

2026年5月14日

沃什的挑战：能源传导加深与通胀超预期

民银国际研究团队

应习文 民银国际/证券研究部主管
兼海外宏观策略研究员

联系人：应习文

电话：+852 3728 8180

Email: xiwenying@cmbcint.com

【内容摘要】

美国劳工部5月12、13日接连发布的数据显示，4月CPI与PPI升温超预期，且有迹象表明正向更广泛的领域传导。4月美国CPI同比上涨3.8%，预期3.7%；季调环比上涨0.6%，预期0.5%。核心CPI同比上涨2.8%，预期2.7%；季调环比上涨0.4%，预期0.3%。

能源冲击正在由CPI的弹性部分扩散到黏性部分。从CPI结构看，能源价格环比收窄但开始由燃料传导至电力；食品价格开始受到上游能源的传导压力；核心商品受需求下降和成本升高双重影响；核心服务分化，整体仍有黏性。

PPI大超预期，能源正向运输和服务传导。4月美国PPI同比6.0%，为2022年12月以来新高，远高于市场预期的4.9%；核心PPI同比上涨5.2%，环比上涨1.0%，创下近三年来的强劲表现，表明通胀压力具有广泛性。历史上，PPI向CPI的传导通常有2-3个月的滞后，但当前企业的定价行为明显更加“前瞻”。

霍尔木兹海峡的局势目前正处于“双重封锁”的胶着期，且呈现出显著的长期化趋势。虽然外交斡旋频繁，但美伊双方在核心筹码上的立场分歧依旧显著。随着原油库存继续下降，油价存在进一步上升风险。

未来能源将通过以下渠道深化传导机制。一是化肥与农药价格上涨对农业食品行业的更深度传导；二是工资—通胀螺旋；三是“替代能源”的挤兑效应；四是通胀预期自实现；五是人民币升值。基准情境下，预计三季度美国CPI或升至4.0%-4.3%，但四季度或有所回落，核心CPI在三季度或升至3.0%-3.3%，至四季度小幅回落，保持在3.0%左右。

高能源成本和通胀预期下，沃什的“降息+缩表”主张或受到重大影响，预计其或修正为“缩表+不加息”。不过该政策组合仍将面临市场流动性考验和美联储内部的不同意见挑战。

目 录

1. 美国通胀超预期升温	1
1.1 能源价格环比收窄但开始由燃料传导至电力	2
1.2 食品价格开始受到上游能源的传导压力	3
1.3 核心商品受需求下降和成本升高双重影响	3
1.4 核心服务分化，整体仍有黏性	4
1.5 PPI 大超预期，能源正向运输和服务传导	5
2. 未来美国通胀面临怎样的形势？	6
2.1 霍尔木兹海峡封锁将长期化	6
2.2 全球原油库存告急，国际油价仍有上升风险	7
2.3 高能源成本将继续向下游传导	8
3. 沃什即将接任美联储主席，新主张面临新挑战	9

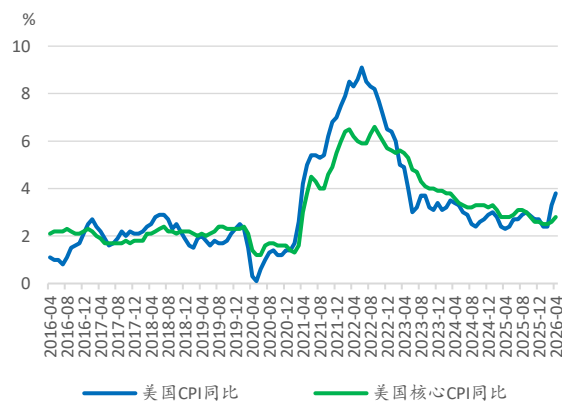
沃什的挑战：能源传导加深与通胀超预期

美国劳工部 5 月 12、13 日接连发布的数据显示，4 月 CPI 与 PPI 升温超预期，且有迹象表明正向更广泛的领域传导。由于霍尔木兹海峡封锁或成为常态，预计高油价将持续。尽管沃什即将接任美联储主席，但其降息空间将大幅受限。

1. 美国通胀超预期升温

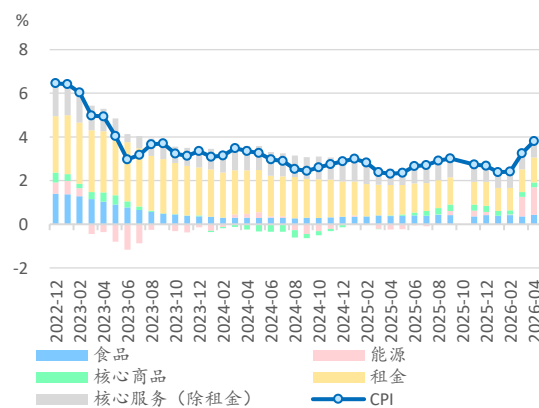
美国 4 月核心与非核心 CPI 均超预期升温。美国劳工部 5 月 12 日发布的数据显示，4 月美国 CPI 同比上涨 3.8%，预期 3.7%，前值 3.3%；季调环比上涨 0.6%，预期 0.5%。核心 CPI 同比上涨 2.8%，预期 2.7%，前值 2.6%；季调环比上涨 0.4%，预期 0.3%。

图 1：美国 CPI 与核心 CPI 同比



资料来源：美国劳工部，Wind

图 2：美国月度 CPI 同比分解



资料来源：美国劳工部，Wind

图 3：美国 CPI 主要分项同比与环比

	3月季调环比	4月季调环比	3月同比	4月同比
CPI: 所有项目	0.9	0.6	3.3	3.8
食品	0.0	0.5	2.7	3.2
能源	10.9	3.8	12.5	17.9
能源商品	21.3	5.6	19.4	29.2
能源服务	0.4	1.6	5.0	5.4
核心CPI(除食品能源)	0.2	0.4	2.6	2.8
超级核心(除食品能源房租)	0.1	0.2	2.3	2.3
核心商品	0.1	0.0	1.2	1.1
耐用品	0.1	-0.1	0.1	-0.1
非耐用品(除食品)	5.5	2.7	7.4	10.4
核心服务(除能源)	0.2	0.5	3.0	3.3
房屋租金	0.3	0.6	3.0	3.3
服务(除租金)	0.3	0.4	3.4	3.5

资料来源：美国劳工部，Wind

图 4：亚特兰大联储的粘性与弹性通胀指标



资料来源：亚特兰大联储，Wind

弹性通胀大涨，黏性通胀也依旧顽固。亚特兰大联储发布的数据显示，4月美国整体CPI中，弹性通胀同比由3月的4.0%大涨至4月的5.6%，黏性通胀则由3.0%小幅升高至3.1%。核心通胀中，弹性部分同比也由3月的0.8%升高至4月1.2%，黏性部分则由2.9%升高到3.0%。

能源冲击正在由CPI的弹性部分扩散到黏性部分。美伊以战争导致的中东能源危机已持续2个月，在第一个月（3月）中，美国的整体CPI与核心CPI的弹性部分分别升高了3.0和0.6个百分点，在第二个月（4月）则分别升高1.6和0.4个百分点。4月弹性的冲击小于3月，但黏性部分相反。3月整体CPI与核心CPI的黏性部分均与上月持平，而4月则均比上月升高0.1个百分点。这反映的核心问题是，弹性价格变化向黏性价格变化的传导已然开始。

1.1 能源价格环比收窄但开始由燃料传导至电力

4月能源价格进一步上涨但环比收窄。4月能源价格环比上涨3.8%，同比由3月的12.5%进一步升高至17.9%。其中能源商品环比上涨3.8%，同比升至17.9%。从国际油价走势来看，4月美伊阶段性停火，尽管谈判进展迟缓，但国际油价在100美元上方逐步稳定，全月平均水平相比3月涨幅收窄。尽管美国原油供给自给率较高，但国内价格依旧高度市场化，对国际原油价格变动极为敏感。4月美国发动机燃料（占整体能源商品权重达95%）环比涨幅也因此收窄至5.7%，令整体能源商品环比收窄。

图5：美国CPI能源分项同比与环比

	3月季调 环比	4月季调 环比	3月同比	4月同比
CPI能源	10.9	3.8	12.5	17.9
能源类商品	21.3	5.6	19.4	29.2
燃油	30.7	5.8	44.2	54.3
发动机燃料	21.5	5.7	19.2	29.1
汽油	21.2	5.4	18.9	28.4
能源类服务	0.4	1.6	5.0	5.4
电力	0.8	2.1	4.6	6.1
管道燃气	-0.9	-0.1	6.4	3.0

资料来源：美国劳工部，Wind

能源服务受到上游传导，电力价格环比上升。由于原油价格的上涨逐步传导至电力成本，能源类服务4月环比上涨1.6%，显著高于3月的0.4%，同比涨幅则由5.0%升高至5.4%。占能源服务比重达76%的电力服务环比上涨2.1%，同比升至6.1%。涨价压力由燃油向电力传导，也意味着更广泛的工业（特别是AI算力的用电成本）价格将开始上涨。

1.2 食品价格开始受到上游能源的传导压力

4月美国食品价格全面上涨。食品价格则由前期环比下跌转为上涨0.5%，同比涨幅升至3.2%。其中家庭食品环比上涨0.7%，同比涨幅大幅升至3.0%。谷物、肉类、水产类、蛋类、乳制品、水果蔬菜环比涨幅普遍在0.7%-1.8%。相比之下，服务成本占主导的在外餐食涨幅并不高，环比上涨0.2%与3月一致。

能源价格已开始向食品价格进行传导。一是现代食品工业中的烘干、冷冻、高温灭菌和包装流水线均是耗能大户；二是绝大多数食品包装（如塑料袋、塑料盒、覆膜）都源自石油副产品，油价上涨直接推高了包装材料成本；三是拖拉机、收割机、灌溉系统等农机具直接消耗大量柴油和电力；四是运输成本升高，美国80%以上的农产品依赖卡车运输，这种运费上涨几乎是即时传导至批发环节，并最终体现在4月的零售货架上。预计未来能源价格还将通过化肥渠道传导至食品价格。化肥（特别是氮肥）的生产高度依赖天然气，虽然4月美国天然气价格相对平稳（环比仅微降0.1%），但全球能源市场的波动会通过化肥产业链影响种植成本，预计或在未来数月体现。

图6：美国CPI食品分项同比与环比

	3月季调 环比	4月季调 环比	3月同比	4月同比
CPI食品	0.0	0.5	2.7	3.2
家用食品	-0.2	0.7	2.0	3.0
谷物及烘焙制品	-0.6	0.1	2.1	2.6
谷物	-1.3	0.7	0.6	2.5
烘焙制品	-0.2	-0.3	2.7	2.7
肉鱼奶蛋类	-0.6	1.3	-0.3	1.8
肉类	-0.6	1.8	5.6	6.8
水产类	-0.5	1.5	6.0	6.2
蛋类	-3.4	1.5	-44.7	-39.2
乳制品	-0.6	0.8	-1.6	-0.6
水果蔬菜	1.0	1.8	3.9	6.1
非酒精饮料	-0.3	1.1	4.7	5.1
在外餐食	0.2	0.2	3.8	3.6

资料来源：美国劳工部，Wind

1.3 核心商品受需求下降和成本升高双重影响

核心CPI中的核心商品表现疲软（环比持平），主因能源食品价格上涨后形成需求的“挤出效应”，不过一些商品的成本上升也抵消了部分效应。从分项看，耐用品环比及同比均下跌0.1%，主因权重占比最高的新车二手车（合计占比达核心商品的34%）表现疲软，其中新车环比下降0.2%，二手车环比持平，表明高油价已影响汽车消费。

关税效应减弱与需求不足影响显著。占核心商品比重约 18%的家用器具环比下跌 0.5%，五大类别（建材、家具、工具、电器、日用品）全部环比下跌。休闲类商品（占核心商品 10%权重）环比上涨 0.1%，较 3 月 0.5%的涨幅收窄，除影音设备外主要分项环比增速皆回落；医疗护理类商品（占核心商品 7%权重）环比下跌 0.4%。这些核心商品的疲软，反映了特朗普对等关税撤销下的价格成本下降，以及能源价格冲击下的需求“挤出效应”。

部分核心商品环比上涨，成本升高或是部分原因。服装环比上涨 0.6%，一方面或源于新装上市的季节效应，另一方面化纤类成本上升，或已开始向下游传导。信息类产品环比上涨，主因 AI 投资需求推动上游零部件涨价影响。烟酒类价格环比保持上涨，其与食品类上涨成因类似，均受到上游能源与原材料的涨价影响，此外也与年度调价和消费税调整有关。

图 7：美国 CPI 核心商品分项同比与环比

	3月季调 环比	4月季调 环比	3月同比	4月同比
核心商品	0.1	0.0	1.2	1.1
家用器具	-0.2	-0.5	3.6	2.8
室内建材及织物	-0.7	-1.7	5.2	3.7
家具及床上用品	-0.4	-0.3	3.1	1.3
家用电器	-1.6	-0.4	1.1	0.2
家用及户外工具装备	0.8	-0.8	6.0	5.0
家庭日常用品	-0.1	-0.1	2.4	2.2
服装	1.0	0.6	3.4	4.2
交通工具	-0.1	-0.1	-0.8	-0.7
新车	0.1	-0.2	0.5	0.2
二手车	-0.4	0.0	-3.2	-2.7
医疗护理商品	-1.0	-0.4	0.3	-0.5
药物	-1.0	-0.3	-0.2	-0.9
休闲娱乐商品	0.5	0.1	3.3	3.0
影音设备与制品	-0.8	0.3	3.8	3.0
宠物类商品	0.9	-0.2	3.1	2.6
体育用品	0.1	0.1	4.5	3.9
玩具	2.3	0.8	2.3	3.2
教育及信息类产品	0.3	0.5	-6.4	-6.0
酒类	0.3	0.3	1.7	1.9
烟草	0.1	0.5	7.4	7.6

资料来源：美国劳工部，Wind

1.4 核心服务分化，整体仍有黏性

核心服务价格受住宿及运输影响升温。4 月美国 CPI 核心服务环比大涨 0.5%超预期，其中住宿服务环比上涨 0.6%，除居住外核心服务环比上涨 0.4%，均较 3 月扩大。住宿方面，酒店旅馆环比上涨 2.8%，主因旅行旺季到来，以及和酒店能源成本上升推动。业主等价租金和主要住所租金均环比上涨 0.5%，两者合计占服务权重达 56%，占整体 CPI 权重达 33%，是核心 CPI 保持黏性的关键

因素。从原因看，存在一部分技术性修订原因：半年前恰逢 2025 年 10 月政府停摆，导致美国劳工部每半年的住房价格回访数据缺失。不过也或存在因通胀预期和住房成本上升因素（如房屋修缮维护、房屋保险等）导致的房租上涨。

能源相关类服务价格同样保持上涨。在交通运输方面，机票和公共交通价格分别环比上涨 2.8%和 1.6%，为连续第二个月涨幅超过 1%，与油价升高周期吻合。其他服务或受到能源、食品等价格上涨的“挤出效应”而表现弱势。医疗与娱乐服务分别环比持平和上涨 0.1%。

图 8：美国 CPI 核心服务分项同比与环比

	3月季调 环比	4月季调 环比	3月同比	4月同比
核心服务	0.2	0.5	3.0	3.3
住房	0.3	0.6	3.0	3.3
主要住所租金	0.2	0.5	2.6	2.8
业主等价租金	0.3	0.5	3.1	3.3
酒店及其他外宿	0.2	2.8	2.1	4.3
除住房外核心服务	0.1	0.4	3.1	3.2
交通运输服务	0.6	0.3	4.1	4.2
车辆维修保养	1.3	-0.2	6.1	5.1
车辆保险	0.0	0.1	0.8	0.2
公共交通	1.5	1.6	10.2	13.7
机票	2.7	2.8	14.9	20.7
医疗护理服务	0.0	0.0	3.7	3.2
娱乐服务	-0.4	0.1	1.6	1.9
教育与通信	0.2	-0.1	1.0	1.1
教育服务	0.3	0.2	2.8	2.9
电话与网络	-0.7	-1.4	2.3	2.3
邮递快递服务	0.9	3.5	6.3	9.5
个人杂项服务	-1.2	2.6	2.4	0.0
金融服务	1.8	8.5	-9.2	-2.7

资料来源：美国劳工部，Wind

1.5 PPI 大超预期，能源正向运输和服务传导

美国 4 月 PPI 大超预期，能源成本为核心推手。在 CPI 发布一天后，美国劳工部 5 月 13 日发布的数据显示，4 月美国生产者价格指数 (PPI) 同比飙升 6.0%，为 2022 年 12 月以来新高，远高于市场预期的 4.9%；环比上涨 1.4%，创 2022 年 3 月以来最大单月涨幅，预期仅为 0.5%。

能源价格上涨引发物流及仓储成本升高，通胀压力正加速从批发端向消费端传导。汽油指数环比上涨 15.6%，贡献了最终需求商品涨幅的 40%以上。通胀不仅导致下游原材料成本上升，更从物流角度影响下游成本。4 月数据显示，运输和仓储服务成本同比上涨 12.2%，相当于高油价对所有实物商品加收了一层“运费税”。

剔除食品和能源的核心 PPI 同比上涨 5.2%，环比上涨 1.0%，是预期值的两倍多，创下近三年来的强劲表现，表明通胀压力具有广泛性。服务 PPI 环比上涨 1.2%，创下四年来的最大增幅，显示出通胀压力已不再局限于实物商品，而是在服务领域全面开花。历史上，PPI 向 CPI 的传导通常有 2-3 个月的滞后，但当前企业的定价行为明显更加“前瞻”。由于市场对通胀长期化和关税政策的预期高度一致，生产者不再选择内部消化成本，而是立即通过调整合同价格完成向下游的压力转移。

图 9：美国 PPI：季调同比与环比

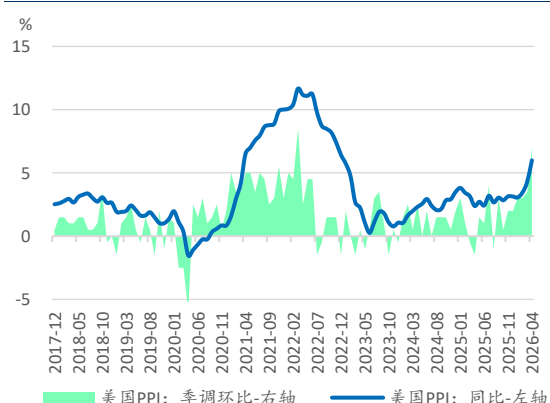
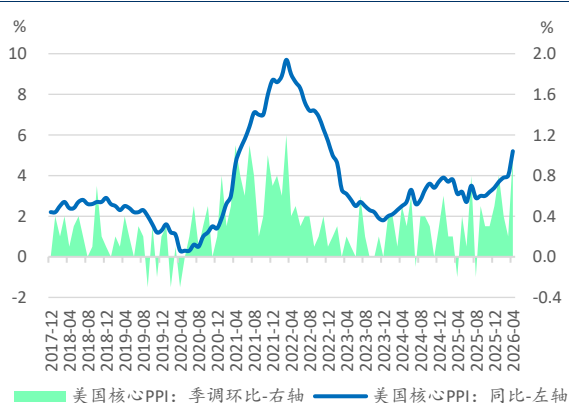


图 10：美国核心 PPI：季调同比与环比



资料来源：美国劳工部，Wind 资料来源：美国劳工部，Wind

2. 未来美国通胀面临怎样的形势？

2.1 霍尔木兹海峡封锁将长期化

霍尔木兹海峡的局势目前正处于“双重封锁”的胶着期，且呈现出显著的长期化趋势。自 4 月 13 日美国对伊朗实施海军封锁（拦截所有出入伊朗港口的船舶）以来，伊朗作为反制，对海峡实施了严格的准入管制。5 月 4 日，特朗普政府曾启动“自由行动”计划，尝试派遣美军护航滞留在波斯湾的商船出海。然而在 5 月 6 日，特朗普宣布暂停该行动，令海峡封锁再度陷入僵局。目前海峡流量仅为危机前的不足 10%。

进入 5 月以来，虽然外交斡旋频繁，但美伊双方在核心筹码上的立场分歧依旧显著。5 月 12 日，通过巴基斯坦调节方的传话，伊朗正式提出了开启新一轮谈判的五项“最低保障”条件，包括：**1. 全面停火**，结束所有战线（包括黎巴嫩）的军事行动。**2. 解除封锁**，美国必须先撤销 4 月 13 日启动的海军封锁。**3. 资产解冻**，释放所有被冻结的海外资产并进行战争赔偿。**4. 主权承认**，要求国际

社会承认伊朗对霍尔木兹海峡的“主权管理权”。5. 不干涉内政，停止对伊朗国内局势的干预。特朗普在5月13日对伊朗的提案给出了“完全不可接受”的评价，认为伊朗是在利用海峡作为勒索全球能源安全的工具。

美伊在海峡发生多次短暂交火，美国表示不会无限期忍耐。5月4日以来，美伊多次发生交火，伊朗对美军三艘驱逐舰实施打击；美国则拦截并瘫痪多艘伊朗船只；霍尔木兹海峡沿岸的多处伊朗目标已遭到空袭。尽管特朗普称美伊停火仍有效，但美国政府内部人士透露，由于美伊谈判迟迟没有进展，美方如今比过去几周“更认真地考虑”恢复对伊朗的军事行动。

特朗普于5月13日傍晚（北京时间）抵达北京，开启为期两天的国事访问，意味着美伊直接谈判进入了一个短暂的“静默期”或“战术性延后”。预计中美领导人将就中东问题交换意见，据美国媒体消息，美国或有意请中国对伊朗展开斡旋，比如说服伊朗在霍尔木兹海峡的主权认定上做出实质性让步，以此换取与中国在关税和科技领域放松限制乃至合作。不过整体而言，预计特朗普访华的重点议程仍是两国在经贸及科技领域的竞争与合作，对推动霍尔木兹海峡局势的加速改善不宜有过高期待。

2.2 全球原油库存告急，国际油价仍有上升风险

OPEC 在 5 月报告中表现出了对中东局势冲击需求的担忧。报告显示，4 月 OPEC+ 产量大幅下降 174 万桶/日，同时将 2026 年全球石油需求增长预期下调至 117 万桶/日（较上月预测减少 21 万桶/日）。不过 OPEC 认为当前的低迷是“周期性的”，而非“趋势性的”。报告预测 2027 年需求将反弹至 154 万桶/日，强调中东冲突导致的是供应链的暂时中断，而非全球经济的结构性衰退。

国际能源署（IEA）表示石油库存以创纪录的速度下降。IEA 在 5 月 13 日的报告中发出红色预警，称 OECD 商业库存在 6 月初将触及“运行压力水平”，即库存低到难以维持炼厂正常连续运转的物理底线。IEA 预计 2026 年第二季度全球库存平均每日减少 850 万桶。作为对比，今年 3 月和 4 月的平均速度约为 400 万桶/日，这意味着进入 5 月后，消耗速度翻了一倍以上。若霍尔木兹海峡的通航率在 6 月底前无法恢复到 50% 以上，OECD 国家的商业库存将进一步消耗，油价存在进一步上升风险。

2.3 高能源成本将继续向下游传导

哪些能源传导效应已经体现在美国当前的物价数据中？一是**物流成本冲击**。能源价格上涨后，最先反应的是“运输与仓储服务”。4月PPI中对应项目大幅上涨，表明高运输价格直接抬高了所有实物商品的成本。二是**对服务业能源的冲击**。在4月CPI中，机票（航空燃油）、酒店（电力与供暖）和公共交通均出现上涨，这些行业的调价通常是“即时性”的，能源成本占比高、影响快。三是**对工业制造业的原材料渗透**。如化纤、塑料、合成橡胶等石油下游产品是工业制造业广泛使用的原材料。不过由于能源冲击形成的需求回落，目前对美国制造业核心商品的体现仍较初步。四是**对食品价格的传导**，当前主要体现在农业机械能源消耗、食品包装原材料和交通运输成本方面。

未来能源将通过哪些渠道进一步影响下游通胀？

一是**化肥与农药价格上涨对农业食品行业的更深度传导**。天然气是合成氨（化肥核心）的主料，如果海峡封锁导致天然气供应持续受阻，2027年初的全球粮价将面临由于今年春播成本飙升带来的二次冲击。

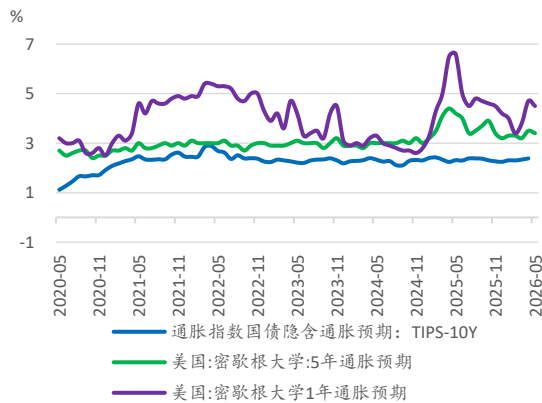
二是**工资—通胀螺旋**。从就业数据看，目前高油价尚未影响工资增长，美国就业市场处在暂时的紧平衡状态，但随着通胀持续时间延长，或成为未来黏性通胀的隐患。

三是**“替代能源”的挤兑效应**。当油价过高，工业用燃料会转向电力或天然气，这会迅速拉高非石油能源的价格，导致各类能源全面涨价；此外，部分生物质能源使用将增加，由此变相提升粮食需求造成价格上涨。

四是**通胀预期自实现**。5月密歇根大学调查显示通胀预期仍在升高，或导致企业在成本上涨前先行提价，消费者在通胀预期下也会提前囤货，引发理性预期下的通胀自实现。

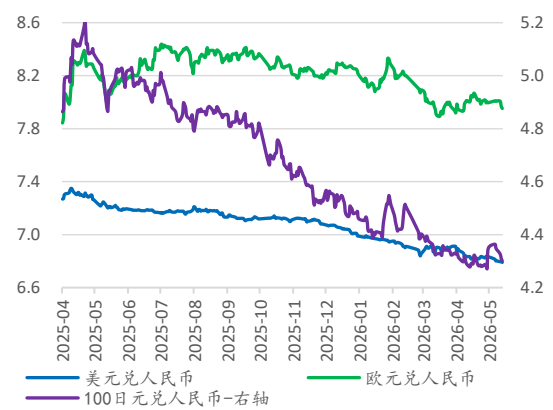
五是**人民币升值**。当前人民币对美元汇率已经进入6.75-6.8的强势区间，与去年同期相比已升值6%以上。在能源冲击下，中国较高的原油储备和完备的工业体系正在发挥全球产业链的稳定作用，强劲的外贸基本面令人民币汇率保持强势。且为稳定中国国内通胀，人民银行也给予了汇率更大弹性。与加征关税相比，人民币升值的成本冲击更为直接，且大部分将由美国消费者承担。

图 11: 美国各期限通胀预期



资料来源：密歇根大学，Wind

图 12: 美元、欧元、日元对人民币汇率



资料来源：Wind

预计未来半年美国通胀压力仍将保持高位。假设中东冲突不进一步大规模升级，但霍尔木兹海峡封锁保持常态（至少再持续一个季度或更久），国际油价维持 100-130 美元区间。我们预计高油价将沿着以上途径继续向各下游领域渗透，并缓慢抬升美国的核心通胀。不过从有利因素看，占 CPI 比重约 33% 的房租或结束 4 月的环比大涨（与地产降温不符，部分受统计技术性因素影响）。此外，预计薪资相对温和，工资—通胀螺旋起势需要更久时间。结合各方面预计，2026 年三季度美国 CPI 或由目前的 3.8% 升至 4.0%-4.3%，但四季度或有所回落，核心 CPI 在三季度或升至 3.0%-3.3%，至四季度小幅回落，保持在 3.0% 左右。在悲观情景下（海峡战火重启，全球库存大幅消耗，油价升至 150 美元），美国核心通胀水平将在基准水平上再升高 0.2 至 0.4 个百分点。

3. 沃什即将接任美联储主席，新主张面临新挑战

美国参议院正式批准凯文·沃什出任美联储主席。5 月 13 日，美国国会参议院以 54 票赞成、45 票反对的投票结果，正式批准凯文·沃什出任美联储主席。参议院此前已批准沃什担任美联储理事，为期 14 年。随着本次主席任命获得通过，沃什将在完成白宫相关签署程序后正式履职，接替任期将于 5 月 15 日结束的现任主席鲍威尔。

在 4 月 21 日的听证会上，沃什曾就控制通胀及美联储货币政策发表观点。他表示，“**通胀是一种选择（Inflation is a choice）**”，过去几年的高通胀是政策失误的结果，而非不可抗力的环境产物。而**通胀一旦扎根，治理成本将显著上升**。维持价格稳定是美联储抵御外部批评、维护公信力的最强盾牌，控制通胀是维护独立性的前提。对未来的货币政策，沃什更倾向于“**降息+缩表**”组合。他批评目前的资产负债表过于“**臃肿**”，认为这是过去十年应对危机时期的过

度扩张产物。他认为每缩减 1 万亿美元的债券持仓，约等同于为政策利率腾出了 50 个基点的下行空间。

图 13：美国 CPI 能源分项同比与环比

MEETING DATE	CME FEDWATCH TOOL - CONDITIONAL MEETING PROBABILITIES						
	300-325	325-350	350-375	375-400	400-425	425-450	450-475
2026/6/17	0.0%	1.5%	98.5%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
2026/7/29	0.0%	1.5%	98.5%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
2026/9/16	0.0%	1.4%	88.9%	9.8%	0.0%	0.0%	0.0%
2026/10/28	0.0%	1.2%	79.2%	18.5%	1.1%	0.0%	0.0%
2026/12/9	0.0%	1.0%	66.2%	28.6%	4.0%	0.2%	0.0%
2027/1/27	0.0%	0.9%	59.4%	32.5%	6.5%	0.6%	0.0%
2027/3/17	0.0%	0.7%	49.2%	37.2%	11.1%	1.6%	0.1%
2027/4/28	0.0%	0.7%	45.1%	38.2%	13.3%	2.4%	0.2%
2027/6/9	0.0%	1.0%	45.0%	38.1%	13.2%	2.4%	0.2%
2027/7/28	0.0%	2.4%	44.8%	37.3%	12.9%	2.3%	0.2%
2027/9/15	0.4%	9.3%	43.6%	33.3%	11.2%	2.0%	0.2%
2027/10/27	0.3%	6.4%	32.6%	36.6%	18.3%	4.9%	0.8%
2027/12/8	0.5%	7.1%	32.7%	36.1%	17.9%	4.8%	0.8%

资料来源：CME, Wind

高能源成本和通胀预期下，沃什的“降息+缩表”路径或受到重大影响。CME “美联储观察”工具显示，市场对于 2026 年底降息的可能性预期已下降至不足 5%，而对于保持当前 3.5%-3.75% 利率水平的概率接近 70%，另有约 30% 的概率认为存在加息可能。从传统框架看，市场正在由“不缩表+降息”转向“不缩表+加息”以对抗通胀。沃什的政策主张或由“缩表+降息”修正为“缩表+不加息”，一方面继续推行回归“小央行”和“紧缺准备金框架”方向的改革，并依赖缩表对抗通胀，另一方面，避免加息引爆白宫的政治怒火和市场的恐慌情绪。不过从具体操作来看，该政策组合仍将面临市场流动性考验和美联储内部的不同意见挑战。

免责声明

此报告只提供给阁下作参考用途，并非作为或被视为出售或购买或认购证券的邀请或向任何特定人士作出邀请。此报告内所提到的证券可能在某些司法管辖区不能出售或分发。

此报告由民生商银国际控股有限公司（“民银国际”）的附属公司民银证券有限公司（“民银证券”）编写和发布。民银证券持有香港证券及期货监察委员会第1, 4类牌照。此报告所载资料的来源皆被民银证券认为可靠。此报告所载的见解、分析、预测、推断和期望都是以这些可靠数据为基础，只是代表观点的表达。民银国际和任何附属公司（包括民银证券，统称“民银集团”）或任何个人不能担保其准确性或完整性。

此报告所载的资料、意见及推测反映民银证券于最初发表此报告日期当日的判断，可随时更改而毋须另行通知。

此报告内所提到的任何投资都可能涉及相当大的风险，包括但不限于市场波动、流动性限制及汇率波动等。若干投资可能不易变卖，而且也可能不适合所有的投资者。

此报告中所提到的投资价值或从中获得的收入可能会受汇率影响而波动。过去的表现不能代表未来的业绩。此报告没有把任何投资者的投资目标，财务状况或特殊需求考虑进去。

民银证券及其高级职员、董事、员工，可能不时地，在相关的法律、规则或规定的许可下（1）持有或买卖此报告中所提到的公司的证券，（2）进行与此报告内容相异的仓盘买卖，（3）与此报告所提到的任何公司存在顾问、投资银行或其他金融服务业务关系，（4）又或可能已经向此报告所提到的公司提供了大量的建议或投资服务。（5）民银集团的投资银行或资产管理团队可能作出与此报告相反投资决定或持有与此报告不同或相反意见。（6）此报告的意见亦可能与销售人员、交易员或其他民银集团成员专业人员的意见不同或相反。（7）民银集团的一位或多位董事，高级职员和/或员工可能是此报告提到的证券发行人的董事或高级人员，及（8）可能涉及此报告所提到的公司的证券进行自营或庄家活动。投资者应注意其可能存在影响本报告客观性的潜在利益冲突，并独立判断相关信息。

投资者不应仅依靠此报告，而应按照自己的判断作出投资决定。投资者依据此

报告的建议而作出任何投资行动前，应咨询独立的专业意见。民银集团不会对因使用此报告内之材料而引致任何人士的直接或间接或相关之损失负上任何责任。

此报告对于收件人来说是完全机密的文件。此报告的全部或任何部分均严禁以任何方式再分发予任何人士，尤其（但不限于）此报告及其任何副本均不可被带往或传送至日本、加拿大或美国，或直接或间接分发至美国或任何美国人士（根据 1933 年美国证券法 S 规则的解释），民银证券也没有任何意图派发此报告给那些居住在法律或政策不允许派发或发布此报告的地方的人。

报告受到版权和资料全面保护。除非获得民银证券的授权，任何人不得以任何目的的复制、派发或出版此报告。民银证券保留一切权利。