下载日志已记录，仅供内部参考

2026 年 08 月 13 日

通胀温和回落，美联储加息的门槛仍较高

——美国 7 月 CPI 点评

宏观研究团队

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 7 月最新通胀数据。其中 CPI 同比上升 3.4%，核心 CPI 同比上升 2.5%，均符合市场预期。

● **总体通胀与核心通胀均继续回落，主要分项均有拖累**

1. 总体通胀与核心通胀均持续回落，但环比有所回升。7 月美国 CPI 同比上升 3.4%，环比上升 0.1%；同比增速较 6 月下降 0.1 个百分点，符合市场预期。核心 CPI 同比上升 2.5%，较 6 月下降 0.1 个百分点；环比上升 0.2%，较 6 月提升 0.2 个百分点，亦符合市场预期。从驱动因素上来看，主要分项均有一定程度的拖累，其中核心服务、能源项拖累相对较大。往后看，虽然近期地缘政治局势依旧不稳定，但考虑到核心通胀相对疲软，且高基数效应仍然存在，通胀同比增速下行的趋势有望延续，核心 CPI 或将成为后续通胀下行的关键力量。

2. 能源通胀增速边际放缓，核心通胀环比有所回升。具体而言，7 月能源项同比上升 14.7%，较 6 月下降 1.0 个百分点；7 月份食品项同比上升 3.0%，与 6 月基本持平。核心 CPI 方面，7 月核心 CPI 同比上升 2.5%，较 6 月下降 0.1 个百分点；环比上升 0.2%，较 6 月提升 0.2 个百分点，均符合市场预期。其中核心商品同比增速较 6 月基本稳定，环比上升 0.2%，较 6 月提升 0.3 个百分点；核心服务同比上升约 3.01%，较 6 月下降约 0.15 个百分点；环比上升 0.2%，较 6 月提升 0.2 个百分点。总的看，7 月核心 CPI 同比增速较 6 月继续回落，且核心服务为主要拖累项，但环比增速的回升，显示仍需关注美国通胀的可能韧性。

3. 通胀回落方向或确定，斜率及核心通胀或是关键。总的看，7 月 CPI 数据显示美国通胀水平继续回落，但环比增速的回升，显示当前美国通胀下行的斜率还有一定的不确定性。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，7 月份同比增速较 6 月份下降 0.33 个百分点至 2.84%，环比则上升 0.19%，较 6 月回升 0.4 个百分点，显示美国通胀的韧性尚存。**往后看，随着基数的上行，美国通胀下行的态势或将延续。但不确定的是，如果后续美伊冲突出现某种程度的升级，亦或者其它经济供给端出现负面冲击，可能会导致通胀下行的斜率放缓，甚至于核心通胀的反弹，这一点是需要跟踪的关键。**

● **通胀短期或是美联储政策重心，但加息门槛仍高**

从 7 月非农及 CPI 数据来看，我们认为由于霍尔木兹海峡通行受阻，美联储的政策重心短期或转向通胀，但 2026 年加息门槛仍高。具体而言：

第一，美伊冲突短期看并没有稳妥解决途径，霍尔木兹海峡通行量仍在低位，全球油价中枢上升，叠加 AI 投资带来的相关产品价格上升，可能导致美国通胀下行趋势受阻。在这种情况下，由于就业市场相对稳定，美联储将会不可避免地更加关注通胀问题。

第二，美国民众的通胀预期仍稳定，美联储在 2026 年加息的门槛仍较高。一则地缘局势虽然紧张，通胀面临不确定性，但民众通胀预期相对稳定，通胀螺旋上升的可能性较低；二则沃什的五大工作组成果尚未出炉，劳动力市场“脆弱平衡”的状态下，美联储内部或较难形成统一的意见，很有可能继续观察。

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。可关注沃什在 Jackson Hole 会议上（8.27-29）的发言。

● **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

《就业市场“脆弱平衡”，美联储加息动力并不高—美国 7 月非农就业数据点评》-2026.8.8

《美国国内需求仍在扩张—美国 2 季度 GDP 数据点评》-2026.7.31

《重回“逆周期”，提升资本市场韧性和信心— 7 月政治局会议学习》-2026.7.31

下载日志已记录，仅供内部参考

目 录

1、 总体通胀与核心通胀均继续回落，主要分项均有拖累 3
1.1、 总体通胀与核心通胀均持续回落，但环比有所回升 3
1.2、 能源通胀增速边际放缓，核心通胀环比有所回升 4
1.3、 通胀回落方向或确定，斜率及核心通胀或是关键 5
2、 通胀短期或是美联储政策重心，但加息门槛仍高 7
3、风险提示 8

图表目录

图 1： 7 月 CPI 同比增速继续回落 4
图 2： 7 月 CPI 环比增速由负转正 4
图 3： 7 月能源通胀同比增速边际放缓 4
图 4： 食品通胀保持平稳 4
图 5： 7 月核心商品 CPI 同比增速边际下降 5
图 6： 7 月核心服务 CPI 同比增速下行 5
图 7： 7 月美国核心服务环比增速反弹 5
图 8： 美国汽油零售价格 8 月略有回落 6
图 9： 粮食期货价格 8 月前 2 周有所回落 6
图 10： 美国曼海姆二手车价值指数环比增速由正转负 6
图 11： 美国房租通胀下降趋势仍在 6
图 12： 7 月美国非房核心服务同比增速下降较多 7
图 13： 霍尔木兹海峡船只通行量维持低位 8
图 14： 美国民众通胀预期相对稳定 8

表 1： 美国 7 月 CPI 部分重要分项同比、环比及贡献分解（%） 3

下载日志已记录，仅供内部参考

事件：美国公布 7 月最新通胀数据。其中 CPI 同比上升 3.4%，核心 CPI 同比上升 2.5%，均符合市场预期。

1、 总体通胀与核心通胀均继续回落，主要分项均有拖累

1.1、 总体通胀与核心通胀均持续回落，但环比有所回升

7 月美国 CPI 同比上升 3.4%，环比上升 0.1%；同比增速较 6 月下降 0.1 个百分点，环比增速较 6 月提升 0.5 个百分点，均符合市场预期。7 月核心 CPI 同比上升 2.5%，较 6 月下降 0.1 个百分点；环比上升 0.2%，较 6 月提升 0.2 个百分点，亦符合市场预期。总的看，美国总体通胀与核心通胀同比均持续回落，但环比动能较 6 月有所修复。从驱动因素上来看，主要分项均有一定程度的拖累，其中核心服务同比贡献较 6 月下降约 0.09 个百分点，能源项同比贡献较 6 月0.07个百分点，拖累相对较大。往后看，虽然近期地缘政治局势依旧不稳定，但考虑到核心通胀相对疲软，且高基数效应仍然存在，通胀同比增速下行的趋势有望延续，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。

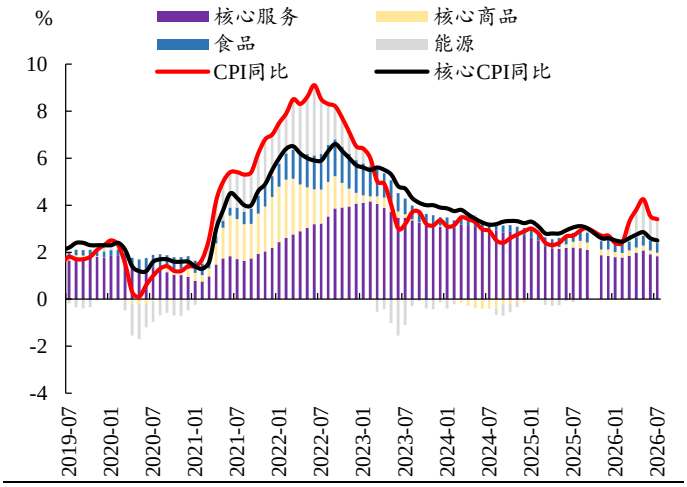
表1：美国 7 月 CPI 部分重要分项同比、环比及贡献分解（%）

权重	分项	同比贡献分解	同比增速			环比贡献分解	环比增速		
		2026-07	2026-07	2026-06	2026-05	2026-07	2026-07	2026-06	2026-05
100	全部	**3.4**	**3.4**	**3.5**	**4.2**	**0.1**	**0.1**	**-0.4**	**0.5**
13.512	**食品**	**0.41**	**3**	**3**	**3.1**	**0.01**	**0.1**	**0.2**	**0.2**
8.235	居家食品	0.21	2.7	2.7	2.7	-0.01	-0.1	0.2	0.1
5.277	外带食品	0.19	3.4	3.4	3.5	0.02	0.3	0.2	0.3
7.474	**能源**	**0.95**	**14.7**	**15.7**	**23.5**	**-0.11**	**-1.5**	**-5.7**	**3.9**
4.238	能源商品	0.78	24.7	27.1	40.6	-0.12	-2.9	-9.5	6.7
3.237	能源服务	0.14	4.3	3.9	5.3	0.01	0.3	-0.7	0.4
18.856	**核心商品**	**0.16**	**0.8**	**0.8**	**1.1**	**0.04**	**0.2**	**-0.1**	**-0.1**
3.4	家居	0.03	0.8	1.3	2.4	0.00	0.1	-0.1	-0.2
2.513	服装	0.10	3.9	3.9	4.8	0.00	0.1	-0.6	0.3
3.787	新车	0.02	0.5	0.5	0.2	0.00	0.1	0	-0.3
2.603	二手车	-0.05	-1.9	-1.8	-2	0.01	0.4	-0.2	0.1
1.445	医疗保健	-0.04	-2.7	-2.1	-1.8	-0.01	-0.6	-0.2	-0.7
0.829	含酒精饮料	0.02	2.1	2	2.1	0.00	0.2	0	0.1
1.309	其它商品	0.05	4.2	3.9	4.5	0.01	0.4	-0.2	0.1
60.158	**核心服务**	**1.83**	**3**	**3.2**	**3.4**	**0.14**	**0.2**	**0**	**0.3**
7.732	主要居所租金	0.21	2.9	2.8	2.9	0.02	0.3	0.1	0.4
25.888	业主等价租金	0.85	3.2	3.3	3.3	0.07	0.3	0.2	0.3
6.893	医疗服务	0.18	2.7	2.9	3.6	0.02	0.6	-0.1	0.5
6.404	交通运输服务	0.18	2.2	2.7	2.6	0.00	0	0.3	0.5
3.174	休闲服务	0.08	2.9	3.4	4.1	0.00	0.3	-0.3	-0.6
4.966	教育与通讯服务	0.07	1.3	1	1.9	0.02	0.5	-0.8	0.9

数据来源：Bloomberg、开源证券研究所

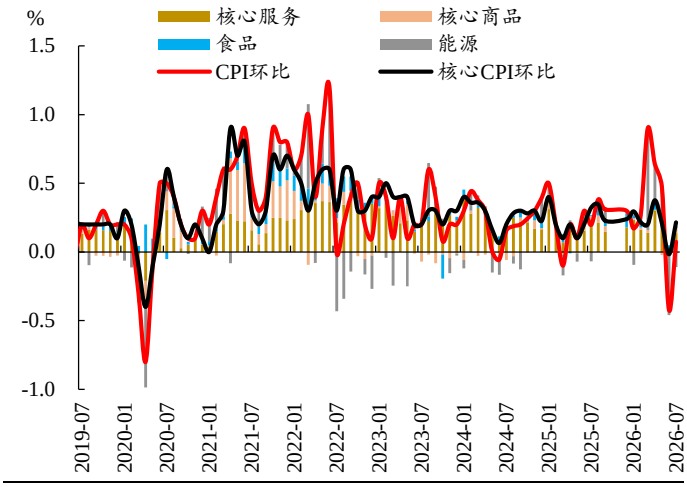
下载日志已记录，仅供内部参考

图1：7 月 CPI 同比增速继续回落



数据来源：Bloomberg、开源证券研究所

图2：7 月 CPI 环比增速由负转正



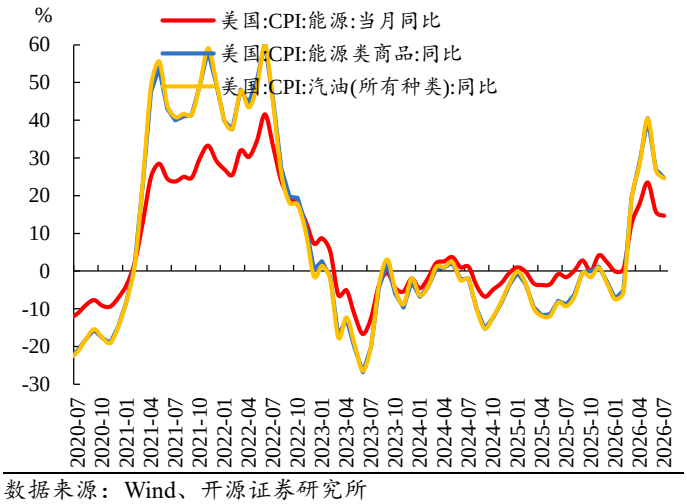
数据来源：Bloomberg、开源证券研究所

1.2、 能源通胀增速边际放缓，核心通胀环比有所回升

（1）能源方面，7 月能源项同比上升 14.7%，较 6 月下降 1.0 个百分点；其中汽油项同比上升 24.6%，较 6 月下降 2.1 个百分点；燃油项同比上升 39.1%，较 6 月下降 3.8 个百分点。7 月能源通胀边际放缓，我们认为一是 2025 年 7 月基数相对稳定；二是 7 月美国汽油均价（约 3.8 美元/加仑）较 6 月（约 3.90 美元/加仑）有所降低。事实上，7 月 27 日美国汽油价格较 6 月 29 日的 3.7 美元/加仑上涨约 6.8%至 3.95 美元/加仑，价格上涨较多。

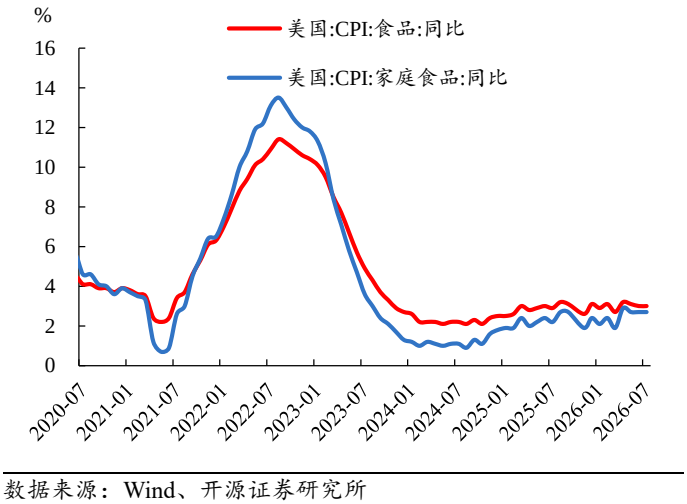
（2）食品方面，7 月份食品项同比上升 3.0%，与 6 月持平；其中家庭食品（Food at home）同比上升 2.7%，亦与 6 月持平，与 7 月份粮食期货价格上行略有不一致。

图3：7 月能源通胀同比增速边际放缓



数据来源：Wind、开源证券研究所

图4：食品通胀保持平稳



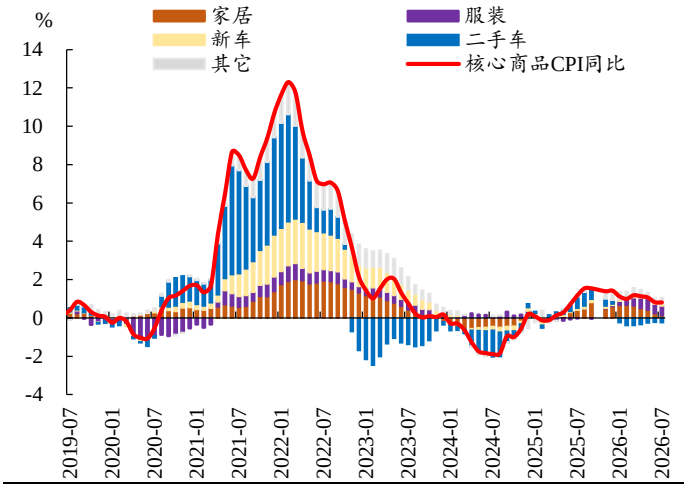
数据来源：Wind、开源证券研究所

（3）核心 CPI 方面，7 月核心 CPI 同比上升 2.5%，较 6 月下降 0.1 个百分点；环比上升 0.2%，较 6 月提升 0.2 个百分点，均符合市场预期。**分项来看**，核心商品同比增速较 6 月下降约 0.01 个百分点至 0.81%，基本稳定；环比上升 0.2%，较 6 月提升 0.3 个百分点。其中，二手车价格环比上升 0.4%，较 6 月提升 0.6 个百分点，与曼海姆二手车价值指数领先 2 个月的上涨走势相对一致；新车价格环比上升 0.1%，

下载日志已记录，仅供内部参考

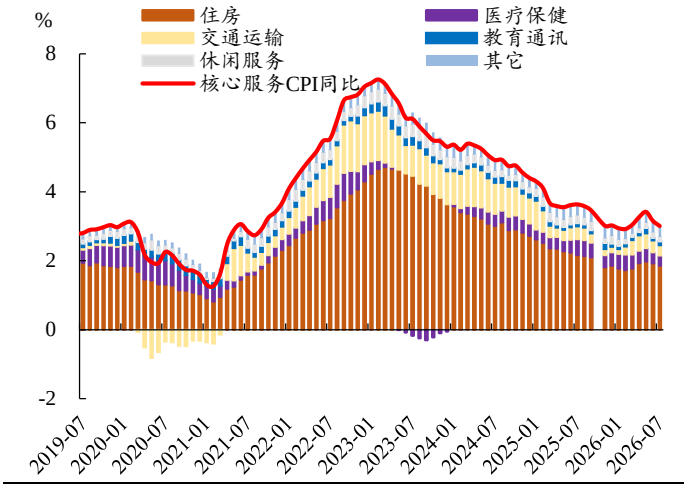
较 6 月提升 0.1 个百分点。核心服务同比上升约 3.01%，较 6 月下降约 0.15 个百分点；环比上升 0.2%，较 6 月提升 0.2 个百分点。其中住房项同比上升 3.2%，较 6 月小幅回落 0.1 个百分点。**总的看，7 月核心 CPI 同比增速较 6 月继续回落，且核心服务为主要拖累项，但环比增速的回升，显示仍需关注美国通胀的可能韧性。**

图5：7 月核心商品 CPI 同比增速边际下降



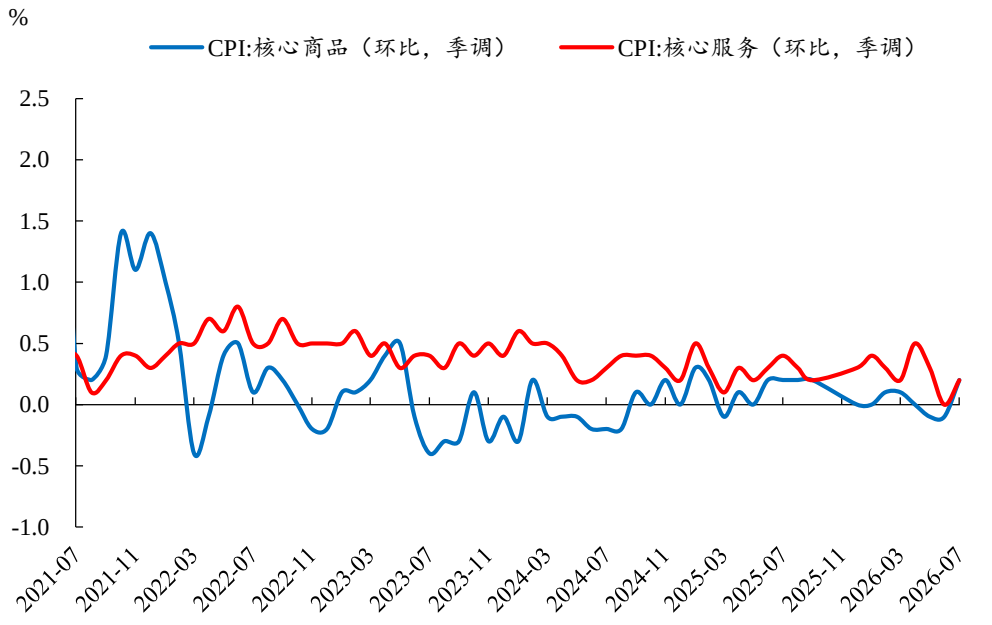
数据来源：Bloomberg、开源证券研究所

图6：7 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7：7 月美国核心服务环比增速反弹



数据来源：Wind、开源证券研究所

1.3、 通胀回落方向或确定，斜率及核心通胀或是关键

（1）能源与粮食价格或难成为通胀拖累项。能源方面，截至 8 月 10 日，美国汽油价格为 3.86 美元/加仑，较 7 月 27 日汽油价格下降约 2.2%，价格出现回落。原油价格方面，由于美伊之间的冲突仍在持续，双方谈判进程基本停滞，原油价格仍维持在 80 美元/桶以上。根据 EIA 的最新展望，由于霍尔木兹海峡通行的持续受阻，全球石油供应中断程度超预期，EIA 上调了对 2026 年油价的预期。若考虑到曼德海峡可能的受阻，实际上油价上行的空间或更高。食品方面，由于高温干旱等极端天

下载日志已记录，仅供内部参考

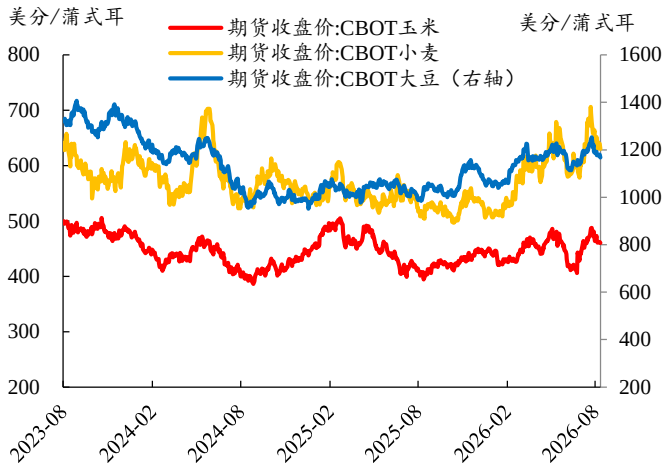
气的冲击，美国玉米等作物生长状况恶化，此外俄罗斯的粮食出口港口遭遇袭击，后续粮食期货价格或易涨难跌。往后看，能源和粮食很难成为美国通胀的拖累项。

图8：美国汽油零售价格 8 月略有回落



数据来源：Wind、开源证券研究所

图9：粮食期货价格 8 月前 2 周有所回落

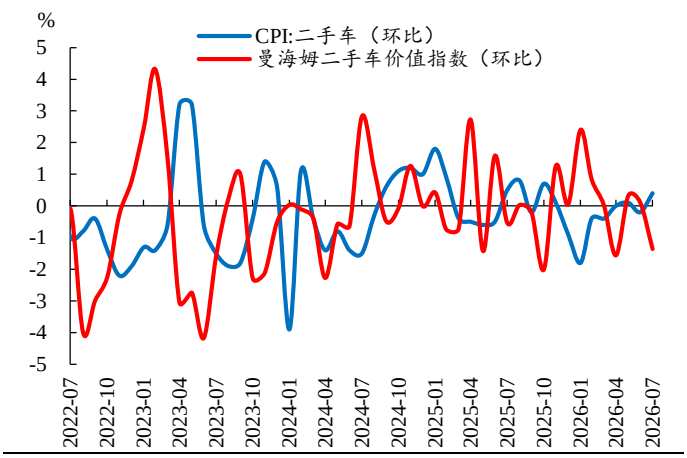


数据来源：Wind、开源证券研究所

（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）7 月环比增速由正转负；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，世界杯赛事已经结束，叠加暑期出行高峰接近尾声，相关通胀或将回落。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。

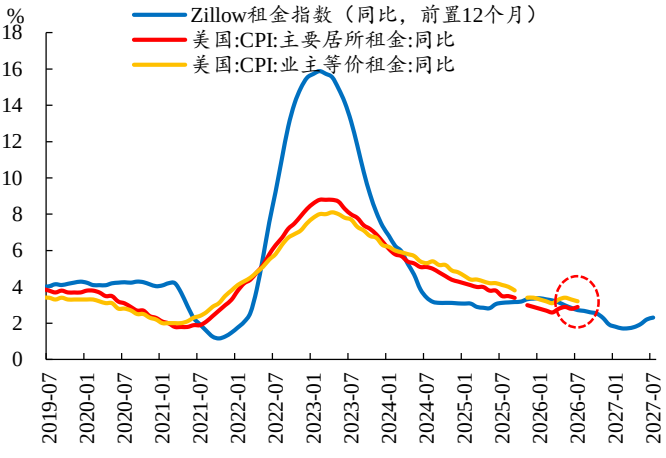
（3）总的看，7 月 CPI 数据显示美国通胀水平继续回落，但环比增速的回升，显示当前美国通胀下行的斜率还有一定的不确定性。从美联储关注的**超级核心服务通胀**（去掉住房的核心服务）来看，7 月份同比增速较 6 月份下降 0.33 个百分点至 2.84%，环比则上升 0.19%，较 6 月回升 0.4 个百分点，显示美国通胀的韧性尚存。**往后看，随着基数的上行，美国通胀下行的态势或将延续。但不确定的是，如果后续美伊冲突出现某种程度的升级，亦或者其它经济供给端出现负面冲击，可能会导致通胀下行的斜率放缓，甚至于核心通胀的反弹，这一点是需要跟踪的关键。**

图10：美国曼海姆二手车价值指数环比增速由正转负



数据来源： Wind、开源证券研究所

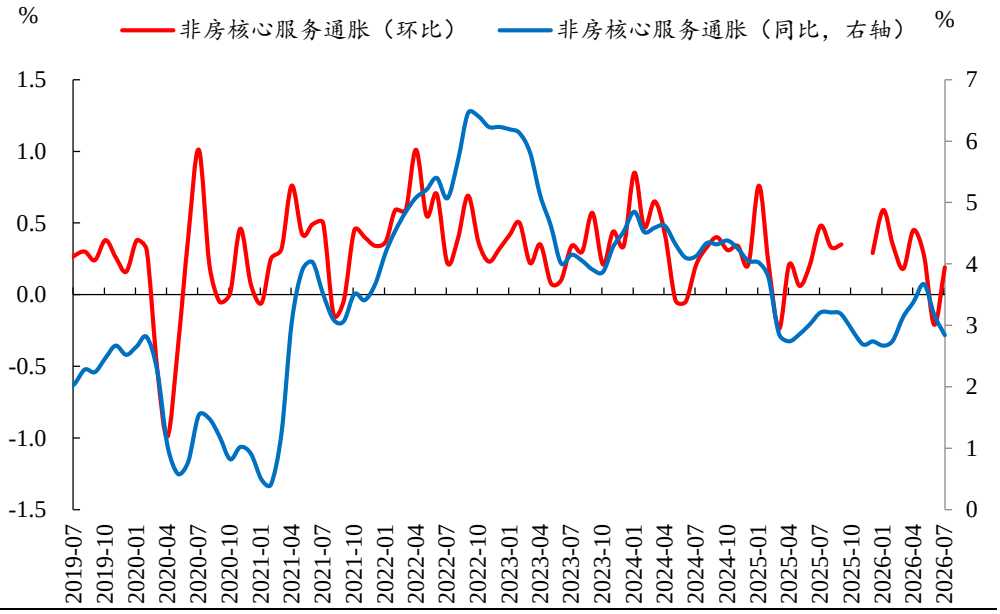
图11：美国房租通胀下降趋势仍在



数据来源：Bloomberg、开源证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

图12：7月美国非房核心服务同比增速下降较多



数据来源：Bloomberg、开源证券研究所

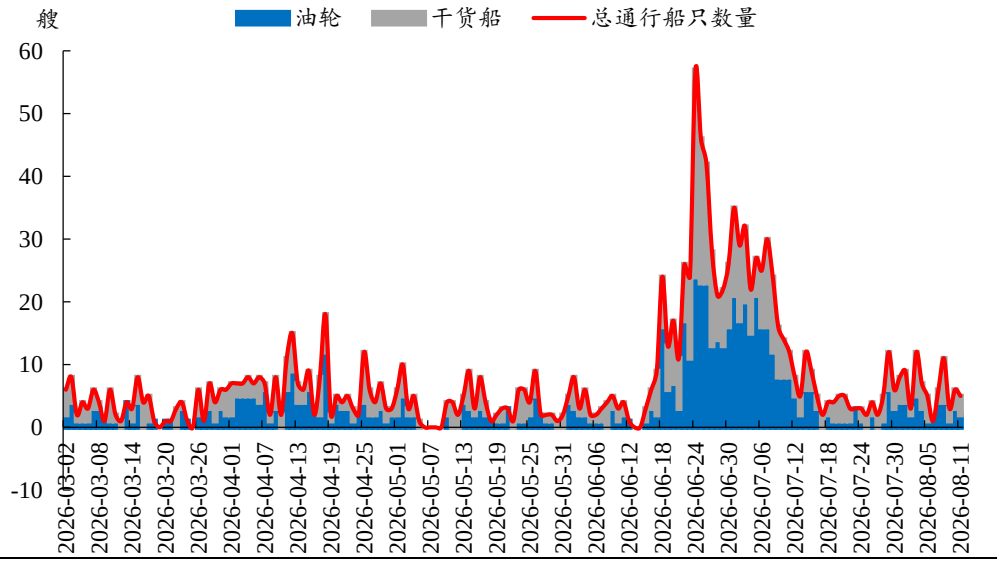
2、 通胀短期或是美联储政策重心，但加息门槛仍高

在7月FOMC会议上，美联储主席沃什表示将会坚持抗击通胀（明确2%通胀刚性），但对美联储的反应函数表态又略显混乱，导致市场信号混乱，美债市场大幅波动。但从7月非农及CPI数据来看，我们认为由于霍尔木兹海峡通行受阻，美联储的政策重心短期或转向通胀，但2026年加息门槛仍高。具体而言：

第一，美伊冲突短期看并没有稳妥解决途径，霍尔木兹海峡通行量仍在低位，全球油价中枢上升，叠加AI投资带来的相关产品价格上升，可能导致美国通胀下行趋势受阻。随着美伊战火重燃，霍尔木兹海峡的船只通行数量快速下降，每天通行船只数量仅有10艘左右。美伊之间虽然没有再发生大规模的军事冲突，但谈判也陷入僵局，特别是关于霍尔木兹海峡重启方面，双方分歧巨大。伊朗表示美国必须要接受伊朗的条件（美国结束战争，解除制裁并进行战争赔偿等）才能够放开海峡；美国方面则希望综合运用外交、经济、军事手段来对伊朗施压，考虑到美国不愿意派遣地面部队入场，而弹药库存消耗较多，短期内美伊冲突似乎并没有稳妥解决途径。这样的僵局下，双方随时有可能会选择通过升级事态来打破僵局，霍尔木兹海峡的通行预计将持续维持低位，国际油价易上难下。此外，美国科技公司对AI的大规模投资已经对相关设备的价格起到了明显的拉动作用，后续也将成为美国通胀上行的重要变量。在这种情况下，由于就业市场相对稳定，美联储将会不可避免地更加关注通胀问题。

下载日志已记录，仅供内部参考

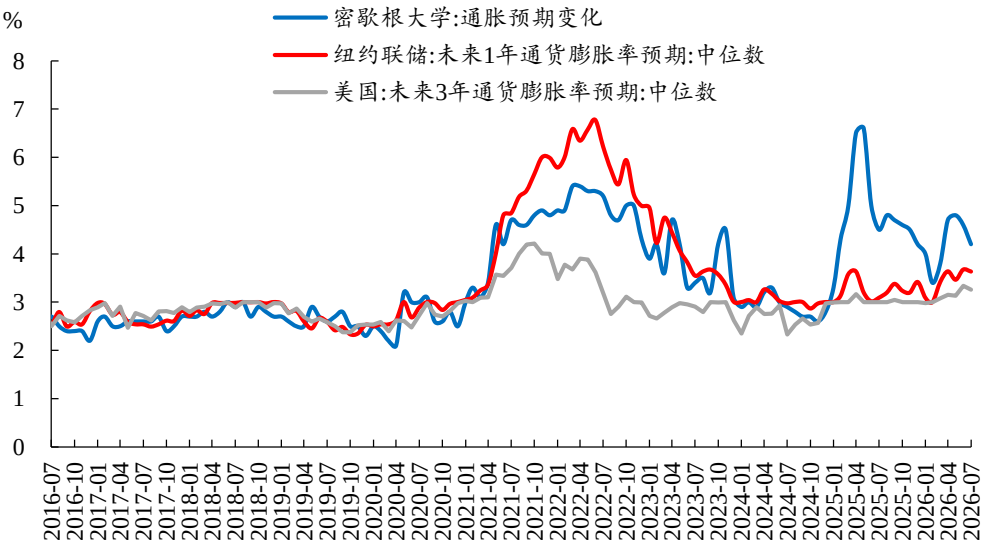
图13：霍尔木兹海峡船只通行量维持低位



数据来源：Bloomberg、开源证券研究所

第二，美国民众的通胀预期仍稳定，美联储在 2026 年加息的门槛仍较高。如前所述，美国 CPI 在 2026 年下半年面临一定的支撑因素，但这并不意味着美联储在 2026 年需要加息，我们倾向于认为美联储在 2026 年加息的门槛相对较高。一则地缘局势虽然紧张，通胀面临不确定性，但民众通胀预期相对稳定，通胀螺旋上升的可能性较低；二则沃什的五大工作组成果尚未出炉，劳动力市场“脆弱平衡”的状态下，美联储内部或较难形成统一的意见，很有可能继续观察。

图14：美国民众通胀预期相对稳定



数据来源：Wind、开源证券研究所

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。可关注沃什在 Jackson Hole 会议上（8.27-29）的发言。

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。

下载日志已记录，仅供内部参考

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7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。

下载日志已记录，仅供内部参考

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

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

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

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