



美国宏观经济 2026 年中期展望： 财政刺激淡出后的 K 型分化加剧

今年上半年美国经济继续体现韧性；但再通胀压力正在积聚，其演变受到接下来霍尔木兹海峡通航情况的影响。我们曾在[去年 11 月展望报告](#)中预测 2026 年美国经济的两大驱动力分别是“大而美”法案下的财政刺激和 AI 投资。今年以来 AI 投资对经济的推动作用超预期，而财政刺激的效果则部分受制于高油价冲击。美国高等法院驳回特朗普政府关税措施导致的进口关税下降亦有利于美国经济。虽然整体美国经济和就业市场在上半年表现稳健，但是原油和存储价格上升引起的再通胀压力正在积聚。展望下半年，霍尔木兹海峡开放情况或对原油价格，乃至美国通胀前景至关重要。我们的基本假设是最晚到今年三季度末，霍尔木兹海峡将逐渐开放。高油价或给全球带来一定通胀和经济增长压力，但不至于导致经济危机。

我们上调美国全年核心 PCE 通胀率和经济增速预测，但预计下半年核心通胀率和经济动能均会走弱。鉴于原油和存储价格对通胀的冲击和接下来的影响，我们上调全年核心 PCE 同比通胀率预测 0.5 个百分点到 3.2%。我们同时上调全年经济增速预测 0.3 个百分点到 2.1%。按季度来看，我们预计核心 PCE 同比通胀率今年二季度或继续走高，然后在下半年海峡重开、油价影响逐渐消散后走低。随着“大而美”法案对经济支持作用减弱和高油价对经济的负面影响逐渐凸显，经济动能在下半年或有所下滑，尽管 AI 投资的支撑作用可能继续维持。尤其是随着退税发放完毕以及在高通胀环境下居民实际收入下降，居民消费可能走低，从而影响就业市场。我们预计失业率或在二、三季度上行，而后最快在四季度开始回落。

在霍尔木兹海峡最晚在三季度末逐渐开放的基本假设下，我们仍预计美联储将在今年四季度降息 25 个基点。根据我们对下半年经济的展望，我们认为美联储在下半年仍需降息，以防范劳动力市场进一步走弱。短期内美联储或继续按兵不动，不过还需关注美联储新任主席沃什在货币政策方向和机构改革的新举动。然而，如果霍尔木兹海峡的开放时间延迟到四季度甚至明年一季度，那么高油价导致的全球供应链中断和通胀压力将远高于我们的基本假设。美联储可能继续维持政策利率不变，甚至有可能加息。另一种情形是，如果当前 AI 投资热潮造就的 AI 泡沫在下半年破裂，AI 投资无法如预期般继续支撑美国经济，那么经济下半年或经历投资和消费动能的双重走弱。在此情况下，鉴于就业市场和经济增长的压力，美联储降息的次数和幅度或高于我们当前预测。综合而言，我们认为整体风险更倾向于再通胀压力上升和美联储今年不降息。

我们预计美元指数短期内或继续随原油价格波动，中期则略微走弱。短期来看，在霍尔木兹海峡重新开放之前，我们认为美元指数仍无法摆脱原油价格的影响，尽管这种影响似乎日趋减弱。中期来看，在霍尔木兹海峡逐渐开放之后，美元指数预计将有所下跌，2026 年年底的美元指数点位或在 97。前提是美国经济动能如我们预期般在下半年走弱，且美联储相较全球其他主要央行或更加鸽派。

风险提示：下行风险：降息过慢引起经济衰退；美伊和谈无果、油价飙升引发美国滞胀乃至全球经济衰退；AI 投资泡沫破裂。**上行风险：**AI 对美国经济的推动作用超预期；霍尔木兹海峡重开后油价超预期下滑。

金晓雯, PhD, CFA

首席宏观分析师

xiaowen_jin@spdbi.com

(852) 2808 6437

2026 年 6 月 5 日

浦银国际

主题研究

美国宏观经济 2026 年中期展望



扫码关注浦银国际研究

目录

一、 核心观点	4
二、 中东冲突将如何演绎、对美国经济影响几何?	6
三、 美国经济下半年将如何演变?	10
四、 劳动力市场摆脱疲软了吗?	14
五、 再通胀还会走多远?	17
六、 下半年美联储是降息还是加息?	19
七、 美元下半年还会升值吗?	21
八、 附录.....	22

图表目录

图表 1: 中东局势和美伊谈判进展	7
图表 2: 霍尔木兹海峡通行进展	8
图表 3: 霍尔木兹海峡通行轮船数量在中东局势恶化后锐减, 在美国确认双向封锁后进一步减少	8
图表 4: 布伦特原油价格在中东局势恶化后先大幅上升, 后剧烈震荡, 我们和彭博社预测均值均预测下半年油价将回落	8
图表 5: 美国汽油零售价格迅速反映布伦特油价变化	9
图表 6: 机票 CPI 伴随油价走高, 但传导尚不及俄乌冲突时期, 进口价格指数亦有所上升	9
图表 7: 美国——GDP 各分项季环比增速和对 GDP 拉动率	10
图表 8: 今年以来美国零售数据表现强韧性, 高油价并未明显影响消费情绪	11
图表 9: 从个人消费支出数据来看, 服务消费要好于商品消费	11
图表 10: 因为“大而美”法案, 今年迄今为止居民退税规模增加大约 500 亿美元	11
图表 11: 密歇根大学消费者信心和预期指数自今年 2 月以来已经大幅下跌	11
图表 12: 今年 1-4 月工业生产表现出强韧性, 主要是因为制造业工业生产的推动	12
图表 13: 尽管工业库存总额略微上升, 库存销售比今年以来下滑显著	12
图表 14: 房地产投资(新屋开工和营建许可)今年以来在低位摆动	13
图表 15: 高房贷利率继续影响居民的购房决定和房产销售的恢复	13

图表 16: 从 3 个月移动平均的角度来看, 新增非农就业人数中枢今年以来相较去年年末略微上升	14
图表 17: 裁员人数相比去年同期有所减少, 但是相比此前更多年份依然略微偏高	14
图表 18: 周度领取失业金人数数据今年 1-4 月以来逐渐下滑, 但 5 月出现反弹	15
图表 19: 今年以来失业率亦较去年四季度略微走低	15
图表 20: 劳动参与率今年以来下滑明显	15
图表 21: JOLTS 职位空缺/失业人数比率在今年 1 月上升后, 2 月起又有所下滑, 不过 4 月出现反弹	15
图表 22: 美国劳动力市场指标热力图	16
图表 23: 美国 CPI 各分项环比增速和环比贡献	18
图表 24: 今年整体 CPI 和 PCE 同比通胀率均自 2 月起显著上升, 核心通胀率上行幅度则较小	18
图表 25: 平均来看, 薪资增长指数和平均时薪同比增速今年 1-4 月均低于去年四季度, 但雇佣成本指数今年一季度略微回升	18
图表 26: 密歇根大学通胀预期指数自 3 月起显著上升	19
图表 27: 制造业 PMI 里的价格指数上升较快, 服务业 PMI 价格指数也略微上升	19
图表 28: 今年因为中东局势导致的能源危机, 市场计入的美联储加/降息次数预测显著波动	20
图表 29: 3 月 FOMC 更新经济指标预测: 我们预计 6 月会议将大幅上调通胀预期	20
图表 30: 美元指数自 2 月底中东局势恶化后和原油价格走势高度正相关, 联系从 5 月中旬起减弱	21
图表 31: 美元指数主要交易对手——英镑和欧元所在的央行均有望先于美联储收紧货币政策	21
图表 32: 近期相关报告列表	22

美国宏观经济 2026 年中期展望： 财政刺激淡出后的 K 型分化加剧

一、核心观点

今年以来，美国经济继续体现其韧性，但再通胀压力正在积聚。在去年 11 月发布的 [2026 年展望报告](#) 中，我们已经预期到持续发力的 AI 投资对经济的推动作用，但今年以来包括美国在内的全球 AI 投资热情仍然超过了我们和市场的预期——AI 投资俨然成为了美国经济的最大驱动力。“大而美”法案下的居民退税亦帮助维持了居民消费韧性。不过，从当前退税发放的进展来看，实际退税总体规模或低于去年的市场预期。与此同时，部分退税还将被用于抵消高油价对居民生活成本的冲击。因此，居民退税对消费的促进作用或低于我们此前预期。除了 AI 投资之外，美国高等法院驳回特朗普政府关税措施或是美国经济前景改善的另一个因素。特朗普上任以来加征的关税对美国通胀和经济增长的负面影响正在逐渐减退。在 AI 投资和政策激励下，劳动力市场表现亦较为稳定。尽管如此，在能源危机背景下，再通胀压力却在积聚：虽然高油价的影响仍未完全传导至美国核心通胀，但是美国核心 PCE 同比通胀率已经连续 4 个月超过 3%，核心 CPI 通胀率 4 月亦高于市场预期。美联储在 4 月会议纪要中警告：如果通胀持续，那么美联储将不得不加息。

展望下半年，霍尔木兹海峡开放的情况或显著影响美国通胀和货币政策前景。我们曾判断霍尔木兹海峡的关闭时间或持续 3-4 个月，也就是在今年 5-6 月会开始逐步重新开放。但鉴于近期美伊谈判情况，我们认为海峡开始逐步开放的时间或延后至 7 月、甚至更晚。不过，我们认为双方忍受海峡长期关闭的可能性亦不高，因此将基本预测调整为最晚到今年三季度末，霍尔木兹海峡将会逐渐开放。在这种基本假设下，我们预测布伦特油价到今年年底前会逐渐降到每桶 80-90 美元的区间内（略高于我们此前海峡在 5-6 月重开假设下预测的 80 美元）。高油价将给全球带来一定的通胀和经济增长压力，但不至于导致美国乃至全球经济危机。然而，目前美伊谈判仍具高度不确定性，我们也不能排除霍尔木兹海峡关闭时间被延长到今年四季度甚至明年一季度的可能性。在极端情况下，如果美国再次大规模袭击伊朗，导致石油基础设施受损，再叠加各国原油储备或耗尽，那么原油价格的上升或不是线性的、而是螺旋式的。油价可能会升至每桶 130 美元、甚至 150 美元的高位。全球因为高油价陷入经济危机的可能性将会显著提升。

在霍尔木兹海峡最晚在三季度末逐渐开放的基本假设下，我们将美国**2026年全年核心PCE通胀率的预测上调至3.2%**(去年11月预测:2.7%，2025年:2.8%)。通胀上行压力的重点仍来自存储和原油价格。基于超预期的AI投资贡献和关税下调，我们同时上调经济增速预测到2.1%(去年11月预测:1.8%，2025年:2.1%)，但维持失业率预测不变(4.4%)。按季度来看，我们预计核心PCE同比通胀率在今年二季度或继续走高，然后在下半年海峡重开、油价影响逐渐消散后走低。对实体经济而言，随着“大而美”法案对今年美国经济支持作用减弱和高油价对经济的负面影响逐渐凸显，经济动能在下半年或有所下滑，尽管AI投资对经济的支撑作用可能继续维持。尤其是和就业市场相关性更大的居民消费，或在退税发放完毕、实际收入在高通胀环境下走低的背景下有所减弱。这将影响就业市场表现。我们预计失业率或在二、三季度上行，而后最快在四季度开始回落。

根据我们对今年下半年经济的展望，我们仍然认为**美联储在四季度或将降息25个基点**。我们相信当前的数据更多是为美联储提供更多时间观察能源危机对美国核心通胀率和经济活动的影响，而不是扭转货币政策走向。如果像我们所预期的，核心PCE通胀率在下半年逐渐走低，失业率在二、三季度上行，那么美联储或将在四季度重启降息，以防范劳动力市场进一步走弱。除了降息时点之外，下半年也需要重点关注美联储新主席沃什在货币政策方向和机构改革的新举动。不过，我们认为短期内沃什基本没有大幅改变政策方向的空间，他或将重点放在于美联储内部和金融市场树立新主席的信誉。

我们预计**美元指数短期内或继续随油价波动，中期则略微走弱**。自从中东局势恶化、油价开始飙升，美元指数的走势就和伊朗局势、原油价格走势高度正相关。短期来看，在霍尔木兹海峡重新开放之前，我们认为美元指数仍无法摆脱原油价格的影响，尽管这种影响似乎日趋走弱。中期来看，在中东地区局势对原油价格的影响消散之后，我们依然认为美元走势将取决于美国经济基本面以及美联储和其他主要国家央行的货币政策方向差异。在我们预计美国经济动能下半年将走弱、美联储相较于其他主要央行或更加鸽派的前提下，中期美元指数预计将有所下跌，2026年年底的美元指数点位或在97。

我们对美国经济的预测是基于霍尔木兹海峡最晚在三季度末逐渐开放，**AI投资将继续支撑美国经济的假设下做出的**。如果霍尔木兹海峡的开放时间延迟到四季度甚至明年一季度，那么高油价导致的全球供应链中断和通胀压力将远高于我们的基本假设。美国经济陷入衰退和滞胀的可能性将大幅提高。在此情况下，美联储或继续维持政策利率不变，甚至有可能加息。另一种情形是，如果当前AI投资热潮造就的AI泡沫在下半年破裂，AI投资无法如预期般继续支撑美国经济，那么美国经济下半年或经历投资和消费动能的双重走弱。在此情况下，鉴于就业市场和经济增长的压力，美联储降息的次数和幅度或高于我们当前预测。综合而言，整体风险更倾向于再通胀压力上升和美联储今年不降息。

二、中东冲突将如何演绎、对美国经济影响几何？

正如我们**此前所预料**的，美伊双方仍处于打打停停状态。从2月底美国和以色列联合袭击伊朗以来，中东冲突已经持续了3个多月。美伊在4月上旬宣布停火两周。在4月11-12日，在巴基斯坦的斡旋之下，美伊两国进行了47年来最高级别的“面对面”谈判。不过由于双方在霍尔木兹海峡管控、海外资产解冻、铀浓缩三大核心议题上存在巨大分歧，这次谈判无果而终。虽然特朗普在4月22日休战期截止时间临近之前宣布延长对伊朗的停火期限、在谈判结束前暂不恢复攻击，但是美伊局势自5月以来又有所升温，冲突围绕着霍尔木兹海峡的通行权展开：在美以袭击伊朗之后，伊朗方面封锁了霍尔木兹海峡。在4月13日，美国开始对进出伊朗港口、需通过霍尔木兹海峡的船只实行反封锁措施。自此，通过霍尔木兹海峡的轮船数量进一步锐减。而在5月3日特朗普宣布启动名为“自由计划”的行动，“帮助”因战争受困的第三国货船通过霍尔木兹海峡后，伊朗向美舰及商船开火，阿联酋首次遭伊朗方向无人机袭击。彭博社数据表明，“自由计划”并未明显改善霍尔木兹海峡通行情况（图表3）。这种边打边谈的状态一直延续到最近，零星战火也蔓延到霍尔木兹海峡以外的区域（图表1、图表2）。

我们现在预测霍尔木兹海峡将最晚在今年三季度末逐渐开放。我们曾判断霍尔木兹海峡的关闭时间或持续3-4个月，也就是在今年5-6月会开始逐步重新开放。但鉴于近期美伊谈判情况，我们认为海峡逐步开放时间或延后至7月、甚至更晚。不过，我们认为双方忍受海峡长期关闭的可能性并不高，因此将基本预测调整为最晚到今年三季度末，霍尔木兹海峡将会逐渐开放。

在这种基本假设下，我们预测布伦特油价在年底前会逐渐回落。美以袭击发生后，布伦特油价迅速从每桶70美元左右飙升到100美元。而后从3月中旬至今，油价在每桶90到120美元之间、紧随中东局势来回波动（图表4）。如果我们对海峡开放的预测是准确的，那么布伦特油价年底前预计或逐渐降到每桶80-90美元的区间内（略高于我们此前海峡在5-6月重开假设下预测的80美元）。高油价将给全球带来一定的通胀和经济增长压力，但不至于导致美国甚至全球范围的经济危机。不过，我们也不能排除霍尔木兹海峡关闭时间被延长到今年四季度甚至明年一季度的可能性。在极端情况下，如果美国再次大规模袭击伊朗，导致石油基础设施受损，再叠加各国原油储备或耗尽，那么原油价格的上升或不是线性的、而是螺旋式的。油价可能会升至每桶130美元、甚至150美元的高位。全球因为高油价陷入经济危机的可能性将会显著提升。

图表 1：中东局势和美伊谈判进展

日期	具体事件
2月28日	美国和以色列联合对伊朗发动大规模军事打击，空袭覆盖德黑兰等地。时任伊朗最高领袖阿里·哈梅内伊及多名军方高层在空袭中身亡。作为反击，伊朗伊斯兰革命卫队发起“真实承诺-4”行动，向中东地区美军基地和以色列境内目标发射导弹与无人机。
3月2日	黎巴嫩真主党参战，使用火箭弹和无人机打击以色列海法地区以南的一处以军导弹防御基地。以色列国防军随即宣布将在黎巴嫩全境展开对真主党目标的打击。
3月28日	也门胡塞武装向以色列南部发射弹道导弹，被以色列军方拦截，标志着胡塞武装自2月28日开战以来首度参战。
4月8日	美伊在巴基斯坦斡旋下达成一项为期两周的停火协议，霍尔木兹海峡实质关闭。
4月11日	美国和伊朗代表团在巴基斯坦首都伊斯兰堡举行谈判。
4月17日	黎以为时10天的临时停火生效。同日，以色列与黎巴嫩就关系正常化开启直接谈判。
4月21日	在4月22日停火截止日期到达前，特朗普宣布应巴基斯坦请求，延长与伊朗的停火期限，直到伊朗提交一致的方案并完成磋商。
4月23日	特朗普宣布延长黎以停火三周。但真主党表示，在以色列持续发动袭击的背景下，延长停火已无意义。
5月1日	特朗普致函国会，宣布对伊朗敌对行动“终结”，规避《战争权力法》60天限制。
5月3日	特朗普表示已研究伊朗关于解决冲突的新提议，但认为“不可接受”。据半岛电视台报道，伊朗提出的三阶段和平计划包括：第一阶段30天内全面停火并建立国际监督机制；第二阶段最长15年冻结铀浓缩；第三阶段与阿拉伯国家和地区邻国建立共同安全体系。
5月4日	阿联首遭伊朗大规模导弹+无人机袭击，全部被拦截，3人受伤。
5月16日	《纽约时报》15日披露，美国和以色列正暗中密集筹措再次袭击伊朗。规模将是上月初达成停火协议以来最大。
5月23日	美国总统特朗普在 Truth Social 上发文，表示美国与伊朗之间一项更广泛的协议已“基本完成谈判”，霍尔木兹海峡将重新开放。但他同时称，达成协议的几率大约只有五成，若失败就将“把他们炸得彻底毁灭”。
5月25日	停火期冲突再起：伊朗伊斯兰革命卫队26日发表声明称，革命卫队在波斯湾的伊朗领空击落一架美军MQ-9型“死神”无人机。
5月26日	美方官员表示框架协议已完成约95%，特朗普称谈判“进展顺利”；伊朗方面则回应称共识并不意味着签约，美方立场反复无常。
5月27日	伊朗国家电视台曝光一份美伊谅解备忘录的初步非正式文件，内容涵盖霍尔木兹海峡管控、美方撤出部分驻军等核心议题。但白宫火速否认该文件的真实性，称其为“捏造”。特朗普同时表示“协议须完美”。
5月28日	伊朗伊斯兰革命卫队对一座美军空军基地进行了打击，以报复美军此前对阿巴斯港郊区的空袭。
5月29日	特朗普就伊朗局势召集白宫战情室会议，但未就协议作出“最终决定”。会后有消息称，特朗普对备忘录条款作出了更为严苛的修改，并将修改后的版本发回给伊朗审议。
5月30日	美国国防部长赫格塞思在新加坡香格里拉对话会上表示，美方力求通过谈判达成协议，但若谈判无果，美方已做好随时重启军事打击的准备。
5月31日	伊朗击落了一架进入其领海上空的美军MQ-1“捕食者”武装无人机。美军中央司令部随即表示已在30日和31日对伊朗境内雷达及无人机指挥控制设施实施了“自卫性打击”，摧毁了伊朗的防空系统等目标。
6月1日	伊朗革命卫队对美军的空军基地发动攻击，以报复美军在伊朗南部的军事行动。

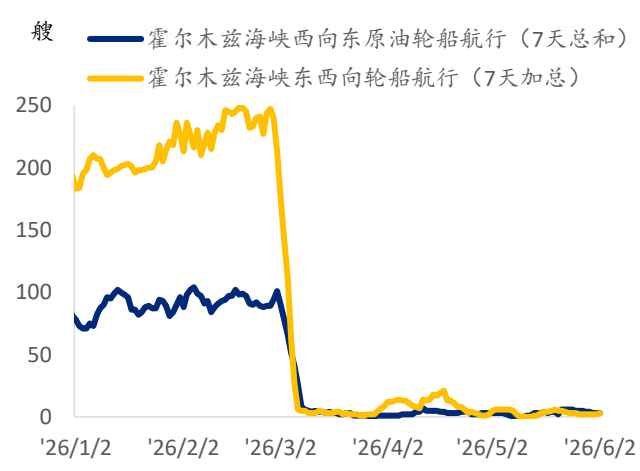
资料来源：新闻报道、浦银国际

图表 2：霍尔木兹海峡通行进展

日期	具体事件
3月13日	伊朗单方面建立“安全走廊”。伊朗对所有申请过境的船只进行逐一审查和批准，保留完全控制权。
3月23日	首艘中国船只通过“安全走廊”。
4月13日	美国开始对进出伊朗港口、需通过霍尔木兹海峡的船只实行反封锁措施。至此海峡陷入美伊双向封锁局面。
4月17日	伊朗宣布开放海峡。特朗普随后转述，但强调美方“针对伊朗的海上封锁将继续有效”。
4月18日	伊朗革命卫队海军声明，因美国违背停火承诺、继续对伊朗实施海上封锁，伊朗自当晚起重新封锁海峡，直至美国海上封锁解除。
4月28日	伊朗革命卫队海军副司令表示，伊朗已实现对霍尔木兹海峡的绝对控制，并要求过往船只缴纳通行费。
5月4日	特朗普宣布美国海军自5月4日起启动名称为“自由计划”的行动，帮助因战争受困的第三国货船通过霍尔木兹海峡。而伊朗重申完全管控海峡。伊朗武装力量向美方传达的信息非常明确：“只要推进，就会成为打击目标。”他还宣布伊方已扩大了管辖和控制的海峡范围。
5月25日	伊朗革命卫队在霍尔木兹海峡对四艘企图强行通过的船只开火，美方称已成功击落四架伊朗无人机。
5月30日	伊朗武装部队宣布对霍尔木兹海峡航运实施全面管理，所有民用船只须按指定航线航行并获得伊朗革命卫队海军许可。
6月1日	据《纽约时报》引述美方官员说法，美军在过去约3周内，以低调方式协助引导约70艘商船（日均约3艘）通过霍尔木兹海峡，这些船只大多关闭应答器以避免被伊朗发现。

资料来源：新闻报道、浦银国际

图表 3：霍尔木兹海峡通行轮船数量在中东局势恶化后锐减，在美国确认双向封锁后进一步减少



资料来源：Bloomberg、浦银国际

图表 4：布伦特原油价格在中东局势恶化后先大幅上升，后剧烈震荡，我们和彭博社预测均值均预测下半年油价将回落



资料来源：Bloomberg、浦银国际

注：三、四季度末的原油价格预测来自 Bloomberg 预测均值，取自 2026 年 6 月 4 日

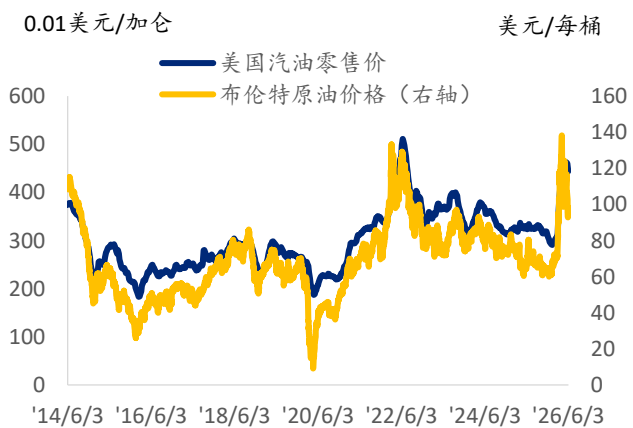
我们认为能源危机对美国最大的影响或在于再通胀，此外，实体经济亦会受其影响。具体地看：

- 能源价格上涨已经显著推高美国整体通胀率，而对核心通胀率的影响则较小且滞后。国际油价的上升已经开始迅速影响美国汽油的零售价格（图表 5）。我们估算，油价上涨 10% 或导致美国整体 CPI 上升 0.2~0.3 个百分点。对核心通胀率而言，根据美联储此前研究，油价每上升 10%，核心通胀率上升 0.06 个百分点左右。在核心 CPI 中，机票价格对原油价格上升最为敏感。在此前俄乌冲突导致的油价冲

击中，半年内燃油价格上涨 100% 导致美国机票 CPI 上升了 50%。机票价格虽然仅占美国 CPI 权重的 1%、占核心 CPI 权重的 1.25%，但是由于具有高波动性，其对 CPI 的影响仍不可小觑。不过从 3-4 月的 CPI 数据来看，此次油价上涨对机票 CPI 的影响不及俄乌冲突时期（图表 6）。这或许是因为当前美国主要航司更倾向于通过调整运力、阶梯性上调行李费等方式来应对。然而，如果油价持续高企，航司或将不得不将成本更多转嫁给乘客（比如上调燃油附加费）。对于依赖石油为原材料的制造业企业而言，成本上升之后能否通过涨价以转嫁成本仍需要观察市场需求。在预计经济动能将走弱的背景下，制造业企业涨价能力或较为有限。此外，原油价格上升也会推高美国进口商品的价格。4 月 4.2% 的进口价格指数同比增速已经创下 2022 年 11 月以来的新高（图表 6）。

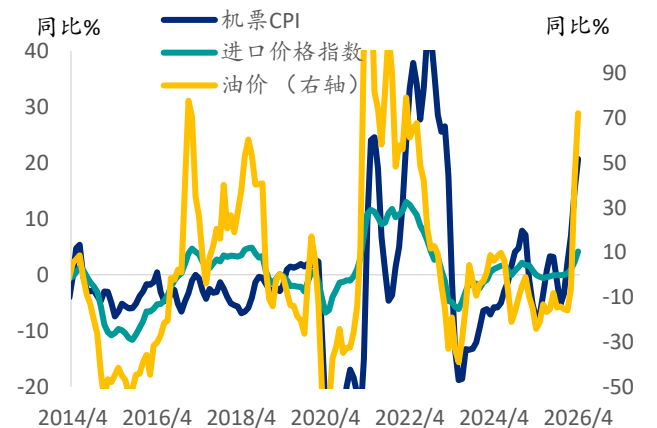
- **能源危机对美国实体经济的影响或是双刃剑，但油价长期高企总体而言弊大于利，或拖累经济增速。**一方面，美国作为能源净出口国，能源企业能从能源价格上涨中受益，从而促进美国国内油气行业的投资和就业，并改善美国的贸易收支情况。不过从目前的工业生产等数据来看，我们尚未看到美国能源企业追加产量或投资，反而是石油储备在迅速消耗。另一方面，对于依赖石油作为原材料的制造业和航空业企业，油价上涨直接意味着更高的汽油价格和生产成本，这将会挤压企业利润和家庭可支配收入，尤其是中低收入群体的消费或受到较大影响。考虑到私人消费占到美国 2025 年 GDP 的 69%，其中中低收入群体在私人消费占比 40%，可以测算得出受到高油价影响的私人消费占到美国 GDP 的 28% 左右。受影响的居民消费占美国 GDP 的比重远超过能源行业对经济的贡献（此前大约在 2%）。虽然到目前为止高油价对居民消费的影响尚不明显，但是我们认为在居民退税对消费的激励作用淡去后，实际收入的下降将开始影响消费。

图表 5：美国汽油零售价格迅速反映布伦特油价变化



资料来源：同花顺、浦银国际

图表 6：机票 CPI 伴随油价走高，但传导尚不及俄乌冲突时期，进口价格指数亦有所上升



资料来源：同花顺、浦银国际

三、美国经济下半年将如何演变？

今年以来，美国经济的驱动力似乎只剩下 AI。美国今年一季度 GDP 环比增速回升到 2.0%，略弱于市场预期（去年四季度：0.5%，市场预期：2.3%）。虽然经济增速加快，但是如果考虑到去年四季度经济受政府“停摆”影响后的反弹效应¹，今年一季度经济增速并不算强。从细节来看，私人投资是一季度美国经济最大推动力。不过，从私人投资细分数据来看，仅有和 AI 相关的设备和知识产权投资较为强劲，建筑和住宅投资持续低迷。一季度个人消费支出增速下滑 0.3 个百分点到 1.6%，服务消费为主要支撑。在政府“停摆”结束后，政府消费支出和投资对 GDP 的拉动作用从去年四季度的-1.0 个百分点反弹至一季度的 0.7 个百分点。商品和服务净出口继续拖累 GDP 增长，从去年四季度的-0.2 个百分点恶化至今年一季度的-1.3 个百分点，这可能是由于美国最高法院驳回了特朗普的“芬太尼关税”和“对等关税”（图表 7）。

图表 7：美国——GDP 各分项季环比增速和对 GDP 拉动率

	比重	季调环比增速				对GDP拉动作用			
		26Q1	25Q4	25Q3	25Q2	26Q1	25Q4	25Q3	25Q2
整体	100.0	2.0	0.5	4.4	3.8	2.0	0.5	4.4	3.8
个人消费支出	69.2	1.6	1.9	3.5	2.5	1.1	1.3	2.3	1.7
商品	23.5	-0.1	0.3	3.0	2.2	0.0	0.1	0.6	0.5
耐用品	8.9	0.0	0.1	1.6	2.3	0.0	0.0	0.1	0.2
非耐用品	14.7	-0.2	0.4	3.9	2.2	0.0	0.1	0.5	0.3
服务	45.8	2.4	2.7	3.6	2.6	1.1	1.2	1.7	1.2
私人投资总额	18.6	8.7	2.3	0.0	-13.8	1.5	0.4	0.0	-2.7
固定资产投资	18.5	6.2	1.5	0.8	4.4	1.1	0.3	0.2	0.8
建筑	2.6	-6.7	-6.5	-5.0	-7.5	-0.2	-0.2	-0.2	-0.2
设备	6.2	17.2	4.3	5.2	8.5	0.9	0.2	0.3	0.4
知识产权	7.0	13.0	5.4	5.6	15.0	0.7	0.3	0.3	0.8
住宅	3.1	-8.0	-1.7	-7.1	-5.1	-0.3	-0.1	-0.3	-0.2
私人存货变化	0.0	NA	NA	NA	NA	0.4	0.1	-0.1	-3.4
商品和服务净出口	-4.4	NA	NA	NA	NA	-1.3	-0.2	1.6	4.8
政府消费支出和投资总额	2.6	4.4	-5.6	2.2	-0.1	0.7	-1.0	0.4	0.0

资料来源：CEIC、浦银国际

月度数据方面，居民消费和工业生产均体现了较强的韧性，不过房地产市场表现仍偏弱。具体来看：

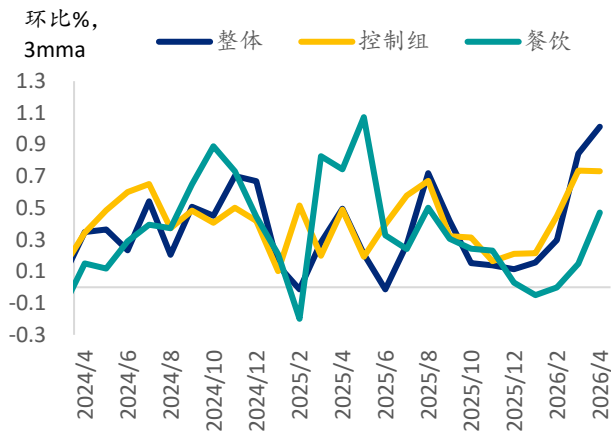
在消费方面，今年以来零售销售额一直维持着较好的表现。虽然整体的零售销售额环比增速有些波动，但是排除了波动项的控制组零售销售额环比增速一直维持在 0.5% 以上（图表 8）。从个人消费支出数据来看，服务消费的表现继续好于商品消费（图表 9）。3 月以来油价的飙升似乎并未对居民的消费情绪产生明显影响。这或许是因为居民退税提供的额外收入抵消了高油价的影响。

¹ 美国经济分析局曾指出政府“停摆”或拉低去年四季度 GDP 1 个百分点。

根据**美国国税局**的最新数据，截止到5月9日，今年的个人所得税退税共退还了3247.6亿美元，相较去年同期增加18.1%（增加近500亿美元），平均人均退税额度增长11.5%，到3276美元。从目前的进展来看，实际退税规模增量或在500-1000亿美元之间，低于去年市场预期的1000亿美元以上²。此外，根据前几年的退税进度来估算（图表10），当前退税或已完成了3/4。到了今年下半年，在缺少退税对居民消费的支撑之后，居民消费的韧性或受到影响。

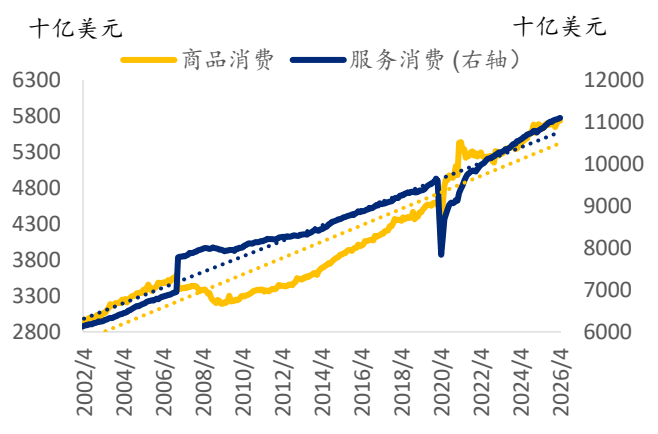
此外，我们亦注意到虽然目前消费数据尚可，但是密歇根大学消费者信心和预期指数自今年2月以来已经大幅下跌（图表11）。

图表 8: 今年以来美国零售数据表现强韧性，高油价并未明显影响消费情绪



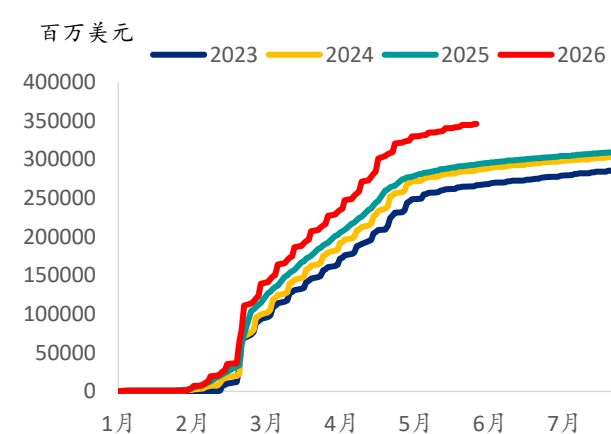
资料来源：同花顺、Bloomberg、浦银国际

图表 9: 从个人消费支出数据来看，服务消费要好于商品消费



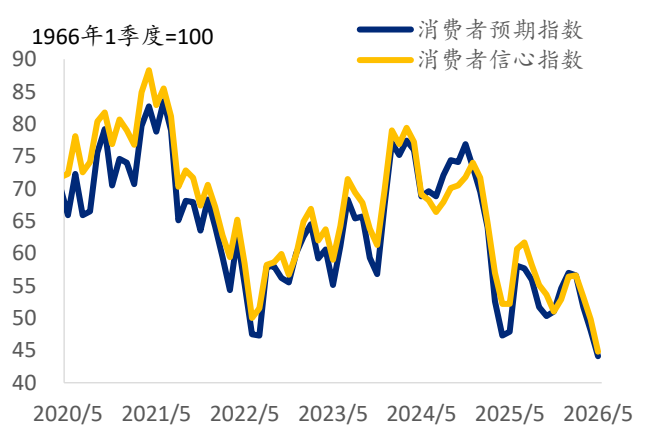
资料来源：同花顺、浦银国际

图表 10: 因为“大而美”法案，今年迄今为止居民退税规模增加大约500亿美元



资料来源：CEIC、浦银国际

图表 11: 密歇根大学消费者信心和预期指数自今年2月以来已经大幅下跌

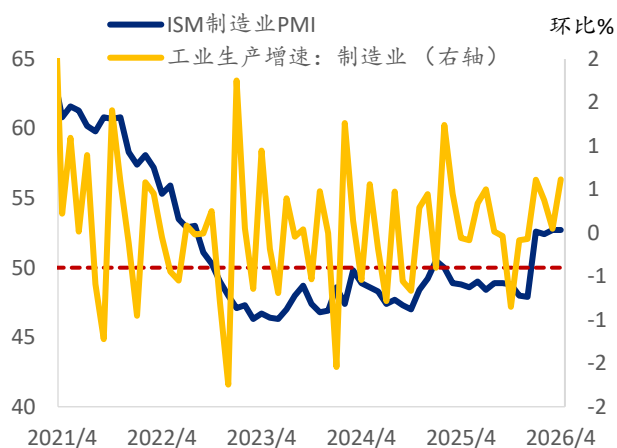


资料来源：同花顺、浦银国际

² 白宫引用的 Tax Foundation 测算为增加1290亿美元，人均增加大约650美元。

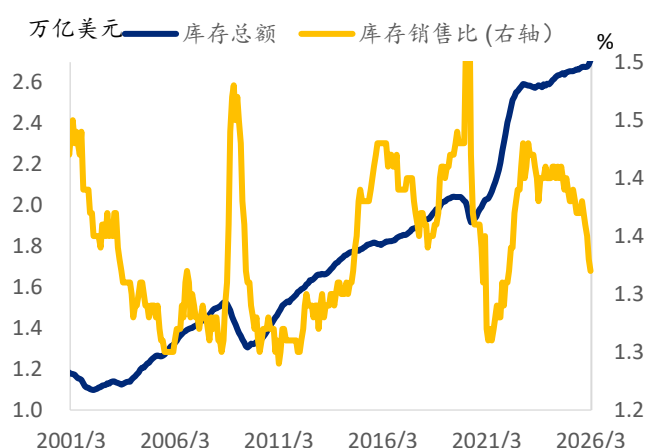
在制造业方面，今年1-4月工业生产亦表现出强韧性，主要是受到制造业工业生产的推动（图表 12）。从库存销售比数据的一路下滑来看（图表 13），较强的工业生产或得益于高 AI 需求推动的计算机需求以及“大而美”法案的税收优惠对投资的激励作用。不过在能源危机背景下，我们尚未看到美国能源企业追加产量或投资，反而是石油储备在迅速消耗。此外，特朗普访华后中国确认将采购美国 200 架波音飞机。展望下半年，我们预计 AI 相关投资和飞机订单仍将帮助相关行业的工业生产，不过来自“大而美”法案的税收优惠作用将逐渐淡出。

图表 12：今年 1-4 月工业生产表现出强韧性，主要是因为制造业工业生产的推动



资料来源：CEIC、浦银国际

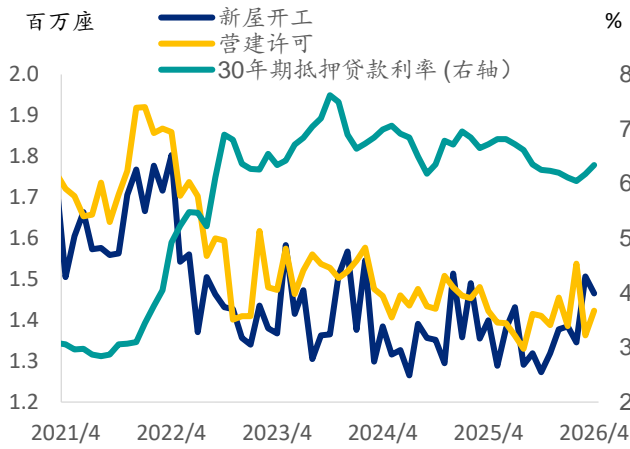
图表 13：尽管工业库存总额略微上升，库存销售比今年以来下滑显著



资料来源：同花顺、浦银国际

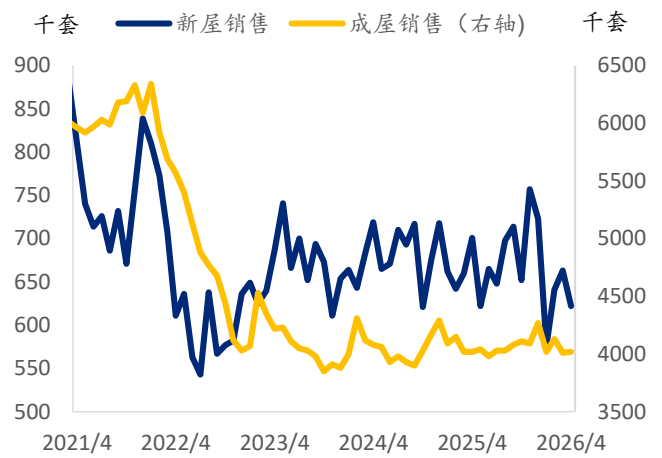
房地产或是今年美国经济显著的薄弱环节之一。在美联储今年以来一直维持政策利率不变的情况下，房贷利率在今年前 4 个月平均录得 6.2%，低于去年全年平均的 6.6%（图表 14），但仍处于较高水平。高房贷利率继续影响居民的购房决定，无论是成屋销售还是新屋销售较去年均有所走低（图表 15）。在此情况下，房地产投资（新屋开工和营建许可）在低位摆动（图表 14）。在降息预期降温、加息预期升温，以及高油价导致的通胀压力影响居民实际收入的情况下，我们预计美国房地产行业的动能在今年下半年或将难以恢复。

图表 14：房地产投资（新屋开工和营建许可）今年以来在低位摆动



资料来源：CEIC、浦银国际

图表 15：高房贷利率继续影响居民的购房决定和房产销售的恢复



资料来源：CEIC、浦银国际

我们预计随着“大而美”法案对今年经济支持作用的淡出和高油价对经济的负面影响逐渐凸显，美国经济动能在下半年或有所下滑。AI 上升周期下的 AI 投资和“大而美”法案下的税收优惠对居民消费和企业投资的支持是今年迄今为止美国经济仍颇具韧性的主要原因。往前看，我们认为 AI 周期或继续推动 AI 相关投资。不过，“大而美”法案对经济的支持作用或将逐渐消退——目前居民部门的退税发放进度已经超过 3/4。尤其对居民消费而言，除了退税即将发放完毕之外，还将面临通胀上升导致的居民实际收入下降的负面影响。而居民消费对美国经济的贡献一直高达 70% 左右。不过从全年来看，考虑到远超预期的 AI 上升周期对投资的提振作用，我们还是上调 2026 年经济增速预测到 2.1%（去年 11 月预测：1.8%，2025 年：2.1%）。

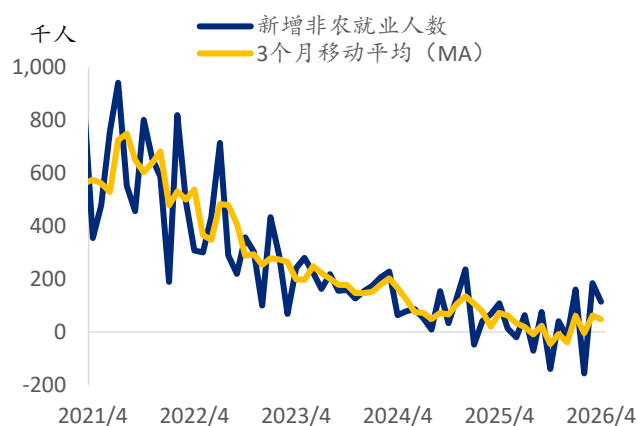
四、劳动力市场摆脱疲软了吗？

今年以来，非农就业数据波动性明显加大，但整体相对稳定。从3个月移动平均的角度来看，今年以来新增非农就业人数中枢较去年年末略微上升（图表 16）。与此同时，裁员人数相比去年同期有所减少，但是相比此前更多年份依然略微偏高（图表 17）。另外，周度领取失业金人数今年1-4月以来逐渐下滑，不过5月出现反弹（图表 18）。

然而，我们仍然认为当前劳动力市场相对稳定的状态主要是因为劳动供给的下降，而不是劳动需求的改善。首先，尽管失业率亦较去年四季度略微走低（图表 19），但这可能更多是因为劳动参与率的下降（从去年12月的62.4%一路下降到今年4月的61.8%，图表 20）。其次，JOLTS职位空缺/失业人数比率在今年1月上升后，2月起又有所下滑，尽管4月有所反弹（图表 21）。最后，我们制作的热力图显示劳动力市场复苏情况仍喜忧参半，显示好转（蓝色）和恶化（红色）的指标比例大致相当（图表 22）。

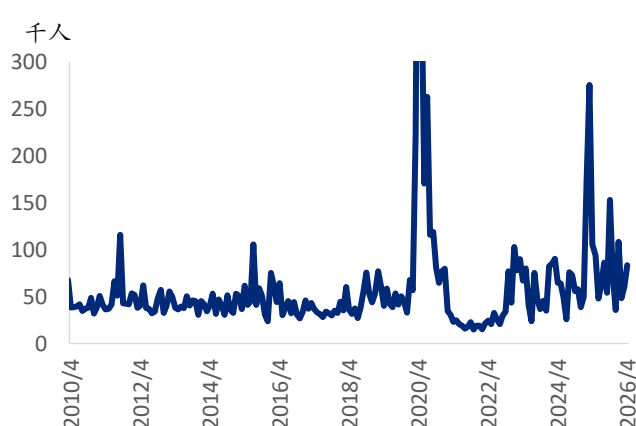
展望下半年，我们预计失业率或在二、三季度上行，而后最快在四季度开始回落。迄今为止，颇具韧性的实体经济表现亦帮助支撑了就业市场。然而，我们预计下半年美国经济动能将放缓，尤其是和就业市场相关性更强的居民消费或在退税发放完毕、通胀率升高的背景下有所走低，影响就业市场表现。此外，AI普及或导致企业减少初级员工数量，对就业市场的负面影响或也会逐渐显露。综合考虑以上因素和我们对全年经济增速预测的上调，我们维持2026年全年失业率预测在4.4%不变（2025年：4.3%）。

图表 16: 从3个月移动平均的角度来看，新增非农就业人数中枢今年以来较去年年末略微上升



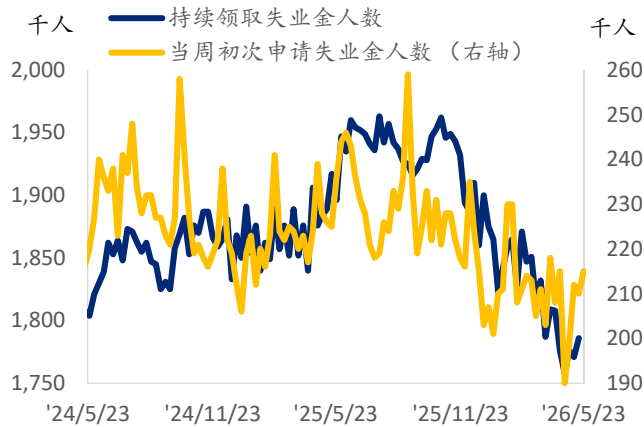
资料来源：CEIC、浦银国际

图表 17: 裁员人数相比去年同期有所减少，但是相比此前更多年份依然略微偏高



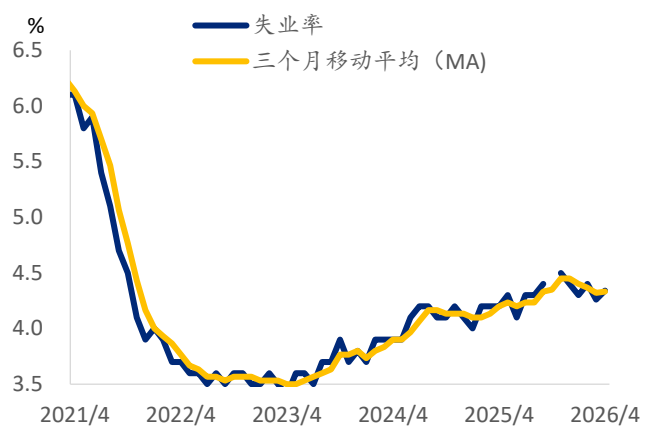
资料来源：CEIC、浦银国际

图表 18: 周度领取失业金人数数据今年 1-4 月以来逐渐下滑, 但 5 月出现反弹



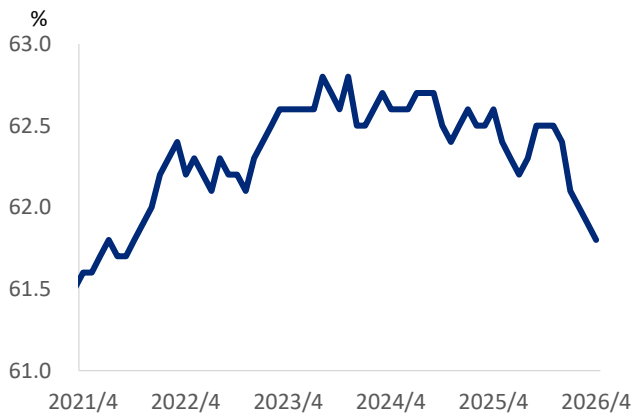
资料来源: CEIC、浦银国际

图表 19: 今年以来失业率亦较去年四季度略微走低



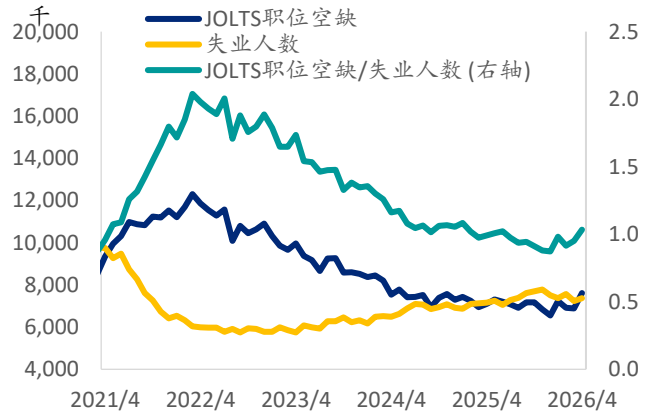
资料来源: CEIC、浦银国际

图表 20: 劳动参与率今年以来下滑明显



资料来源: CEIC、浦银国际

图表 21: JOLTS 职位空缺/失业人数比率在今年 1 月上升后, 2 月起又有所下滑, 不过 4 月出现反弹



资料来源: CEIC、浦银国际

图表 22: 美国劳动力市场指标热力图

	4/2025	5/2025	6/2025	7/2025	8/2025	9/2025	10/2025	11/2025	12/2025	1/2026	2/2026	3/2026	4/2026
非农就业人数增长	1.44	1.19	0.43	0.05	-0.68	0.16	-1.62	-0.65	-1.46	1.15	-0.56	1.20	0.80
非农就业人数增长: 私人	1.16	0.91	-0.49	-0.92	-1.42	-0.01	-0.66	0.49	-0.44	1.65	-1.11	1.36	0.64
非农就业人数增长: 政府	0.90	0.79	1.10	0.98	0.44	0.23	-1.66	-1.42	-1.64	0.01	0.30	0.36	0.51
非农雇佣率	0.92	1.54	1.54	0.92	-0.31	-0.92	-0.92	-0.92	-0.92	-0.31	-0.92	0.31	
非农离职率	0.47	0.47	1.28	1.28	1.28	0.47	-0.34	-1.14	-1.14	-1.14	-1.14	-0.34	
非农就业临时援助服务增长	1.01	-0.12	1.05	-0.20	0.21	-1.78	-1.32	-0.58	-0.42	0.91	-0.29	1.64	0.90
非农从事兼职比例	0.01	-0.39	-0.78	-0.84	-0.67	-0.52	-0.48	0.79	2.17	1.56	0.34	-0.61	-0.57
家庭调查中的就业人数增长: 非农业	1.44	1.19	0.43	0.05	-0.68	0.16	-1.62	-0.65	-1.46	1.15	-0.56	1.20	0.80
劳动力参与率	1.23	1.05	0.71	0.01	-0.17	0.18	0.53	1.05	0.79	0.18	-0.69	-1.56	-2.09
劳动力参与率: 25-54岁	-1.23	-1.41	-1.04	-1.41	-0.86	-0.49	0.07	0.35	0.63	1.00	1.18	1.18	0.81
裁员人数	3.84	2.86	-0.01	-0.55	-0.65	-0.57	0.57	0.39	0.15	-0.41	-0.70	-0.38	-0.70
失业率	-1.47	-1.08	-1.47	-1.08	-1.08	0.09	0.29	1.46	1.46	0.87	0.48	-0.06	0.09
永久失业者比例	-3.37	-1.84	-1.03	-1.15	-1.00	0.09	0.38	0.67	0.73	1.28	0.99	0.67	0.20
平均周度工作小时数	0.00	0.00	0.00	-1.17	-1.17	-1.17	-1.17	0.00	0.00	1.17	1.17	1.17	1.17
平均小时收入	-1.79	-1.51	-1.30	-1.00	-0.72	-0.43	-0.11	0.21	0.48	0.73	0.96	1.23	1.45
JOLTS职位空缺增长	-1.20	0.19	0.84	-0.08	-1.40	-0.17	0.24	-0.30	-2.23	0.21	0.23	1.17	1.30
JOLTS职位空缺/失业人数	1.11	1.02	1.40	1.26	0.67	0.02	-0.26	-0.98	-1.84	-0.96	-0.68	-0.03	0.39
当周初次申请失业金人数	0.15	0.49	1.21	1.02	0.86	0.61	0.84	0.24	-0.37	-0.99	-0.97	-1.40	-1.54
CB认为工作机会充足和难以获得工作的差额	2.46	1.85	1.18	0.85	0.65	0.21	0.12	-0.25	-0.29	-0.73	-1.03	-1.32	-1.23
NFIB增加就业计划	-0.64	-1.18	-1.00	-0.82	-0.27	0.27	0.46	1.18	1.37	1.55	0.27	-0.64	-1.18
PMI服务业就业指数	0.68	-0.13	0.33	-0.30	-1.24	-1.27	-0.95	-0.46	0.65	1.25	2.09	0.33	-0.30
ISM制造业报告: 企业就业率增长	-0.69	-0.33	0.03	-0.06	-0.86	-0.74	-0.66	-0.42	-0.78	-0.67	0.69	1.58	2.23
ISM服务业PMI报告: 企业就业率增长	1.84	0.60	-0.04	-0.61	-1.61	-1.31	-0.81	0.50	1.27	1.15	1.30	0.18	-0.61
纽约联储离职预期——失去工作的概率	1.81	2.67	0.66	-0.35	-0.76	0.28	-0.19	-1.03	-0.62	0.30	0.40	-0.55	-0.82
纽约联储求职预期——3个月内找到工作的概率	1.55	1.48	1.24	1.47	0.57	0.24	-0.36	0.01	-0.65	-0.84	-1.36	-0.94	-0.87
WARN通知暗示裁员变化	-0.01	1.29	1.19	1.00	-1.34	-1.04	0.55	1.18	0.09	-1.01	-0.81	-0.36	-0.74
咨商会就业趋势指数	1.63	1.46	1.40	1.16	0.84	0.30	-0.06	-0.62	-1.10	-1.27	-0.94	-0.66	-0.50

注: 数值取自各指标 12 个月的 z-score, 底色越蓝表示数据越好 (劳动力市场表现较好)。

资料来源: 同花顺、Bloomberg、CEIC、浦银国际计算

五、再通胀还会走多远？

在中东局势升温的背景下，美国通胀压力正在增大。美国整体 CPI 通胀率从今年 2 月起就开始走高。油价的上升已经迅速反映在汽油零售价格上（图表 5）。核心 CPI 通胀率在 1-3 月仍较为温和，但在 4 月突然超预期走高。不过，4 月核心 CPI 通胀率走高的最主要原因是住房 CPI 受统计方法变动影响而大涨，而不是油价（图表 23）。目前在核心 CPI 中，和油价相关性最高的机票 CPI 升幅仍远不及燃油价格，或仍存在滞后效应（图表 6）。核心商品 CPI 今年以来仍维持在较低水平上。随着美国高等法院驳回特朗普关税措施，核心商品 CPI 的潜在上行压力或仅来自高油价。

尽管核心 CPI 表现尚可，美联储更为看重的核心 PCE 通胀率和核心 CPI 之间的差异正在加大，从去年年底的不到 0.4 个百分点扩大到今年 3 月的 0.64 个百分点，4 月这一差距略微收窄。两者差距的加大主要是因为和 AI 投资息息相关的存储价格大涨，而计算机软件和配件在 PCE 物价指数里的比重高于 CPI 物价指数。今年以来接连超过 3% 的核心 PCE 同比通胀率或已成为美联储考虑降息问题时的最大担忧。然而，如果接下来的通胀压力持续仅来自于存储价格，那么美联储可能会将这种单一商品价格对物价指数的歪曲效果当做离群值，在判断货币政策走向时，仅考虑排除了存储价格的物价指数的潜在变化。

展望下半年，我们认为还需关注存储和原油价格对核心通胀的影响。核心 CPI 的关注重点仍是在高油价环境下核心商品 CPI 和机票 CPI 的演变，目前前者尚未体现油价的滞后影响，而后者仅部分体现油价影响。尽管如此，通胀预期已经在中东局势恶化之后显著上行（图表 26、图表 27）。在核心服务 CPI 的其余分项方面，根据房价变化规律，我们并不认为 4 月突然飞涨的住房 CPI 可持续。住房 CPI 或仍稳中有跌。而其余部分的核心服务 CPI 和薪资水平相关性较强。平均来看，今年 1-4 月亚特兰大联储薪资增长指数和平均时薪同比增速均低于去年四季度，但滞后发布的雇佣成本指数同比增速今年一季度略微回升（图表 25）。在我们的就业市场下半年尚未触底反弹的基本判断下，劳动力成本或不会成为下半年通胀压力来源。核心 PCE 的关注重点或仍是存储价格导致的核心 CPI 和核心 PCE 之间的偏离。不过，我们并不认为存储价格会成为影响美联储议息决议的决定性因素。

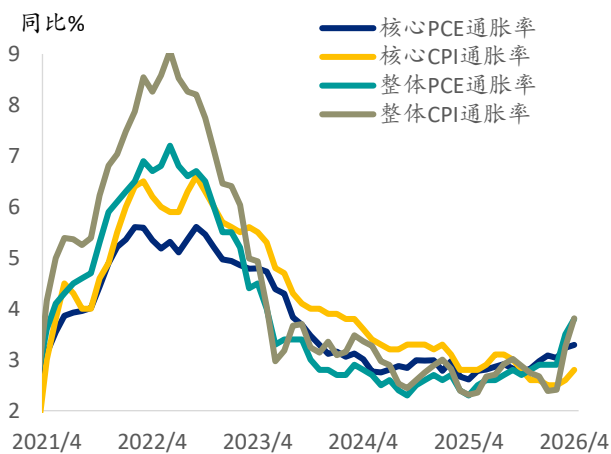
在基准假设（霍尔木兹海峡最晚在今年三季度末逐渐开放）下，我们上调全年核心 PCE 同比通胀率预测到 3.2%（去年 11 月预测：2.7%，2025 年：2.8%）。我们预计今年二季度核心 PCE 或继续走高，然后在下半年海峡重开、油价影响逐渐消散后逐渐走低。

图表 23：美国 CPI 各分项环比增速和环比贡献

	环比 (%)				权重 (%)	环比贡献 (%)
	26 年 4 月	26 年 3 月	26 年 2 月	26 年 1 月		
CPI	0.64	0.87	0.27	0.17	100.0	0.64
食品	0.50	-0.01	0.39	0.19	13.6	0.07
能源	3.81	10.87	0.63	-1.47	7.1	0.27
核心 CPI	0.38	0.20	0.22	0.30	79.4	0.30
- 商品	0.03	0.11	0.08	0.04	19.0	0.01
家用家具和供给	-0.50	-0.18	0.23	0.29	3.4	-0.02
服装	0.64	1.03	1.28	0.31	2.5	0.02
运输	-0.10	-0.07	-0.10	-0.66	6.8	-0.01
医疗护理	-0.35	-0.98	-0.04	-0.06	1.4	-0.01
娱乐商品	0.07	0.53	0.36	0.63	2.1	0.00
教育和通讯商品	0.54	0.34	-3.03	0.27	0.8	0.00
酒精饮料	0.28	0.26	0.11	0.18	0.8	0.00
其它	0.52	0.46	0.09	1.07	1.3	0.01
- 服务	0.50	0.23	0.27	0.39	60.3	0.30
住房	0.61	0.27	0.23	0.22	35.3	0.21
主要居所租金	0.55	0.19	0.13	0.25	7.7	0.04
外宿	2.44	0.24	0.96	-0.10	1.4	0.03
业主等价租金	0.53	0.28	0.22	0.22	25.9	0.14
核心服务扣除住房	0.35	0.17	0.32	0.62	25.0	0.09
医疗护理	0.00	0.01	0.61	0.33	6.9	0.00
运输	0.33	0.61	0.24	1.35	6.4	0.02
娱乐	0.08	-0.37	-0.19	0.39	3.0	0.00
教育和通讯商品	-0.09	0.18	0.26	0.40	5.0	0.00
其它个人服务	2.56	-1.25	-0.50	2.33	0.9	0.02

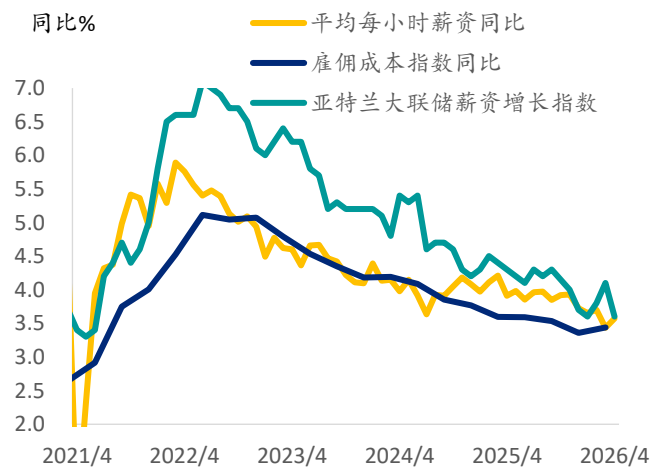
资料来源：CEIC、浦银国际

图表 24：今年整体 CPI 和 PCE 同比通胀率均自 2 月起显著上升，核心通胀率上行幅度则较小



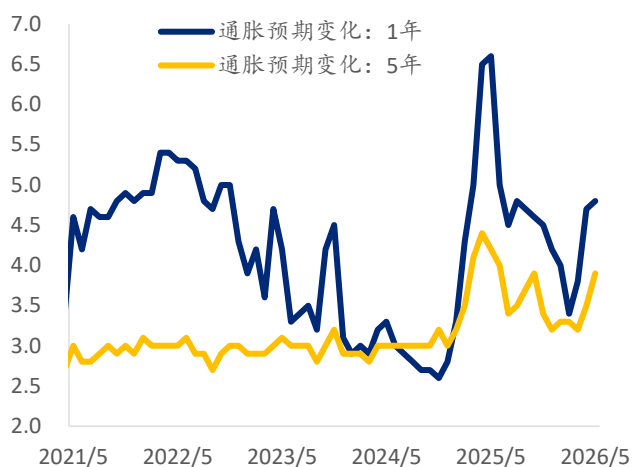
资料来源：CEIC、浦银国际

图表 25：平均来看，薪资增长指数和平均时薪同比增速今年 1-4 月均低于去年四季度，但雇佣成本指数今年一季度略微回升



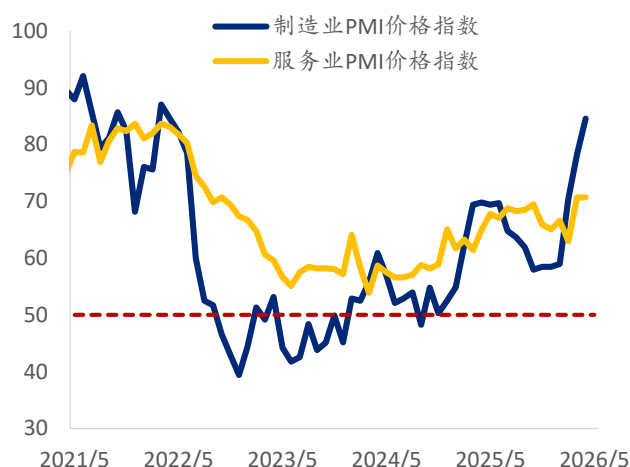
资料来源：CEIC、浦银国际

图表 26: 密歇根大学通胀预期指数自 3 月起显著上升



资料来源: CEIC、浦银国际

图表 27: 制造业 PMI 里的价格指数上升较快, 服务业 PMI 价格指数也略微上升



资料来源: CEIC、浦银国际

六、下半年美联储是降息还是加息?

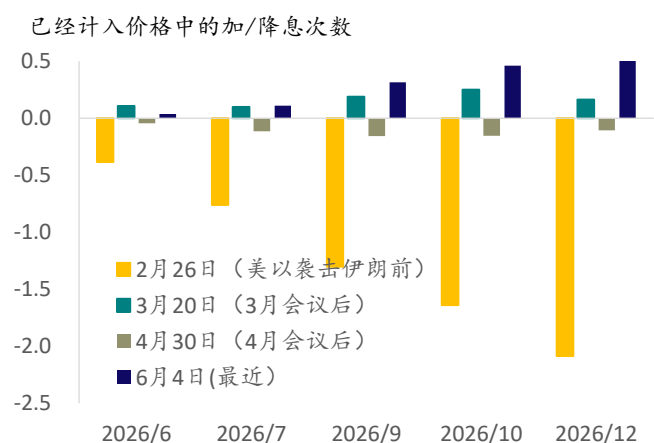
虽然今年迄今为止的美联储会议均维持政策利率不变,但是市场定价的政策利率已经随着中东局势和美伊谈判局势变化等因素波澜起伏。在 2 月底美以联合袭击伊朗之前,市场预期今年美联储或将降息 50 个基点。在 3 月美联储会议后,在美国和伊朗持续开战的情况下,市场开始计入今年加息的预期,而不再是降息。到了 4 月底的美联储会议后,随着美伊双方休战、霍尔木兹海峡开放初见曙光,市场定价再次转回了降息。然而,随着双方尽管休战期延长,但迟迟未达成协议开放海峡,从 5 月中旬起(4 月非农数据发布后)市场预期再次转向加息(图表 28)。这其中还包含了美国核心通胀数据超预期、就业市场和实体经济数据维持韧性、美联储 4 月会议纪要透露如果通胀持续,那么美联储将不得不加息等鹰派信息的考量。

在霍尔木兹海峡预计最晚在三季度末逐渐开放的基本假设下,我们预计今年还有一次 25 个基点的降息,时点或在四季度。我们认为当前的数据更多的是给美联储提供更多时间去观察能源危机对美国核心通胀率和经济活动的影响。美联储提到的潜在加息是有条件的。如果像我们所预计的那样,核心 PCE 通胀率在下半年海峡重开、油价影响逐渐消散后逐渐走低,失业率在二、三季度上行,那么我们认为美联储将在四季度重启降息,以防范劳动力市场进一步的走弱。然而,如果海峡重启时间被后移到四季度甚至明年一季度,那么今年美联储可能不降息,甚至可能要加息。

短期重点关注新任美联储主席沃什在 6 月 16 日到 17 日首次主持的 FOMC 议息会议。在当前的经济基本面下，沃什在短期内或基本没有大幅改变政策方向的空间。与此同时，沃什可能也不会寻求大幅改变政策方向，因为这将影响他刚上任后的信誉。另外，作为美联储主席，沃什虽然掌握话语权，但是对议息决议不具备独裁权。尽管如此，我们仍可以期待他在 FOMC 会议首秀上是否会对此前提到的几个改革方向做进一步的阐述，包括：1) 放弃沿用了 14 年的核心 PCE 指标，而采用截尾均值 PCE 作为政策锚定的关键通胀指标；2) 在他主张的“降息+缩表”政策组合里的“缩表”将如何推进；3) 是否会明确取消已成为美联储惯例的前瞻指引；4) 是否会提及美联储机构改革的其他事宜。

总而言之，在即将举行的 6 月议息会议上，我们预计美联储将在会议声明中移除“货币宽松倾向”的表述，并在季度经济指标预测中去掉此前的今年还有一次降息的预期，同时显著上调通胀预测（图表 29）。

图表 28：今年因为中东局势导致的能源危机，市场计入的美联储加/降息次数预测显著波动



资料来源：Bloomberg、浦银国际

图表 29：3 月 FOMC 更新经济指标预测：我们预计 6 月会议将大幅上调通胀预期

单位 (%)		2026	2027	2028	长期
实际 GDP 同比增速	3 月	2.4	2.3	2.1	2.0
	12 月	2.3	2.0	1.9	1.8
失业率	3 月	4.4	4.3	4.2	4.2
	12 月	4.4	4.2	4.2	4.2
PCE 同比增速	3 月	2.7	2.2	2.0	2.0
	12 月	2.4	2.1	2.0	2.0
核心 PCE 同比增速	3 月	2.7	2.2	2.0	
	12 月	2.5	2.1	2.0	
联邦基金利率	3 月	3.4	3.1	3.1	3.0
	12 月	3.4	3.1	3.1	3.0

资料来源：美联储、浦银国际

七、美元下半年还会升值吗？

自从中东局势恶化，油价开始飙升，美元指数的走势就与伊朗局势和原油价格走势呈现出高度正相关关系。在今年年初，美元指数曾因为特朗普政府反复无常的政策而导致的“抛售美元资产”行为而明显下滑。然而，随着美联储新主席提名公布，市场对美联储独立性担忧缓解，美元走弱趋势在2月告一段落。从2月底美以联合袭击伊朗起，至今美元指数和布伦特原油价格走势基本同步。不过这种高度正相关关系在5月中下旬开始有所减弱：在美伊谈判再现曙光、原油价格逐渐走低的背景下，美元指数在5月中下旬大部分时候保持基本稳定（图表 30）。这或和美联储加息预期升温部分抵消原油价格下行对美元指数的负面影响有一定关系。

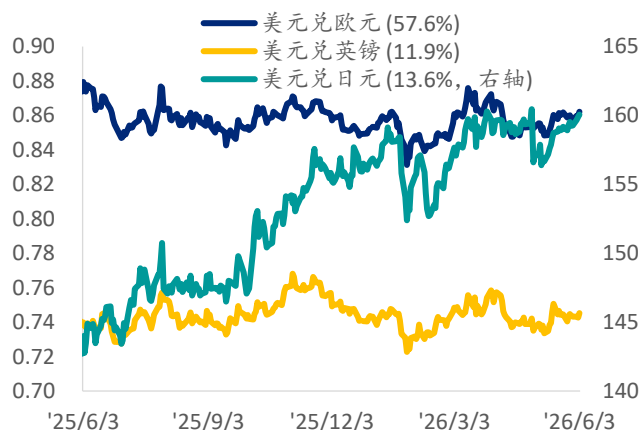
我们预计美元指数短期内或继续波动，中期则略微走弱。在美伊正式达成协议、霍尔木兹海峡重新开放之前，我们认为美元指数仍无法摆脱原油价格的影响，尽管这种影响似乎在日趋走弱。中期来看，在霍尔木兹海峡逐渐开放之后，我们依然认为美元走势将取决于美国经济基本面和美联储和其他主要国家央行的货币政策方向差异。正如之前所分析的，我们预计下半年美国经济动能将走弱。与此同时，尽管最近美联储对货币政策的措辞较此前更为鹰派，但和全球其他主要央行相比，美联储的货币政策或仍偏鸽派：相对美联储锚定的通胀就业双目标，仅锚定通胀的欧洲央行和英国央行均可能在美联储之前开始升息（图表 31）。基于这两点原因，我们预计中期美元指数或有所下跌，2026 年年底的美元指数点位或在 97。

图表 30：美元指数自 2 月底中东局势恶化后和原油价格走势高度正相关，联系从 5 月中旬起减弱



资料来源：CEIC、浦银国际

图表 31：美元指数主要交易对手——英镑和欧元所在的央行均有望先于美联储收紧货币政策



注：括号内数字是各对手货币在美元指数里的权重。

资料来源：CEIC、浦银国际

八、附录

图表 32：近期相关报告列表

日期	报告标题和链接
2026年5月13日	超预期的4月美国核心CPI数据或加深美联储偏鹰立场
2026年4月30日	4月美联储会议继续暂停降息，内部分歧加大或增加降息不确定性
2026年4月23日	月度美国宏观洞察：美伊和谈、美联储主席换届对美国经济影响几何？
2026年3月27日	宏观主题研究：油价持续走高将如何影响中美经济走向？
2026年3月25日	月度美国宏观洞察：中东局势将如何改变美国经济展望？
2026年3月19日	美联储3月继续暂停降息，通胀再次成为降息关键因素
2026年3月12日	2月美国核心CPI回落符合预期，但通胀上行风险仍制约近期降息可能性
2026年3月2日	美国和以色列联合袭击伊朗对中美宏观经济的影响
2026年2月2日	月度美国宏观洞察：多变的特朗普政策和美联储新主席的提名将给美国经济带来何种变化？
2026年1月29日	美联储1月如期暂停降息，中性表述几乎未给将来降息路径提供线索
2026年1月26日	宏观主题研究：美国劳动力市场到底有多弱？
2026年1月14日	美国12月核心CPI略低于预期，但1月美联储或仍跳过降息
2025年12月19日	美国11月CPI远低于预期，为明年1月降息保留可能性
2025年12月11日	美联储12月如期降息，但表述较为鹰派
2025年11月21日	2026年美国宏观经济展望：政策刺激引领经济复苏之路
2025年10月30日	美联储宣布10月降息和12月结束缩表，称12月降息并非板上钉钉
2025年10月30日	宏观策略联合解读：中美元首会晤取得阶段性成果，有望提振短期市场情绪
2025年10月25日	美国9月核心CPI超预期下滑，帮助锁定10月降息
2025年10月13日	特朗普宣称将对加征100%关税，如何看待中美关税战前景？
2025年9月23日	月度美国宏观洞察：降息周期重启，美国经济会陷入衰退吗？
2025年9月18日	美联储9月如期降息，年内或还有两次降息
2025年9月12日	美国8月核心CPI符合预期，锁定下周25个基点降息
2025年8月26日	月度美国宏观洞察：关税大致尘埃落定，9月剑指重启降息？
2025年8月22日	浦银国际宏观观点：关税问题上我们还需要担忧什么？
2025年8月12日	美国7月核心CPI略微回升但符合预期，9月重启降息可期
2025年7月31日	美联储7月继续暂停降息，鲍威尔未对9月是否降息给出指引
2025年7月23日	月度美国宏观洞察：8月1日征税函生效在即，关税再成焦点
2025年7月16日	美国6月核心CPI回升但低于预期，料本月议息会议将继续按兵不动
2025年7月3日	暂缓期大限将至，个性化“对等关税”会卷土重来吗？
2025年6月20日	月度美国宏观洞察：暂缓期大限将至，关税政策或再引关注
2025年6月19日	美联储6月继续暂停降息，关税对通胀的影响仍是降息关键
2025年6月12日	美国5月CPI超预期回落，料降息至少延迟至9月
2025年5月24日	2025年中期宏观经济展望：关税进展仍是中美经济关键因素
2025年5月14日	美国4月CPI回升但不及预期，尚未体现关税影响
2025年5月8日	美联储5月如期继续暂停降息，并排除“先发制人”可能性，降息还需“边走边看”
2025年5月7日	月度美国宏观洞察：“对等关税”下美国经济濒临衰退
2025年4月11日	美国3月CPI再超预期回落，但难抵关税阴霾
2025年4月3日	政策解读：美国“对等关税”远超预期，而后或有部分减免可能
2025年3月25日	月度美国宏观洞察：新一轮关税风暴或一触即发
2025年3月20日	美联储3月如期继续暂停降息，强调经济不确定性增加
2025年3月13日	美国2月CPI超预期回落，关税战影响尚未显现
2025年2月25日	月度美国宏观洞察：关税大棒逐渐落下，美国经济何去何从？
2025年2月13日	美国1月CPI超预期反弹，进一步拉低近期降息可能
2025年1月30日	美联储1月如期暂停降息，3月或继续暂停降息
2025年1月22日	月度美国宏观洞察：特朗普2.0拉开帷幕
2025年1月16日	美国12月核心CPI微降，或不影响本月美联储暂停降息
2024年12月12日	美国11月核心环比通胀率大致稳定，或不影响12月降息
2024年11月25日	2025年宏观经济展望：在特朗普2.0的不确定性中寻找确定性

资料来源：浦银国际

免责声明

本报告之收取者透过接受本报告(包括任何有关的附件),表示及保证其根据下述的条件下有权获得本报告,且同意受此中包含的限制条件所约束。任何没有遵循这些限制的情况可能构成法律之违反。

本报告是由从事证券及期货条例(香港法例第 571 章)中第一类(证券交易)及第四类(就证券提供意见)受规管活动之持牌法国-浦银国际证券有限公司(统称“浦银国际证券”)利用集团信息及其他公开信息编制而成。所有资料均搜集自被认为是可靠的来源,但并不保证数据之准确性、可信性及完整性,亦不会因资料引致的任何损失承担任何责任。报告中的资料来源除非另有说明,否则信息均来自本集团。本报告的内容涉及到保密数据,所以仅供阁下为其自身利益而使用。除了阁下以及受聘向阁下提供咨询意见的人士(其同意将本材料保密并受本免责声明中所述限制约束)之外,本报告分发给任何人均属未经授权的行为。

任何人不得将本报告内任何信息用于其他目的。本报告仅是为提供信息而准备的,不得被解释为是一项关于购买或者出售任何证券或相关金融工具的要约邀请或者要约。阁下不应将本报告内容解释为法律、税务、会计或投资事项的专业意见或为任何推荐,阁下应当就本报告所述的任何交易涉及的法律及相关事项咨询其自己的法律顾问和财务顾问的意见。本报告内的信息及意见乃于文件注明日期作出,日后可作修改而不另通知,亦不一定会更新以反映文件日期之后发生的进展。本报告并未包含公司可能要求的所有信息,阁下不应仅仅依据本报告中的信息而作出投资、撤资或其他财务方面的任何决策或行动。除关于历史数据的陈述外,本报告可能包含前瞻性的陈述,牵涉多种风险和不确定性,该等前瞻性陈述可基于一些假设,受限于重大风险和不确定性。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映浦银国际证券的立场。浦银国际控股有限公司及其附属公司、关联公司(统称“浦银国际”)及/或其董事及/或雇员,可能持有在本报告内所述或有关公司之证券、并可能不时进行买卖。浦银国际或其任何董事及/或雇员对投资者因使用本报告或依赖其所载信息而引起的一切可能损失,概不承担任何法律责任。

浦银国际证券建议投资者应独立地评估本报告内的资料,考虑其本身的特定投资目标、财务状况及需要,在参与有关报告中所述公司之证券的交易前,委任其认为必须的法律、商业、财务、税务或其它方面的专业顾问。惟报告内所述的公司之证券未必能在所有司法管辖区或国家或供所有类别的投资者买卖。对部分的司法管辖区或国家而言,分发、发行或使用本报告会抵触当地法律、法则、规定、或其它注册或发牌的规例。本报告不是旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。

美国

浦银国际不是美国注册经纪商和美国金融业监管局(FINRA)的注册会员。浦银国际证券的分析师不具有美国金融监管局(FINRA)分析师的注册资格。因此,浦银国际证券不受美国就有研究报告准备和分析师独立性规则的约束。

本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法规则 15a-6 定义的“主要机构投资者”,不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人士。接收本报告的美国收件人如想根据本报告中提供的信息进行任何买卖证券交易,都应仅通过美国注册的经纪交易商来进行交易。

英国

本报告并非由英国 2000 年金融服务与市场法(经修订)(「FSMA」)第 21 条所界定之认可人士发布,而本报告亦未经其批准。因此,本报告不会向英国公众人士派发,亦不得向公众人士传递。本报告仅提供给合格投资者(按照金融服务及市场法的涵义),即(i)按照 2000 年金融服务及市场法 2005 年(金融推广)命令(「命令」)第 19(5)条定义在投资方面拥有专业经验之投资专业人士或(ii)属于命令第 49(2)(a)至(d)条范围之高净值实体或(iii)其他可能合法与之沟通的人士(所有该等人士统称为「有关人士」)。不属于有关人士的任何机构和个人不得遵照或倚赖本报告或其任何内容行事。

本报告的版权仅为浦银国际证券所有,未经书面许可任何机构和人士不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用,浦银国际证券对任何第三方的该等行为保留追述权利,并且对第三方未经授权行为不承担任何责任。

权益披露

- 1) 浦银国际并没有持有本报告所述公司逾 1%的财务权益。
- 2) 浦银国际跟本报告所述公司在过去 12 个月内并没有任何投资银行业务的关系。
- 3) 浦银国际并没有跟本报告所述公司为其证券进行庄家活动。

评级定义

证券评级定义:

“买入”: 未来 12 个月, 预期个股表现超过同期其所属的行业指数

“持有”: 未来 12 个月, 预期个股表现与同期所属的行业指数持平

“卖出”: 未来 12 个月, 预期个股表现逊于同期其所属的行业指数

行业评级定义 (相对于 MSCI 中国指数):

“超配”: 未来 12 个月优于 MSCI 中国 10%或以上

“标配”: 未来 12 个月优于/劣于 MSCI 中国少于 10%

“低配”: 未来 12 个月劣于 MSCI 中国超过 10%

分析师证明

本报告作者谨此声明:(i) 本报告发表的所有观点均正确地反映作者有关任何及所有提及的证券或发行人的个人观点, 并以独立方式撰写;(ii) 其报酬没有任何部分曾经, 是或将会直接或间接与本报告发表的特定建议或观点有关;(iii) 该等作者没有获得与所提及的证券或发行人相关且可能影响该等建议的内幕信息/非公开的价格敏感数据。

本报告作者进一步确定 (i) 他们或其各自的关联人士 (定义见证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则) 没有在本报告发行日期之前的 30 个历日内曾买卖或交易过本报告所提述的股票, 或在本报告发布后 3 个工作日 (定义见《证券及期货条例》(香港法例第 571 章)) 内将买卖或交易本文所提述的股票;(ii) 他们或其各自的关联人士并非本报告提述的任何公司的雇员; 及 (iii) 他们或其各自的关联人士没有拥有本报告提述的证券的任何金融利益。

浦银国际证券机构销售团队

杨增希

essie_yang@spdbi.com

(852) 2808 6469

浦银国际证券财富管理团队

张帆

vane_zhang@spdbi.com

(852) 2808 6467

浦银国际证券有限公司

SPDB International Securities Limited

网站: www.spdbi.com

地址: 香港轩尼诗道 1 号浦发银行大厦 33 楼

