

【事件】

北京时间 6 月 10 日，美国劳工部公布 5 月份 CPI 数据，显示 5 月份美国 CPI 环比增速 0.5% 符合市场预期，前值 0.6%；同比增速 4.2% 符合预期，前值 3.8%。核心 CPI 环比增速 0.2% 低于预期的 0.3%，前值 0.4%；同比增速 2.9% 符合市场预期，前值 2.8%。

【点评观点】

➤ 中东局势推升能源价格至高位水平，但尚未传导至核心通胀

本次 CPI 与核心 CPI 的走势保持分化，主要原因是推动 CPI 快速上涨的仍然是能源价格。5 月份能源价格环比上涨 3.9%，其中汽油价格环比上涨 7.0%，同比上涨 40.5%，中东地缘政治局势升级之后能源价格上涨对美国通胀的影响进一步凸显。不过从环比角度来看，5 月份的能源价格环比涨幅相较于 3 月和 4 月进一步收窄，并未出现加速上涨的情况。其他经济部门价格涨幅相对可控，其中食品环比上涨 0.2%，住房环比上涨 0.3%，保持相对稳定。核心 CPI 环比从 4 月的 0.4% 回落至 5 月的 0.2%，这意味着油价冲击暂时还没有明显传导至核心商品和核心服务。另外新车、家居用品、机动车保险等项目环比回落，对冲了医疗、通信、机票、个人护理等服务项上涨。因此，可以认为 5 月份美国通胀的上行仍然是由能源供给冲击所主导，目前尚未看到能源冲击向核心商品、核心服务及通胀预期全面扩散的迹象，这意味着如果短期内中东局势出现缓和，未来通胀仍然有回落的可能。

➤ 观点：数据有助于降低市场担忧，但也制约美联储降息空间

核心 CPI 低于预期降低了市场对美联储重新加息的担忧，但整体 CPI 的持续抬升仍将制约年内降息空间。站在当下，美联储最可能的关注重心是油价冲击是否会传导至核心通胀，以及整个市场是否形成通胀升温的预期：若后续油价出现稳定，核心 CPI 没有连续超预期，则美联储有望维持通胀压力相对可控的政策基调；若六月和七月油价继续维持高位，核心 CPI 出现 0.3% 或者更快的环比增速，则年内降息预期将进一步减弱，甚至不排除市场重新交易加息尾部风险，这将对权益市场中高 beta 的板块形成估值压制。

研究部

姓名：张思达

SFC: BPT227

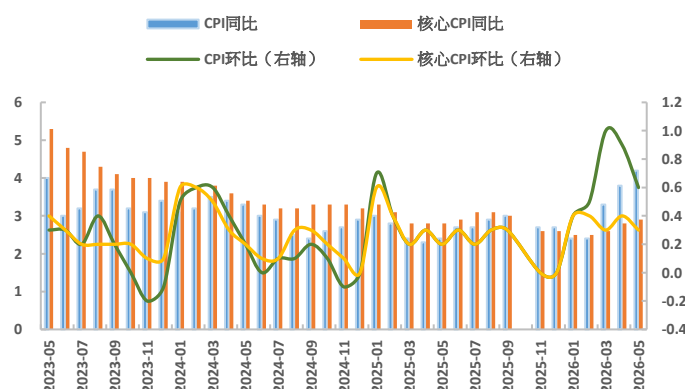
电话：0755-21519179

Email: zhangsd@gyzq.com.hk

从配置角度来看，虽然核心 CPI 尚能保持稳定，但本次 CPI 数据进一步验证了中东地缘局势带来的通胀压力，因此仍可能从分母端对权益资产估值形成压制。整体而言，当前市场仍面临较强的外部不确定性，短期表现或以震荡和调整为主，对油价、利率和美联储表态的敏感度将明显提升。

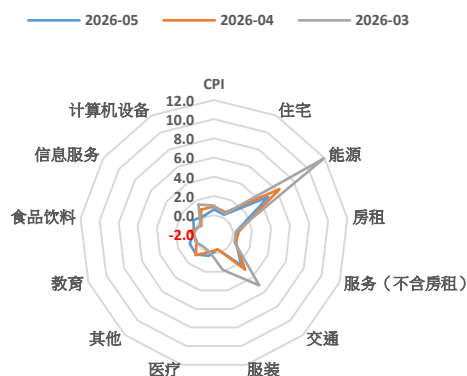
我们认为，当前最关键的变量并不是 5 月 CPI 数据本身，而是三个后续观察方向：第一，即将到来的美联储议息会议中新任主席沃什对通胀和降息路径的政策表述；第二，未来两个月能源价格是否会进一步向核心 CPI 扩散；第三，10 年期美债收益率能否稳定在市场可承受区间内。就港股而言，在外部流动性不进一步减弱的情况下，港股仍具备修复空间，但在能源价格和长端利率压力尚未解除之前，高估值成长板块的弹性或仍然会在短期内受到一定程度的压制。

图 1：5 月份美国 CPI 与核心 CPI 数据 (%)



资料来源：WIND、国元证券经纪(香港)整理

图 2：各月份主要经济部门价格环比增速 (%)



资料来源：WIND、国元证券经纪(香港)整理

图3：美国CPI细分数据

	环比 (季调)					同比 (季调)					对CPI同比的拉动		
	2026-01	2026-02	2026-03	2026-04	2026-05	2026-01	2026-02	2026-03	2026-04	2026-05	2026-02	2026-03	2026-04
CPI	0.20	0.30	0.90	0.60	0.50	2.40	2.40	3.30	3.80	4.20			
CPI:食品	0.20	0.40	0.00	0.50	0.20	2.90	3.10	2.70	3.20	3.10	0.42	0.37	0.43
CPI:家庭食品	0.20	0.40	-0.20	0.70	0.10	2.20	2.60	2.00	3.00	2.70	0.22	0.17	0.25
CPI:早餐谷物	2.10	-0.80	-0.40	0.00	-0.50	6.20	3.20	1.20	3.70	1.20	0.00	0.00	0.00
CPI:肉类、家禽和鱼	0.70	0.20	-0.50	1.20	-0.40	7.00	6.80	5.60	6.80	6.20	0.13	0.10	0.13
CPI:乳制品及相关制品	0.80	-0.60	-0.60	0.80	-0.60	-0.30	0.10	-1.60	-0.60	-1.00	0.00	-0.01	0.00
CPI:水果和蔬菜	0.10	1.40	1.00	1.80	0.20	0.90	2.70	3.90	6.10	6.00	0.03	0.05	0.08
CPI:酒精饮料	0.20	0.10	0.30	0.30	0.10	2.00	1.60	1.70	1.90	2.10	0.01	0.01	0.02
CPI:无酒精饮料和饮料原料	0.10	0.80	-0.30	1.10	0.60	4.50	5.60	4.70	5.10	5.80	0.06	0.05	0.05
CPI:非家用食品	0.10	0.30	0.20	0.20	0.30	4.00	3.90	3.80	3.60	3.50	0.21	0.20	0.19
CPI:能源	-1.50	0.60	10.90	3.80	3.90	-0.30	0.40	12.60	17.50	23.00	0.03	0.89	1.31
CPI:能源类商品	-3.30	1.10	21.30	5.60	6.70	-7.30	-5.20	19.40	29.20	40.60	-0.16	0.75	1.24
CPI:汽油(所有种类)	-3.20	0.80	21.20	5.40	7.00	-7.50	-5.60	18.90	28.40	40.50	-0.16	0.68	1.12
CPI:燃油和其他燃料	-4.70	7.70	18.80	4.30	3.30	-6.00	1.10	22.90	31.90	33.20	0.00	0.04	0.06
CPI:能源服务	0.20	0.20	0.40	1.60	0.40	7.20	6.30	5.00	5.40	5.30	0.21	0.16	0.17
CPI:公共事业(管道)燃气服务	1.00	3.10	-0.90	-0.10	-0.50	9.80	10.90	6.40	3.00	3.00	0.09	0.05	0.02
CPI:电力	-0.10	-0.70	0.80	2.10	0.60	6.30	4.80	4.60	6.10	5.90	0.12	0.11	0.15
核心CPI	0.30	0.20	0.20	0.40	0.20	2.50	2.50	2.60	2.70	2.80			
CPI:商品(不含能源)	0.00	0.10	0.10	0.00	-0.10	1.10	1.00	1.20	1.10	1.10	0.47	1.27	1.65
CPI:新交通工具	0.10	0.00	0.10	-0.20	-0.30	0.40	0.50	0.50	0.20	0.20	0.02	0.02	0.01
CPI:新汽车	0.50	0.20	0.30	-0.20	-0.10	0.80	0.90	1.00	0.70	1.00			
CPI:新卡车	0.10	0.00	0.00	-0.20	-0.30	0.30	0.40	0.30	0.10	0.10			
CPI:二手汽车和卡车	-1.80	-0.40	-0.40	0.00	0.10	-2.00	-3.20	-3.20	-2.70	-2.00	-0.08	-0.08	-0.07
CPI:新机动车和二手机动车	-0.50	-0.10	-0.10	-0.20	-0.20	-0.80	-1.00	-0.80	-1.00	-0.80	-0.07	-0.06	-0.07
CPI:服装	0.30	1.30	1.00	0.60	0.30	1.80	2.50	3.40	4.20	4.80	0.06	0.09	0.10
CPI:烟草和烟草制品	2.10	0.10	0.10	0.50	1.00	8.50	8.00	7.40	7.60	7.80	0.04	0.03	0.03
CPI:医疗护理商品	-0.10	0.00	-1.00	-0.40	-0.70	0.30	0.10	0.30	-0.50	-1.80	0.00	0.00	-0.01
CPI:服务,不含能源服务	0.40	0.30	0.20	0.50	0.30	3.00	2.90	3.00	3.30	3.40			
CPI:收容所	0.20	0.20	0.30	0.60	0.30	3.00	3.00	3.00	3.30	3.40			
CPI:住房租金	0.20	0.20	0.30	0.60	0.30	3.00	2.90	3.00	3.30	3.30	1.02	1.05	1.15
CPI:运输服务	1.40	0.20	0.60	0.30	-0.60	1.40	2.30	4.10	4.20	3.90	0.15	0.26	0.27
CPI:机动车维修保养	0.10	0.90	1.30	-0.20	0.80	5.70	5.90	5.40	3.30	4.40	0.06	0.06	0.05
CPI:机动车保险	-0.40	-0.30	0.00	0.10	-1.70	0.50	0.20	0.80	0.20	-2.00	0.01	0.02	0.01
CPI:机票	6.50	1.40	2.70	2.80	2.70	2.20	7.10	14.90	20.70	26.70	0.07	0.15	0.22
CPI:医疗护理服务	0.30	0.60	0.00	0.00	0.50	3.90	4.10	3.70	3.20	3.60	0.29	0.26	0.22

资料来源: WIND、国元证券经纪(香港)整理

免责声明

一般声明

本报告由国元证券经纪（香港）有限公司（简称“国元证券经纪（香港）”）制作，国元证券经纪（香港）为国元国际控股有限公司的全资子公司。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国元证券经纪（香港）及其关联机构对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成对买卖任何证券或其他金融工具的出价或征价或提供任何投资决策建议的服务。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐或投资操作性建议。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，自主审慎做出决策并自行承担风险。投资者在依据本报告涉及的内容进行任何决策前，应同时考虑各自的投资目的、财务状况和特定需求，并就相关决策咨询专业顾问的意见对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国元证券经纪（香港）及/或其关联人员均不承担任何责任。

本报告署名分析师与本报告中提及公司无财务权益关系。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，国元证券经纪（香港）可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

本报告署名分析师可能会不时与国元证券经纪（香港）的客户、销售交易人员、其他业务人员或在本报告中针对可能对本报告所涉及的标的证券或其他金融工具的市场价格产生短期影响的催化剂或事件进行交易策略的讨论。这种短期影响的分析可能与分析师已发布的关于相关证券或其他金融工具的目标价、评级、估值、预测等观点相反或不一致，相关的交易策略不同于且也不影响分析师关于其所研究标的证券或其他金融工具的基本面评级或评分。

国元证券经纪（香港）的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。国元证券经纪（香港）没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国元国际控股有限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的意见不一致的投资决策。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。

分析中所做的预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本报告提供给某接收人是基于该接收人被认为有能力独立评估投资风险并就投资决策能行使独立判断。投资的独立判断是指，投资决策是投资者自身基于对潜在投资的目标、需求、机会、风险、市场因素及其他投资考虑而独立做出的。

特别声明

在法律许可的情况下，国元证券经纪（香港）可能与本报告中提及公司正在建立或争取建立业务关系或服务关系。因此，投资者应当考虑到国元证券经纪（香港）及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。

本报告的版权仅为国元证券经纪（香港）所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

分析员声明

本人具备香港证监会授予的第四类牌照——就证券提供意见。本人以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

国元国际控股有限公司
香港中环康乐广场8号交易广场三期17楼
电 话：(852) 3769 6888
传 真：(852) 3769 6999
服务热线：400-888-1313
公司网址：<http://www.gyzq.com.hk>