长江证券 CHANGJIANG SECURITIES

世界经济与海外市场 | 点评报告

能源通胀退潮后：AI 会是美国通胀新变量吗？——家喻呼“筱”系列 1

报告要点

非农低于预期、加息预期回落，市场关注二次通胀风险。我们认为，短期来看，美国通胀大概率见顶回落： 1）能源通胀退潮：油价已大幅回落，补库亦不构成阻碍；2） AI 再通胀有限：硬件涨价影响可控，软件传导仍不明确。总的来看，供给侧冲击对通胀的扰动有望在未来几个月边际减弱，AI 通胀效应、住房通胀粘性等因素仍可能使通胀回落过程并不顺畅，但在经济 K 型分化、就业市场供需处于弱平衡的背景下，美国短期内仍缺乏形成“就业-收入-通胀”上升螺旋的基础。因此，当前前瞻美国需求过热并押注美联储重新加息仍为时尚早。

分析师及联系人



宋筱筱

SAC：S0490520080011

SFC：BVZ974



黄帅

SAC：S0490525070005



敬成宇

能源通胀退潮后：AI 会是美国通胀新变量吗？——家喻呼“筱”系列 1

2026 年 6 月，美国非农就业数据超预期回落，市场加息预期有所降温，但年内货币政策走向的核心约束仍在通胀。原油价格回落后，能源通胀能否顺利退潮？AI 产业链相关成本上涨，又是否会成为美国通胀的新变量？

能源通胀退潮：油价已大幅回落，补库亦不构成阻碍

油价回落后能源商品通胀亦随之回落。2026 年 6 月中旬美伊达成协议以来，原油价格大幅回落。截至 2026 年 7 月 3 日，油价已基本接近 2 月底美伊冲突升级前水平。随着地缘溢价快速出清，市场此前对能源价格推升美国通胀、甚至重演 20 世纪 70 年代“滞胀”的担忧明显缓解。直接来看，能源商品在美国 CPI 中的权重为 4.238%，油价回落预计将拉动美国 6 月 CPI 环比下行约 0.3 个百分点，较 5 月对 CPI 环比+0.28 个百分点的正贡献明显转弱。

商业和战略补库需求亦不构成油价回落阻碍。库存层面，市场担忧此前霍尔木兹海峡封锁时间较长，战略库存及商业库存消耗较多，后续补库需求或对油价回落形成掣肘。但从美国经验看，商业石油库存整体波动有限，更多呈现季节性特征，目前库存水平仍基本符合历史季节性规律，其补库需求及对油价的扰动相对有限。相比之下，战略石油储备补库更多取决于政策安排，通常滞后于供给冲击 1 年以上，且补库斜率较为缓慢，对短期油价扰动有限。本轮略有不同的是，美国以“借贷”方式释放战略库存，企业存在到期归还安排，补库节奏相较以往“销售-回购”模式的政策可控性有所下降。但从目前已落地案例看，归还窗口或在 2026 年 11 月 1 日及以后，年内对油价需求和油价回落的实际影响仍相对有限。

AI 再通胀有限：硬件涨价影响可控，软件传导仍不明确

能源通胀退潮后，市场对美国通胀的担忧逐步从油价转向 AI 产业链涨价：存储芯片供需偏紧、终端电子产品提价，是否会成为新一轮通胀变量？**我们认为，AI 相关涨价对通胀确有边际扰动，但整体影响相对有限：**

电子消费品 20%-40%的涨价将额外推升美国 CPI 20-40BP。AI 推升通胀主要有以下路径：①数据中心建设大幅增加，对电脑硬件、尤其是 DRAM 和 NAND 存储需求上升；②软件加入 AI 功能后可能涨价，并被价格指数记录为通胀。从美国 CPI 统计方式看，硬件价格上涨是当前更明确的通胀来源，软件影响较小。根据美联储理事会在 2026 年 5 月发表的《Measurement of “Computer Software and Accessories” Inflation》，参考 SEMI 数据，韩国分别占全球闪存和 DRAM 产能的约 30%和 50%。而闪存和 DRAM 的价格在过去一年已经翻了一倍以上。受 AI 数据中心建设挤占内存和存储芯片供给影响，苹果、微软等公司相继宣布上调产品价格。其中苹果产品线多数涨幅在 20%左右。若假设电脑、手机等终端价格上涨 20%-40%，将额外推升美国核心 CPI 抬升 20-40BP。

政策再收紧尚早：通胀扰动边际减弱，需求承托仍显乏力

供给侧冲击影响趋于消退，但需求侧承托仍显不足。市场前期鹰派定价一方面来自高油价推升通胀预期，另一方面来自 6 月 FOMC 声明、SEP 上修以及沃什会后表态共同释放的偏鹰信号。当前来看，随着霍尔木兹海峡通行逐步修复，油价已基本回落至战前水平附近；同时 OPEC+继续上调产量配额，供应恢复和需求偏弱共同压制油价上行。虽然低库存和补库需求可能对油价形成一定下方支撑，但若地缘风险不再反复，供给侧冲击对通胀的扰动有望在未来几个月边际减弱。与此同时，AI 资本开支和数据中心建设、住房通胀粘性等因素仍可能使美国通胀回落过程并不顺畅。但在经济 K 型分化、就业市场供需处于弱平衡的背景下，美国短期内仍缺乏形成“就业—收入—通胀”上升螺旋的基础。因此，当前前瞻美国需求过热并押注美联储重新加息仍为时尚早。我们维持美联储年内大概率维持利率不变的判断。

风险提示

1、美国存在核心通胀“脱锚”、经济陷入“滞胀”的风险；2、测算存在偏差的风险。

相关研究

- 《低于预期的“世界杯非农”——6 月美国非农就业数据点评》2026-07-03
- 《表述偏鹰，但年内尚不至加息——2026 年 6 月美联储议息会议点评》2026-06-18
- 《沃什首秀猜想：盲盒表象下的短鹰长鸽——宏观周脉“博”系列 22》2026-06-14

更多研报请访问
长江研究小程序

目录

能源通胀退潮：油价已大幅回落，补库亦不构成阻碍.....4
AI 再通胀有限：硬件涨价影响可控，软件传导仍不明确.....6
风险提示.....8

图表目录

图 1：2026 年 6 月中旬以来，美伊局势逐步缓和，原油价格下行（美元/桶）.....4
图 2：美伊局势升级前（2026 年 2 月底），美国商业石油储备、战略石油储备分别占比 51.4%、48.6%.....4
图 3：历史上美国战略石油储备开始释放后一年以上才会补库，并且补库斜率极缓（百万桶）.....5
图 4：美国商业原油库存更多是呈季节性波动.....5
图 5：20 世纪 70 年代至今美国战略石油储备制度逐步建立并成熟稳定，至今历经五次战略石油储备释放.....6
图 6：韩国 DRAM 和闪存 PPI.....6
图 7：受高油价推升通胀影响，今年 3 月以来美国非农私营部门实际时薪同、环比均下行（%）.....7

表 1：电子消费品 20%-40%的涨价或将额外推升美国核心 CPI 抬升 20-40BP 左右.....7

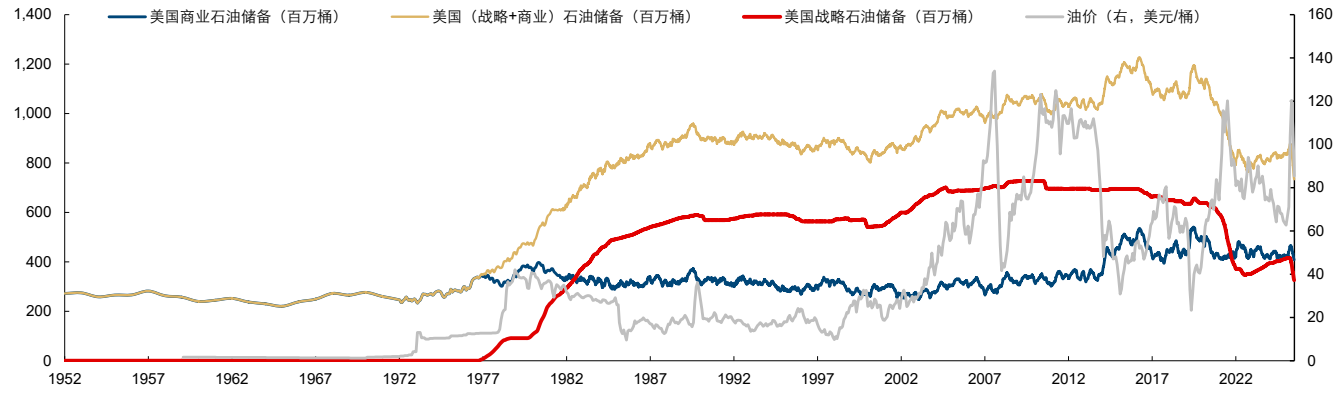
能源通胀退潮：油价已大幅回落，补库亦不构成阻碍

图 1：2026 年 6 月中旬以来，美伊局势逐步缓和，原油价格下行（美元/桶）



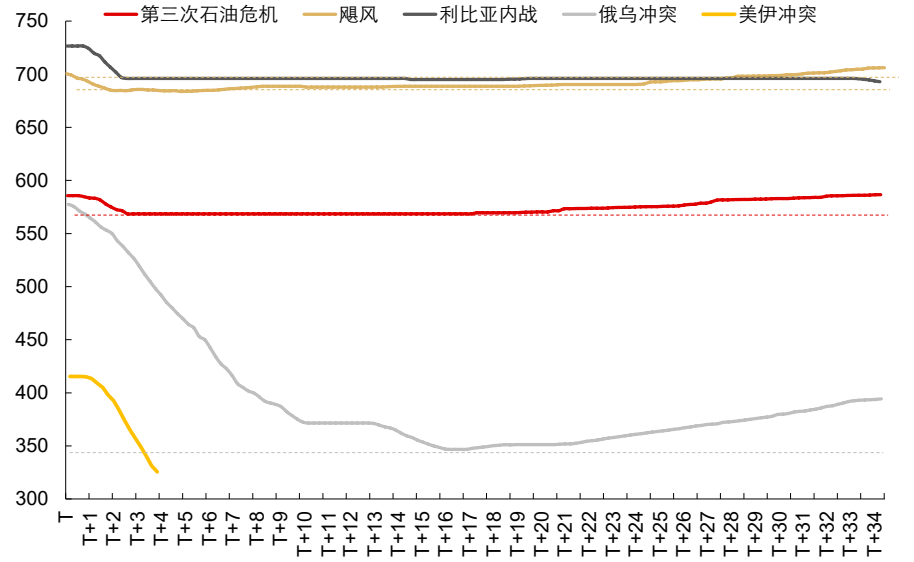
资料来源：Wind，长江证券研究所

图 2：美伊局势升级前（2026 年 2 月底），美国商业石油储备、战略石油储备分别占比 51.4%、48.6%



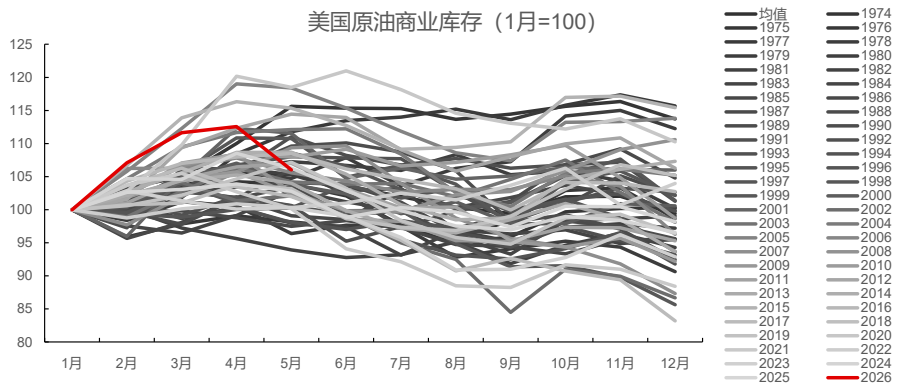
资料来源：Wind，长江证券研究所（数据截至：2026 年 6 月）

图 3：历史上美国战略石油储备开始释放后一年以上才会补库，并且补库斜率极缓（百万桶）



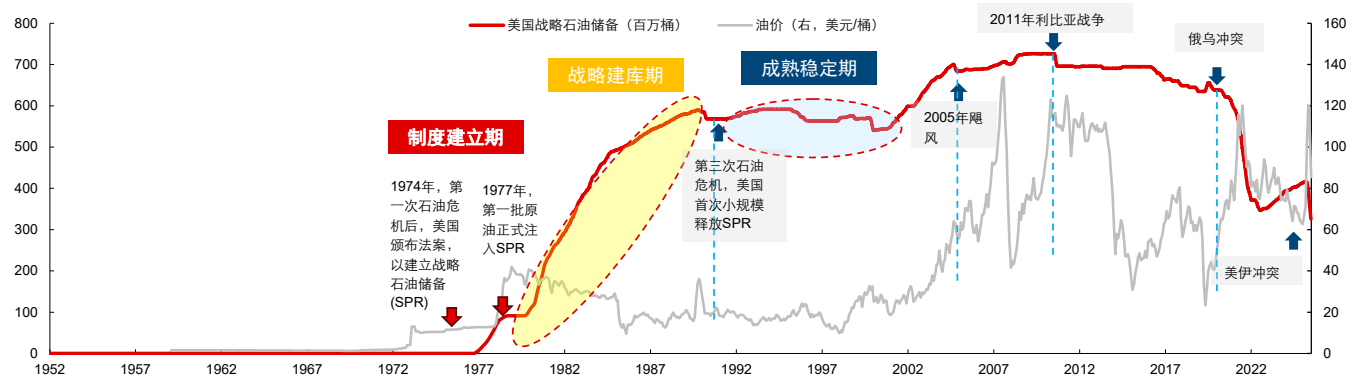
资料来源：Wind，长江证券研究所（注：①图中标签分别对应为美国 20 世纪 70 年代建立战略石油库存储备以来五次释放战略石油储备的事件背景；②图中 T 时刻为历次原油战略储备开始释放时刻；③横轴单位间隔对应 1 个月）

图 4：美国商业原油库存更多是呈季节性波动



资料来源：Wind，长江证券研究所

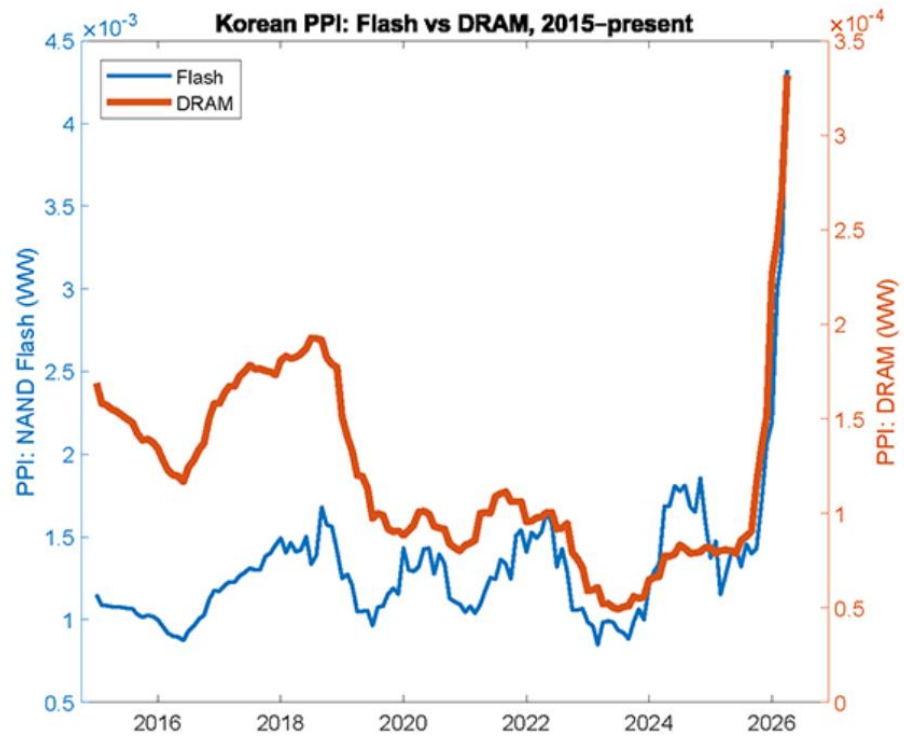
图 5：20 世纪 70 年代至今美国战略石油储备制度逐步建立并成熟稳定，至今历经五次战略石油储备释放



资料来源：Wind，长江证券研究所

AI 再通胀有限：硬件涨价影响可控，软件传导仍不明确

图 6：韩国 DRAM 和闪存 PPI



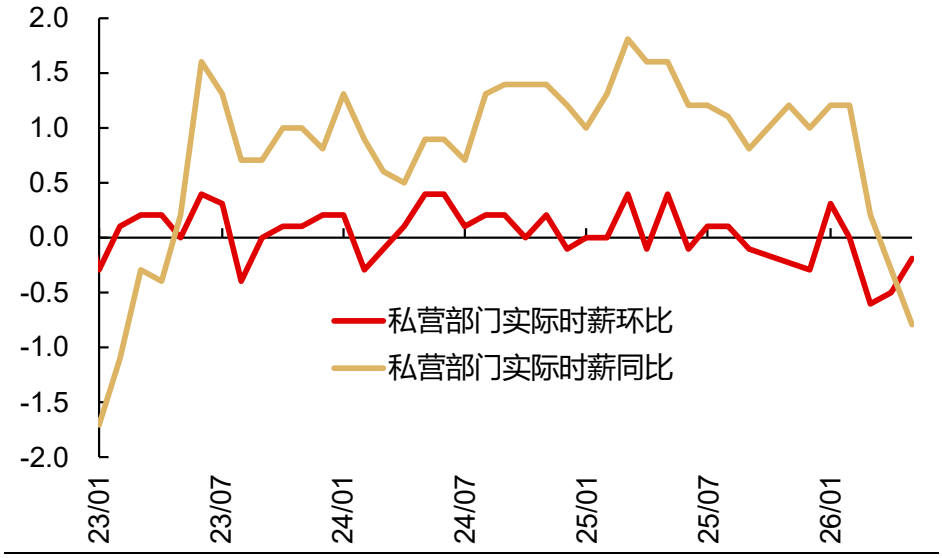
资料来源：《Measurement of “Computer Software and Accessories” Inflation》美联储（2026 年 5 月 22 日），长江证券研究所

表 1：电子消费品 20%-40%的涨价或将额外推升美国核心 CPI 抬升 20-40BP 左右

受存储涨价影响的CPI分项	CPI权重	CPI分项硬件含量	价格涨幅假设及对CPI的影响（BP）		
			20%	30%	40%
电脑、外设及智能家居助手	0.293%	86.3%	6.33	9.49	12.66
计算机软件和附件中的便携存储	0.027%	10.8%	0.07	0.11	0.15
电话硬件、计算器和其他消费信息产品	0.461%	100.0%	11.54	17.31	23.07
玩具中的游戏机/游戏硬件	0.293%	12.9%	0.95	1.42	1.90
合计	**1.07%**	**/**	**18.9**	**28.3**	**37.8**

资料来源：BLS，美联储，长江证券研究所测算

图 7：受高油价推升通胀影响，今年 3 月以来美国非农私营部门实际时薪同、环比均下行（%）



资料来源：Wind，长江证券研究所

风险提示

1、美国存在核心通胀“脱锚”、经济陷入“滞胀”的风险：2026 年 5 月，美国整体通胀同比抬升，核心通胀同比亦小幅上升，均符合预期。核心通胀目前虽表现稳定，但美伊局势前景未明，若地缘局势持续升温，原油价格飙升，美国存在核心通胀“脱锚”的风险，加之当前美国经济仍处下行周期，弱经济若叠加高通胀，美国经济有陷入“滞胀”的风险。

2、测算存在偏差的风险：本文对能源价格回落、补库需求以及 AI 产业链涨价对美国通胀的影响进行了情景测算，但相关结果依赖于油价走势、CPI 分项权重、价格传导比例及终端产品涨价幅度等假设。若后续原油价格波动超预期、战略库存归还节奏快于预期，或 AI 硬件、软件涨价向终端消费价格的传导强于预期，则实际通胀压力可能高于本文测算结果，对美国通胀走势及美联储政策判断形成扰动。



投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数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，投资建议的评级标准为：	
	看　　好：	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
	中　　性：	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
	看　　淡：	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数
公司评级	报告发布日后的 12 个月内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，投资建议的评级标准为：	
	买　　入：	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%
	增　　持：	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%～10%之间
	中　　性：	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%～5%之间
	减　　持：	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
	无投资评级：	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

相关证券市场代表性指数说明：沪深两市以沪深 300 指数为基准；北交所市场以北证 50 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数为基准。

办公地址

上海
Add /虹口区新建路 200 号国华金融中心 B 栋 22、23 层
P.C /（200080）

武汉
Add /武汉市江汉区淮海路 88 号长江证券大厦 37 楼
P.C /（430023）

北京
Add /朝阳区景辉街 16 号院 1 号楼泰康集团大厦 23 层
P.C /（100020）

深圳
Add /深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 3 期 36 楼
P.C /（518048）

分析师声明

本报告署名分析师以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点。作者所得报酬的任何部分不曾与，不与，也不将与本报告中的具体推荐意见或观点而有直接或间接联系，特此声明。

法律主体声明

本报告由长江证券股份有限公司及/或其附属机构（以下简称「长江证券」或「本公司」）制作，由长江证券股份有限公司在中华人民共和国大陆地区发行。长江证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号为：10060000。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格书编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由长江证券经纪（香港）有限公司在香港地区发行。长江证券经纪（香港）有限公司具有香港证券及期货事务监察委员会核准的“就证券提供意见”业务资格（第四类牌照的受监管活动），中央编号为：AXY608。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

其他声明

本报告并非针对或意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许该报告发送、发布的人员。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。本公司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，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。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。本研究报告并不构成本公司对购入、购买或认购证券的邀请或要约。本公司有可能会与本报告涉及的公司进行投资银行业务或投资服务等其他业务(例如:配售代理、牵头经办人、保荐人、承销商或自营投资)。

本报告所包含的观点及建议不适用于所有投资者，且并未考虑个别客户的特殊情况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。投资者不应以本报告取代其独立判断或仅依据本报告做出决策，并在需要时咨询专业意见。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可以发出其他与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告；本报告所反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表本公司或其他附属机构的立场；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本公司及作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅为本公司所有，本报告仅供意向收件人使用。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布给其他机构及/或人士（无论整份和部分）。如引用须注明出处为本公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。本公司不为转发人及/或其客户因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

本公司保留一切权利。