

2026年04月12日

证券分析师

刘思佳 S0630516080002

liusj@longone.com.cn

联系人

邓尧天

dytian@longone.com.cn

能源价格并未明显向核心通胀传导

——海外观察：美国2026年3月CPI数据

投资要点

- **事件：**当地时间4月10日，美国劳工局公布2026年3月美国CPI数据。美国3月末季调CPI同比3.3%，预期3.3%，前值2.4%；核心CPI同比2.6%，预期2.7%，前值2.5%。季调后CPI环比0.9%，预期0.9%，前值0.3%；核心CPI环比0.2%，预期0.3%，前值0.2%。
- **核心观点：**美国3月整体通胀数据在市场预期内上行，汽油价格的上涨是当月通胀的主要贡献项，但能源价格的上行并没有立即传导至核心通胀上。我们认为原因其一一是能源通胀传导至商品端具有时滞性；其二是能源通胀对于消费端的“反身性”，即高通胀预期反而压制消费和投资行为，从而弱化其对核心通胀的影响，这一点从3月初略有走弱的红皮书商品销售情况亦能反映。后续来看，我们认为受中东冲突缓和影响，油价短期继续上行空间较小，对美国后续整体通胀推升较为有限。同时，由于密歇根大学调查统计的消费者通胀预期（初值）在4月存在明显升温迹象，我们认为4月美国或依然出现需求对价格承接乏力的情况。但就住房价格方面需要注意到的一点是，2025年10月租金采集的空缺导致价格指数存在显著低估，而半年轮换采样机制使得2026年4月住房价格增速或存在补偿性升高情况，或对美国通胀有一定技术性的上行压力。整体来看，美国3月通胀符合预期，核心通胀依然保持温和，市场小幅加强美联储年内降息的可能性。我们维持美联储上半年按兵不动的观点，下半年沃什上任美联储主席叠加特朗普中期选举的政治诉求或为美国带来降息机会。
- **3月汽油价格是通胀上升的主要推手，食品项价格或有进一步下行空间。**3月能源价格环比升10.9%，其中能源商品环比上涨21.3%，汽油价格环比上升21.2%几乎贡献出全部涨幅，环比拉动当月通胀0.64个百分点。能源服务项下的电力和燃气则呈现出交叉走势：当月电力环比由上月-0.7%反弹至0.8%，而燃气环比增速大幅回落，由前值3.1%下降至-0.9%。同时，食品项价格回落明显，环比增速由前值0.4%下行至0%，同比下行至2.7%，而CRB食品指数则显示该分项或在后续存在进一步下行空间。
- **核心商品价格或因需求承压影响而保持稳定。**核心商品价格3月环比增速保持在0.1%，同比略微升高至1.2%，前值1.0%。服饰价格增速出现边际收敛的迹象，环比由前值1.8%下降至1.1%，同比由2.5%升高至3.4%。新车价格依然保持稳定，环比价格增速小幅上行至0.1%，或显示关税传递效应正在逐渐减弱。二手车价格增速维持在低位-0.4%不变，不过曼海姆二手车价格指数显示后续依然或有上行压力。整体来看，3月能源价格的上行并没有立即传导至核心商品上。我们认为原因其一一是能源通胀传导至商品端具有时滞性；其二是能源通胀对于消费的反身性，即高通胀预期反而压制消费和投资行为，从而弱化其对核心通胀的影响，这一点从3月初略有走弱的红皮书商品销售情况亦能反映。同时，由于密歇根大学调查统计的消费者通胀预期（初值）在4月存在明显升温迹象，我们认为4月美国或依然出现需求对价格承接乏力的情况。
- **核心服务继续下行，但须警惕4月住房市场技术性反弹。**3月核心服务价格增速并没有因天气回暖而反弹，反而出现增速进一步放缓的迹象，环比由前值0.3%下行至0.2%。娱乐为主要拖累项，当月下跌0.4%，前值跌0.2%，或显示居民额外消费意愿进一步减弱。交通服务反弹较为明显，其中运输服务价格环比由0.2%上行至0.6%，同比由2.2%上行至4.1%。机票价格受油价推升影响而大幅走高，环比升高至14.9%，为2023年4月以来的最高值。除此之外，住房市场出现小幅反弹，符合前置指标MBA市场综合指数在3月内的回温态势。不过需要注意的是，2025年10月租金采集的空缺导致当月价格指数存在显著低估，而半

年轮换采样机制使得2026年4月住房价格增速或存在补偿性升高情况，或对美国后续核心服务通胀有一定技术性的上行压力。

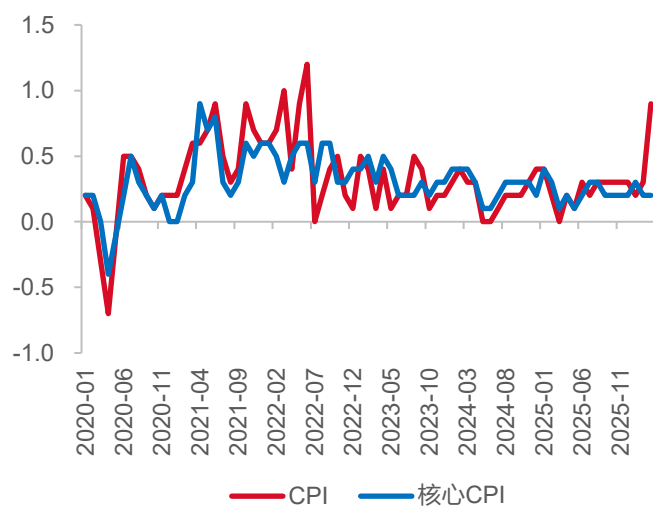
- **3月通胀数据符合预期，市场小幅加强美联储年内降息的可能性。**3月通胀数据整体符合预期，核心通胀保持温和态势，目前来看，能源价格的上行并没有立即传导至核心通胀上，但也需警惕通胀“反身性”带来的需求疲软经济下行的风险。3月美国通胀出炉后，市场小幅加强美联储年内降息的可能性，WTI原油下跌，美股高开后略微收跌，美债收益率短线下跌后回升，黄金短线上涨后下跌。CME Fedwatch 显示2026年12月降息25bp概率小幅升高至24.4%。我们维持美联储上半年按兵不动的观点，下半年沃什上任美联储主席叠加特朗普中期选举的政治诉求或为美国带来降息机会。
- **风险提示：关税导致美国通胀上行超预期，零售数据在上半年难以回暖或拖累美国经济。**

图1 美国 CPI 数据拆分

	权重	同比, %				趋势	环比, %			
		2026年1月	2026年2月	2026年3月	2026年1月		2026年2月	2026年3月	趋势	
CPI	100%	2.4	2.4	3.3		0.2	0.3	0.9		
食品	14%	2.9	3.1	2.7		0.2	0.4	0.0		
家庭食品	8%	2.1	2.4	1.9		0.2	0.4	-0.2		
家庭外就餐	5%	4.0	3.9	3.8		0.1	0.3	0.2		
能源	6%	-0.1	0.5	12.5		-1.5	0.6	10.9		
能源商品	3%	-7.3	-5.2	19.4		-3.3	1.1	21.3		
能源服务	3%	7.2	6.3	5.0		0.2	0.2	0.4		
电力	2%	6.3	4.8	4.6		-0.1	-0.7	0.8		
燃气	1%	9.8	10.9	6.4		1.0	3.1	-0.9		
核心CPI	80%	2.5	2.5	2.6		0.3	0.2	0.2		
核心商品	19%	1.1	1.0	1.2		0.0	0.1	0.1		
服饰	2%	1.7	2.5	3.4		0.3	1.8	1.1		
新车	4%	0.4	0.5	0.5		0.1	0.0	0.1		
二手车和卡车	3%	-2.0	-3.2	-3.2		-1.8	-0.4	-0.4		
医疗用品	1%	0.3	0.1	0.3		-0.1	0.0	-1.0		
核心服务	61%	2.9	2.9	3.0		0.4	0.3	0.2		
房屋	36%	3.0	3.0	3.0		0.2	0.2	0.3		
房租	8%	2.8	2.7	2.6		0.2	0.1	0.2		
业主等效租金	26%	3.3	3.2	3.1		0.2	0.2	0.3		
医疗服务	7%	3.9	4.1	3.7		0.3	0.6	0.0		
娱乐	3%	3.1	2.1	1.6		0.4	-0.2	-0.4		
教育和通讯	5%	1.2	1.1	1.0		0.4	0.3	0.2		
运输	6%	1.3	2.2	4.1		1.4	0.2	0.6		

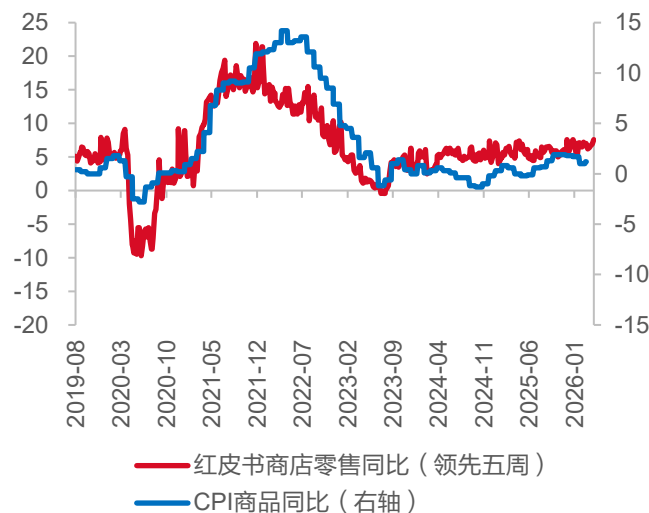
资料来源: BLS, 东海证券研究所

图2 美国核心通胀环比未跟随能源通胀上行, %



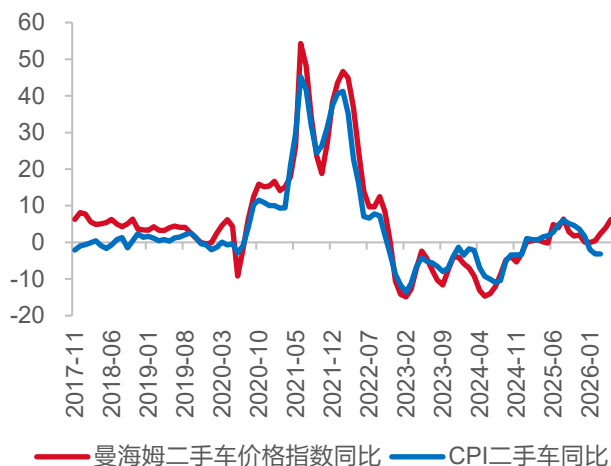
资料来源: BLS, 东海证券研究所

图3 美国红皮书商品销售在三月略有走弱, %, %



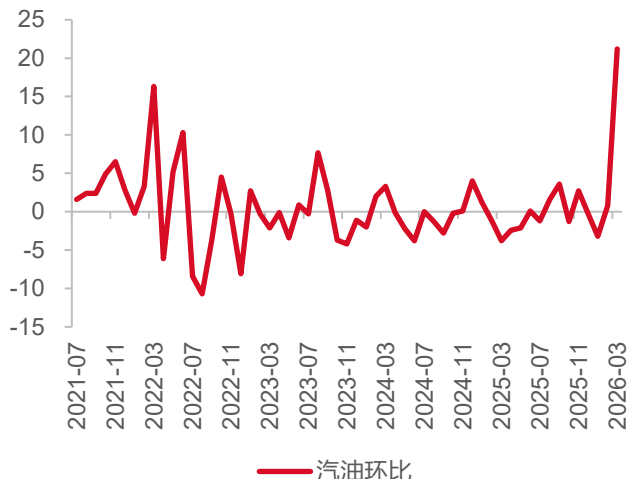
资料来源: BLS, 红皮书, 东海证券研究所

图4 美国二手车价格虽继续下行但后续或有反弹，%



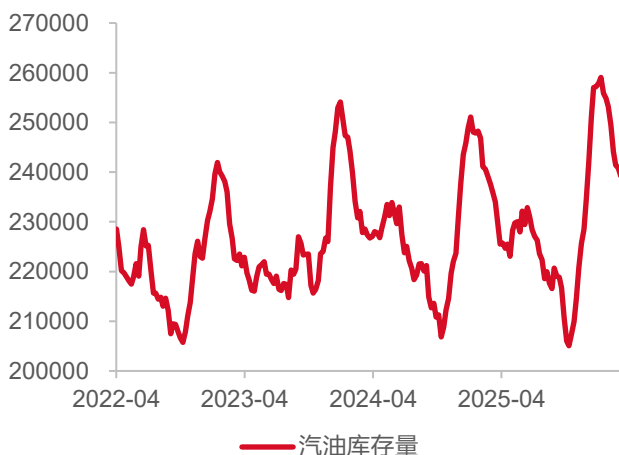
资料来源：BLS, Wind, 东海证券研究所

图5 汽油环比增速大幅升高，%



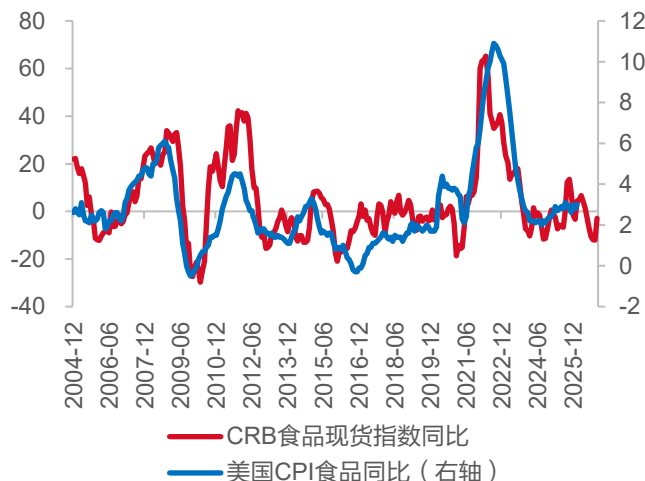
资料来源：BLS, 东海证券研究所

图6 美国汽油库存量持续下行，千桶



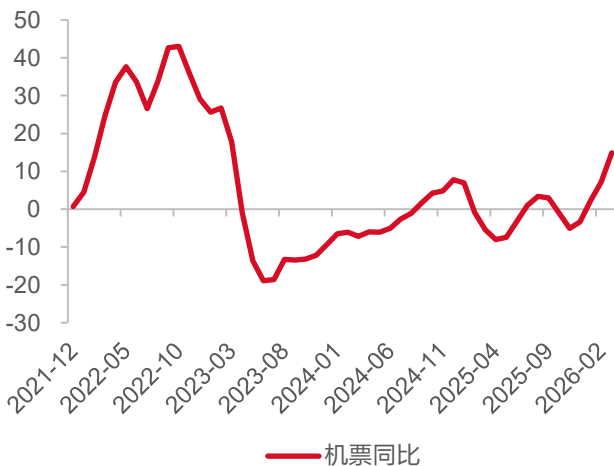
资料来源：BLS, 东海证券研究所

图7 食品价格或在后续继续下行，%，%



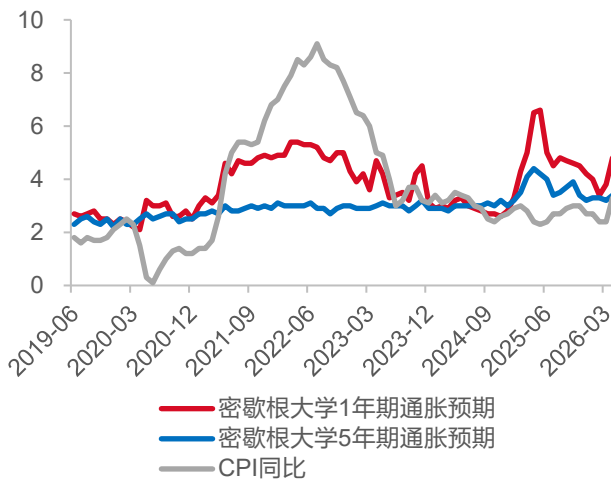
资料来源：BLS, 东海证券研究所

图8 美国机票价格大幅上升，%



资料来源：BLS, 东海证券研究所

图9 调查通胀预期在4月大幅上行，%



资料来源：BLS, 密歇根大学, 东海证券研究所

一、评级说明

	评级	说明
市场指数评级	看多	未来 6 个月内沪深 300 指数上升幅度达到或超过 20%
	看平	未来 6 个月内沪深 300 指数波动幅度在-20%—20%之间
	看空	未来 6 个月内沪深 300 指数下跌幅度达到或超过 20%
行业指数评级	超配	未来 6 个月内行业指数相对强于沪深 300 指数达到或超过 10%
	标配	未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 指数在-10%—10%之间
	低配	未来 6 个月内行业指数相对弱于沪深 300 指数达到或超过 10%
公司股票评级	买入	未来 6 个月内股价相对强于沪深 300 指数达到或超过 15%
	增持	未来 6 个月内股价相对强于沪深 300 指数在 5%—15%之间
	中性	未来 6 个月内股价相对沪深 300 指数在-5%—5%之间
	减持	未来 6 个月内股价相对弱于沪深 300 指数 5%—15%之间
	卖出	未来 6 个月内股价相对弱于沪深 300 指数达到或超过 15%

二、分析师声明：

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，具备专业胜任能力，保证以专业严谨的研究方法和分析逻辑，采用合法合规的数据信息，审慎提出研究结论，独立、客观地出具本报告。

本报告中准确反映了署名分析师的个人研究观点和结论，不受任何第三方的授意或影响，其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。

署名分析师本人及直系亲属与本报告中涉及的内容不存在任何利益关系。

三、免责声明：

本报告基于本公司研究所及研究人员认为合法合规的公开资料或实地调研的资料，但对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告仅反映研究人员个人出具本报告当时的分析和判断，并不代表东海证券股份有限公司，或任何其附属或联营公司的立场，本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间等因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致，敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。在法律允许的情况下，本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告仅供“东海证券股份有限公司”客户、员工及经本公司许可的机构与个人阅读和参考。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何机构和个人的投资建议，任何形式的保证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，本公司亦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。本公司客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。

本报告版权归“东海证券股份有限公司”所有，未经本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

四、资质声明：

东海证券股份有限公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构，已经具备证券投资咨询业务资格。我们欢迎社会监督并提醒广大投资者，参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构，注意防范非法证券活动。

上海 东海证券研究所

地址：上海市浦东新区东方路1928号 东海证券大厦
 网址：Http://www.longone.com.cn
 座机：（8621）20333275
 手机：18221959689
 传真：（8621）50585608
 邮编：200125

北京 东海证券研究所

地址：北京市西三环北路87号国际财经中心D座15F
 网址：Http://www.longone.com.cn
 座机：（8610）59707105
 手机：18221959689
 传真：（8610）59707100
 邮编：100089