



能源通胀仍未扩散

——美国 5 月 CPI 数据点评

2026 年 6 月 12 日

宏观经济

事件点评

分析师

康明怡 电话：021-25102911 邮箱：kangmy@dxzq.net.cn

执业证书编号：S1480519090001

事件：

美国 5 月 CPI 环比 0.5%，预期 0.5%，前值 0.6%；同比 4.2%，预期 4.2%，前值 3.8%。

核心 CPI 环比 0.2%，预期 0.3%，前值 0.4%；同比 2.9%，预期 2.9%，前值 2.8%。

主要观点：

数据层面：

- 1、原油对通胀的影响仍暂时局限在汽油、机票和服饰类，未看到扩散现象。
- 2、2~5 月扣除住宅外的核心通胀环比均低于去年同期。
- 3、电力价格持续稳定上升。

CPI 环比方面，能源仍是 5 月 CPI 环比最大贡献分项（环比 3.9%，前值 3.8%贡献率在 60%以上），其次为住宅和食品（环比 0.3%和 0.1%，前值为 0.6%和 0.5%）。核心通胀中，环比上涨的有通信、机票、医疗、个人护理和休闲；环比下降的有车险、家具家装和新车。

食品：同环比增速均有所回落。食品同比增速仍在 2025 年以来峰值附近（3.1%，前值 3.2%为 2025 年以来最高），但环比 0.2%（前值 0.5%）回落相对明显。从环比来看，5 月环比主要由非居家食品（0.3%，前值 0.2%）贡献（上月为居家食品显著普涨）。（图 2-4）

能源：原油与电价继续共同推升能源价格。能源同比 23.5%（前值 17.9%）创 12 个月以来新高，环比增速（3.9%）略微稳定（前值分别为 10.8%和 3.8%）。能源分项的剧烈波动主要由发动机燃料价格决定（同比 40.9%，权重 3.683%，以汽油为主），但电力价格同比也同在相对高位 5.9%（前值 6.1%，权重 2.475%），这两项 5 月环比分别为 6.8%和 0.6%（前值分别为 5.7%和 2.1%）。能源中，燃气价格有所回落，但权重仅占 0.76%。（图 5-6）

核心商品：核心商品价格环比下降（-0.1%，前值 0，权重 19.2%）。几乎所有大类分项环比增速均低于上月或价格保持下降，包括上月环比增速较高的分项，如服饰（0.3%，前值 0.6%）和电子产品（-0.1%，前值 0.6%）。（图 7-8、21）

核心服务：环比增速有所回落，但部分细分项显现一定粘性。本月住所环比增速回落（0.3%，前值 0.6%）带动核心服务环比增速回落（0.3%，前值 0.5%）。其他环比增速低于上月的有物业（0.2%，前值 0.3%）、运输服务（-0.6%，前值 0.3%）；环比提速的有医疗服务（0.5%，前值 0）、娱乐（0.5%，前值 0.1%）、教育通信（0.9%，前值 -0.1%）和其他服务（1.4%，前值 1.2%）。从细分项看，住宅以外的核心服务出现一定粘性。医疗服务中，医疗保险继续降价，但其他环比基本处于普涨状态。运输服务价格环比下降主要来自车辆租赁和车险回落，但车辆维修和停车费均环比提速，而机票仍受原油价格影响（环比 2.7%，前值 2.8%，同比 26.7%）。娱乐服务环比涨幅主要来自宠物服务和各类门票等（如体育门票）。（图 9-10）

扣除住宅以外的核心通胀环比为 0.1%，今年以来的环比增速整体低于去年同期（图 22）。在宏观政策稳定的前提下，我们倾向于认为原油对核心服务的影响和关税类似，即外溢性不及对商品的影响程度。

逻辑层面：

- 1、维持不加息为基准情景，但若美伊谈判暑期前仍不能有效落地，年末加息概率不能完全排除。
- 2、4 季度后财政货币政策容易产生共振，即使没有美伊冲突，中期通胀压力仍存。

与去年关税类似，原油的一过性影响客观存在，但其烈度和广度远超关税。WTI 原油价格若维持在 100 美元/桶以上，在没有发生衰退的前提下，美联储没有降息先例。另一方面，通胀是各种宏观因素共振的结果，对通胀趋势性影响取决于经济基本面和货币财政政策节奏。2011-2014 年，原油价格长期维持在 100 美元/桶附近，但由于当时全球经济处于次贷危机和欧债危机的影响中，实体需求不振，即使在 QE 背景下，美国 CPI 和核心 CPI 并未趋势性上行。（图 11）

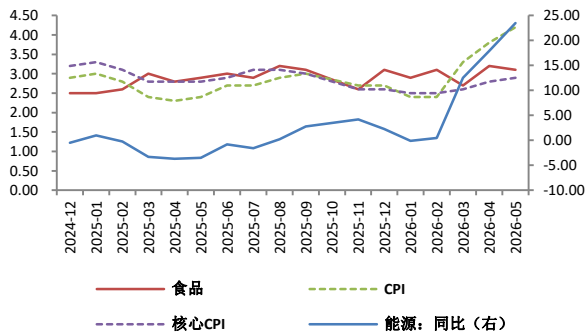
与去年关税前相比，政策方面，货币政策利率低于关税前；财政减税法案全面落地。基本面方面，去年下半年的 3 次降息对就业市场的影响逐渐显现，就业市场略有好转；AI 对 GDP 的拉动作用超过了消费；一季度消费略有回落，油价若持续保持在高位，对暑期消费（特别是旅游）可能有所影响。季节性上，5-7 月核心通胀环比容易回落或不及预期，可能对原油有所对冲，5 月数据符合该特征。结合非农薪资数据，虽然时薪同环比有所回落，但周薪反而有所回升，5 月非农数据也看到了部分行业的改善，特别是非住宅类建筑行业 and 耐用品制造业就业。收入对消费的影响可能并不完全负面。客观来说，降息必要性下降。

通胀中长期上行压力取决于政策宽松程度。1) 沃什比较倾向于降息缩表组合。无论是否缩表，降息都从宏观层面上降低了实体经济整体借贷成本，有利于信贷需求的扩张。2) 财政法案放宽对金融和传统能源行业的限制，私人部门融资增速或有所增长。3) 财政宽松政策的传导一般在一季度政策传导相对较快，时间上，下半年为传统消费旺季，宽松的财政货币政策容易在四季度产生共振。在不发生衰退的假设前提下，中长期通胀仍有压力。年末加息概率目前仍完全取决于美伊谈判进程，油价有必要在暑期前有效回落。

上调美十债利率至 4.6~4.7%。根据我们的模型，在当前通胀水平下，美十债上限从 4.5%上移至 4.6~4.7%。这一上限隐含的假设为 1 年内加息 1 次且不发生经济衰退。

风险提示：美国通胀超预期。

图1：CPI、核心CPI、食品和能源价格同比（%）



资料来源：i

图2：食品同比（%）

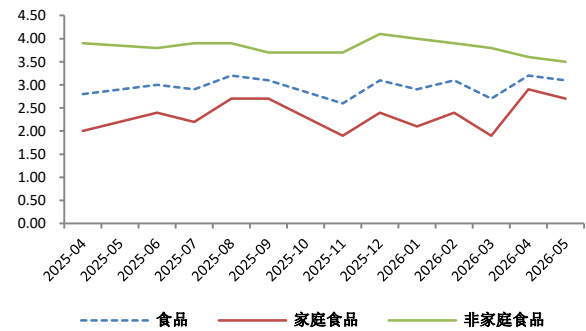
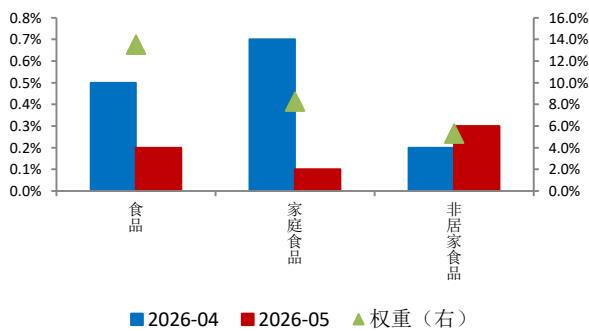


图3：食品分项环比



资料来源：i

图4：食品细分项环比（%）

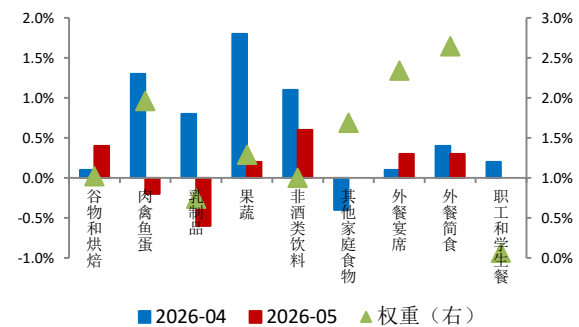
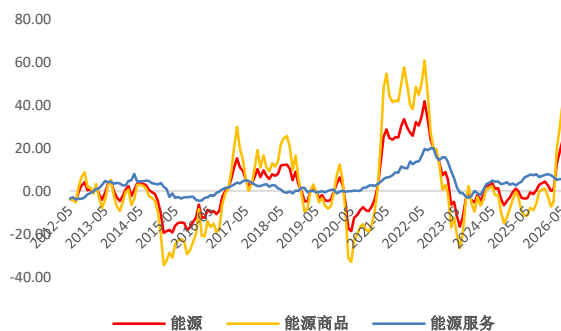


图5：能源分项同比（%）



资料来源：i

图6：能源服务分项同比（%）

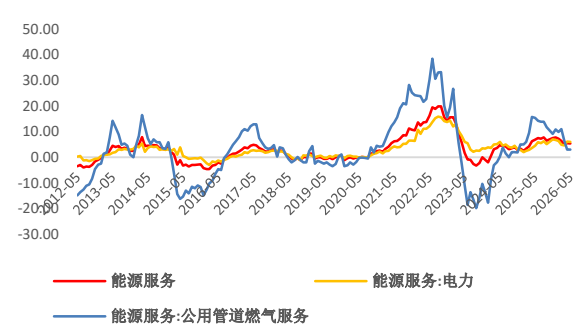
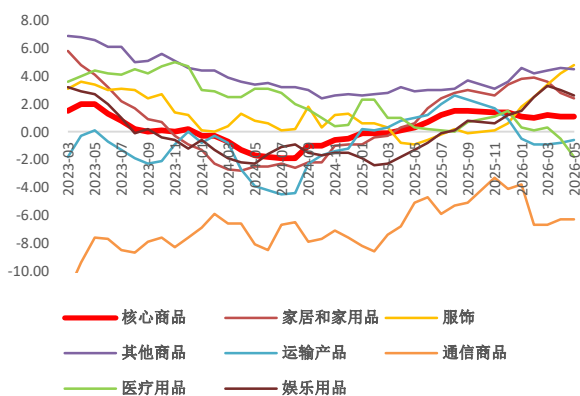


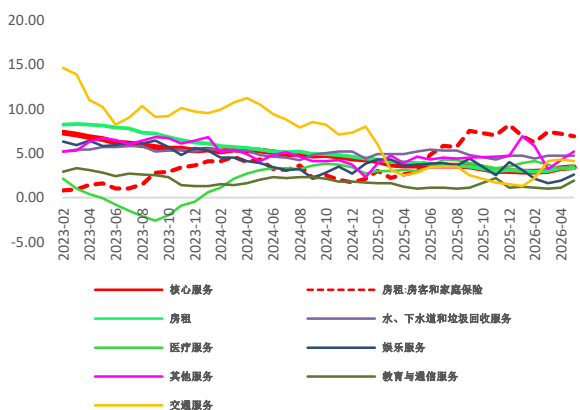
图7：核心商品价分项同比（%）

图8：核心商品分项环比



资料来源：i

图9：核心服务分项同比（%）



资料来源：i

图11：CPI与原油同比（左：%；右：美元/桶）



资料来源：i

图13：核心CPI与CPI12月移动平均（%）

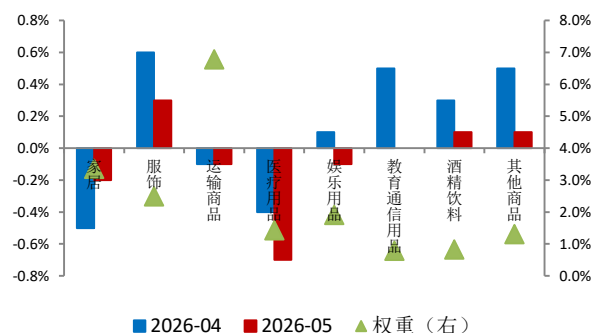


图10：核心服务分项环比

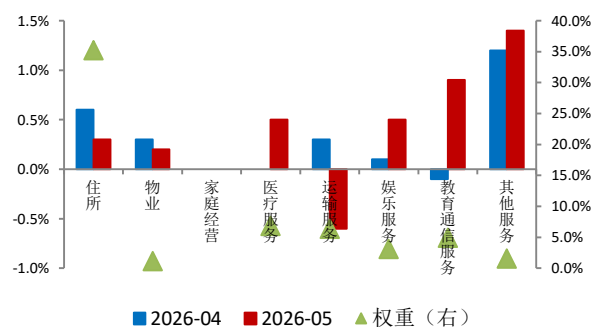


图12：CPI与M2同比（%）

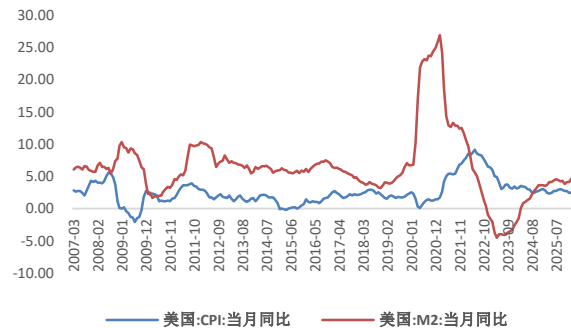
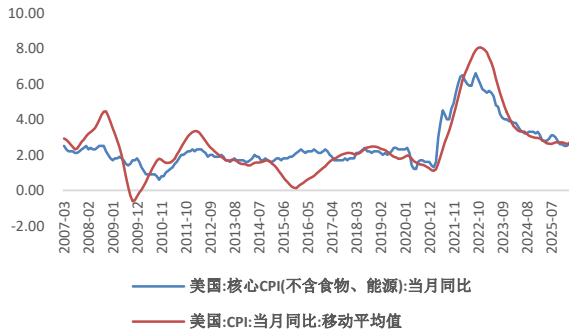
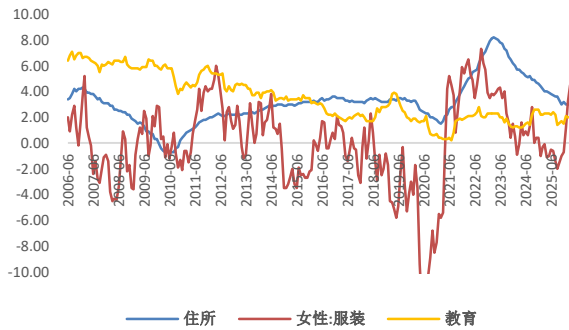


图14：常规分项同比1（%）



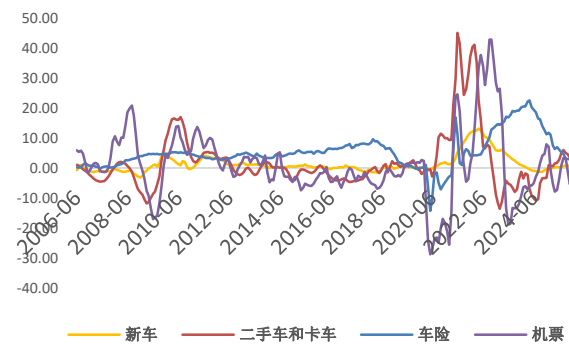
资料来源: i

图 15: 常规分项同比 2 (%)



资料来源: i

图 17: 部分细分项同比 (%)



资料来源: i

图 19: 美国住宅价格指数与房贷利率 (右: %)

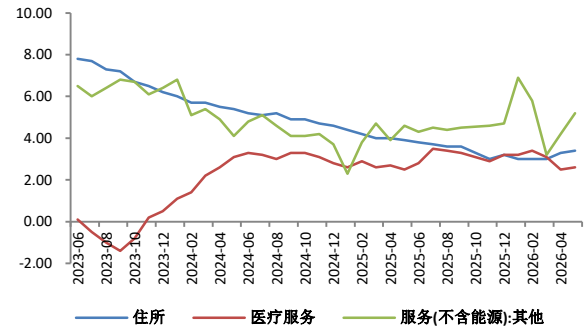


图 16: 常规分项同比 3 (%)

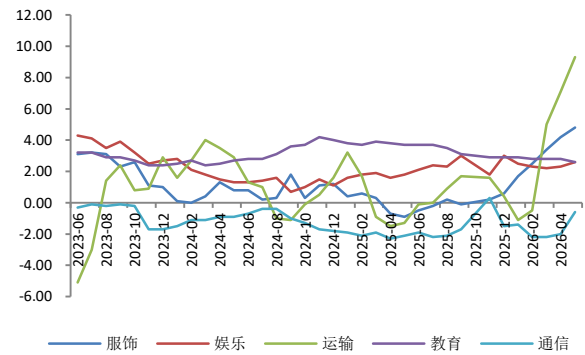


图 18: CPI 大类分项同比 (%)

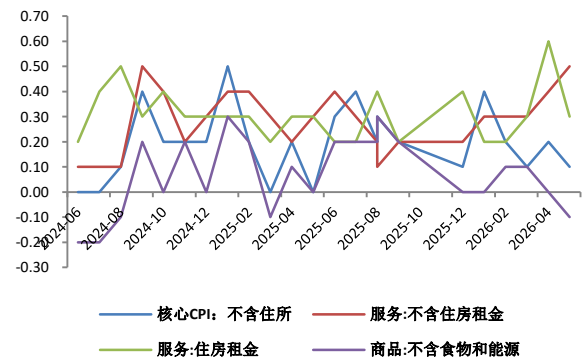
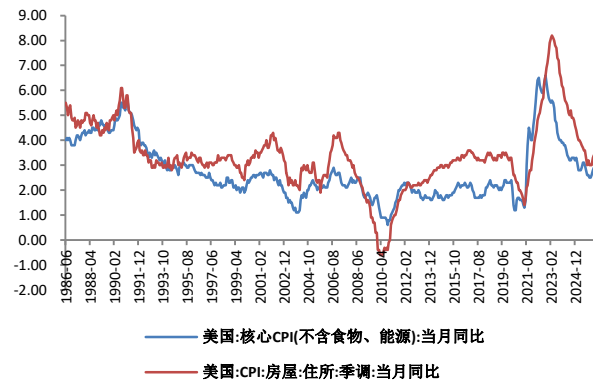
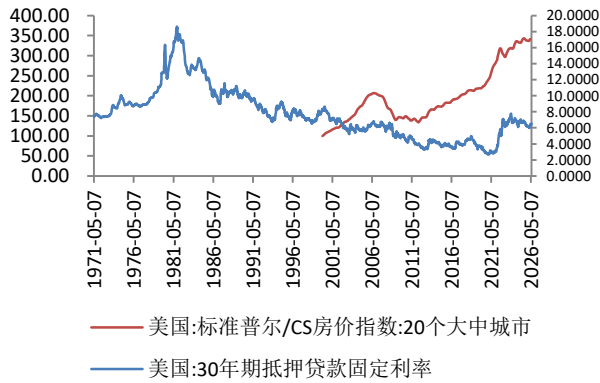


图 20: 住宅价格主导服务价格 (%)



资料来源: i

图 21: 核心商品环比 (%)

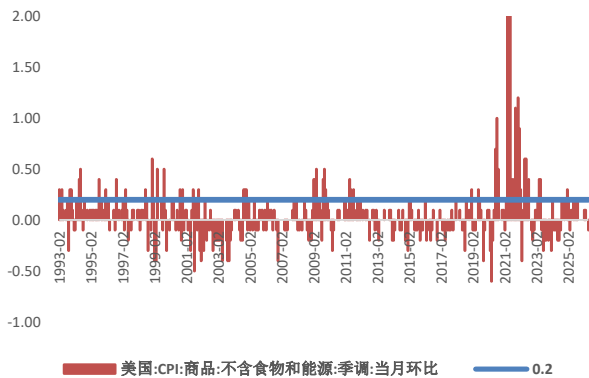
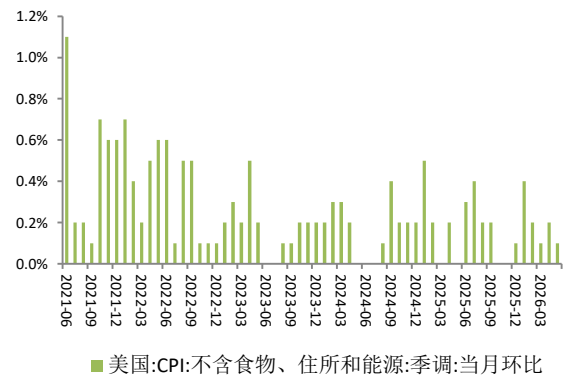


图 22: 核心服务（扣除住宅）环比



资料来源: 东兴证券研究所

资料来源: 东兴证券研究所

图 23: 时薪与周薪同比 (%)

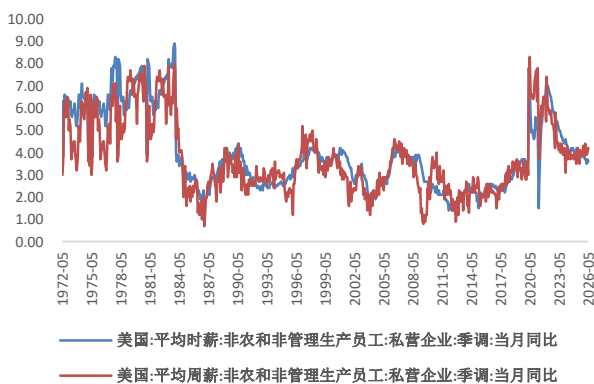
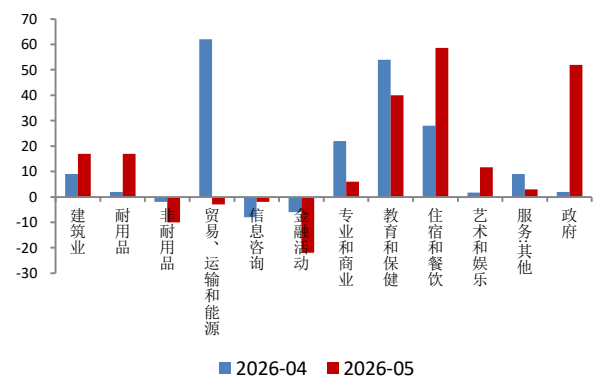


图 24: 各行业非农新增 (千人)



资料来源: i

图 25：美十债模型（

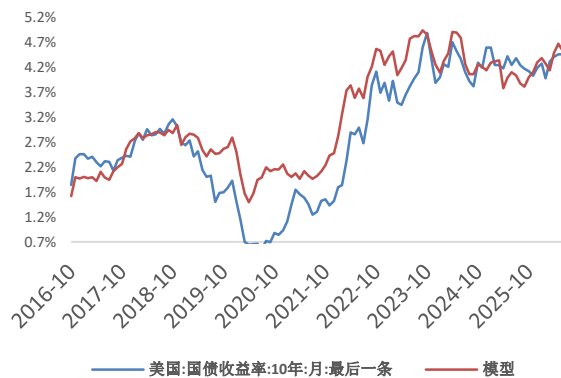
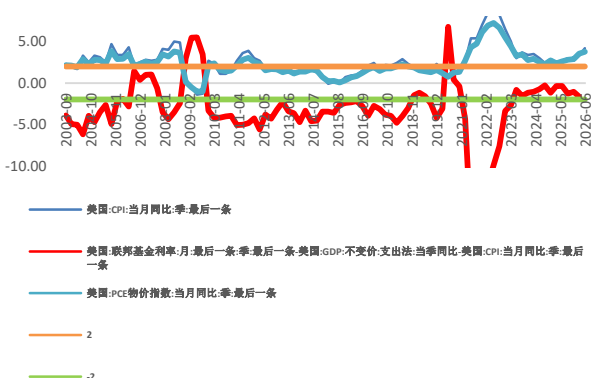


图 26：政策利率合理空间（%）



资料来源：i

相关报告汇总

报告类型	标题	日期
宏观普通报告	原油引发的通胀外溢性尚未显现—美国 4 月 CPI 数据点评	2026-05-14
宏观普通报告	政策持续稳定，注重内生动力—4 月政治局会议点评	2026-04-30
宏观普通报告	油价系统性风险下降—美伊停火点评	2026-04-09
宏观普通报告	非农就业表明降息必要性仍存—2 月美国非农数据点评	2026-03-10
宏观深度报告	合理的经济增速目标，提升对经济质的要求—2026 年政府工作报告点评	2026-03-05
宏观普通报告	资源品价格脉冲效应，美债恢复避险功能—美伊冲突点评	2026-03-02
宏观普通报告	商品通胀减缓，年内仍存降息空间—美国 1 月 CPI 数据点评	2026-02-27
宏观普通报告	非农略有好转，可延后但不足以阻止降息—1 月美国非农数据点评	2026-02-27
宏观深度报告	美国 AI 投资拉动内需，货币财政双宽托底—2026 年海外宏观展望	2025-12-24
宏观普通报告	财政货币政策保持双宽，推动经济增长质的有效提升—12 月 11 日中央经济工作会议点评	2025-12-12

资料来源：东兴证券研究所

分析师简介

康明怡

经济学博士。分别就读于武汉大学、清华大学和明尼苏达大学，博士期间曾在明尼苏达大学、美联储明尼阿波利斯分行从事多年教学和访问工作。2010 年开始执教于复旦大学经济学院 985 平台，上海浦江人才计划项目。2017 年加入东兴证券研究所。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映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。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及报告作者在自身所知情的范围内，与本报告所评价或推荐的证券或投资标的的存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，我公司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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，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。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和法律责任。

行业评级体系

公司投资评级（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）：
以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（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）：
以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

东兴证券研究所

北京	上海	深圳
西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 16 层	虹口区杨树浦路 248 号瑞丰国际大厦 23 层	福田区益田路 6009 号新世界中心 46
邮编：100033	邮编：200082	邮编：518038
电话：010-66554070	电话：021-25102800	电话：0755-83239601
传真：010-66554008	传真：021-25102881	传真：0755-23824526