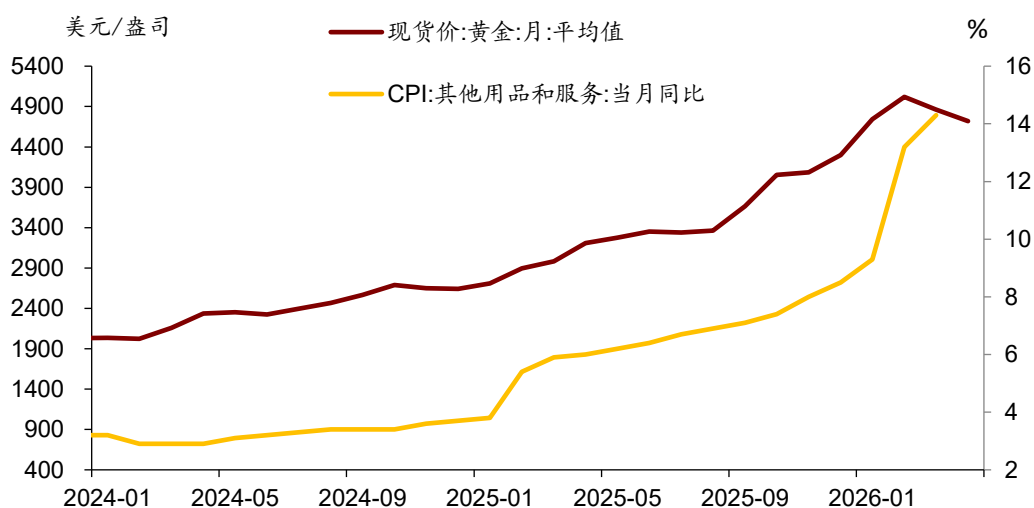
资料来源: Wind、国家统计局、招商证券

图 29: CPI-国补类细项



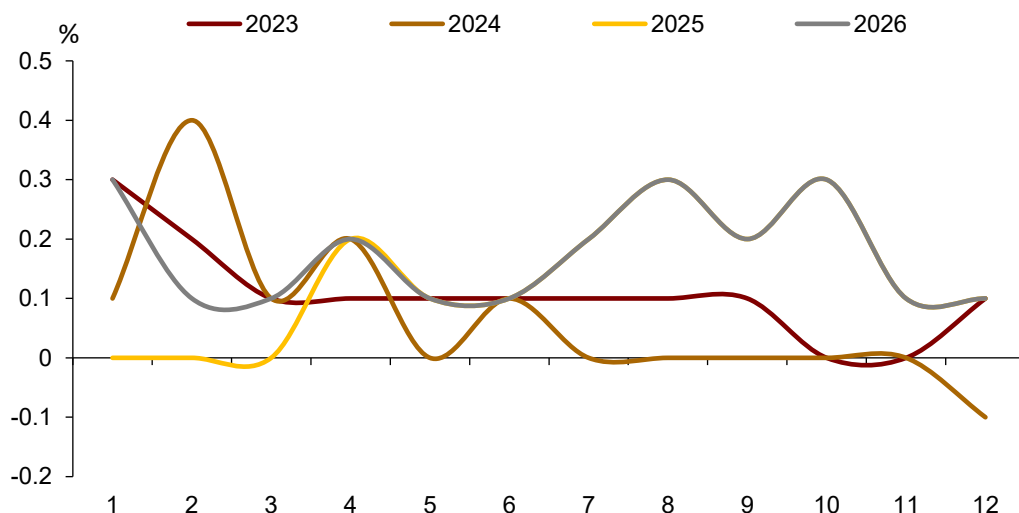
资料来源: Wind、招商证券

图 30: 金价走势与其他用品及服务项高度吻合



资料来源: Wind、招商证券

图 31: CPI-医疗保健环比及其预测



资料来源：Wind、招商证券

总结来看，2026 年核心 CPI 大概率延续温和修复。从驱动项看，以旧换新仍将支撑耐用品价格，医保改革继续抬升医疗服务价格，这两部分构成核心 CPI 上行的主要正向力量；黄金价格虽然仍处高位，但相较 2025 年对核心 CPI 的边际贡献大概率减弱，因此更多体现为“高位支撑”而不是“继续推升斜率”。在衣着、教育文化娱乐、居住等分项大体沿历史季节性运行的假设下，2026 年核心 CPI 全年中枢预计在 1.2% 左右，高于 2025 年的 0.7%，其中 Q2 大致在 1.1% 左右，Q3 升至 1.2% 左右，Q4 有望抬升至 1.2%-1.3%。

六、CPI 季度走势分析和预测

综合猪肉、油价与核心通胀三条主线测算，2026 年 Q2-Q4 的 CPI 同比大概率呈现“前低后高、温和上行”的季度走势。其中，核心 CPI 在消费品以旧换新延续、医疗服务价格继续修复以及部分耐用品价格改善带动下，预计 Q2、Q3、Q4 中枢分别在 1.1%、1.2% 和 1.3% 左右，对全年物价运行形成稳定托底。与此同时，国际油价仍处相对高位，虽然国内成品油价格存在缓冲机制，削弱了国际油价向终端 CPI 的传导弹性，但油价通过交通工具燃料项对 CPI 同比仍具有较明显的抬升作用，预计 Q2、Q3、Q4 分别拉动 CPI 约 0.44、0.34 和 0.37 个百分点。这意味着，在猪肉项之外，核心服务价格修复与能源价格抬升已足以对 CPI 中枢形成支撑。

猪肉项仍是影响 CPI 季度斜率的最关键变量，但其作用更应理解为“压低上行节奏”，而非“改变全年方向”。按照生猪价格在 Q2、Q3、Q4 分别运行于 9 元、11 元和 12.5 元/公斤附近的基准假设，猪肉项对 CPI 同比的拖累将由 Q2 的约 0.50 个百分点，逐步收窄至 Q3 的约 0.22 个百分点，并在 Q4 基本趋于中性。

在此基础上推算，2026 年 Q2、Q3、Q4 CPI 同比大致分别为 0.9%、1.3% 和 1.5% 左右。整体来看，尽管猪肉价格中枢低于年初预期，导致 CPI 上行斜率较此前判断更平缓，但油价高于预期、核心 CPI 温和修复，足以对冲猪肉项的部分拖累，从而推动全年物价中枢较 2025 年明显抬升。

表 4：主要因子对 CPI 的季度拉动和测算

时间	2026年Q2	2026年Q3	2026年Q4
核心CPI中枢	1.10%	1.20%	1.30%
猪肉对CPI拉动	-0.50pct	-0.22pct	0.05pct
油价对CPI拉动	0.44pct	0.34pct	0.37pct
其他食品及季节性扰动	-0.10pct	-0.05pct	-0.20pct
预测CPI同比	0.9%左右	1.3%左右	1.5%左右

资料来源：Wind，招商证券

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

投资评级定义

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；中国香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

股票评级

- 强烈推荐：预期公司股价涨幅超基准指数 20%以上
- 增持：预期公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间
- 中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

行业评级

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。