

超预期的4月美国核心CPI数据或加深美联储偏鹰立场

美国4月核心CPI通胀率高于预期。按环比来看，4月美国核心CPI通胀率录得0.38%，高于3月的0.2%和市场预期的0.3%。美国4月整体CPI通胀率则下滑0.23个百分点到0.64%，符合预期。其中，4月食品CPI环比通胀率加快0.51个百分点到0.50%。随着能源价格增幅收窄，能源CPI环比通胀率从3月的10.87%回落至3.81%。按同比看，美国整体CPI通胀率再显著上升0.5个百分点到3.8%，核心CPI通胀率也上行0.2个百分点到2.8%。

从环比细分数据来看，受统计方法变动影响而大涨的4月住房CPI是核心CPI超预期的主要推动力，超级核心服务CPI（扣除住房的核心服务CPI）通胀率也显著上升，核心商品CPI通胀率则显著下滑（图表1）。

- 核心商品价格环比增速不升反降（4月：0.03%，3月：0.11%），或和此前关税传导接近尾声、以及美国最高法院驳回特朗普关税措施有关。其中，娱乐商品、家具和服装CPI环比通胀率均显著下滑，或与关税变动有关。运输商品CPI环比通胀率基本不变。高油价对核心商品价格的影响或尚未明显体现。
- 住房CPI环比通胀率大涨0.34个百分点到0.61%，主要受统计方法变动影响，或不会持续。最为关键的业主等价租金CPI通胀率相比3月几近翻倍，升至0.53%。主要居所租金CPI通胀率亦显著上升，不过这主要是因为去年10月政府停摆期间租金价格停止统计，10月环比通胀率被记为0%，4月的高读数是为了填补此前的0读数。外宿价格亦因为4月复活节假日环比显著上涨（环比增幅为2.44%）。从房价走势来看，我们认为4月住房CPI大涨仅是偶然现象，住房价格仍不是未来通胀主要担忧点。
- 超级核心服务价格环比通胀率亦几乎翻倍升至0.35%。其中，其他个人服务CPI（尤其是里面的金融服务）的上升是主要推动力，娱乐服务CPI亦有改善。此前我们担心受油价冲击较大的运输服务CPI，4月环比通胀率反而下滑0.28个百分点到0.33%。机票CPI环比通胀率仅小幅上升0.1个百分点到2.8%，仍未完全反映航空燃料价格上涨的影响。

4月非农就业数据再次超预期，但是细节表现不如整体。一方面，4月非农就业人数增加11.5万人，少于3月的18.5万人，但高于市场预测的6.5万人（图表2）。另一方面，尽管4月劳动参与率相比3月下降0.1个百分点到61.8%，但是失业率从3月的4.26%微升到4月的4.34%（图表3），仍符合市场预期。此外，平均时薪环比增速下滑0.05个百分点到0.161%，同比增速则因为低基数效应加快0.14个百分点到3.6%。

金晓雯, PhD, CFA
首席宏观分析师
xiaowen_jin@spdbi.com
(852) 2808 6437

2026年5月13日



扫码关注浦银国际研究

尽管 3-4 月非农就业数据均好于预期，我们仍然认为下半年劳动力市场可能因为消费动能放缓、通胀上升等原因而走弱。不过，连续超预期的 3-4 月数据或强化美联储当前的偏鹰立场。

虽然受统计方法变动干扰，但在能源价格影响尚未完全体现的情况下，高于预期的 4 月核心通胀数据或加深美联储对通胀的担忧。推升 4 月核心 CPI 超预期的最主要因素——住房价格的上涨，主要是受统计方法变动干扰，并不可持续。未来通胀的关键仍落在能源危机影响上：正如我们[此前所预料](#)的，尽管美伊继续休战，但双方立即达成协议开放霍尔木兹海峡的可能性并不高。受谈判消息影响，布伦特油价当前仍在每桶 100-125 美元的相对高位震荡。油价上涨迅速推动了美国整体通胀率的上升，但从 4 月核心商品和机票 CPI 来看，油价对美联储更为看重的核心通胀率的影响仍未显著体现。尽管如此，我们认为仍需警惕油价上涨的滞后影响，尤其是在少了关税下降和传导效应接近结束带来的价格缓冲后，核心商品 CPI 会随高油价上行多少，尚难预料。

基于 4 月的就业和通胀数据，我们调低美联储今年降息次数到 1 次 25 个基点（此前为 2 次 25 个基点降息）。依然稳健的劳动力市场表现或给美联储提供更多时间观察能源危机对美国核心通胀率和经济活动的影响。我们预计美联储在今年二、三季度会继续暂停降息。不过，基于我们的基本假设——油价冲击是暂时的、劳动力市场接下来仍会走弱，我们预计美联储今年晚些时候仍会重启降息，时点或在四季度。

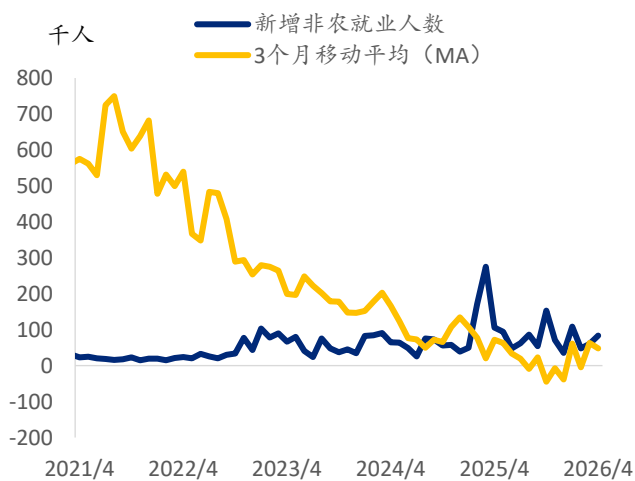
风险提示：降息过慢引起经济衰退；政策刺激成效不及预期；美伊和谈无果、油价飙升引发美国滞胀乃至全球经济衰退；其他地缘政治风险。

图表 1: 美国 CPI 各分项环比增速和环比贡献

	环比 (%)			权重 (%)	环比贡献 (%)
	26 年 4 月	26 年 3 月	26 年 2 月	26 年 4 月	26 年 4 月
CPI	0.64	0.87	0.27	100.0	0.64
食品	0.50	-0.01	0.39	13.6	0.07
能源	3.81	10.87	0.63	7.1	0.27
核心 CPI	0.38	0.20	0.22	79.4	0.30
- 商品	0.03	0.11	0.08	19.0	0.01
家用家具和供给	-0.50	-0.18	0.23	3.4	-0.02
服装	0.64	1.03	1.28	2.5	0.02
运输	-0.10	-0.07	-0.10	6.8	-0.01
医疗护理	-0.35	-0.98	-0.04	1.4	-0.01
娱乐商品	0.07	0.53	0.36	2.1	0.00
教育和通讯商品	0.54	0.34	-3.03	0.8	0.00
酒精饮料	0.28	0.26	0.11	0.8	0.00
其它	0.52	0.46	0.09	1.3	0.01
- 服务	0.50	0.23	0.27	60.3	0.30
住房	0.61	0.27	0.23	35.3	0.21
主要居所租金	0.55	0.19	0.13	7.7	0.04
外宿	2.44	0.24	0.96	1.4	0.03
业主等价租金	0.53	0.28	0.22	25.9	0.14
核心服务扣除住房	0.35	0.17	0.32	25.0	0.09
医疗护理	0.00	0.01	0.61	6.9	0.00
运输	0.33	0.61	0.24	6.4	0.02
娱乐	0.08	-0.37	-0.19	3.0	0.00
教育和通讯商品	-0.09	0.18	0.26	5.0	0.00
其它个人服务	2.56	-1.25	-0.50	0.9	0.02

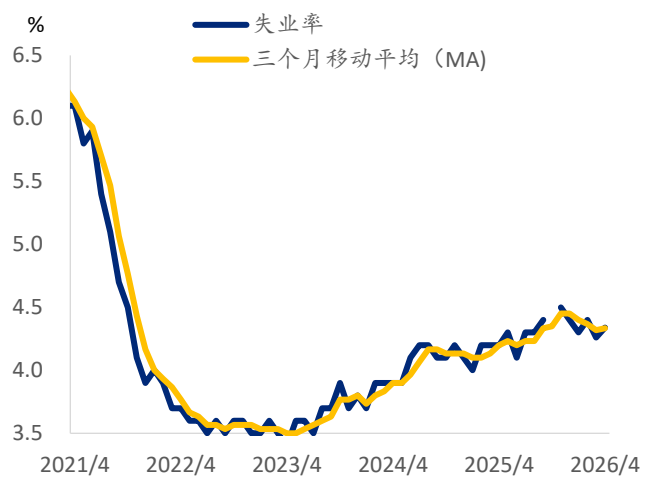
资料来源: CEIC、浦银国际

图表 2: 4 月新增非农就业人数较 3 月减少, 但继续高于预期



资料来源: CEIC、浦银国际

图表 3: 4 月失业率边际上升



资料来源: CEIC、浦银国际

图表 4：近期相关报告列表

日期	报告标题和链接
2026年4月30日	4月美联储会议继续暂停降息，内部分歧加大或增加降息不确定性
2026年4月23日	月度美国宏观洞察：美伊和谈、美联储主席换届对美国经济影响几何？
2026年3月27日	宏观主题研究：油价持续走高将如何影响中美经济走向？
2026年3月25日	月度美国宏观洞察：中东局势将如何改变美国经济展望？
2026年3月19日	美联储3月继续暂停降息，通胀再次成为降息关键因素
2026年3月12日	2月美国核心CPI回落符合预期，但通胀上行风险仍制约近期降息可能性
2026年3月2日	美国和以色列联合袭击伊朗对中美宏观经济的影响
2026年2月2日	月度美国宏观洞察：多变的特朗普政策和美联储新主席的提名将给美国经济带来何种变化？
2026年1月29日	美联储1月如期暂停降息，中性表述几乎未给将来降息路径提供线索
2026年1月26日	宏观主题研究：美国劳动力市场到底有多弱？
2026年1月14日	美国12月核心CPI略低于预期，但1月美联储或仍跳过降息
2025年12月19日	美国11月CPI远低于预期，为明年1月降息保留可能性
2025年12月11日	美联储12月如期降息，但表述较为鹰派
2025年11月21日	2026年美国宏观经济展望：政策刺激引领经济复苏之路
2025年10月30日	美联储宣布10月降息和12月结束缩表，称12月降息并非板上钉钉
2025年10月30日	宏观策略联合解读：中美元首会晤取得阶段性成果，有望提振短期市场情绪
2025年10月25日	美国9月核心CPI超预期下滑，帮助锁定10月降息
2025年10月13日	特朗普宣称将对中国加征100%关税，如何看待中美关税战前景？
2025年9月23日	月度美国宏观洞察：降息周期重启，美国经济会陷入衰退吗？
2025年9月18日	美联储9月如期降息，年内或还有两次降息
2025年9月12日	美国8月核心CPI符合预期，锁定下周25个基点降息
2025年8月26日	月度美国宏观洞察：关税大致尘埃落定，9月剑指重启降息？
2025年8月22日	浦银国际宏观观点：关税问题上我们还需要担忧什么？
2025年8月12日	美国7月核心CPI略微回升但符合预期，9月重启降息可期
2025年7月31日	美联储7月继续暂停降息，鲍威尔未对9月是否降息给出指引
2025年7月23日	月度美国宏观洞察：8月1日征税函生效在即，关税再成焦点
2025年7月16日	美国6月核心CPI回升但低于预期，料本月议息会议将继续按兵不动
2025年7月3日	暂缓期大限将至，个性化“对等关税”会卷土重来吗？
2025年6月20日	月度美国宏观洞察：暂缓期大限将至，关税政策或再引关注
2025年6月19日	美联储6月继续暂停降息，关税对通胀的影响仍是降息关键
2025年6月12日	美国5月CPI超预期回落，料降息至少延迟至9月
2025年5月24日	2025年中期宏观经济展望：关税进展仍是中美经济关键因素
2025年5月14日	美国4月CPI回升但不及预期，尚未体现关税影响
2025年5月8日	美联储5月如期继续暂停降息，并排除“先发制人”可能性，降息还需“边走边看”
2025年5月7日	月度美国宏观洞察：“对等关税”下美国经济濒临衰退
2025年4月11日	美国3月CPI再超预期回落，但难抵关税阴霾
2025年4月3日	政策解读：美国“对等关税”远超预期，而后或有部分减免可能
2025年3月25日	月度美国宏观洞察：新一轮关税风暴或一触即发
2025年3月20日	美联储3月如期继续暂停降息，强调经济不确定性增加
2025年3月13日	美国2月CPI超预期回落，关税战影响尚未显现
2025年2月25日	月度美国宏观洞察：关税大棒逐渐落下，美国经济何去何从？
2025年2月13日	美国1月CPI超预期反弹，进一步拉低近期降息可能
2025年1月30日	美联储1月如期暂停降息，3月或继续暂停降息
2025年1月22日	月度美国宏观洞察：特朗普2.0拉开帷幕
2025年1月16日	美国12月核心CPI微降，或不影响本月美联储暂停降息
2024年12月12日	美国11月核心环比通胀率大致稳定，或不影响12月降息
2024年11月25日	2025年宏观经济展望：在特朗普2.0的不确定性中寻找确定性
2024年11月14日	美国10月核心环比通胀率如预期微跌
2024年11月8日	11月美联储会议点评：如期降息，短期内货币政策不受大选影响

资料来源：浦银国际

免责声明

本报告之收取者透过接受本报告(包括任何有关的附件),表示及保证其根据下述的条件下有权获得本报告,且同意受此中包含的限制条件所约束。任何没有遵循这些限制的情况可能构成法律之违反。

本报告是由从事证券及期货条例(香港法例第 571 章)中第一类(证券交易)及第四类(就证券提供意见)受规管活动之持牌法国-浦银国际证券有限公司(统称“浦银国际证券”)利用集团信息及其他公开信息编制而成。所有资料均搜集自被认为是可靠的来源,但并不保证数据之准确性、可信性及完整性,亦不会因资料引致的任何损失承担任何责任。报告中的资料来源除非另有说明,否则信息均来自本集团。本报告的内容涉及到保密数据,所以仅供阁下为其自身利益而使用。除了阁下以及受聘向阁下提供咨询意见的人士(其同意将本材料保密并受本免责声明中所述限制约束)之外,本报告分发给任何人均属未经授权的行为。

任何人不得将本报告内任何信息用于其他目的。本报告仅是为提供信息而准备的,不得被解释为是一项关于购买或者出售任何证券或相关金融工具的要约邀请或者要约。阁下不应将本报告内容解释为法律、税务、会计或投资事项的专业意见或为任何推荐,阁下应当就本报告所述的任何交易涉及的法律及相关事项咨询其自己的法律顾问和财务顾问的意见。本报告内的信息及意见乃于文件注明日期作出,日后可作修改而不另通知,亦不一定会更新以反映文件日期之后发生的进展。本报告并未包含公司可能要求的所有信息,阁下不应仅仅依据本报告中的信息而作出投资、撤资或其他财务方面的任何决策或行动。除关于历史数据的陈述外,本报告可能包含前瞻性的陈述,牵涉多种风险和不确定性,该等前瞻性陈述可基于一些假设,受限于重大风险和不确定性。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映浦银国际证券的立场。浦银国际控股有限公司及其附属公司、关联公司(统称“浦银国际”)及/或其董事及/或雇员,可能持有在本报告内所述或有关公司之证券、并可能不时进行买卖。浦银国际或其任何董事及/或雇员对投资者因使用本报告或依赖其所载信息而引起的一切可能损失,概不承担任何法律责任。

浦银国际证券建议投资者应独立地评估本报告内的资料,考虑其本身的特定投资目标、财务状况及需要,在参与有关报告中所述公司之证券的交易前,委任其认为必须的法律、商业、财务、税务或其它方面的专业顾问。惟报告内所述的公司之证券未必能在所有司法管辖区或国家或供所有类别的投资者买卖。对部分的司法管辖区或国家而言,分发、发行或使用本报告会抵触当地法律、法则、规定、或其它注册或发牌的规例。本报告不是旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。

美国

浦银国际不是美国注册经纪商和美国金融业监管局(FINRA)的注册会员。浦银国际证券的分析师不具有美国金融监管局(FINRA)分析师的注册资格。因此,浦银国际证券不受美国就有研究报告准备和分析师独立性规则的约束。

本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法规则 15a-6 定义的“主要机构投资者”,不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人士。接收本报告的美国收件人如想根据本报告中提供的信息进行任何买卖证券交易,都应仅通过美国注册的经纪交易商来进行交易。

英国

本报告并非由英国 2000 年金融服务与市场法(经修订)(「FSMA」)第 21 条所界定之认可人士发布,而本报告亦未经其批准。因此,本报告不会向英国公众人士派发,亦不得向公众人士传递。本报告仅提供给合格投资者(按照金融服务及市场法的涵义),即(i)按照 2000 年金融服务及市场法 2005 年(金融推广)命令(「命令」)第 19(5)条定义在投资方面拥有专业经验之投资专业人士或(ii)属于命令第 49(2)(a)至(d)条范围之高净值实体或(iii)其他可能合法与之沟通的人士(所有该等人士统称为「有关人士」)。不属于有关人士的任何机构和个人不得遵照或倚赖本报告或其任何内容行事。

本报告的版权仅为浦银国际证券所有,未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用,浦银国际证券对任何第三方的该等行为保留追述权利,并且对第三方未经授权行为不承担任何责任。

权益披露

- 1) 浦银国际并没有持有本报告所述公司逾 1%的财务权益。
- 2) 浦银国际跟本报告所述公司在过去 12 个月内并没有任何投资银行业务的关系。
- 3) 浦银国际并没有跟本报告所述公司为其证券进行庄家活动。

评级定义

证券评级定义:

“买入”: 未来 12 个月, 预期个股表现超过同期其所属的行业指数

“持有”: 未来 12 个月, 预期个股表现与同期所属的行业指数持平

“卖出”: 未来 12 个月, 预期个股表现逊于同期其所属的行业指数

行业评级定义 (相对于 MSCI 中国指数):

“超配”: 未来 12 个月优于 MSCI 中国 10%或以上

“标配”: 未来 12 个月优于/劣于 MSCI 中国少于 10%

“低配”: 未来 12 个月劣于 MSCI 中国超过 10%

分析师证明

本报告作者谨此声明: (i) 本报告发表的所有观点均正确地反映作者有关任何及所有提及的证券或发行人的个人观点, 并以独立方式撰写; (ii) 其报酬没有任何部分曾经, 是或将会直接或间接与本报告发表的特定建议或观点有关; (iii) 该等作者没有获得与所提及的证券或发行人相关且可能影响该等建议的内幕信息 / 非公开的价格敏感数据。

本报告作者进一步确定 (i) 他们或其各自的关联人士 (定义见证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则) 没有在本报告发行日期之前的 30 个历日内曾买卖或交易过本报告所提述的股票, 或在本报告发布后 3 个工作日 (定义见《证券及期货条例》(香港法例第 571 章)) 内将买卖或交易本文所提述的股票; (ii) 他们或其各自的关联人士并非本报告提述的任何公司的雇员; 及 (iii) 他们或其各自的关联人士没有拥有本报告提述的证券的任何金融利益。

浦银国际证券机构销售团队

杨增希

essie_yang@spdbi.com

852-2808 6469

浦银国际证券财富管理团队

张帆

vane_zhang@spdbi.com

(852) 2808 6467

浦银国际证券有限公司

SPDB International Securities Limited

网站: www.spdbi.com

地址: 香港轩尼诗道 1 号浦发银行大厦 33 楼

