下载日志已记录，仅供内部参考

中证鹏元
CSCI Pengyuan

通胀超预期回落，关注厄尔尼诺扰动——7月通胀数据点评

2026年8月9日

宏观研究

中证鹏元资信评估股份有限公司
研究发展部
李席丰
lixf@cspengyuan.com

主要内容：

7月CPI和PPI回落方向符合预期，但是回落幅度超出预期，主要在于原油、有色金属等输入性通胀从前期支撑项转为显著拖累项。剔除天气扰动，居民实际消费、地产建材链条仍偏低迷，内生性需求有待强化。展望后续，中东冲突在美国11月中期选举前或保持中低烈度，低库存和夏季需求支持原油价格高位宽幅震荡，输入性通胀边际缓解，叠加翘尾因素支撑减弱，PPI同比预计震荡反复、中枢下行，煤炭、新兴产业涨价等构成结构性支撑；CPI受到内需的约束，预计低位震荡，四季度生猪价格拉动作用将加强，食品项温和修复。对于债券，通胀约束减弱，债市仍处“顺风期”，博弈重心主要集中在政策落地节奏和机构行为，重点关注超长债利差压缩的配置机会。

今年价格端温和上涨，但传导不畅、结构分化，生活资料价格同比创近20年最长负增长记录。二季度GDP平减指数同比1.6%，结束连续12个季度的负增长，创下了自1993年有季度统计以来的最长纪录。GDP平减指数转正，主要来自成本端推动，但上游原材料上升并未传导到终端销售价格，生活资料价格长期偏弱运行，同比增速连续39个月为负值，为2004年1月以来最长负增长。

厄尔尼诺现象尚未对通胀形成冲击，关注其对秋冬季和明年通胀的影响。今年5月，监测显示赤道中东太平洋于已达到厄尔尼诺状态标准。截止目前，7月除了鲜菜、猪肉、建材链条价格部分受到气候溢价的影响，其他分项里气候的净贡献很小，厄尔尼诺现象在通胀数据中并未明显体现。如果秋冬季形成超强厄尔尼诺事件，可能将对CPI和PPI形成明显扰动。厄尔尼诺导致“南涝北旱”及夏季高温，主要通过农产品供给、供应链冲击和能源成本传导影响通胀；其对经济的影响具有明显的“滞后性”，带来的降水异常通常在次年夏季。因此，本轮厄尔尼诺影响将在秋冬季逐步显现，重大冲击可能集中在2027年二三季度，需重点防范农产品减产对价格的实质性冲击。

7月CPI同比增长0.5%，低于市场预期（0.8%），低于前值（1.0%）；

下载日志已记录，仅供内部参考

7 月 PPI 同比增长 3.5%，低于市场预期（4.0%），低于前值（4.1%）。

一、CPI：油价下跌成最主要拖累，三大因素推动核心 CPI 保持韧性

7 月 CPI 同比超预期回落，油价下跌成最主要拖累，贡献同比降幅的九成。核心 CPI 平稳增长，主要来自三大支撑：一是季节性需求，主要在暑期出行对住宿交通需求的提振；二是 AI 的结构性涨价，受全球产业需求拉动；三是政策主导的医疗服务涨价，并非市场化需求推动。和居民消费息息相关、市场化竞争的重要分项价格长期低迷，如食品餐饮、房租、汽车等价格同比多为负增长，居民对可选消费和必选消费的支出均偏谨慎。具体来看：

7 月 CPI 同比 0.5%，较上月增速下降 0.5pct，其中交通通信分项同比拉动率下降 0.53pct，是 CPI 回落的主要原因。CPI 环比-0.1%，连续三个月负增长，显著弱于季节性（0.38%）。食品项和非食品项同比分别为-1.5%、0.9%，较上月上升 0.1pct、下降 0.6pct，非食品项构成主要拖累。剔除食品和能源，核心 CPI 同比 0.9%，较上月下降 0.1pct，增速保持平稳；环比 0.3%，较上月上升 0.4pct，基本持平季节性（0.32%），显示消费需求在服务和工业消费品领域边际回暖。

1、食品项：环比 0.0%，显著弱于季节性（0.52%），一方面来自夏季水果季节性供应增加，一方面是居民需求不振。食品中鲜菜、畜肉、水产品价格回暖，环比转涨，但多数分项弱于季节性。

（1）猪肉：产能调减新政效应显现，叠加极端天气增加调运成本，猪价边际回暖，7 月价格环比转涨（4.1%），但弱于季节性（5.3%）。猪价前瞻指标——6 月能繁母猪存栏量为 3780 万头，较 3 月下降 124 万头（降幅 3.2%），显示猪肉稳步去产能。如果继续实行二季度的调控进度，三季度末能繁母猪存栏量将接近农业部 3650 万头的目标，猪周期可能见底企稳；8 月以来猪肉价格基本持平。

（2）鲜果：夏季应季水果集中上市，供应端带动鲜果价格环比季节性下跌（-3.8%），跌幅扩大 1.8pct，合计影响 CPI 环比下降约 0.07pct。

（3）鲜菜和蛋类：鲜菜价格环比上涨 1.3%，鸡蛋价格环比下降 2.1%，均明显低于季节性水平，居民必选消费支出偏谨慎。

2、非食品项：环比-0.1%，显著弱于季节性（0.36%）。八大分项中，医疗保健是主要亮点，其他分项均弱于季节性。核心商品价格回暖，主要受益于以旧换新政策和消费电子涨价，但涨幅整体不及季节性，修复动能不强；服务价格受到暑期出行和医疗调价影响，成为 CPI 的主要支撑；黄金和原油等外生变量拉动继续减弱。

（1）服务：服务价格由上月持平转为上涨 0.4%，略弱于季节性（0.6%），影响 CPI 环比上涨约 0.21pct，暑期出行和医疗涨价贡献服务 CPI 近八成的环比拉动。其中，暑期出行需求增加，住宿和交通相关分项合计影响 CPI 环比上涨约 0.10pct；部分地区政策性调价持续推进，医疗服务价格影响 CPI 环比上涨约 0.07pct。

下载日志已记录，仅供内部参考

本轮医疗调价来自政府主导的医院劳务项目涨幅，用来缓解药物耗材降价后医院面临的收支失衡，并非市场化定价，可能仍对后续 CPI 形成拉动。

（2）商品：7 月核心商品价格均边际回暖，可能受到以旧换新政策和芯片电子产业链涨价的影响。家用器具环比转涨，交通工具环比跌幅收窄，通信工具环比涨幅扩大 0.3pct 至 1%。6 月底前下达第三批以旧换新资金（625 亿元），提振核心商品需求，同时存储芯片和电子产业等 AI 板块涨价持续，拉动通信板块价格。

（3）能源和金属：受国际大宗商品价格变动影响，黄金和汽油等输入性通胀压力减弱，其中汽油同比涨幅回落 16 个百分点，对 CPI 的同比拉动比上月减少约 0.45pct；黄金饰品同比上涨 24.6%，较上月回落 3.5pct，其他用品及服务分项同比拉动 0.17pct，较上月减少 0.02pct。

（4）其他分项：房屋租赁处于毕业季需求集中释放的传统旺季（6 月-8 月），房租价格小幅回暖，环比继续上涨 0.1%，基本持平于季节性（0.12%）。房地产延续调整趋势，市场需求有待强化。

表 1　CPI 各分项同比拉动率

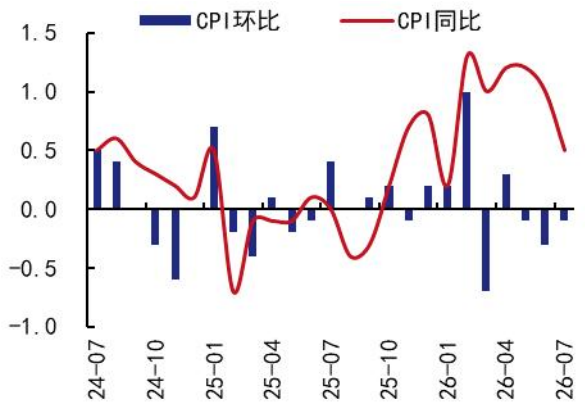
单位：%	环比变化	2026-07	2026-06	2026-05	2026-04	2026-03	2026-02
CPI同比	-0.50	0.50	1.00	1.20	1.20	1.00	1.30
食品	0.03	-0.25	-0.28	-0.30	-0.29	0.05	0.30
食品烟酒	0.02	-0.22	-0.24	-0.26	-0.24	0.11	0.41
畜肉类	0.05	-0.25	-0.30	-0.31	-0.28	-0.18	-0.11
猪肉	0.05	-0.26	-0.31	-0.31	-0.29	-0.22	-0.17
鲜菜	0.00	0.00	0.00	0.02	-0.01	0.08	0.19
水产品	0.00	-0.01	-0.01	0.01	0.02	0.07	0.11
鲜果	-0.01	-0.02	-0.01	-0.04	-0.02	0.08	0.12
蛋类	-0.01	0.07	0.08	0.03	0.00	-0.02	-0.02
衣着	0.00	0.08	0.08	0.08	0.08	0.09	0.10
居住	0.00	-0.07	-0.07	-0.04	-0.04	-0.04	-0.04
生活用品及服务	-0.03	0.04	0.07	0.10	0.08	0.08	0.15
交通通信	-0.53	0.06	0.59	0.77	0.66	0.13	-0.10
教育文娱	-0.01	0.15	0.16	0.15	0.15	0.13	0.23
医疗保健	0.05	0.26	0.20	0.19	0.20	0.17	0.17
其他用品及服务	-0.02	0.17	0.19	0.29	0.32	0.39	0.45

资料来源：Wind，中证鹏元整理

图 1　CPI 环比和同比

图 2　核心 CPI 环比和同比

下载日志已记录，仅供内部参考

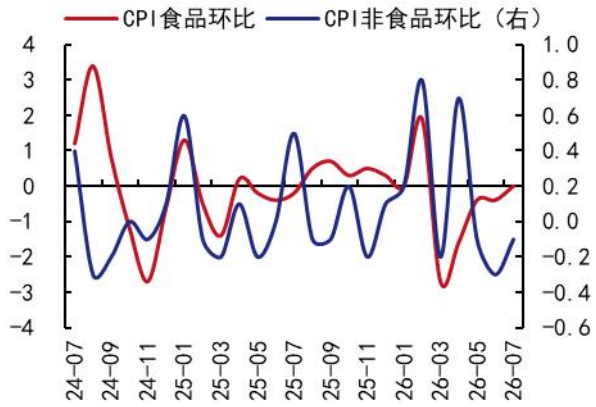


资料来源：Wind，中证鹏元整理



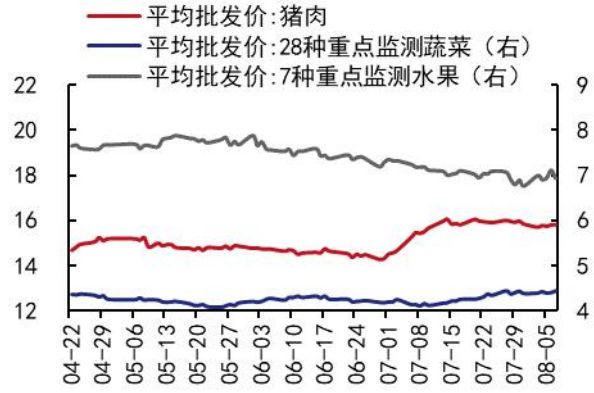
资料来源：Wind，中证鹏元整理

图 3　CPI 分项环比



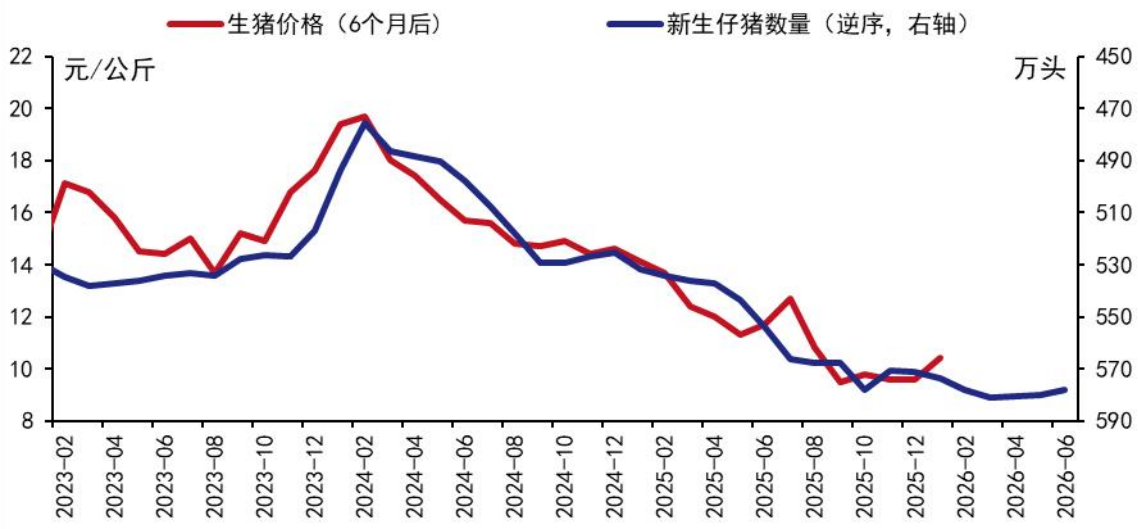
资料来源：Wind，中证鹏元整理

图 4　CPI 重点分项相关价格近期走势



资料来源：Wind，中证鹏元整理

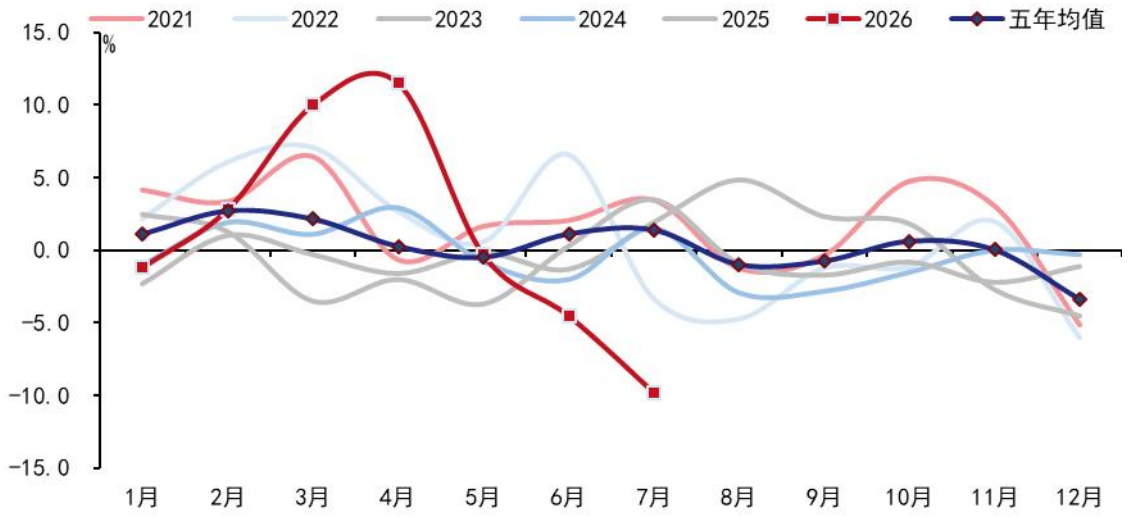
图 5　猪肉价格走势



数据来源：Wind　中证鹏元整理

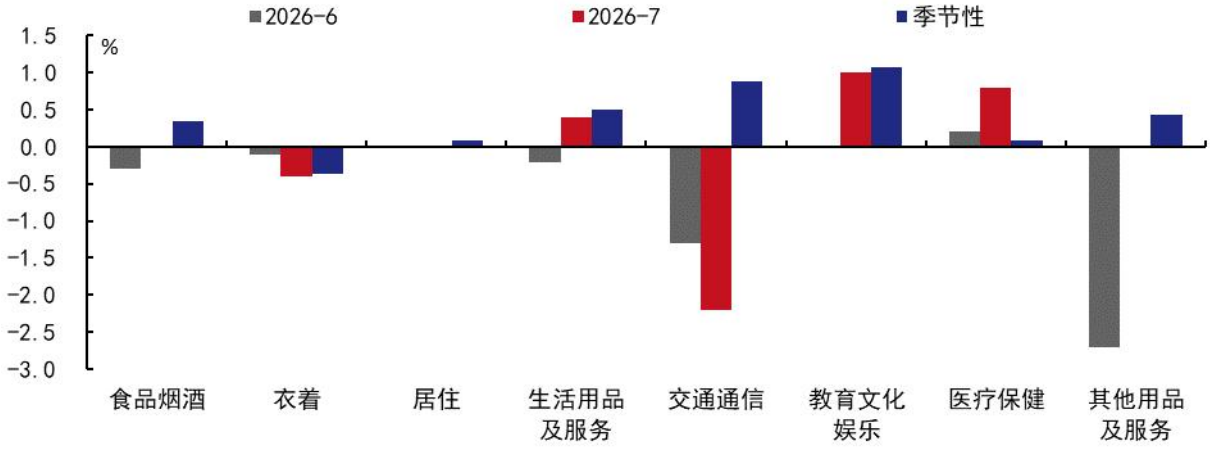
下载日志已记录，仅供内部参考

图 6　CPI 分项环比:交通工具用燃料



数据来源：Wind　中证鹏元整理

图 7　CPI 大类分项环比与季节性



数据来源：Wind　中证鹏元整理

二、PPI：输入性通胀压力继续缓解，同比见顶回落

7 月 PPI 同比 3.5%，低于预期，较前值下降 0.6pct；PPI 环比-0.7%，跌幅较上月扩大 0.4pct，显著弱于季节性（-0.3%）。从结构上看，生产资料价格和生活资料价格同比分别为 4.8%、-0.8%，较上月分别下降 0.7pct、上升 0.1pct。PPI 价格波动基本来自生产资料，两者同涨同跌、走势趋同，上半年价格回升主要受到原油供给冲击的影响，7 月价格也跟随原油价格回落。

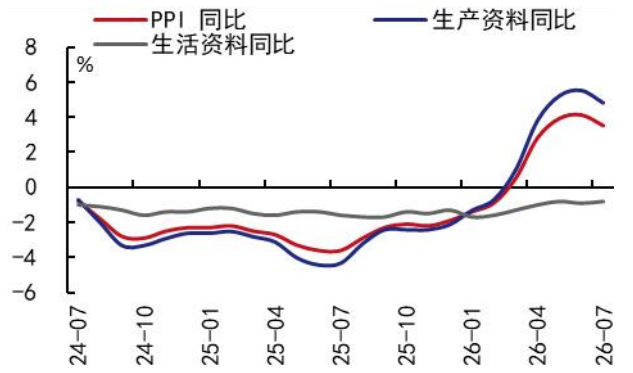
PPI 拉动项主要集中在季节性需求驱动的能源与消费品行业、AI 相关的高端制造行业，原油、有色金属等外生性因素从前期支撑项转为拖累项，建材链条继续磨底。其中，国际原油、有色金属价格回落，两项输入性因素合计影响 CPI 环比下降 0.65pct，基本贡献 PPI 环比跌幅。国内建材链条受天气和房地产业低

下载日志已记录，仅供内部参考

迷的影响，全线走弱；煤炭季节性需求上升，叠加供给约束加强，价格持续上涨，是内需定价商品的主要亮点。

具体来看：（1）能源化工：油价回落传递到能化链条，上游的油气开采、油煤加工价格环比跌幅均超6%，中下游的化工、化纤、橡胶塑料和纺织表现分化，多数环比下跌；夏季用电高峰带动需求增加，同时供应偏紧，煤炭采选价格连续五个月上涨，本月环比涨幅4.2%。**（2）建材相关：**高温雨季等季节性扰动增强，同时地产链条需求的实质性约束并未缓解，黑色金属、非金属矿物采矿和加工价格全线走弱，环比跌幅在0.3%-1.9%。**（3）有色金属：**受地缘政治、供需预期等影响，有色金属链条整体继续走弱，其中上游开采环比下跌2.1%，已连续三月下跌，中游冶炼及加工价格环比上月转负，本月跌幅扩大1.6pct至1.7%；**（4）AI产业链：**“人工智能+”加快拓展，AI涨价持续，计算机通信电子制造业价格本月环比上涨0.6%，连续7个月涨幅在0.5%以上。**（5）其他：**产业转型升级和消费提质提振行业需求，高端装备、新材料等领域蓬勃发展，智能无人飞行器制造、碳素新材料、船舶及相关装置制造价格分别上涨2.5%、0.4%和0.3%。品质类消费较快增长，智能家庭消费设备、护肤用化妆品制造价格分别上涨3.4%和0.7%。

图8　PPI及分项同比



资料来源：Wind，中证鹏元整理

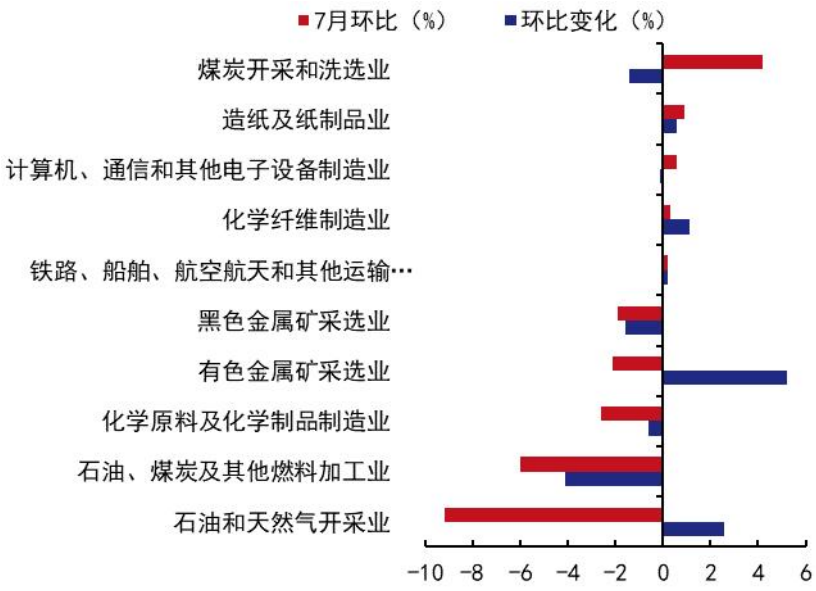
图9　PPI及分项环比



资料来源：Wind，中证鹏元整理

下载日志已记录，仅供内部参考

图 10　PPI 分行业环比增速前五位、后五位



资料来源：Wind，中证鹏元整理

整体来看，7 月 CPI 和 PPI 回落方向符合预期，但是回落幅度超出预期，主要在于原油、有色金属等输入性通胀下降。剔除天气扰动，居民实际消费、地产建材链条仍偏低迷，内生性需求有待强化。展望后续，中东冲突在美国 11 月中期选举前或保持中低烈度，低库存和夏季需求支持原油价格高位宽幅震荡，输入性通胀边际缓解，叠加翘尾因素支撑减弱，PPI 同比预计震荡反复、中枢下行，煤炭、新兴产业涨价等构成结构性支撑；CPI 受到内需的约束，预计低位震荡，四季度生猪价格拉动作用将加强，食品项温和修复。对于债券，通胀约束减弱，债市仍处“顺风期”，博弈重心主要集中在政策落地节奏和机构行为，重点关注超长债利差压缩的配置机会。

今年价格端温和上涨，但传导不畅、结构分化，生活资料价格同比创近 20 年最长负增长记录。二季度 GDP 平减指数同比 1.6%，结束 12 个季度连降，创下了自 1993 年有季度统计以来的最长负增长纪录（1998 年亚洲金融危机期间连续 7 个季度、2009 年金融危机期间连续 2 个季度、2020 年疫情初期为 1 个季度）。GDP 平减指数转正，主要来自成本端推动，但上游原材料上升并未传导到终端销售价格，生活资料价格长期偏弱运行，同比增速连续 39 个月为负值，为 2004 年 1 月以来最长负增长。

厄尔尼诺现象尚未对通胀形成冲击，关注其对秋冬季和明年通胀的影响。今年 5 月，监测显示赤道中东太平洋已达到厄尔尼诺状态标准。7 月，国家海洋环境预报中心预测今年秋冬季节将形成一次超强厄尔尼诺事件，不排除赶超 1997/1998 年史上超强厄尔尼诺的可能。截止目前，7 月除了鲜菜、猪肉、建材链条价格部分受到气候溢价的影响，其他分项里气候的净贡献很小，厄尔尼诺现象在通胀数据中并未明显体现。如果秋冬季形成超强厄尔尼诺事件，可能将对 CPI 和 PPI 形成明显扰动。厄尔尼诺导致“南涝北旱”及夏

下载日志已记录，仅供内部参考

季高温，主要通过农产品供给、供应链冲击和能源成本传导影响 CPI。对于 PPI，暴雨洪涝提高上游资源与原材料的生产成本，高温推高电力需求，火电补位需求增加，推高煤炭、天然气等化石能源价格，农业农资、制冷家电等部分下游行业受益，整体呈现“上游成本推升、下游需求分化”的特征。厄尔尼诺对经济的影响具有明显的“滞后性”，其带来的降水异常通常在次年夏季。因此本轮厄尔尼诺影响将在秋冬季逐步显现，重大冲击可能集中在 2027 年二三季度，需重点防范农产品减产对价格的实质性冲击。

图 11　二季度 GDP 平减指数转正，结束近三十年最长时期的负增长



数据来源：Wind　中证鹏元整理

图 12　上下游价格传导不畅，生活资料价格同比创近 20 年最长负增长记录



资料来源：Wind，中证鹏元整理

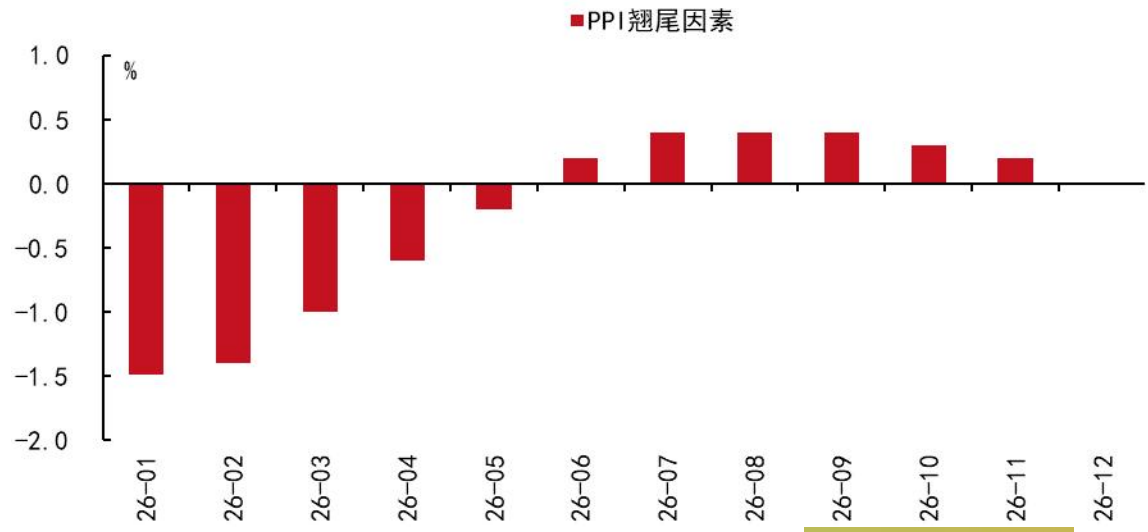
下载日志已记录，仅供内部参考

图 13　PPI 同比和原油价格高度挂钩



资料来源：Wind，中证鹏元整理

图 14　翘尾因素支撑作用将整体减弱



资料来源：Wind，中证鹏元整理

下载日志已记录，仅供内部参考

附表 1：通胀月度数据

单位：%	2026-07	2026-06	2026-05	2026-04	2026-03	2026-02	2025-07
CPI 同比	0.5	1.0	1.2	1.2	1.0	1.3	0.0
CPI 食品:同比	-1.5	-1.6	-1.7	-1.6	0.3	1.7	-1.6
CPI 非食品:同比	0.9	1.5	1.9	1.8	1.2	1.3	0.3
核心 CPI:同比	0.9	1.0	1.1	1.2	1.1	1.8	0.8
服务 CPI:同比	0.7	0.8	0.8	0.9	0.8	1.6	0.5
CPI:环比	-0.1	-0.3	-0.1	0.3	-0.7	1.0	0.4
CPI 食品:环比	0.0	-0.4	-0.4	-1.6	-2.7	1.9	-0.2
CPI 非食品:环比	-0.1	-0.3	-0.1	0.7	-0.2	0.8	0.5
核心 CPI:环比	0.3	-0.1	-0.1	0.2	-0.7	0.7	0.4
服务 CPI:环比	0.4	0.0	-0.1	0.5	-1.1	1.1	0.6
PPI:同比	3.5	4.1	3.9	2.8	0.5	-0.9	-3.6
PPI 生产资料:同比	4.8	5.5	5.2	3.8	1.0	-0.7	-4.3
采掘工业:同比	16.4	16.5	15.8	10.6	2.0	-5.3	-14.0
原材料工业:同比	6.1	8.6	9.2	7.1	1.1	-1.9	-5.4
加工工业:同比	3.1	3.0	2.3	1.5	0.9	0.3	-3.1
PPI 生活资料:同比	-0.8	-0.9	-0.8	-1.0	-1.3	-1.6	-1.6
食品类:同比	-2.1	-2.1	-1.8	-1.9	-1.7	-1.8	-1.8
衣着类:同比	-1.1	-1.0	-1.0	-1.1	-1.1	-1.0	-0.1
一般日用品类:同比	-1.0	-1.0	-1.0	-1.1	-1.4	-1.8	0.6
耐用消费品类:同比	0.4	0.1	0.0	-0.3	-1.0	-1.6	-3.5
PPI:环比	-0.7	-0.3	0.5	1.7	1.0	0.4	-0.2
PPI 生产资料:环比	-0.9	-0.3	0.7	2.1	1.3	0.5	-0.2
采掘工业:环比	-0.2	-0.9	1.5	5.7	3.9	1.2	-0.2
原材料工业:环比	-2.4	-1.2	0.9	4.9	2.4	0.2	-0.1
加工工业:环比	-0.1	0.2	0.5	0.4	0.5	0.6	-0.3
PPI:生活资料:环比	-0.1	-0.3	0.0	-0.1	-0.1	0.0	-0.2
食品类:环比	0.0	-0.8	-0.1	-0.4	-0.2	0.0	0.0
衣着类:环比	-0.3	0.0	0.1	-0.1	-0.1	-0.4	-0.1
一般日用品类:环比	-0.2	-0.1	0.1	0.1	0.1	-0.2	-0.2
耐用消费品类:环比	0.0	0.0	0.1	0.1	-0.1	0.3	-0.6

资料来源：Wind，中证鹏元整理

下载日志已记录，仅供内部参考

免责声明

本报告由中证鹏元资信评估股份有限公司（以下简称“本公司”）提供，旨为派发给本公司客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于我们认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。需要强调的是，报告中观点仅是相关研究人员根据相关公开资料作出的分析和判断，并不代表公司观点。本公司可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息，独立做出投资决策并自行承担相应风险。本公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面同意，本报告不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。任何机构和个人如引用、刊发本报告，须同时注明出处为中证鹏元研发部，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，本公司不承担任何法律责任。

独立性声明

本报告所采用的数据均来自合规渠道，通过合理分析得出结论，结论不受其它任何第三方的授意、影响，特此声明。

下载日志已记录，仅供内部参考

中证鹏元资信评估股份有限公司

深圳 通讯地址：深圳市南山区深湾二路 82 号神州数码国际创新中心东塔 42 楼 邮编：518040
电话：0755-82872897 传真：0755-82872090

北京 通讯地址：北京市朝阳区建国路甲 92 号世茂大厦 C 座 23 层 邮编：100022
电话：010-66216006 传真：010-66212002

上海 通讯地址：上海市浦东新区民生路 1299 号丁香国际商业中心西塔 9 楼 903 室 邮编：200120
总机：021-51035670 传真：021-51035670

湖南 通讯地址：湖南省长沙市雨花区湘府东路 200 号华坤时代 2603 室 邮编：410000
电话：029-88626679 传真：029-88626679

江苏 通讯地址：江苏省南京市建邺区黄山路 2 号绿溢国际广场 B 座 1410 室 邮编：210019
电话：025-87781291 传真：025-87781295

四川 通讯地址：四川省成都市武侯区嘉煜金融科技中心 21 楼 2101 号
电话：+852 36158343 传真：+852 35966140

山东 通讯地址：山东省济南市历下区龙奥西路 1 号银丰财富广场 B 座 1302 室
总机：0531-88813809 传真：0531-88813810

陕西 通讯地址：陕西省西安市莲湖区桃园南路 1 号丝路国际金融中心 C 座 803 室
电话：029-88626679 传真：029-88626679

香港 通讯地址：香港中环德辅道中 33 号 21 楼
电话：+852 36158342 传真：+852 35966140