

2026 年 7 月通胀数据分析

2026-08-10

资产管理

➤ 事件：

国家统计局发布了 2026 年 7 月份全国居民消费价格指数（CPI）和工业生产者出厂价格指数（PPI）数据，其中 CPI 同比上涨 0.5%（前值 1.0%，wind 一致预期 0.84%），环比下降 0.1%（前值-0.3%）；PPI 同比上涨 3.5%（前值 4.1%，wind 一致预期 3.97%），环比下降 0.7%（前值-0.3%）；核心 CPI 同比上涨 0.9%（前值 1.0%，环比 0.3%）。

➤ 核心要点：

CPI：能源拖累主导，内生未失速。回落近九成由汽油解释；扣能源后工业消费品仍正增长，AI 消费电子扩涨、金饰耐用品退坡。服务同比 0.7% 仍是内生正贡献但斜率放缓；食品同比-1.5%，猪肉拖累收敛。核心 CPI 同比 0.9% 连续第三月回落，内需仍属弱修复。

PPI：高点确认，输入性退潮、接棒不足。6 月 4.1% 大概率为本轮顶。油气、化工、有色高位回吐解释超九成回落；煤炭与 AI/电子设备仍扩涨但对冲有限。生活资料仍负、“上热下冷”仅烈度减轻；剔能源剔 AI 后 PPI 约-0.5%，内需尚未接棒。

展望：CPI 低位温和，PPI 高位收敛。CPI 中枢或在 0.5%—1.2%，8 月或回升至约 0.7%；PPI 或在 2.5%—3.8% 震荡，8—9 月或有阶段性反弹但难再创新高。全面通胀风险低，政策以存量落地、财政前置为主，总量货币工具视内需相机而动。

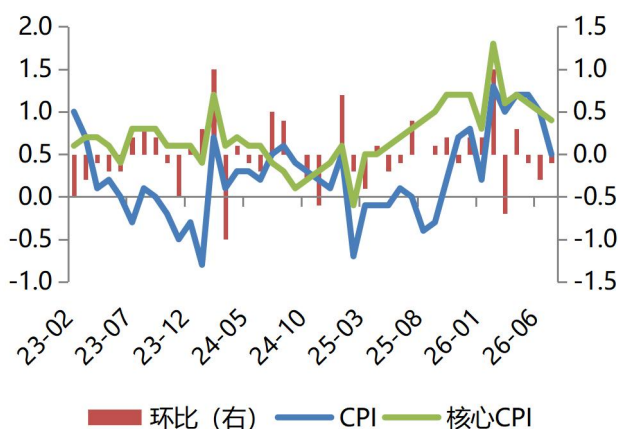
杨恬

010-601-793

tennie_yang@aviva-cofco.com.cn

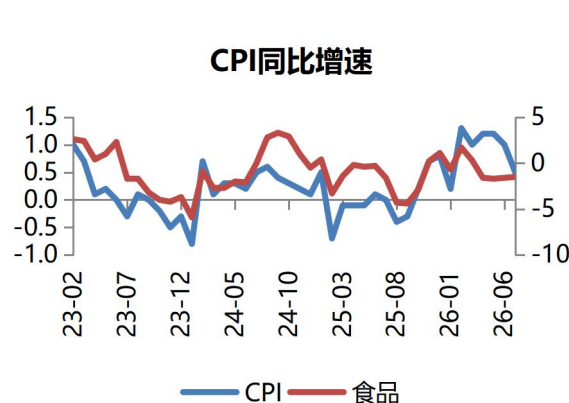
一、CPI：能源拖累主导回落，内生价格并未同步失速

图1 CPI 环比及同比走势



数据来源：wind、国家统计局

图2 食品同比增速走势



数据来源：wind、国家统计局

（一）CPI 同比分析：油价下行，回落几乎由能源单独解释

7月CPI同比增长0.5%，较6月回落0.5个百分点，明显低于wind一致预期0.8%。结构上，总量回落几乎可以被汽油一项解释清楚，核心CPI基本符合季节性。

能源是回落的充分原因。汽油价格同比涨幅由6月约17.0%骤降至1.0%，单月回落16个百分点，对CPI的上拉影响较上月减少约0.45个百分点，并带动能源价格涨幅回落至0.6%。换言之，若把能源贡献“还原”到上月水平，CPI同比大致仍可维持在接近1%的位置。华泰测算也显示，交通燃料分项同比由6月约15.3%降至约0.8%，其贡献回落约0.44个百分点，大体可解释CPI同比回落的近九成；同期93号成品油均价同比亦由约18%放缓至约2.5%。另外，本月读数低于预期，一个重要原因是国际油价路径呈“先急跌、后反弹”：而国际油价大致领先国内成品油及相关PPI/CPI约半个月，故决定7月国内成品油及相关物价的，主要是6月中下旬至7月上旬的急跌段，7月中下旬油价回升容易让按当月高频外推的预期偏乐观。

扣掉能源之后，工业消费品内部已完成切换。扣除能源的工业消费品价格同比上涨1.5%，涨幅较上月回落0.2个百分点，影响CPI同比上涨约0.37个百分点。其中，计算机、平板电脑、移动电话机分别上涨17.4%、17.2%和8.5%，涨幅均在扩大，合计拉动约0.14个百分点；通信工具分项同比进一步回升至约8.3%，与出厂端电子设备涨价相互印证，显示AI相关需求仍在向消费电子传导；黄金饰品、个人护理用品、家用器具分别上涨24.6%、1.7%

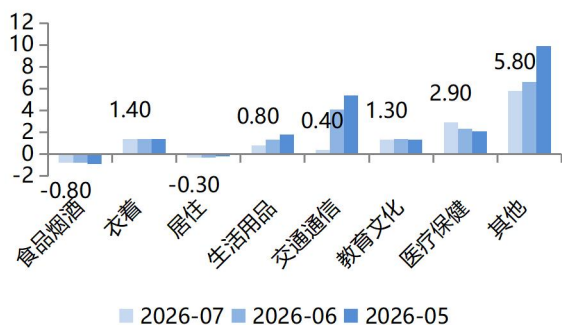
和 0.2%，涨幅均在回落，合计拉动约 0.13 个百分点。特别的，金饰同比由 6 月约 28.1% 回落至 24.6%，卖方估算其对 CPI 的拉动已降至约 0.1 个百分点左右。工业消费品的叙事，已从前期“油价+金价”外生双轮，转向“消费电子扛总量、贵金属与耐用品退坡”。

服务贡献仍在，但斜率继续放缓。服务价格同比上涨 0.7%，影响 CPI 上涨约 0.36 个百分点，较 6 月约 0.4 个百分点的拉动略有回落。其中医疗服务同比由 6 月约 3.4% 升至 4.3%，成为服务项最硬的支柱；家政、餐饮、教育等民生服务总体稳定。服务仍是 CPI 中为数不多具备内生属性的正贡献来源，但较此前 0.8% 左右的同比水平继续小幅回落，并未出现加速修复；极端天气对线下消费与出行的扰动，也可能压低了部分服务价格的弹性。

食品拖累仍在，边际已开始收敛。食品价格同比下跌 1.5%，降幅较 6 月收窄 0.1 个百分点，影响 CPI 下降约 0.25 个百分点。猪肉同比下跌 13.3%，跌幅较 6 月的 15.9% 收窄 2.6 个百分点，拖累约 0.25 个百分点（6 月拖累约 0.3 个百分点），几乎单独解释食品整体拖累；鸡蛋同比上涨 17.8%，羊肉、牛肉、禽肉涨幅在 1.6%—6.2% 之间；鲜菜、鲜果、粮食、食用油、奶类及水产品同比降幅多在 0.3%—1.5% 之间。食品不再是“全面下拉”，而是“猪肉仍负，但拖累减轻、其余分项接近中性”。

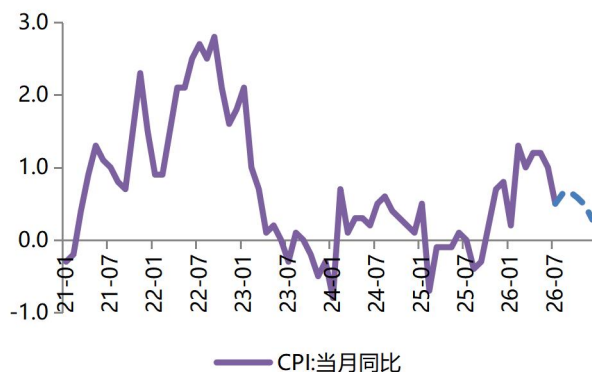
核心 CPI 更能刻画内需温度。扣除食品和能源后，核心 CPI 同比增长 0.9%、环比上涨 0.3%。同比为 5 月以来连续第三个月回落；环比虽由负转正，但略低于近五年同期季节性约 0.32% 的水平，显示剔除食品能源后的终端需求仍是“弱修复”而非“强反弹”。分项上，强势主要集中在医疗服务与通信工具，旅游、房租、家庭服务等多数分项仍弱于季节性。把总量 CPI 回落直接读成通缩重启，会高估能源扰动、低估结构分化；但核心连续下行，也提醒内需斜率仍偏缓，并与财政扩张节奏、地产修复持续性相互印证。

图 3 CPI 各大类价格环比增速



数据来源：wind、国家统计局

图 4 CPI 未来涨势预测



数据来源：wind、国家统计局

(二) CPI 环比分析：汽油大幅下挫，服务与猪肉形成对冲

7 月 CPI 环比下降 0.1%，降幅较 6 月收窄 0.2 个百分点，但明显弱于 2021—2025 年同期季节性均值 0.38%，是 2010 年以来 7 月 CPI 环比首次为负。环比账户很清晰：能源单月下拉约 0.35 个百分点，服务、猪肉和消费电子合计给出约 0.24 个百分点的正向对冲，最终呈小幅负值。

汽油环比大跌 10.7%，是环比仍为负的直接原因。降幅较上月扩大 5.8 个百分点，影响 CPI 环比下降约 0.35 个百分点。对应现实操作层面，7 月 3 日国内汽、柴油迎来年内最大单次降幅（每吨分别下调 950 元、915 元）；即便中下旬随国际油价反弹有所上调，全月汽油环比降幅仍由 6 月约 4.9% 走阔至 10.7%。交通通信价格环比降幅由约 1.3% 扩大至约 2.2%，季节性上明显偏弱。这部分下挫，对应的是前期国际油价急跌通过成品油调价机制的集中兑现，而非当月消费需求突然走弱。

服务由平转涨，成为最重要的环比支撑。服务价格环比上涨 0.4%，影响 CPI 环比上涨约 0.21 个百分点。暑期出行需求集中释放，旅行社收费、宾馆住宿、飞机票、交通工具租赁分别上涨 7.2%、6.5%、4.2%、3.6%，合计拉动约 0.10 个百分点；部分地区政策性调价推动医疗服务环比上涨 1.1%，拉动约 0.07 个百分点。服务项的回升，使 CPI 环比降幅较 6 月明显收窄；但结合同比端服务拉动略降、房租仍弱，环比改善更多体现季节性脉冲，不足以证明服务消费已进入趋势性加速。

食品环比持平，内部有涨有跌，整体仍弱于季节性。食品环比由 6 月 -0.4% 回升至持平，但仍低于近五年同期季节性 +0.5%。猪肉环比由 -0.8% 转正至 +4.1%，拉动约 0.07 个百分点，主因生猪产能调控效应显现、叠加高温强降雨推高运输成本，但涨幅仍低于季节性约 +5.3%；鲜菜由 -1.0% 转正至 +1.3%，亦明显低于季节性约 +4.1%；鲜果 -3.8%，拖累约 0.07 个百分点；鸡蛋 -1.7%。食品整体有所回暖、但淡季特征仍在，猪肉转正是下半年最值得跟踪的边际变化——若产能去化延续，食品对 CPI 的拖累有望继续收敛。

消费电子继续提供小幅正贡献。平板电脑、计算机、移动电话机环比分别上涨 11.3%、5.5% 和 1.0%，合计影响 CPI 环比上涨约 0.03 个百分点。体量不大，但方向稳定，与同比端 AI 终端、出厂端电子设备涨价形成闭环。相较之下，黄金饰品与部分耐用消费品涨价动能继续衰减；在“以旧换新”等刺激边际退坡、地产后周期偏弱的背景下，可选耐用品修复斜率仍缓。

二、PPI：自高点回落，输入性退潮后接棒力量不足

（一）PPI 同比分析：涨幅回落至 3.5%，高点大概率已在 6 月确认

7 月 PPI 同比增长 3.5%，较 6 月回落 0.6 个百分点，低于 wind 一致预期约 3.97%。1—7 月累计同比约 1.8%，仍高于上半年累计约 1.5% 的水平，说明全年价格回升通道尚未被单月回落打断，但上行动能已自 6 月 4.1% 的本轮高点显著收敛。结合连续两个月环比为负，同比高点落在 6 月附近的判断进一步强化。

结构上，生产资料同比 4.8%，较 6 月下降 0.7 个百分点，环比-0.9%，较六月降幅扩大 0.6 个百分点；生活资料同比-0.8%，较 6 月略回升 0.1 个百分点，环比-0.1%，较六月回升 0.2 个百分点。上、下游内部缺口略有收窄，可生活资料仍在负区间，终端顺价能力并没有随上游涨价同步恢复，“上热下冷”只是烈度减轻，并未翻转。另外，翘尾因素对 PPI 同比的支撑由 6 月约 0.2 个百分点略升至约 0.4 个百分点，意味着 7 月同比回落主要来自新涨价力量走弱，而非基数拖累。

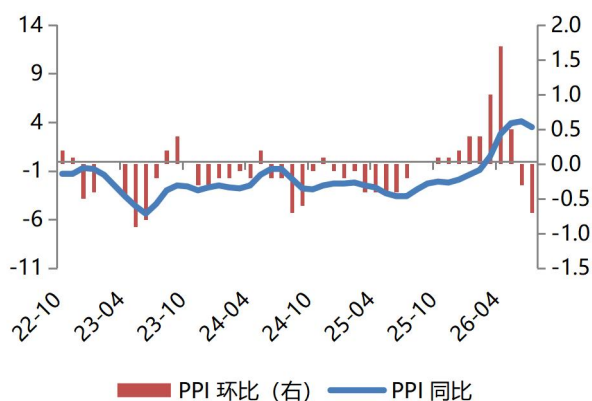
先行回落的，是前期领涨的输入性与周期品。石油和天然气开采业同比上涨 3.2%（5 月曾达 35.7%、6 月仍有 16.8%），石油煤炭及其他燃料加工业上涨 8.2%，化学原料和化学制品制造业上涨 9.1%；有色金属矿采选、有色金属冶炼分别上涨 22.6%、20.2%（6 月分别约 25.5%、23.4%），黑色金属冶炼上涨 2.7%（采选/加工同比约由 5.2%/3.1% 降至 4.7%/2.7%）。统计局口径下，油气、石化、化工、有色、黑色等主要上拉行业合计仍贡献 PPI 同比约 2.55 个百分点，但涨幅普遍回落。华泰进一步估算，能源相关行业同比由约 12.8% 放缓至约 10.2%，对 PPI 同比拉动由约 2.2 个百分点降至约 1.7 个百分点；国内油价下行叠加有色、黑色回撤，合计拖累 PPI 同比约 0.55 个百分点，大体解释 7 月 PPI 同比回落的超九成。油气—化工—有色链条的叙事，已从加速抬升切换为高位回吐，其持续性仍高度依赖国际大宗商品，而非国内需求再加速。

仍在扩大的，是煤炭与 AI 相关制造。煤炭开采和洗选业同比上涨 27.1%，较 6 月提高 6.5 个百分点；电气机械和器材制造业上涨 5.7%，较 6 月提高 0.6 个百分点；计算机通信和其他电子设备制造业上涨 4.4%，较 6 月提高 1.1 个百分点。统计局口径下，煤、电气机械、计算机通信三者合计影响 PPI 同比上涨 1.53 个百分点且涨幅扩大；华泰估算计算机通信与电气机械对 PPI 同比的合计贡献已升至约 2.1 个百分点。电子设备出厂端涨价，与消

费端平板、电脑、手机及通信工具涨价形成呼应，说明 AI 需求正在局部打通“工业出厂—终端消费”路径。但这部分力量的体量，尚不足以对冲输入性行业退潮后的总量回落。

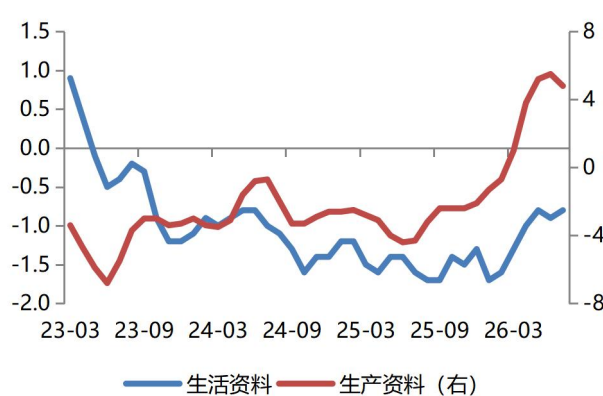
更能刻画内需的，是“剔能源、剔 AI”后的 PPI。若把煤炭、油气、有色采选冶炼以及计算机通信、电气机械等能源与 AI 相关行业一并剔除，华泰估算剩余 PPI 同比由 6 月约由下跌 0.3% 进一步回落至约下跌 0.5%。这一口径显示国内需求还没有接棒。中下游内部也在分化：汽车制造同比降幅由约 2.1% 走阔至约 2.3%，继续偏弱；铁路船舶、通用设备、医药等部分装备与制造分项同环比则出现边际改善迹象，说明并非所有中下游都在恶化，但改善面仍窄。电力热力、非金属矿物、医药、酒饮料茶等仍是主要下拉力量，降幅多在 2.3%—5.7% 之间，合计影响 PPI 同比下降约 0.76 个百分点。综合看，九大上拉行业合计影响较上月减少 0.56 个百分点，五大下拉行业拖累几乎没有同步消失——总量在回落，结构分化没有走完。

图 5 PPI 环比及同比走势



数据来源：wind、国家统计局

图 6 PPI 当月同比



数据来源：wind、国家统计局

（二）PPI 环比分析：输入性回调主导，季节性放大跌幅，新动能只能局部对冲

7 月 PPI 环比下降 0.7%，降幅较 6 月扩大 0.4 个百分点，显著弱于近五年同期均值约 -0.28% 的水平。

输入性因素解释了绝大部分跌幅。石油开采、精炼石油产品制造、有机化学原料制造价格分别下降 11.8%、8.4% 和 4.2%；有色金属矿采选、有色金属冶炼和压延分别下降 2.1% 和 1.7%。上述五个行业合计影响 PPI 环比下降约 0.65 个百分点，约占当月环比跌幅的九成。油煤加工分项环比由 6 月下跌 1.9% 大幅加深至下跌 6%，与 7 月 3 日成品油大幅下调、全月汽油环比下跌 10.7% 是同一条故事线在产业链不同节点上的投射。卖方测算亦显示，大

宗/油价链条单独拖累 PPI 环比约 0.6 个百分点。这与 CPI 端汽油大跌互为镜像：6 月中下旬至 7 月上旬国际油价急跌，在 7 月生产端与消费端数据中集中兑现。

极端天气和季节性因素额外下拉约 0.11 个百分点。高温、雨水及台风使建筑施工放缓，黑色金属冶炼、非金属矿物制品价格分别下降 0.8%、0.5%（黑色采选/加工环比约由-0.3%/+0.4%转为约-1.9%/-0.8%）；来水与风光出力增加，水力发电、风力发电价格分别下降 10.3%、3.9%。与“油弱”形成对照的是煤炭：迎峰度夏、安监趋严与供给偏紧下，煤炭开采环比季节性上行约 4.2%，同比进一步升至 27.1%，传统能源内部由前期“煤油共振”转为“油退煤进”。

新动能价格仍在涨，但还撬不动总量。计算机通信价格环比上涨 0.6%；智能无人飞行器制造、碳素新材料、船舶及相关装置制造分别上涨 2.5%、0.4%和 0.3%；智能家庭消费设备、护肤用化妆品制造分别上涨 3.4%和 0.7%。这些分项说明工业品并非全面通缩式下跌，AI、高端装备和新材料仍提供结构性支撑；但其绝对体量尚不足以扭转环比-0.7%的方向。

综合环比与同比，7 月 PPI 大概率是高点确认后的回落，主因输入性脉冲消退，非国内工业需求突然失速；真正决定回落斜率的，一是油价会否再度趋势上行，二是剔能源、剔 AI 之后的内需型行业何时具备顺价能力。

三、展望：CPI 低位温和波动，PPI 高位震荡收敛

CPI 层面，后续不必过度外推 7 月总量回落。能源项的负向脉冲会随油价企稳与成品油调价滞后兑现而衰减；8 月上旬国内能源价格已有所回升，叠加极端天气扰动消退，8 月 CPI 同比有回升至 0.7%左右的可能。食品端关键看猪价环比转正能否持续，若产能调控继续显效，食品拖累有望在三、四季度进一步收敛；此外，二季度油价上行通过种植、养殖与运输成本向农产品的滞后传导，也可能在四季度对食品价格形成一定支撑。核心 CPI 则决定内生中枢能否守住 1%附近：目前强势分项仍偏窄，广谱消费、房租与地产后周期偏弱，意味着修复更可能是温和而非加速。综合看，CPI 同比中枢大概率运行在 0.5%—1.2%区间，下半年整体低位波动，不构成全面通胀风险，却也为逆周期政策保留了空间。

PPI 层面，6 月 4.1%大概率已是本轮同比顶部，7 月回落确认拐点。若国际油价不再趋势性大涨，油气、化工相关拉动将随基数抬升继续走平；AI/电气化与煤炭季节性支撑可以放缓下行斜率，但很难再把同比推回新高；剔能源、剔 AI 后的负增长区间能否收窄，才是内需是否接棒的观察核心。建材、汽车等下游需求约束仍在，会抑制涨价向更广行业扩散。

基准情形下，PPI 同比或在 2.5%—3.8% 区间震荡收敛。需要保留的上行扰动是：中东局势推动油价再度走强、8 月上旬国内能源价格回升向工业品传导，叠加煤炭与 AI 链共振，则 8—9 月不排除阶段性反弹，对应部分机构“双顶”情景，但再创 6 月新高的难度已明显上升。

政策含义上，CPI 温和、PPI 高位回落，全面通胀风险低，PPI—CPI 剪刀差由约 3.1 个百分点小幅收窄至约 3.0 个百分点，中下游成本—售价错位有所缓和但未消除。7 月政治局会议对下半年逆周期政策总体维持定力，短期更可能以加快存量政策落地、推进财政支出进度为主，增量强调务实管用、体量不宜高估；关键仍在于三季度财政扩张能否真正提速，以及地产与内需修复的持续性。总量货币约束边际放松，但更现实的节奏仍是结构性工具与财政前置先行，降准降息等总量工具视内需和信用扩张情况相机而动。若核心 CPI 与“剔能源、剔 AI”的 PPI 持续偏弱，宽松窗口将进一步打开。

表 1：机构观点对照

派别	代表机构	核心判断	PPI 高点时点	下半年 CPI 预测	下半年 PPI 预测	政策含义
高点确认回落派	财通、华福、国联民生、中信等	油价退潮+内需接棒不足→通胀回落	6 月已现	0.5%—1.0% (低位波动)	2.5%—3.5% (震荡回落)	逆周期空间打开，总量工具相机而动
V 型反复 / 双顶派	申万宏源、天风等	7 月是油价时滞，8—9 月或再冲高	6 月为第一顶，8—9 月或现第二顶	单月或再近 1% (波动加大)	8—9 月或回升至 3.7%—4.0%	不宜过早交易全面宽松，关注油价与地缘
结构性分化延续派	银河、华鑫、西部等	总量回落但上热下冷+AI 局部通胀	6 月附近确认	全年中枢约 1.0%	全年中枢约 2.5%	结构工具为主，总量宽松约束边际减轻

数据来源：卖方研报、中英人寿整理