

美国3月CPI点评

油涨通胀起，梦回2022

◆ 经济研究 · 宏观快评

证券分析师： 田地 0755-81982035 tiandi2@guosen.com.cn 执证编码：S0980524090003
证券分析师： 邵兴宇 010-88005483 shaoxingyu@guosen.com.cn 执证编码：S0980523070001
证券分析师： 董德志 021-60933158 dongdz@guosen.com.cn 执证编码：S0980513100001

事项：

美东时间4月10日，美国劳工统计局公布3月CPI通胀数据。环比增速为0.9%，较上月上行0.6个百分点，符合预期。CPI同比增速录得3.3%，较上月上涨0.9个百分点。

评论：

图1：CPI通胀数据总览

行业类别	3月CPI分项同比				3月CPI分项环比			
	2026-3	2026-02	2026-01	近一年同比趋势	2026-3	2026-02	2026-01	近一年环比趋势
CPI	3.3 (↑)	2.4	2.4		0.9 (↑)	0.3	0.2	
* 食品	2.7 (↓)	3.1	2.9		0.1 (↓)	0.4	0.4	
* 家庭食品	2.0 (↓)	2.6	2.2		-0.2 (↓)	0.4	0.2	
* 非家用食品	3.8 (↓)	3.9	4.0		0.2 (↓)	0.3	0.1	
* 能源	12.6 (↑)	0.4	-0.3		10.9 (↑)	0.6	-1.5	
* 汽油	18.9 (↑)	-5.6	-7.5		21.2 (↑)	0.8	-3.2	
* 电力	4.6 (↓)	4.8	6.3		0.8 (↑)	-0.7	-0.1	
* 管道燃气	6.4 (↓)	10.9	9.8		-0.9 (↓)	3.1	1.0	
* 核心CPI	2.6 (↑)	2.5	2.5		0.2 (—)	0.2	0.3	
* 商品(不含食品和能源商品)	1.2 (↑)	1.0	1.1		0.1 (—)	0.1	0.0	
* 服饰	3.4 (↑)	2.5	1.8		1.0 (↓)	1.3	0.3	
* 新车	0.0 (—)	0.0	0.0		0.0 (—)	0.0	0.0	
* 二手车	-3.2 (—)	-3.2	-2.0		-0.4 (—)	-0.4	-1.8	
* 医疗保健商品	0.3 (↑)	0.1	0.3		-1.0 (↓)	0.0	-0.1	
* 服务(不含能源服务)	3.0 (↑)	2.9	3.0		0.2 (↓)	0.3	0.4	
* 住房	3.4 (↑)	3.3	3.4		0.3 (—)	0.3	0.2	
* 医疗保健服务	3.7 (↓)	4.1	3.9		0.0 (↓)	0.6	0.3	
* 教育和通讯服务	0.0 (↓)	0.1	0.5		0.2 (↓)	0.3	0.4	

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

结论：

3月美国通胀大幅反弹，主要受中东局势推高油价驱动，市场已充分计价，资产价格反应平稳。3月美国CPI同比上涨3.3%、环比上涨0.9%，回到2022年6月水平，显示中东局势对能源价格的冲击。其中，油价同比飙升18.9%、环比暴涨21.2%，成为本轮高通胀的核心推手。该结果整体符合市场预期，且已被提前消化，因此数据公布后美股、黄金等主要资产价格表现相对平稳，未出现剧烈波动。

与此同时，关税带来的尾部风险不容忽视。3月核心CPI环比同样在上涨，这反映出关税战带来的滞后影响正在同步显现。该判断可与昨日发布的2月美国PCE数据相互印证。数据显示近期PCE通胀反弹几乎完全来自核心商品，2月PCE整体及核心环比均为0.4%，同比分别为2.8%和3.0%。

往后看，我们认为**第二季度通胀将进一步走高**。原因有两点，其一，油价中枢已被抬高，即便霍尔木兹海峡当下恢复通行，供应缺口弥补仍需时日，更何况目前尚无开放迹象；其二，油价向核心商品的传导尚未开始显现，传导至终端消费者至少还需一个季度。据此推断，未来能源价格将维持高位，而核心商品可能经历两轮冲击，即去年关税与今年地缘冲突的叠加影响。

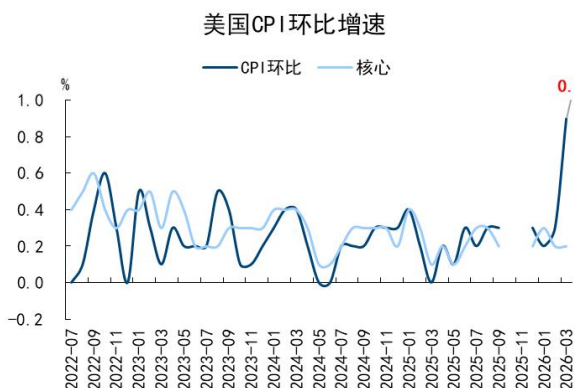
从3月FOMC会议纪要和近期官员表态来看，**锚定通胀应是美联储今年的主旋律，而降息的关键前提在于海峡何时能够恢复畅通**。我们认为，尽管美伊双方即将展开谈判，但筹码差距悬殊，达成实质性协议难度较大。更可能的情形是进入一个长期而微妙的平衡状态。美国若继续军事行动，伊朗革命卫队势必强硬反击；若美国撤离，则以色列又将陷入孤立并可能采取单边行动。三方各怀鬼胎，难以达成纳什均衡。战争长期化背景下，海峡顺畅通行较难保障。滞胀压力持续加大的环境下，美联储的政策路径大概率是：若无衰退则维持观望，若出现衰退则入场救市。

◆ 环比：中东局势尚不明朗，能源价格为核心推手

整体环比大幅回升，通胀动能明显增强，回到2022年6月水平。3月美国CPI环比上涨0.9%，较上月0.3%显著走高，创近四年最大单月涨幅。从核心项来看，核心CPI环比0.2%，与上月持平，显示核心通胀动能仍相对温和，服务价格同比0.2%略有回落。

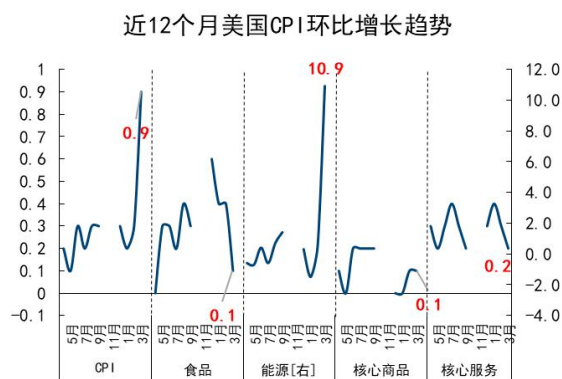
能源价格暴涨成为环比回升的核心推手。分项来看，食品价格环比0.1%，其中家庭食品环比-0.2%；非家用食品环比0.2%，保持温和上涨。能源价格环比10.9%，较上月0.6%大幅飙升，其中汽油价格环比21.2%，成为绝对拉动项。从核心商品来看，部分商品价格出现回升迹象。核心服务方面，住房环比0.3%，与上月持平，仍是核心通胀韧性的主要支撑。

图2：美国CPI环比增速（长期趋势）



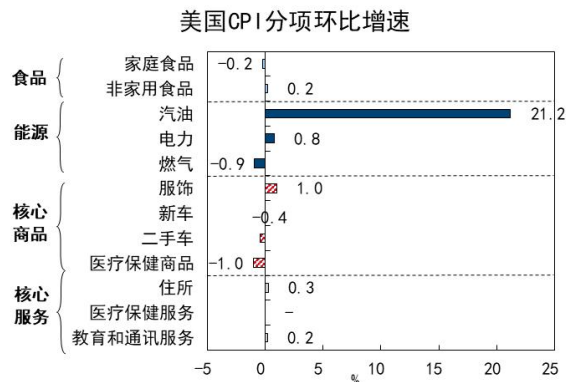
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图3：美国CPI环比增速（短期趋势）



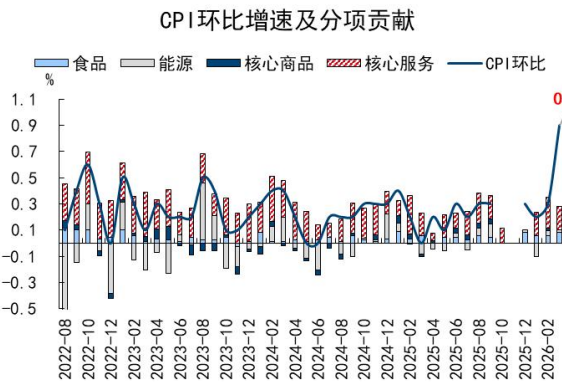
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图4：美国CPI环比增速（区分行业）



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图5：美国CPI环比增速及分项贡献



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

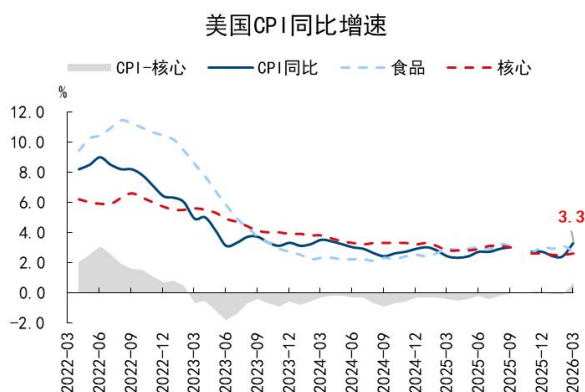
◆ 同比：油价与核心通胀同步上行

同比增速明显走高，通胀压力再度显现。3月美国CPI同比3.3%，较上月的2.4%显著回升，核心CPI同比2.6%，较上月的2.5%上行。从昨日公布的核心PCE中亦可得到印证。去年4月以来贸易摩擦所带来的滞后尾部效应是推升本期同比数据的主要因素。

食品温和上涨，能源同比大幅上涨。分项来看，食品价格同比2.7%，较上月3.1%小幅回落，其中家庭食品同比2.0%，较上月2.6%有所下行；非家用食品同比3.8%，较上月有所抬升。受中东战局影响，能源价格同比12.6%，较上月0.4%大幅飙升，其中汽油同比18.9%，出现巨幅改善，成为整体CPI回升的核心驱动；电力（4.6%）和管道燃气（6.4%）同比也维持较高水平。

原油“搭台”、核心“唱戏”。商品价格（不含食品和能源）同比1.2%，较上月1.0%小幅回升，其中服饰同比3.4%，较上月2.5%继续抬升；医疗保健商品同比0.3%。服务价格同比3.0%，较上月2.9%略有回升，仍维持在较高水平，其中住房同比3.4%，较上月3.3%小幅上行。

图6：美国CPI同比增速（长期趋势）



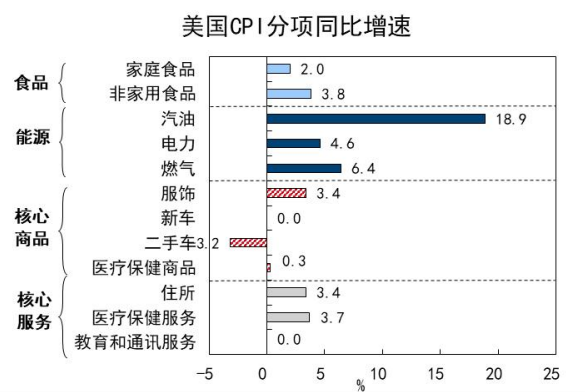
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图7：美国CPI同比增速（短期趋势）



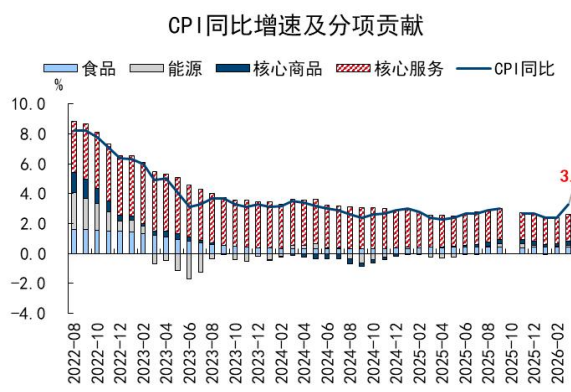
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图8：美国CPI同比增速（区分行业）



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图9：美国CPI同比增速及分项贡献



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

◆ 海峡未开，降息难来

我们判断，美联储年内仅有一次降息，大概率在12月落地25bp。在刚刚发布的3月FOMC会议纪要中，部分官员认为降息前提是通胀回落信号明确。考虑到油价向核心商品的传导至少需要一个季度才会充分显现，4-5月通胀可能进一步走高，这意味着上半年降息窗口基本关闭。而下半年若就业市场因高油价持续承压，美联储可能在年末进行一次25bp降息。

资产价格方面，由于通胀反弹已被市场提前定价，美股和黄金反应平稳，但中期走势将分化。具体来看，

黄金短期承压，实际利率维持高位压制金价；但长期配置价值仍在，地缘冲突与去美元化逻辑未改。美债利率上行压力犹存，年内仅一次降息的预期下，10年期美债利率大概率维持高位。人民币方面，升值逻辑较为稳固，核心支撑在于跨境结算结构的持续优化。

图10: 数据公布前的降息概率视图

CME FEDWATCH TOOL - CONDITIONAL MEETING PROBABILITIES							
MEETING DATE	225-250	250-275	275-300	300-325	325-350	350-375	375-400
2026/4/29	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	98.4%	1.6%
2026/6/17	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	2.0%	96.5%	1.5%
2026/7/29	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	2.0%	96.5%	1.5%
2026/9/16	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%	5.5%	92.9%	1.5%
2026/10/28	0.0%	0.0%	0.0%	0.2%	7.5%	90.9%	1.4%
2026/12/9	0.0%	0.0%	0.0%	1.4%	21.8%	75.6%	1.2%
2027/1/27	0.0%	0.0%	0.1%	2.8%	25.5%	70.5%	1.1%
2027/3/17	0.0%	0.0%	0.3%	4.2%	28.1%	66.4%	1.0%
2027/4/28	0.0%	0.0%	0.4%	4.9%	29.3%	64.3%	1.0%
2027/6/9	0.0%	0.1%	1.1%	8.5%	34.5%	55.0%	0.9%
2027/7/28	0.0%	0.2%	2.0%	11.7%	37.0%	48.4%	0.8%
2027/9/15	0.0%	0.5%	3.7%	16.2%	39.0%	40.0%	0.6%
2027/10/27	0.1%	0.8%	5.0%	18.5%	39.1%	35.9%	0.6%
2027/12/8	0.8%	4.9%	18.3%	38.8%	35.9%	1.1%	0.0%

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图11: 数据公布后的降息概率视图

CME FEDWATCH TOOL - AGGREGATED MEETING PROBABILITIES				
MEETING DATE	300-325	325-350	350-375	375-400
2026/4/29	0.00%	0.00%	97.93%	2.07%
2026/6/17	0.00%	1.79%	98.21%	0.00%
2026/7/29	0.00%	3.93%	96.07%	0.00%
2026/9/16	0.00%	9.50%	90.50%	0.00%
2026/10/28	0.00%	13.93%	86.07%	0.00%
2026/12/9	0.00%	29.04%	70.96%	0.00%
2027/1/27	0.00%	35.93%	64.07%	0.00%
2027/3/17	0.00%	43.79%	56.21%	0.00%
2027/4/28	0.00%	45.93%	54.07%	0.00%
2027/6/9	0.00%	60.86%	39.14%	0.00%
2027/7/28	0.00%	71.93%	28.07%	0.00%
2027/9/15	0.00%	92.75%	7.25%	0.00%
2027/10/27	1.93%	98.07%	0.00%	0.00%
2027/12/8	90.89%	9.11%	0.00%	0.00%

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

◆ 风险提示

海外经济体政策不确定性，外部需求下滑。

相关研究报告:

《通胀数据快评-PPI 同比回正》——2026-04-10

《3月非农数据点评-强就业难破利率僵局》——2026-04-04

《3月PMI数据解读-价格强势回升》——2026-03-31

《2026年1-2月财政数据快评-支出前置，助力“开门红”》——2026-03-19

《美国3月FOMC会议点评-中东硝烟改写降息剧本》——2026-03-19

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6到12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.GSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普500指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明显观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032