

## 宏观点评 20260513

# 美国4月CPI:超预期只是技术调整——2026年4月美国CPI数据点评

2026年05月13日

证券分析师 芦哲

执业证书: S0600524110003

luzhe@dwzq.com.cn

证券分析师 张佳炜

执业证书: S0600524120013

zhangjw@dwzq.com.cn

证券分析师 韦祎

执业证书: S0600525040002

weiy@dwzq.com.cn

证券分析师 王茁

执业证书: S0600526010001

wangzhuo@dwzq.com.cn

### 相关研究

《伊朗的霍尔木兹海峡“收费站”能否实现?》

2026-05-12

《4月美国CPI前瞻:核心通胀料温和反弹——海外周报 20260511》

2026-05-11

■ **核心观点:** 4月美国核心CPI超预期走高,但主要来自居住通胀调整的一次性技术因素。剔除技术调整的杂音后,核心CPI环比温和反弹,且通胀扩散度仍在合理区间,显示油价对通胀的“二轮效应”影响尚不显著。向前看,未来3个月美国总体通胀更可能沿着0.4-0.6%的环比中枢运行,而通胀预期是否脱锚、通胀是否扩散仍是市场和美联储关注的焦点,这取决于中东局势和油价。基准情形下,若油价与通胀预期不再继续失控,我们预期美国通胀将具有类似于2025年4月对等关税后的结构性特征:总需求下行环境下,有限的供给冲击虽然导致特定商品涨价,但给其余部门将带来更大的需求抑制。若美伊冲突在5-6月能够显著缓解,油价回落至80美元/桶,则下半年美国通胀将有望回落,这可能成为新任美联储主席出于“政治正确”考虑而降息的借口。

■ **美国4月CPI:核心通胀超预期反弹。**2026年4月美国CPI环比+0.64%,预期+0.6%,前值+0.87%;核心环比+0.38%,预期+0.3%,前值+0.2%;同比+3.81%,预期+3.7%,前值+3.26%;核心同比+2.75%,预期+2.7%,前值+2.6%。4月核心CPI环比超彭博分析师一致预期+0.3%,但与WSJ统计的主流投行预测+0.36%接近。总体来看,本月通胀的抬升主要由油价上涨与居住通胀的技术调整所致,核心商品与超核心通胀则相对温和,显示油价对通胀的“二轮效应”影响尚不显著。数据发布后,大类资产交易边际紧货币,美债利率、美元上行,美股和黄金下跌;交易员对2026年12月的加息预期小幅升至40%。

■ **通胀结构:居住通胀因一次性技术因素跳升,核心商品与超级核心服务仍然温和。**①**核心商品方面**,4月核心商品环比+0.03%,前值+0.11%;其中受进口关税影响较大的家居用品、服装、休闲商品等价格环比降温。今年以来,美国核心商品通胀环比增速总体保持平稳,反映关税带来的一次性价格冲击基本结束。②**居住通胀方面**,4月核心服务通胀中,居住通胀环比由前值+0.27%升至+0.67%,其中两个住所分项租金RPR与自住房折算OER环比分别由前值+0.19%、+0.28%跳涨至+0.55%、+0.53%,是本月核心通胀超预期的主要原因。但这一异常变动更多来自技术调整,我们预期下期数据将重回0.2%-0.3%区间。具体来看,由于租金价格具有黏性、往往半年至一年调整,因此BLS对美国居住通胀的统计方式较为特殊:将样本分为六组,每次滚动调查一组,然后将其与剩余五组进行几何平均以求得通胀率。例如,BLS调查2025年4月样本居住通胀指数为100,下次调查该样本的时间为10月,假定10月的样本值为101,则期间居住通胀率应当为 $101/100-1=1%$ ;然而,由于去年10月政府停摆,没有统计数据,因此BLS默认去年10月的指数为100不变(而非真实的101),对应增速为1%,即被低估。因此,当今年4月再调查该样本时,假设得到的数值为102,算出的增速为 $102/100-1=2%$ ,将两倍高于真实值( $102/101-1=0.99%$ )。③**工资通胀方面**,4月非居住核心服务业通胀环比由前值+0.17%升至+0.35%,超级核心通胀(包括居住服务中的酒店住宿)环比由前值+0.18%升至+0.45%,二者的3个月均值均回落。其中,高波动的酒店住宿、因燃油价格而推高的机票分项环比显著上涨,其余超级核心服务项目环比仅+0.047%,仍然十分温和,与4月偏弱的非农薪资通胀相一致。最后,从通胀扩散度来看,通胀率超过过去5年均值、超过4%的项目占比有所反弹,但仍在约1/3的健康水平附近,相较2022年的高位相去甚远。

■ **通胀展望:美国通胀或延续2025年对等关税后的结构性特征。**剔除房租通胀的一次性技术调整因素和高波动项目后,4月美国核心通胀并未表现出油价的“二轮效应”。并且通胀扩散度、长期通胀预期(5月密歇根大学消费者5-10年通胀预期逊于预期回落)等前瞻指标仍相对温和。从趋势看,由于目前油价维持在90-110美元/桶的高位,因此未来3个月美国通胀更可能沿着0.4-0.6%的环比中枢运行,通胀高点或在7月。

向前看，通胀预期是否脱锚、通胀是否扩散仍是市场和美联储关注的焦点，而这取决于中东局势和油价，这仍是走一步看一步的。基准情形下，随着居住通胀技术调整的噪音消退，若油价与通胀预期不再继续失控，我们预期美国通胀将具有类似于 2025 年 4 月对等关税后的结构性特征：总需求下行环境下，有限的供给冲击虽然导致特定商品涨价，但给其余部门将带来更大的需求抑制，最终导致其余项目通胀率的回落和核心 CPI 的低于预期。若美伊冲突在 5-6 月能够显著缓解，油价回落至 80 美元/桶，则下半年美国通胀将有望回落，这可能成为新任美联储主席出于“政治正确”考虑而降息的借口。

- **风险提示：**特朗普政策超预期；美联储降息幅度过大引发通胀反弹甚至失控；美联储维持高利率水平时间过长，引发金融系统流动性危机。

图1: 美国 CPI 主要分项环比增速

权重	环比增速	2026/04	2026/03	2026/02	2026/01	2025/12	2025/11	2025/10	2025/09	2025/08	2025/07	2025/06	2025/05	2025/04	2025/03
<b>100.00</b>	<b>所有项目</b>	<b>0.64</b>	<b>0.87</b>	<b>0.27</b>	<b>0.17</b>	<b>0.30</b>			<b>0.30</b>	<b>0.35</b>	<b>0.23</b>	<b>0.25</b>	<b>0.10</b>	<b>0.16</b>	<b>0.03</b>
<b>13.56</b>	<b>食品</b>	0.50	-0.01	0.39	0.19	0.66			<b>0.22</b>	<b>0.42</b>	<b>0.12</b>	<b>0.29</b>	<b>0.29</b>	<b>0.05</b>	<b>0.38</b>
8.25	食品商品	0.68	-0.16	0.44	0.19	0.63			0.28	0.51	0.02	0.22	0.27	-0.23	0.39
5.31	食品服务	0.23	0.24	0.32	0.15	0.69			0.14	0.29	0.28	0.40	0.31	0.44	0.36
<b>7.09</b>	<b>能源</b>	<b>3.81</b>	<b>10.87</b>	<b>0.63</b>	<b>-1.47</b>	<b>0.34</b>			<b>1.43</b>	<b>0.69</b>	<b>-0.62</b>	<b>0.43</b>	<b>-0.71</b>	<b>-0.56</b>	<b>-1.13</b>
3.86	能源商品	5.62	21.35	1.10	-3.26	-0.31			3.41	1.58	-1.10	0.17	-1.91	-2.40	-3.68
3.68	机动车汽油	5.68	21.46	0.83	-3.21	-0.32			3.58	1.64	-1.15	0.14	-2.10	-2.38	-3.74
3.23	能源服务	1.62	0.41	0.17	0.19	0.99			-0.45	-0.16	-0.16	0.68	0.46	1.29	1.58
2.48	电力服务	2.14	0.82	-0.71	-0.11	0.15			-0.31	0.18	-0.03	0.75	0.78	0.67	1.05
0.76	天然气服务	-0.07	-0.87	3.09	0.97	3.72			-0.88	-1.21	-0.56	0.45	-0.51	3.22	3.27
<b>79.35</b>	<b>核心项目</b>	<b>0.38</b>	<b>0.20</b>	<b>0.22</b>	<b>0.30</b>	<b>0.23</b>			<b>0.22</b>	<b>0.31</b>	<b>0.31</b>	<b>0.23</b>	<b>0.13</b>	<b>0.24</b>	<b>0.07</b>
<b>19.00</b>	<b>核心商品</b>	<b>0.03</b>	<b>0.11</b>	<b>0.08</b>	<b>0.04</b>	<b>0.03</b>			<b>0.20</b>	<b>0.22</b>	<b>0.21</b>	<b>0.19</b>	<b>-0.04</b>	<b>0.09</b>	<b>-0.07</b>
<b>16.40</b>	<b>核心商品除二手车</b>	<b>0.04</b>	<b>0.19</b>	<b>0.16</b>	<b>0.36</b>	<b>0.16</b>			<b>0.26</b>	<b>0.14</b>	<b>0.17</b>	<b>0.28</b>	<b>0.04</b>	<b>0.18</b>	<b>-0.01</b>
3.40	家居陈设&用品	-0.50	-0.18	0.23	0.29	0.51			0.25	0.12	0.64	0.88	0.23	0.24	0.07
2.51	服装	0.64	1.03	1.28	0.31	0.33			0.54	0.26	0.11	0.33	-0.32	-0.14	0.22
6.81	交通运输商品	-0.10	-0.07	-0.10	-0.66	-0.26			0.04	0.44	0.24	-0.28	-0.31	-0.12	-0.10
3.79	新车	-0.16	0.10	0.04	0.15	0.01	0.18	0.05	0.16	0.23	0.04	-0.28	-0.27	0.07	0.09
2.60	二手车	0.00	-0.42	-0.38	-1.84	-0.87	0.10	0.67	-0.21	0.82	0.50	-0.45	-0.61	-0.50	-0.44
1.45	医保商品	-0.35	-0.98	-0.04	-0.06	0.33			-0.06	-0.26	0.05	0.10	0.59	0.42	-1.13
1.92	休闲商品	0.07	0.53	0.36	0.63	0.10			0.36	0.01	0.44	0.62	0.38	0.36	-0.22
0.78	教育&通讯商品	0.54	0.34	-3.03	0.27	-1.69			-0.60	-0.37	-1.12	-0.09	0.01	0.16	0.41
0.83	酒饮	0.28	0.26	0.11	0.18	-0.08			0.20	0.59	0.10	0.14	-0.14	0.01	0.22
1.31	其他商品	0.52	0.46	0.09	1.07	0.44			0.52	0.43	0.12	0.30	0.28	0.30	0.26
<b>60.35</b>	<b>核心服务</b>	<b>0.50</b>	<b>0.23</b>	<b>0.27</b>	<b>0.39</b>	<b>0.27</b>			<b>0.23</b>	<b>0.32</b>	<b>0.35</b>	<b>0.28</b>	<b>0.17</b>	<b>0.30</b>	<b>0.11</b>
<b>28.55</b>	<b>服务除居住</b>	<b>0.38</b>	<b>0.33</b>	<b>0.28</b>	<b>0.35</b>	<b>0.23</b>			<b>0.19</b>	<b>0.19</b>	<b>0.35</b>	<b>0.40</b>	<b>0.33</b>	<b>0.23</b>	<b>0.28</b>
35.32	居住	0.61	0.27	0.23	0.22	0.38			0.21	0.39	0.23	0.21	0.26	0.34	0.21
7.73	租金	0.55	0.19	0.13	0.25	0.27			0.22	0.29	0.23	0.23	0.23	0.32	0.31
1.41	酒店住宿	2.44	0.24	0.96	-0.10	2.18			0.86	2.01	-0.98	-2.02	-0.15	0.55	-3.25
25.89	自住房折算	0.53	0.28	0.22	0.22	0.31			0.16	0.34	0.28	0.31	0.28	0.33	0.37
1.14	供水&垃圾处理	0.26	0.49	0.70	0.68	0.42			0.15	0.36	0.44	0.40	0.24	0.29	0.19
6.89	医保服务	0.00	0.01	0.61	0.33	0.37			0.24	-0.08	0.82	0.50	0.19	0.44	0.42
3.43	专业医疗服务	0.19	0.51	0.63	0.76	0.27			-0.13	0.10	0.72	0.63	-0.05	0.28	0.13
2.62	医院	-0.25	0.18	0.89	1.03	0.90			0.77	-0.02	0.44	0.42	0.40	0.54	1.32
0.84	健康保险	-0.41	-1.43	-1.12	-0.98	-1.08			0.25	0.12	0.44	0.59	0.23	0.43	0.39
6.40	运输服务	0.33	0.61	0.24	1.35	0.41			0.28	0.88	0.62	0.27	-0.24	0.23	-1.15
0.99	机票	2.82	2.67	1.36	6.52	3.76			1.95	4.46	3.03	0.34	-2.17	-2.15	-4.33
2.72	机动车保险	0.14	-0.04	-0.33					-0.09	-0.05	0.07	0.14	0.52	0.71	-0.64
3.17	休闲服务	0.08	-0.37	-0.19	0.39	1.75			0.38	-0.15	0.49	0.17	-0.16	-0.21	0.08
4.97	教育&通讯服务	-0.09	0.18	0.26	0.40	-0.82			0.08	0.07	0.14	0.14	0.08	-0.18	0.20
1.58	其他服务	1.16	-0.83	-0.16	1.61	-0.21			0.17	0.11	0.52	0.60	0.39	0.24	1.62

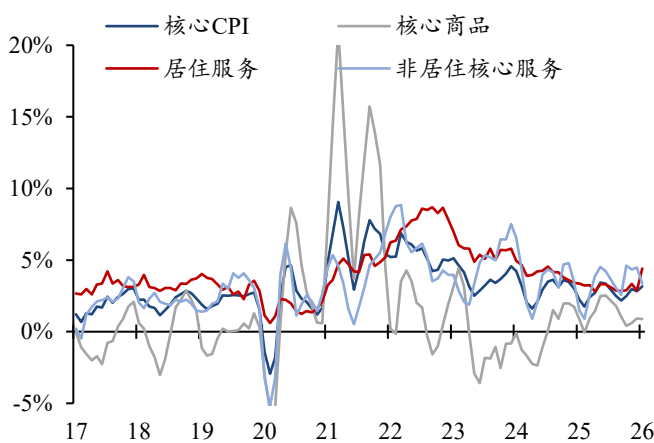
数据来源: 彭博、东吴证券研究所; 单位%, 因 10 月数据缺失, 10-11 月无环比数值

图2：美国 CPI 主要分项同比增速

权重	同比增速	2026/04	2026/03	2026/02	2026/01	2025/12	2025/11	2025/10	2025/09	2025/08	2025/07	2025/06	2025/05	2025/04	2025/03
100.00	所有项目	3.81	3.26	2.41	2.39	2.68	2.74		3.01	2.92	2.70	2.67	2.35	2.31	2.39
13.65	食品	3.18	2.68	3.06	2.88	3.07	2.65		3.11	3.19	2.87	2.97	2.88	2.76	2.96
8.03	食品商品	2.89	1.90	2.45	2.09	2.36	1.94		2.69	2.68	2.16	2.38	2.23	2.01	2.42
5.62	食品服务	3.55	3.78	3.90	3.98	4.07	3.66		3.73	3.93	3.91	3.83	3.85	3.89	3.79
6.33	能源	17.87	12.53	0.48	-0.14	2.30	4.24		2.85	0.22	-1.55	-0.83	-3.46	-3.74	-3.25
3.19	能源商品	29.23	19.41	-5.20	-7.29	-3.01	1.19		-0.37	-6.22	-8.96	-7.95	-11.58	-11.51	-9.50
3.04	机动车汽油	29.09	19.25	-5.50	-7.35	-3.21	1.09		-0.42	-6.46	-9.26	-8.21	-11.87	-11.71	-9.78
3.14	能源服务	5.39	5.04	6.25	7.19	7.67	7.42		6.40	7.72	7.23	7.55	6.76	6.18	4.21
2.37	电力服务	6.09	4.56	4.80	6.33	6.66	6.94		5.08	6.19	5.54	5.82	4.49	3.61	2.79
0.77	天然气服务	3.05	6.44	10.89	9.83	10.81	9.13		11.70	13.82	13.80	14.18	15.29	15.68	9.37
80.02	核心项目	2.75	2.60	2.46	2.50	2.64	2.63		3.02	3.11	3.06	2.93	2.79	2.78	2.79
19.39	核心商品	1.13	1.18	0.99	1.12	1.42	1.39		1.54	1.54	1.17	0.70	0.28	0.13	-0.10
17.02	核心商品除二手车	1.77	1.92	1.71	1.64	1.39	1.10		1.11	0.97	0.70	0.42	0.09	-0.03	-0.17
3.38	家居陈设&用品	2.85	3.60	3.86	3.83	3.42	2.63		2.99	2.80	2.44	1.72	0.60	0.27	-0.29
2.56	服装	4.17	3.36	2.53	1.73	0.60	0.17		-0.08	0.23	-0.21	-0.52	-0.91	-0.72	0.33
7.23	交通运输商品	-0.79	-0.85	-0.93	-0.53	0.88	1.70		2.27	2.58	2.00	1.24	0.98	0.79	0.25
4.36	新车	0.23	0.47	0.45	0.37	0.27	0.62	0.88	0.75	0.66	0.41	0.25	0.43	0.31	-0.04
2.38	二手车	-2.69	-3.18	-3.20	-1.96	1.63	3.56	4.60	5.08	6.04	4.79	2.79	1.80	1.52	0.58
1.53	医保商品	-0.52	0.25	0.10	0.25	1.49	1.15		0.67	0.04	0.08	0.18	0.28	0.97	1.00
1.83	休闲商品	2.99	3.30	2.53	1.52	1.19	0.64		0.79	0.07	-0.10	-0.83	-1.30	-1.85	-2.27
0.74	教育&通讯商品	-6.04	-6.39	-6.35	-3.51	-3.79	-3.12		-4.03	-3.84	-4.29	-3.30	-3.82	-5.29	-5.67
0.83	酒饮	1.92	1.65	1.61	2.00	2.14	1.87		2.00	1.88	1.40	1.40	1.51	1.78	1.90
1.29	其他商品	4.64	4.40	4.21	4.56	3.60	3.06		3.69	3.15	3.03	3.04	2.90	3.22	2.78
60.63	核心服务	3.27	3.05	2.92	2.95	3.03	3.02		3.47	3.59	3.64	3.62	3.56	3.59	3.68
28.79	服务除居住	3.52	3.36	3.30	3.38	3.43	3.53		3.70	4.01	4.01	3.82	3.50	3.35	3.30
35.39	居住	3.30	3.02	2.96	3.02	3.17	3.04		3.58	3.63	3.67	3.80	3.86	3.99	3.99
7.46	租金	2.79	2.56	2.68	2.84	2.92	2.96		3.40	3.50	3.55	3.77	3.81	3.98	3.99
1.37	酒店住宿	4.55	2.57	-1.11	-1.98	-0.84	-4.10		-0.11	-2.56	-3.54	-2.54	-0.89	-1.39	-2.53
26.15	自住房租	3.30	3.10	3.19	3.26	3.35	3.36		3.76	3.98	4.07	4.15	4.16	4.31	4.38
1.09	供水&垃圾处理	4.71	4.74	4.42	4.73	4.70	4.33		4.83	5.31	5.34	5.39	5.20	4.88	4.93
6.71	医保服务	3.21	3.67	4.10	3.86	3.53	3.28		3.88	4.23	4.30	3.36	2.98	3.14	3.02
3.67	专业医疗服务	3.97	4.07	3.68	3.35	2.47	2.21		2.60	3.54	3.40	2.82	2.43	2.72	2.49
2.25	医院	5.55	6.38	7.59	6.88	6.70	6.00		5.85	5.32	5.74	4.23	3.91	3.80	3.85
0.79	健康保险	-6.12	-5.32	-3.58	-2.21	-0.51	0.56		4.22	4.33	4.35	3.43	2.93	3.25	3.11
6.33	运输服务	4.30	4.10	2.24	1.35	1.51	1.71		2.55	3.50	3.53	3.40	2.81	2.51	3.10
0.91	机票	20.71	14.89	7.05	2.23	-3.37	-5.35		3.20	3.28	0.66	-3.47	-7.35	-7.88	-5.20
2.85	机动车保险	0.20	0.76	0.16	0.55				3.15	4.66	5.29	6.13	6.97	6.37	7.55
3.50	休闲服务	1.94	1.63	2.10	3.08	3.98	2.45		4.40	3.64	3.89	3.82	3.68	3.63	4.28
4.96	教育&通讯服务	1.13	1.05	1.07	1.16	1.12	2.17		1.09	1.03	1.11	1.10	0.99	1.15	1.60
1.63	其他服务	4.19	3.24	5.79	6.93	4.72	4.62		4.48	4.44	4.54	4.27	4.60	3.87	4.71

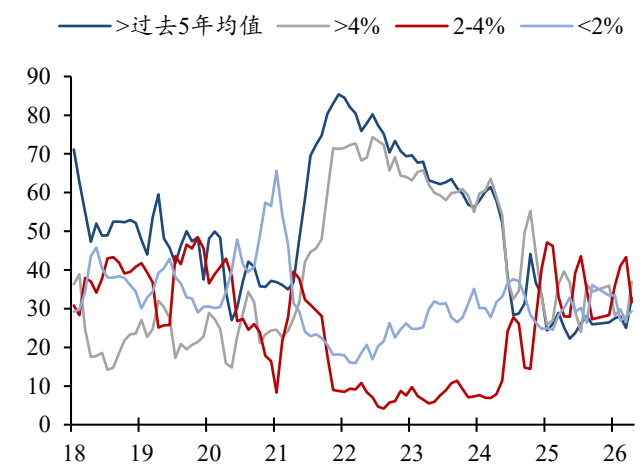
数据来源：彭博、东吴证券研究所；单位%

图3：美国核心 CPI 及三大分项环比三个月均年率



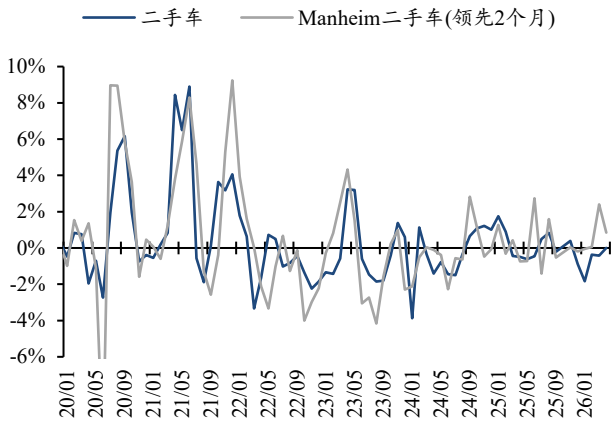
数据来源：彭博、东吴证券研究所

图4：美国 CPI 环比折年扩散指数项目占比



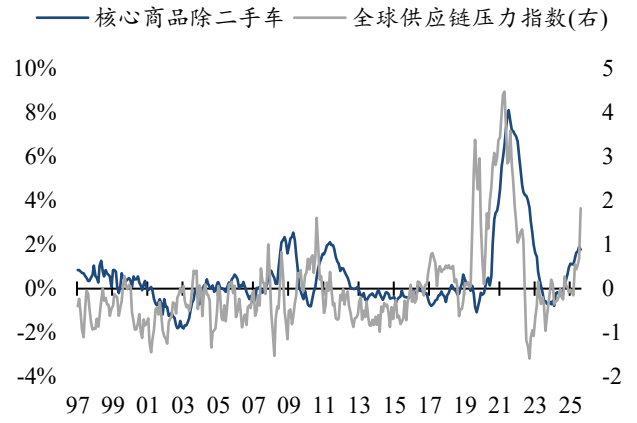
数据来源：彭博、东吴证券研究所；单位%

图5：美国 CPI 二手车与 Manheim 二手车环比增速



数据来源：彭博、东吴证券研究所

图6：全球供应链压力指数与美国核心商品同比增速



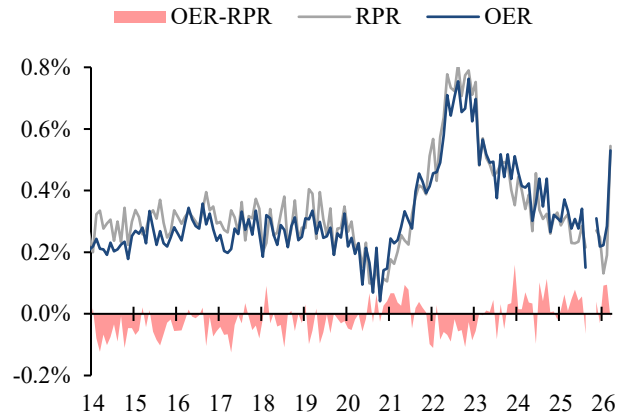
数据来源：彭博、东吴证券研究所

图7：美国居住 CPI 与房价同比增速



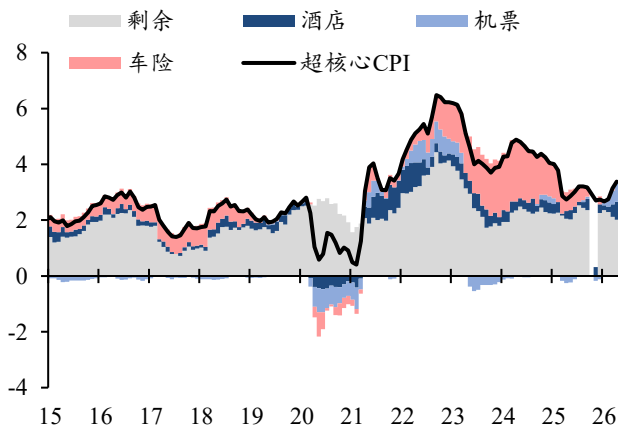
数据来源：彭博、东吴证券研究所

图8：美国居住通胀自住房折算与租金分项环比



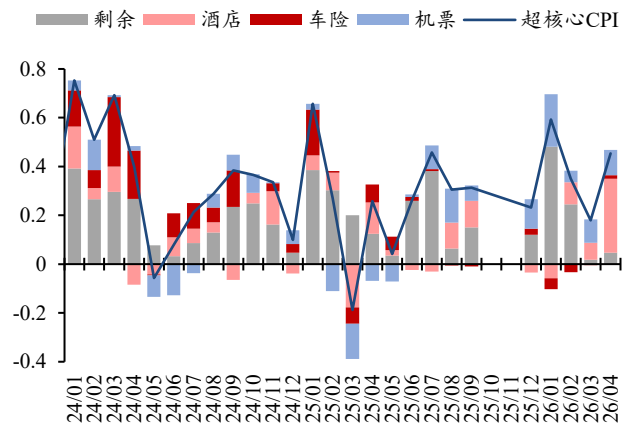
数据来源：彭博、东吴证券研究所

图9：美国超级核心 CPI 同比与分项贡献度



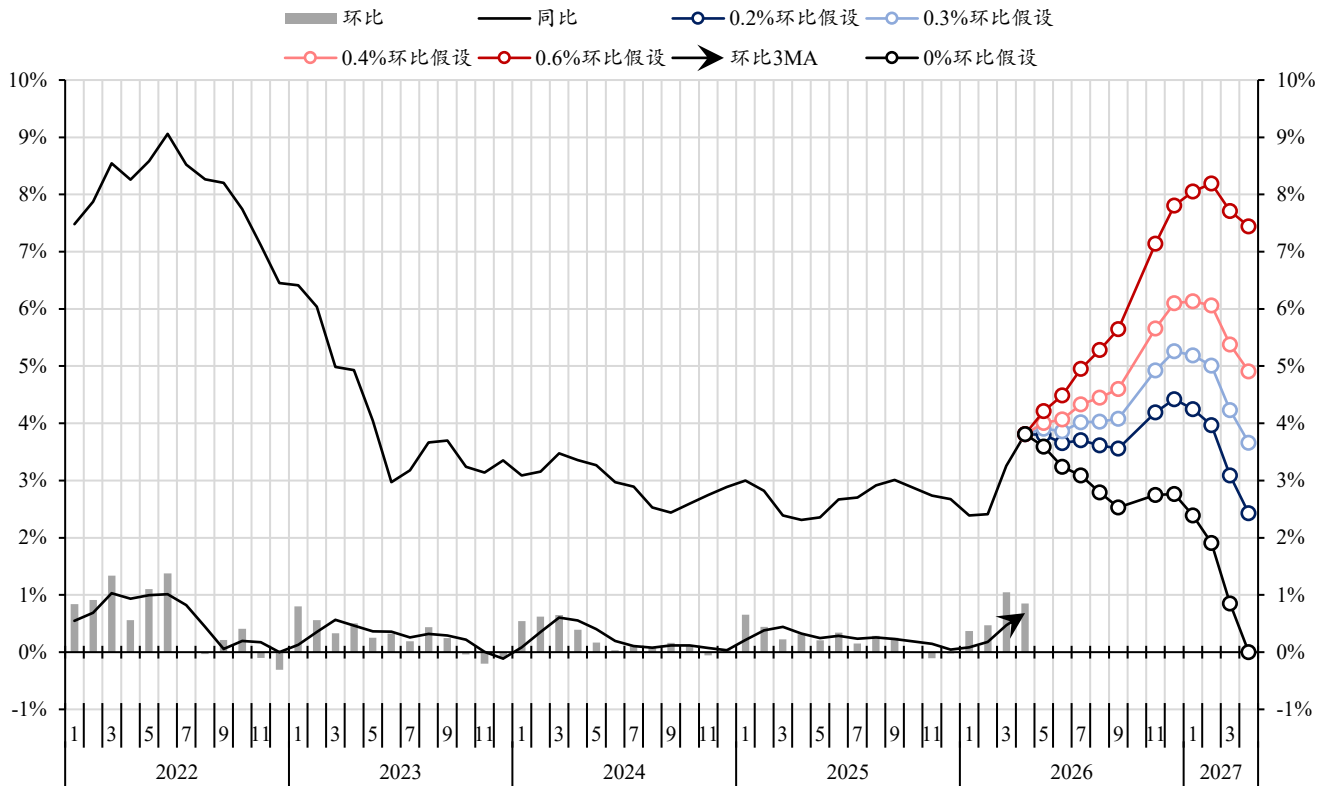
数据来源：彭博、东吴证券研究所；单位%

图10：美国超级核心 CPI 环比与分项贡献度



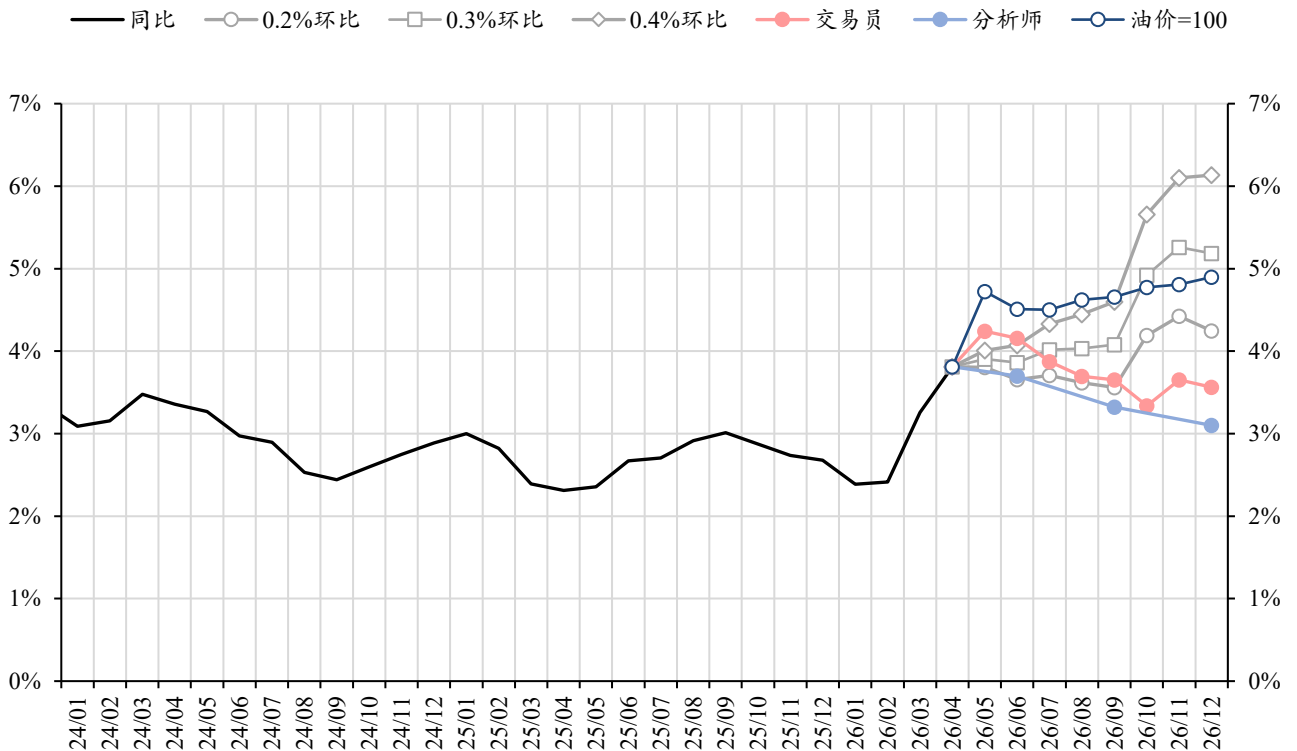
数据来源：彭博、东吴证券研究所；单位%

图11：研究机构对 2026-27 年各月美国 CPI 同比预测



数据来源：彭博、东吴证券研究所

图12：研究机构对 2025-26 年各月美国 CPI 同比预测



数据来源：彭博、东吴证券研究所

## 免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(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。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,本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下,东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中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投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,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。

本报告的版权归本公司所有,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。经授权刊载、转发本报告或者摘要的,应当注明出处为东吴证券研究所,并注明本报告发布人和发布日期,提示使用本报告的风险,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的,应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期(A 股市场基准为沪深 300 指数,香港市场基准为恒生指数,美国市场基准为标普 500 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),北交所基准指数为北证 50 指数),具体如下:

公司投资评级:

买入:预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上;

增持:预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间;

中性:预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间;

减持:预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间;

卖出:预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级:

增持:预期未来 6 个月内,行业指数相对强于基准 5%以上;

中性:预期未来 6 个月内,行业指数相对基准-5%与 5%;

减持:预期未来 6 个月内,行业指数相对弱于基准 5%以上。

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应当充分考虑自身特定状况,如具体投资目的、财务状况以及特定需求等,并完整理解和使用本报告内容,不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所  
苏州工业园区星阳街 5 号  
邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>