

宏观经济周报

核心 CPI 走弱打开降息窗口

核心观点

物价是影响货币政策取向的重要变量，但央行并非对所有的通胀指标一视同仁。复盘历史，PPI 同比曾在 2009–2011 年、2016–2018 年、2020–2022 年及 2025 年至今四次触及 4% 以上的高位，但央行仅在 2009–2011 年和 2016–2018 年两轮中加息，后两轮并未跟进；CPI 同比曾在 2009–2011 年和 2018–2020 年两次突破 3%，央行仅在首轮加息；而核心 CPI 同比两次触及 2% 以上（2009–2011 年、2016–2018 年），央行均实施了持续加息。这一规律清晰表明：央行对通胀的关注聚焦于核心 CPI——这一反映总需求温度的指标，而非受供给侧扰动较大的 PPI 及 CPI。

本周公布的 6 月核心 CPI 环比为 -0.1%，低于历史同期均值，同比回落至 1.0%，连续两个月走低。回顾今年 1–6 月，核心 CPI 环比要么持平、要么低于历史同期均值，其中 5、6 月更是连续低于历史同期均值。展望下半年，内需偏弱的格局难以根本性逆转，核心 CPI 环比大概率延续低于季节性的态势。而去年下半年国内核心 CPI 环比表现相对偏强，这意味着今年下半年核心 CPI 同比或持续回落至 1% 下方，并再次向零靠拢。历史经验表明，央行降息往往发生在核心 CPI 同比持平或回落的阶段，5 月以来核心 CPI 的持续走低实际上已为降息打开了政策窗口。

当前市场对降息方式的疑虑在于，面对经济的 K 型分化，央行是否会继续选择结构性降息而非全面降息。我们认为，当前环境下全面降息的必要性更为突出。核心依据在于投资端——K 型分化的“上升臂”目前仅体现在收入和利润层面，并未传导至投资端。今年 1–5 月，工业企业收入和利润累计同比分别为 5.5% 和 18.8%，均显著高于去年同期；但同期工业领域固定资产投资累计同比仅为 0.1%，明显低于去年同期水平。在总需求特别是投资需求持续走弱的背景下，全面降息在提振实体融资、稳定投资意愿方面的效果应优于结构性工具。因此，核心 CPI 回落已打开降息窗口，而投资端的疲弱则进一步强化了全面降息的合理性。

风险提示：海外市场动荡，存在不确定性。

经济研究 · 宏观周报

证券分析师：李智能
 0755-22940456
 lizn@guosen.com.cn
 S0980516060001

证券分析师：王奕群
 0755-81982462
 wangyiqun1@guosen.com.cn
 S0980525110002

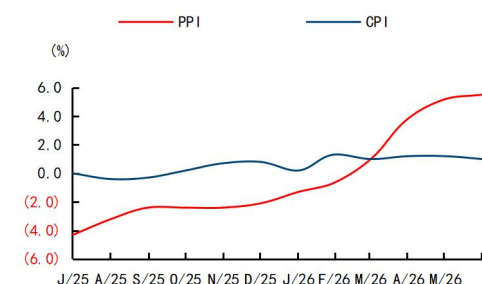
证券分析师：田地
 0755-81982035
 tiandi2@guosen.com.cn
 S0980524090003

证券分析师：董德志
 021-60933158
 cndongdz@guosen.com.cn
 S0980513100001

基础数据

固定资产投资累计同比	-4.10
社零总额当月同比	-0.60
出口当月同比	19.40
M2	8.60

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

- 《多资产周报-黄金价格小幅回升》——2026-07-05
- 《宏观经济周报-三季度货币政策宽松可期》——2026-07-04
- 《多资产周报-弱美元叙事动摇》——2026-06-29
- 《宏观经济周报-就业结构隐忧制约消费复苏》——2026-06-27
- 《多资产周报-日元加息难阻贬值》——2026-06-20

内容目录

思考：核心 CPI 走弱打开降息窗口	4
周度观察结论：生产景气延续回落态势	4
生产：景气度延续回落态势	4
消费：需求低位企稳	5
进出口：运价上行，霍尔木兹通航受阻	6
财政：特别国债资金已基本下达	7
货币：资金面延续宽松	8
房地产：成交边际回落	9
风险提示	11

图表目录

图 1: 螺纹钢指向房地产投资景气下降	5
图 2: 中厚板指向基建投资景气度走弱	5
图 3: 冷轧板指向机电产品生产景气向好	5
图 4: PTA 指向纺织服装和包装领域景气下降	5
图 5: 市内流动: 一线城市地铁	6
图 6: 商品消费: 物流投递	6
图 7: 大宗消费: 汽车销量	6
图 8: 服务消费: 电影票房	6
图 9: 中国港口货物吞吐量增速	7
图 10: 中国出口集装箱运价指数	7
图 11: 航线运力投放情况	7
图 12: 外贸词条指数与美股波动率指数	7
图 13: 广义赤字与财政支出	8
图 14: 广义赤字进度	8
图 15: 特殊再融资债累计发行	8
图 16: 特殊新增专项债发行	8
图 17: DR007 与逆回购利率差值指向货币边际宽松	9
图 18: 存单与逆回购利率差值指向货币边际宽松	9
图 19: OMO 存量金额大幅下降, 低于历史均值	9
图 20: 银行间待购回债券余额震荡回落, 低于历史均值	9
图 21: 一手房成交	10
图 22: 二手房成交	10
图 23: 二手房价指数	10
图 24: 土地成交数量	10

思考：核心 CPI 走弱打开降息窗口

物价是影响货币政策取向的重要变量，但央行并非对所有的通胀指标一视同仁。复盘历史，PPI 同比曾在 2009-2011 年、2016-2018 年、2020-2022 年及 2025 年至今四次触及 4% 以上的高位，但央行仅在 2009-2011 年和 2016-2018 年两轮中加息，后两轮并未跟进；CPI 同比曾在 2009-2011 年和 2018-2020 年两次突破 3%，央行仅在首轮加息；而核心 CPI 同比两次触及 2% 以上（2009-2011 年、2016-2018 年），央行均实施了持续加息。这一规律清晰表明：央行对通胀的关注聚焦于核心 CPI——这一反映总需求温度的指标，而非受供给侧扰动较大的 PPI 及 CPI。

本周公布的 6 月核心 CPI 环比为 -0.1%，低于历史同期均值，同比回落至 1.0%，连续两个月走低。回顾今年 1-6 月，核心 CPI 环比要么持平、要么低于历史同期均值，其中 5、6 月更是连续低于历史同期均值。展望下半年，内需偏弱的格局难以根本性逆转，核心 CPI 环比大概率延续低于季节性的态势。而去年下半年国内核心 CPI 环比表现相对偏强，这意味着今年下半年核心 CPI 同比或持续回落至 1% 下方，并再次向零靠拢。历史经验表明，央行降息往往发生在核心 CPI 同比持平或回落的阶段，5 月以来核心 CPI 的持续走低实际上已为降息打开了政策窗口。

当前市场对降息方式的疑虑在于，面对经济的 K 型分化，央行是否会继续选择结构性降息而非全面降息。我们认为，当前环境下全面降息的必要性更为突出。核心依据在于投资端——K 型分化的“上升臂”目前仅体现在收入和利润层面，并未传导至投资端。今年 1-5 月，工业企业收入和利润累计同比分别为 5.5% 和 18.8%，均显著高于去年同期；但同期工业领域固定资产投资累计同比仅为 0.1%，明显低于去年同期水平。在总需求特别是投资需求持续走弱的背景下，全面降息在提振实体融资、稳定投资意愿方面的效果应优于结构性工具。因此，核心 CPI 回落已打开降息窗口，而投资端的疲弱则进一步强化了全面降息的合理性。

周度观察结论：生产景气延续回落态势

本周生产端景气度延续回落，房地产与基建投资走弱，机电产品受出口需求支撑有所回暖，纺织服装领域景气下降，整体工业品生产热度持续降温。

消费端低位企稳，市内出行总体平稳，物流延续下行但同比小幅改善。商品消费季节性回落，汽车修复基础仍不稳固，服务消费平淡，居民消费意愿依然偏弱。

外贸维持高景气，港口吞吐量高位小幅回调，运价延续上行但动能边际放缓，运力投放全线扩张。美伊冲突打谈交织，霍尔木兹通航持续受阻，地缘风险溢价高位运行。

房地产市场季节性回落，新房与二手房成交环比下行，库存去化不及季节性。房价继续边际承压，一线城市报价指数均回落，市场调整尚未结束。

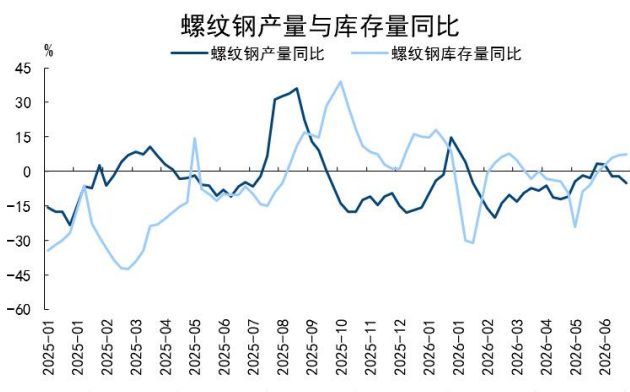
生产：景气度延续回落态势

本周，与房地产投资相关的螺纹钢产量同比有所下降，库存同比依旧上升，

指向相关需求持续降温；与基建投资相关的中厚板产量有所下降，沥青开工率同比维持稳定，表明整体基建活动活跃度偏弱；与机电产品生产相关的冷轧板产量同比回升至正值，库存同比有所下降，指向机电产品的生产景气有所回暖，出口需求延续高景气；与纺织服装和包装领域生产相关的PTA开工率和库存同比均有所下降，表明企业生产意愿和累库意愿回落，或与市场需求走弱有关。

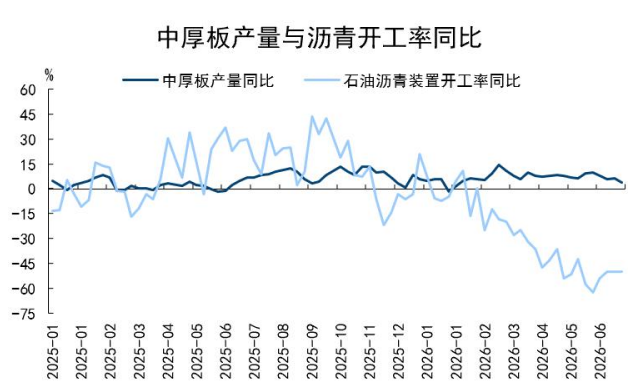
因此，上述生产高频数据指向本周房地产投资、基建投资以及纺织服装和包装领域景气有所下降、机电产品生产景气有所回升。整体来看，本周国内工业品生产景气或延续回落态势。

图1：螺纹钢指向房地产投资景气下降



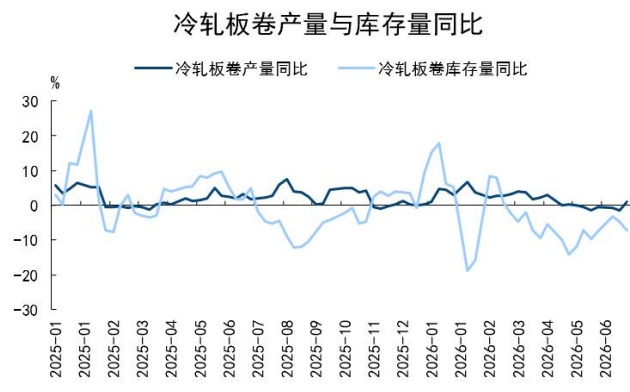
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图2：中厚板指向基建投资景气度走弱



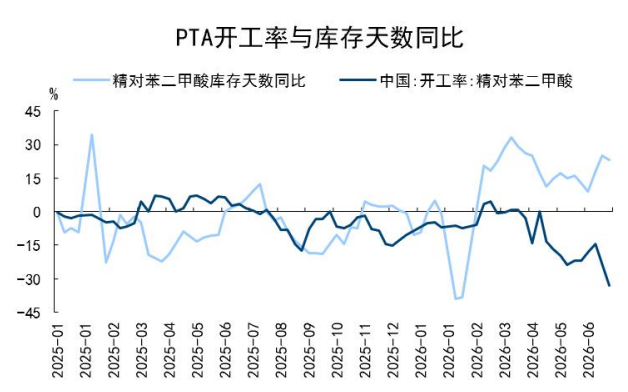
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图3：冷轧板指向机电产品生产景气向好



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图4：PTA指向纺织服装和包装领域景气下降



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

消费：需求低位企稳

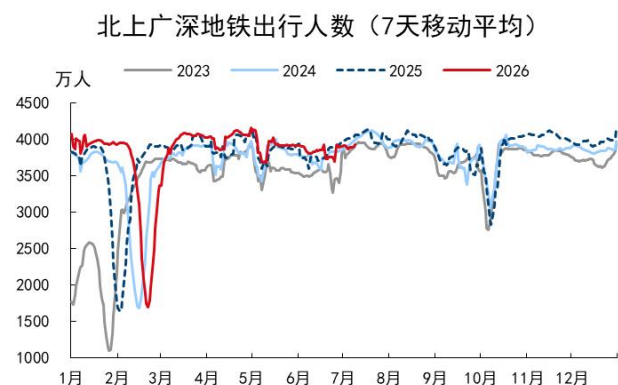
市内基础出行总体平稳。从一线城市地铁流量观察，本周（7月3日-7月9日）日均流量约3920.6万人次，环比上升0.4%，居民日常出行总体平稳；同比下降3.2%，降幅较上周（-5.8%）小幅收窄。

线上消费延续下行态势。反映商业活跃度和居民消费的物流高频数据显示，最新一周（6月29日-7月5日）邮政快递投递量环比下降1.3%，降幅较去年同期（-2.0%）边际收窄，显示线上消费整体增长动能仍偏弱，或受电商促销空窗期影响；同比

增速上涨 4.0%，相较上周（3.3%）小幅扩大。

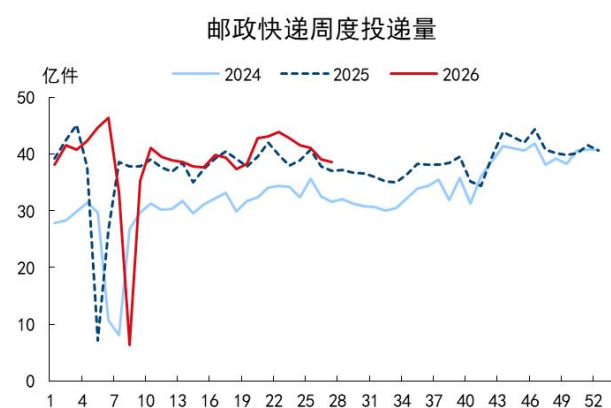
从具体消费品类看：商品消费季节性回落，文娱消费总体平淡。 商品消费方面，最新一周（6月27日-7月3日）乘用车销量环比季节性回落 23.7%，较去年同期（-35.2%）有所收窄；同比下降 8.8%，年初以来累计较去年同期萎缩约 19.3%，显示汽车消费修复基础尚不牢固。服务消费方面，本周（7月4日-7月10日）日均电影票房约 6900.3 万元，环比小幅回升 6.1%；同比显著下降 27.4%，降幅较上周（-34.6%）略有收窄，片源或仍是制约观影需求的关键因素。

图5：市内流动：一线城市地铁



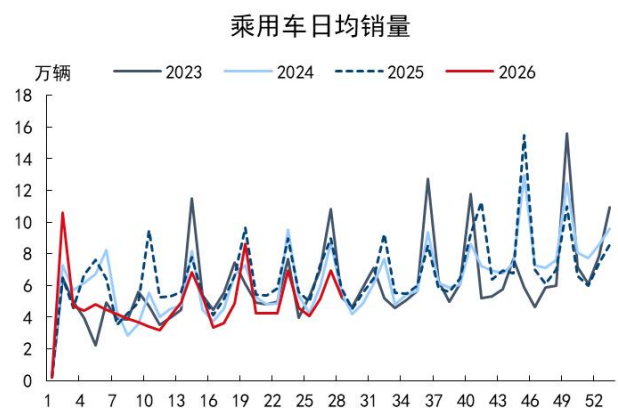
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图6：商品消费：物流投递



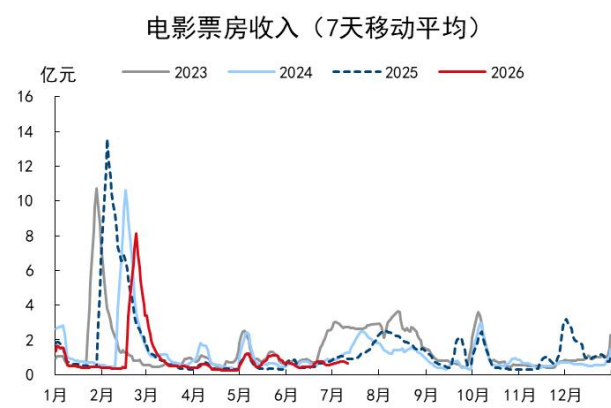
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图7：大宗消费：汽车销量



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图8：服务消费：电影票房



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

进出口：运价上行，霍尔木兹通航受阻

吞吐量高位小幅回调。本周中国港口货物吞吐量为 2.63 亿吨，环比下降 2.87%；集装箱吞吐量 683.2 万 TEU，环比回落 5.31%。上周货物吞吐量为 2.70 亿吨，本周有所回落，但仍处于年内相对高位区间，外贸发运整体平稳。

运价延续上行，动能边际放缓。本周 CCFI 升至 1873.15 点，环比上涨 3.42%，已连续多周上行；但环比涨幅较前两周 5.89%、6.97% 明显收窄，上行动能有所减弱。SCFI 环比回落 4.27% 至 3184.83 点，与 CCFI 走势背离，即期市场运价边际承压。

运力投放全线扩张，中东印巴领涨。本周七大主要航线运力环比普遍上行，中东印巴航线投放 255211TEU，环比大增 26.2%，居增幅之首；欧洲、美东、东南亚、美西航线分别增长 16.6%、15.4%、14.6%、12.4%。外贸运力重心在亚洲区域高位运行的同时，跨太平洋与欧洲航线同步走强。

美伊冲突“打谈交织”，霍尔木兹通航持续受阻。美军 7 月 8 日对伊朗阿巴斯港、恰巴哈尔港等目标发动新一轮打击，受袭船事件影响，霍尔木兹海峡油轮通行连续下降、几近停滞，美国财政部 7 月 10 日并追加对伊金融制裁。双方均无意令冲突全面失控，“打打谈谈”或成常态，油价与航运风险溢价短期仍将高位运行。

图9：中国港口货物吞吐量增速



图10：中国出口集装箱运价指数

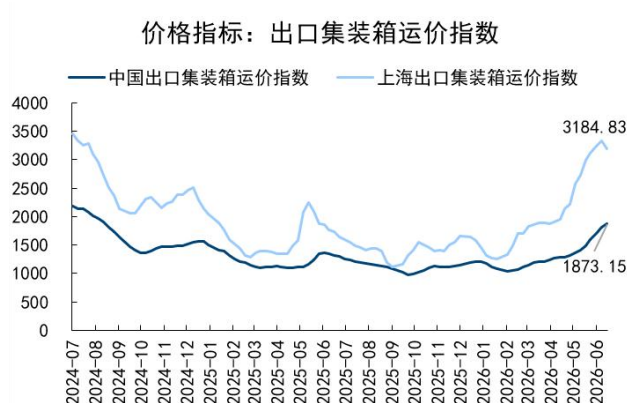


图11：航线运力投放情况

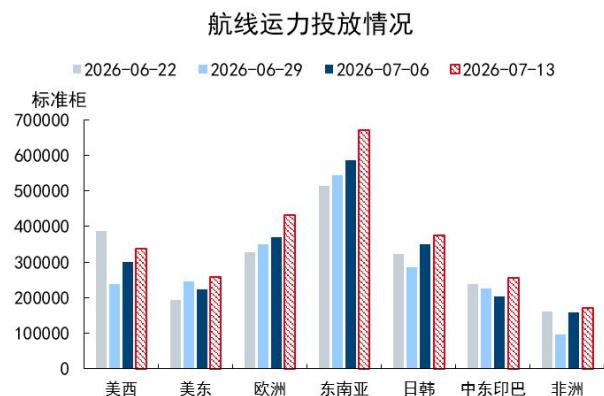
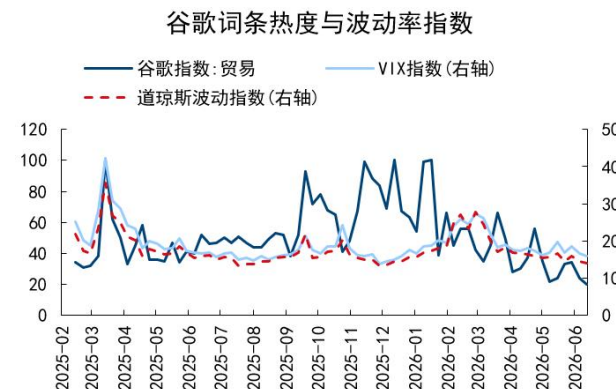


图12：外贸词条指数与美股波动率指数



财政：特别国债资金已基本下达

广义赤字本周略微加速，下周回落。广义赤字（国债净融资+新增地方债发行）本周（7/6-7/12）3898 亿。下周预计 2560 亿，累计 6.0 万亿。其中国债净融资累计 3.4 万亿，同比少约 4498 亿；新增专项债累计发行 2.2 万亿，同比少发约 2125 亿；新增一般债累计 4067 亿，同比少发约 874 亿。总体来看各项政府债节奏仍然落后去年，预计三季度逐渐提速，并在 9 月迎来高峰。

今年投资相关的超长期特别国债资金已全部下达。据发改委 7 月 6 日披露，2026

年第三批“两重”额度指标已下达，安排超长期特别国债资金 1935 亿，今年“两重”建设项目清单已全部下达完毕。同时分三批下达超长期特别国债资金支持设备更新，全年 2000 亿设备更新资金总额目前已下达完毕；今年第三批 625 亿消费品以旧换新资金额度指标也已下达，目前合计已下达 2500 亿中的 1875 亿。

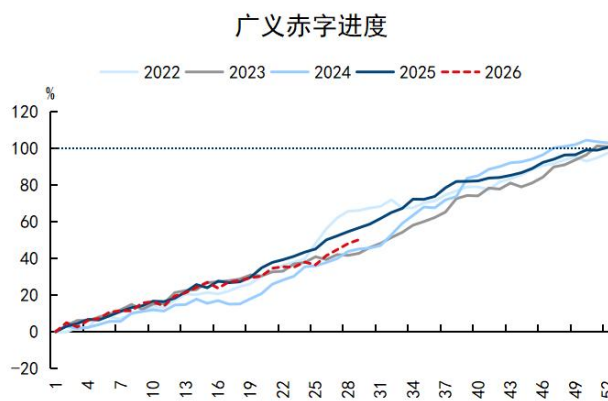
化债方面，特殊再融资专项债已发行 1.7 万亿。本周特殊再融资专项债发行 362 亿，下周预计发行 271 亿，今年累计发行进度 85%，仍低于去年同期（1.82 万亿），预计三季度基本发行完毕。特殊新增专项债目前已发行 5153 亿，土地储备专项债已发行 1776 亿。

图13：广义赤字与财政支出



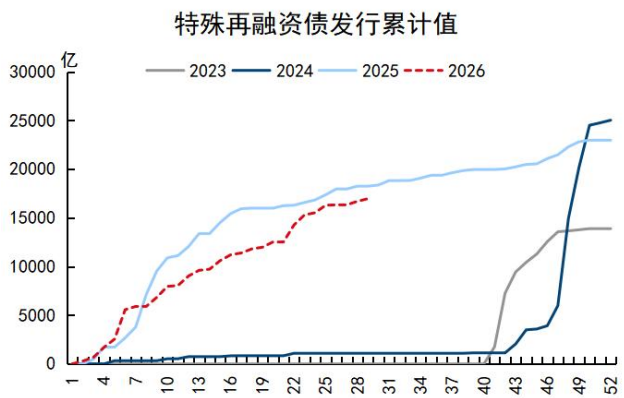
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图14：广义赤字进度



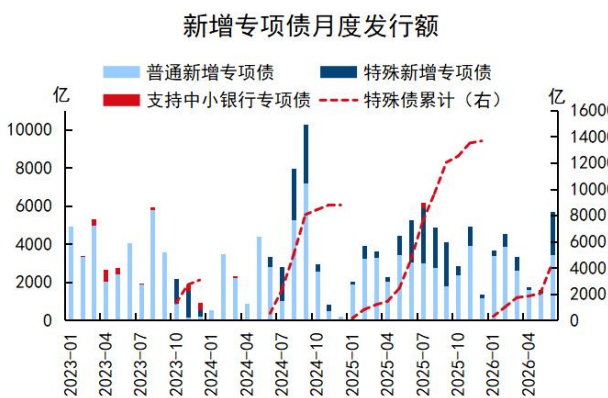
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图15：特殊再融资债累计发行



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图16：特殊新增专项债发行



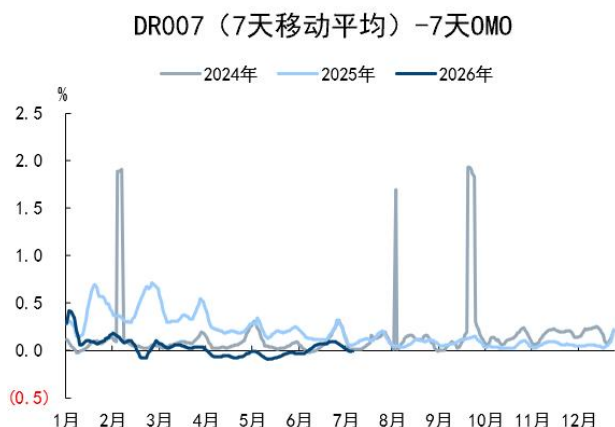
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

货币：资金面延续宽松

本周，DR007 与逆回购利率差值回落至负值，约等于历史同期水平；1 年同月存单与逆回购利率差值亦小幅回落，处于历史同期较低水平；OMO 存量金额季节性大幅回落，低于历史同期均值；银行间待购回债券余额季节性震荡回落，低于历史同期均值。

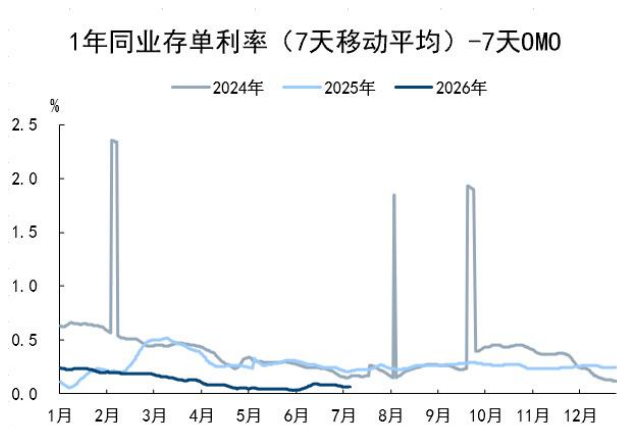
上述高频数据指向本周货币市场延续宽松态势；央行OMO存量大幅回落，源于央行在季末维稳资金面加大力度投放后自然回收，并未影响资金面走向宽松；债券市场加杠杆意愿继续下降，待购回债券余额低于过去两年均值。

图17: DR007 与逆回购利率差值指向货币边际宽松



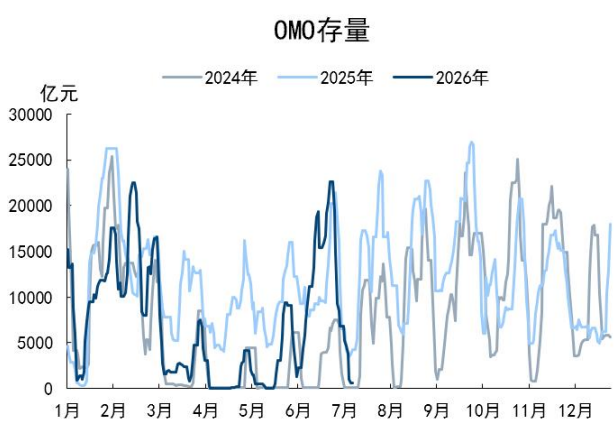
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图18: 存单与逆回购利率差值指向货币边际宽松



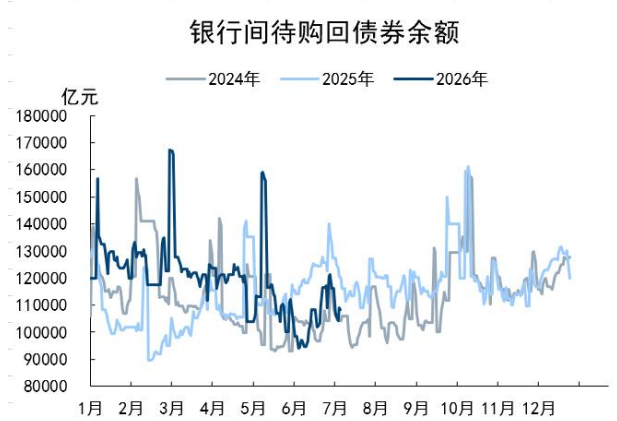
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图19: OMO 存量金额大幅下降，低于历史均值



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图20: 银行间待购回债券余额震荡回落，低于历史均值



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

房地产：成交边际回落

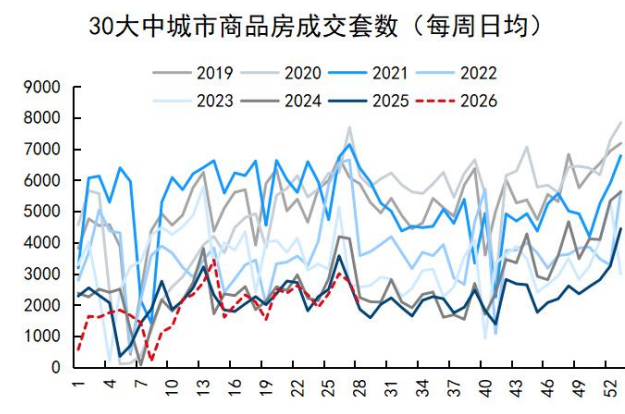
成交量方面，房地产周度成交二手房均随季节性有所下行。30大中城市商品房日均成交套数本周环比下行，当周同比回落至5.4%，略高于过去年同期水平。18城二手房成交环比同意下行，当周同比上行至13.0%，超过2025年同期水平，略低于2024年同期。库存季节性回落，但回落幅度不及季节性，十大城市存销比录得74.0，前值80.2，为2019年至今同期最高。

土地成交季节性上行，但仍在近年低位。从100大中城市土地成交数据来看，土地成交数量上周为552宗，环比大幅上行，当周同比-9.1%，预计6月土地出让收入将继续保持低迷，7月或有所回暖。楼面均价环比略微上

行，溢价率均下行。

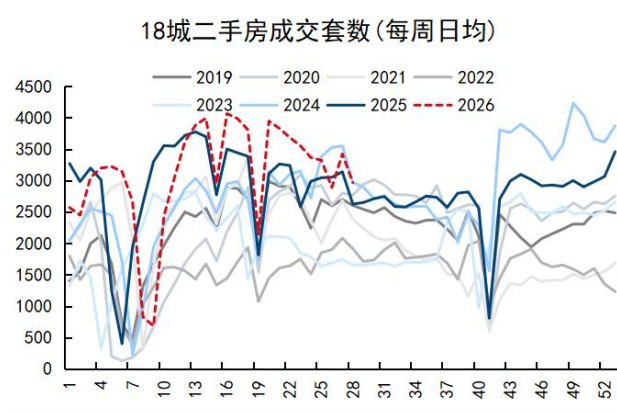
价格上，高频数据显示房价继续边际承压。四大一线城市的中原报价指数继续低位运行，切均出现回落，这意味着后续统计局二手房房价环比将回落。二手房量价指数均处于历史低位，挂牌量指数边际反弹，价格指数在继续下行的过程中，尚未出现企稳。

图21：一手房成交



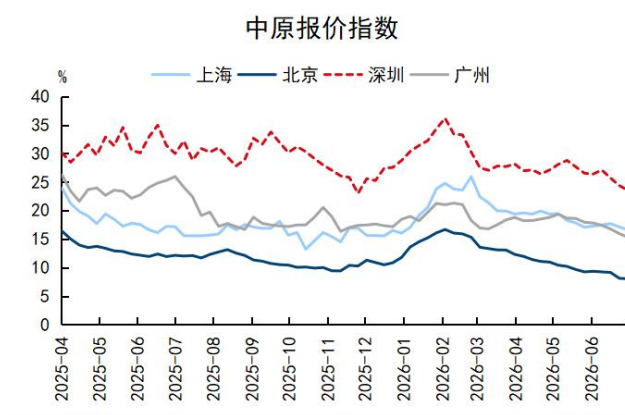
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图22：二手房成交



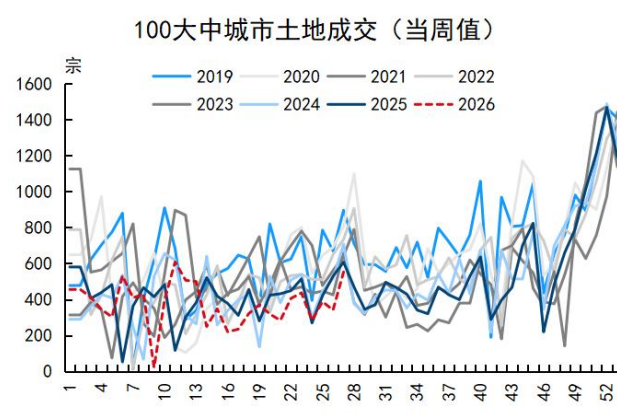
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图23：二手房价指数



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图24：土地成交数量



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

风险提示

海外市场动荡，存在不确定性。

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司

关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032