

南华期货宏观周报

——美国通胀温和回落，紧缩预期降温

翟帅男（投资咨询证号：Z0013395）

联系邮件：zaisuainan@nawaa.com

投资咨询业务资格：证监许可【2011】1290号

2026年8月15日

主要观点

本周市场关注的核心焦点是美国7月CPI数据，数据整体符合预期，温和小幅回落，市场对于美联储的加息预期有所降温。我们保持美联储年内“口头加息、实际落地概率较低”观点不变：一方面，非农数据连续两月爆冷，虽有一部分原因是受短期因素影响，但也能反映出美国劳动力市场整体走弱的趋势，而通胀核心的症结仍在供给端的能源冲击，核心CPI已经小幅回落，且薪资温和缓解了市场对“工资-通胀螺旋”的担忧，加息的迫切性进一步走低；另一方面，美债收益率保持高位，财政付息压力较大，且美股近期表现出一定的脆弱性，加息可能导致美债收益率上行、美股进一步回落，此时加息并不明智。但若通胀压力升温，不能排除美联储为了挽回信誉而落地加息的可能。后续的7月PCE和杰克逊霍尔年会值得重点关注。周内中东局势整体变化不大，美伊双方暂时陷入僵局，没有开打也没有开谈，警惕后续局势升温可能。另外，国内央行公布了二季度货币政策执行报告，报告整体延续了7月政治局会议的宽松政策思路，属于对于政治局会议落实层面的细化而非方向性调整，对国内债市构成结构性利多。

本周宏观主线是美国通胀降温带来的紧缩预期缓解，被地缘僵局和资产定价层面的“利多出尽”所对冲，市场整体处于等待新催化剂的观望状态。权益方面，长期政策底和估值底形成了双重支撑，但短期市场大概率在当前位置震荡蓄势，向下空间有限，向上突破需要等待基本面或政策面的进一步确认。贵金属，当前金银已进入底部配置区间，但短期节奏复杂多变，趋势性机会尚需耐心等待明确的政策转向信号。有色板块，矿端供给收紧与低库存格局为板块提供底部支撑，若后续“金九银十”传统旺季需求季节性回暖，有色有望延续偏强运行、价格重心进一步上移，品种优选上仍以铜锡为主。能化板块，最核心的影响因素还是中东地缘局势，当前能化品种处于典型的事件驱动阶段，建议等待事态进一步明朗后再行决策。农产品方面，本周板块整体震荡分化，短期磨底格局未改，但中长期逻辑正在加速强化，关注棕榈油、橡胶、白糖、生猪做多机会。黑色板块，黑色系供需宽松的基本面并未扭转，短期反弹持续性存疑，双焦在供给端扰动下具备阶段性支撑。

风险提示：地缘局势反复，美联储加息预期升温，海外AI叙事波动

本期看点

- 1.美国通胀数据温和走弱，加息窗口关闭了吗？
- 2.央行二季度货币政策执行报告有什么增量政策可以期待？

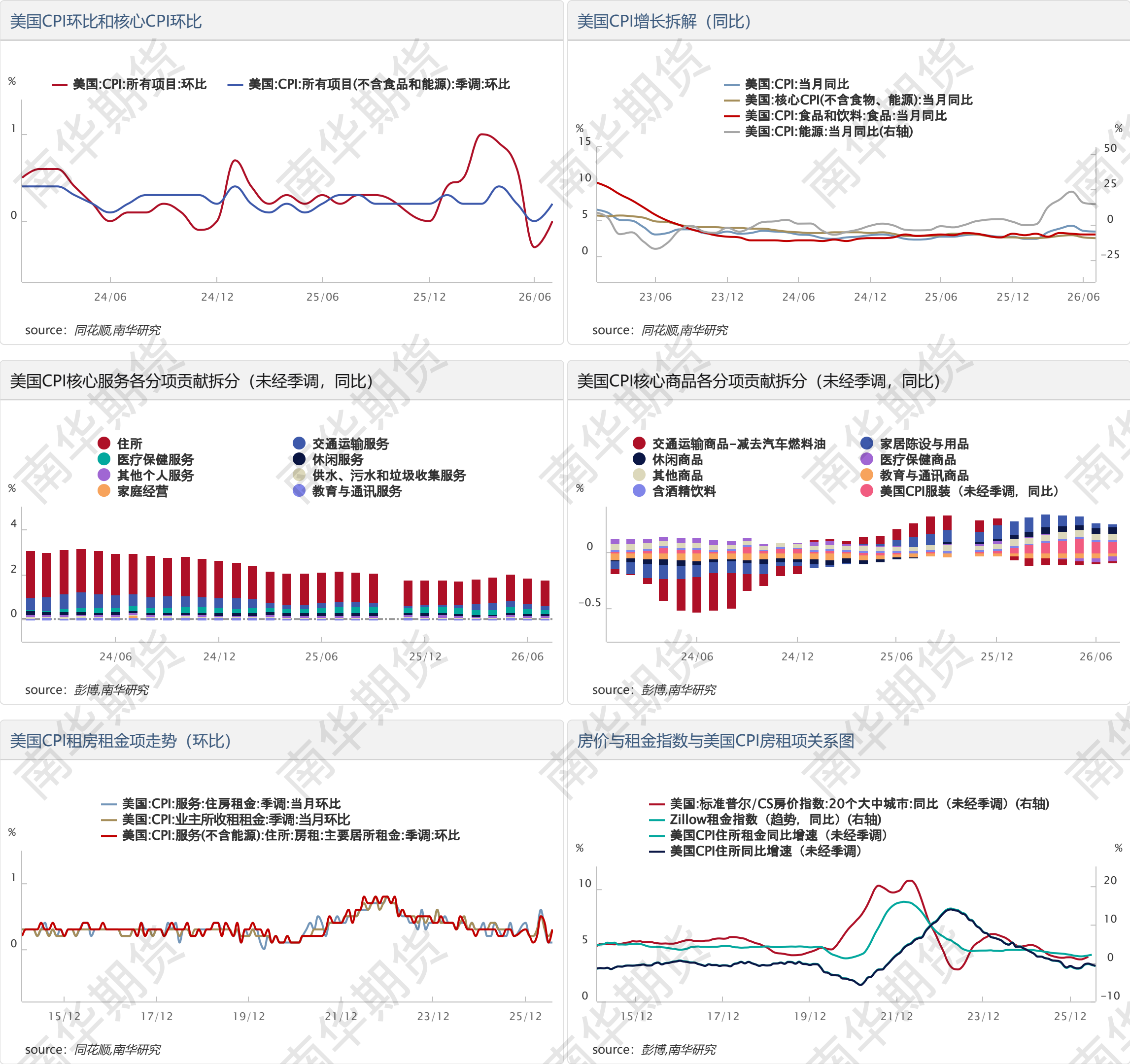
第一章 一周市场感悟

本周市场关注的核心焦点是美国7月CPI数据，数据整体符合预期，温和小幅回落，市场对于美联储的加息预期有所降温，但贵金属和有色并没有进一步走升，而是呈现“利多出尽”特征。周内中东局势整体变化不大，美伊双方暂时陷入僵局，没有开打也没有开谈，警惕后续局势升温可能。另外，国内央行公布了二季度货币政策执行报告，报告整体延续了7月政治局会议的宽松政策思路，属于对于政治局会议落实层面的细化而非方向性调整，对国内债市构成结构性利多。

(1) 美国通胀温和走弱

美国劳工统计局8月12日公布的数据显示，7月CPI整体与核心数据均与市场预期完全吻合，整体CPI同比3.4%、环比0.1%，核心CPI同比2.5%、环比0.2%。连续两个月温和的月度数据表明，年初由能源价格推动的通胀反弹正在降温。分项方面，强弱分化非常鲜明。最强的是住房，住房指数环比上涨0.1%，租金与业主等价租金均上涨0.3%，住房在CPI中权重极大（约占三分之一），其粘性对整体通胀形成了持续支撑，这是偏长期的结构性因素。月度最弱的是能源，能源指数环比下降1.5%，主要受汽油价格回落驱动，但同比仍高达14.4%。近期随着美伊和谈陷入僵局，油价再度走升，接下来能源价格可能再次抬升。汽车环比走升0.2%，主因二手车价格走升，但同比仍在下滑，跌幅收窄。服务同比则进一步回落至3.1%，但环比也从6月的持平回升至0.2%。另外，信息技术、硬件服务价格环比上涨0.7%，电脑、外接设备和智能家居助手分项环比上涨3.5%，反映AI资本开支扩张带来的芯片短缺正逐步向消费端传导，不过该分项在CPI中权重极小，对整体通胀的实际拉动基本可以忽略。另外，机票价格受燃油成本上涨和暑期因素提振而明显走升，机动车保险则延续下跌趋势。

7月通胀数据整体属于温和回落，叠加7月非农就业爆冷转负，进一步削弱了美联储9月加息的紧迫性，CME隐含9月加息次数从0.48次降至0.39次。目前市场共识是，在“就业大幅回落+通胀温和回落”的情况下，年内加息必要性不高。但9月会议之前还有7月PCE数据，8月非农和CPI数据，近期国际油价已有所反弹，8月CPI存在上行风险。综合来看，数据整体并未为9月决策提供明确方向，加息条件并不成熟，但通胀水平仍显著高于2%目标，距离触发降息讨论还有相当距离，美联储仍需更多证据来确认通胀降温趋势。若后续通胀保持回落态势，且非农数据持续走弱，美联储加息窗口可能彻底关闭。

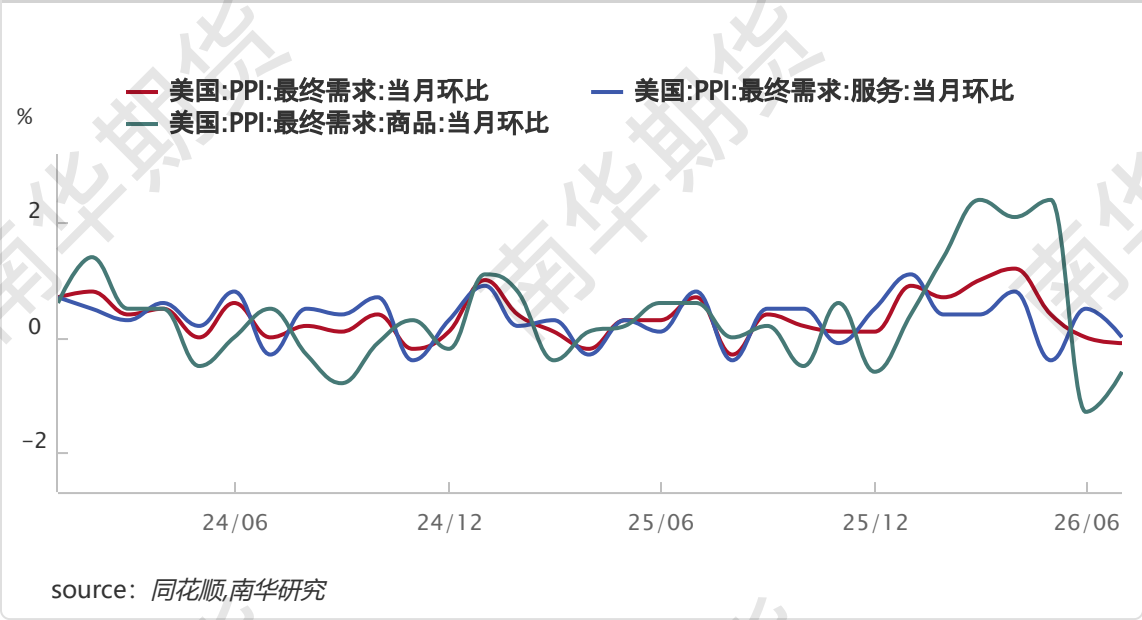


7月PPI略低于预期，同比明显低于前值，环比略高于前值。数据走弱主要是因为能源价格大幅回落，食品价格同样走低。但剔除能源和食品的核心PPI数据环比走升0.2%，剔除食品、能源和贸易服务后PPI环比走升0.4%，电子元件和计算机相关同比保持高增。PPI整体呈现能源回落、服务通胀黏性较高、AI相关价格高速增长的特征，和CPI基本一致。目前CPI和PPI都证明了通胀温和走弱，但两者下行都离不开能源价格的回落，后续中东局势不确定性仍大，不排除油价再度回升可能。此外，服务业价格黏性较高、AI结构性涨价接棒都难以快速缓解，接下来的PCE数据更加重要。仅从当前数据来看，通胀温和走弱，叠加就业市场开始松动，美联储加息预期进一步降温。

美国PPI历史表现



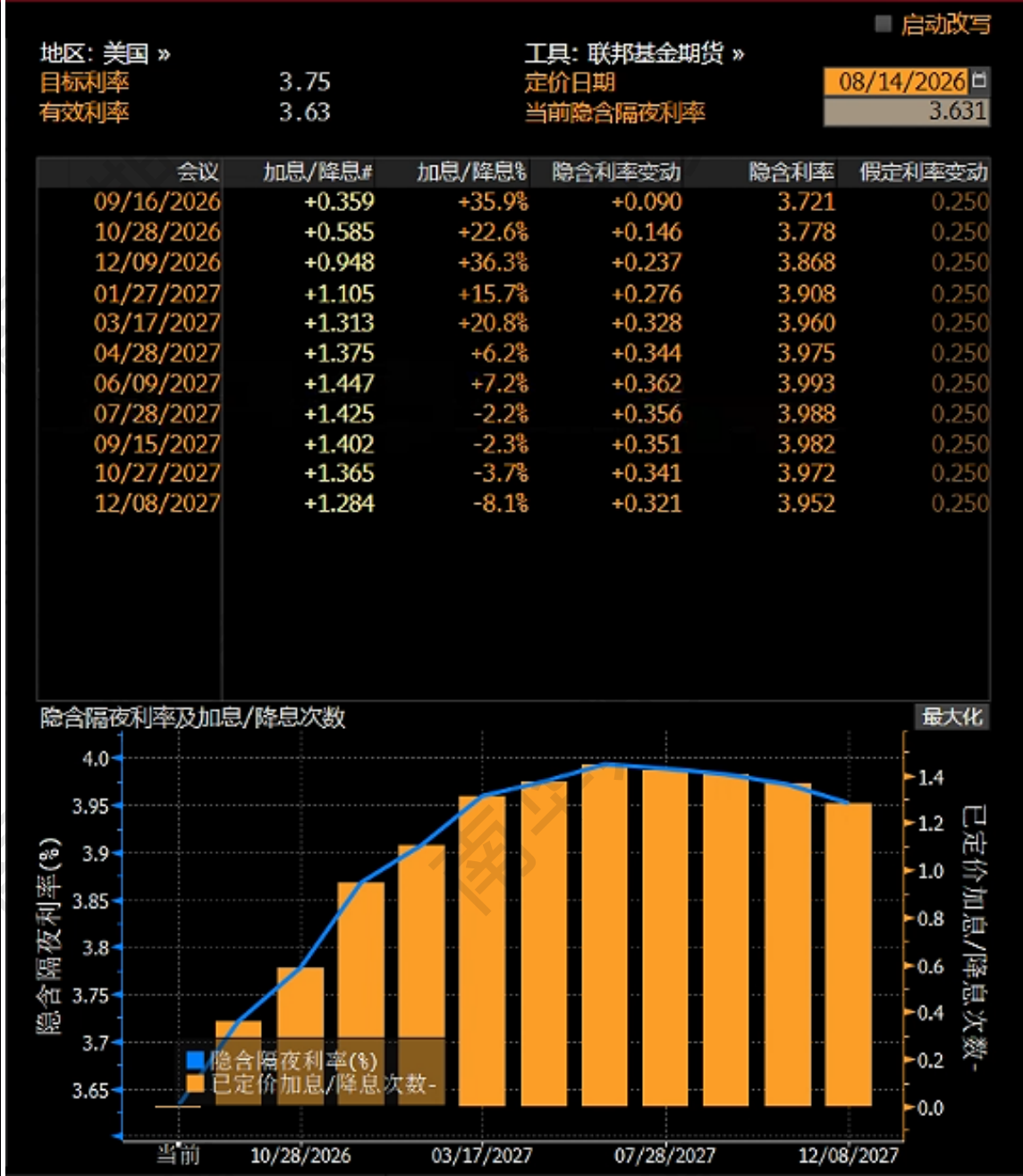
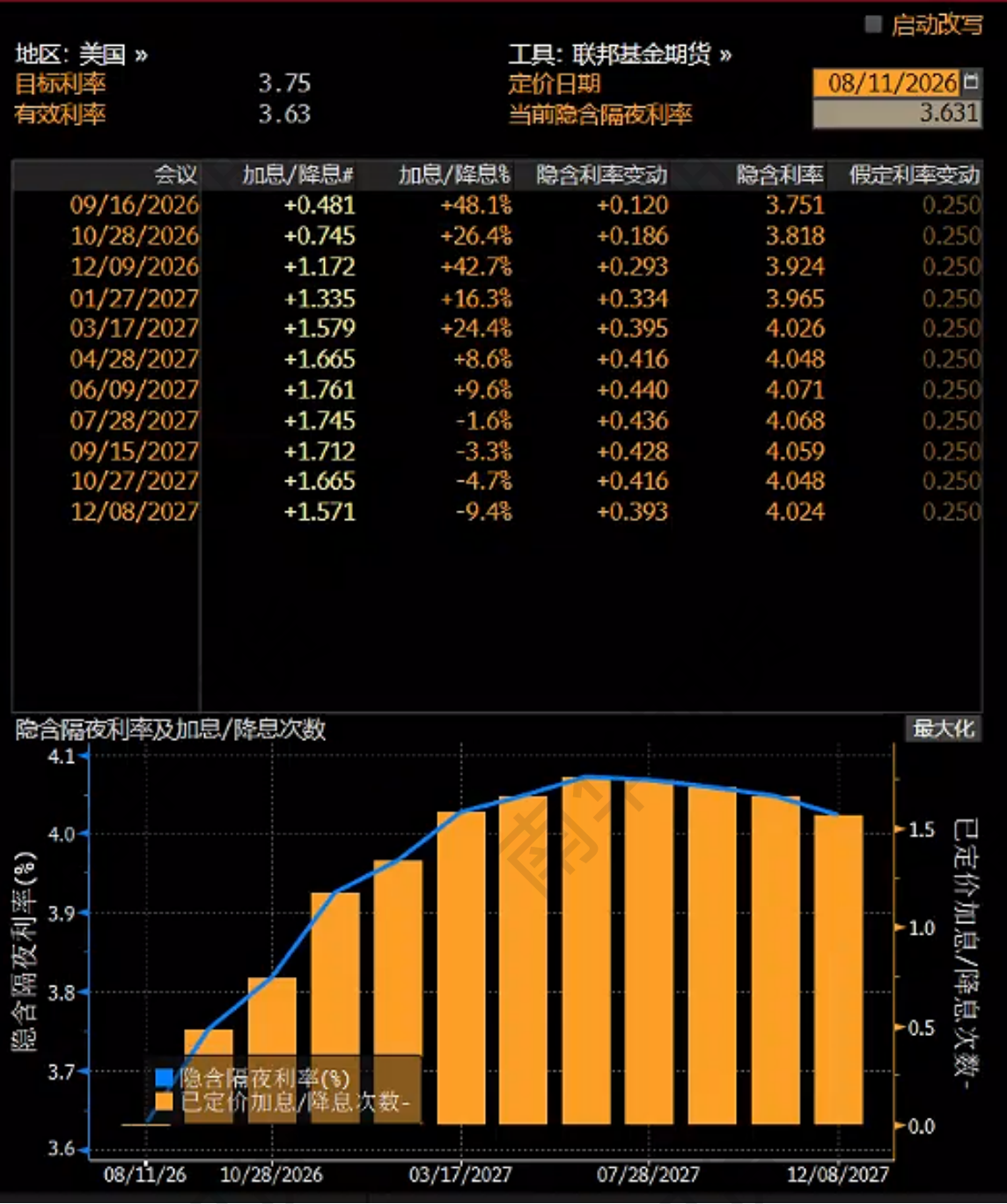
美国PPI及服务、商品分项当月环比



(2) 美联储加息预期降温

周内CPI和PPI数据接连公布后，CME隐含9月加息次数从0.48次降至0.36次，年内加息概率从1.17次降到0.95次，不再完全计价年内加息一次，加息时点押注推迟到明年1月。我们保持美联储年内“口头加息、实际落地概率较低”观点不变。一方面，非农数据连续两月爆冷，虽有一部分原因是受短期因素影响，但也能反映出美国劳动力市场整体走弱的趋势，而通胀核心的症结仍在供给端的能源冲击，核心CPI已经小幅回落，且薪资温和缓解了市场对“工资-通胀螺旋”的担忧，加息的迫切性进一步走低。另一方面，美债收益率保持高位，财政付息压力较大，且美股近期表现出一定的脆弱性，加息可能导致美债收益率上行、美股进一步回落，此时加息并不明智。但此前7月FOMC会议沃什上有关实际利率走升、通胀预期回落的解释并不让市场满意，实际利率之所以快速走升，正是因为美联储此前通胀零容忍的鹰派表态。若通胀压力升温，而美联储未来止步于“口头加息”，将会对美联储的公信力产生很大影响，不能排除美联储为了挽回信誉而落地加息的可能。后续的7月PCE和杰克逊霍尔年会值得重点关注。

美联储加息预期变动



source: 彭博 南华研究

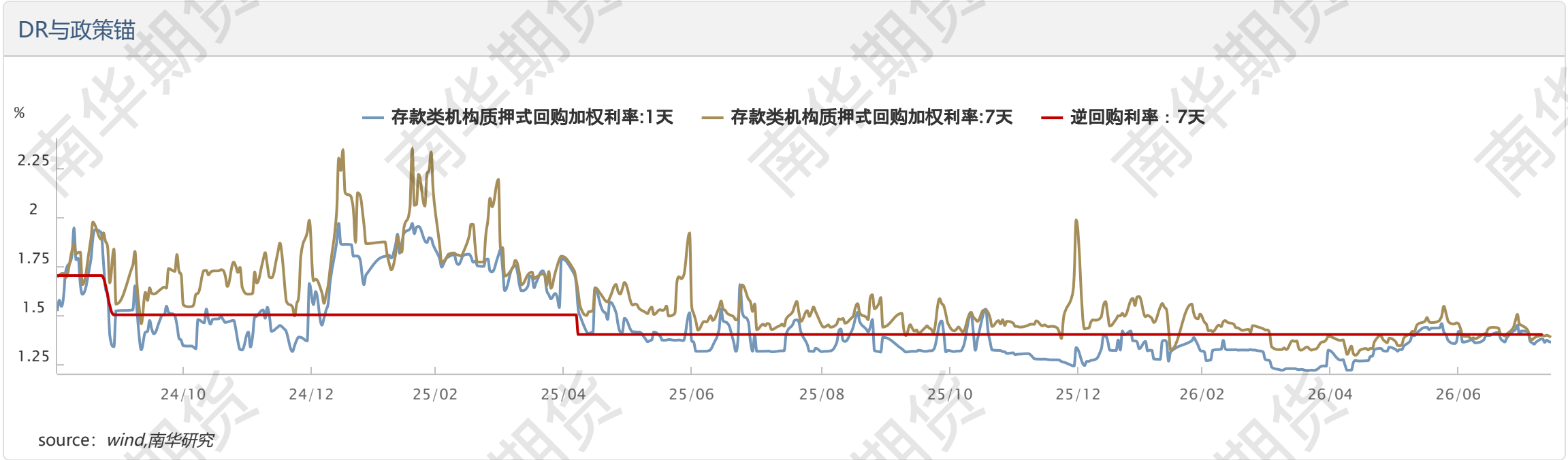
(3) 国内政策延续宽松基调

8月12日，央行发布二季度货币政策执行报告。报告整体延续了7月政治局会议的政策思路，属于对于政治局会议落实层面的细化而非方向性调整。货币政策基调从一季度的“精准有效实施适度宽松”升级为“加大逆周期调节力度”，并要求“加力扩大内需”，与政治局会议表述一致。报告同样强调“充分发挥各项存量政策效能，及时谋划出台务实管用的增量政策”，延续了政治局会议“存量为主、预留加力空间”的部署思路。报告分析了二季度经济明显放缓的主要原因是旧动能加速出清而新动能尚未完全接续，国内供强需弱矛盾仍存，新情况、老问题交织；但同时，新动能快速成长、经济长期向好的内在支撑更加坚实。与此同时，外部环境判断从“变化影响加深”升级为“更加复杂多变”，全球通胀抬升且主要经济体央行趋向收紧，输入型通胀压力从“有所显现”变为“影响仍在持续”，内外双重压力叠加使经济修复动能明显放缓。

在具体操作层面，报告对政治局会议精神进行了多处细化与落地，在利率调控机制、结构性工具扩容、汇率管理工具创新、信用修复政策等方面均有实质性细化和落地，但这些都属于对既定部署的具体落实，而非方向性的新增。最值得关注的是下调结构性货币政策工具利率，增加支农支小、科技创新再贷款额度和1万亿元民营企业再贷款，这些都属于结构性的量价工具，可以更加精准的进行定向帮扶。专栏方面，二季度报告共设5个专栏，具体包括全面把握金融支持实体经济的力量和效果（提出从单一贷款视角转向多元综合视角，将贷款和债券融资合并观察）、完善短端利率调控机制（梳理7天逆回购为政策利率、目标转向DR001等进展）、设立民营企业再贷款（首次将处于“夹心层”的民营中型企业纳入支持领域）、海外主要经济体货币政策调整动态以及银行间市场数据报告库正式挂牌。海外央行专栏前瞻分析认为“本轮主要经济体央行货币政策调整将相对温和，冲击可能小于以往”，依据是“本轮能源冲击烈度趋向缓和，加息幅度无需过大”，

但也提示加息对全球金融市场的不确定性影响。短端利率专栏先梳理了短端利率的改革进展，新增继续完善相关机制，包括增加隔夜逆回购操作品种，收窄利率走廊区间、增加隔夜逆回购的操作频率；首次明确指出短端利率调控目标从DR007逐步转向DR001，按照政策利率走廊50BP来算，接下来的DR001将被框定在1.15%–1.65%的区间内运行。随着政策利率走廊收窄，资金利率将更加平稳，有利于降低债市套息交易波动性，对债市结构性利多。

此外，报告还提出“及时谋划出台务实管用的增量政策”的总体要求，预示后续仍有增量工具值得期待，市场最期待的莫过于全面降准降息，不过后续是否落地将取决于三季度经济实际走势。

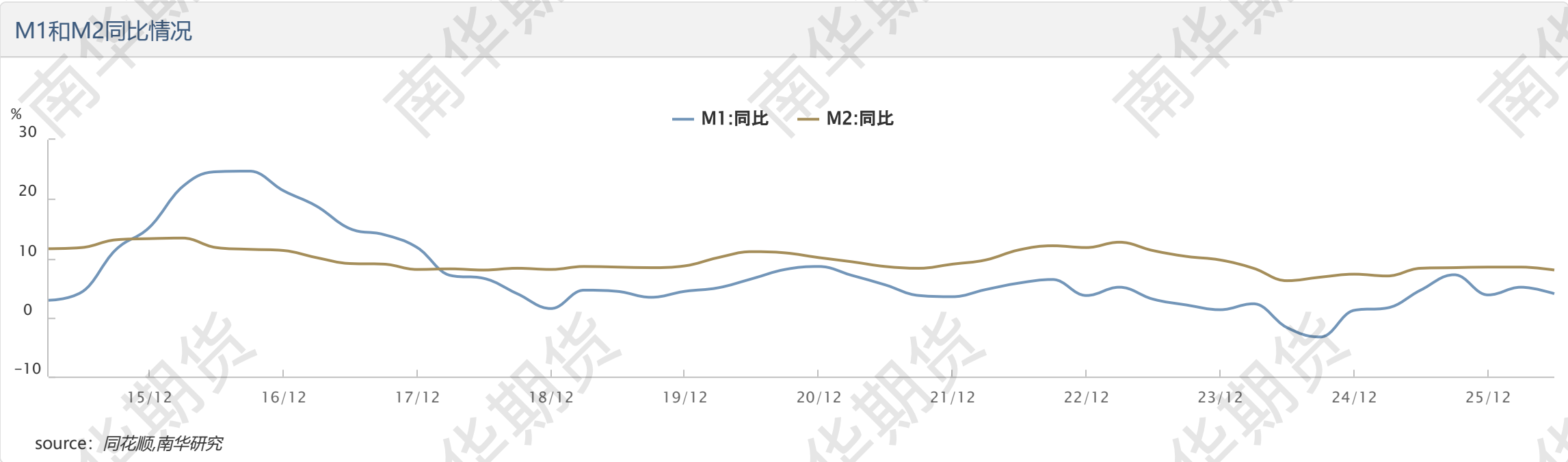
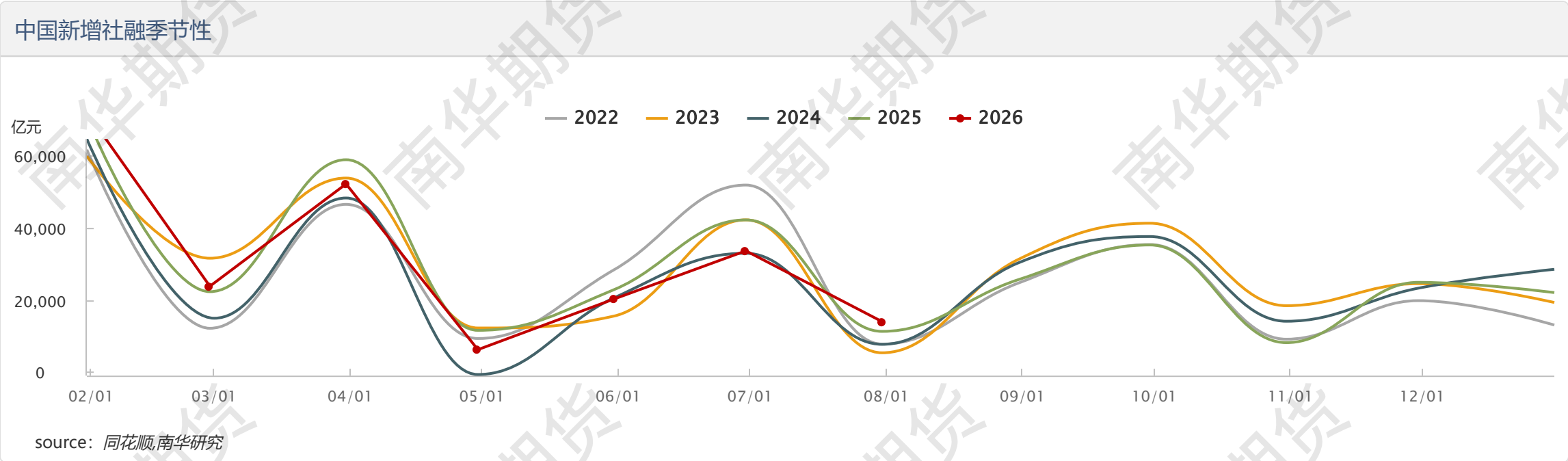
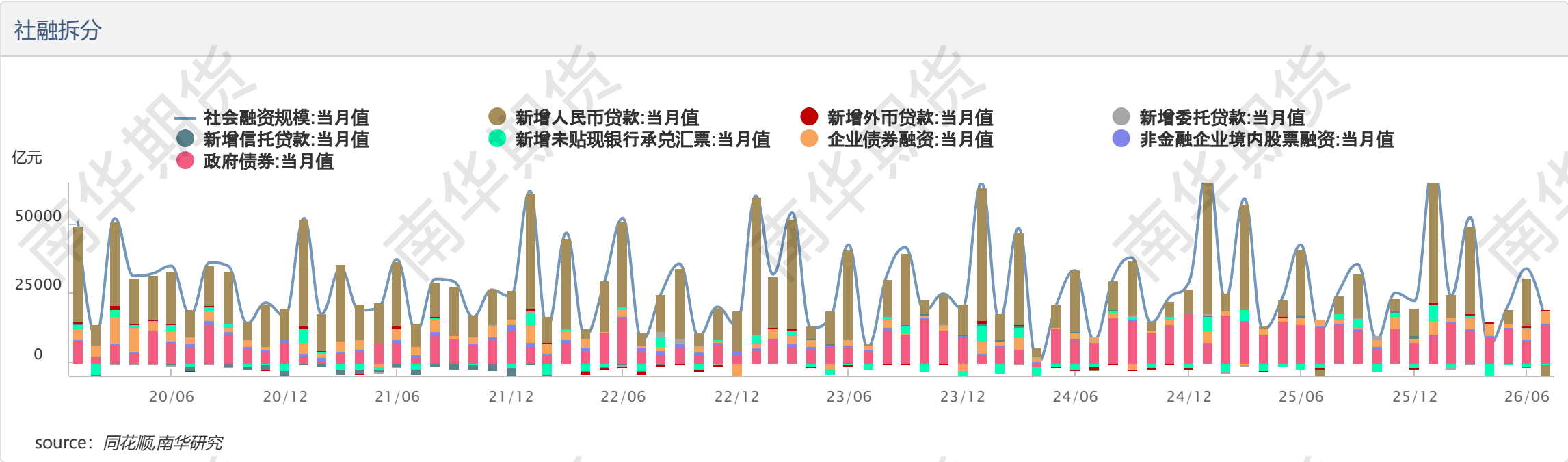


(4) 社融总量企稳、结构分化

2026年7月金融数据呈现“总量企稳、结构分化”特征。社会融资规模存量同比增长7.4%，增速与6月持平，此前已连续四个月回落。当月新增社融1.41万亿元，高于去年同期的1.13万亿元，单月增量有所改善，但前七个月累计增量22.25万亿元虽略超市场预期的21.925万亿元，同比仍少增1.74万亿元，单月改善尚不足以弥补上半年缺口。从社融结构看，人民币贷款当月减少5905亿元，同比多减1609亿元；前七个月对实体经济发放的人民币贷款增加10.17万亿元，同比少增2.14万亿元，实体融资需求偏弱仍是信贷同比少增的根本原因。与之相对，企业债券、政府债券及股票融资成为主要增量来源，直接融资在信贷放缓背景下正加速发挥替代与补充作用；7月政府债发行提速，后续有望加快形成实物工作量。分部门看，居民贷款与企业贷款均明显下滑，其中居民短贷减少3400亿元、中长贷减少1202亿元，企业短贷和中长贷分别减少2500亿元和2300亿元，但季节性因素下，企业短贷同比多增3000亿元，居民短贷同比多增427亿元。

货币供应方面，7月M2同比增长7.7%，低于市场预期的7.9%及前值8%，自4—5月8.6%的高点后连续两月下行，既受高基数影响，也与社融同比少增导致货币派生减弱有关。M1同比增长4.0%，保持平稳，M2与M1增速剪刀差由6月的4%收窄至3.7%，显示资金活化程度有所改善，企业活期存款占比提升，或反映企业对未来经济前景的信心边际修复。

总体而言，7月金融数据表明货币政策宽松效果初步显现，社融增速企稳、剪刀差收窄是积极信号；但信贷持续同比少增、M2增速低于预期且回落，折射出实体融资需求不足的核心矛盾尚未根本缓解。在“贷款降速提质”被确立为宏观运行新常态的背景下，融资结构从信贷向直接融资的转换正加速推进。



第二章 展望与建议

本周宏观主线是美国通胀降温带来的紧缩预期缓解，被地缘僵局和资产定价层面的“利多出尽”所对冲，市场整体处于等待新催化剂的观望状态。随着美国通胀数据连续降温，市场对美联储加息的担忧显著缓和，但贵金属并未延续强势，反而呈现“利多出尽”的特征。中东地缘方面，伊朗与阿曼围绕霍尔木兹海峡通行的谈判已经接近达成一致，但伊朗将全面开放海峡与美国解除封锁、制裁、赔偿等更大政治条件进行绑定，美国则希望先恢复通航再谈其他，特朗普甚至开始反提赔偿要求，双方在核心问题上均无妥协迹象，油价维持高位震荡。本周A股没有延续上周的反弹势头，整体转为震荡格局，前期政策底夯实后市场缺乏进一步上行催化，叠加海外科技股波动和地缘不确定性，盘面呈现蓄势整固状态。

权益方面，A股在上周快速反弹后转为窄幅震荡，前期政策底之后市场底部已经较为夯实，但短期缺乏进一步上行动力，盘面呈现震荡蓄势格局。短期主要是快速上涨后积攒了一批获利盘，加上大盘在关键点位未能突

破，多头信心松动后，部分资金止盈离场。海外通胀数据落地、紧缩预期降温，但中东局势不确定性仍存，市场需要耐心等待方向。大方向上，国内政策保持宽松基调，7月政治局会议明确“加大逆周期调节”和“出台增量政策”，恐慌情绪在7月的大跌中已基本释放；海外紧缩预期也在通胀降温的背景下逐步缓解，政策底和估值底形成了双重支撑。**但短期市场大概率在当前位置震荡蓄势，向下空间有限，向上突破需要等待基本面或政策面的进一步确认。**

贵金属周内呈现冲高回落态势。近期贵金属在美联储加息逻辑松动、宏观压制减弱后走出一波强势反弹，随着非农数据、通胀数据接连出炉，多头获利止盈盘大幅离场，整体呈现一个“利多出尽”特征。近期的非农和就业数据走弱则使得美联储紧缩预期得到修正，黄金也随之反弹，但目前美联储加息窗口仍未关闭继续压制反弹空间。**中长期看，全球债务高企、去美元化趋势延续以及央行持续购金，共同构筑贵金属坚实的底部支撑。然而，真正的趋势性上涨仍需待美联储紧缩预期的实质性转向，届时估值中枢才有望迎来系统性修复。**总体而言，当前金银已进入底部配置区间，但短期节奏复杂多变，趋势性机会尚需耐心等待明确的政策转向信号。白银兼具金融与工业双重属性，连续第六年供不应求，价格弹性大于黄金。

本周**有色板块**内部分化显著，碳酸锂在需求支撑与库存持续去化的共同推动下明显反弹；铜铝锡则呈现冲高回落走势，虽然需求端支撑（铜的矿端约束与电网需求、锡的算力金属逻辑）依然存在，但前期快速上涨积累了较多获利盘，资金集中撤退带动盘面回调；镍则受印尼配额政策松绑打压，连续下跌，基本面在板块中最为疲弱。展望后市，矿端供给收紧与低库存格局为板块提供底部支撑，若后续“金九银十”传统旺季需求季节性回暖，**有色有望延续偏强运行、价格重心进一步上移，品种优选上仍以铜锡为主——铜的矿端约束最为刚性，锡的算力金属逻辑中长期确定性最高。**

能化板块，最核心的影响因素还是中东地缘局势，油价在僵持中维持高位震荡。目前伊朗与阿曼围绕霍尔木兹海峡通行的谈判已经接近达成一致，但伊朗将全面开放海峡与美国解除封锁、制裁、赔偿等更大政治条件进行绑定，美国则希望先恢复通航再谈其他，特朗普甚至开始反提赔偿要求。双方在核心问题上均无妥协迹象，谈判窗口虽在延展但实质进展有限。本周霍尔木兹海峡日通行量保持低位，曼德海峡通行量同样保持偏低水平，“双峡危机”的结构性影响仍在。伊朗近期发出“若条件得不到满足，或升级冲突”的威胁，地缘风险溢价难以有效消退。**当前能化品种处于典型的事件驱动阶段，价格对消息面的敏感度极高、容错率极低，风险收益比并不清晰，建议等待事态进一步明朗后再行决策。**后续继续关注海峡通行情况及美伊双方动态。

农产品方面，本周板块整体震荡分化，短期磨底格局未改，但中长期逻辑正在加速强化。从短期现实来看，多数品种仍处于累库周期的尾部阶段，棕榈油、白糖库存压力突出，橡胶则在持续去化，弱现实与强预期的博弈是本周的核心特征。中长期来看，超强厄尔尼诺正在持续发酵，其对棕榈油、橡胶、白糖产量的滞后减产效应将在四季度开始逐步兑现，届时供需格局有望从宽松向紧平衡甚至缺口切换；棉花同样受新疆高温天气和美棉优良率走弱的支撑，供应端天气升水正在逐步计入。另外，生猪虽短期供强需弱格局未改，但政策底部信号明确，产能加速去化，关注中长期做多机会。

黑色板块本周走势分化，双焦强势反弹，不锈钢延续弱势，其余整体震荡。焦煤受山西煤矿事故停产、前期复产缓慢等供给端扰动支撑，走势强于成材；焦炭则受焦化企业主动减产限产提振；螺纹、铁矿石虽有跟涨，但需求端仍处淡季，库存仍在增加，供需宽松格局未改；不锈钢在镍的供给宽松和淡季弱需求共振下表

现疲软。整体来看，黑色系供需宽松的基本面并未扭转，趋势性反转仍需等待终端需求的实质性改善，短期反弹持续性存疑。相对而言，双焦在供给端扰动下具备阶段性支撑，是黑色板块中确定性较高的方向。

.....

第三章 重点关注事件及数据

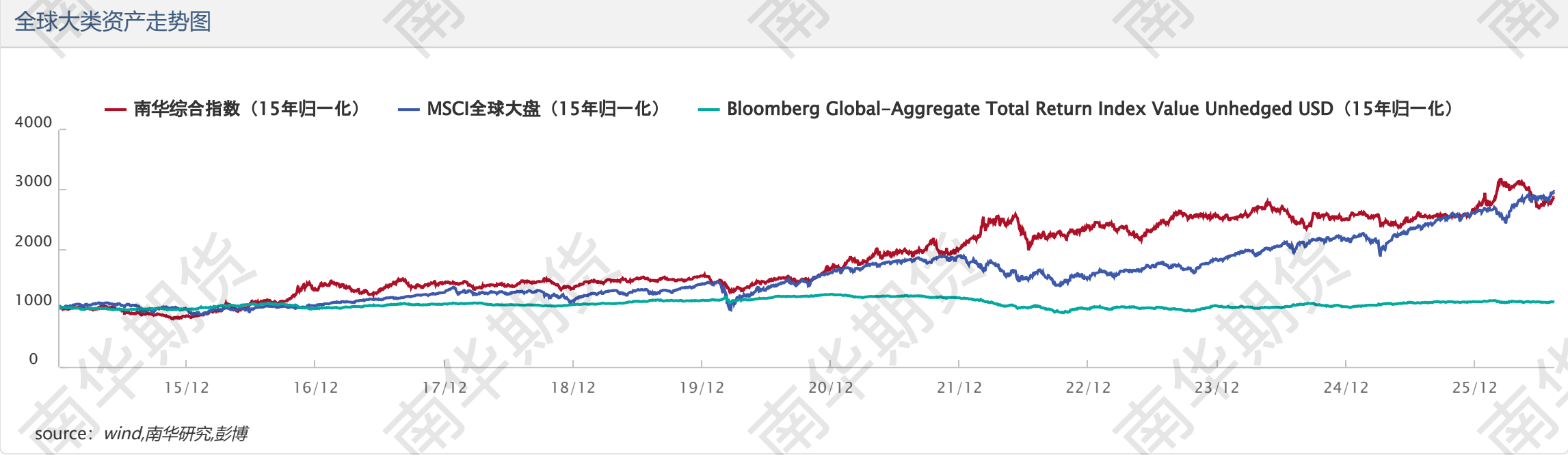
图：一周财经日历

月历 周历		< 上周 08-17 / 08-23 ▾ 下周 >	
日期	重要经济数据	重要事件	
08/17 周一	 中国社零	 中国70城房价	
	 中国工业增加值	 国民经济运行发布会	
	 加拿大CPI		
	 纽约制造业指数		
08/18 周二	 英国失业率ILO		
	 英国失业率		
	 德国经济景气		
	 欧元区经济景气		
	 美国新屋开工		
	 美国房屋营建许可		
	 美国进口物价		
	 美国工业产出		
	 美国成屋签约		
	08/19 周三	 英国CPI	
 欧元区经常帐			
 欧元区CPI终			
 EIA原油周报			
08/20 周四	 中国LPR	 美联储会议纪要	
	 澳洲失业率		
	 德国PPI		
	 美国初请		
	 费城制造业指数		
	 美国领先指标		
08/21 周五	 英国公共借款	 恒指季度检讨结果	
	 英国零售销售	 美油期货移仓换月	
	 加拿大零售销售		
	 美国服务业PMI初		
08/22 周六	 美国石油钻井		
08/23 周日			

G8		浏览		15:35:25		08/17/26		- 08/23/26			
中央银行		全部 中央银行				视图		议程		每周	
日期时间 C		A	M	R	事件	期间	调查(M)	实际	上次	修正	
MM/DD/YY											
21) 08/17 17:30		EC			ECB's Lane Speaks in Dublin						
22) 08/18 19:45		EC			ECB's Lane Speaks in Dublin						
23) 08/20 02:00		US			FOMC会议纪要	Jul 29	--	--	--	0	
24) 08/21 16:00		EC			欧洲央行1年CPI预期	Jul	--	--	3.0%	--	
25) 08/21 16:00		EC			欧洲央行3年CPI预期	Jul	--	--	2.8%	--	
26) 08/21 17:00		EC			Negotiated Wages	2Q	--	--	2.46%	--	

资料来源：彭博、金十、南华研究

第四章 大类资产





免责声明

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使本公司违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，本报告所载资料、意见及推测仅反映在本报告载明的日期的判断，期货市场存在潜在市场变化及交易风险，本报告观点可能随时根据该等变化及风险产生变化。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本报告中的信息和所表达的意见和建议以及所载的数据、工具及材料均不应作为您进行相关交易的依据。本公司不承担因根据本报告所进行期货买卖操作而导致的任何形式的损失。本公司的销售人员或其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、涉及相应业务内容的子公司可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到本公司可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。未经本公司允许，不得以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容或复印本予以任何其他人，或投入商业使用。经过本公司同意的转发应遵循原文本意并注明出处“南华期货股份有限公司”。未经授权的转载本公司不承担任何责任。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

公司总部地址：浙江省杭州市上城区富春路136号横店大厦
邮编：310008
全国统一客服热线：400 8888 910
网址：www.nanhua.net
股票简称：南华期货
股票代码：603093



Bigger mind, Bigger fortune
智慧创造财富