

2026年05月13日

美国通胀继续回升，但离联储加息还较远

——美国4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4月最新通胀数据CPI同比上升3.8%，核心CPI同比上升2.8%，均超过市场预期。

● 总体通胀与核心通胀均再度回升，且超市场预期

1. 总体通胀与核心通胀均继续反弹，能源通胀为关键。4月美国CPI同比上升3.8%，环比上升0.6%，同比较3月上升0.5个百分点，环比增速较3月份下降0.3个百分点至0.6%，同比增速略超过市场预期。4月核心CPI同比上升2.8%，较3月上升0.2个百分点，环比增速较3月上升0.2个百分点至0.4%。从反弹的驱动因素来看，一方面是4月份原油价格维持高位导致的能源通胀；另一方面是2025年4月基数相对较低，低基数效应下同比增速上行。不过需注意的是，核心CPI的环比增速超预期回升，同比增速也上行较多，显示当前美国通胀的内生动能似乎较为强劲。往后看，由于低基数效应还将维持1个月，且国际油价较难快速下行，美国通胀或将持续反弹，但斜率会趋缓。

2. 能源通胀继续抬升，核心服务对通胀贡献度边际回升。具体而言，4月能源项同比上升17.9%，较3月提升5.4个百分点；4月份食品项同比上升3.2%，较3月回升0.5个百分点。核心CPI方面，4月核心CPI同比上升2.8%，增速较3月上升0.2个百分点，且超过市场预期。其中核心商品同比增速较3月下降0.05个百分点至1.13%左右；核心服务同比上升约3.27%，较3月份提升0.22个百分点。其中住房项同比上升3.3%，较3月回升0.3个百分点。总的看，4月核心CPI同比增速较3月继续反弹，除去基数因素外，住房项发挥了重要作用，可能与技术性调整有关。但幅度略超预期，仍彰显出核心通胀的韧性。

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，4月CPI数据显示美国通胀水平继续反弹，但核心通胀的环比增速的超预期反弹，意味着通胀超预期上行的风险有所加强。从美联储关注的超级核心服务通胀来看，4月份同比增速较3月份上升0.24个百分点至3.38%，环比增速较3月上升0.27个百分点至0.45%，显示美国通胀的内生动能较有韧性。往后看，由于低基数还将延续，且油价大概率维持高位甚至继续上行，总体通胀或继续反弹。不确定的是，若长期维持一个相对较高的油价，核心通胀受到的影响程度有多大，是否会导致整体通胀超预期上行。

● 美国通胀或将持续上行，但美联储加息可能性较低

第一，美伊停火虽然持续，但谈判进展非常有限，霍尔木兹海峡的正常通行短期可能性较低。这意味着高油价环境将会延续，从而成为美国通胀上行的坚实动力。从最新的情况来看，由于美伊之间的谈判方案存在着比较大的差距，双方的谈判处于僵局状态，霍尔木兹海峡短期内实现通行的可能性都较小，油价将在相当长的一段时间内维持高位。随着暑期出行高峰的来临，其国内汽油价格的涨幅很有可能较国际原油价格的涨幅更高。油价在美国居民的消费中直接占比虽然不高，但高油价维持的时间越长，向其他商品渗透的可能性越高，从而成为美国通胀上行的坚实动力。

第二，加息或仍未进入美联储的政策选项中，需紧密观察美国居民的通胀预期。如前所述，美国通胀持续向上的可能性不低，高通胀压力下，市场担忧美联储会否选择加息，特别是欧央行行长拉加德在5月的议息会议上暗示6月份可能加息。但我们认为美联储会平衡经济增长与通胀风险，即使短期内通胀压力较大，但只要美国居民的通胀预期相对稳定，美联储加息的可能性便不高。

基准情形下，我们认为2026年美联储可能倾向于维持利率不变，降息可能性在逐渐减小。但若后续通胀抑制美国经济增长，则可能会在Q4降息。

● **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

《总量审慎，结构发力——央行Q1货币政策执行报告学习》-2026.5.12

《油价上涨影响在4月PPI集中体现——宏观经济点评》-2026.5.11

《油价高企下我国出口相对韧性开始体现——宏观经济点评》-2026.5.10

目录

1、总体通胀与核心通胀均再度回升，且超市场预期.....	3
1.1、总体通胀与核心通胀均继续反弹，能源通胀为关键驱动.....	3
1.2、能源通胀继续抬升，核心服务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、美国通胀或将持续上行，但美联储加息可能性较低.....	7
3、风险提示.....	9

图表目录

图 1：4 月 CPI 同比增速继续反弹.....	4
图 2：4 月核心 CPI 环比增速较 3 月提升.....	4
图 3：4 月能源通胀同比继续上升.....	4
图 4：食品通胀边际回升.....	4
图 5：4 月核心商品 CPI 同比增速基本稳定.....	5
图 6：4 月核心服务 CPI 同比增速边际上行.....	5
图 7：4 月美国核心服务环比增速回升较多.....	5
图 8：美国汽油零售价格近期继续上涨.....	6
图 9：粮食期货价格 5 月前 2 周维持震荡.....	6
图 10：美国二手车价格环比增速转负.....	6
图 11：美国房租通胀下降趋势仍在.....	6
图 12：4 月美国非房核心服务环比增速有所回升.....	7
图 13：国际油价维持在 90 美元/桶以上.....	8
图 14：霍尔木兹海峡的船只通行数量仍然很低.....	8
图 15：美国居民长期通胀预期相对稳定.....	8
表 1：美国 4 月 CPI 部分重要分项同比、环比及贡献分解（%）.....	3

事件：美国公布4月最新通胀数据。其中CPI同比上升3.8%，核心CPI同比上升2.8%，均超过市场预期。

1、总体通胀与核心通胀均再度回升，且超市场预期

1.1、总体通胀与核心通胀均继续反弹，能源通胀为关键驱动

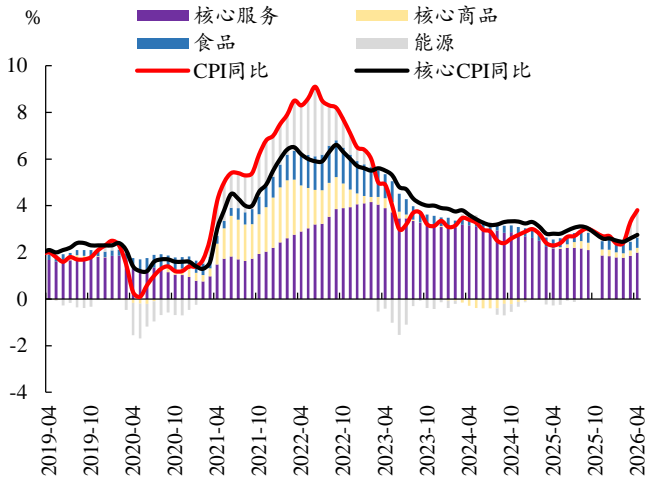
4月美国CPI同比上升3.8%，环比上升0.6%，同比较3月上升0.5个百分点，环比增速较3月份下降0.3个百分点至0.6%，同比增速略超过市场预期。4月核心CPI同比上升2.8%，较3月上升0.2个百分点，环比增速较3月上升0.2个百分点至0.4%。总的看，美国通胀如期继续反弹，但核心通胀反弹幅度略超预期。从反弹的驱动因素来看，一方面是4月份原油价格维持高位导致的能源通胀；另一方面是2025年4月基数相对较低，低基数效应下同比增速上行。不过需要注意的是，核心CPI的环比增速超预期回升，同比增速也上行较多，显示当前美国通胀的内生动能似乎较为强劲。往后看，由于低基数效应还将维持1个月，且国际油价较难快速下行，美国通胀或将持续反弹，但斜率会趋缓。

表1：美国4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	
		2026-04	2026-04	2026-03	2026-02	2026-04	2026-04	2026-03	2026-02
100	全部	3.8	3.8		2.4	0.6	0.6	0.9	0.3
13.56	食品	0.43	3.2	2.7	3.1	0.07	0.5	0	0.4
8.25	居家食品	0.23	2.9	1.9	2.4	0.06	0.7	-0.2	0.4
5.31	外带食品	0.20	3.6	3.8	3.9	0.01	0.2	0.2	0.3
7.09	能源	1.14	17.9	12.5	0.5	0.27	3.8	10.9	0.6
3.856	能源商品	0.94	29.2	19.4	-5.2	0.22	5.6	21.3	1.1
3.234	能源服务	0.17	5.4	5	6.3	0.05	1.6	0.4	0.2
19.002	核心商品	0.22	1.1	1.2	1	0.01	0	0.1	0.1
3.4	家居	0.10	2.8	3.6	3.9	-0.02	-0.5	-0.2	0.2
2.513	服装	0.11	4.2	3.4	2.5	0.02	0.6	1	1.3
3.787	新车	0.01	0.2	0.5	0.5	-0.01	-0.2	0.1	0
2.603	二手车	-0.06	-2.7	-3.2	-3.2	0.00	0	-0.4	-0.4
1.445	医疗保健	-0.01	-0.5	0.3	0.1	-0.01	-0.4	-1	0
0.829	含酒精饮料	0.02	1.9	1.7	1.6	0.00	0.3	0.3	0.1
1.309	其它商品	0.06	4.6	4.4	4.2	0.01	0.5	0.5	0.1
60.348	核心服务	1.98	3.3	3	2.9	0.30	0.5	0.2	0.3
7.732	主要居所租金	0.21	2.8	2.6	2.7	0.04	0.5	0.2	0.1
25.888	业主等价租金	0.86	3.3	3.1	3.2	0.14	0.5	0.3	0.2
6.893	医疗服务	0.22	3.2	3.7	4.1	0.00	0	0	0.6
6.404	交通运输服务	0.27	1.9	1.6	2.1	0.02	0.1	-0.4	-0.2
3.174	休闲服务	0.07	4.3	4.1	2.2	0.00	0.3	0.6	0.2
4.966	教育与通讯服务	0.06	1.1	1	1.1	-0.01	-0.1	0.2	0.3

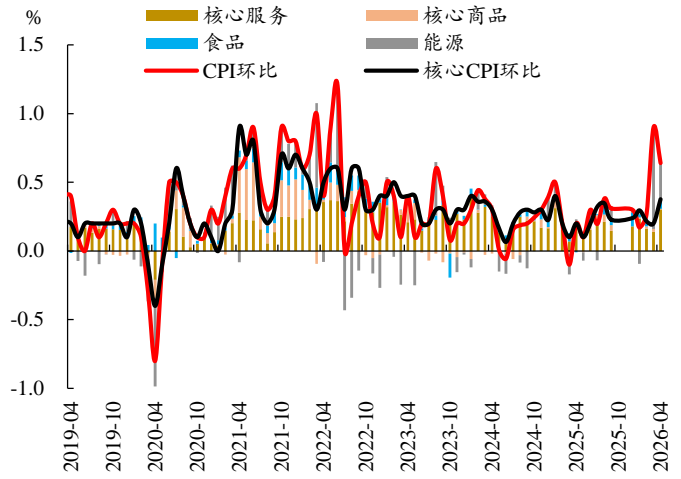
数据来源：Bloomberg、开源证券研究所

图1：4月CPI同比增速继续反弹



数据来源：Bloomberg、开源证券研究所

图2：4月核心CPI环比增速较3月提升



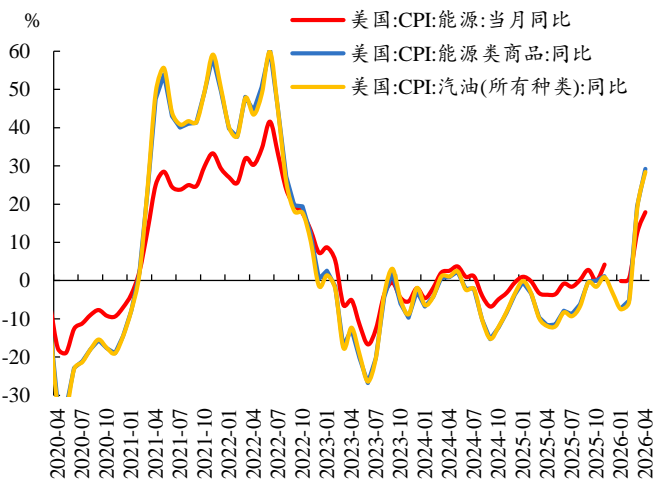
数据来源：Bloomberg、开源证券研究所

1.2、能源通胀继续抬升，核心服务对通胀贡献度边际回升

(1) **能源方面**，4月能源项同比上升17.9%，较3月提升5.4个百分点；其中汽油项同比上升28.4%，较3月份提升9.5个百分点；燃油项同比上升54.3%，较3月份提升10.1个百分点。4月能源通胀大幅提升，一方面是2025年4月基数进一步下降，另一方面是美国汽油价格的持续上涨。4月27日美国汽油价格较3月30日的3.81美元/加仑上升约3.5%至3.95美元/加仑，价格仍在继续上升。

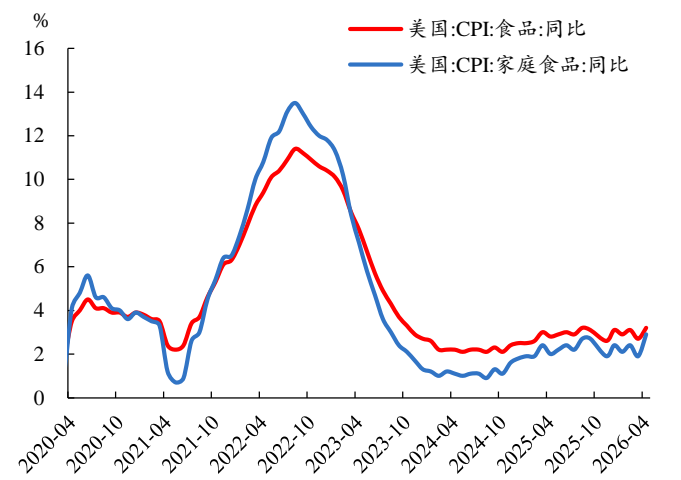
(2) **食品方面**，4月份食品项同比上升3.2%，较3月回升0.5个百分点。其中家庭食品（Food at home）同比上升2.9%，较3月回升1.0个百分点，幅度较大。食品通胀的回升，显示4月份粮食期货价格上升已传导至居民消费端。

图3：4月能源通胀同比继续上升



数据来源：Wind、开源证券研究所

图4：食品通胀边际回升

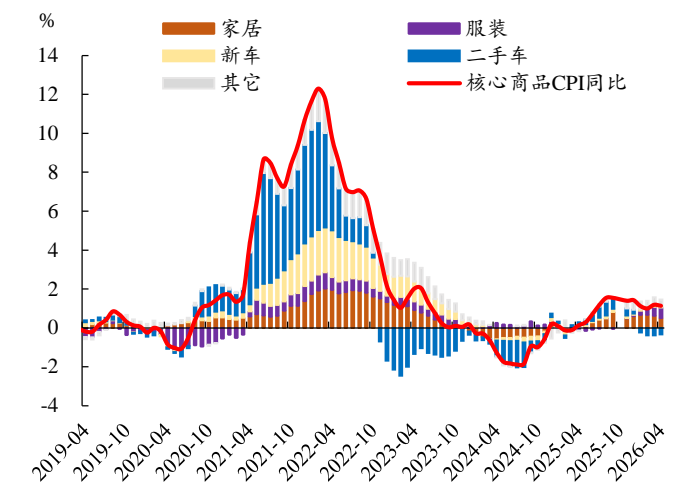


数据来源：Wind、开源证券研究所

(3) **核心CPI方面**，4月核心CPI同比上升2.8%，增速较3月上升0.2个百分点，且超过市场预期。核心CPI环比上升0.4%，增速较3月上升0.2个百分点。**分项来看**，核心商品同比增速较3月下降0.05个百分点至1.13%左右，基本稳定；其中二手车项环比增速为0，较3月份提升0.4个百分点，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，环比下降0.2%，增速较3月下降0.3个百分点。核心服务同比上升约3.27%，较3月份提升

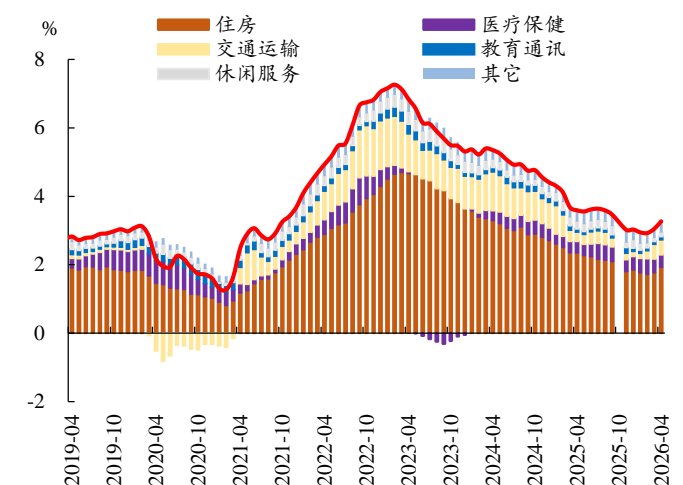
0.22 个百分点。其中住房项同比上升 3.3%，较 3 月回升 0.3 个百分点。总的看，4 月核心 CPI 同比增速较 3 月继续反弹，除去基数因素外，核心服务中的住房项发挥了重要作用，可能与住房项的技术性调整有一定关系。但略超市场预期，仍彰显出核心通胀的韧性。

图5：4月核心商品CPI同比增速基本稳定



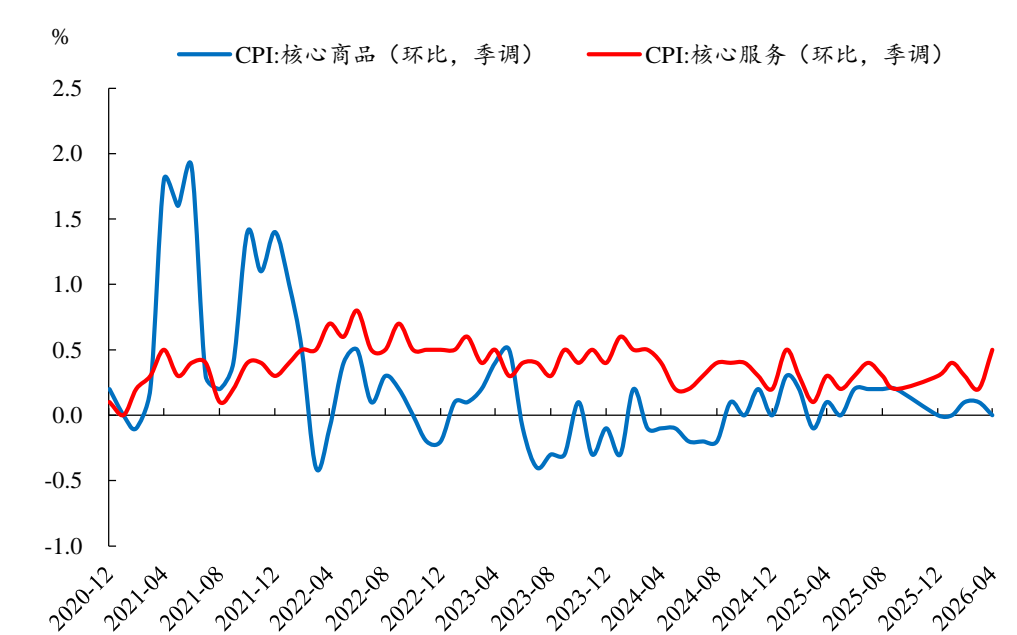
数据来源：Bloomberg、开源证券研究所

图6：4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7：4月美国核心服务环比增速回升较多



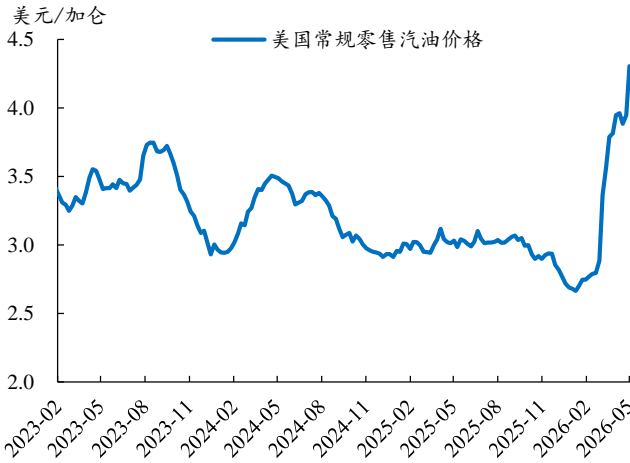
数据来源：Wind、开源证券研究所

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) 能源价格或继续成为通胀上行的关键驱动力。能源方面，截至 5 月 4 日，美国汽油价格为 4.31 美元/加仑，较 4 月 27 日汽油价格上升约 0.08 美元，仍在继续上涨。原油价格方面，虽然美以伊并未重启战争，但三方之间的谈判分歧仍然较大，霍尔木兹海峡也未出现实质性通航，因此全球原油价格预计很难出现较大幅度的下行，大概率维持在 90 美元/桶以上的高位。食品方面，根据美国农业部 5 月报告来看，由于主要农作物供应充足，粮食价格预计将会震荡偏弱，或不再成为美国 CPI

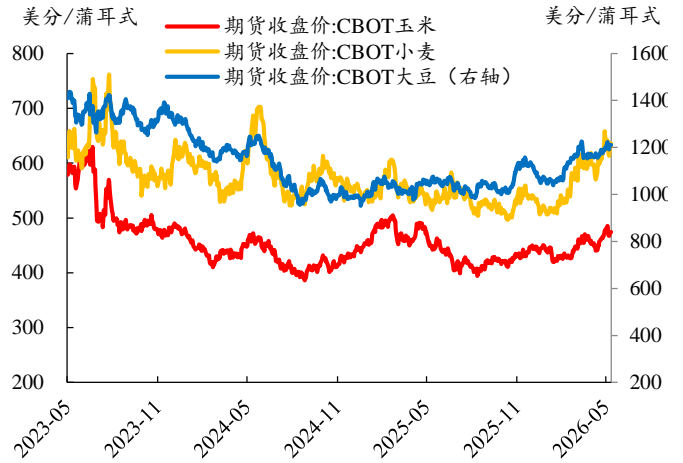
的重要支撑项。但能源价格的坚挺，以及全球原油供需格局随着霍尔木兹海峡的封锁日益恶化，使得汽油将继续成为通胀上行的关键驱动力。

图8：美国汽油零售价格近期继续上涨



数据来源：Wind、开源证券研究所

图9：粮食期货价格5月前2周维持震荡

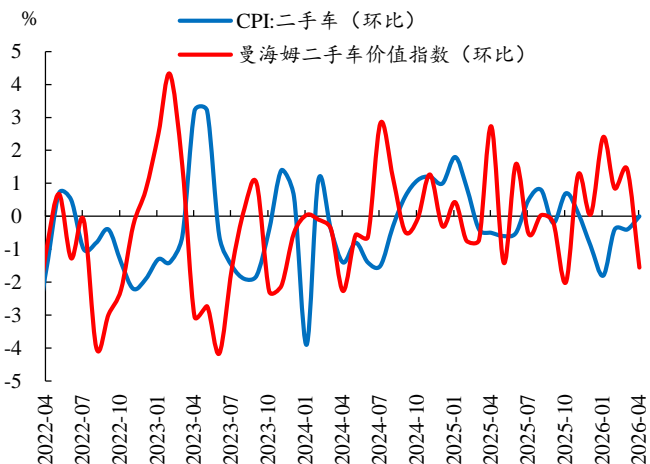


数据来源：Wind、开源证券研究所

(2) 核心商品通胀或保持平稳，整体核心通胀有边际上行压力。核心商品方面，美国曼海姆二手车价值指数 (Manheim Used Vehicle Value Index) 4月环比增速转负；新车方面，供应链压力指数持续上行，或与霍尔木兹海峡受阻有关，或较难带动汽车价格的上行；核心服务方面，主要分项对核心服务通胀的贡献度大多上涨。占比最高的住房方面，从 Zillow 房租指数同比增速来看，在经历了技术性调整后，房租通胀在 4 月后可能继续回落。往后看，基数维持相对低位，核心商品通胀或保持平稳，但核心服务通胀可能边际上行，整体核心通胀有边际上行压力。

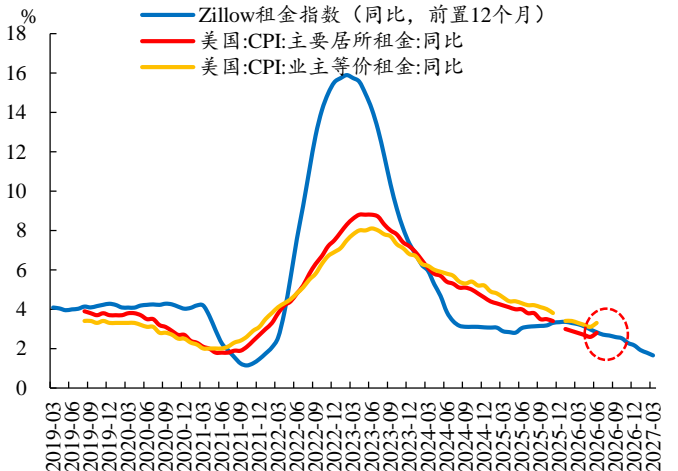
(3) 总的看，4月CPI数据显示美国通胀水平继续反弹，但核心通胀的环比增速的超预期反弹，意味着通胀超预期上行的风险有所加强。从美联储关注的**超级核心服务通胀**（去掉住房的核心服务）来看，4月份同比增速较3月份上升0.24个百分点至3.38%，环比增速较3月上升0.27个百分点至0.45%，显示美国通胀的内生动能较有韧性。往后看，由于低基数还将延续，且油价大概率维持高位甚至继续上行，总体通胀或继续反弹。不确定的是，若长期维持一个相对较高的油价，核心通胀受到的影响程度有多大，是否会导致整体通胀超预期上行。

图10：美国二手车价格环比增速转负

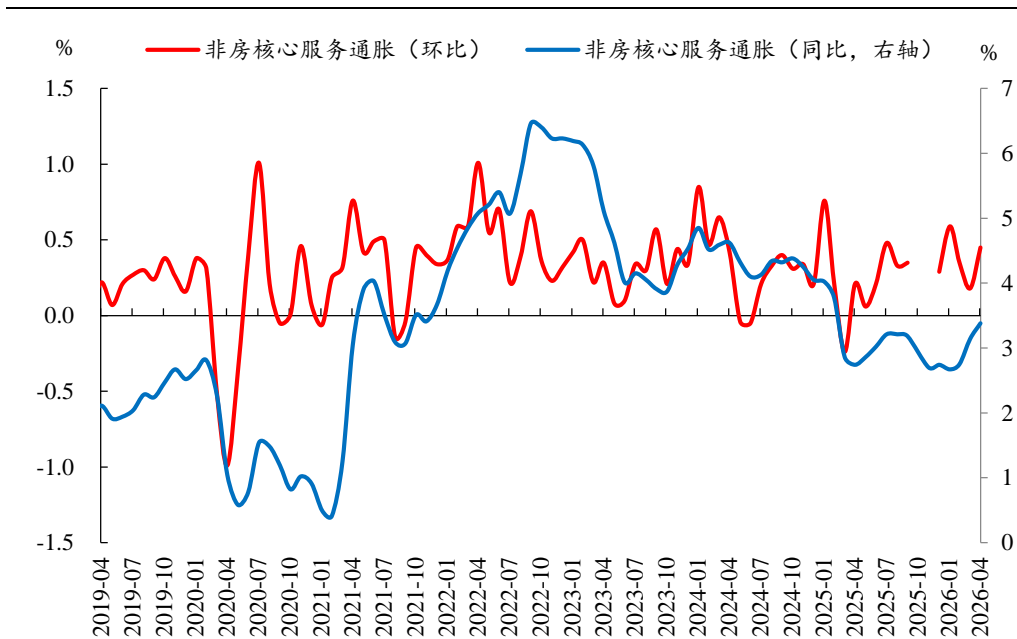


数据来源：Wind、开源证券研究所

图11：美国房租通胀下降趋势仍在



数据来源：Bloomberg、开源证券研究所

图12：4月美国非房核心服务环比增速有所回升


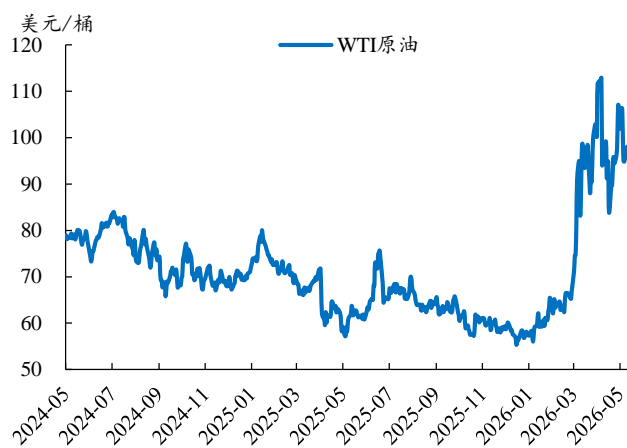
数据来源：Bloomberg、开源证券研究所

2、美国通胀或将持续上行，但美联储加息可能性较低

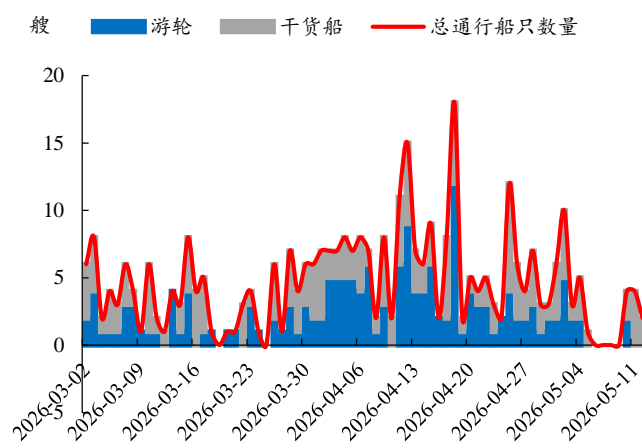
目前美以伊虽然停火，但局势不确定性仍然存在，甚至可能出现阶段性反复。这意味着霍尔木兹海峡在后续一段时间内难以恢复正常通行，全球油价大概率维持高位，从而成为美国通胀的关键助推。中期看，有可能促使美联储观望更长时间，但加息的可能性或也不高。具体而言：

第一，美以伊停火虽然持续，但谈判进展非常有限，霍尔木兹海峡的正常通行短期可能性较低。这意味着高油价环境将会延续，从而成为美国通胀上行的坚实动力。美国和伊朗虽然持续停火，但从最新的情况来看¹，由于美伊之间的谈判方案存在着比较大的差距，双方的谈判处于僵局状态，而若想要打破僵持状态，除去第三方持续调停外，双方也可能选择重启战争来打破均势。但无论是哪种情况，霍尔木兹海峡短期内实现通行的可能性都比较小。而随着海峡通航断流的时间拉长，伊朗等中东国家油田停产的数量也在增加²。即使后续海峡恢复通行，油田重新启动也需要时间，叠加当前石油库存消耗后的补库需要，油价将在相当长的一段时间内维持高位。美国自身原油供应虽然充足，但随着暑期出行高峰的来临，其国内汽油价格的涨幅很有可能较国际原油价格的涨幅更高。油价在美国居民的消费中直接占比虽然不高，但高油价维持的时间越长，向其他商品渗透的可能性越高，从而成为美国通胀上行的坚实动力。

¹ <https://wallstreetcn.com/articles/3772005?keyword=%E4%BC%8A%E6%9C%97>
² <https://wallstreetcn.com/articles/3770582?keyword=%E5%87%8F%E4%BA%A7>

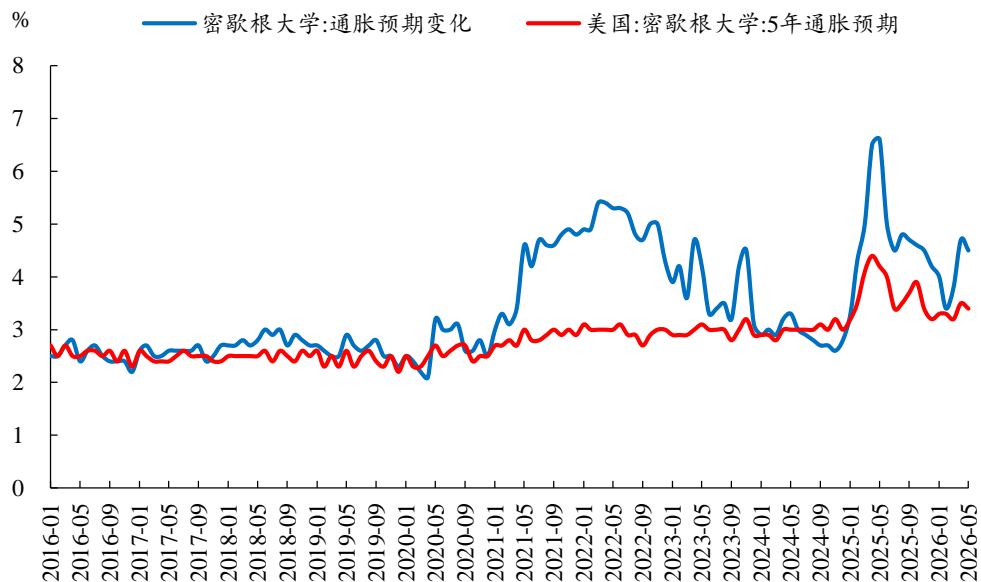
图13：国际油价维持在 90 美元/桶以上


数据来源：Wind、开源证券研究所

图14：霍尔木兹海峡的船只通行数量仍然很低


数据来源：Bloomberg、开源证券研究所

第二，加息或仍未进入美联储的政策选项中，需紧密观察美国居民的通胀预期。如前所述，美国通胀持续向上的可能性不低，高通胀压力下，市场担忧美联储会否选择加息，从而对市场产生较大的负面影响。特别是欧央行行长拉加德在 5 月的议息会议上暗示 6 月份可能加息³，更是加重了市场的这种担忧。但我们认为，作为双重目标制的央行，美联储会平衡经济增长与通胀风险，即使短期内通胀压力较大，但只要美国居民的通胀预期相对稳定，美联储加息的可能性便不高。而 5 月美国密歇根大学通胀预期调查出现边际回落，美联储或更多选择观望，而非启动加息。

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 年美联储可能倾向于维持利率不变，降息可能性在逐渐减小。但若后续通胀抑制美国经济增长，则可能会在 Q4 降息。

³ <https://wallstreetcn.com/articles/3771432?keyword=%E6%AC%A7%E5%A4%AE%E8%A1%8C>

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4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