下载日志已记录，仅供内部参考

图说中国宏观周报：2026年7月物价数据点评：油价回落推动CPI同比暂缓

2026-08-09

7 月CPI 同比由上月的1.0%回落至0.5%，主要是汽油价格涨幅回落所致，同时受以旧换新品类高基数和旅游价格弱于季节性影响，核心通胀亦稍有放缓。7 月PPI 环比下降0.7%，石化和有色链相关行业价格回落是主要拖累，PPI 同比涨幅也由上月4.1%放缓至3.5%。通胀的结构性分化特征持续，上下游剪刀差仍在高位运行，下游终端顺价偏弱的格局延续。往前看，我们认为，随输入性因素冲击转弱，叠加去年下半年反内卷导致的基数抬升，未来数月PPI 同比或继续回落，而在猪肉价格温和回升和服务消费韧性下，未来数月CPI 同比或将有所修复。通胀持续回升仍有赖于内需改善，关注下半年财政进度、“六张网”落地情况。

1. CPI同比放缓，主要是受汽油价格涨幅回落影响7 月CPI 环比下降0.1%，明显弱于季节性（十年同期均值的0.4%），同比放缓至0.5%（vs. 6 月1.0%），主要是汽油价格涨幅回落所致。据统计局数据测算显示，汽油价格回落影响CPI 环比下降0.35ppt，对CPI 同比的拉动作用较上月减少0.45ppt1。食品价格同比降幅略有收窄，对CPI 同比的拖累较上月减少约0.02ppt。部分受去年同期高基数影响，以旧换新品类价格同比增速回落，对核心通胀的贡献边际减少0.10ppt，对CPI 同比贡献边际减少0.07ppt。

国内成品油价格回落，带动能源相关CPI 同比继续放缓。受国际油价变动影响，7 月初国内成品油价格大幅下调，而月中回调幅度有限，7 月汽油价格同比涨幅由上月的17.0%收窄至1.0%，带动交通工具用燃料同比涨幅回落至0.8%（vs. 6 月的15.3%），我们测算的能源相关CPI2同比涨幅由上月的3.5%收窄至0.6%。

猪肉价格边际回暖，推动食品CPI 同比降幅稍有收窄（7 月-1.5% vs. 6 月-1.6%）。猪肉方面，养殖端出栏节奏阶段性放缓叠加市场情绪改善，猪肉价格正在低位回升，7 月猪肉价格环比上涨4.1%，同比跌幅由上月的15.9%收窄至13.3%。鲜菜方面，露天蔬菜集中上市增加供应，而高温、暴雨和台风天气等对蔬菜生产及运输形成扰动，7 月鲜菜价格环比上涨1.3%，但仍弱于季节性（十年同期均值的4.2%），同比降幅持平在0.3%。鲜果方面，时令水果集中上市、市场供应充足，鲜果价格延续季节性回落，环比下降3.8%（vs.十年同期均值的-2.9%），同比降幅则由上月的0.7%小幅走阔至1.1%。根据我们的测算，相比上月，猪肉价格对CPI 同比的拖累减少0.05ppt，而鲜菜和鲜果对CPI 同比贡献基本持平。

核心通胀同比涨幅由上月的1.0%略有放缓至0.9%。国际金价再度震荡下行，带动国内黄金饰品价格同比涨幅由上月的28.1%收窄至24.6%，对CPI 同比的拉动作用边际减少约0.04ppt。以旧换新品类，存储芯片价格上涨仍在向手机、电脑等终端产品传导，通信工具价格环比上涨1.0%，而家用器具、交通工具等消费品的涨价空间仍然有限。我们测算的以旧换新品类价格环比上涨0.2%（vs.去年7 月的0.8%），高基数推动同比涨幅由上月的1.8%回落至1.1%，对核心CPI 同比的拉动作用边际下行0.10ppt。服务方面，暑期旅游出行需求增加，航空运输和宾馆住宿等行业景气度有所回升，7 月旅游价格环比上涨6.6%（vs.去年7 月的9.1%），略弱于季节性，带动同比由上月的4.5%回落至2.2%。而受部分地区医改调价影响，全国医疗服务价格环比上涨1.1%，推动同比涨幅由上月的3.4%提升至4.3%，影响CPI 同比上涨约0.28ppt。7 月服务价格环比上涨0.4%，同比由上月0.8%稍有收窄至0.7%。我们的测算表明，服务价格对核心通胀的贡献边际减少0.06ppt。

2. PPI 环比降幅扩大，石化和有色链价格回落是主要拖累7 月PPI 环比下降0.7%，降幅较上月扩大0.4ppt，主要是受输入性因素相关行业（原油和有色等）价格下行的影响。PPI 同比涨幅由上月的4.1%回落至3.5%，其中，生产资料价格同比上涨4.8%，生活资料价格同比下降0.8%，两者剪刀差由上月的6.4ppt 稍有收窄至5.6ppt，显示前期由大宗商品涨价带来的冲击边际缓和，但生产资料价格同比仍显著高于生活资料价格，反映出上游价格偏强、下游终端顺价偏弱的格局仍在延续。具体来看，

石化和有色链价格回落是PPI 环比降幅扩大的主要原因。一方面，尽管美伊谈判过程有所反复3，但国际原油的地缘风险溢价大幅消退，石油开采、精炼石油产品制造、有机化学原料制造价格分别环比下降11.8%、8.4%和4.2%；另一方面，受此前加息预期升温的影响，铜等有色金属价格也有所承压，有色金属矿采选业、有色金属冶炼和压延加工业价格分别环比下降2.1%和1.7%。据统计局数据显示，以上5 个行业合计影响PPI 环比下降约0.65ppt4。我们测算的能化和有色链价格同比分别由上月的11.8%和23.6%回落至9.0%和20.4%，对PPI 同比的拉动作用较上月分别减少约0.48 和0.14ppt。

AI 链与部分高端制造仍是结构性亮点。产业升级和经济新动能提供结构性需求支撑，推动人工智能、高端装备、新材料等相关行业价格继续上涨，电气机械和器材制造业、计算机通信和其他电子设备制造业价格同比分别由上月的5.1%、3.3%上行至5.7%和4.4%，我们测算这两个行业7月对PPI 同比的拉动作用为0.69ppt，相较上月增加0.13ppt。

生活资料与传统终端需求相关行业仍偏弱。一是7 月高温、降雨天气增加，叠加房地产和基建项目施工偏弱，建筑钢材需求仍处季节性淡季，黑色金属冶炼和压延加工业、非金属矿物制品业价格分别环比下降0.8%、0.5%；二是终端消费品价格承压，如电力热力生产和供应业、汽车制造业、医药制造业、酒饮料和精制茶制造业价格同比分别下降4.0%、2.3%、4.0%、

下载日志已记录，仅供内部参考

5.7%，合计对PPI 同比的拖累作用为0.54ppt。

3. 通胀持续回升仍有赖于内需改善

向前看，我们认为，如果后续国际油价不再大幅上行，输入性价格冲击的动能减弱，叠加去年下半年反内卷之下PPI环比改善、价格基数抬升，未来数月PPI同比大概率继续呈回落态势。CPI方面，猪肉价格正在触底温和回升，通信电子产品和服务消费等部分领域价格或仍有韧性，我们预计未来数月CPI同比或有所修复。不过，通胀的结构性分化持续，上下游剪刀差高位运行，中下游利润或延续承压，后续通胀能否形成更持续、更均衡的回升，将更多取决于国内需求改善，可重点关注下半年财政进度、“六张网”落地情况。

市场观察

本周全球权益普涨，海外债券收益率下行，美元走弱，黄金上涨、原油下跌。全球权益普涨，7 月国内以美元计价出口同比23.9%（6 月为27.0%）、进口同比27.5%（6 月为36.0%），出口高于市场预期，AI带动下电子类产品拉动作用上升。沪深300 上涨2.3%，电子、有色金属和通信板块领涨。美国7 月非农就业人数意外收缩2.3 万人（市场预期增加8 万人，前值为增加5.7 万人），叠加5、6 两月新增就业合计大幅下修10.3 万人，表明劳动力市场降温，市场加息预期回落。标普500 上涨3.6%，纳斯达克上涨5.2%。日经225 上涨1.9%，韩国KOSPI下跌5.1%；欧股上涨、新兴市场股市涨跌不一。海外债券收益率普遍下行，1 年期国债收益率上行5bps收于1.20%，10 年期国债收益率持平于1.71%，2 年期美债下行9bps至4.19%，10 年期美债下行10bps至4.65%。日本10 年期国债下行2.8bps，德国10 年期国债下行1bp。美元走弱，美元指数下跌0.4%至99.54，人民币兑美元持　　平于6.75。人民币兑日元贬值1.1%、兑欧元基本持平。黄金上涨、原油下跌，伦金上涨7.4%至4342 美元/盎司，布油下跌8.6%至82 美元/桶。内盘商品涨跌不一，螺纹钢和PTA下跌0.1%，玻璃和生猪分别上涨0.5%和12%。

近日美日联合干预汇市，日元波动加大，联合干预涉及的美联储FIMA工具未来若常态化使用，或成为美联储流动性投放新机制。7 月末美日罕见联合干预汇率，日元快速升值，最高触及155，创5 月中旬以来新高。本轮美日联合干预为90 年代以来第四次联合干预，也是自1998 年以来首次日元买入型干预。但与此前干预方式有所不同，本轮外汇干预或涉及使用美联储FIMA工具（Foreign andInternational Monetary Authorities）5，通过向美联储抵押日本持有的美债储备获取外汇干预资金，而非如此前直接抛售美债的外汇干预方式。本轮联合干预之前，本轮日元贬值更多反映日本货币政策正常化之后对日本财政可持续性的担忧。因此我们认为单纯的日本央行加息或者脉冲式的外汇干预难以扭转日元贬值趋势。此外，在美国大财政背景下，三季度美国财政部预计美债净发行6710 亿美元，其中中长端美债3670 亿美元，无论总量还是久期较二季度均大幅增加（《中场休息：融资热vs资金紧》）。供给压力下美债利率面临巨大上行压力，传统抛售美债的日元干预方式则可能进一步加剧美债波动。因此，一方面，日本扭转日元趋势性贬值需要更频繁的外汇干预；另一方面，美国财政部和美联储有动机通过FIMA工具实现支撑日元升值和稳定美债利率的双重目标。近日，美国财政部长贝森特提出扩大FIMA的规模以支持日元6。未来若美日通过FIMA工具实行常态化汇率干预，日本可以通过滚动抵押美债储备获取美元，美联储随之扩表，最终向市场注入流动性，意味着此前偏紧的市场流动性获得改善，对全球股市和有色带来提振（《8 月报：不同寻常的美日汇率干预》）。

上周高频数据跟踪

8 月第2 周，食品价格总体温和回升，其中菜篮子产品批发价格200 指数周环比上涨0.3%，其中蔬菜、水果价格周环比分别上涨1.4%、2.5%，猪肉价格周环比下跌0.2%。大宗商品价格反弹，南华工业品指数周环比上涨0.8%，同比涨幅回升至3.1%，其中白银、焦煤等涨幅较大。

线下消费场景活跃度有所回升，城市商圈到访人数同比上涨1.3%，增速由负转正；国内航班执行量同比增长超7%。耐用品消费边际修复，4 类大家电零售额4WMA同比-2.9%，降幅明显收窄。房地产销售延续偏弱，样本城市商品房成交面积同比-6.1%，降幅略有收窄但绝对水平仍低；样本城市二手房成交面积同比+2.1%，增速略有减缓。

建筑开工延续低迷，螺纹钢表观消费量4WMA同比-5.1%，降幅略有扩大；水泥出库量4WMA同比-26.1%、基建水泥直供量4WMA同比-12.3%，混凝土发运量4WMA同比-23.5%。出口活动边际改善，港口集装箱吞吐量4WMA同比上升2.5%，增速由负转正。生产活动方面，铁路货运量同比下降4.6%，降幅继续扩大；石油沥青装置开工率22.9%，自6 月中旬以来持续恢复。

上周房地产高频跟踪

中金房地产景气指数略有下滑（94.1vs.前周值94.4），其中销售指数（88.7vs.前周值89.7）与融资指数（96.4vs.前周值96.5）均有所下降，供给指数（97.1vs.前周值97.0）略有上升。

下载日志已记录，仅供内部参考

从需求看，新房和二手房销售量同比均边际走弱。新房方面，8 月1 日-8 月7 日，30 城新建商品住宅销售面积同比增速由正转负（-1.4%vs.前周值4.3%），其中一线同比由负转正（28.2%vs.前周值-6.5%），而二线同比（-18.6%vs.前周值4.9%）和三线同比（-2.8%vs.前周值21.6%）均由正转负。

二手房方面，8 月1 日-8 月7 日，15 个样本城市二手房销售面积同比增速有所回落（2.0%vs.前周值4.5%）。

从供给看，土地市场成交规模延续低迷态势。成交方面，7 月27 日-8 月2 日，300 城宅地规划建筑成交面积同比降幅稍有收窄（-32.5%vs.前周值-49.1%）。热度方面，7 月27 日-8 月2 日，300 城土地平均溢价率上升（16.9%vs.前周值9.7%），从城市能级看，其中一线城市土地平均溢价率为26.9%，二线城市为7.5%，三四线城市为3.5%。本周推出土地124 宗（vs.前周184 宗），流拍率略有上升（3%vs.前周值1%）。

从融资看，房地产境内信用债净融资边际回升。8 月3 日-8 月9 日，房企境内信用债净融资额为55.0亿元（vs.前周值-19.3 亿元）。

上周金融市场高频跟踪

10 年期国债收益率再次来到1.7%的关键点位附近，多空博弈较激烈。央行收紧投放，但银行间资金面整体仍然平稳。关注下周央行7D逆回购和买断式逆回购续作情况。

资金面上，本周（8 月3 日-8 月9 日）共有1.24 万亿元7D 逆回购、9000 亿元隔夜逆回购、3000 亿元3M 买断式逆回购到期，央行进行7D 逆回购操作1165 亿元、隔夜逆回购操作3000 亿元、3M 买断式逆回购操作5000 亿元，累计实现净回笼1.53 万亿元。下周共有1165 亿元7D 逆回购、1 万亿元6M 买断式逆回购到期。本周三至周五，央行7D 逆回购投放规模自5 月中下旬以来首次回归50 亿元及以下的“地量”，彼时银行间资金面宽松、回购成交活跃，DR001、R001 均在1.25%左右。当前质押式回购成交量和隔夜成交占比均低于5 月中下旬，R001、DR001 在1.36%上下、也与7 月同期大体一致，银行间资金面算不上非常宽松，央行此时选择收紧投放，我们认为还是与上周政治局会议后债市做多情绪回暖、10 年期国债收益率逼近1.7%的关键点位有关。

资金价格方面，DR001 下行6bp 至1.36%，DR007 下行6bp 至1.39%，R001 下行9bp 至1.38%，R007 下行5bp 至1.41%，DR001、DR007、R001 降至央行7 天逆回购利率1.40%以下。3M Shibor 持平于1.43%。

一级方面，月初至今政府债净融资约960 亿元，低于去年同期的4900 亿元。年初至今政府债净融资约7.82 万亿元，低于去年同期的9.48 万亿元。我们预计8 月政府债净融资或在1.32 万亿元左右（国债约4800 亿元、地方债约8400 亿元），与去年8 月（1.33 万亿元）大体持平。

二级方面，国债曲线短端受央行收紧投放影响、有所上行，长端做多情绪延续、小幅下行。1 年期国债收益率上升5bp 至1.20%，10 年期国债收益率持平于1.71%（活跃券收益率周五收盘来到1.6985%），10 年期与1 年期国债利差收窄至51bp，30 年期国债收益率下行1bp 至2.18%。

基本面上，出口同比受台风扰动小幅回落，CPI与PPI同比放缓。7 月美元计价出口同比23.9%、进口同比27.5%，均较6 月小幅回落。出口放缓的主要原因是台风扰动。AI高景气对出口的支撑仍在，7月电子类产品出口同比71.1%。CPI同比由1.0%放缓至0.5%，主要受国内汽油价格涨幅回落影响。

PPI同比由4.1%放缓至3.5%，除油价回落外，7 月高温和台风天气影响建筑施工，对相关工业品价格也有不利影响。

10 年期国债收益率会实质性下破1.70%吗？上周政治局会议后，国债曲线长端做多情绪回暖，10 年期国债收益率来到1.70%附近，但这一位置多空博弈激烈，市场担忧央行本周“地量”OMO是给多头“踩刹车”。从高频数据看，我们认为下周将公布的金融数据、下下周一（17 日）将公布的经济数据有较大概率偏弱，若下周央行6M买断式逆回购等量或加量续作，债市宽货币预期可能再度高涨，10 年期国债收益率或实质性下破1.70%。如果仅是金融和经济数据偏弱，而央行7D逆回购投放进一步减量、买断式逆回购也缩量续作，10 年期国债收益率实质性下破1.70%的动力可能不足。