

2026年04月11日

油价上升驱动美国通胀大幅反弹

——美国3月CPI点评

宏观研究团队

何宁（分析师）

潘纬桢（分析师）

hening@kysec.cn

panweizhen@kysec.cn

证书编号：S0790522110002

证书编号：S0790524040006

事件：美国公布3月最新通胀数据。其中CPI同比上升3.3%，核心CPI同比上升2.6%，均不及市场预期。

● 总体通胀与核心通胀均迎来反弹

1. 总体通胀与核心通胀均出现反弹，能源通胀大幅上行。3月美国CPI同比上升3.3%，环比上升0.9%，同比与环比增速均较2月份大幅上行。3月核心CPI同比上升2.6%，较2月上升0.1个百分点，环比增速较2月持平。总的看，美国通胀如期迎来反弹，但核心通胀反弹幅度相对平缓。从反弹的驱动因素来看，一方面是3月份原油价格大幅上升导致的能源价格上行；另一方面是2025年3月基数出现了较为明显的下行，低基数效应下同比增速上行。值得注意的是，核心CPI的环比增速维持平稳，同比增速上升幅度亦相对有限，显示当前美国通胀的内生动能并不强劲。往后看，由于低基数效应还将维持2个月，且国际油价较难快速下行，美国通胀或将持续反弹。

2. 能源通胀大幅提升，核心商品对通胀贡献度边际提升。3月能源项同比上升12.5%，较2月提升12个百分点；3月份食品项同比上升2.7%，较2月下降0.4个百分点。核心CPI方面，3月核心CPI同比上升2.6%，增速较2月上升0.1个百分点，但不及市场预期。其中核心商品同比增速较2月上升0.19个百分点至1.18%左右；核心服务同比上升约3.05%，较2月份提升0.12个百分点。其中住房项同比上升3.0%，增速较2月持平。总的看，3月核心CPI同比增速较2月略有反弹，且核心商品与核心服务均有一定程度的回升，但考虑到低基数效应，以及核心服务通胀中住房通胀相对平稳，显示当前美国核心通胀下行的趋势仍未遭到逆转。

3. 通胀或持续反弹，需关注核心通胀是否会超预期上行。总的看，3月CPI数据显示美国通胀水平出现较大反弹，但核心通胀的环比增速保持平稳，且不及市场预期，意味着通胀超预期上行的风险减弱。从美联储关注的超级核心服务通胀（去掉住房的核心服务）来看，3月份同比增速较2月份上升0.39个百分点至3.14%，但环比增速较2月下降0.17个百分点至0.18%。往后看，由于低基数还将延续，且油价可能维持高位，总体通胀可能继续反弹。不确定的是，若长期维持一个相对较高的油价，核心通胀是否会受到影响，从而带动整体通胀超预期上行。

● 美国通胀还将面临多重考验，美联储或更进一步观望

目前中东局势依旧紧张，原油价格上涨可能会推升美国通胀，后续美国通胀有可能会超预期反弹。中长期看，有可能促使美联储观望更长时间。具体而言：

第一，美伊停火谈判虽然开始，但霍尔木兹海峡通行尚未完全恢复，且前景不明朗，全球油价可能在一段时间内维持在90美元/桶以上高位。此外，美国疫情后美国CPI的扩散指数有所提升，高油价环境下，美国通胀面临较高的不确定性。

第二，美联储或选择在更长时间内观望，2026年或仍可能降息。由于油价还在高位，通胀反弹存在不确定性，对美联储而言，其短期内并没有继续降息的基础。从3月FOMC的纪要来看，有美联储官员甚至开始考虑加息。但4月美国居民的长期通胀预期保持相对稳定，美联储或更有可能在更长时间内观望。若油价超预期上行，虽然通胀可能进一步走高，但经济增长也会相应承压，届时美联储或需要更多降息。若油价相对回落，美联储仍需要降息支撑经济。

基准情形下，我们认为2026年美联储或还有1次降息，时间点或主要在2026年4季度。

● **风险提示：**国际局势紧张引发通胀超预期，美国经济超预期衰退。

相关研究报告

《对美以伊停火谈判前景及市场影响的几点观察——地缘政治追踪系列之三》-2026.4.8

《地产开工与成交均回暖——宏观经济专题》-2026.4.7

《美国就业形势改善，但中东局势仍是关键变量——美国3月非农就业数据点评》-2026.4.4

目录

1、总体通胀与核心通胀均迎来反弹	3
1.1、总体通胀与核心通胀均出现反弹，能源通胀大幅上行	3
1.2、能源通胀大幅提升，核心商品对通胀贡献度边际回升	4
1.3、通胀或持续反弹，需关注核心通胀是否会超预期上行	5
2、美国通胀还将面临多重考验，美联储或更进一步观望	7
3、风险提示	8

图表目录

图 1：3 月 CPI 同比增速迎来反弹	4
图 2：3 月核心 CPI 环比增速较 2 月持平	4
图 3：3 月能源通胀同比大幅上升	4
图 4：食品通胀边际下行	4
图 5：3 月核心商品 CPI 同比增速边际上行	5
图 6：3 月核心服务 CPI 同比增速边际上行	5
图 7：3 月美国核心服务环比增速有所下行	5
图 8：美国汽油零售价格近期上涨较多	6
图 9：粮食期货价格 4 月前 2 周略有下行	6
图 10：美国二手车价格边际下降	6
图 11：美国房租通胀稳步下行	6
图 12：3 月美国非房核心服务环比增速有所回落	7
图 13：国际油价维持在 90 美元/桶以上	8
图 14：疫情后美国同比增速超过 3% 的 CPI 子项变多	8
图 15：美国居民长期通胀预期相对稳定	8
表 1：美国 3 月 CPI 部分重要分项同比、环比及贡献分解 (%)	3

事件：美国公布3月最新通胀数据。其中CPI同比上升3.3%，核心CPI同比上升2.6%，均不及市场预期。

1、总体通胀与核心通胀均迎来反弹

1.1、总体通胀与核心通胀均出现反弹，能源通胀大幅上行

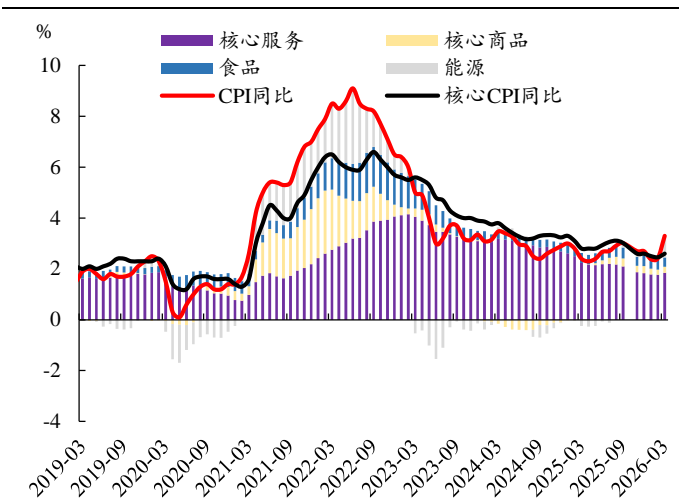
3月美国CPI同比上升3.3%，环比上升0.9%，同比与环比增速均较2月份大幅上行，但同比增速不及市场预期。3月核心CPI同比上升2.6%，较2月上升0.1个百分点，环比增速较2月持平。总的看，美国通胀如期迎来反弹，但核心通胀反弹幅度相对平缓。从反弹的驱动因素来看，一方面是3月份原油价格大幅上升导致的能源价格上行；另一方面是2025年3月基数出现了较为明显的下行，低基数效应下同比增速上行。值得注意的是，核心CPI的环比增速维持平稳，同比增速上升幅度亦相对有限，显示当前美国通胀的内生动能并不强劲。往后看，由于低基数效应还将维持2个月，且国际油价较难快速下行，美国通胀或将持续反弹。

表1：美国3月CPI部分重要分项同比、环比及贡献分解（%）

权重	分项	同比贡献分解		同比增速		环比贡献分解		环比增速	
		2026-03	2026-03	2026-02	2026-01	2026-03	2026-03	2026-02	2026-01
100	全部	3.3	3.3	2.4	2.4	0.9	0.9	0.3	0.2
13.702	食品	0.37	2.7	3.1	2.9	0.00	0	0.4	0.2
8.341	居家食品	0.16	1.9	2.4	2.1	-0.01	-0.2	0.4	0.2
5.361	外带食品	0.21	3.8	3.9	4	0.01	0.2	0.3	0.1
6.325	能源	0.82	12.5	0.5	-0.1	0.71	10.9	0.6	-1.5
3.031	能源商品	0.66	19.4	-5.2	-7.3	0.70	21.3	1.1	-3.3
3.294	能源服务	0.16	5	6.3	7.2	0.01	0.4	0.2	0.2
19.156	核心商品	0.23	1.2	1	1.1	0.02	0.1	0.1	0
3.441	家居	0.12	3.6	3.9	3.8	-0.01	-0.2	0.2	0.3
2.406	服装	0.08	3.4	2.5	1.7	0.03	1	1.3	0.3
3.837	新车	0.02	0.5	0.5	0.4	0.00	0.1	0	0.1
2.666	二手车	-0.09	-3.2	-3.2	-2	-0.01	-0.4	-0.4	-1.8
1.482	医疗保健	0.00	0.3	0.1	0.3	-0.01	-1	0	-0.1
0.443	含酒精饮料	0.01	1.7	1.6	2	0.00	0.3	0.1	0.2
1.317	其它商品	0.06	4.4	4.2	4.6	0.01	0.5	0.1	1.1
60.816	核心服务	1.85	3	2.9	2.9	0.14	0.2	0.3	0.4
7.83	主要居所租金	0.19	2.6	2.7	2.8	0.02	0.2	0.1	0.2
26.172	业主等价租金	0.81	3.1	3.2	3.3	0.07	0.3	0.2	0.2
6.953	医疗服务	0.25	3.7	4.1	3.9	0.00	0	0.6	0.3
6.372	交通运输服务	0.26	1.6	2.1	3.1	0.04	-0.4	-0.2	0.4
3.229	休闲服务	0.06	4.1	2.2	1.3	-0.01	0.6	0.2	1.4
5.026	教育与通讯服务	0.05	1	1.1	1.2	0.01	0.2	0.3	0.4

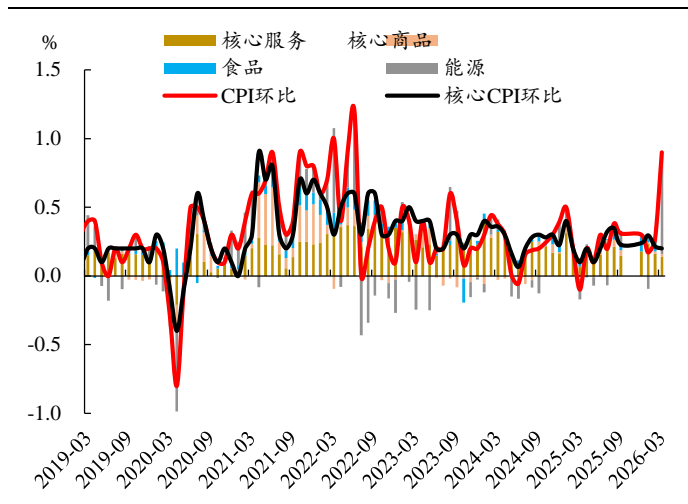
数据来源：Bloomberg、开源证券研究所

图1：3月CPI同比增速迎来反弹



数据来源：Bloomberg、开源证券研究所

图2：3月核心CPI环比增速较2月持平



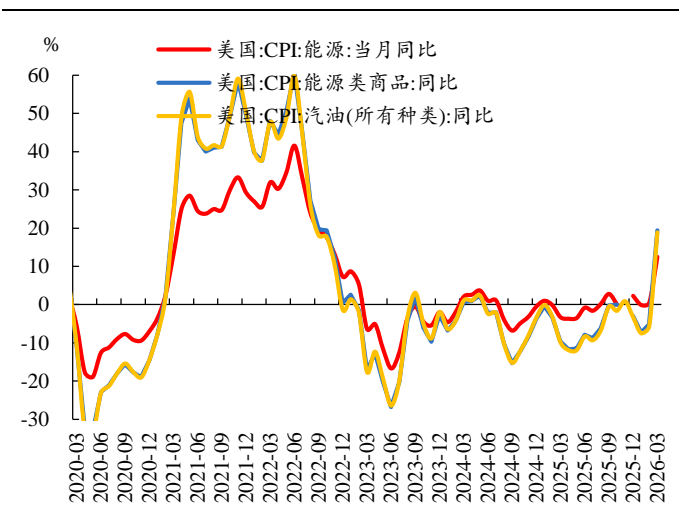
数据来源：Bloomberg、开源证券研究所

1.2、能源通胀大幅提升，核心商品对通胀贡献度边际回升

(1) **能源方面**，3月能源项同比上升12.5%，较2月提升12个百分点；其中汽油项同比上升18.9%，较2月份提升24.5个百分点；燃油项同比上升44.2%，较2月份提升38个百分点。3月能源通胀大幅提升，我们认为主要是2025年同期基数出现下降，叠加3月美国汽油价格快速上升。3月30日美国汽油价格较3月2日的2.88美元/加仑上升约32.2%至3.81美元/加仑，价格出现大幅上行。

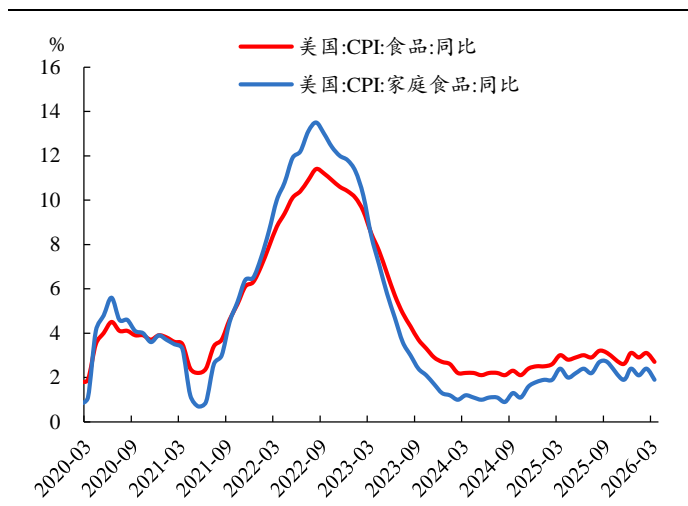
(2) **食品方面**，3月份食品项同比上升2.7%，较2月下降0.4个百分点。其中家庭食品（Food at home）同比上升1.9%，较2月下降0.5个百分点。食品通胀的回落，我们认为可能是与3月份粮食期货价格下降较多有关。

图3：3月能源通胀同比大幅上升



数据来源：Wind、开源证券研究所

图4：食品通胀边际下行

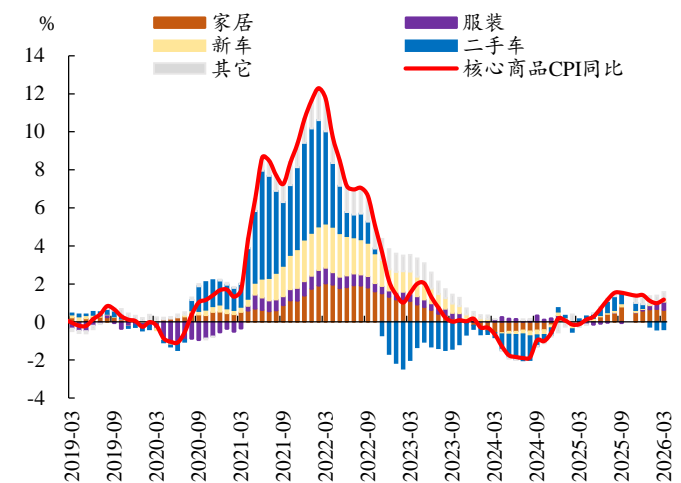


数据来源：Wind、开源证券研究所

(3) **核心CPI方面**，3月核心CPI同比上升2.6%，增速较2月上升0.1个百分点，但不及市场预期。核心CPI环比上升0.2%，增速较2月持平。分项来看，核心商品同比增速较2月上升0.19个百分点至1.18%左右；其中二手车项环比下降约0.4%，环比增速与2月份持平，与曼海姆二手车价格指数领先2个月走势持续偏离，对核心商品通胀仍形成拖累；新车方面，环比上升0.1%，增速较2月提升0.1个百分点。核心服务同比上升约3.05%，较2月份提升0.12个百分点。其中住房项同比

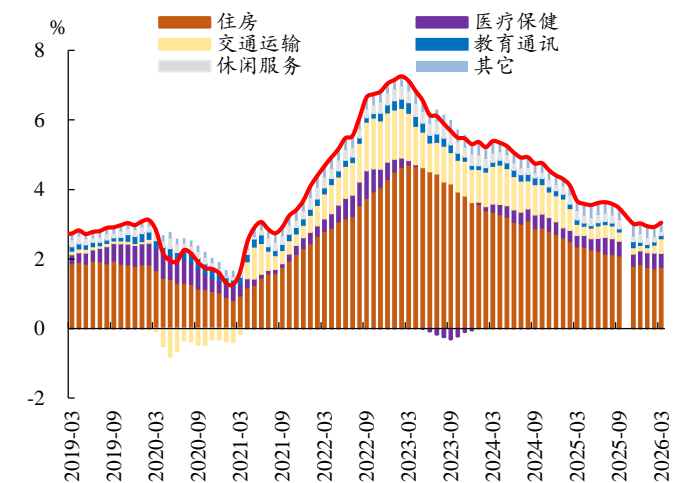
上升 3.0%，增速较 2 月持平。总的看，3 月核心 CPI 同比增速较 2 月略有反弹，且核心商品与核心服务均有一定程度的回升，但考虑到低基数效应，以及核心服务通胀中住房通胀相对平稳，显示当前美国核心通胀下行的趋势仍未遭到逆转。

图5：3 月核心商品 CPI 同比增速边际上行



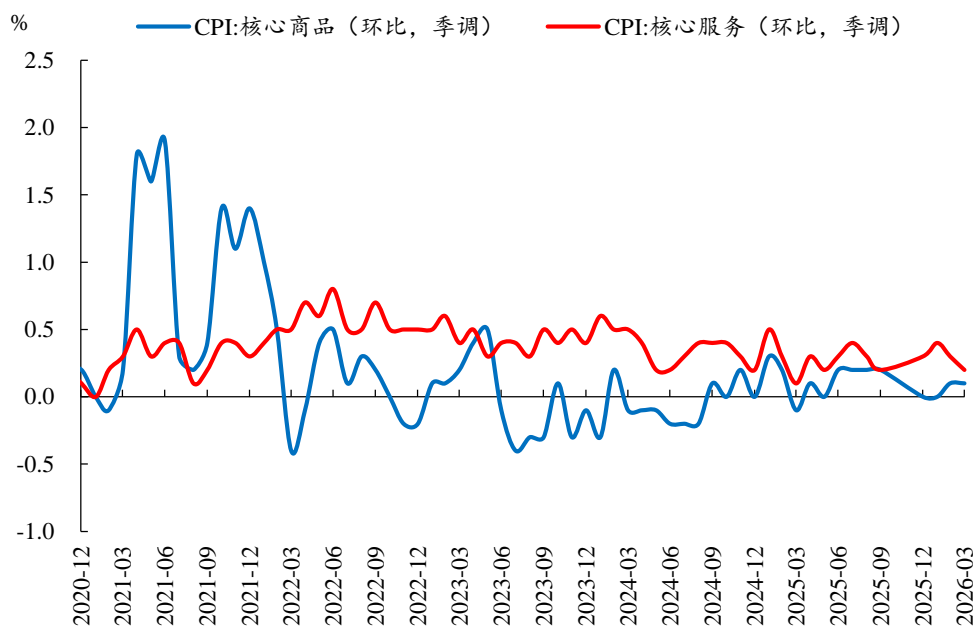
数据来源：Bloomberg、开源证券研究所

图6：3 月核心服务 CPI 同比增速边际上行



数据来源：Bloomberg、开源证券研究所

图7：3 月美国核心服务环比增速有所下行



数据来源：Wind、开源证券研究所

1.3、通胀或持续反弹，需关注核心通胀是否会超预期上行

(1) 能源价格或成为后续通胀上行的关键驱动力之一。能源方面，截至 4 月 6 日，美国汽油价格为 3.99 美元/加仑，较 3 月 30 日汽油价格上升约 3.5%，暂未出现回落。原油价格方面，虽然美以伊已停火谈判，但三方之间的谈判分歧仍然较大，且霍尔木兹海峡的常态化通行可能还需要时间。（《对美以伊停火谈判前景与市场影响的几点观察——地缘政治追踪系列之三》）因此全球原油价格预计很难出现较大幅度的下行，甚至可能阶段性继续向上。食品方面，由于霍尔木兹海峡承载了全球约 1/3 的海运化肥贸易，战争可能会导致全球化肥短缺，主要农产品的生产可能会

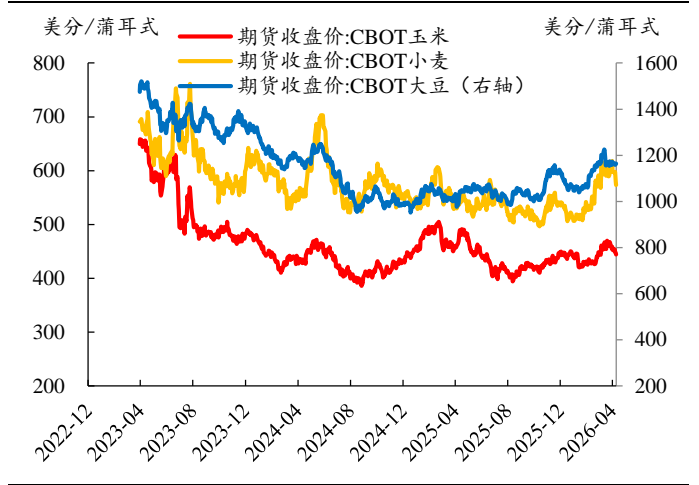
受到较大负面冲击，后续价格或面临一定的上行压力。因此能源与粮食或将成为美国 CPI 的重要支撑项，尤其是能源价格的抬升幅度明显，将成为通胀上行的关键驱动力之一。

图8：美国汽油零售价格近期上涨较多



数据来源：Wind、开源证券研究所

图9：粮食期货价格 4 月前 2 周略有下行

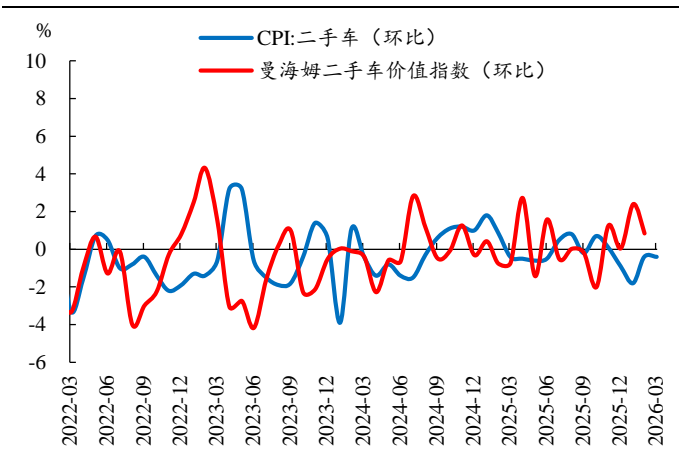


数据来源：Wind、开源证券研究所

(2) 核心商品通胀或边际上行，整体核心通胀或相对稳定。核心商品方面，美国曼海姆二手车价值指数 (Manheim Used Vehicle Value Index) 连续 4 个月环比上行；新车方面，供应链压力指数略有上行，但处于低位。随着中期选举的临近，特朗普政府或不希望重启/升级对伊朗的军事行动；核心服务方面，主要分项对核心服务通胀的贡献度有涨有跌。占比最高的住房方面，从 Zillow 房租指数同比增速来看，房租通胀在 3 月后可能继续下降。往后看，由于基数相对平稳，油价可能支撑核心商品通胀边际上行，但核心服务通胀或走软，整体核心通胀可能保持平稳。

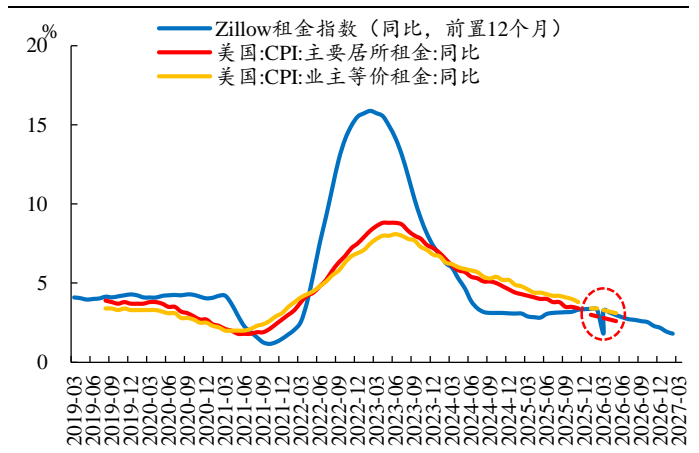
(3) 总的看，3 月 CPI 数据显示美国通胀水平出现较大反弹，但核心通胀的环比增速保持平稳，且不及市场预期，意味着通胀超预期上行的风险减弱。从美联储关注的超级核心服务通胀 (去掉住房的核心服务) 来看，3 月份同比增速较 2 月份上升 0.39 个百分点至 3.14%，但环比增速较 2 月下降 0.17 个百分点至 0.18%。往后看，由于低基数还将延续，且油价可能维持高位，总体通胀可能继续反弹。不确定的是，若长期维持一个相对较高的油价，核心通胀是否会受到影响，从而带动整体通胀超预期上行。

图10：美国二手车价格边际下降

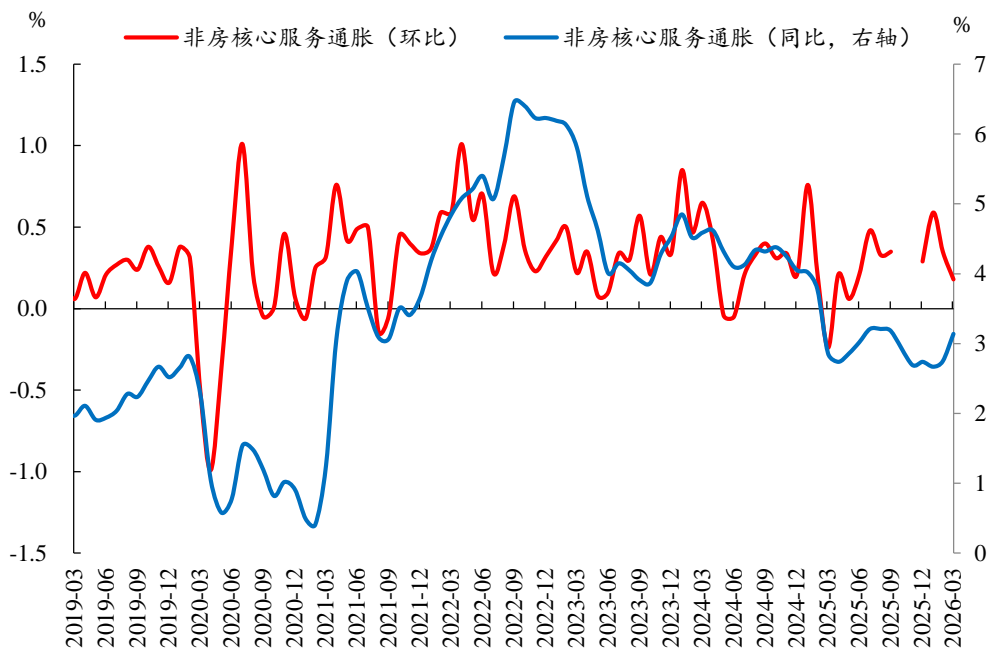


数据来源：Wind、开源证券研究所

图11：美国房租通胀稳步下行



数据来源：Bloomberg、开源证券研究所

图12：3月美国非房核心服务环比增速有所回落


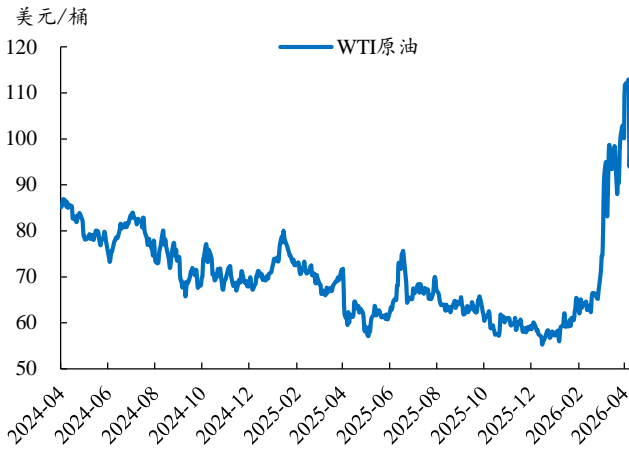
数据来源：Bloomberg、开源证券研究所

2、美国通胀还将面临多重考验，美联储或更进一步观望

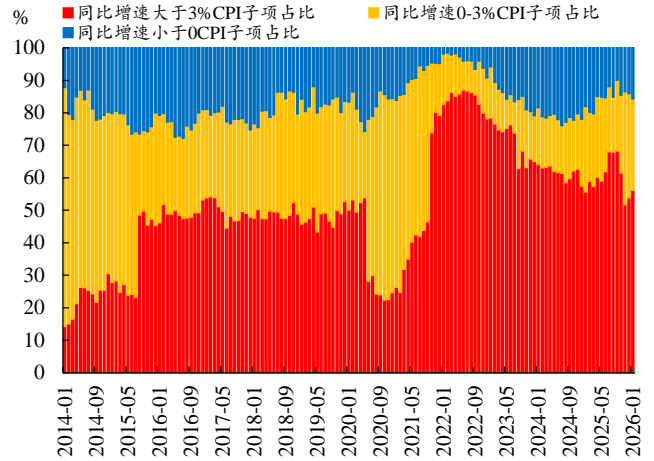
目前美以伊谈判还存在较多的不确定性。特别是霍尔木兹海峡通行还未完全恢复，全球油价可能在一段时间内维持高位，从而成为美国通胀的不确定因素。中长期看，有可能促使美联储观望更长时间。具体而言：

第一，美伊停火谈判虽然开始，但霍尔木兹海峡通行尚未完全恢复，且前景不明朗，全球油价可能在一段时间内维持在 90 美元/桶以上高位。此外，美国疫情后美国 CPI 的扩散指数有所提升，高油价环境下，美国通胀面临较高的不确定性。美国和伊朗虽然目前已经处于停火状态，且将进行为期 2 周的谈判，但如前所述，由于双方谈判分歧相对较大，短期达成协议的可能性并不高，甚至可能出现反复。在此背景下，全球油价有很大概率将会维持在 90 美元/桶以上一段时间。此外，根据美联储最新的研究¹，在疫情后主要发达国家的通胀虽然都有较大幅度的回落，但通货膨胀的广度有所上升，特别是同比增速超过 3% 以上的 CPI 子项占比提升较多，通货紧缩（同比增速小于 0）的子项占比变得更少，工资上涨（尤其是服务业）则成为价格上涨的关键动力。从这个角度看，由于油价在整体通胀链条的占比并不低，若持续在高油价环境下一段时间，通胀广度可能会进一步提升，从而对美国通胀带来更多的不确定性。

¹ <https://www.federalreserve.gov/econres/notes/feds-notes/is-the-inflation-process-in-advanced-economies-different-after-the-pandemic-20260330.html>

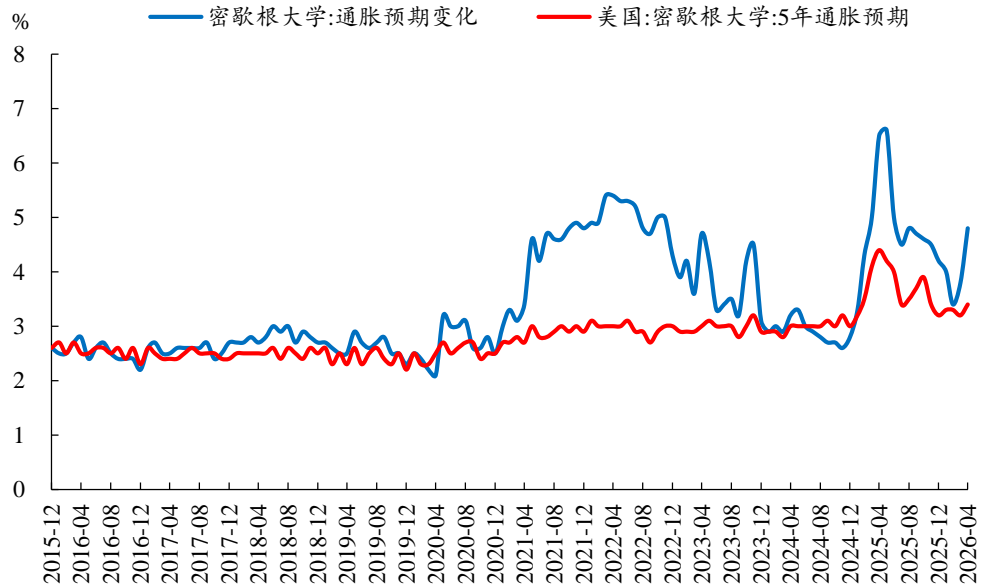
图13: 国际油价维持在 90 美元/桶以上


数据来源: Wind、开源证券研究所

图14: 疫情后美国同比增速超过 3% 的 CPI 子项变多


数据来源: 美联储、开源证券研究所

第二, 美联储或选择在更长时间内观望, 2026 年或仍可能降息。如前所述, 由于油价还在高位, 通胀反弹存在不确定性, 对美联储而言, 其短期内并没有继续降息的基础。从 3 月 FOMC 的纪要来看, 越来越多的美联储官员担心战争可能进一步推升美国通胀, 甚至开始考虑加息。但从 4 月美国居民的长期通胀预期保持相对稳定来看, 美联储或更有可能选择在更长时间内观望, 以避免对市场及美国经济造成不必要的冲击。若油价超预期上行, 虽然通胀可能进一步走高, 但经济增长也会相应承压, 届时美联储或需要更多降息。若油价相对回落, 美联储仍需要降息支撑经济。

图15: 美国居民长期通胀预期相对稳定


数据来源: Wind、开源证券研究所

基准情形下, 我们认为 2026 年美联储或还有 1 次降息, 时间点或主要在 2026 年 4 季度。

3、风险提示

国际局势紧张引发通胀超预期, 美国经济超预期衰退。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年3月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

本研究报告的署名人员具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告，并对内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了署名人员的研究观点，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。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。本报告署名人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡	预计行业弱于整体市场表现。
备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。		

分析、估值方法的局限性说明

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。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“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客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。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金融工具的邀请或向人做出邀请。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、价值及投资收入可能会波动，过往的业绩表现不应作为其日后表现的预示。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报告。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，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。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口头承诺均为无效。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼3层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn