

# 原油引发的通胀外溢性尚未显现

## ——美国 4 月 CPI 数据点评

2026 年 5 月 14 日

宏观经济

事件点评

分析师

康明怡 电话：021-25102911 邮箱：kangmy@dxzq.net.cn

执业证书编号：S1480519090001

### 事件：

美国 4 月 CPI 环比 0.6%，预期 0.6%，前值 0.9%；同比 3.8%，预期 3.7%，前值 3.3%。

核心 CPI 环比 0.4%，预期 0.3%，前值 0.2%；同比 2.8%，预期 2.7%，前值 2.6%。

### 主要观点：

数据层面：

- 1、原油对通胀的影响暂时局限在汽油、机票和服饰类。
- 2、能源、住宅和食品是主要推升分项，尚未看到扩散现象。
- 3、电力价格持续稳定上升。

CPI 环比方面，能源继续是 4 月 CPI 环比最大贡献分项（环比 3.8%，贡献率在 40% 以上），其次为住宅和食品（环比 0.6% 和 0.5%）。核心通胀中，环比上涨的有家具家装（0.7%）、机票（2.8%）、个人护理（0.7%）、服饰（0.6%）和教育（0.2%）；环比下降的有新车（-0.2%）、通讯（-0.1%）和医疗（-0.1%）。其中，机票和服饰对原油价格历来敏感。

食品：居家食品几乎普涨。食品同比增速（3.2%）创 2025 年以来新高，环比 0.5%。从环比来看，涨幅主要来自居家食品（0.7%），其 5 大细分项中 4 项普涨，肉鱼蛋（1.3%）、乳制品（0.8%）、果蔬（1.8%）和饮料（1.1%）。

能源：原油与电价共同推升能源价格。能源同比 17.9%，创 12 个月以来新高，环比增速（3.8%）略有减速（前值 10.8%）。能源分项的剧烈波动主要由汽油价格决定（权重 3.683%），但电力价格同比也达到 6.1%（权重 2.475%），这两项 4 月环比分别为 5.7% 和 2.1%（前值分别为 21.5% 和 0.8%）。

核心商品：关税效应退潮，原油及 AI 影响持续。核心商品环比零增长，同比（1.1%，权重 19.2%）仍处于疫情以外相对较高位置。部分商品价格回落，如家居用品（环比-0.5%，前值-0.2%）、运输商品（-0.1%），医疗用品（-0.4%）。价格相对稳定的有，休闲娱乐用品（0.1%）。环比增速较高的分项中，服饰（0.6%，前值 1.0%）主要受鞋类价格（1.4%，前值 0.8%）影响，电子产品（0.6%）主要受计算机软件及配件价格（5%）影响，后者价格同比增长 13.9%。

核心服务：除机票外，尚未受到原油价格的影响。虽然环比（0.5%，前值 0.2%）较高，主要受住宅分项一次性样本调整的影响，其他大类分项价格总体稳定。在宏观政策稳定的前提下，我们倾向于认为原油对核心服务的影响和关税类似，即外溢性不及对商品的影响程度。

逻辑层面：

- 1、在稳定市场预期的前提下，一次性 25bp 降息对通胀没有决定性影响。
- 2、4 季度后财政货币政策容易产生共振，中期通胀压力仍存。

与去年关税类似，原油的一过性影响客观存在，但其烈度和广度远超关税。WTI 原油价格若维持在 100 美元/桶以上，在没有发生衰退的前提下，美联储没有降息的先例。通胀是各种宏观因素共振的结果，对通胀的趋势性影响基本取决于经济基本面和货币财政政策的节奏。2011-2014 年，原油价格长期维持在 100 美元/桶附近，但由于当时全球经济处于次贷危机和欧债危机的影响中，实体需求不振，即使在 QE 背景下，美国 CPI 和核心 CPI 并未趋势性上行。（图 11）

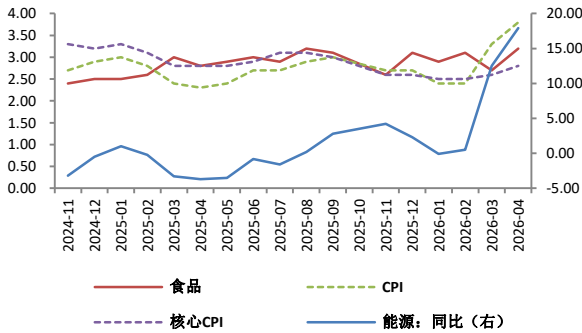
与去年关税前相比，政策方面，货币政策利率低于关税前；财政的减税法案全面落地。基本面方面，去年下半年的 3 次降息

对就业市场的影响逐渐显现，就业市场略有好转，但流动性仍较差；AI对GDP的拉动作用超过了消费；一季度消费略有回落。油价若持续保持在高位，对暑期消费（特别是旅游）可能有所影响。季节性上，5~7月核心通胀环比较易回落或不及预期，可能对原油有所对冲。客观来说，短期降息的必要性下降，但若新任主席在稳定市场预期的前提下，一次性25bp的降息对通胀趋势没有决定性影响。

通胀中长期上行压力取决于政策宽松程度。1) 沃什比较倾向于降息缩表组合。利率的降低从宏观层面上降低了实体经济借贷成本，有利于实体经济需求的扩张。2) 财政法案放宽对金融和传统能源行业的限制，私人部门融资增速或有所增长。3) 财政宽松政策的传导一般在一年以后，而货币政策传导相对较快，时间上，宽松的财政货币政策容易在今年四季度后产生共振，在不发生衰退的假设前提下，中长期通胀仍有压力。

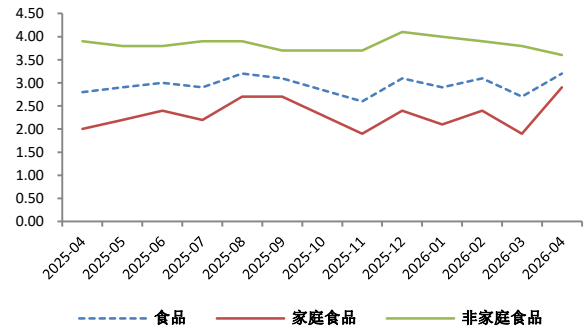
风险提示：美国通胀超预期。

**图1：CPI、核心CPI、食品和能源价格同比（%）**



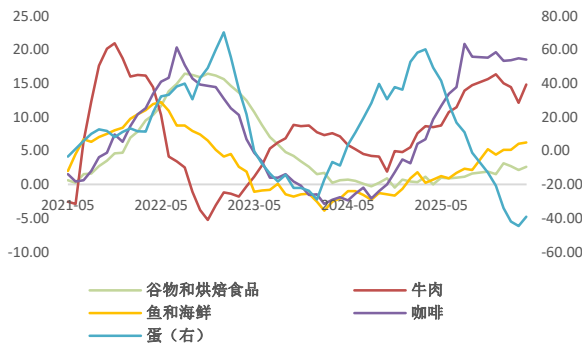
资料来源：iFinD, 东兴证券研究所

**图2：食品同比（%）**



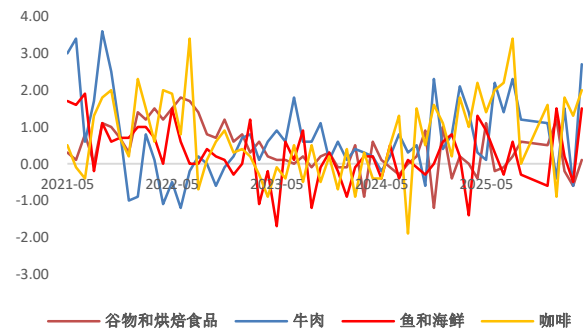
资料来源：iFinD, 东兴证券研究所

**图3：食品部分分项同比（%）**



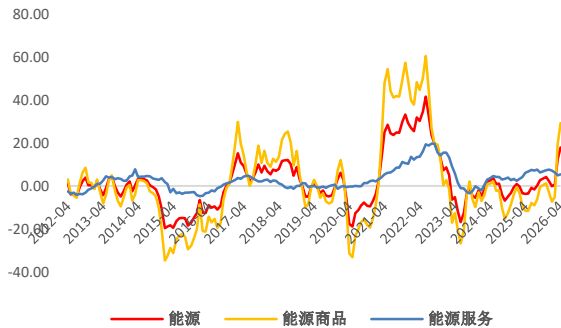
资料来源：iFinD, 东兴证券研究所

**图4：食品部分分项环比（%）**



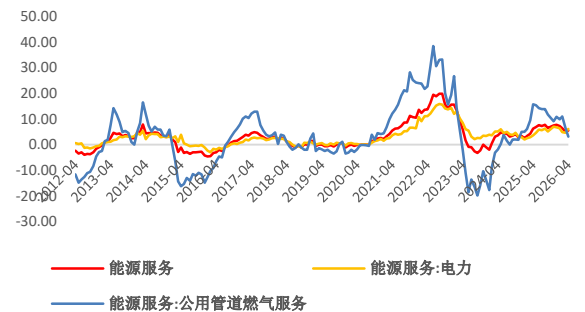
资料来源：iFinD, 东兴证券研究所

**图5：能源分项同比（%）**



资料来源：iFinD, 东兴证券研究所

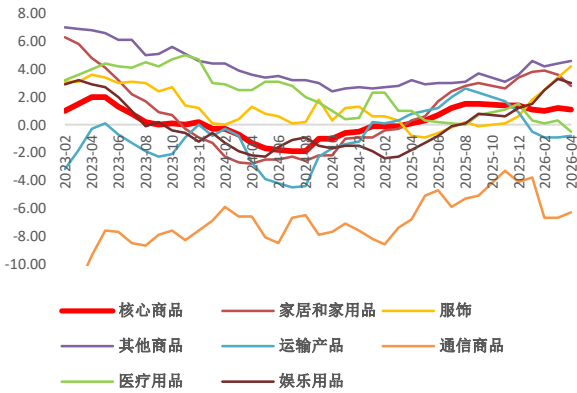
**图6：能源分项环比（%）**



资料来源：iFinD, 东兴证券研究所

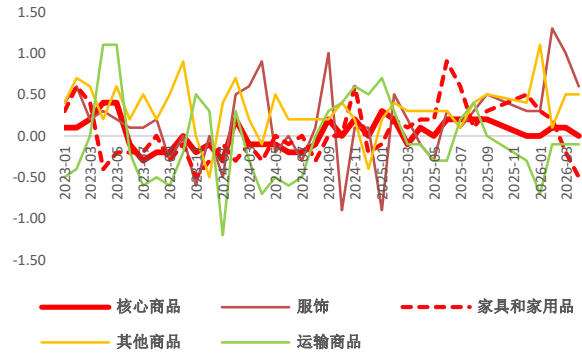
**图7：核心商品价分项同比（%）**

**图8：核心商品分项环比（%）**



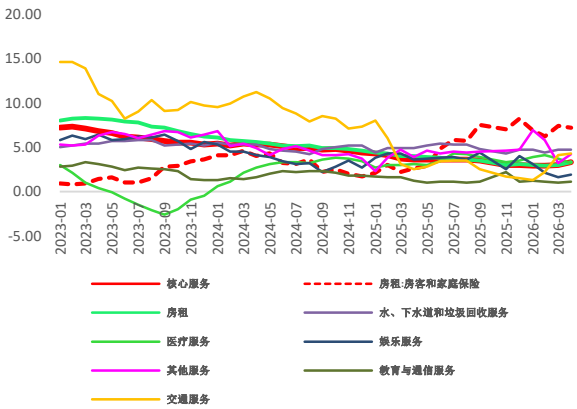
资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图9：核心服务分项同比（%）



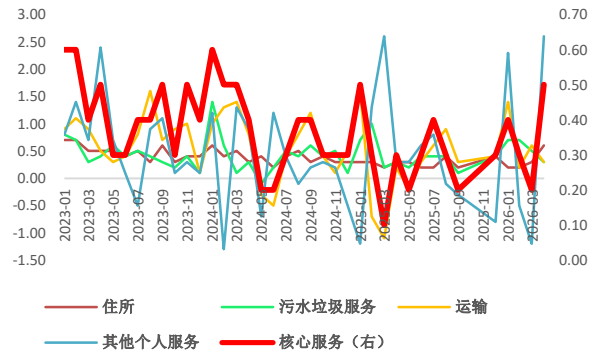
资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图10：核心服务分项环比（%）



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图11：CPI与原油同比（左：%；右：美元/桶）



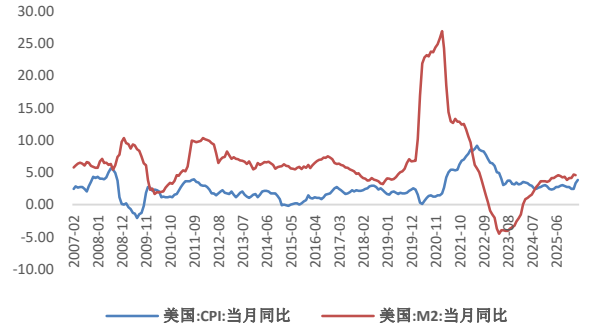
资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图12：CPI与M2同比（%）



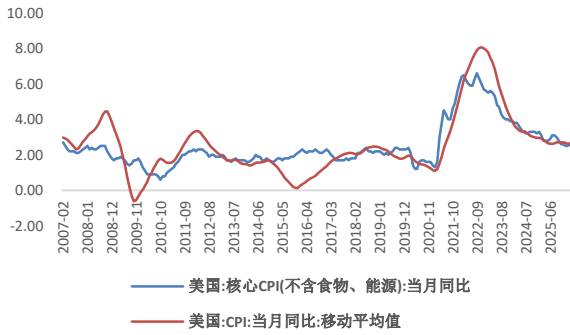
资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图13：核心CPI与CPI12月移动平均（%）



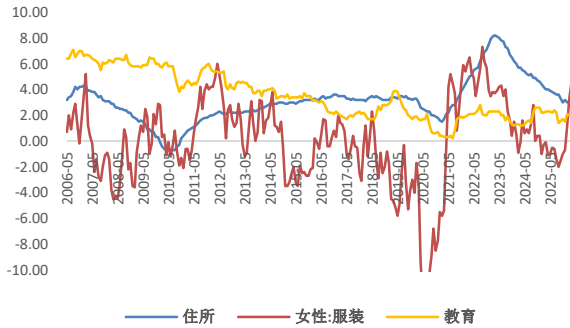
资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图14：常规分项同比 1（%）



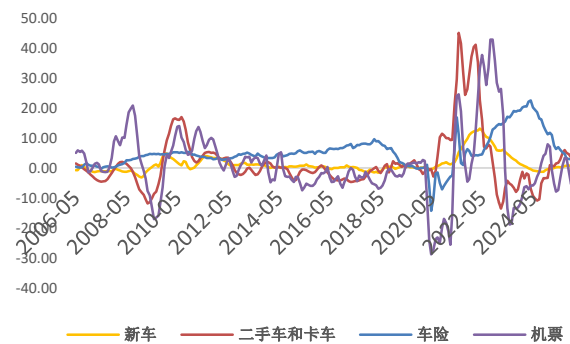
资料来源：iFinD，东兴证券研究所

**图 15：常规分项同比 2（%）**



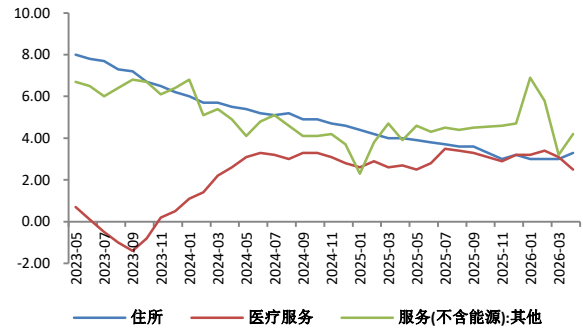
资料来源：iFinD，东兴证券研究所

**图 17：常规细分项同比（%）**



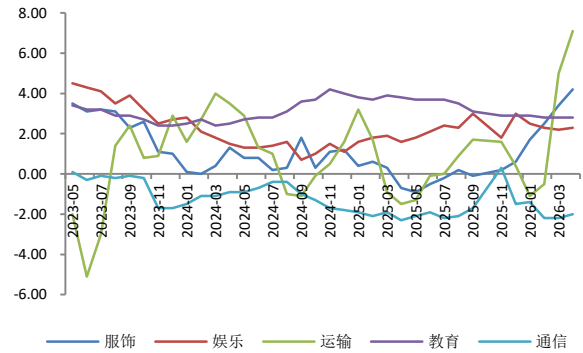
资料来源：iFinD，东兴证券研究所

**19：美国住宅价格指数与房贷利率（右：%）**



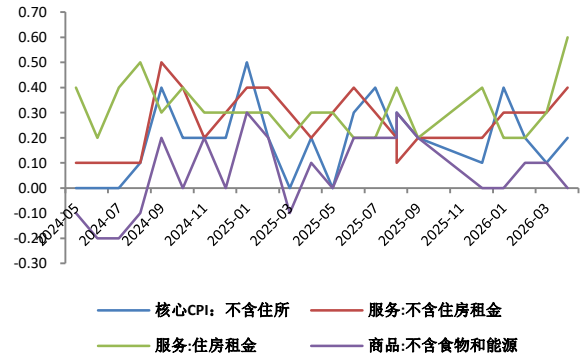
资料来源：iFinD，东兴证券研究所

**图 16：常规分项同比 3（%）**



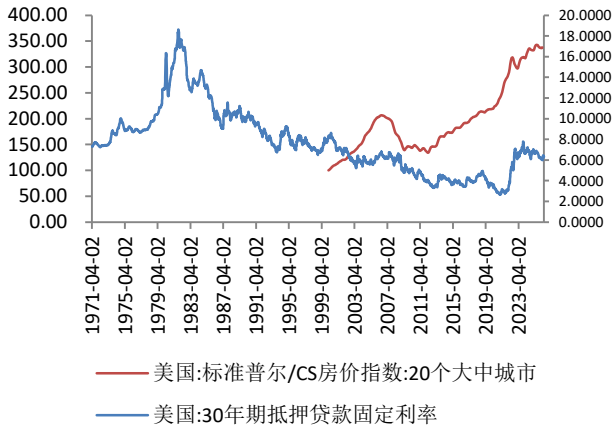
资料来源：iFinD，东兴证券研究所

**图 18：CPI 大类分项同比（%）**

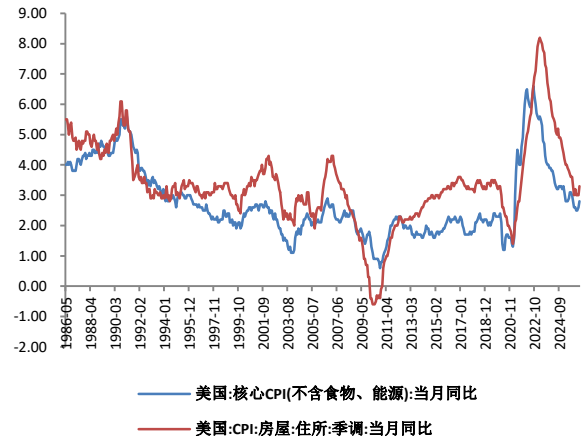


资料来源：iFinD，东兴证券研究所

**图 20：住宅价格主导服务价格（%）**

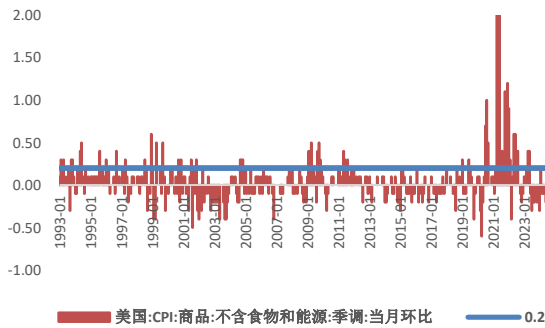


资料来源：iFinD，东兴证券研究所



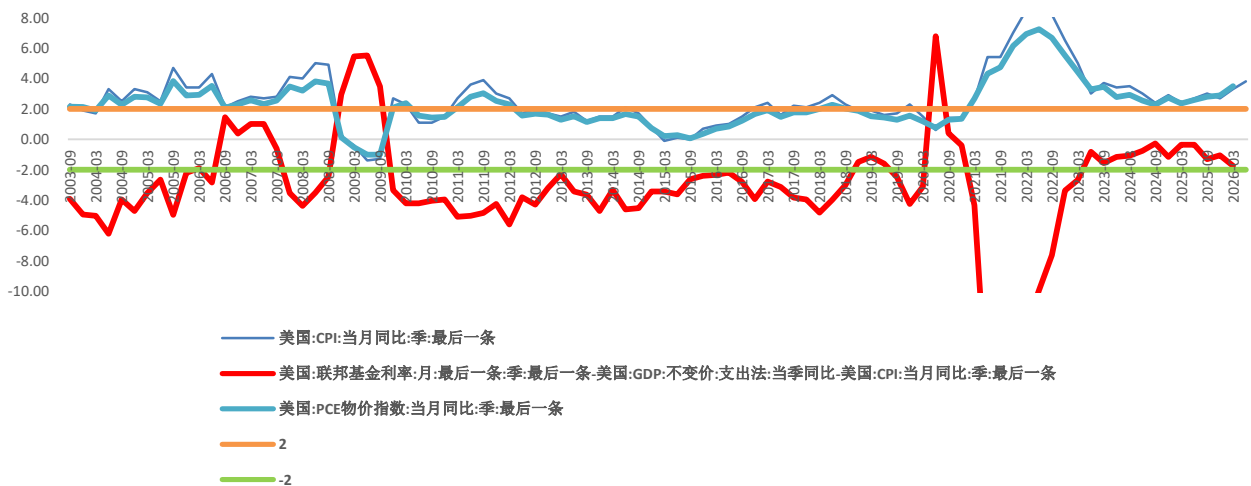
资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图 21：核心商品环比（%）



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图 22：政策利率合理区间（%）



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

## 相关报告汇总

报告类型	标题	日期
宏观普通报告	政策持续稳定，注重内生动力—4月政治局会议点评	2026-04-30
宏观普通报告	油价系统性风险下降—美伊停火点评	2026-04-09
宏观普通报告	非农就业表明降息必要性仍存—2月美国非农数据点评	2026-03-10
宏观深度报告	合理的经济增速目标，提升对经济质的要求—2026年政府工作报告点评	2026-03-05
宏观普通报告	资源品价格脉冲效应，美债恢复避险功能—美伊冲突点评	2026-03-02
宏观普通报告	商品通胀减缓，年内仍存降息空间—美国1月CPI数据点评	2026-02-27
宏观普通报告	非农略有好转，可延后但不足以阻止降息—1月美国非农数据点评	2026-02-27
宏观深度报告	美国AI投资拉动内需，货币财政双宽托底—2026年海外宏观展望	2025-12-24
宏观普通报告	财政货币政策保持双宽，推动经济增长质的有效提升—12月11日中央经济工作会议点评	2025-12-12
宏观普通报告	美联储谨慎鸽派降息，预期明年经济转好—12月美国FOMC点评	2025-12-12

资料来源：东兴证券研究所

## 分析师简介

### 康明怡

经济学博士。分别就读于武汉大学、清华大学和明尼苏达大学，博士期间曾在明尼苏达大学、美联储明尼阿波利斯分行从事多年教学和访问工作。2010年开始执教于复旦大学经济学院 985 平台，上海浦江人才计划项目。2017 年加入东兴证券研究所。

## 分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

## 风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

## 免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及报告作者在自身所知情的范围内，与本报告所评价或推荐的证券或投资标的的存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，我公司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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，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。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和法律责任。

## 行业评级体系

公司投资评级（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）：  
以报告日后的6个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率15%以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率5%~15%之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5%之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率5%以上。

行业投资评级（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）：  
以报告日后的6个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5%之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率5%以上。

## 东兴证券研究所

北京

西城区金融大街5号新盛大厦B座16层

邮编：100033

电话：010-66554070

传真：010-66554008

上海

虹口区杨树浦路248号瑞丰国际大厦23层

邮编：200082

电话：021-25102800

传真：021-25102881

深圳

福田区益田路6009号新世界中心46F

邮编：518038

电话：0755-83239601

传真：0755-23824526