

美国 5 月 CPI 点评

叙事的交汇：当能源邂逅 AI

◆ 经济研究 · 宏观快评

证券分析师：	田地	0755-81982035	tiandi2@guosen.com.cn	执证编码：S0980524090003
证券分析师：	邵兴宇	010-88005483	shaoxingyu@guosen.com.cn	执证编码：S0980523070001
证券分析师：	董德志	021-60933158	dongdz@guosen.com.cn	执证编码：S0980513100001

事项：

美东时间 6 月 10 日，美国劳工统计局公布 5 月 CPI 通胀数据。环比增速为 0.5%，较上月回落 0.1 个百分点，符合预期。CPI 同比增速录得 4.2%，较上月上涨 0.4 个百分点，符合预期。

评论：

结论：

美国 5 月 CPI 环比 0.5%，同比升至 4.2%，创 2023 年 5 月以来新高。能源冲击与 AI 两条看似背离的叙事，在通胀数据中殊途同归。（1）能源环比 3.9%，贡献当月涨幅逾六成，霍尔木兹封锁持续、商业库存单周去化明显。（2）核心服务方面，教育与通讯环比 0.9%，主要是由于 RAM 芯片价格同比暴涨 90%、算力需求爆发推高电信运营商扩容成本。唯一的支撑在于核心商品环比-0.1%，油价向商品端的传导尚未打通，压力暂时可控。

数据落地后加息预期小幅松动，但市场并未与加息叙事松绑。美股低开高走，伦敦金跌幅从-3%收窄至-2.2%，10 年期美债收益率从 4.546%最深下行 3.1bp。微调幅度有限，市场对加息风险的定价并未实质性松动。





































对于后续通胀，我们判断下半年才是通胀真正的压力窗口。三季度能源成本向商品端的二次传导预计逐步开始落地；四季度又存在基数效应，去年政府停摆与需求疲软压低了彼时基数，若能源与核心服务维持当前走势，同比读数存在进一步冲高风险，届时通胀叙事将面临最严峻考验。

对于后续货币政策，我们认为加息只能被交易，不会被执行。美联储年内加息“既无必要，也不可行”。

（1）必要性层面，非农数据显示工资价格无上行趋势，工资-价格螺旋尚未成形；（2）可行性层面，消费者信心跌至 44.8，K 型分化下加息只会加速需求坍塌。更根本的是，一旦加息即意味着开启新一轮紧缩周期，股债汇三杀的冲击与沃什重塑美联储的施政雄心直接相悖，加息既损市场，又毁声誉。

往后看，宏观大类资产定价短期仍将围绕加息预期这一主线运行，难以脱锚。我们判断，美股上涨动力仍在但动能减弱，因为分子端收入稳健、资本开支尚无明显漏洞，分母端的通胀与利率担忧是主要扰动来源。美债方面，加息预期压制下利率易上难下，股债跷跷板效应已经失效。黄金逻辑与美债同向。近期需留意欧日央行加息节奏超预期对美债利率的二次冲击。

图1: CPI 通胀数据总览

行业类别	5月CPI分项同比				5月CPI分项环比			
	2026-05	2026-04	2026-03	近一年同比趋势	2026-05	2026-04	2026-03	近一年环比趋势
CPI	4.2 (↑)	3.8	3.3		0.5 (↓)	0.6	0.9	
* 食品	3.1 (↓)	3.2	2.7		0.2 (↓)	0.5	0.1	
* 家庭食品	2.7 (↓)	3.0	2.0		0.1 (↓)	0.7	-0.2	
* 非家用食品	3.5 (↓)	3.6	3.8		0.3 (↑)	0.2	0.2	
* 能源	23.0 (↑)	17.5	12.6		3.9 (↑)	3.8	10.9	
* 汽油	40.5 (↑)	28.4	18.9		7.0 (↑)	5.4	21.2	
* 电力	5.9 (↓)	6.1	4.6		0.6 (↓)	2.1	0.8	
* 管道燃气	3.0 (—)	3.0	6.4		-0.5 (↓)	-0.1	-0.9	
* 核心CPI	2.8 (↑)	2.7	2.6		0.2 (↓)	0.4	0.2	
* 商品(不含食品和能源商品)	1.1 (—)	1.1	1.2		-0.1 (↓)	0.0	0.1	
* 服饰	4.8 (↑)	4.2	3.4		0.3 (↓)	0.6	1.0	
* 新车	0.0 (—)	0.0	0.0				0.0	
* 二手车	-2.0 (↑)	-2.7	-3.2		0.1 (↑)	0.0	-0.4	
* 医疗保健商品	-1.8 (↓)	-0.5	0.3		-0.7 (↓)	-0.4	-1.0	
* 服务(不含能源服务)	3.4 (↑)	3.3	3.0		0.3 (↓)	0.5	0.2	
* 住房	3.6 (—)	3.6	3.4		0.2 (↓)	0.7	0.3	
* 医疗保健服务	3.6 (↑)	3.2	3.7		0.5 (↑)	0.0	0.0	
* 教育和通讯服务	0.8 (↑)	0.2	0.0		0.9 (↑)	-0.1	0.2	

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

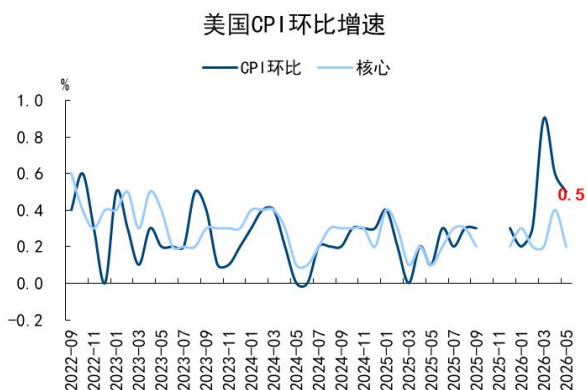
◆ 环比: 能源去库超预期, AI 成本传导蓄势待发

能源环比增幅较上月进一步扩大, 供给侧缓冲空间已被大幅压缩。5月能源环比增速3.9%, 较上月提高0.1%。截至5月最后一周, 美国商业原油库存降至4.3亿桶, 单周减少797.4万桶, 远超预期的400.7万桶; 战略石油储备降至3.571亿桶, 连续十周被提取。对后续能源价格走势, 我们有两个判断。**第一, 短期来看, 谈判虽尚未达成, 但收尾概率在上升。**“AI in AI”叙事已有所摇曳, 特朗普对股市的敏感度决定了他难以容忍通胀长期高企侵蚀分母端, 美股若叙事松动, 那么促成海峡实质性改善或允许俄油重返市场将成为最后一根稻草。**第二, 我们认为也不能将稻草当作曙光, 美股中期来看则不宜乐观,**无论海峡是否开放, 中东产能缺口都难以在短期内补上, 油价年内大概率维持90美元附近的高位震荡。

核心商品环比-0.1%, 油价向商品端的传导尚未显现。服饰环比0.3%、医疗保健商品环比-0.7%, 多数分项价格较上月回落, 关税与能源成本的叠加压力目前仍主要停留在供给侧。我们判断这一传导在三季度会有初步体现, 下半年才是真正的压力窗口。

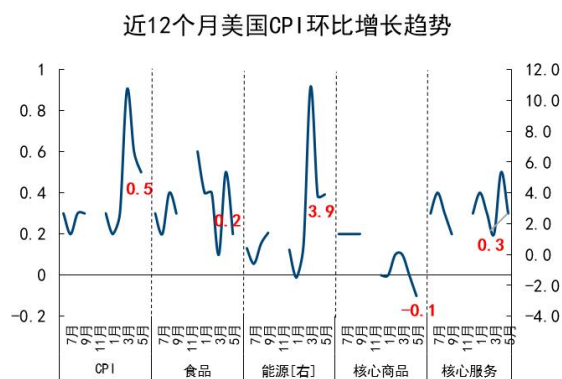
核心服务仍有潜在风险, 不宜因读数回落而掉以轻心。住房方面, 4月环比虚高原于技术性扰动, 读数虚高。5月住房环比回落至0.3%, 是技术性回调而非真实租金压力的消退, 考虑到住房在CPI篮子中逾三分之一的权重, 这一分项的后续走势仍需密切跟踪。教育与通讯环比0.9%, 是“AI in AI”叙事在通胀数据上的直接映射。一季度RAM内存芯片价格同比暴涨90%, AI基础设施投资热潮持续推高算力需求, 电信运营商网络扩容成本向消费端转嫁, 宽带等终端服务定价压力仍在累积。

图2: 美国 CPI 环比增速 (长期趋势)



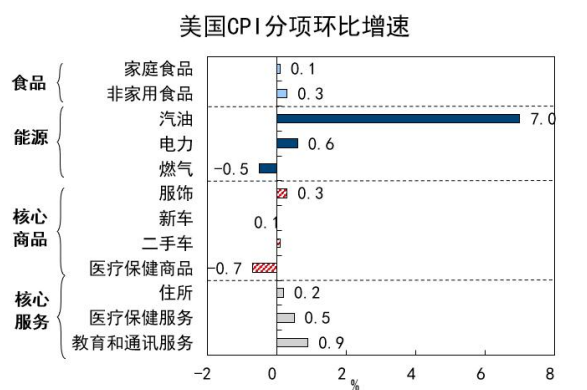
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图3: 美国 CPI 环比增速 (短期趋势)



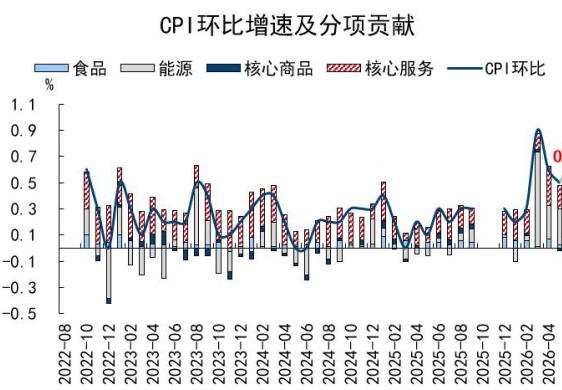
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图4: 美国 CPI 环比增速 (区分行业)



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图5: 美国 CPI 环比增速及分项贡献



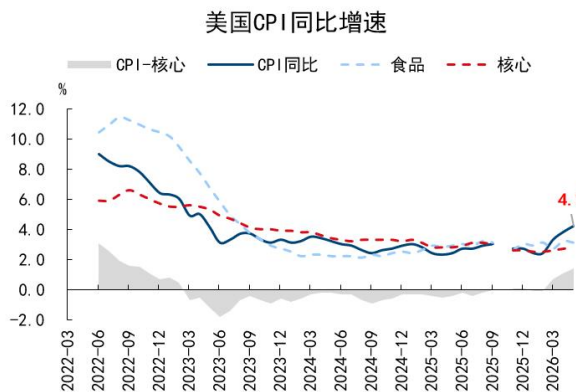
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

◆ 同比: 能源点火, 服务添柴

同比口径下, 5月CPI年率升至4.2%,较4月的3.8%进一步加速。同比读数的快速抬升有相当一部分来自低基数效应,更值得警惕的是四季度。去年四季度受政府停摆、需求疲软等因素压制,CPI基数偏低,若能源与核心服务价格维持当前走势,今年四季度的同比读数存在进一步冲高的风险。

分项来看,能源同比大幅跳升,服务温和走高,商品压力暂时可控。能源同比23.0%,较4月的17.5%大幅跳升,汽油同比40.5%,是整体通胀的主要拉动项。食品(3.1%)小幅回落,家庭食品与外出就餐均有所降温。核心CPI(2.8%)延续缓步上行。商品端(1.1%)整体平稳与上月持平,服饰偏高(4.8%),医疗保健商品近几个月快速下行至-1.8%。服务端,核心服务(3.4%)小幅抬升,住房(3.6%)绝对水平仍高。

图6: 美国CPI同比增速(长期趋势)



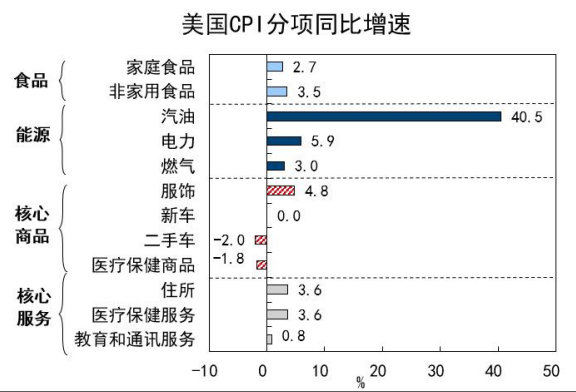
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图7: 美国CPI同比增速(短期趋势)



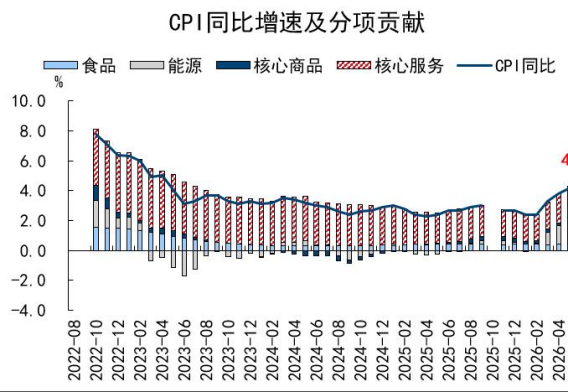
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图8: 美国CPI同比增速(区分行业)



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图9: 美国CPI同比增速及分项贡献



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

◆ 加息能被交易，但不能被执行

数据落地后市场加息预期小幅松动，但整体仍处于“未加息、已承压”的充分定价状态，原因尚未发生，市场已在承担结果。CPI公布后，此前被打入的加息预期有所回落，美股低开高走，伦敦金跌幅从最深-3%收窄至-2.2%，10年期美债收益率从4.546%最深下行3.1bp。这种微调幅度本身就说明市场对后续风险的定价依然偏谨慎，并未与加息叙事松绑。

后续仍有欧日央行加息、四季度通胀读数等两道关口。欧洲央行与日本央行的加息预期对美债利率构成向上压力，市场已计入25bp的加息预期，但我们判断美联储年内不会跟进，理由有两点。

- (1) 美联储缺乏加息的必要性：上周五非农报告显示工资价格并无上行趋势，工资-价格螺旋尚未形成。
- (2) 美联储缺乏加息的可行性：美国K型分化持续加剧，消费者信心指数已跌至44.8，需求本就疲软，加息只会进一步恶化经济与股市，可行性存疑。

更关键的是，一旦加息即意味着开启新一轮紧缩周期，沃什不会迈出这一步。股债汇三杀的市场冲击与其重塑美联储的施政雄心直接相悖，加息既损市场，又毁声誉，得不偿失。

往后看，加息预期是当前宏观大类资产最主要的驱动因子，各类资产本质上是一条绳上的蚂蚱。美股仍有上涨动能，但需后续业绩验证，否则将进入震荡区间，分母端的通胀与利率担忧是主要扰动来源，但分子端收入稳健、资本开支尚无显著漏洞，支撑仍在，向下空间有限。美债方面，股债跷跷板效应已经失效，二者将呈正相关走势，加息预期压制下利率易上难下。黄金逻辑与美债同向，4000美元一线仍有支撑。

图10: 数据公布后的降息概率视图

MEETING DATE	CME FEDWATCH TOOL - CONDITIONAL MEETING PROBABILITIES								
	300-325	325-350	350-375	375-400	400-425	425-450	450-475	475-500	500-525
2026/6/17	0.0%	3.7%	96.3%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	
2026/7/29	0.0%	3.3%	86.4%	10.3%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
2026/9/16	0.0%	2.3%	61.4%	33.2%	3.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
2026/10/28	0.0%	1.8%	49.6%	38.8%	9.1%	0.6%	0.0%	0.0%	0.0%
2026/12/9	0.0%	1.2%	32.6%	42.7%	19.7%	3.6%	0.2%	0.0%	0.0%
2027/1/27	0.0%	1.0%	26.8%	40.8%	23.9%	6.6%	0.8%	0.0%	0.0%
2027/3/17	0.0%	0.7%	20.1%	37.2%	28.3%	11.1%	2.4%	0.3%	0.0%
2027/4/28	0.0%	0.6%	17.8%	35.1%	29.4%	13.2%	3.4%	0.5%	0.0%
2027/6/9	0.0%	0.6%	17.6%	34.9%	29.4%	13.3%	3.5%	0.5%	0.0%
2027/7/28	0.0%	1.0%	18.0%	34.8%	29.1%	13.1%	3.4%	0.5%	0.0%
2027/9/15	0.0%	1.2%	18.2%	34.7%	28.9%	13.0%	3.4%	0.5%	0.0%
2027/10/27	0.2%	3.5%	20.4%	33.9%	26.7%	11.7%	3.0%	0.5%	0.0%
2027/12/8	0.2%	3.0%	17.5%	31.6%	28.0%	14.3%	4.5%	0.9%	0.1%

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

◆ 风险提示

海外经济体政策不确定性, 外部需求下滑。

相关研究报告:

- 《5月进出口数据点评-若无AI 增速几何?》——2026-06-10
- 《5月非农数据点评——拐点来了吗?》——2026-06-06
- 《5月PMI数据解读-制造业守住荣枯线, 外需显著下滑》——2026-05-31
- 《2026年4月财政数据快评-税收韧性延续, 支出明显回落》——2026-05-20
- 《4月金融数据解读-票据冲量, 居民去杠杆》——2026-05-14

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6到12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.GSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普500指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司

关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032