

2026年06月11日

美国通胀短期高点或已出现

——美国5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5月最新通胀数据CPI同比上升4.2%，核心CPI同比上升2.9%，均符合市场预期。

● 总体通胀与核心通胀均再度回升，但环比增速放缓

1. 总体通胀与核心通胀均继续反弹，但总体符合预期。5月美国CPI同比上升4.2%，环比上升0.5%，同比较4月上升0.4个百分点，环比增速较4月份下降0.1个百分点；5月核心CPI同比上升2.9%，较4月上升0.1个百分点，环比增速较4月下降0.2个百分点至0.2%。从反弹的驱动因素来看，一方面是5月份原油价格维持高位导致的能源通胀；另一方面是2025年5月基数相对较低。核心CPI的环比增速不及预期，显示当前美国通胀的内生动能似乎有边际衰减。往后看，由于低基数效应将消失，且国际油价相对平稳，美国通胀反弹或将告一段落，短期高点已过，后续需要关注的是下行的斜率。

2. 能源通胀继续抬升，核心服务对通胀贡献度继续上升。具体而言，5月能源项同比上升23.5%，较4月提升5.6个百分点；5月份食品项同比上升3.1%，较4月下降0.1个百分点。核心CPI方面，5月核心CPI同比上升2.9%，增速较4月上升0.1个百分点；环比上升0.2%，增速较4月下降0.2个百分点，不及市场预期。其中核心商品同比增速较4月下降0.07个百分点至1.06%左右，基本稳定；核心服务同比上升约3.42%，较4月份提升0.15个百分点。其中住房项同比上升3.4%，增速较4月回升0.1个百分点。总的看，5月核心CPI同比增速较4月继续反弹，除相对较低基数因素外，医疗保健、教育通讯及休闲服务发挥了重要作用，可能与夏季将临以及世界杯的举办有一定关系。

3. 通胀反弹或告一段落，需关注核心通胀是否能够顺利回落。总的看，5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上升不及市场预期，意味着通胀超预期上行的风险下降。从联储关注的超级核心服务通胀看，5月份同比增速较4月份上升0.29个百分点至3.67%，环比增速较4月下降0.18个百分点至0.27%，显示美国通胀的内生动能边际衰减。往后看，由于低基数将会消失，且油价较难继续大幅上涨，总体通胀反弹短期或已结束。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，叠加暑期出行高峰及世界杯赛事的到来，其是否能够顺畅实现下降仍需观察。

● 美国通胀短期或已达峰，美联储2026年加息难度较高

第一，由于AI投资导致的计算机软硬件价格上涨，美联储关注的PCE与核心PCE指标可能存在高估。在地缘政治局势不进一步恶化的情况下，美联储短期内加息与降息的门槛都很高。根据美联储最新的研究，在AI算力需求快速增加导致全球闪存芯片价格快速上涨的情况下，由于测量误差，美联储最关注的指标PCE与核心PCE同比增速可能存在一定的高估。美国通胀的实际压力比PCE及核心PCE所表现的要更小。考虑到目前美国与伊朗仍在维持停火与推进谈判，原油价格上涨的空间有限。因此美联储内部或难以形成统一的加息/降息意见，维持当前利率水平不变的可能性比较高。

第二，美国居民的长期通胀预期相对稳定，在经济出现较为明显的全面复苏信号前，美联储或不会因为通胀加息。从5月数据来看，密歇根大学通胀预期总体保持稳定。结合5月非农数据来看，美联储存在一定加息的可能，但这或需要经济出现较为明显的全面复苏信号，2026年出现这种情况的可能性并不高。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，可能的加息或在2027年才会出现。需要关注6月发言，可能会引发市场出现一定的波动。

● **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

《美联储可能在2027年开启加息——美国5月非农就业数据点评》-2026.6.7

《关注财政政策的结构性转变——宏观经济点评》-2026.5.21

《风起新周期——大变局，新支柱，再定价——2026宏观中期展望》-2026.5.19

目录

1、总体通胀与核心通胀均再度回升，但环比增速放缓.....	3
1.1、总体通胀与核心通胀均继续反弹，但总体符合预期.....	3
1.2、能源通胀继续抬升，核心服务对通胀贡献度继续上升.....	4
1.3、通胀反弹或告一段落，需关注核心通胀是否能够顺利回落.....	5
2、美国通胀短期或已达峰，美联储 2026 年加息难度较高.....	7
3、风险提示.....	9

图表目录

图 1：5 月 CPI 同比增速继续反弹.....	4
图 2：5 月核心 CPI 环比增速较 4 月下降.....	4
图 3：5 月能源通胀同比继续上升.....	4
图 4：食品通胀边际下降.....	4
图 5：5 月核心商品 CPI 同比增速边际下降.....	5
图 6：5 月核心服务 CPI 同比增速连续上行.....	5
图 7：5 月美国核心服务环比增速下降较多.....	5
图 8：美国汽油零售价格近期出现回落.....	6
图 9：粮食期货价格 6 月前 2 周震荡下行.....	6
图 10：美国二手车价格环比增速由负转正.....	6
图 11：美国房租通胀下降趋势仍在.....	6
图 12：5 月美国非房核心服务环比增速有所下降.....	7
图 13：调整后的核心 PCE 同比增速有较多下降.....	8
图 14：美国居民长期通胀预期相对稳定.....	8
表 1：美国 5 月 CPI 部分重要分项同比、环比及贡献分解 (%).....	3

事件：美国公布 5 月最新通胀数据。其中 CPI 同比上升 4.2%，核心 CPI 同比上升 2.9%，均符合市场预期。

1、总体通胀与核心通胀再度上升，但环比增速放缓

1.1、总体通胀与核心通胀继续反弹，但总体符合预期

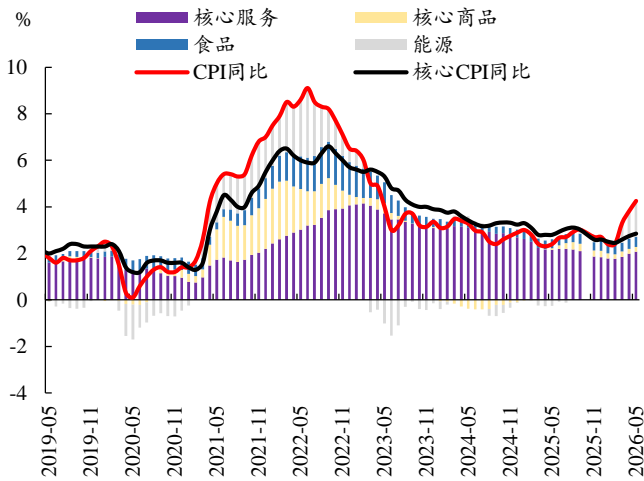
5 月美国 CPI 同比上升 4.2%，环比上升 0.5%，同比较 4 月上升 0.4 个百分点，环比增速较 4 月份下降 0.1 个百分点，均符合市场预期。5 月核心 CPI 同比上升 2.9%，较 4 月上升 0.1 个百分点，环比增速较 4 月下降 0.2 个百分点至 0.2%。总的看，美国通胀如期继续反弹，但环比增速均出现了放缓，且核心通胀环比增速不及市场预期。从反弹的驱动因素来看，一方面是 5 月份原油价格维持高位导致的能源通胀；另一方面是 2025 年 5 月基数相对较低，低基数效应下同比增速上行。而核心 CPI 的环比增速不及预期，显示当前美国通胀的内生动能似乎有边际衰减。往后看，由于低基数效应将消失，且国际油价相对平稳，美国通胀反弹或将告一段落，短期高点已过，后续需要关注的是下行的斜率。

表1：美国 5 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	
		2026-05	2026-05	2026-04	2026-03	2026-05	2026-05	2026-04	2026-03
100	全部	4.2	4.2	3.8	3.3	0.5	0.5	0.6	0.9
13.512	食品	0.42	3.1	3.2	2.7	0.02	0.2	0.5	0
8.235	居家食品	0.22	2.7	2.9	1.9	0.01	0.1	0.7	-0.2
5.277	外带食品	0.20	3.5	3.6	3.8	0.02	0.3	0.2	0.2
7.474	能源	1.50	23.5	17.9	12.5	0.29	3.9	3.8	10.9
4.238	能源商品	1.30	40.6	29.2	19.4	0.28	6.7	5.6	21.3
3.237	能源服务	0.17	5.3	5.4	5	0.01	0.4	1.6	0.4
18.856	核心商品	0.21	1.1	1.1	1.2	-0.02	-0.1	0	0.1
3.4	家居	0.08	2.4	2.8	3.6	-0.01	-0.2	-0.5	-0.2
2.513	服装	0.12	4.8	4.2	3.4	0.01	0.3	0.6	1
3.787	新车	0.01	0.2	0.2	0.5	-0.01	-0.3	-0.2	0.1
2.603	二手车	-0.05	-2	-2.7	-3.2	0.00	0.1	0	-0.4
1.445	医疗保健	-0.03	-1.8	-0.5	0.3	-0.01	-0.7	-0.4	-1
0.829	含酒精饮料	0.02	2.1	1.9	1.7	0.00	0.1	0.3	0.3
1.309	其它商品	0.06	4.5	4.6	4.4	0.00	0.1	0.5	0.5
60.158	核心服务	2.08	3.4	3.3	3	0.18	0.3	0.5	0.2
7.732	主要居所租金	0.22	2.9	2.8	2.6	0.03	0.4	0.5	0.2
25.888	业主等价租金	0.87	3.3	3.3	3.1	0.08	0.3	0.5	0.3
6.893	医疗服务	0.24	3.6	3.2	3.7	0.04	0.5	0	0
6.404	交通运输服务	0.26	2.6	1.9	1.6	-0.04	0.5	0.1	-0.4
3.174	休闲服务	0.09	4.1	4.3	4.1	0.02	-0.6	0.3	0.6
4.966	教育与通讯服务	0.10	1.9	1.1	1	0.04	0.9	-0.1	0.2

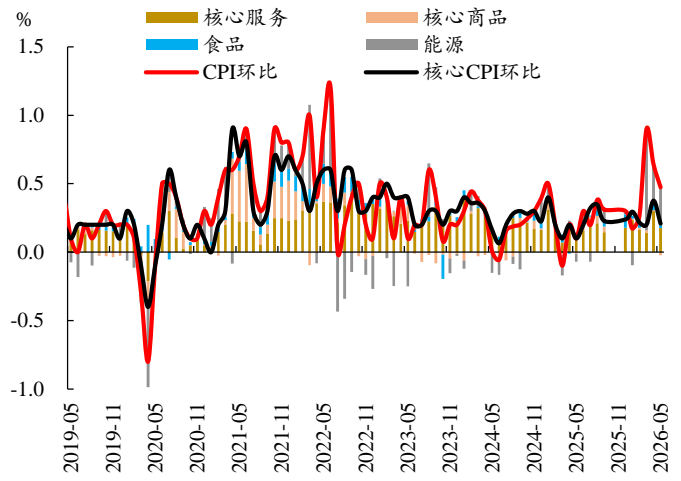
数据来源：Bloomberg、开源证券研究所

图1: 5月CPI同比增速继续反弹



数据来源: Bloomberg、开源证券研究所

图2: 5月核心CPI环比增速较4月下降



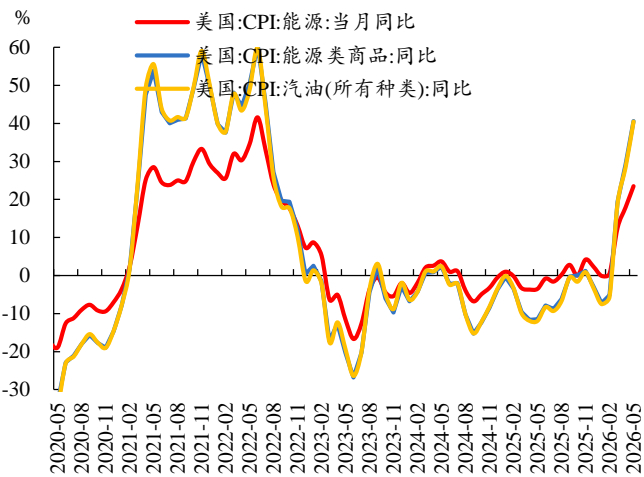
数据来源: Bloomberg、开源证券研究所

1.2、能源通胀继续抬升，核心服务对通胀贡献度继续上升

(1) **能源方面**，5月能源项同比上升23.5%，较4月提升5.6个百分点；其中汽油项同比上升40.5%，较4月份提升12.1个百分点；燃油项同比上升58.9%，较4月份提升4.6个百分点。5月能源通胀继续上升，我们认为一是2025年5月基数仍然处于低位；二是5月前两周汽油价格仍在继续上涨。事实上，6月1日美国汽油价格较5月4日的4.31美元/加仑下降约3.9%至4.14美元/加仑，价格出现下降。

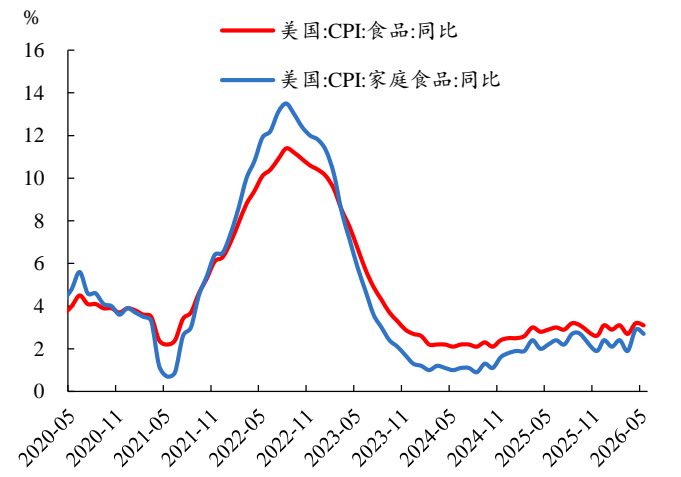
(2) **食品方面**，5月份食品项同比上升3.1%，较4月下降0.1个百分点。其中家庭食品（幅度的下降，与5月份粮食期货价格下降保持一致。

图3: 5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: 食品通胀边际下降

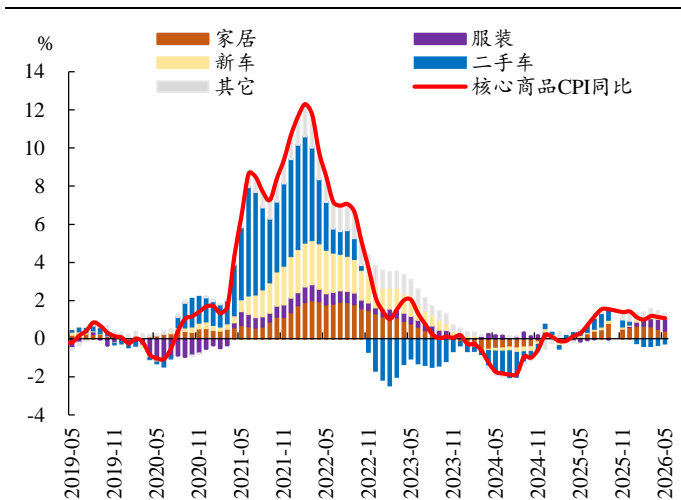


数据来源: Wind、开源证券研究所

(3) **核心CPI方面**，5月核心CPI同比上升2.9%，增速较4月上升0.1个百分点，符合市场预期。核心CPI环比上升0.2%，增速较4月下降0.2个百分点，不及市场预期。**分项来看**，核心商品同比增速较4月下降0.07个百分点至1.06%左右，基本稳定；其中二手车项环比上升0.1%，较4月份提升0.1个百分点，与曼海姆二手车价格指数领先2个月走势略有偏离，对核心商品通胀仍形成拖累；新车方面，环比下降0.3%，增速较4月下降0.1个百分点。核心服务同比上升约3.42%，较4

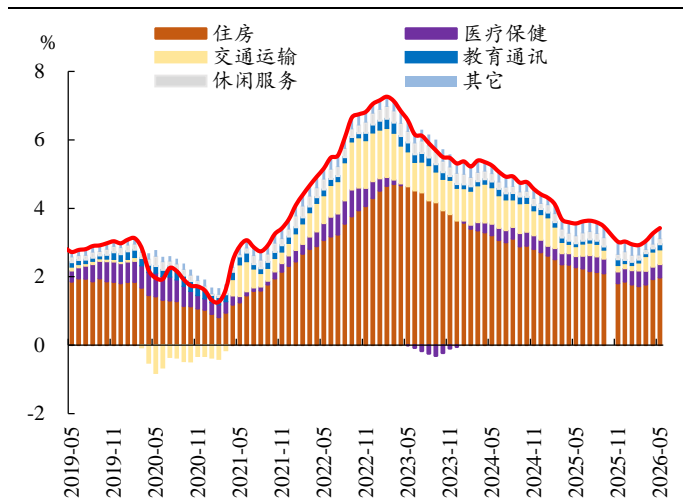
月份提升 0.15 个百分点。其中住房项同比上升 3.4%，增速较 4 月回升 0.1 个百分点。总的看，5 月核心 CPI 同比增速较 4 月继续反弹，除相对较低基数因素外，医疗保健、教育通讯及休闲服务发挥了重要作用，可能与夏季即将到来以及世界杯的举办有一定关系。但核心 CPI 环比增速不及市场预期，显示通胀的韧性似乎略显不足。

图5：5月核心商品CPI同比增速边际下降



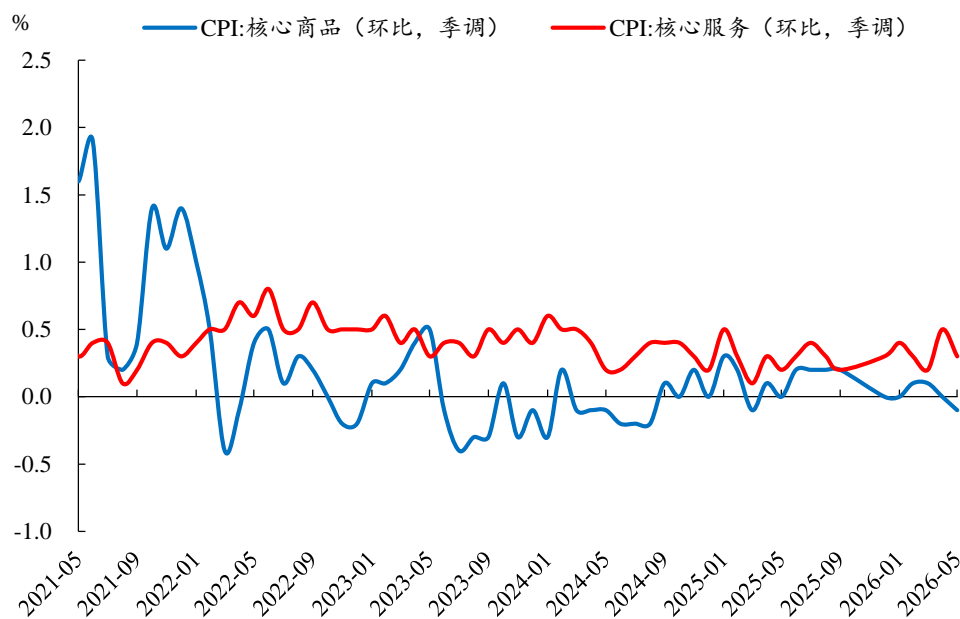
数据来源：Bloomberg、开源证券研究所

图6：5月核心服务CPI同比增速连续上行



数据来源：Bloomberg、开源证券研究所

图7：5月美国核心服务环比增速下降较多



数据来源：Wind、开源证券研究所

1.3、通胀反弹或告一段落，需关注核心通胀是否能够顺利回落

(1) 能源价格或成为通胀的拖累项。能源方面，截至 6 月 8 日，美国汽油价格为 3.99 美元/加仑，较 6 月 1 日汽油价格下降约 3.68%，价格继续回落。原油价格方面，虽然美伊之间偶尔还发生零星冲突，但双方谈判仍在持续进行，且持续释放出正面信号，在这种背景下，原油价格中枢虽然维持在 90 美元/桶左右，但向上的空间相对较小。而一旦关于霍尔木兹海峡通行的谈判取得进展，油价或有不小的下降空间。食品方面，根据美国农业部周度种植报告来看，由于主要农作物播种与生

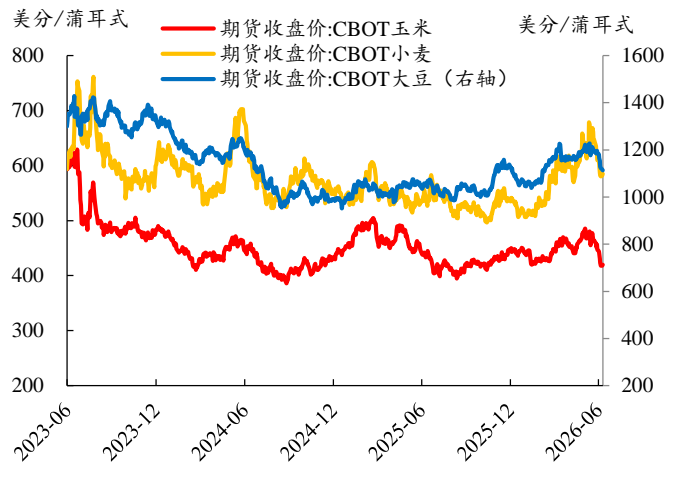
产条件较好，粮食价格预计将会震荡偏弱，大概率将成为美国 CPI 的拖累项。因此往后看，能源和粮食大概率将成为美国通胀的拖累项。

图8：美国汽油零售价格近期出现回落



数据来源：Wind、开源证券研究所

图9：粮食期货价格 6 月前 2 周震荡下行

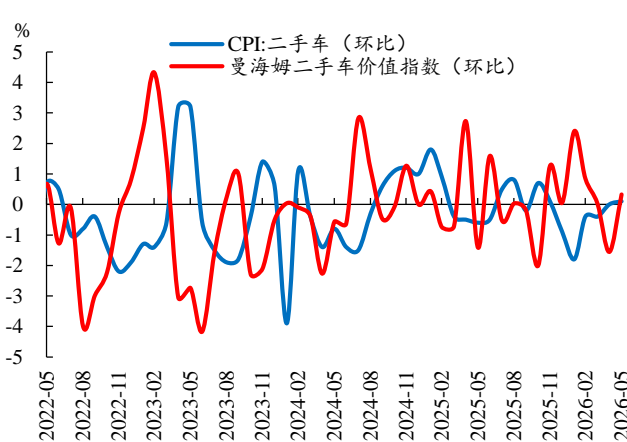


数据来源：Wind、开源证券研究所

(2) 核心商品通胀或继续下行，核心服务可能保持韧性，整体核心通胀或保持平稳。核心商品方面，美国曼海姆二手车价值指数 (Manheim Used Vehicle Value Index) 5 月环比增速由负转正；新车方面，供应链压力指数边际下行，或较难带动汽车价格的上行；核心服务方面，需要注意随着世界杯赛事的持续进行，以及暑期出行高峰的陆续到来，可能有一定的上行压力。占比最高的住房方面，从 Zillow 房租指数同比增速来看，房租通胀在 5 月后可能继续回落。往后看，基数缓慢上行，预计核心商品通胀向下，但核心服务通胀可能边际上行，整体核心通胀或保持平稳。

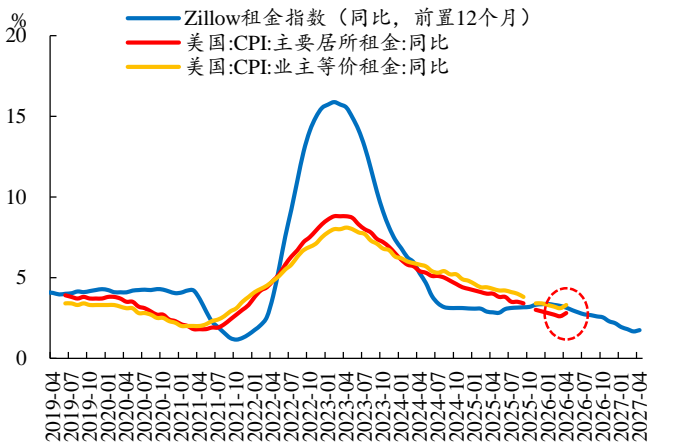
(3) 总的看，5 月 CPI 数据显示美国通胀水平继续反弹，但核心通胀的环比增速上升不及市场预期，意味着通胀超预期上行的风险下降。从美联储关注的**超级核心服务通胀** (去掉住房的核心服务) 来看，5 月份同比增速较 4 月份上升 0.29 个百分点至 3.67%，环比增速较 4 月下降 0.18 个百分点至 0.27%，显示美国通胀的内生动能边际衰减。往后看，由于低基数将会消失，且油价较难继续大幅上涨，总体通胀反弹短期或已结束。不确定的是，若长期维持一个相对较高的油价，核心通胀受到的影响程度有多大，叠加暑期出行高峰及世界杯赛事的到来，其是否能够顺畅实现下降仍需观察。

图10：美国二手车价格环比增速由负转正

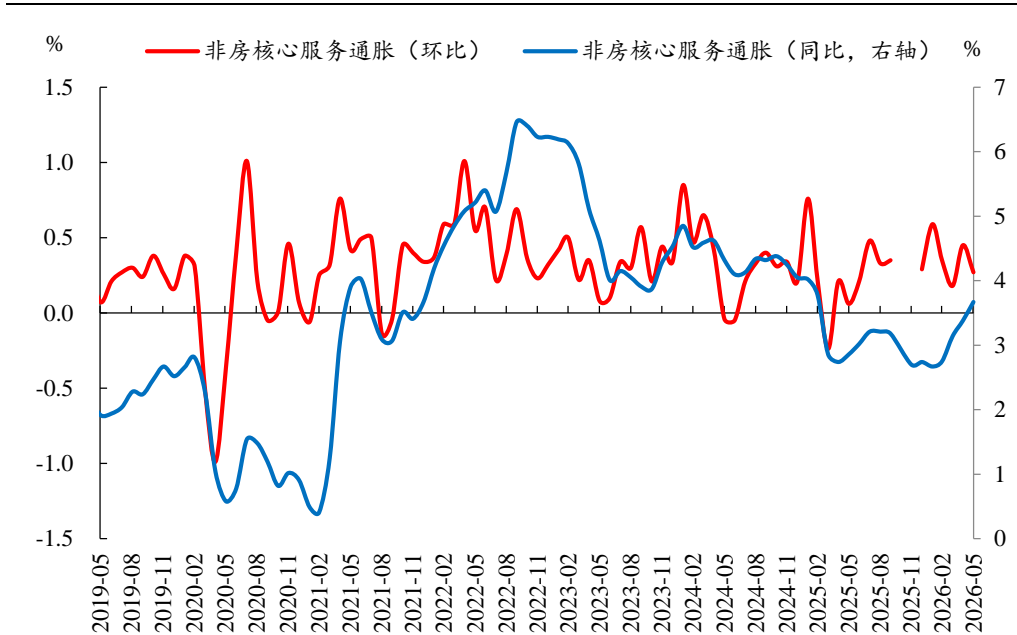


数据来源：Wind、开源证券研究所

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12：5月美国非房核心服务环比增速有所下降


数据来源：Bloomberg、开源证券研究所

2、美国通胀短期或已达峰，美联储 2026 年加息难度较高

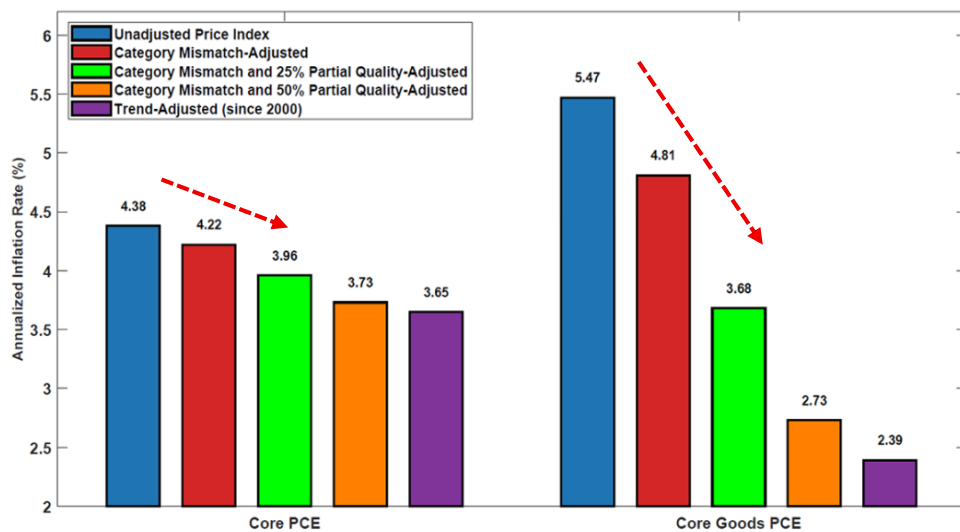
虽然目前霍尔木兹海峡的顺畅通行尚未实现，全球油价大概率维持较高位，成为美国通胀的重要支撑。此外，5月非农就业表现也较好，使得市场对于美联储在2026年加息的预期不断升温，但我们认为，其2026年加息的可能性并不高。具体而言：

第一，由于AI投资导致的计算机软硬件价格上涨，美联储关注的PCE与核心PCE指标可能存在高估。在地缘政治局势不进一步恶化的情况下，美联储短期内加息与降息的门槛都很高。在美联储新主席沃什就职后，市场与美联储内部对采用什么指标来准确捕捉美国通胀产生了一定的分歧。而根据美联储最新的研究¹，在AI算力需求快速增加导致全球闪存芯片价格快速上涨的情况下，由于测量误差(Mismeasurement Error)，美联储最关注的指标PCE与核心PCE同比增速可能存在一定的高估，特别是核心PCE同比增速的快速上升受到了比较大的影响。如果对该指标进行“品类错配”修正，则2026年3月核心PCE同比增速(4个月年化比率，Annualized 4-month inflation rate)将会从4.38%下降至4.22%，如果再考虑“质量调整”，则核心PCE同比增速将会下降至3.96%。从这个角度看，美国通胀的实际压力将会比PCE及核心PCE所表现的要更小。考虑到目前美国与伊朗仍在维持停火与推进谈判²，因此原油价格上涨的空间有限。因此总的来看，美联储内部或难以形成统一的加息/降息意见，维持当前利率水平不变的可能性比较高。

¹ <https://www.federalreserve.gov/econres/notes/feds-notes/measurement-of-computer-software-and-accessories-inflation-20260522.html>

² <https://www.news.cn/world/20260610/e5dccc2b90e341a8b542682182063e4f/c.html>

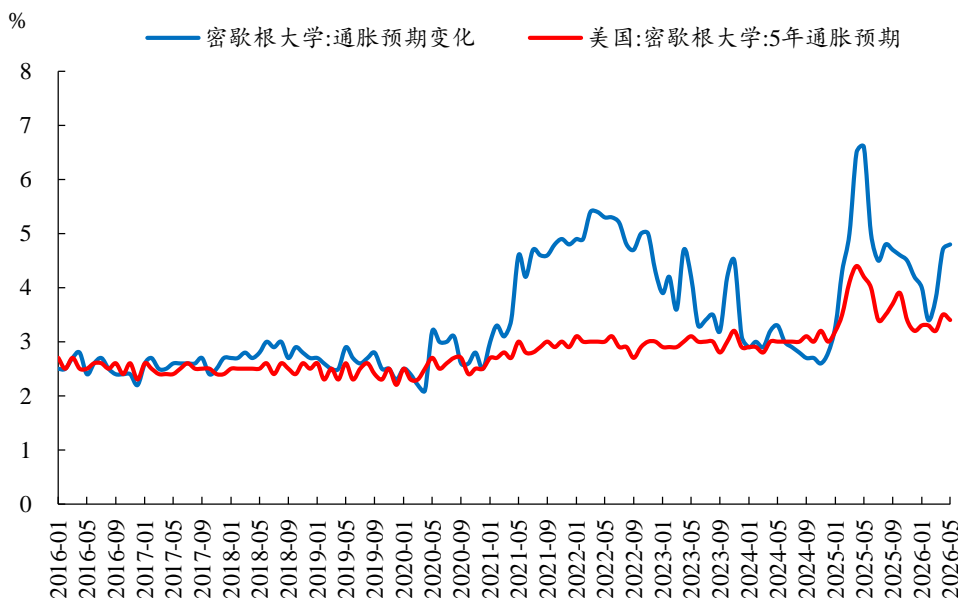
图13: 调整后的核心 PCE 同比增速有较多下降



资料来源: 美联储、开源证券研究所

第二, 美国居民的长期通胀预期相对稳定, 在经济出现较为明显的全面复苏信号前, 美联储或不会因为通胀加息。如前所述, 市场对美国通胀的实际压力或在进行重新评估, 随着原油和能源价格稳定, 带动总体通胀同比增速下行, 美联储或观察居民通胀预期。从 5 月数据来看, 密歇根大学通胀预期上升 0.1 个百分点至 4.8%, 5 年期通胀预期则下降 0.1 个百分点至 3.4%, 总体保持稳定。结合 5 月非农数据来看, 美国经济总体较为强劲, 美联储存在一定加息的可能, 但这或需要经济出现较为明显的全面复苏信号, 2026 年出现这种情况的可能性并不高。

图14: 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, 可能的加息或在 2027 年才会出现。需要关注言, 届时我们比较清晰的了解到美联储政策端的可能变化。当然也需要注意, 由于其风格同鲍威尔相对不同, 可能会引发市场出现一定的波动。

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5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