

美国核心 CPI 降温但美伊局势再紧张

Macroeconomic

陈嘉荔

SAC 执证号:

S0260523120005

021-38003674

gfchenjiali@gf.com.cn

郭磊

SAC 执证号:

S0260516070002

SFC CE.no: BNY419

021-38003572

guolei@gf.com.cn

请注意，陈嘉荔并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

2026 年 5 月美国 CPI 同比增 4.2%¹，符合预期，前值 3.8%；环比 0.5%，符合预期，前值 0.6%。核心 CPI 环比 0.2%，低于预期的 0.3%，前值 0.4%。从数据细节来看，我们有几点提示：（1）美国整体 CPI 如预期走高，同比为 2023 年 4 月以来首次站上 4%；（2）能源贡献了当月总 CPI 涨幅的六成以上，汽油环比 7.0%，headline 与核心的劈叉完全由油价驱动；（3）核心商品环比-0.1%，一年来首次转负，关税传导接近尾声；（4）核心服务环比放缓至 0.3%，但同比升至 3.4%、为去年 9 月以来最高，房租粘性是本月最大意外；（5）本月数据采集窗口在 5 月中旬，6 月 9-10 日美伊冲突再度升级的影响未反映在本月数据中。整体来看，数据喜忧参半。

结构上，本月通胀的全部超额动能来自能源。我们预计其环比动能正在见顶、但水平效应仍将持续数月。5 月能源环比 3.9%（前值 3.8%），连续第三个月大涨（3 月曾环比 10.9%、创 2005 年 9 月以来最大单月涨幅），同比 23.5%；汽油环比 7.0%、同比 40.5%；电力环比 0.6%（前值 2.1%），近三个月年化涨幅约 15%、为 2022 年以来最快；燃气服务环比-0.5%。能源对当月 headline 环比的贡献超过六成。

扣除食品和能源后，核心环比 0.2%与 2-3 月持平，是近一年偏低的单月读数（今年 1-5 月核心环比依次为 0.3%、0.2%、0.2%、0.4%、0.2%，其中 4 月偏高主要源于住房分项的技术性跳升）。headline 与核心同比的缺口扩大至 1.3 个百分点，为 2022 年能源冲击以来最宽，这一劈叉本身就说明当前通胀主要由供给端油价冲击叠加正在消退的关税传导，而非需求过热。

需要提示数据采集窗口的边界：CPI 调查通常覆盖每月 12 日左右当周的价格，6 月 9-10 日美伊冲突再度升级（美方暗示新一轮打击）及其后的油价波动不在本月数据之内。

核心商品环比-0.1%，前值 0.0%，一年来首次下跌，关税传导接近完成。家居家具用品环比-0.2%（连续第三个月下跌）、娱乐商品-0.1%（六个月来首次转负）、服装环比涨幅连续第四个月收窄至 0.3%；新车环比-0.3%、医疗商品环比-0.7%；软件与配件分项环比持平，AI 相关涨价暂未显现。我们估计关税迄今对核心价格水平的累计推升约 0.6 个百分点，且边际贡献自一季度以来基本走平。

关税敏感品类全面降温。家居家具用品环比-0.2%，连续第三个月下跌；服装环比涨幅从 2 月的 1.3%逐月收窄至 3 月 1.0%、4 月 0.6%、5 月 0.3%；娱乐商品环比-0.1%，为六个月来首次转负。政策面上，2 月被法院裁定无效的 IEEPA 关税将在年内晚些时候被新的关税工具替代，关税税率存在再度上调的可能，但我们倾向于认为整体水平难以明显超过去年的高点，对核心商品的二次冲击应弱于第一轮。

汽车与其他商品同样偏弱。新车环比-0.3%（前值-0.2%），二手车环比 0.1%（前值 0.0%），但 Manheim 二手车批发价此前的上行通常领先零售价 3-6 个月，二手车分项未来数月仍有补涨压力，是核心商品内部少数的上行风险；医疗商品环比-0.7%，延续负增长。

AI 相关的硬件涨价暂未成为通胀风险源。软件与配件分项（包含 SD 卡、USB memory 等受 memory chip 价格驱动）在此前数月平均约 5% 的环比大涨后，本月环比持平，PC 价格涨幅减速、智能手机价格基本持平。

核心服务同比+3.4%、为去年 9 月以来最高，粘性仍存。主要分项表现分化较大：主要居所租金环比 0.4%、OER 环比 0.3%，合并涨幅仍高于 4 月异常跳升前约 0.2% 的月均中枢；机票环比 2.7%、连续第三个月大涨，燃油成本传导明显；医疗服务环比 0.5%；车险环比-1.7%、为除 2020 年外有记录以来最大单月跌幅，压低了超级核心读数。值得注意的是，剔除车险和家庭运营两项一次性拖累，超级核心的真实动能强于表观读数。

Cleveland Fed Inflation Nowcasting 模型预计 5 月核心 PCE 环比 0.3%（4 月 0.3%）、headline PCE 环比 0.4%，对应核心 PCE 同比约 3.3%（4 月 3.3%）、headline PCE 同比约 4.0%（4 月 3.8%）。

从 CPI 到 PCE 的映射上，PCE 中商品权重约 38%、显著高于 CPI 的约 25%，且软件与配件等分项在核心 PCE 中的权重远大于核心 CPI，医疗在 PCE 中权重也更高。Cleveland Fed Inflation Nowcasting 模型预计 5 月核心 PCE 环比 0.3%（4 月 0.3%）、headline PCE 环比 0.4%，对应核心 PCE 同比约 3.3%、headline PCE 同比约 4.0%。

住房分项需要拆开技术性扰动和趋势来看。4 月 OER 环比一度跳升至 0.5%，源于去年政府停摆期间数据采集缺失后的回补，属于一次性技术因素；5 月 OER 回落至 0.3%印证了这一判断。但回落后的水平仍略高于年初 0.2% 左右的中枢，住房通胀的降温被暂时打断。

我们倾向于认为这是停摆样本噪音带来的短期波动而非趋势逆转，新签租约的市场化租金涨幅仍低于存量租金、住房通胀向疫情前趋势回归的方向未变，未来数月住房分项仍将是核心通胀稳定的下拉力量，但停摆造成的样本缺口意味着单月读数的噪音会继续偏大。

超级核心的表观放缓掩盖了内部的强弱分化。走势偏强的分项包括机票环比 2.7%、连续第三个月 2.7%–2.8% 的大涨，背后是燃油成本的直接传导，单项就推升核心约 4bp；医疗服务环比 0.5%，在连续两个月零增长后反弹；无线电话服务环比 2.2%，逆转 2025 年末的大幅下跌，推升核心约 3bp；酒店环比 0.4%（前值 2.4%）。

走势偏弱的分项基本是一次性的：车险环比-1.7%，为除 2020 年疫情扰动外有记录以来最大单月跌幅，单项拖累核心约 6bp，但同期汽车维修保养价格仍偏强，车险的下跌与成本端背离，更可能反映该分项近年加大的波动性而非趋势；家庭运营服务环比约-1.7%（BLS 因数据质量原因仅隔数月发布该分项），再拖累约 2bp。剔除车险和家庭运营两项一次性拖累，超级核心的真实动能强于 0.3% 的表观读数。

向后看，劳动力市场韧性亦为服务粘性提供支撑。失业率稳定在 4.3%、就业增长平稳，意味着工资驱动的服务通胀短期内难以快速消退；在油价推升生活成本的环境下，若工资增速因补偿性议价重新加速，将直接抬高超级核心的中枢。

展望来看，美国通胀目前处于“CPI 同比高位、核心 CPI 相对温和但存在上行风险”的状态，预计未来 3 个月核心 CPI 同比中枢在 2.8%–3.1% 之间。对于这样的数据来说，一方面，CPI 同比站上 4%、4 月会议纪要显示绝大多数与会者担忧通胀回归 2% 的时间被拉长，美联储降息没有合理理由；另一方面，核心通胀没有太强、油价冲击被视为供给冲击、失业率稳定在 4.3%、美联储新任主席沃什更偏好截尾均值、中位数等底层通胀指标，加息门槛同样偏高。因此，对美联储来说，按兵不动、保持观察是最优策略。

一是能源价格可能前高后低。根据 EIA 6 月《短期能源展望》²，布伦特 6–7 月均价 105 美元/桶、霍尔木兹海峡三季度起渐进复航、2027 年均价回落至 79 美元，对应 headline 同比的路径是三季度前 4% 附近的平台、四季度起较快回落。

二是通胀可能有二轮传导。机票连续三个月环比 2.7% 以上、电力近三个月年化约 15%、公共交通同比 16.7%；按历史经验，油价冲击向核心的传导峰值滞后 6–12 个月，若海峡关闭延续至四季度，传导将从交通链向更广的服务成本扩散，这是把核心 CPI 同比推向 3% 以上的情形。

三是对于核心商品而言，关税传导完成，与软件涨价熄火是下行力量，但 Manheim 批发价隐含的二手车补涨和下半年的关税重置构成对冲，我们预计核心商品环比在 0% 附近窄幅波动、难以持续为核心通胀减压。

四是住房对核心通胀形成下拉。4 月住房分项跳升已被 5 月数据证伪为技术性扰动，市场化租金领先指标仍指向租金通胀向疫情前趋势回归，住房对核心同比的下拉每月约稳定贡献，但停摆样本噪音会放大单月波动。

落到货币政策上，因此，对美联储来说，按兵不动、保持观察是最优策略。。

不降息主要由于通胀离目标水平仍有距离。**headline** 同比 4.2%、核心 PCE 同比约 3.3%，均远高于 2%目标，且 4 月会议纪要（鲍威尔任内最后一次会议，会上出现四张反对票、为 1992 年以来最多）明确写道绝大多数与会者指出，通胀回归委员会 2%目标所需的时间长于此预期的风险有所上升（“The vast majority of participants noted an increased risk that inflation would take longer to return to the Committee's 2 percent objective than they had previously expected”）。纪要同时显示多数与会者认为若战争继续推升通胀、加息可能成为必要选项——在这样的通胀水平和委员会分布下，降息仍需等待。

但美联储亦有理由不加息。核心 CPI 环比已连续回到 0.2%一线、关税传导接近完成、能源冲击属于美联储框架内倾向于“看穿”的供给冲击，失业率 4.3%的劳动力市场没有过热迹象；更重要的是，新任主席沃什（5 月 15 日宣誓就任，6 月 16-17 日主持其首次会议）更偏好截尾均值、中位数等底层通胀指标，而这些指标显示的通胀压力明显温和于 **headline**，其在确认听证会上亦表态希望委员会内部有更激烈的辩论（“a good family fight”），暗示其本人并不急于用加息回应油价。

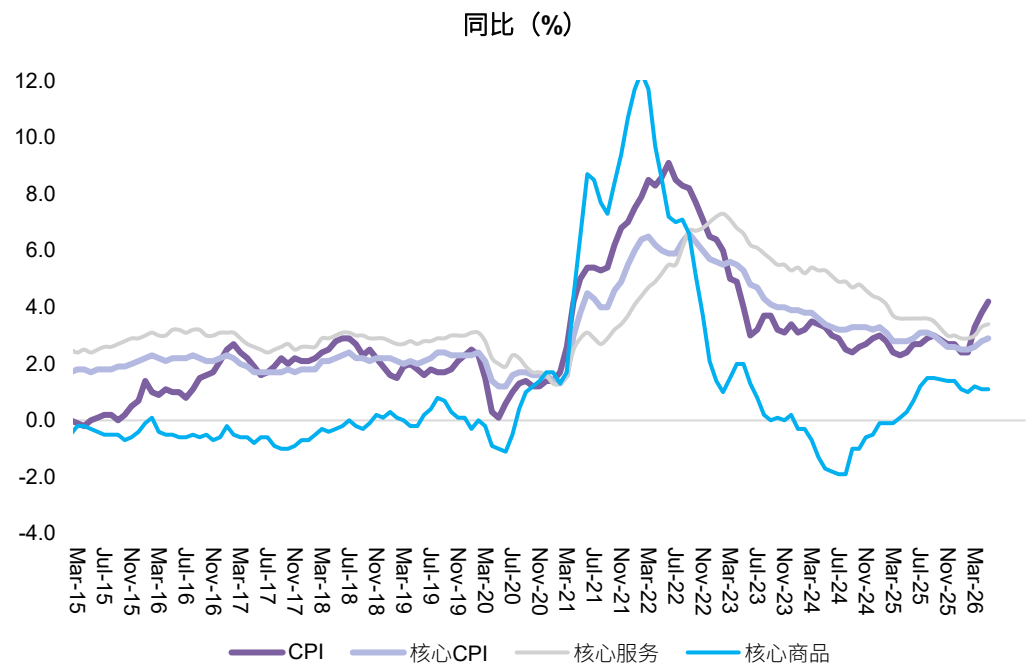
CPI 数据本身对市场是温和利好，数据公布后股指期货一度收窄跌幅、美债收益率持平略降。CME FedWatch 显示市场对美联储货币政策预期变化不大，10 月加息概率略高于 50%，12 月为 71.6%。但地缘风险主导了当日交易，随着美方暗示对伊朗发动新一轮打击，美股全天走低、收盘大跌：道指-1.9%，标普 500 指数-1.6%，纳指-2.0%，罗素 2000-1.1%；VIX 上行至 22.2。10 年期美债收益率收于 4.52%，美元指数 99.8，黄金收跌 3.6%。板块上工业跌超 3%、科技与材料跌超 2%。

周三美股全线收跌，资金延续了从科技股流出的轮动趋势，导致半导体/memory 板块持续走弱，大型科技“七巨头”普遍下挫，仅能源、保险和区域性银行等少数传统板块逆势上涨。在其他市场中，美元微涨，黄金大跌 3.6%，而 WTI 原油受特朗普对伊朗强硬言论的影响收涨 2.1%。

风险提示：美国经济因美联储快速收紧流动性而陷入深度衰退，导致美联储超预期降息或者提前结束缩表；美国债务上限问题升级，导致美债收益率暴跌；俄乌局势升级，引发全球通胀再度升温；欧美银行储蓄转移加速导致信贷收缩幅度超预期。

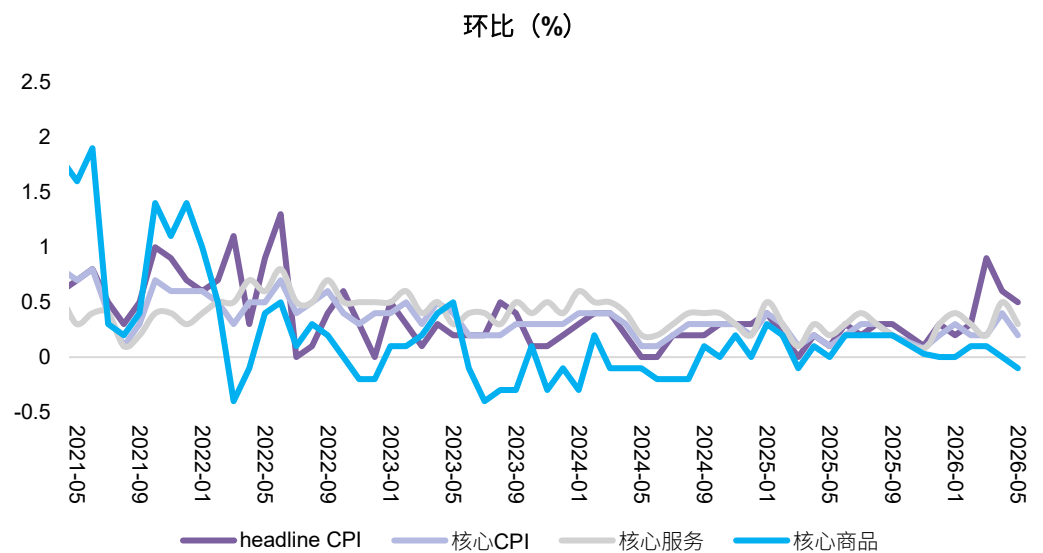


图 1：油价跳升带动 headline CPI 反弹



数据来源：WIND、广发证券发展研究中心

图 2：4 月核心商品环比转负，核心服务环比保持粘性



数据来源：WIND、广发证券发展研究中心

广发宏观研究小组

郭磊：广发证券首席经济学家、首席分析师，2016 年加入广发证券发展研究中心。

陈礼清：联席首席分析师，金融学博士，2023 年加入广发证券发展研究中心。

吴棋滢：资深分析师，经济学硕士，2017 年加入广发证券发展研究中心。

贺骁束：资深分析师，经济学硕士，2017 年加入广发证券发展研究中心。

钟林楠：资深分析师，经济学硕士，2020 年加入广发证券发展研究中心。

王丹：资深分析师，经济学硕士，2021 年加入广发证券发展研究中心。

陈嘉荔：资深分析师，理学硕士，2022 年加入广发证券发展研究中心。

文永恒：资深分析师，经济学博士，2023 年加入广发证券发展研究中心。

分析师及联系人



陈嘉荔

SAC 执证号：S0260523120005
gfchenjiali@gf.com.cn



郭磊

SAC 执证号：S0260516070002
SFC CE No. BNY419
guolei@gf.com.cn

请注意，陈嘉荔并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

广发证券	买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10%以上。
行业投资评级说明	持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
	卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10%以上。

广发证券	买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 15%以上。
公司投资评级说明	增持：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 5%-15%。
	持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
	卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 5%以上。

联系我们	地址	邮政编码	客服邮箱
	广州市： 广州市天河区马场路 26 号广发证券大厦 47 楼	510627	gfzqyf@gf.com.cn
	深圳市： 深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 31 层	518026	
	北京市： 北京市西城区月坛北街 2 号月坛大厦 18 层	100045	
	上海市： 上海市浦东新区南泉北路 429 号泰康保险大厦 37 楼	200120	
	香港： 香港湾仔骆克道 81 号广发大厦 27 楼	-	

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4 号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，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者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1)广发证券（香港）跟本研究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。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。