

研究报告

欢迎扫码关注
工银亚洲研究



中国工商银行 (亚洲)

东南亚研究中心

李卢霞 兰澜 杨童舒

美国通胀走势：

能源退潮下的结构性粘性与新驱动

阅读摘要：

2026 年上半年，美国通胀呈现由“外生冲击驱动”向“内生结构性驱动”切换的转折。能源价格回落与关税效应接近出清，使整体通胀边际降温，但服务通胀粘性与 AI 相关价格上行，导致核心通胀中枢仍显著高于 2% 目标，通胀回落路径缓慢且不确定性上升。

更为关键的是，通胀驱动机制正在发生深刻变化：AI 投资周期通过“算力瓶颈—硬件涨价—资本品扩散—统计‘放大’效应”多重路径嵌入价格体系，使通胀从周期性扰动转向结构性压力。其本质并非需求过热，而是当前供给约束与技术扩散带来的成本推动。与传统的“技术创新对应通胀回落”的经验关系相悖，根本在于技术创新提升全要素生产率的效应尚在初期阶段。

在此背景下，美联储面临的政策约束更加复杂。凯文·沃什推动的五大工作组，标志着美联储正对政策沟通、工具体系、数据基础及通胀框架进行系统性重估。未来政策不确定性不仅来自经济数据本身，也来自政策反应函数潜在调整。综合看，在中东冲突反复但中期选举前趋势缓和的中性情形下，我们认为年内美联储有机会维持利率水平不变；中期而言，在结构性通胀抬升与政策框架重估并行的背景下，高利率维持时间或长于市场预期，但波动压力或有所缓解，通胀亦存在反复风险。

正文：

一、当前美国通胀特征：能源影响开始减弱，关税影响基本出清，服务通胀粘性仍高

2025 年 4 月以来，受“对等关税”等因素影响，美国通胀水平波动攀升。2026 年 3 月后，中东冲突进一步推升通胀至高点：5 月美国整体 PCE 同比增速达到 4.1%，核心 PCE 同比增速升至 3.4%，为 2023 年 10 月以来最高水平。通胀加速现象在 6 月暂缓：6 月 CPI¹同比上涨 3.5%（前值：4.2%）、环比下降 0.4%；PPI 同比涨幅收窄至 5.5%、环比下滑 0.3%。总体来看，2026 上半年，美国通胀呈现以下几个显著特征：

1. 外生冲击开始趋弱：能源影响退潮与关税效应出清。

能源价格上涨是 2026 年 1-5 月通胀攀升的核心驱动力。

5 月能源商品与服务 PCE 价格同比上涨 24.3%，对 PCE 同比拉动 1 个百分点，而冲突爆发前一年²此项的月均同比拉动率接近零（-0.014 个百分点）。在美伊停火谈判推进背景下，WTI 原油期货结算价从 100 美元/桶以上回落至 70-80 美元/桶区间；6 月 CPI、PPI 能源分项环比分别大幅下降 5.7%和 6.4%，带动整体通胀加速降温。尽管能源成本已通过供应链向部分核心商品和服务价格传导，对交通服务等分项形成一定二次传导效应，且 7 月以来美伊谈判遭遇破折，但往后看，

¹ 截至目前，2026 年 6 月通胀数据中仅 CPI 已公布，PCE 价格指数尚未发布。

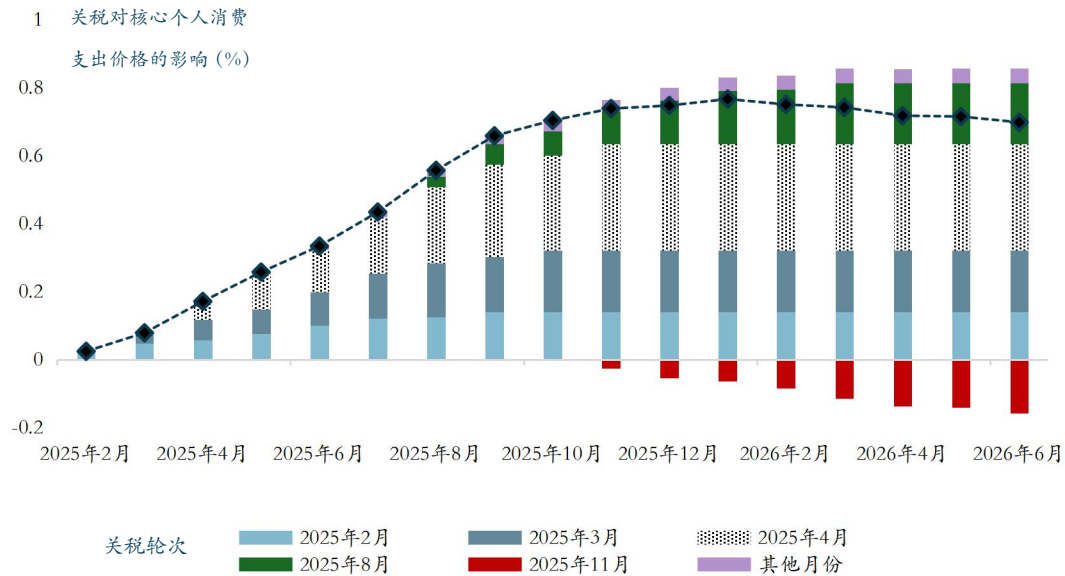
² 2025 年 3 月-2026 年 2 月。

在中东冲突反复但中期选举前趋势缓和的中性情形下，能源冲击的退潮有望在下半年带动通胀波动回落。

2025 年“对等关税”对通胀的影响已大部分反应。根据美联储委员会近期研究³，截至 2025 年 11 月的关税在 2026 年 2 月前累计推高核心商品 PCE 价格 3.1%，几乎解释了核心商品通胀相对于疫情前水平的全部超额部分，对核心 PCE 整体贡献约 0.8 个百分点；从动态传导看，该研究估计关税对价格的完整影响通常在实施后 5 到 9 个月内逐步显现，截至 2026 年 5 月，2025 年各轮关税的传导已“基本完成（effectively complete）”。数据层面，剔除汽油及其他能源商品的商品通胀同比拉动率在 2026 年 2 月达到高点 0.69 个百分点，后逐步回落至 5 月的 0.48 个百分点。然而，“大部分已反映”意味着关税作为一次性冲击的峰值已过、边际新增压力趋弱，但价格水平的长期性抬高压力仍存。2026 年 2 月最高法院推翻 IEEPA 关税后，替代关税影响的净增量有限。在中期大选前关税摩擦不会明显升级的中性情形下，下半年商品通胀有望进一步回落（见图表 1）。

³ Minton, Robert, Madeleine Ray, and Mariano Somale (2026). "Detecting Tariff Effects on Consumer Prices in Real Time – Part II," FEDS Notes. Washington: Board of Governors of the Federal Reserve System, April 08, 2026, <https://doi.org/10.17016/2380-7172.4040>.

图表 1：2025 年“对等关税”对通胀的影响已大部分反应



数据来源：美联储、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

2. 通胀高位运行后下落：核心压力仍在服务端。

商品端：能源驱动主导，核心商品通胀有限。5月能源商品与服务PCE价格同比上涨24.3%，对PCE同比拉动1个百分点，而冲突爆发前一年⁴此项的月均同比拉动率接近零（-0.014个百分点）。在美伊停火谈判推进背景下，WTI原油期货结算价从100美元/桶以上回落至70-80美元/桶区间；6月CPI、PPI能源分项环比分别大幅下降5.7%和6.4%，带动整体通胀加速降温。核心商品通胀自2月起显现结构分化、边际走弱特点：娱乐用品、服装鞋帽及家具等对PCE的拉动

⁴ 2025年3月-2026年2月。

延续缓幅上升，反映前期关税传导的滞后效应仍在释放，但斜率已明显平坦化；外带食品饮料通胀呈震荡态势；机动车及零部件对 PCE 的贡献几乎为零，显示汽车供应链瓶颈缓解与需求端降温的双重压制。

服务端：粘性仍强，医疗、金融保险与交通服务构成主要增量，住房通胀延续疲软。 2026 年 1-5 月，医疗保健对 PCE 的月均同比拉动为 0.52 个百分点，较 2025 年全年月度均值（0.45 个百分点）进一步抬升；金融保险同期月均拉动 0.55 个百分点，亦高于 2025 年均值（0.48 个百分点）；交通服务受能源价格二次传导效应驱动，3 月以来拉动明显走升，3-5 月月均贡献 0.21 个百分点，较 2025 年全年均值（0.11 个百分点）近乎翻倍；住房通胀延续 2025 年以来的疲软态势，近期增速低位徘徊，后续下行空间或有限（见图表 2）。

图表 2：能源驱动抬升整体通胀，核心压力仍在服务端

	权重	2026-05	2026-04	2026-03	2026-02	2026-01	2025-12	2025-11	2025-10	2025-09	2025-08	2025-07	2025-06
PCE同比增速	100	4.07	3.80	3.54	2.87	2.88	2.88	2.82	2.71	2.79	2.75	2.61	2.59
商品	31.3	1.50	1.37	1.18	0.56	0.40	0.54	0.46	0.41	0.43	0.27	0.18	0.19
耐用品	10.8	0.36	0.36	0.35	0.30	0.23	0.22	0.11	0.10	0.09	0.12	0.12	0.11
机动车及零部件	3.4	-0.01	0.00	0.00	-0.01	-0.01	0.04	0.06	0.07	0.08	0.09	0.06	0.04
家具及耐用家用设备	2.4	0.06	0.09	0.10	0.12	0.12	0.10	0.05	0.05	0.05	0.05	0.06	0.05
娱乐用品及车辆	3.4	0.22	0.22	0.21	0.15	0.09	0.06	-0.04	-0.05	-0.06	-0.06	-0.01	0.03
其他耐用品	1.5	0.09	0.07	0.04	0.05	0.04	0.03	0.03	0.02	0.02	0.04	0.00	-0.01
非耐用品	20.5	1.14	1.01	0.82	0.26	0.17	0.32	0.35	0.31	0.34	0.15	0.06	0.09
外带食品饮料	7.1	0.17	0.18	0.12	0.16	0.14	0.15	0.14	0.16	0.17	0.16	0.13	0.14
服装鞋帽	2.7	0.11	0.10	0.09	0.07	0.05	0.01	0.00	0.01	-0.01	-0.01	-0.01	-0.01
汽油及其他能源商品	2.5	1.01	0.73	0.55	-0.13	-0.18	-0.05	0.05	-0.01	-0.01	-0.15	-0.21	-0.19
其他非耐用品	8.2	0.06	0.14	0.16	0.13	0.12	0.20	0.16	0.14	0.17	0.12	0.12	0.12
服务	68.7	2.58	2.43	2.37	2.31	2.47	2.34	2.36	2.31	2.36	2.49	2.44	2.41
家庭服务消费支出	65.7	2.57	2.36	2.35	2.28	2.46	2.33	2.35	2.27	2.30	2.42	2.38	2.34
住房及公用事业	17.9	0.62	0.61	0.58	0.62	0.65	0.67	0.66	0.67	0.71	0.76	0.77	0.79
医疗保健	16.8	0.54	0.48	0.52	0.51	0.53	0.44	0.49	0.47	0.43	0.50	0.50	0.48
交通服务	3.4	0.22	0.20	0.21	0.14	0.10	0.08	0.13	0.12	0.13	0.15	0.13	0.12
娱乐服务	3.9	0.13	0.12	0.10	0.11	0.16	0.18	0.10	0.12	0.15	0.13	0.14	0.16
餐饮住宿服务	7.0	0.26	0.25	0.24	0.21	0.21	0.23	0.18	0.21	0.23	0.21	0.20	0.21
金融服务及保险	8.3	0.65	0.53	0.50	0.47	0.57	0.51	0.51	0.47	0.47	0.47	0.45	0.39
其他服务	8.4	0.18	0.17	0.20	0.23	0.24	0.23	0.29	0.22	0.19	0.21	0.20	0.20
为家庭服务的非营利机构最终消费支出	3.0	0.01	0.07	0.02	0.03	0.01	0.01	0.02	0.03	0.06	0.07	0.06	0.07
非营利机构总产出	11.0	0.26	0.30	0.27	0.26	0.29	0.27	0.31	0.31	0.30	0.33	0.31	0.33
减：非营利机构商品及服务销售收入	8.0	0.25	0.23	0.25	0.23	0.27	0.26	0.29	0.27	0.24	0.26	0.26	0.26
剔除食品及能源的PCE（核心PCE）	88.8	3.03	2.95	2.89	2.71	2.75	2.64	2.51	2.44	2.51	2.58	2.54	2.49
剔除食品、能源及住房的PCE	73.2	2.52	2.45	2.42	2.22	2.25	2.12	1.99	1.91	1.93	1.98	1.92	1.86
能源商品及服务	4.1	1.00	0.75	0.59	-0.01	-0.04	0.09	0.18	0.11	0.11	0.00	-0.08	-0.05
剔除能源及住房的服务	51.5	2.00	1.84	1.82	1.72	1.85	1.69	1.73	1.67	1.68	1.76	1.70	1.65
住房	15.6	0.50	0.50	0.47	0.49	0.50	0.52	0.52	0.53	0.57	0.60	0.61	0.63
市场化PCE*	85.9	3.40	3.17	2.96	2.33	2.23	2.28	2.18	2.13	2.19	2.11	2.03	2.06
剔除食品及能源的市场化PCE	74.7	2.36	2.32	2.31	2.16	2.11	2.04	1.87	1.87	1.91	1.95	1.96	1.96

数据来源：Wind、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

美国经济分析局（BEA）对 PCE 价格指数统计方法进行
调整，或具有一定技术性降低效应。近期，美国经济分析局（BEA）宣布计划于 2026 年 9 月 30 日起发布国民经济账户的年度更新结果⁵，将对 PCE 价格指数进行方法论调整，主要涉及对投资管理服务、法律服务及计算机软件与配件三个领域，此次修订将追溯应用于 2021 年以来的全部历史数据。具体看，（1）投资管理服务：用就业调查中的“行业总工时”等劳动力投入指标倒推实际服务产出的间接测量法替代直

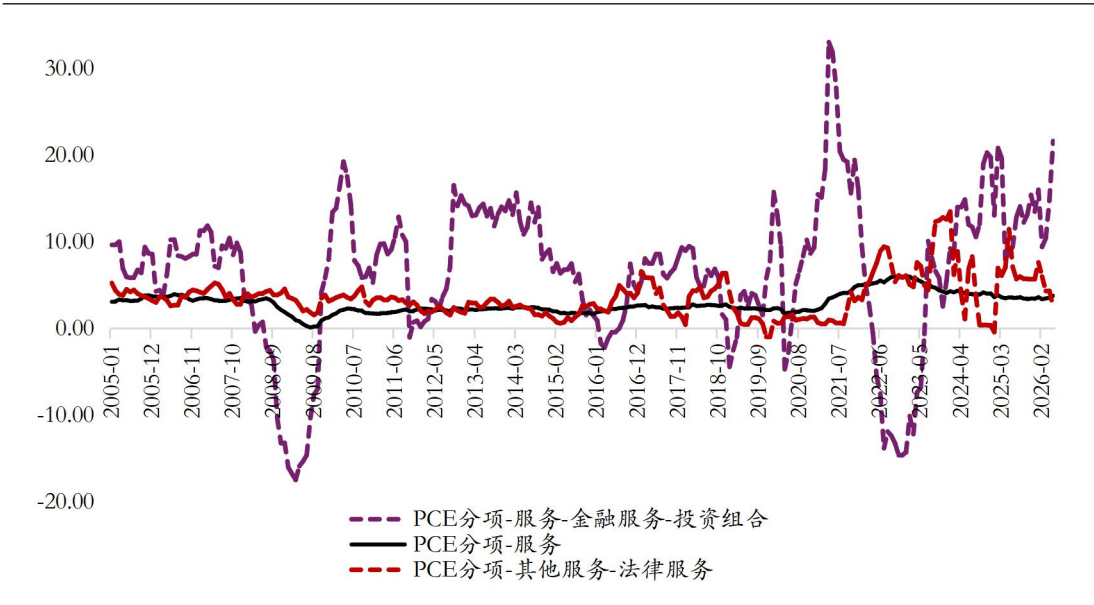
⁵ 详见《Preview of the 2026 Annual Update of the National Economic Accounts》，2026 年 6 月 24 日。

* 基于市场的个人消费支出（PCE）是一项补充性指标，其依据是具有可观测价格的家庭支出。该指标剔除了大多数估算交易（例如，无偿提供的金融服务）以及服务于家庭的非营利机构的最终消费支出等。

接以投资组合管理服务的 PPI 对名义支出进行平减以得到实际价格的方法；**（2）法律服务：**将用基于特定家庭消费法律服务的 PPI 计算得出的综合价格指数取代现有的 CPI 法律服务分项；**（3）计算机软件与配件：**改用复合价格指数，除了原先单一依赖的计算机软件及配件 CPI 之外，引入游戏软件出版 PPI 以及主机托管、应用服务器页面和其他信息技术基础设施服务 PPI 共同构成（见图表 3）。从 AI 对物价影响的角度看，AI 对金融、法律行业初中级岗位产生一定替代效应，因而用工时替代、家庭消费等维度测算相关 CPI，或旨在探索观测 AI 创新对生产率的影响；引入游戏软件出版、主机托管等传统环节 PPI 测算计算机软件与配件 CPI，则有利于消减 AI 投资端通胀引发的供给端通胀效应。整体而言，上述调整有利于降低通胀读数，市场相关研究显示⁶或可降低 PCE 0.2-0.3 个百分点，我们的测算结果略低，在 0.13 个百分点左右。

⁶ 根据高盛测算，上述三项统计方法调整合计或将 2026 年 5 月核心 PCE 同比增速下修约 0.2 个百分点至 3.2%；瑞银预计整体 PCE 读数降幅约为 0.23 个百分点。

图表 3：投资组合、法律服务以及服务分项同比增速



数据来源：Wind、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

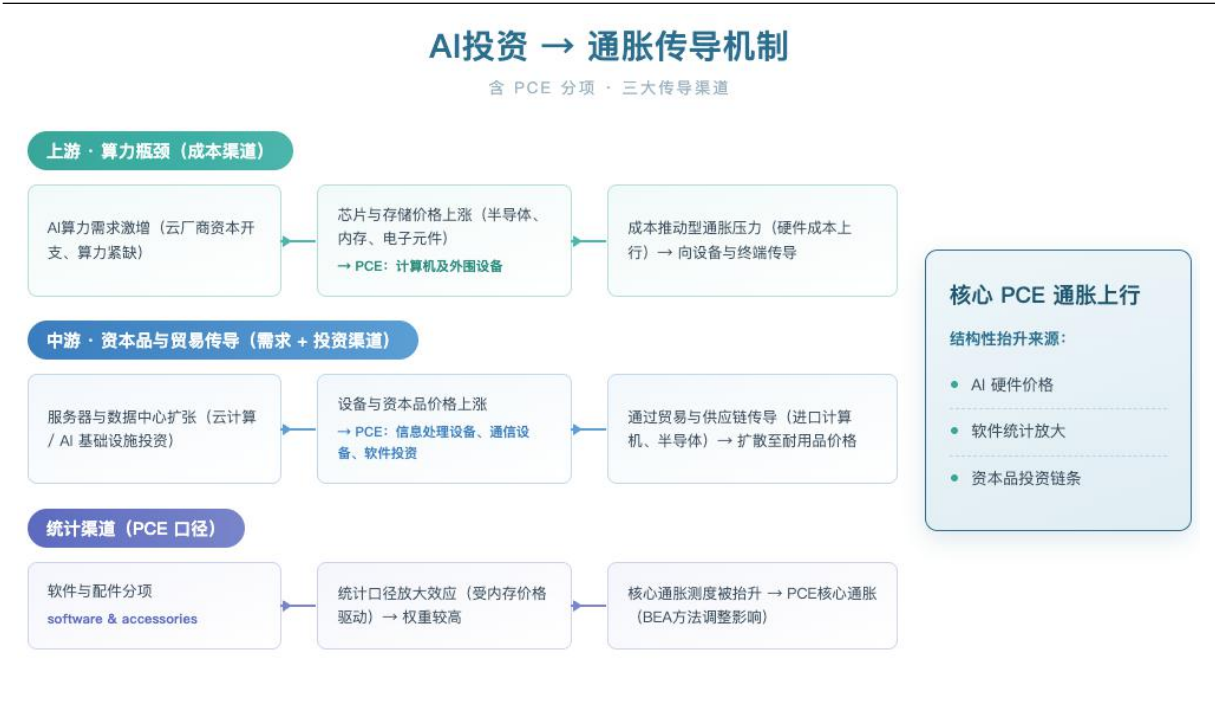
二、驱动机制变化：AI 驱动上升，硬件涨价传导，结构性压力显现

整体来看，2026 年美国通胀的驱动结构正在发生重要转变：通胀结构由“外生冲击型”逐步转向“内生结构型”。一方面，短期由能源冲击主导的上行压力波动趋弱，另一方面，中期通胀粘性更多来源于服务项与 AI 相关价格。

AI 投资周期正在通过“上游价格—中游设备—统计‘放大’效应”三条路径，对通胀形成系统性影响。一方面，上游算力瓶颈推升芯片及关键零部件价格，构成成本端冲击；另一方面，中游服务器及数据中心设备需求扩张，将价格压力向更广泛的资本品与贸易链条传导。在统计口径上，相关

价格通过“软件及配件”等分项被放大计入核心 PCE（目前美国经济分析局（BEA）已调整统计口径）。整体来看，AI 已不再仅是增长驱动因素，而是通过**多层级传导机制**嵌入通胀体系，成为影响通胀中枢的重要结构性变量。分路径来看：

图表 4：AI 投资周期影响通胀系统示意图



资料来源：中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

首先，AI 投资周期在上游主要通过“算力瓶颈→硬件涨价”的路径，对通胀形成典型的供给约束型冲击，其本质并非需求过热，而是算力供给不足导致的成本上行。具体来看，可从三个层面理解这一过程：第一，算力需求爆发直接推升核心硬件价格，首先体现在关键部件上。例如，市场预测 HBM（高带宽内存）平均售价（ASP）在 2027 年将大幅上涨⁷，部分高端规格甚至出现数倍增长。同时，GPU 及 AI 加速卡供给

⁷ 其中伯恩斯坦研究（Bernstein）研究报告称，预期 HBM 价格将在 2027 年上涨 2-2.5 倍。

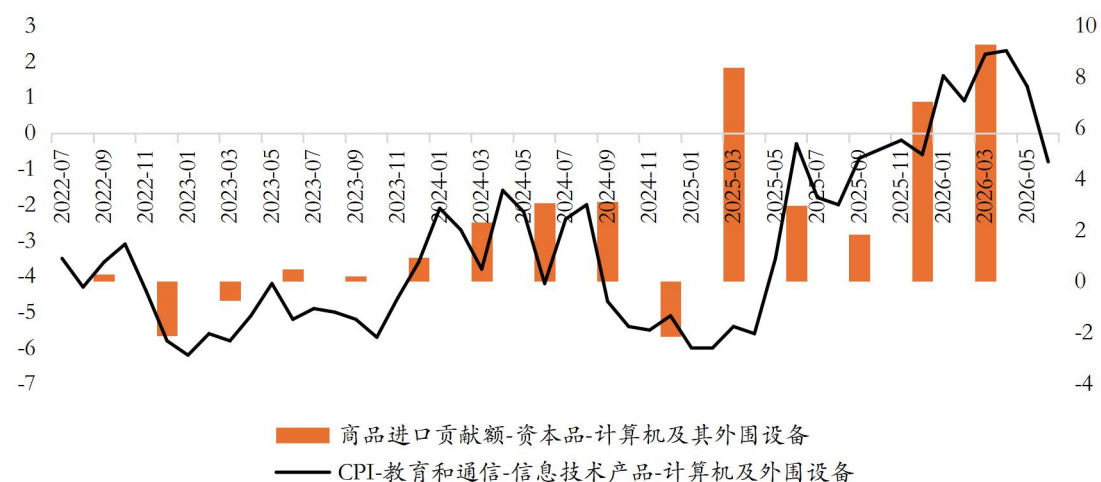
持续偏紧，云厂商采购价格维持高位，反映出算力供需缺口仍未有效缓解。

第二，价格信号已从微观硬件传导至宏观价格与贸易数据。从终端价格看，CPI 中计算机及其外围设备分项⁸在 2025 年基本维持负增长（2025 年平均增速：-2.92%），2026 年则由负转正（截至 2026 年 6 月平均增速：1.25%），表明硬件价格已结束长期下行趋势。从贸易额数据看，2026 年美国计算机及其外设在商品进口额的贡献率由 2025 年 6 月的 2.98% 上升至 2026 年 3 月的 9.28%，创历史高位。

第三，价格上行通过资本品链条向更广泛领域扩散。芯片价格上涨并未停留在单一环节，而是通过服务器、数据中心设备等资本品向中游传导，带动信息处理设备、通信设备等价格同步抬升。这意味着 AI 带来的价格压力，正从“单点硬件”演变为“整条设备链”的系统性上行。

⁸ 鉴于 CPI 分项在结构划分上更贴近本报告的研究框架，能够更细致地刻画价格传导路径，本文在分项分析中采用 CPI 口径进行拆分。

图表 5：AI 相关分项的价格以及进口量增长突出



资料来源：Wind、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

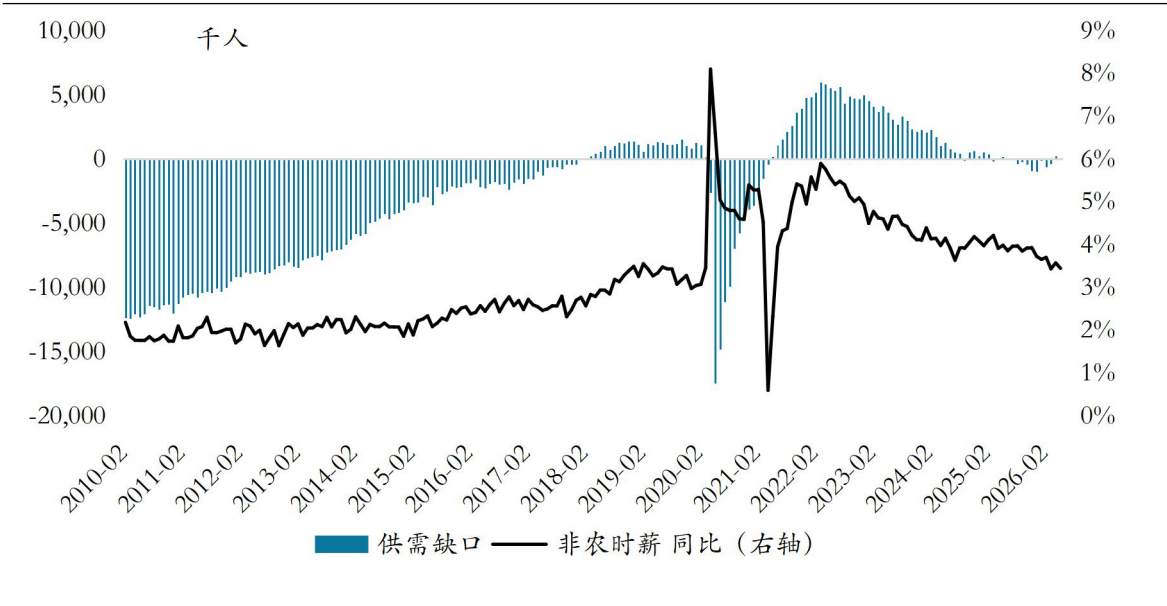
三、非农薪资下落幅度虽有限，但当前不足以引领服务通胀下行

在劳动力市场方面，当前美国就业呈现“弱平衡”特征，对通胀的影响更多体现为“缓释而非压制”。往前看，如果劳动力市场持续供需缺口弥合状态，或者供需缺口倒转，则劳动力成本可能进一步下降带来服务通胀降温。

第一，劳动力市场进入弱平衡区间：供需缺口收敛，薪资增速回落但仍具粘性。失业率维持在约 4.3% 的相对低位，劳动市场紧张程度（也即职位空缺与失业人数之比）已从 2022 年 7 月的 1.94 回落，在 2026 年 2 月达到 0.91。在此背景下，薪资增速较前期高点已明显放缓，但下降节奏偏缓，例如 2026 年以来非农时薪同比增速基本处于约 3.5%–4.0%

区间，尚未回落至与 2%通胀目标相匹配的水平（见图表 6）。

图表 6：供需缺口弥合，非农薪资持续下行

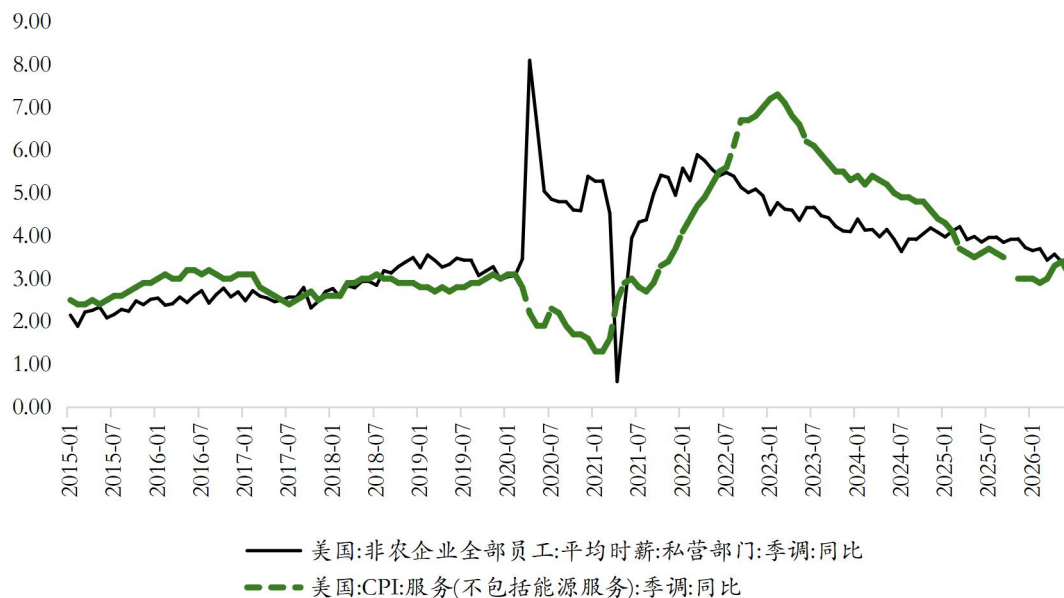


资料来源：Wind、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

第二，非农时薪增速回落力度仍不足以引领服务通胀下行。目前劳动力成本虽然增速回落，但整体力度不足，因此以劳动力成本为主导的服务通胀缺乏快速下行驱动。一般情况下，服务通胀对工资变化具有滞后性。目前非农薪资增速已从 2022 年的高点（接近 5.5%）回落至 2026 年 6 月的 3.45% 附近，核心服务通胀（剔除能源之后）同比维持（2026 年 5 月）在 3.4% 左右，距离 2% 通胀目标仍有距离）。进一步看分项结构，劳动力成本占比较高的服务领域（如医疗服务、餐饮、个人服务等）价格同比仍普遍高于 3%，部分项目仍维持在 4% 以上，显示工资粘性仍在向价格端传导。因此，在当前“弱平衡”格局下，工资仅温和回落，尚未进入“快速下行区间”，难以对服务通胀形成显著压制，预期后续通胀整体

回落路径仍将呈现“缓慢、黏性较强”的特征（见图表 7）。

图表 7：历史数据表明，服务通胀通常滞后于工资的变化



资料来源：Wind、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

四、凯文·沃什组建跨领域工作组，政策框架面临系统性评估

近期，美联储主席凯文·沃什牵头成立五个独立工作组，由 15 位来自学界、产业界及前央行官员的外部专家组成，分别围绕政策沟通、资产负债表管理、数据体系、生产率与就业，以及通胀框架展开系统性评估，并计划于年内提交研究结论。从成员结构看，工作组具有较强的“跨界+高规格”特征（见图表 8）：

图表 8：美联储工作组



资料来源：中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

（1）沟通（Communications）：该组重点在于优化政策沟通框架。在当前通胀结构更为复杂、政策路径不确定性上升的背景下，前瞻指引是否对市场带来额外波动是工作组研究的重点。未来美联储或取消前瞻指引，点阵图也可能存在不完全投票（6月会议沃什未提交利率预期），我们预期美联储与市场的沟通模式将会有较大变化。

（2）资产负债表（Balance Sheet）：该组聚焦缩表路径及资产负债表工具的长期定位。在高利率环境可能维持更久的情况下，数量工具（QT/QE）与利率工具之间的配合关系，或成为政策优化的重点，尤其是在金融稳定与流动性管

理之间寻求平衡。

(3) 数据 (Data): 该组引入 Raj Chetty 及产业界代表 (如 Walmart、微软背景成员), 显示美联储正强化对““微观数据+产业数据”的重视。在 AI 驱动经济结构变化的背景下, 传统宏观数据对价格与需求的刻画可能存在滞后, 未来政策判断或更加依赖高频、结构性及企业层面数据。

(4) 生产率与劳动力市场 (Productivity & Jobs): 重新评估“增长—通胀”关系, 指向 AI 对生产率与就业结构的深远影响。在当前劳动力市场“弱平衡”、薪资粘性仍存的背景下, 若 AI 带来生产率提升但同时推升资本品价格, 一段时间扰动“生产率提升 $\approx$ 通胀下行”的逻辑, 从而影响美联储对潜在增长与中性利率的判断。

(5) 通胀框架 (Inflation Framework): 核心目标与评估体系或迎调整。由 Greg Mankiw、Thomas Sargent、William White 等主导, 该组是此次评估的核心。重点可能包括: 如何看待结构性通胀 (如 AI 与服务项)、是否调整对通胀目标实现路径的容忍度, 以及如何改进通胀读数 (与 BEA 统计调整形成呼应)。这意味着, 美联储未来对“偏离 2% 目标”的容忍区间与政策反应函数, 可能出现边际变化。

短期来看, 该工作组更多属于研究与评估性质; 但中期而言, 其结论可能对政策反应函数产生实质性影响, 包括:

是否重新审视 2%通胀目标的实现路径、是否提高对结构性通胀的容忍度，以及是否延长高利率维持时间。由此，货币政策不确定性不仅来自经济数据本身，也来自政策框架潜在调整所带来的预期扰动。

中性情形下，在“外生冲击趋弱”+“内生压力上升”的组合下，美联储面临的约束更趋复杂：一方面，能源与关税因素退潮带动通胀波动降温；另一方面，服务通胀粘性与 AI 相关价格上行，使核心通胀中枢仍显著高于目标。在此背景下，美联储难以迅速转向宽松，更可能维持审慎观望。虽然市场对于美联储 2026 年加息的预期偏高，但我们仍认为美联储今年有机会维持利率水平不变，同时需警惕结构性与供给侧冲击带来的通胀反复风险。



香港中資銀行業協會
Chinese Banking Association
of Hong Kong

本文章版权属撰稿机构及/或作者所有，不得转载。

本文章发表的内容均为撰稿机构及/或作者的意见及分析，并不代表香港中资银行业协会意见。