

通胀尚未达到美联储加息门槛

——2026 年 5 月美国 CPI 数据点评

研究结论

- **2026 年 5 月美国 CPI 符合预期，核心 CPI 低于预期。**5 月美国名义 CPI 同比由前值 3.8% 上升至 4.2%，环比增速 0.5%，均与市场预期值一致；核心 CPI 同比 2.9%，较前值 2.8% 小幅上升，市场预期值 2.9%，环比增速 0.2%，低于预期值 0.3%。本期通胀数据符合我们此前的预期，名义 CPI 上行继续反映的是油价上涨的外生冲击，未见扩散至内需的核心通胀趋势上行风险，整体通胀基本可控。需要注意，近期数据有可能成为短期通胀同比增速的高点。
- **能源分项对名义通胀持续构成向上拉动，反映油价外生冲击不退。**5 月能源分项同比增速高达 23.5%，拉动名义 CPI 同比 1.6%；环比增速 3.9%，拉动名义 CPI 环比 0.3%，对本期名义 CPI 同环比增速的拉动分别约为 37% 和 57%。除了能源商品外，油价暴涨也持续反映在交通运输服务等相关核心服务分项，其中机票价格同比增速上涨至 26.7%。能源分项是伊朗冲突以来美国通胀走高的最主要推动项，如果剔除能源项的拉动，名义通胀目前大致处于约 2.5% 的低位，延续冲突前的温和下行趋势。往后看，地缘风险尚未完全消除，能源价格预计高位震荡，考虑到 2025 下半年油价处于中枢约 60 美元的低位，假设油价继续在 100 美元中枢震荡，那么预计 2026 年下半年将对名义 CPI 同比增速持续形成约 1.5% 的向上拉动。但是我们一直提示，市场对高油价之下的通胀上涨预期较为充分，油价通胀本身难以使得市场形成对于通胀数据的预期差。
- **核心通胀仍然较弱，反映内生价格上涨尚未出现。**本期数据的一大关注点是观测油价冲击的潜在外溢影响，数据来看符合我们预期，扩散幅度较为有限。核心商品同比 1.1%，权重项二手车同比负增 2%，教育与通讯商品负增 6.1%，拉动核心商品通胀下行。核心服务同比增速受住房项粘性以及酒店、机票等短期波动项影响上升至 3.4%，但是 Zillow、Apartment List 等市场租金指标显示目前美国房租增速较往年均值水平偏弱，趋势回升风险不大。本期数据显示油价向核心类别的传导仍较窄，反映出目前能源冲击对于核心通胀的二阶传导较为有限。
此外，去年以来的关税的价格传导影响也接近尾声。核心商品环比增速今年以来首次转负，表明关税冲击正在消退，服装（0.3%）、休闲商品（-0.1%）、家居陈设与用品（-0.2%）、医疗保健商品（-0.7%）环比增速显示商品价格边际回落。去年商品通胀高基数也开始对核心商品通胀构成下行拉力。
工资增速可能在年底出现反弹，随后才是核心通胀上行周期。往后看，我们认为当前美国居民薪资增速仍处于低位，能源通胀压低实际收入水平，消费信心下滑，内生需求疲软预计持续对通胀形成向下压力，本轮能源通胀向核心通胀的传导预计面临较大阻力。此外，企业端向居民传导涨价的能力较弱，PPI-CPI 预计持续存在明显剪刀差。目前美国就业市场虽然已经出现复苏迹象，但目前仅表现在就业数量上，预计年底能够看到薪资回暖，随后才会推动核心通胀复苏。
- **下一轮再通胀周期预计较为温和。**即使未来步入核心通胀上行周期，需要注意自 2027 年起，油价高基数容易导致能源项转为通胀的拖累因素。因此，核心通胀和能源通胀风险未来或呈现与当前反向的趋势走向。因此，即使看向 2027 年，我们判断通胀整体上仍是较为温和的。
- **短期内美联储货币政策面临较高的双向门槛。**加息门槛需要看到能源价格冲击向更广泛的价格体系传导，单纯的油价高位（因供给因素）不足以成为加息的充分条件。因此通胀还没到达加息门槛，未来关注就业市场复苏表现在居民薪资增趋势回升中。而当前名义通胀快速上行至 4.2%，大幅高于 2% 的政策目标，且美国经济呈现超预期韧性，降息也不具备现实条件。我们预计短期内美联储维持观望，年内启动加息的概率较低。

风险提示 地缘局势超预期的风险。美国通胀超预期的风险。美联储大幅加息的风险。

报告发布日期

2026 年 06 月 12 日

证券分析师

王仲尧 执业证书编号：S0860518050001
香港证监会牌照：BQJ932
wangzhongyao1@orientsec.com.cn
021-63326320

吴泽青 执业证书编号：S0860524100001
wuzeqing@orientsec.com.cn
021-63326320

孙金霞 执业证书编号：S0860515070001
香港证监会牌照：BXO238
sunjinxia@orientsec.com.cn
021-63326320

相关报告

短期热度源于临时扰动，中期就业市场复苏拐点渐近：——2026 年 5 月美国就业数据点评 2026-06-08

美债利率的趋势下行拐点还需进一步确认：——海外札记 20260601 2026-06-04

经济继续强于预期，定价转向利率压力：——海外札记 20260525 2026-05-29

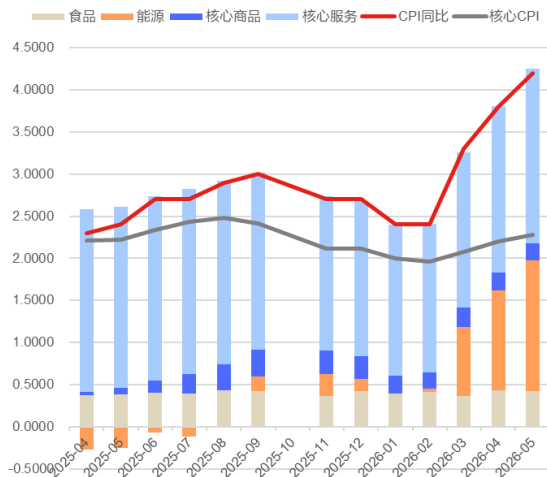
美国经济超预期动能渐弱 2026-05-28

图 1：5 月美国 CPI 符合预期进一步上行（%）

	2026-05	2026-04	2026-03	2026-02	2026-01	2025-12	2025-11	2025-10	2025-09	2025-08	2025-07	2025-06
CPI同比	4.2	3.8	3.3	2.4	2.4	2.7	2.7	0	3	2.9	2.7	2.7
核心CPI	2.9	2.8	2.6	2.5	2.5	2.6	2.6	0	3	3.1	3.1	2.9
食品	3.1	3.2	2.7	3.1	2.9	3.1	2.6	0	3.1	3.2	2.9	3
家庭食品	2.7	2.9	1.9	2.4	2.1	2.4	1.9	0	2.7	2.7	2.2	2.4
谷物和烘焙产品	1.9	2.6	2.1	2.7	3.1	1.5	1.9	0	1.6	1.1	1	0.9
肉类、家禽、鱼类及蛋类	1.8	1.5	-0.9	0.4	2.2	3.9	4.7	0	5.2	5.6	5.2	5.6
乳制品	-1	-0.6	-1.6	0.1	-0.3	-0.9	-1.6	0	0.7	1.3	1.5	0.9
水果和蔬菜	6.1	6.1	4	2.7	0.8	0.5	0.1	0	1.3	1.9	0.2	0.7
在外饮食	3.5	3.6	3.8	3.9	4	4.1	3.7	0	3.7	3.9	3.9	3.8
能源	23.5	17.9	12.5	0.5	-0.1	2.3	4.2	0	2.8	0.2	-1.6	-0.8
能源商品	40.6	29.2	19.4	-5.2	-7.3	-3	1.2	0	-0.4	-6.2	-9	-7.9
燃油及其他燃料	33.2	31.9	22.9	1.1	-6	1.2	3.2	0	0.5	-0.8	-2.1	-2
汽车燃料	40.9	29.1	19.2	-5.5	-7.3	-3.2	1.1	0	-0.4	-6.5	-9.3	-8.2
能源服务	5.3	5.4	5	6.3	7.2	7.7	7.4	0	6.4	7.7	7.2	7.5
电力	5.9	6.1	4.6	4.8	6.3	6.7	6.9	0	5.1	6.2	5.5	5.8
公用事业(管道)天然气服务	3	3	6.4	10.9	9.8	10.8	9.1	0	11.7	13.8	13.8	14.2
核心商品	1.1	1.1	1.2	1	1.1	1.4	1.4	0	1.5	1.5	1.2	0.7
家居陈设与用品	2.4	2.8	3.6	3.9	3.8	3.4	2.6	0	3	2.8	2.4	1.7
电器	0.2	0.2	1.1	2.9	0.5	-1.7	0.5	0	1.3	0.3	-0.3	0.8
服装	4.8	4.2	3.4	2.5	1.7	0.6	0.2	0	-0.1	0.2	-0.2	-0.5
交通运输商品-减去汽车燃油	-0.6	-0.8	-0.9	-0.9	-0.5	0.9	1.7	0	2.3	2.6	2	1.2
新车	0.2	0.2	0.5	0.5	0.4	0.3	0.6	0.9	0.8	0.7	0.4	0.2
二手车和卡车	-2	-2.7	-3.2	-3.2	-2	1.6	3.6	4.6	5.1	6	4.8	2.8
医疗保健商品	-1.8	-0.5	0.3	0.1	0.3	1.5	1.1	0	0.7	0	0.1	0.2
休闲商品	2.6	3	3.3	2.5	1.5	1.2	0.6	0	0.8	0.1	-0.1	-0.8
教育与通讯商品	-6.1	-6	-6.4	-6.3	-3.5	-3.8	-3.1	0	-4	-3.8	-4.3	-3.3
信息技术产品	-6.3	-6.3	-6.7	-6.7	-3.8	-4.1	-3.3	0	-5.1	-5.3	-5.9	-4.7
酒精饮料	2.1	1.9	1.7	1.6	2	2.1	1.9	0	2	1.9	1.4	1.4
核心服务	3.4	3.3	3	2.9	2.9	3	3	0	3.5	3.6	3.6	3.6
住所	3.4	3.3	3	3	3	3.2	3	0	3.6	3.6	3.7	3.8
主要住所的租金	2.9	2.8	2.6	2.7	2.8	2.9	3	0	3.4	3.5	3.5	3.8
离家住宿	5.2	4.6	2.6	-1.1	-2	-0.8	-4.1	0	-0.1	-2.6	-3.5	-2.5
业主住所的等价租金	3.3	3.3	3.1	3.2	3.3	3.4	3.4	0	3.8	4	4.1	4.2
供水、污水和垃圾收集服务	4.7	4.7	4.7	4.4	4.7	4.7	4.3	0	4.8	5.3	5.3	5.4
医疗保健服务	3.6	3.2	3.7	4.1	3.9	3.5	3.3	0	3.9	4.2	4.3	3.4
专业服务	4.5	4	4.1	3.7	3.4	2.5	2.2	0	2.6	3.5	3.4	2.8
医院及相关服务	5.8	5.5	6.4	7.6	6.9	6.7	6	0	5.8	5.3	5.7	4.2
医疗保险	-6.4	-6.1	-5.3	-3.6	-2.2	-0.5	0.6	0	4.2	4.3	4.4	3.4
交通运输服务	4.1	4.3	4.1	2.2	1.3	1.5	1.7	0	2.5	3.5	3.5	3.4
机动车维护与维修	6.1	5.1	6.1	5.6	4.9	5.4	6.9	0	7.7	8.5	6.5	5.2
机动车保险	-2	0.2	0.8	0.2	0.5	2.8	0	0	3.1	4.7	5.3	6.1
机票价格	26.7	20.7	14.9	7.1	2.2	-3.4	-5.4	0	3.2	3.3	0.7	-3.5
休闲服务	2.6	1.9	1.6	2.1	3.1	4	2.5	0	4.4	3.6	3.9	3.8
教育与通讯服务	1.9	1.1	1	1.1	1.2	1.1	2.2	0	1.1	1	1.1	1.1
其他个人服务	5.2	4.2	3.2	5.8	6.9	4.7	4.6	0	4.5	4.4	4.5	4.3

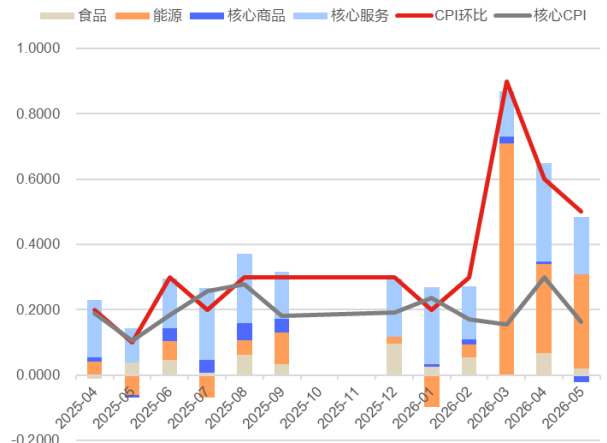
数据来源：wind，东方证券研究所

图 2：CPI 同比增速主要由能源和核心服务分项拉动（%）



数据来源：wind，东方证券研究所

图 3：CPI 环比增速主要由能源和核心服务分项拉动（%）



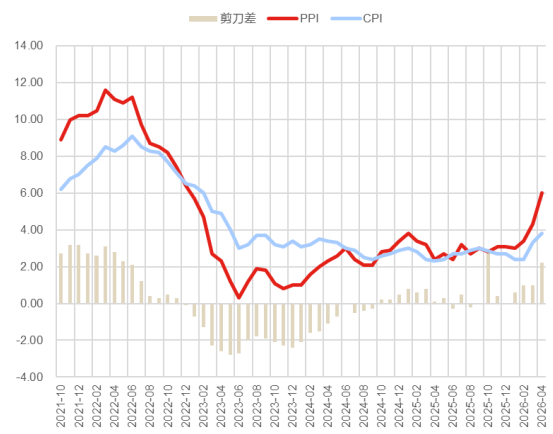
数据来源：wind，东方证券研究所

图 4：CPI 能源项与汽油零售价格强相关（%）



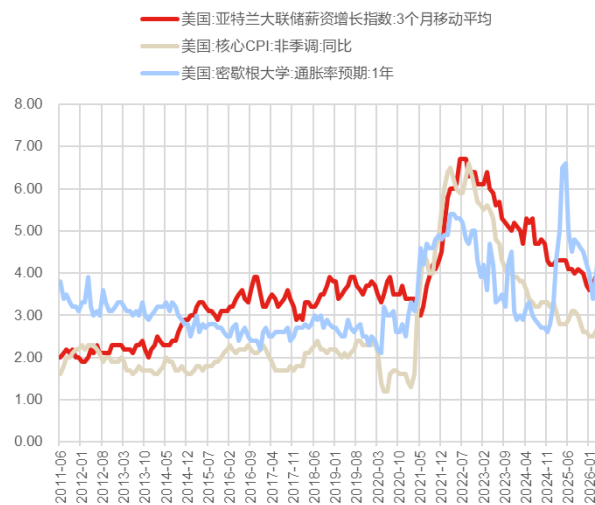
数据来源：wind，东方证券研究所

图 5：当前企业成本通胀难以向上传导（%）



数据来源：wind，东方证券研究所

图 6：薪资增速偏弱预计继续压制核心通胀（%）



数据来源：wind，东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内行业或公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准（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）；

公司投资评级的量化标准

- 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
- 增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

- 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在-5% ~ +5%之间波动；
- 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者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口头承诺均为无效。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。