

2026 年 07 月 15 日

宏观研究团队

对美联储 2026 加息的担忧或将逐渐退却

——美国 6 月 CPI 点评

何宁（分析师）

hening@kysec.cn

证书编号：S0790522110002

潘纬桢（分析师）

panweizhen@kysec.cn

证书编号：S0790524040006

事件：美国公布 6 月最新通胀数据。其中 CPI 同比上升 3.5%，核心 CPI 同比上升 2.6%，均不及市场预期。

● 总体通胀与核心通胀均较大幅回落，能源为关键拖累项

1. 总体通胀与核心通胀均回落较多，且不及市场预期。6 月美国 CPI 同比上升 3.5%，环比下降 0.4%；同比增速较 5 月回落 0.7 个百分点；核心 CPI 同比上升 2.6%，较 5 月下降 0.3 个百分点；环比基本持平。从驱动因素上来看，一方面是 2025 年 6 月基数提升，导致同比增速有一定的下行压力；另一方面则是 6 月国际油价下跌较多，能源项环比转负，拖累美国总体通胀水平。此外，6 月核心通胀下跌较多，亦显示美国通胀的内生动能似乎有所减弱。往后看，高基数效应仍然存在，虽然国际油价近期出现一定抬升，但通胀同比增速下行的趋势有望延续，而核心 CPI 或将成为后续通胀下行的关键力量，需要持续关注。

2. 能源通胀增速放缓，核心商品与服务均出现较明显降温。具体而言，6 月能源项同比上升 15.7%，较 5 月下降 7.8 个百分点；6 月份食品项同比上升 3.0%，较 5 月下降 0.1 个百分点。核心 CPI 方面，6 月核心 CPI 同比上升 2.6%，较 5 月下降 0.3 个百分点；环比较 5 月基本持平，均低于市场预期。其中核心商品同比增速较 5 月下降约 0.25 个百分点至 0.82%；核心服务同比上升约 3.16%，较 5 月下降约 0.26 个百分点。其中住房项同比上升 3.3%，较 5 月的小幅回落 0.1 个百分点。总的看，6 月核心 CPI 同比增速较 5 月回落较多，且核心商品与核心服务均有较多贡献，或显示美国通胀的韧性略有减弱，或将成为后续美国通胀继续下行的关键因素。

3. 通胀或迎来持续回落，需关注核心通胀向下斜率。总的看，6 月 CPI 数据显示美国通胀水平有较大回落，且核心通胀的较大幅下行，或显示美国通胀的风险有实质性缓解。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，6 月份同比增速较 5 月份下降 0.50 个百分点至 3.17%，环比则下降 0.21%，显示美国通胀的内生动能有较明显减弱。往后看，随着基数的上行，美国通胀或将迎来一段时间的下行，通胀在 5 月已经达峰。但不确定的是，如果后续地缘政治冲突出现较大幅度升级，亦或者其它经济供给端出现负面冲击，是否会导致通胀下行的斜率放缓。

● 美国通胀下行或非坦途，但 2026 加息担忧或逐渐退却

第一，由于美伊冲突反复，霍尔木兹海峡航行通行受阻，对全球油价或产生一定的推动作用。叠加美国科技巨头仍在大规模的进行投资，美国通胀的支撑仍然较为坚实，通胀下行斜率存在一定的不确定性。

第二，通胀总体下行，美联储在 2026 年加息的可能性在下降，市场对 2026 年加息的预期或也将退却。如前所述，美国 CPI 在 2026 年下半年面临一定的支撑因素，但同比增速下行的趋势或难逆转。6 月 CPI 的不及预期，特别是核心 CPI 的不及预期，或加强美联储保持利率水平不变的信心。虽然美联储主席沃什表示美联储对持续高通胀“零容忍”，但正如我们前期报告指出，在 5 个工作小组的研究成果出炉前，美联储内部或倾向于暂时保持利率水平不变。

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，驱动因素可能为投资进一步拉动美国经济增长，且劳动力市场保持韧性。此外，需要对 5 大工作组的相关成果保持关注。

● 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 5 大工作组改革或致 2026 年难加息—宏观经济专题》-2026.7.14

《新增非农走弱，2026 年加息可能性下降—美国 6 月非农就业数据点评》-2026.7.3

《沃什“首秀”放弃前瞻性指引，美联储态度更趋鹰派—6 月 FOMC 会议点评》-2026.6.18

目 录

1、总体通胀与核心通胀均较大幅回落，能源为关键拖累项.....	3
1.1、总体通胀与核心通胀均回落较多，且不及市场预期.....	3
1.2、能源通胀增速放缓，核心商品与服务均出现较明显降温.....	4
1.3、通胀或迎来持续回落，需关注核心通胀向下斜率.....	5
2、美国通胀下行或非坦途，但 2026 加息担忧或逐渐退却.....	7
3、风险提示.....	8

图表目录

图 1：6 月 CPI 同比增速下降较多.....	4
图 2：6 月 CPI 环比增速由正转负.....	4
图 3：6 月能源通胀同比增速有所放缓.....	4
图 4：食品通胀边际下降.....	4
图 5：6 月核心商品 CPI 同比增速边际下降.....	5
图 6：6 月核心服务 CPI 同比增速下行.....	5
图 7：6 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继续回落.....	6
图 9：粮食期货价格 7 月前 2 周震荡上行.....	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 12：6 月美国非房核心服务环比增速下降较多.....	7
图 13：霍尔木兹海峡船只通行量快速下降.....	8
表 1：美国 6 月 CPI 部分重要分项同比、环比及贡献分解（%）.....	3

事件：美国公布 6 月最新通胀数据。其中 CPI 同比上升 3.5%，核心 CPI 同比上升 2.6%，均不及市场预期。

1、总体通胀与核心通胀均较大幅回落，能源为关键拖累项

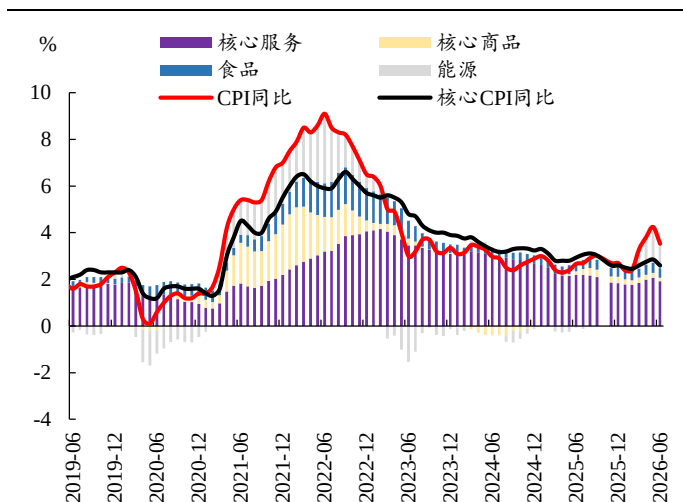
1.1、总体通胀与核心通胀均回落较多，且不及市场预期

6 月美国 CPI 同比上升 3.5%，环比下降 0.4%；同比增速较 5 月回落 0.7 个百分点，环比增速较 5 月下降 0.9 个百分点，均不及市场预期。6 月核心 CPI 同比上升 2.6%，较 5 月下降 0.3 个百分点；环比基本持平，增速较 5 月下降 0.2 个百分点，亦低于市场预期。总的看，美国总体通胀与核心通胀均出现较为明显的回落，同比增速为 3 月份以来的首次回落。从驱动因素上来看，一方面是 2025 年 6 月基数提升，导致同比增速有一定的下行压力；另一方面则是 6 月国际油价下跌较多，能源项环比转负，拖累美国总体通胀水平。此外，6 月核心通胀下跌较多，亦显示美国通胀的内生动能似乎有所减弱。往后看，高基数效应仍然存在，虽然国际油价近期出现一定抬升，但通胀同比增速下行的趋势有望延续，而核心 CPI 或将成为后续通胀下行的关键力量，需要我们持续关注。

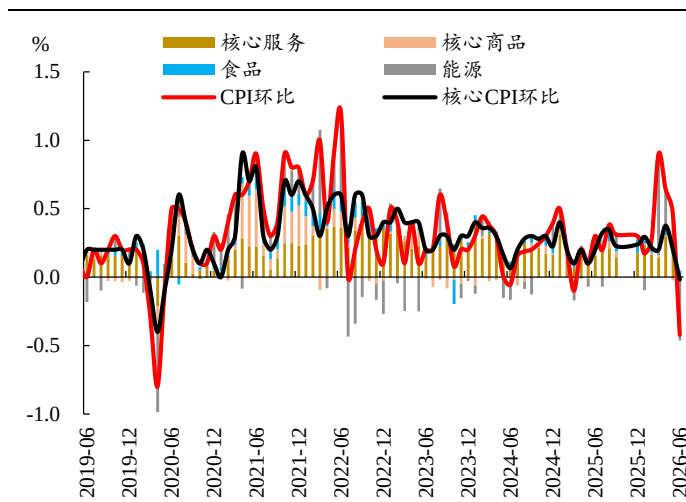
表1：美国 6 月 CPI 部分重要分项同比、环比及贡献分解（%）

权重	分项	同比贡献分解		同比增速		环比贡献分解		环比增速	
		2026-06	2026-06	2026-05	2026-04	2026-06	2026-06	2026-05	2026-04
100	全部	3.5	3.5	4.2		-0.4	-0.4	0.5	0.6
13.512	食品	0.41	3	3.1	3.2	0.03	0.2	0.2	0.5
8.235	居家食品	0.22	2.7	2.7	2.9	0.02	0.2	0.1	0.7
5.277	外带食品	0.19	3.4	3.5	3.6	0.01	0.2	0.3	0.2
7.474	能源	1.01	15.7	23.5	17.9	-0.45	-5.7	3.9	3.8
4.238	能源商品	0.86	27.1	40.6	29.2	-0.43	-9.5	6.7	5.6
3.237	能源服务	0.13	3.9	5.3	5.4	-0.02	-0.7	0.4	1.6
18.856	核心商品	0.16	0.8	1.1	1.1	-0.02	-0.1	-0.1	0
3.4	家居	0.05	1.3	2.4	2.8	0.00	-0.1	-0.2	-0.5
2.513	服装	0.10	3.9	4.8	4.2	-0.01	-0.6	0.3	0.6
3.787	新车	0.02	0.5	0.2	0.2	0.00	0	-0.3	-0.2
2.603	二手车	-0.04	-1.8	-2	-2.7	-0.01	-0.2	0.1	0
1.445	医疗保健	-0.03	-2.1	-1.8	-0.5	0.00	-0.2	-0.7	-0.4
0.829	含酒精饮料	0.02	2	2.1	1.9	0.00	0	0.1	0.3
1.309	其它商品	0.05	3.9	4.5	4.6	0.00	-0.2	0.1	0.5
60.158	核心服务	1.92	3.2	3.4	3.3	0.02	0	0.3	0.5
7.732	主要居所租金	0.21	2.8	2.9	2.8	0.03	0.1	0.4	0.5
25.888	业主等价租金	0.85	3.3	3.3	3.3	0.06	0.2	0.3	0.5
6.893	医疗服务	0.20	2.9	3.6	3.2	-0.01	-0.1	0.5	0
6.404	交通运输服务	0.21	2.7	2.6	1.9	-0.02	0.3	0.5	0.1
3.174	休闲服务	0.09	3.4	4.1	4.3	0.01	-0.3	-0.6	0.3
4.966	教育与通讯服务	0.05	1	1.9	1.1	-0.04	-0.8	0.9	-0.1

数据来源：Bloomberg、开源证券研究所

图1：6月CPI同比增速下降较多


数据来源：Bloomberg、开源证券研究所

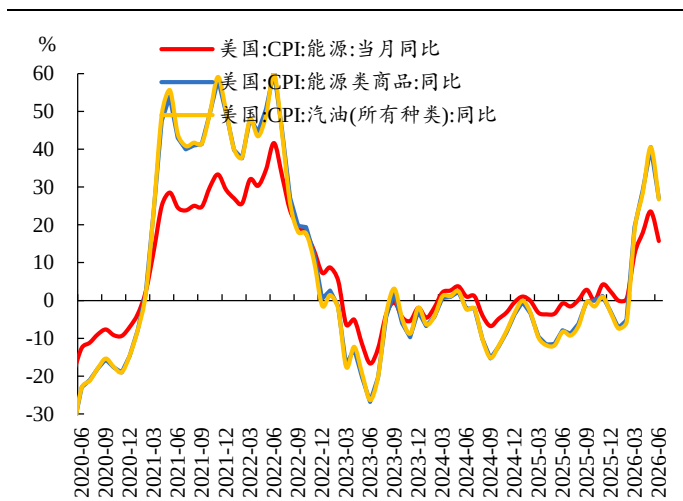
图2：6月CPI环比增速由正转负


数据来源：Bloomberg、开源证券研究所

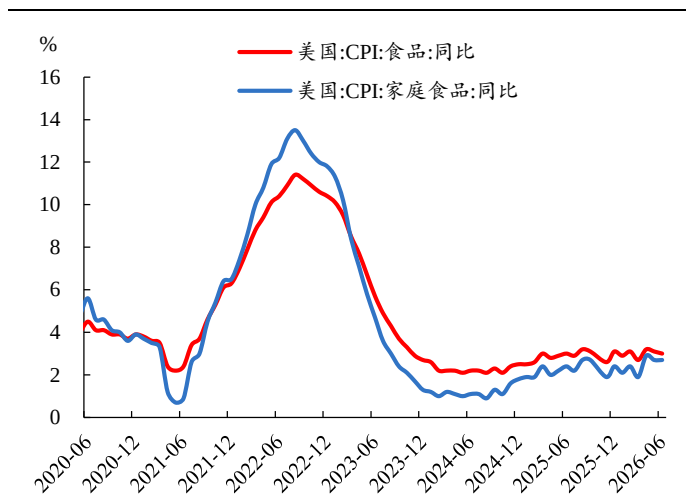
1.2、能源通胀增速放缓，核心商品与核心服务均出现较明显降温

（1）能源方面，6月能源项同比上升15.7%，较5月下降7.8个百分点；其中汽油项同比上升26.7%，较5月下降13.8个百分点；燃油项同比上升42.9%，较5月下降16个百分点。6月能源通胀边际放缓，我们认为一是2025年6月基数有所上升；二是6月美国汽油价格出现较为明显的下跌。事实上，6月29日美国汽油价格较6月1日的4.14美元/加仑下降约10.6%至3.7美元/加仑，价格下降较多。

（2）食品方面，6月份食品项同比上升3.0%，较5月下降0.1个百分点。其中家庭食品（Food at home）同比上升2.7%，与5月持平，与6月份粮食期货价格下降相对一致。

图3：6月能源通胀同比增速有所放缓


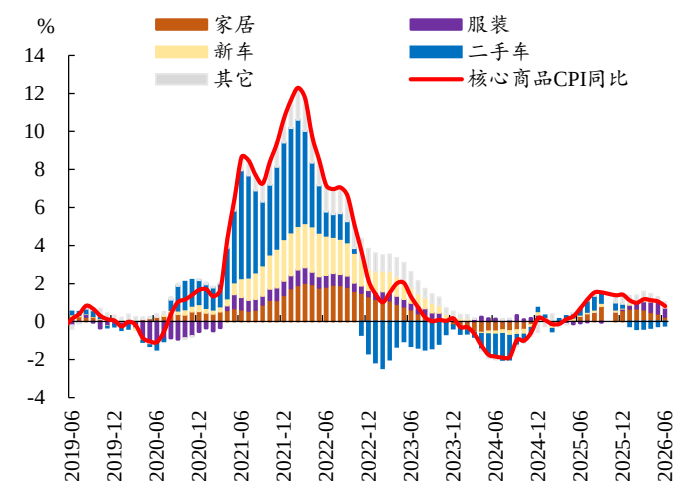
数据来源：Wind、开源证券研究所

图4：食品通胀边际下降


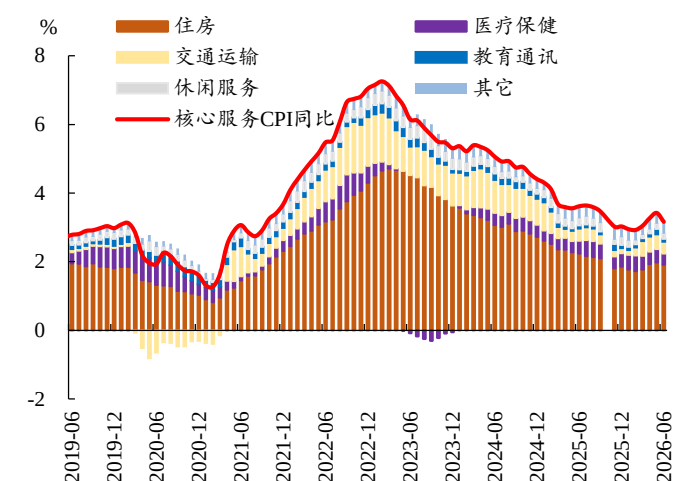
数据来源：Wind、开源证券研究所

（3）核心CPI方面，6月核心CPI同比上升2.6%，较5月下降0.3个百分点；环比较5月基本持平，且同比、环比增速均低于市场预期。**分项来看**，核心商品同比增速较5月下降约0.25个百分点至0.82%，环比下降0.1%，环比增速与5月持平。其中，二手车价格环比下降0.2%，较5月下降0.3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，环比持平，较5月提升0.3个百分点。**核心服务**同比上升约3.16%，较5月下降约0.26个百分

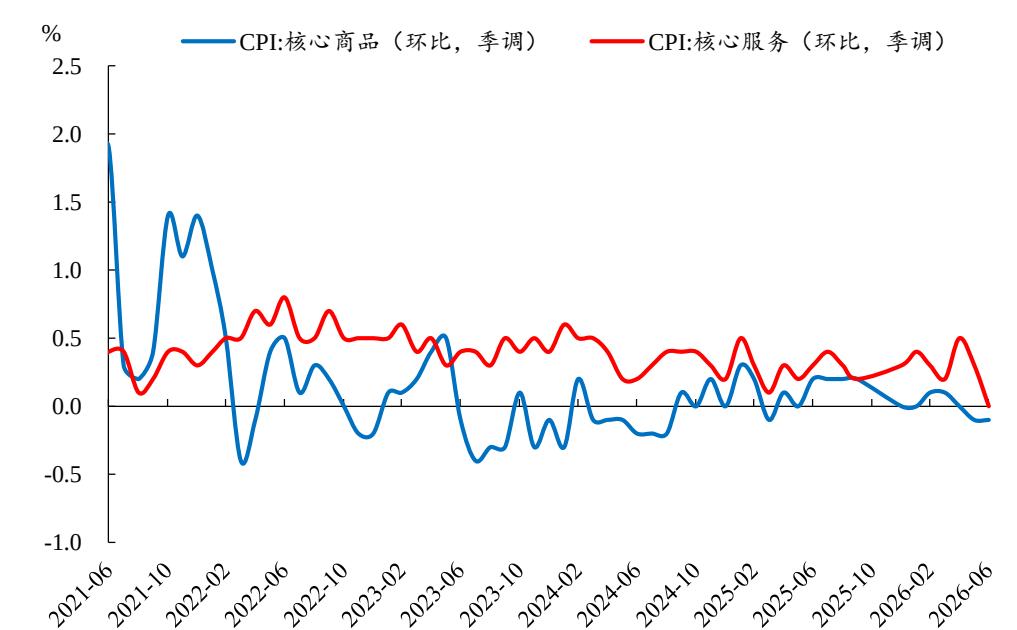
点，环比基本持平，较 5 月下降 0.3 个百分点。其中住房项同比上升 3.3%，较 5 月的小幅回落 0.1 个百分点。总的看，6 月核心 CPI 同比增速较 5 月回落较多，且核心商品与核心服务均有较多贡献，或显示美国通胀的韧性略有减弱，从而成为后续美国通胀继续下行的关键因素。

图5：6 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6：6 月核心服务 CPI 同比增速下行


数据来源：Bloomberg、开源证券研究所

图7：6 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

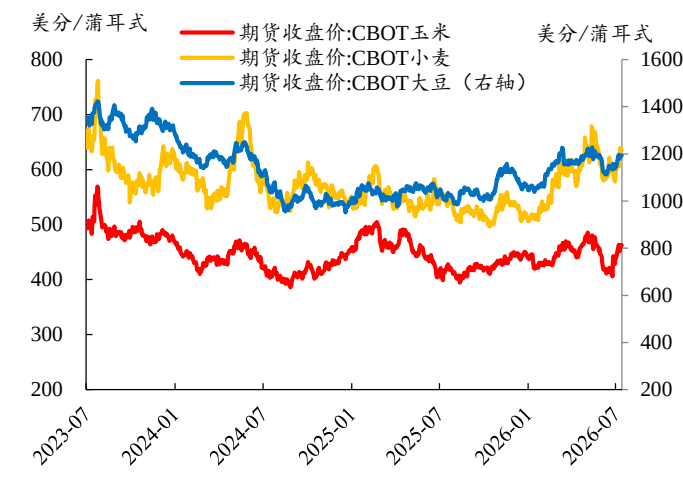
1.3、通胀或迎来持续回落，需关注核心通胀向下斜率

（1）能源与粮食价格或成为通胀支撑项。能源方面，截至 7 月 6 日，美国汽油价格为 3.65 美元/加仑，较 6 月 29 日汽油价格下降约 1.5%，价格继续回落。原油价格方面，由于美伊之间的冲突出现反复，美军表示将恢复对伊朗的封锁，甚至于对通过霍尔木兹海峡的船只收取 20% 费用，地缘政治局势在短期内有恶化态势，国际油价将面临较大的反弹压力，可能回升至 80 美元/桶左右的中枢，美国汽油价格大概率将会回暖。食品方面，根据美国农业部 6 月报告来看，由于主要农作物需求

强劲但小麦等产量下滑，预计粮食期货价格或将迎来持续上升。往后看，能源和粮食大概率将成为美国通胀的支撑项。

图8：美国汽油零售价格近期继续回落

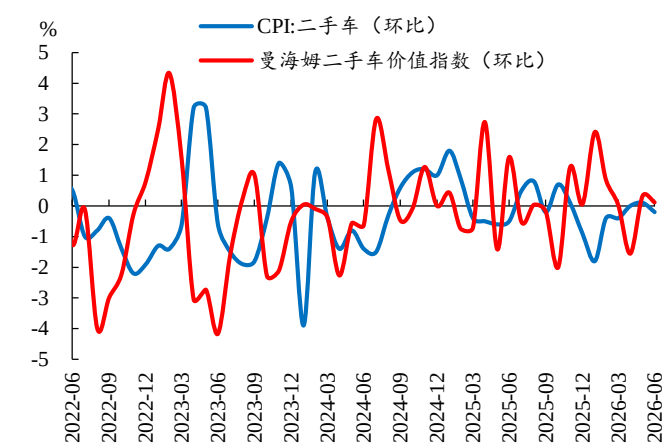

数据来源：Wind、开源证券研究所

图9：粮食期货价格 7 月前 2 周震荡上行


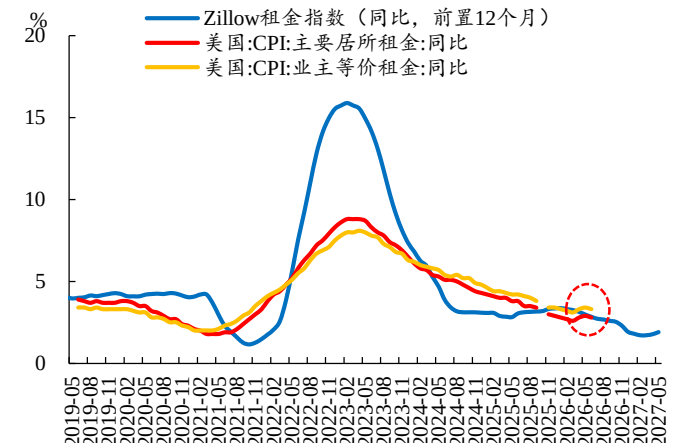
数据来源：Wind、开源证券研究所

(2) **核心商品与核心服务通胀或继续向下，推动核心通胀进一步回落。**核心商品方面，美国曼海姆二手车价值指数（Manheim Used Vehicle Value Index）6月环比增速略有放缓；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，随着世界杯赛事的陆续结束，以及暑期出行基本达峰，可能有一定的下行压力。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 7 月后可能继续回落。往后看，基数缓慢上行，核心商品与核心服务通胀均有一定的下行压力，整体核心通胀或进一步回落。

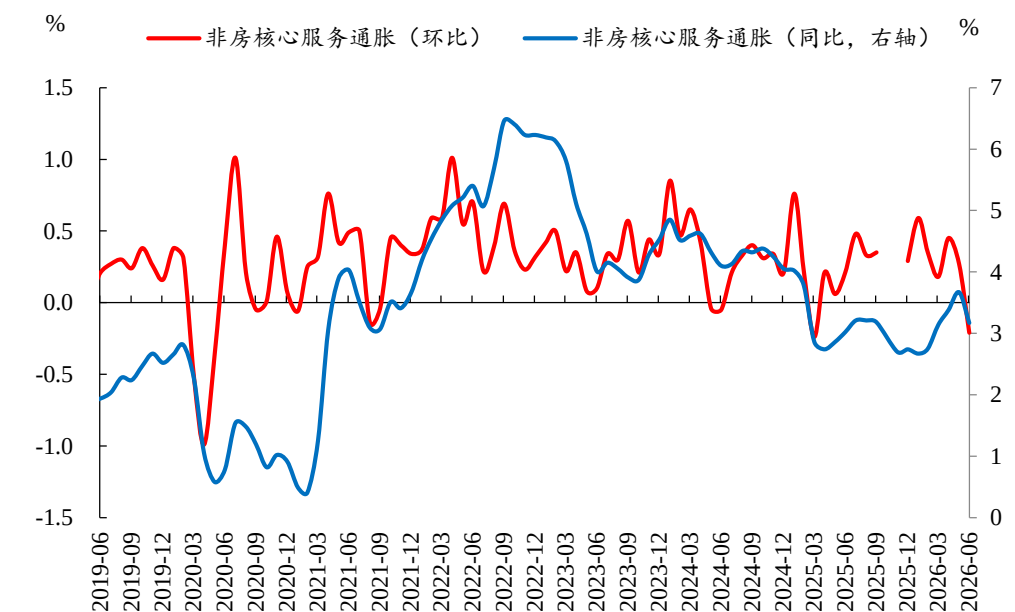
(3) **总的看，6 月 CPI 数据显示美国通胀水平有较大回落，而核心通胀的较大幅下行，或显示美国通胀的风险有实质性缓解。**从美联储关注的**超级核心服务通胀**（去掉住房的核心服务）来看，6 月份同比增速较 5 月份下降 0.50 个百分点至 3.17%，环比则下降 0.21%，显示美国通胀的内生动能有较明显减弱。往后看，随着基数的上行，美国通胀可能已在 5 月达峰，或将迎来一段时间的下行。但不确定的是，如果后续地缘政治冲突出现较大程度升级，亦或者其它经济供给端出现负面冲击，是否会导致通胀下行的斜率放缓。

图10：美国二手车价格环比增速由正转负


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

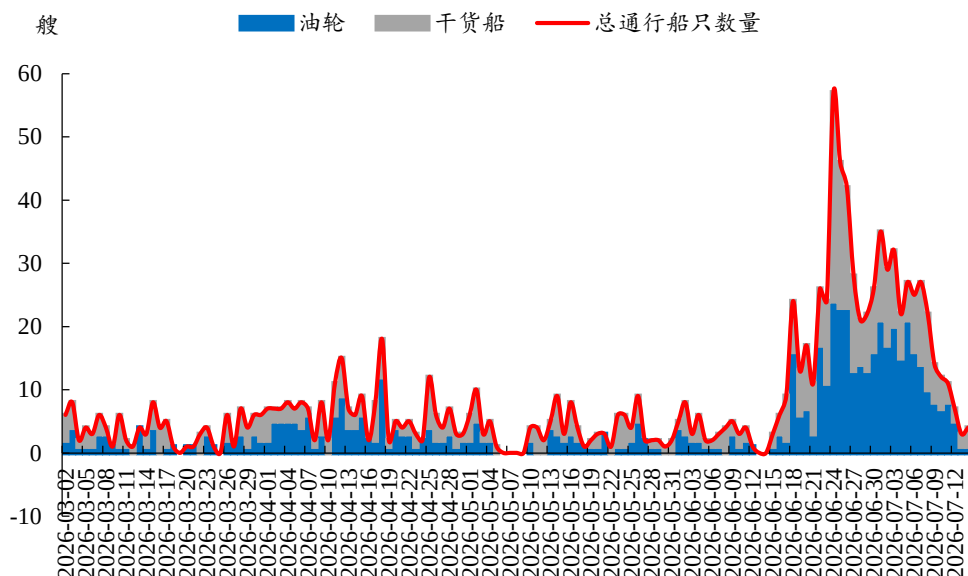
图12：6月美国非房核心服务环比增速下降较多


数据来源：Bloomberg、开源证券研究所

2、美国通胀下行或非坦途但加息担忧或逐渐退却

在6月FOMC后，由于点阵图较为鹰派，市场一度认为美联储可能会在2026年加息多次，特别是美联储主席沃什取消前瞻指引，更是加剧了市场这种担忧。但从6月CPI数据来看，我们认为后续美国通胀或非坦途，但对2026年加息的担忧或将逐渐退却。具体而言：

第一，由于美伊冲突反复，霍尔木兹海峡船只通行受阻，对全球油价或产生一定的推动作用。叠加美国科技巨头仍在进行大规模的投资，美国通胀的支撑仍然较为坚实，通胀下行斜率存在一定的不确定性。在6月中旬美伊签署了14条停战备忘录后，霍尔木兹海峡的船只通行出现了较为明显的恢复，最高峰一度接近60艘/天，国际油价亦出现了明显回落，甚至在7月初跌破70美元/桶。但在双方约定的60天谈判期间，可能是为了施压以争取谈判筹码，美伊之间又开始了新一轮的军事冲突，导致霍尔木兹海峡重新关闭，船只通行量骤减，油价迅速回升。我们认为，虽然特朗普可能仍希望同伊朗达成协议，但美伊之间的利益分歧相对较大，为了促进协议的达成，其很有可能采取“以打促谈”策略，零星的冲突或时有发生，全球油价或维持在80美元/桶的相对高位。此外，美国科技公司仍在进一步加大AI相关的基建投资，大规模的投资拉动了美国经济的增长，从而成为通胀上行的重要支撑。在上述两种力量的共同推动下，虽然后续美国通胀由于高基数的原因，同比增速会有所下滑，但下行斜率仍然存在一定的不确定性。

图13：霍尔木兹海峡船只通行量快速下降


数据来源：Bloomberg、开源证券研究所

第二，通胀总体下行，美联储在 2026 年加息的可能性在下降，市场对 2026 年加息的预期或也将退却。如前所述，美国 CPI 在 2026 年下半年面临一定的支撑因素，但同比增速下行的趋势或难逆转。6 月 CPI 的不及预期，特别是核心 CPI 的不及预期，或加强美联储保持利率水平不变的信心。从美联储理事沃勒近期的表态来看，美联储内部或将核心通胀作为加息的关键触发因素。因此在核心 CPI 走弱的背景下，虽然美联储主席沃什表示美联储对持续高通胀“零容忍”，但正如我们前期报告指出，在 5 个工作小组的研究成果出炉前，美联储内部或倾向于暂时保持利率水平不变。（详见 2026 年 7 月 14 日报告《美联储 5 大工作组改革或致 2026 年难加息》）

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，驱动因素可能为投资进一步拉动美国经济增长，且劳动力市场保持韧性。此外，需要对 5 大工作组的相关成果保持关注。

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6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