

能源冲击回落，美联储或开启缩表—2026 年 海外宏观展望

2026 年 6 月 26 日

宏观经济

深度报告

分析师

康明怡 电话：021-25102911 邮箱：kangmy@dxzq.net.cn

执业证书编号：S1480519090001

投资摘要：

2026 年下半年全球发达国家暂停降息通道，加息进入备选。上半年，欧美服务业 PMI 出现明显萎缩，制造业尚可。随着美伊进入正式谈判，霍尔木兹海峡封锁的不确定性显著下降。在正式协议落地之前，潜在的不确定性仍会短暂影响全球预期。我们的基准情景为协议秋季前实现落地，下半年全球景气度前低后高，不发生衰退。受美伊冲突影响，能源供给冲击引发全球通胀上升，但尚未影响核心通胀。全球降息预期暂停，加息进入备选。目前，欧盟选择加息应对，美加英选择观望，但均表示一旦通胀出现扩散，会立即反应。

美国消费动能或比上半年略有回升但不及去年同期；能源冲突风险下降和 AI 投资支撑经济增长。收入对消费开始构成拖累，特别是中高收入人群薪资增速下降明显。原油通胀是拖累消费的主要因素。考虑到收入同比较为疲软，年内降息预期被扭转，若美伊谈判能够迅速落地，私人消费动能可能比上半年略有好转，但不及去年同期。

AI 投资继续成为拉动美国经济的引擎。非住宅类固定投资显然已走出 2023 年以来的放缓阶段，2026 年上半年投资增速明显加快。住宅类投资仍受到高利率限制，并未因为去年降息而有所改善，投资继续萎缩。由于降息预期被扭转，下半年非 AI 类投资或维持疲软，但 AI 投资或将持续增长，继续拉动整体投资水平。

不加息是基准情景。货币政策预期转向是年中全球政策面最大的变化。沃什更关注通胀，整体鹰中略带鸽派。控制通胀是为了更好的经济增长。我们认为除非能源通胀出现扩散现象（当前并没有），美联储不会选择加息。随着美伊进入实质性谈判，60 天内对伊朗石油全面解禁，六周以后的通胀数据大概率有所回落，短期内维持当前利率是合理的选择，即基准情景仍是不加息。但其对通胀的重视，包括特朗普随后对不介意加息的声明，均会让市场产生类似加息效果。

三季度末至四季度缩表可能进入视野。沃什表现出对缩表倾向。这不仅体现在对当前政策利率的限制性是不均衡的观点以及成立资产负债表研究工作组，在美联储

词。沃什设置的五大工作组部分工作在秋季将会有所成果，所有研究年末均需要完成。缩表政策落地节点大概率在秋季末至年末。

沃什首次亮相显现出的风格是平稳过渡，但坚定改进。随着前瞻指引的取消，市场或将如沃什所希望那样，更加关注数据本身而不是美联储展现的态度。当前经济衰退概率较小，我们认为即使有利率的微调对经济也不会产生决定性影响。

维持美国十年期国债利率上限 4.6~4.7%。美联储偏鹰的态度有助于抑制中长期通胀预期。根据我们的模型，在当前通胀水平下，美十债维持在 4.6~4.7%。这一上限隐含的假设为 1 年内加息 1 次且不发生经济衰退。若美伊谈判顺利，美十债上限可下移至 4.5%附近。

因为美联储有所转向偏鹰态度，缩表在下半年大概率进入视野，经济衰退概率不大，美股中短期从中性略偏积极转向中性。标普 500 指数席勒 PE 逼近 2000 年高点，美十债利率尚有 100 多基点的距离。当前标普 500 偏离长期趋势 50.5%，历次长期趋势的泡沫湮灭均与货币政策收紧有关。建议谨慎维持长期仓位，密切关注资金流动性。

美元指数走强，黄金暂停长期涨势。黄金的长期趋势往往和美联储货币政策长期宽松程度有关，鉴于缩表在年内大概率落地，年内降息预期消失，美联储整体偏鹰，美元指数走强，黄金或暂停长期涨势。

风险提示：美国经济陷入衰退，美股回调。

目 录

1. 实体经济：发达国家降息通道暂停，服务业景气度回落	5
2. 实体经济：AI 拉动美国经济，就业边际改善	8
2.1 美国经济概况	8
2.2 美国消费动能或略有回升但低于去年同期	8
2.3 AI 投资继续拉动经济，企业盈利能力增强	12
2.4 就业市场边际好转	15
2.5 联邦财政政策偏宽松，利息支出压力需要控制通胀	17
3. 通胀与货币：通胀权重高于就业，缩表进入备选	17
3.1 能源通胀尚未扩散，中长期压力仍存	18
3.2 货币政策：关注通胀和缩表	19
4. 资本市场：流动性决定资本市场	21
相关报告汇总	23

插图目录

图 1：G7 国家 GDP（2019 年=1）	5
图 2：欧元区内核心国家增长相对缓慢	5
图 3：发达国家通胀率（%）	6
图 4：发达国家核心通胀率（%）	6
图 5：发达国家降息通道暂停（%）	6
图 6：发达国家失业率有所回升（%）	6
图 7：美国制造业与服务业 PMI	7
图 8：英国制造业与服务业 PMI	7
图 9：欧元区制造业与服务业 PMI	7
图 10：欧元区价格压力显著	7
图 11：日韩出口激增（%）	7
图 12：历史上美国 ISM 制造业 PMI 低于 45 与经济危机	7
图 13：美国实际 GDP 及分项同比（%）	8
图 14：美国实际 GDP 及分项环比贡献率（%）	8
图 15：美国 GDP 及主要贡献分项加总环比（%）	8
图 16：美国 GDP 主要贡献分项环比（%）	8
图 17：美国实际消费及分项趋势（2020Q2=1）	9
图 18：美国实际消费及分项同比（%）	9
图 19：耐用品消费与制造业 PMI（右：%）	9
图 20：家庭消费支出同比（%）	9
图 21：个人消费支出增速（%）	10
图 22：同店零售销售指数当周同比（%）	10
图 23：家庭部门杠杆率（%）	10

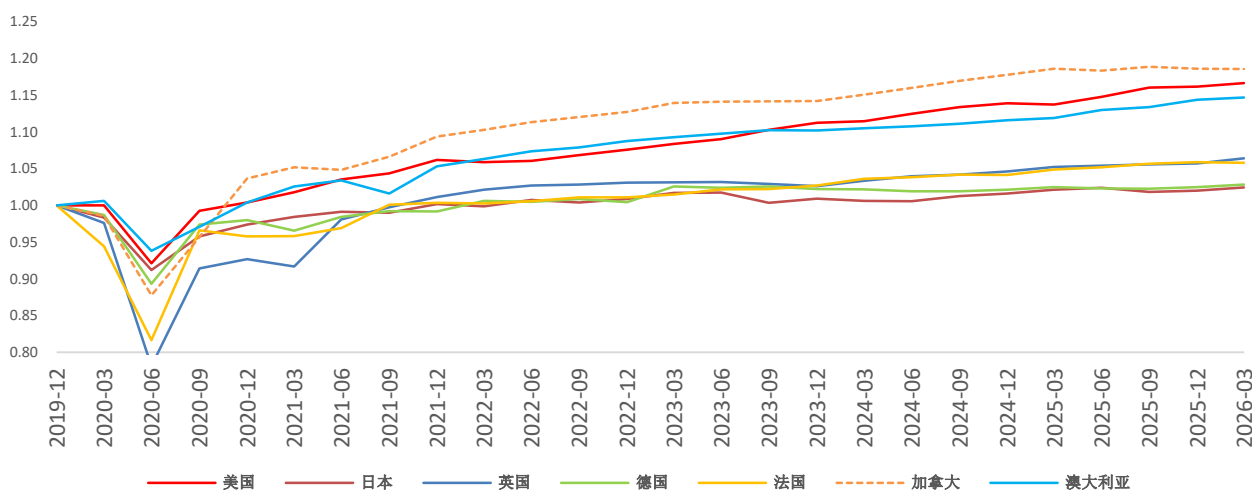
图 24: 家庭部门债务偿还占比 (%)	10
图 25: 家庭部门负债同比增速 (%)	10
图 26: 家庭部门债务 90 天违约率 (%)	10
图 27: 信用卡拖欠率 (%)	11
图 28: 消费贷款拖欠率 (%)	11
图 29: 实际人均可支配收入同比低于消费 (%)	11
图 30: 个人储蓄率 (%)	11
图 31: 平均周薪同比高于 CPI (%)	12
图 32: 时薪增速同比四分位 (十二个月移动平均) (%)	12
图 33: 雇佣率 (%)	12
图 34: 劳动力市场紧绷程度	12
图 35: 实际固定资产投资恢复增长	13
图 36: 非住宅类投资拉动私人投资	13
图 37: 投资分项设备器械及 R&D 拉动投资 (自然对数)	13
图 38: 投资分项建筑中电力通信投资较高 (自然对数)	13
图 39: 投资分项设备器械主要分项均走高 (自然对数)	13
图 40: 计算机和接入输出设备增长明显 (自然对数)	13
图 41: 投资分项 R&D 中软件分项走高 (自然对数)	14
图 42: 企业杠杆高位缓降, 负债同比触底回升 (%)	14
图 43: 企业利息负担极低, 利润率处于历史高位 (%)	14
图 44: 银行信贷松紧与投资 (%)	14
图 45: 非农环比新增 (千人)	15
图 46: 5 月非农新增变化 (千人) 与非农就业状态 (2020 年 2 月=100)	15
图 47: 自愿性离职率进一步下降 (%)	15
图 48: 解雇率处于低位 (%)	15
图 49: 失业率分年龄 (%)	16
图 50: 失业率与失业金初请 (左: %, 右: 千人)	16
图 51: 失业率分学历 (%)	16
图 52: 制造业就业与 PMI (右: 千人)	16
图 53: 岗位需求有所回升 (2020 年 2 月=100)	16
图 54: 各行业就业市场需求 (2020 年 2 月=100)	16
图 55: 联邦政府利息支出迅速增长 (%)	17
图 56: 联邦政府利息支出推升联邦赤字率 (%)	17
图 57: 通胀与原油 (%)	18
图 58: 核心 CPI 与 CPI 均值 (%)	18
图 59: (核心) 通胀环比下降 (%)	18
图 60: 核心商品和住房环比下降 (%)	18
图 61: 商品环比下降 (%)	19
图 62: 政策利率宽松程度 (%)	20
图 63: 美联储资产/GDP	20

图 64： 美十债利率模型 (%)	21
图 65： 美国短期流动性平稳 (%)	21
图 66： 标普 500 长期趋势	21
图 67： 标普 500 席勒市盈率(%)	21

1. 实体经济：发达国家降息通道暂停，服务业景气度回落

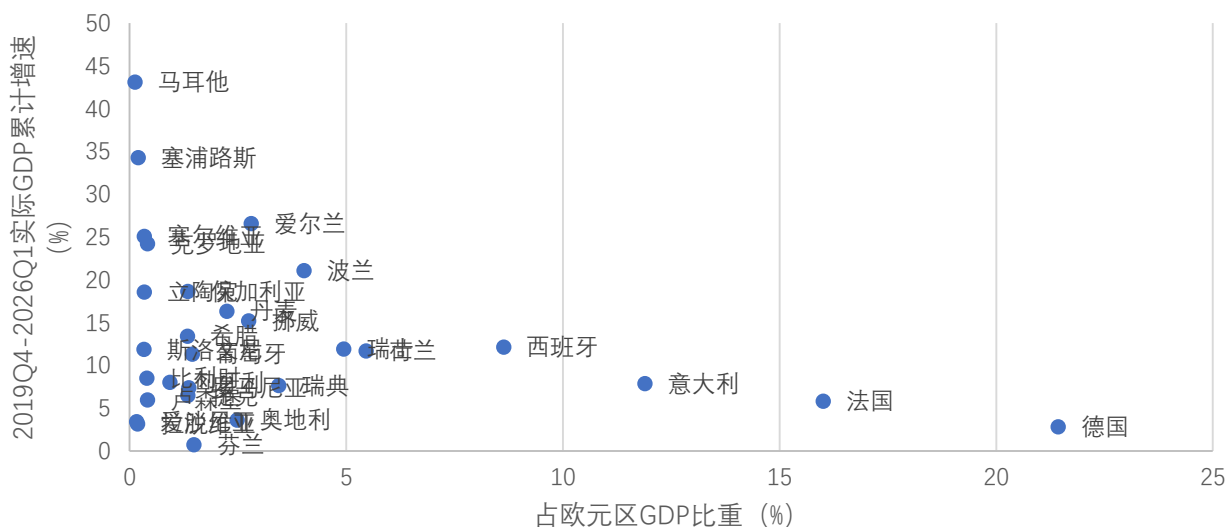
除加拿大和法国外，多数发达国家在 2026 年一季度取得一定低速增长。2026 年一季度，德法 GDP 水平比 2019 年均值分别超过 2.8%和 5.8%。得益于出口回升，德国首次超过疫情以后季度 GDP 最高水平（2023 年 Q1）。德法两国在一季度的差异主要来自出口，两国内需均相对较弱。英国受益于内需略有回升，日本则受益于 AI 出口及消费微增，一季度均取得相对温和的增长。加拿大 GDP 总量增长已停滞一年。在年内 3 次连续加息背景下，澳大利亚一季度经济增速有所放缓。

图1：G7 国家 GDP（2019 年=1）



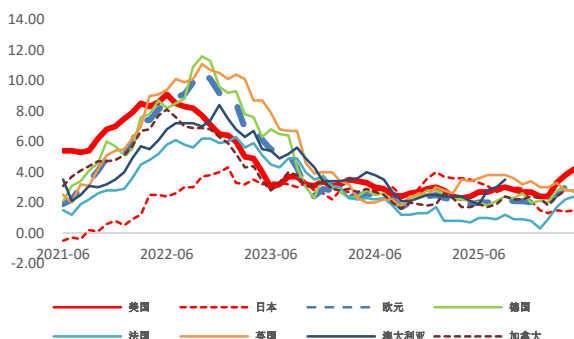
资料来源：i

图2：欧元区核心国家增长相对缓慢



资料来源：i

图3：发达国家通胀率（%）

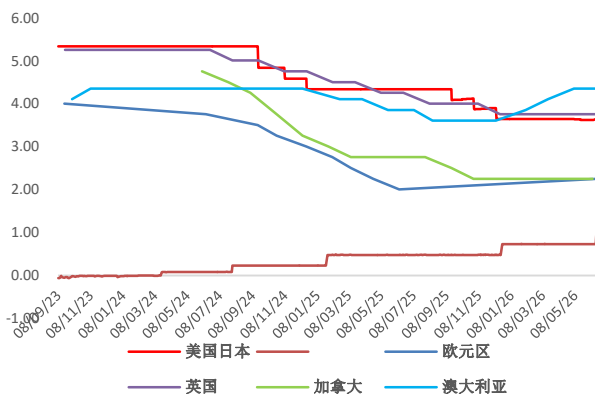


资料来源：i

上半年，发达经济体均受到油价上涨冲击，但尚未扩散至核心通胀。受能源政策差异（补贴等），英国和日本通胀数据上进一步趋势性走低。由于经济放缓和基数效应，加拿大核心通胀压力小于去年。德国通胀表现出一定的稳定，法国价格受油价冲击相对明显。

美伊冲突背景下，G7 降息通道暂停。在连续三次年内加息后，6月16日澳大利亚央行表示暂停加息。欧盟和日本在近日选择加息。由于澳大利亚经济增长和通胀上升并行，日本一直在经济和汇率之间取得平衡，上半年澳大利亚和日本加息均符合去年年底预期。在法国失业率持续走高，德国失业率稳定在高位的背景下，欧盟针对美伊冲突引发的能源冲击选择加息，可能对经济活动造成短期压制。相对的，美英加均选择观望，但都表示一旦出现通胀扩散迹象，会立即做出反应。

图5：发达国家降息通道暂停（%）



资料来源：i

我们预期全球景气度先低后回升。伴随着地缘政治不确定带来的能源供应紧张，上半年，欧美服务业 PMI 出现明显萎缩，制造业尚可。特别是 AI 生产链条保持高度景气，日韩出口同比均保持在高位或创出新高。随着美伊进入正式谈判，霍尔木兹海峡封锁的不确定性显著下降。在正式协议落地之前，潜在的不确定性仍会

图4：发达国家核心通胀率（%）

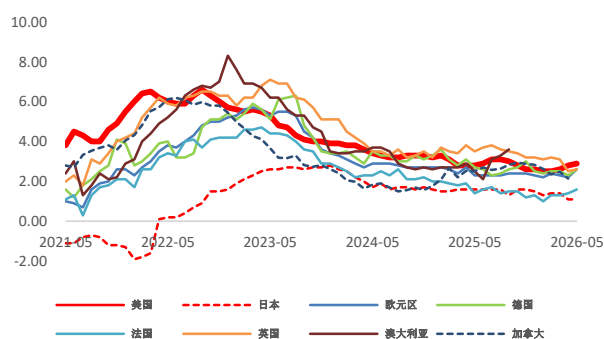
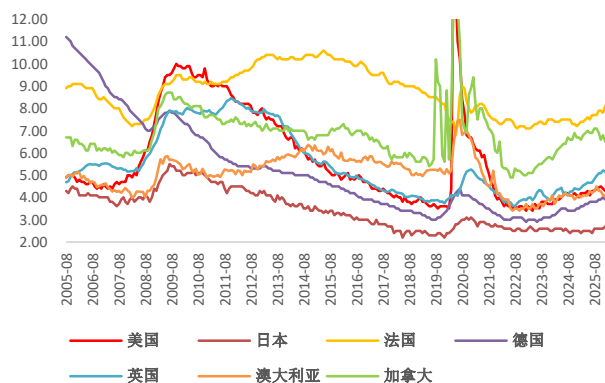
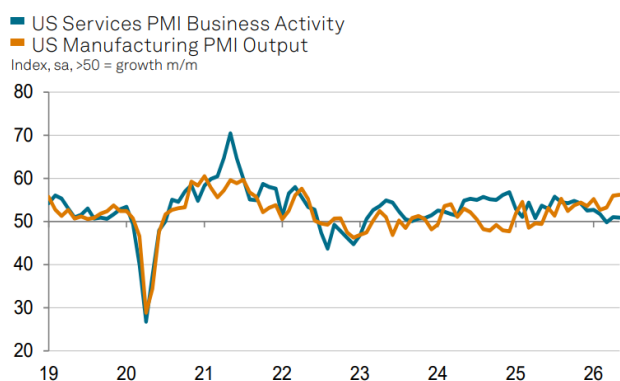


图6：发达国家失业率有所回升（%）



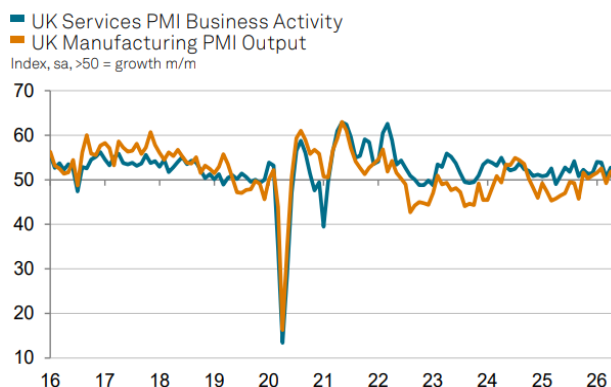
短暂影响全球预期。受 AI 和囤货影响，美国制造业 PMI 处于显著扩张状态。我们的基准情景仍为协议秋季前实现落地，下半年全球景气度前低后高，不发生衰退。

图7：美国制造业与服务业 PMI



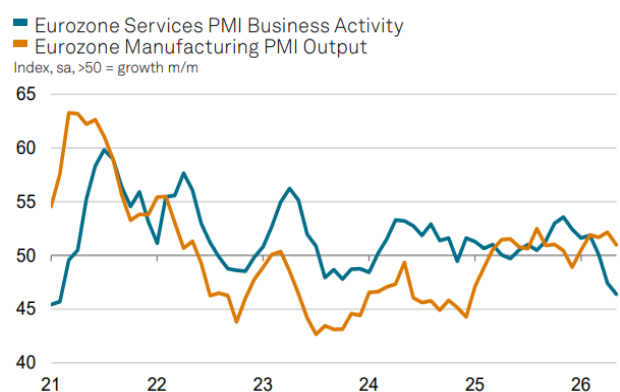
资料来源：S&P Global PMI，东兴证券研究所

图8：英国制造业与服务业 PMI



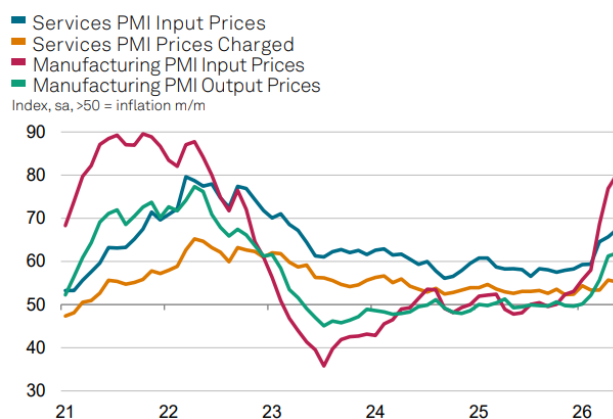
资料来源：S&P Global PMI，东兴证券研究所

图9：欧元区制造业与服务业 PMI



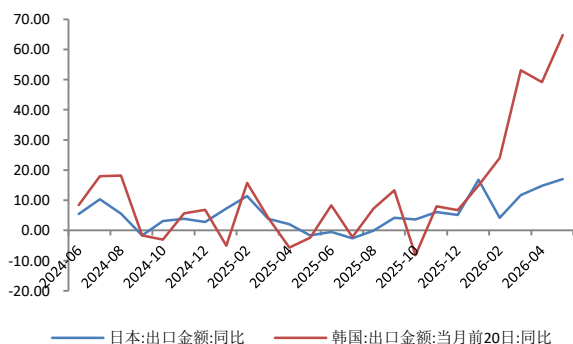
资料来源：S&P Global PMI，东兴证券研究所

图10：欧元区价格压力显著



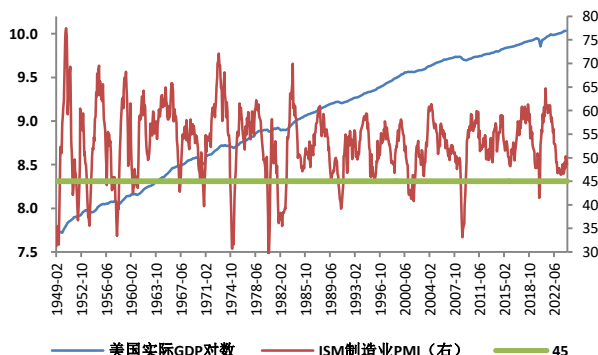
资料来源：S&P Global PMI，东兴证券研究所

图11：日韩出口激增（%）



资料来源：i

图12：历史上美国 ISM 制造业 PMI 低于 45 与经济危机



2. 实体经济：AI 拉动美国经济，就业边际改善

2.1 美国经济概况

2025 年 Q4-2026 年 Q1，美国 GDP 同比增速进一步有所放缓，但仍在 2% 附近。投资中的设备器械和知识产权（与 AI 相关）对经济增长的贡献进一步走高。个人消费增速比去年有所放缓但总体尚可。投资和消费的表现均符合去年年底预期。其他分项中，出口有所改善，联邦政府支出不再拖累总需求。非 AI 类投资继续小幅放缓，显示了高利率、关税以及能源冲击对传统经济的负面影响持续。

就业方面，去年下半年的三次降息以及财政法案的落地缓解了关税带来的不确定性，劳动力市场就业出现缓和迹象，但收入同比不再跑赢通胀。非农数据的改善使得美联储在通胀和就业的选择两难性降低，通胀权重上升。

受能源冲击影响，通胀回落趋势被打断，上半年美联储暂停降息。目前能源冲击尚没有出现扩散现象，核心通胀环比整体表现优于去年。新任美联储主席鹰中略带鸽派，当前市场对货币政策预期发生扭转，从去年年底对今年的数次降息预期，转变为年内是否加息。货币政策预期的改变是当前与去年年底预期最大的变化。

图13：美国实际 GDP 及分项同比（%）

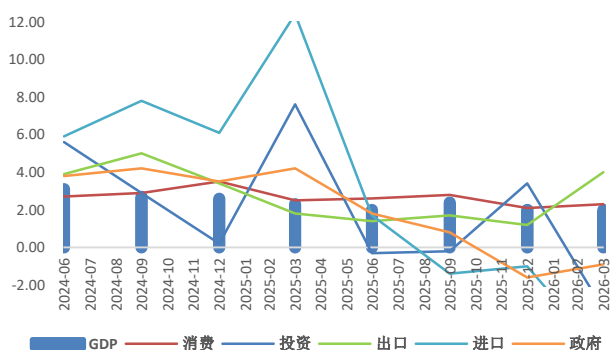
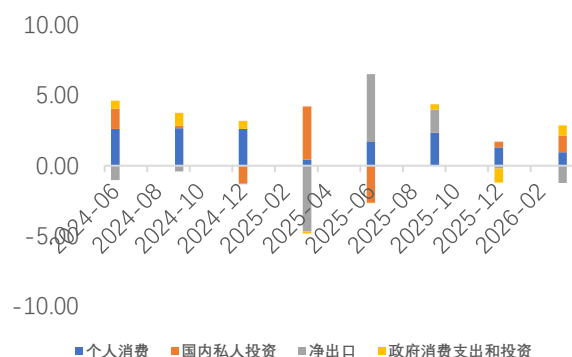
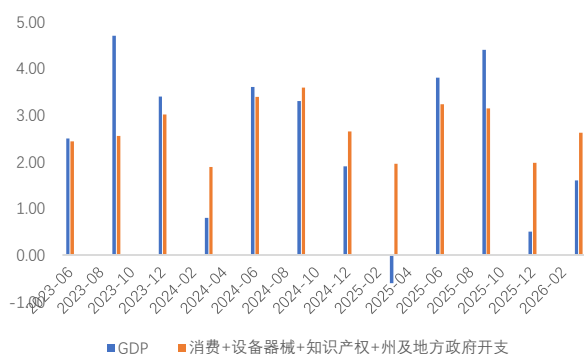


图14：美国实际 GDP 及分项环比贡献率（%）



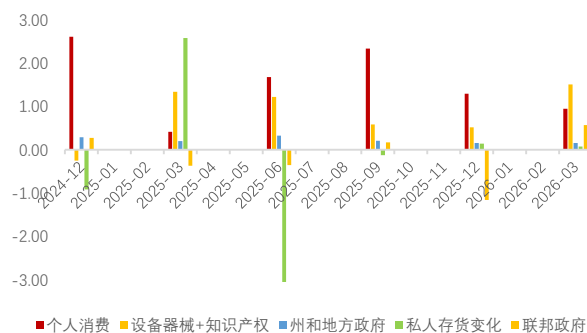
资料来源：i

图15：美国 GDP 及主要贡献分项加总环比（%）



资料来源：i

图16：美国 GDP 主要贡献分项环比（%）



2.2 美国消费动能或略有回升但低于去年同期

上半年个人消费增速比去年有所放缓但总体尚可，符合我们在去年年底的预期，即 2026 年消费动能或略有下降，但韧性尚可，弱于 2025 年。由于能源冲击带来的扰动，我们预期下半年消费旺季的表现可能略弱于去年同期但好于上半年。

2025 年 Q4-2026 年 Q1 消费增速尚可，继续保持略有回落态势。2025 年 Q4 和 2026 年 Q1 消费实际同比增速保持在 2% 以上但均明显低于去年前三季度。其中，受关税冲击，商品消费显著回落，但服务消费同比好于去年，保持在 2.6% 的高位区间。2 月后，个人消费实际支出环比开始恢复。从个人消费数量来看，可选消费中娱乐服务同比回升，餐饮住宿同比仍在低位。周度数据显示同店零售同比在 5 月后有明显上行。

图17：美国实际消费及分项趋势（2020Q2=1）

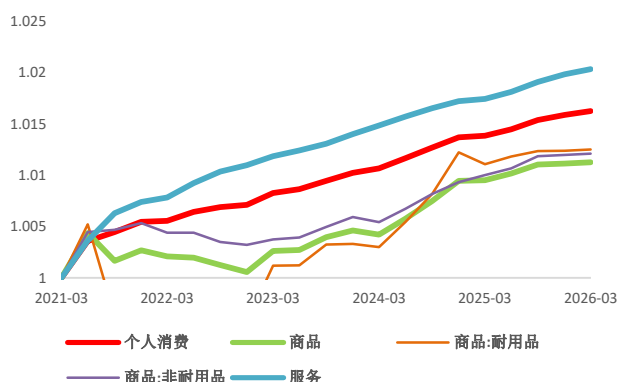
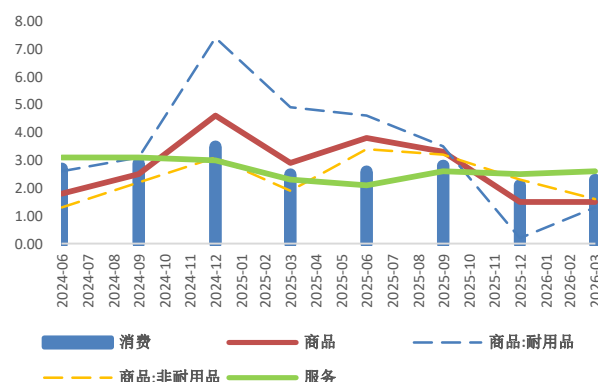
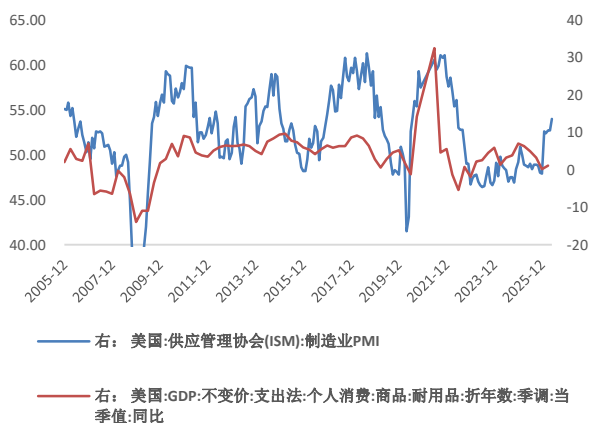


图18：美国实际消费及分项同比（%）



资料来源：i

图19：耐用品消费与制造业 PMI（右：%）



资料来源：i

图20：家庭消费支出同比（%）

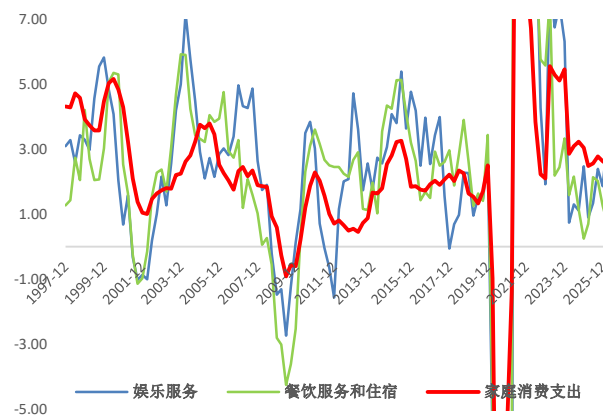
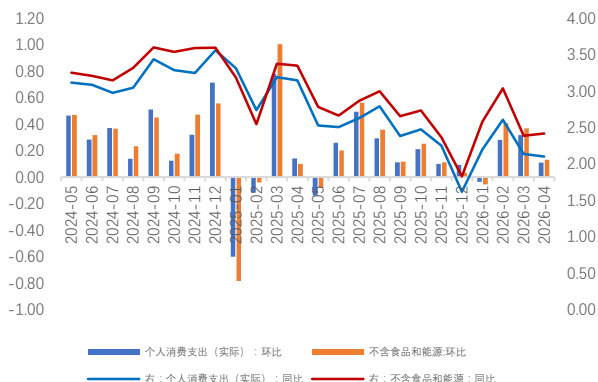


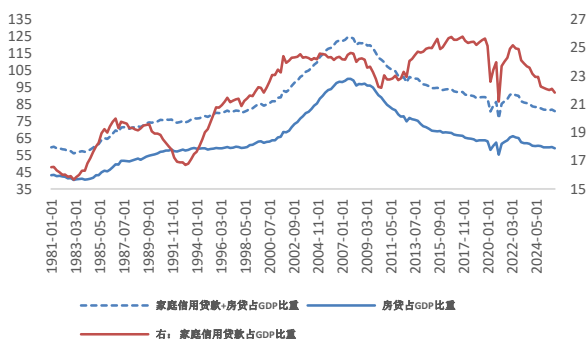
图21：个人消费支出增速（%）



资料来源：i

美国家庭部门负债端对消费能力总体仍不构成压制。家庭部门总杠杆率持续小幅降低，回落至1998年水平。因此，理论上家庭总量债务负担可承受当前利率水平。从实际债务负担看，由于存量房贷在2020年低位进行置换，房贷实际债务负担极低，助力家庭部门债务偿还占比总负担继续处于历史低位。一季度，信用贷款增速回升，但信用贷款占GDP比重仍在走低。2025年Q4消费信贷偿还占比为5.4%，虽处于疫情以来高位，但仍处于历史低位。

图23：家庭部门杠杆率（%）



资料来源：

随着美联储去年下半年的降息，2026年Q1消费贷款违约率没有进一步恶化，部分指标小幅下降。小银行（100名以外）的信用卡拖欠率回落明显，但仍处于历史高位区间。当前信用卡利率回落幅度不及去年下半年降息幅度，这可能导致低收入人群债务偿还压力没有得到降息的同幅度缓解。总量上，信用卡违约率的绝对水平仍处于历史相对低位。此外，去年学生贷款政策的变化冲击消退，该贷款的违约率回落。随着美联储暂停降息，低收入人群的信用利息负担可能得不到进一步改善。

图25：家庭部门负债同比增速（%）

图22：同店零售销售指数当周同比（%）

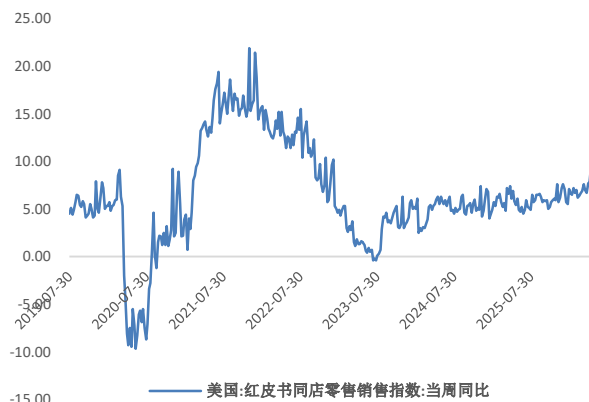


图24：家庭部门债务偿还占比（%）

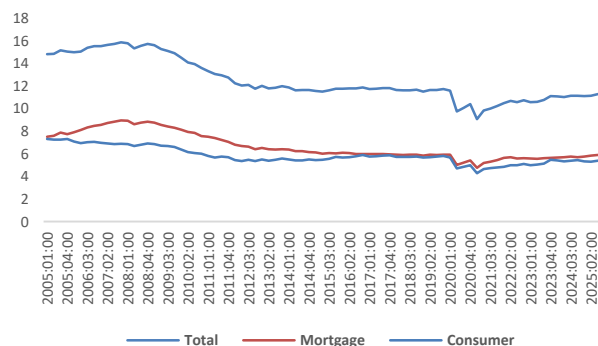


图26：家庭部门债务90天违约率（%）



资料来源：i

图27：信用卡拖欠率（%）

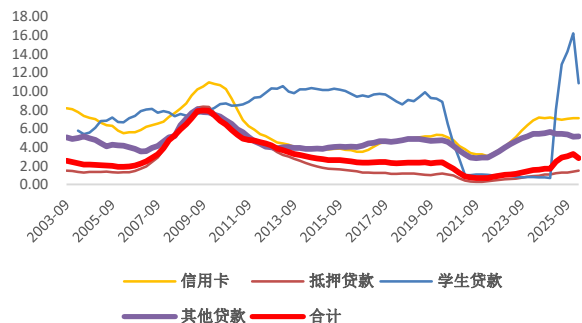
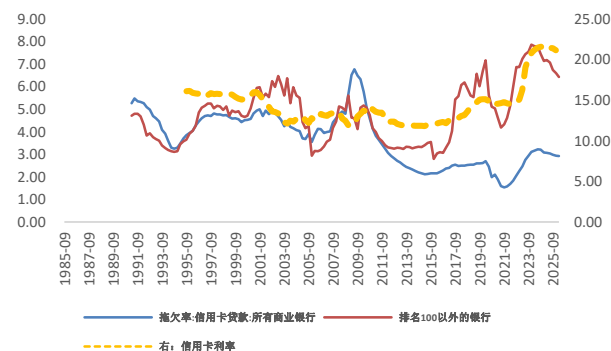


图28：消费贷款拖欠率（%）



资料来源：i

图29：实际人均可支配收入同比低于消费（%）

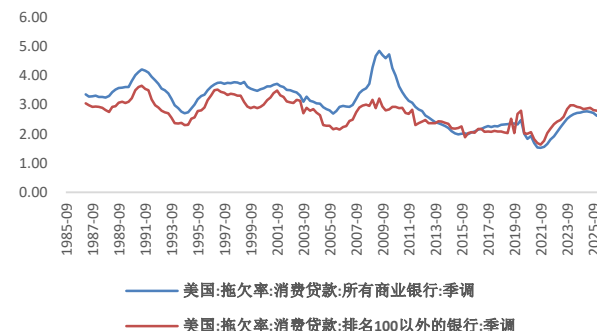
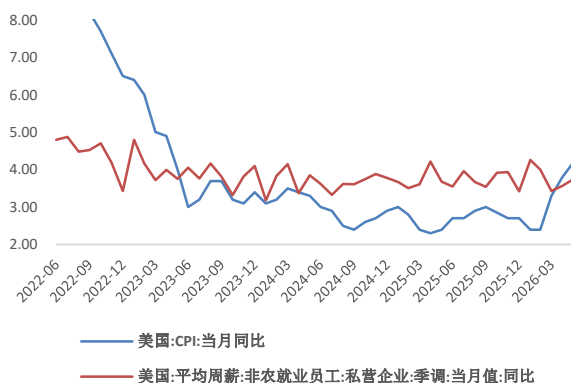


图30：个人储蓄率（%）

收入对消费开始构成拖累，特别是中高收入人群薪资增速下降明显。受益于家庭资产负债表健康和资本市场的稳定，2025年消费实际同比好于个人可支配收入同比。2026年，由于原油价格上涨，5月平均周薪增速自2024年以来首次跑输通胀，显示宏观层面收入对消费的支撑被原油迅速消耗。个人储蓄率随之回落至历史低位附近。从收入分位来看，时薪增速的下降主要由中高收入人群贡献，其中最高25分位人群的时薪增速已经逼近最低25分位。

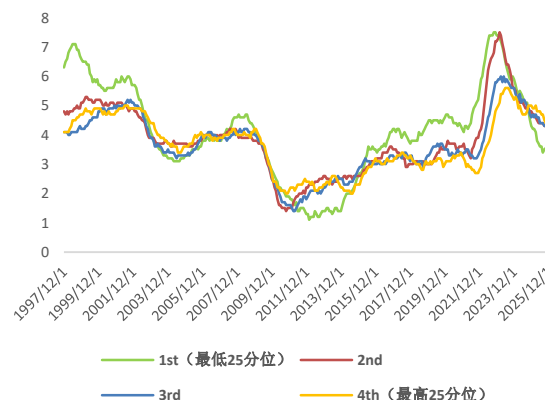
资料来源：i

图31：平均周薪同比高于 CPI（%）



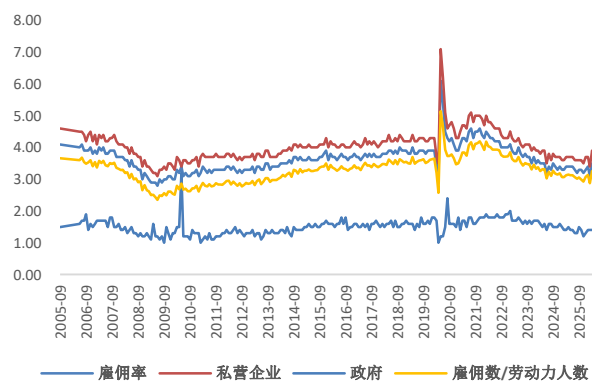
资料来源：i

图32：时薪增速同比四分位（十二个月移动平均）（%）



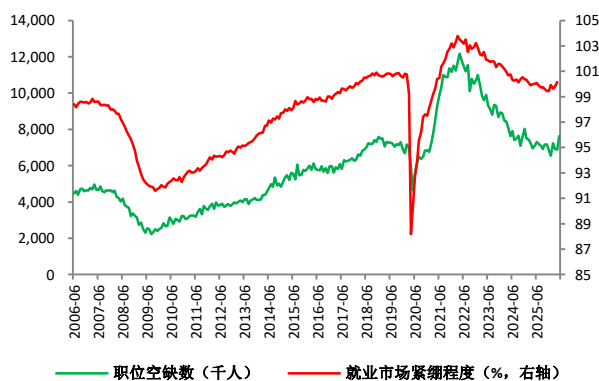
劳动力市场流动性略有好转。受益于三次降息和财政法案，非农数据在近几月出现边际好转的迹象。部分行业，如非住宅类建筑和耐用品制造业出现持续多月的就业增长。从岗位需求看，劳动力市场紧绷程度出现触底回升。

图33：雇佣率（%）



资料来源：i

图34：劳动力市场紧绷程度



原油通胀是拖累消费的主要因素。考虑到收入同比较为疲软，年内降息预期被扭转，若美伊谈判能够迅速落地，私人消费动能可能比上半年略有好转，但不及去年同期。

2.3 AI 投资继续拉动经济，企业盈利能力增强

AI 投资继续成为拉动美国经济的引擎。非住宅类固定投资显然已走出 2023 年以来的放缓阶段，2026 年上半年投资增速明显加快。住宅类投资仍受到高利率限制，并未因为去年降息而有所改善，投资继续萎缩。由于降息预期被扭转，下半年非 AI 类投资或维持疲软，但 AI 投资或将持续增长，继续拉动整体投资水平。

AI 相关投资增强。联邦政府和私人部门对 AI 和高端制造业的产业扶持均明显增强。从宏观数据上看，固定资产投资分项中知识产权和设备器械均有显著增长。与 AI 相关的投资并未受到加息周期的影响，相关细分项均保持加速或高位绝对水平。建筑分项虽然整体有所回落，但细分项中的制造业在 2022 年后显著增长，2024 年下半年后有所减缓但绝对水平仍在历史高位；电力和通信也在高位。设备和器械分项中，信息类、工业以及运输均保持增长态势，特别是信息类出现加速上涨。知识产权分项中，软件也出现加速增长。

AI 投资在美国本土的外溢效应略有迹象，但没有广泛扩散。非住宅类建筑及耐用品制造行业非农就业出现连续数月的增长，制造业 PMI 保持高景气度（部分由于囤货因素），与受到原油冲击而回落的服务业形成鲜明对比。AI 投资规模已经从总量上对宏观层面的固定投资起到了明显的拉动作用，对冲了高利率对总投资的抑制。

图35：实际固定投资恢复增长

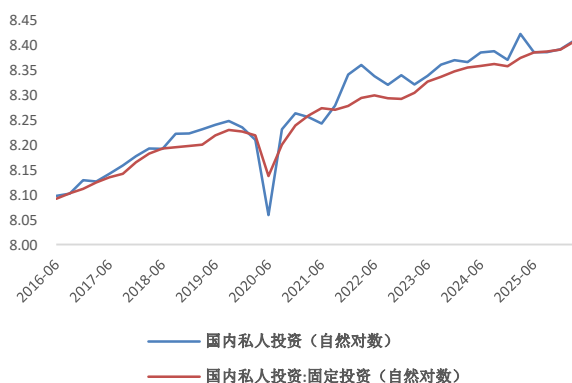
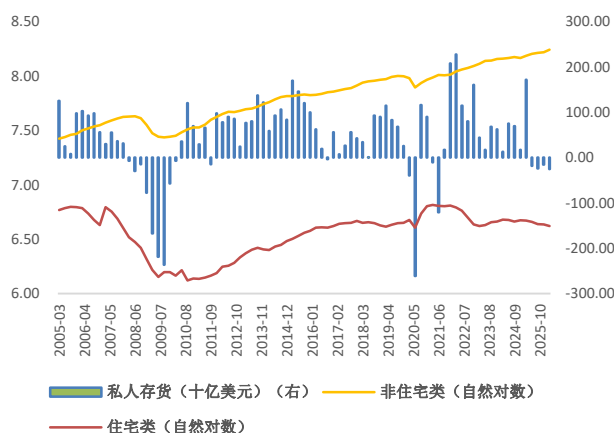
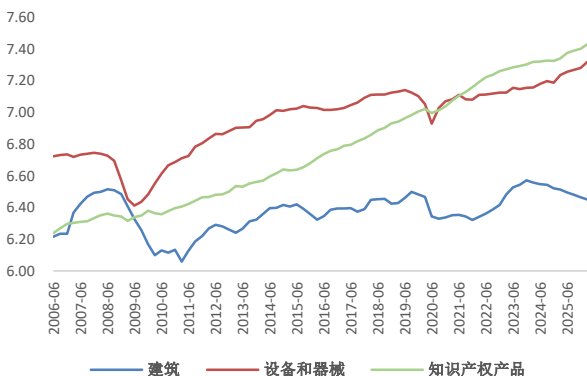


图36：非住宅类投资拉动私人投资



资料来源：i

图37：投资分项设备器械及 R&D 拉动投资（自然对数）



资料来源：i

图38：投资分项建筑中电力通信投资较高（自然对数）

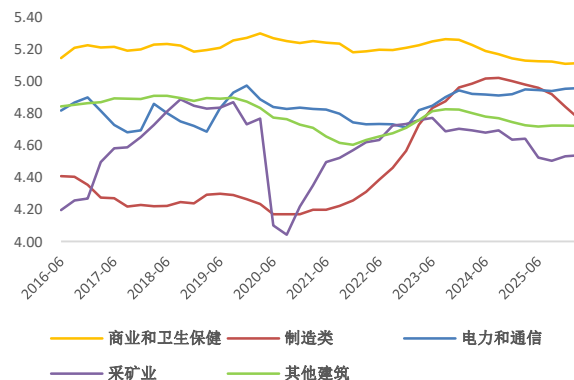
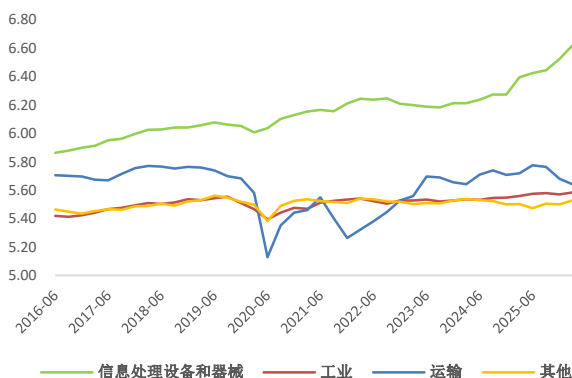


图39：投资分项设备器械主要分项均走高（自然对数）

图40：计算机和接入输出设备增长明显（自然对数）



资料来源：i

图41：投资分项 R&D 中软件分项走高（自然对数）

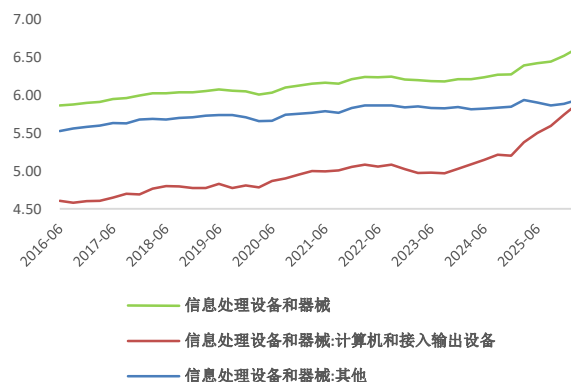
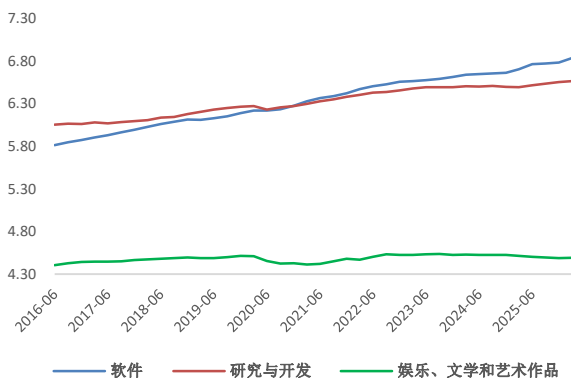


图42：企业杠杆高位缓降，负债同比触底回升（%）



资料来源：i

宏观金融层面对 AI 投资暂不构成压制。从企业杠杆率来看，企业杠杆虽在高位，但稳定下降。过去几年的利率上行对企业债务压力和盈利没有产生影响。去年下半年开始，企业盈利占 GDP 比重进一步上升。随着 2024 年下半年开启降息通道，企业贷款增速从低位略有反弹，但整体仍在低位。与 1990 年代末不同，当前企业盈利能力进一步走高。可以理解为在宏观层面上，企业投资没有出现负债投资过热的现象。

图43：企业利息负担极低，利润率处于历史高位（%）

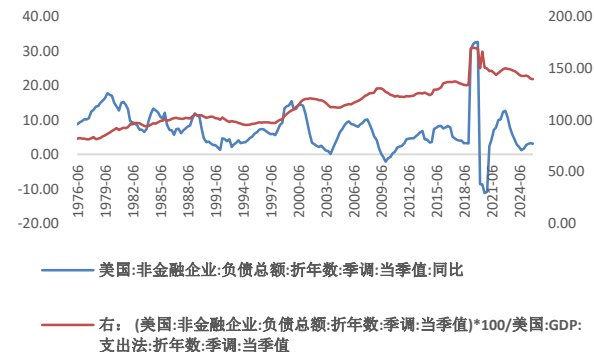
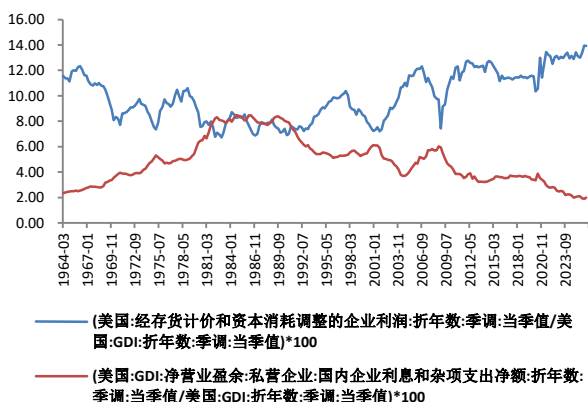
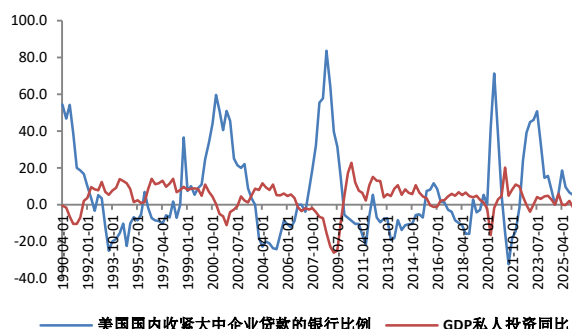


图44：银行信贷松紧与投资（%）



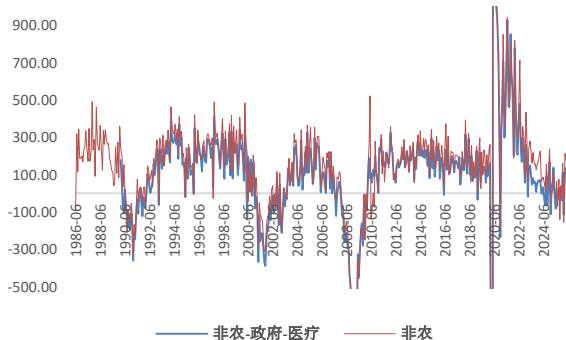
资料来源：i



2.4 就业市场边际好转

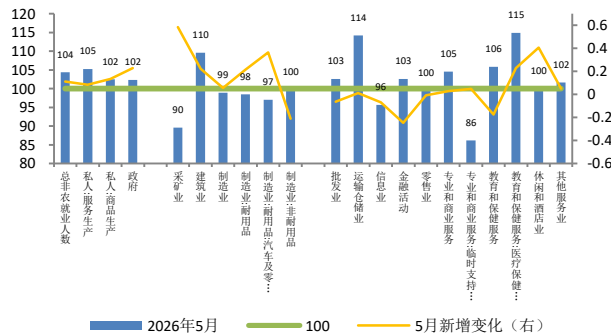
扣除医疗和政府就业，非农新增有所回升，就业环境好于去年年底。非住宅类建筑业和耐用品制造业就业出现持续数月的回暖，与制造业PMI保持景气相吻合。联邦政府就业不再形成拖累，医疗保持持续增长，专业和商业服务业出现小幅回暖。历史上，1995年降息之前，非农也出现类似去年低迷的现象。1995年~1996年3次降息完成后，非农数据再次回升。今年上半年非农的转变与此高度类似。

图45：非农环比新增（千人）



资料来源：i

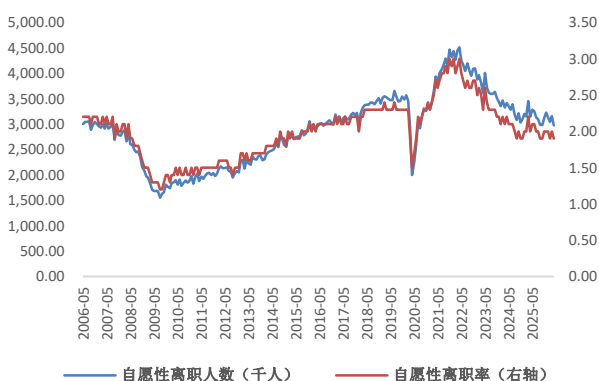
图46：5月非农新增变化（千人）与非农就业状态（2020年2月=100）



就业市场流动性不再恶化，年轻人失业率显著好转，大学学历以上人群也出现一定程度的好转。自愿性离职率稳定在2008年的水平，岗位空缺数有所增加，同时解雇率仍维持在历史低位，因此失业率并未显著走高。20-24岁年轻人失业率快速扭转。在2000年和2008年两次危机中，20-24岁失业率有一定的领先性。结合失业金初请数据回落至低位，就业市场警报暂时解除。

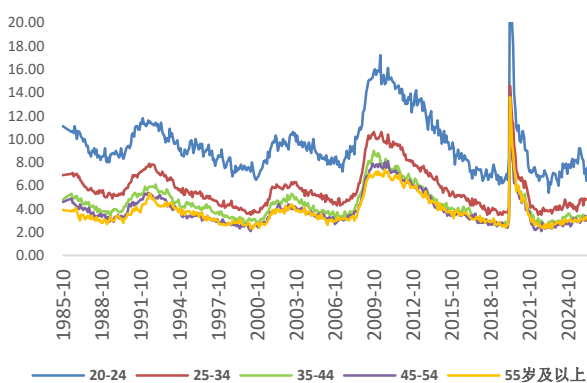
图47：自愿性离职率进一步下降（%）

图48：解雇率处于低位（%）



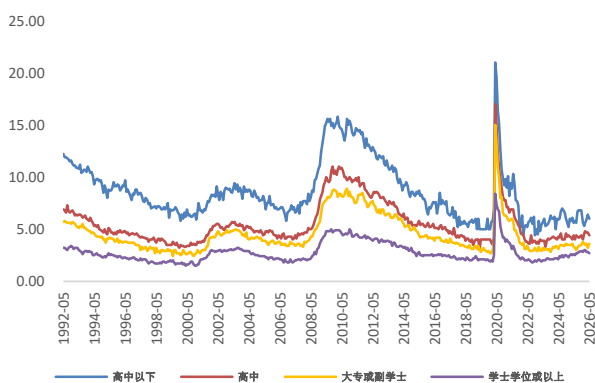
资料来源：i

图49：失业率分年龄（%）



资料来源：i

图51：失业率分学历（%）



资料来源：i

图53：岗位需求有所回升（2020年2月=100）

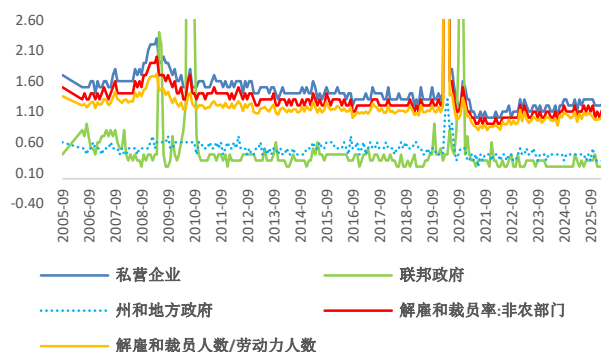


图50：失业率与失业金初请（左：%，右：千人）

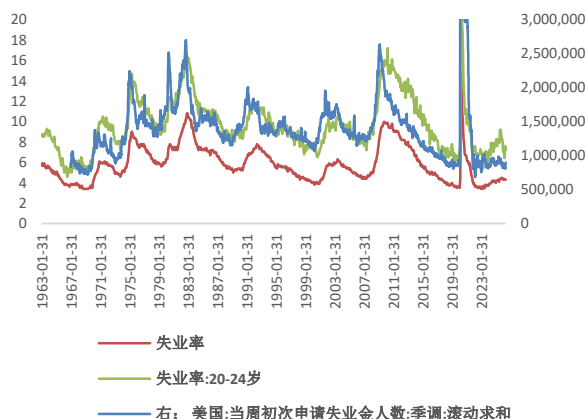


图52：制造业就业与PMI（右：千人）

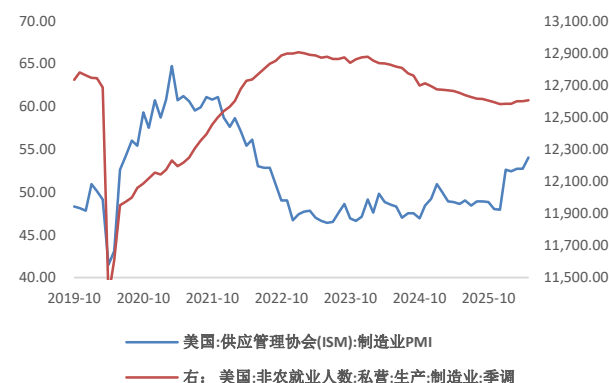
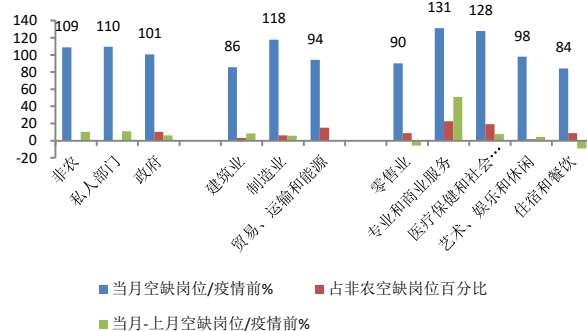
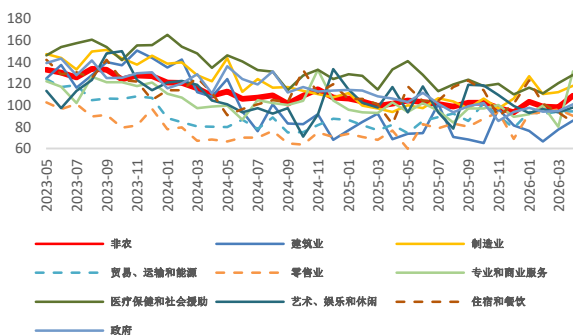


图54：各行业就业市场需求（2020年2月=100）



资料来源：i

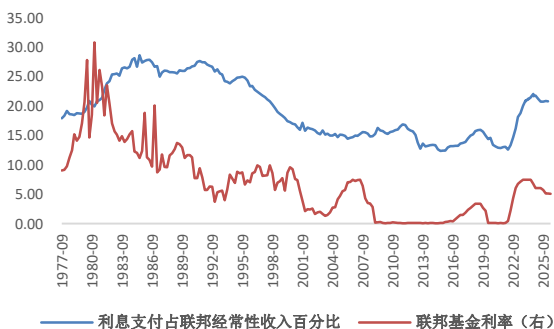
2.5 联邦财政政策偏宽松，利息支出压力需要控制通胀

2008 年后，联邦政府赤字周期特征显著，显示美国经济动能在 AI 出现以前越来越依靠财政政策推动。大而美法案是 2017 年减税法案在 2025 年到期后的延伸，因此，对经济边际刺激作用可能不如 2017 年明显。对金融业监管的放松或刺激资本市场进一步的泡沫化。

2025 年 7 月生效的《大而美》法案短期内进一步扩大了联邦政府的债务水平。与 2017 年减税法案的背景不同，当时经济处于低通胀时期，2019 年开始，劳动力市场逐渐紧绷，通胀有逐渐回升的迹象。再配合 2019 年的降息，地产市场也在 2019 年下半年开始有所复苏。而当前，经济已不再具备低通胀特质，联邦政府的杠杆远高于里根减税时期，意味着即使没有通胀压力，随着通胀和利率正常化，联邦政府仍需长期承受利息支付压力。从时间上看，由于财政法案落地 1 年左右，对通胀的影响或在年末开始显现。一季度，部分人群受益于该法案可获得较多抵税，减税法案也包含鼓励企业投资的税收减免。整体而言，今年经济受益于该法案的落地。

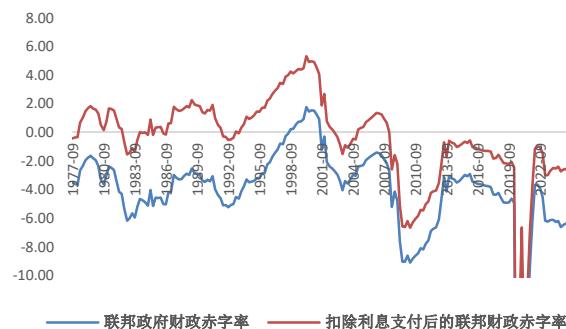
利息支出推升联邦赤字率，需要控制通胀。2024 年联邦政府赤字率略高于 2023 年，但扣除利息支出后的赤字率反而低于 2023 年，这表明，联邦政府债务开始对联邦政府支出产生负面影响。从这一角度，联邦财政赤字需要控制通胀以压制利息支出压力。

图55：联邦政府利息支出迅速增长（%）



资料来源：i

图56：联邦政府利息支出推升联邦赤字率（%）



3. 通胀与货币：通胀权重高于就业，缩表进入备选

3.1 能源通胀尚未扩散，中长期压力仍存

原油对通胀的影响仍暂时局限在汽油、机票和服饰类，未看到扩散现象。2~5月扣除住宅外的核心通胀环比均低于去年同期。电力价格持续稳定上升。我们维持不加息为基准情景，但若美伊谈判暑期前仍不能有效落地，年末加息概率不能完全排除。4季度后财政货币政策容易产生共振，即使没有美伊冲突，中期通胀压力仍存。

通胀是各种宏观因素共振的结果，对通胀趋势性影响取决于经济基本面和货币财政政策节奏。2011-2014年，原油价格长期维持在100美元/桶附近，但由于当时全球经济处于次贷危机和欧债危机的影响中，实体需求不振，即使在QE背景下，美国CPI和核心CPI并未趋势性上行，美联储并未用加息应对油价上涨。

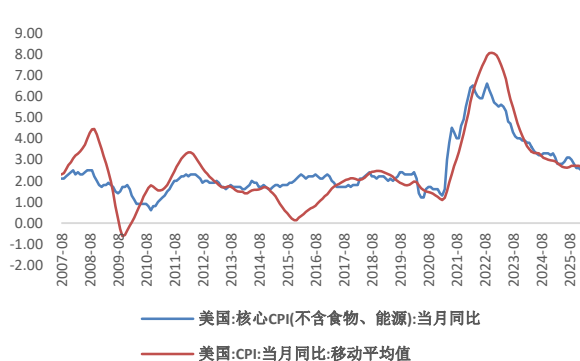
与去年关税前相比，政策方面，货币政策利率低于关税前；财政减税法案全面落地，关税上涨。基本面方面，去年下半年的3次降息对就业市场的影响逐渐显现，就业市场略有好转；AI对GDP的拉动作用超过了消费；一季度消费略有回落，油价若持续保持在高位，对暑期消费（特别是旅游）可能有所影响。季节性上，5~7月核心通胀环比更容易回落或不及预期，可能对原油有所对冲，5月数据符合该特征。油价的影响是否扩散取决于实际需求和收入能否匹配。从总需求和收入增速来看，不加息是较为中性的选择。

通胀中长期上行压力取决于政策宽松程度。1) 沃什上任前比较倾向于降息缩表组合。无论是否缩表，降息都从宏观层面上降低了实体经济整体借贷成本，有利于实体经济信贷需求的扩张（短期降息概率为0）。2) 财政法案放宽对金融和传统能源行业的限制，私人部门融资增速或有所增长。3) 财政宽松政策的传导一般在一年以后，而货币政策传导相对较快，时间上，下半年为传统消费旺季，财政货币政策容易在四季度产生共振。在不发生衰退的假设前提下，中长期通胀仍有压力。年末加息概率目前仍完全取决于美伊谈判进程，油价有必要在暑期前有效回落。

图57：通胀与原油（%）



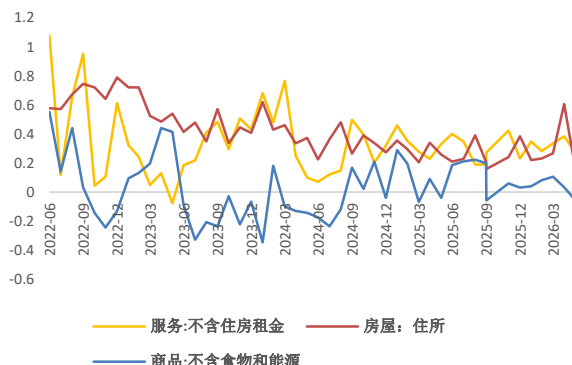
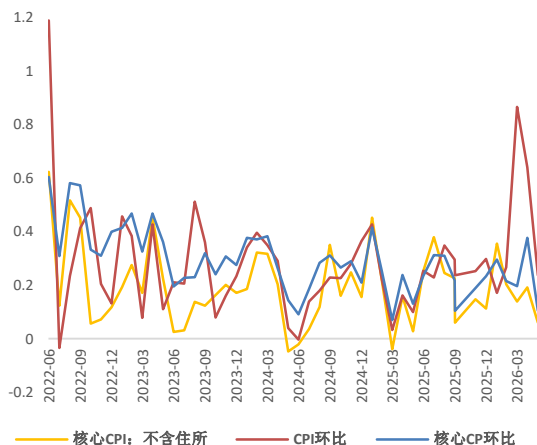
图58：核心CPI与CPI均值（%）



资料来源：i

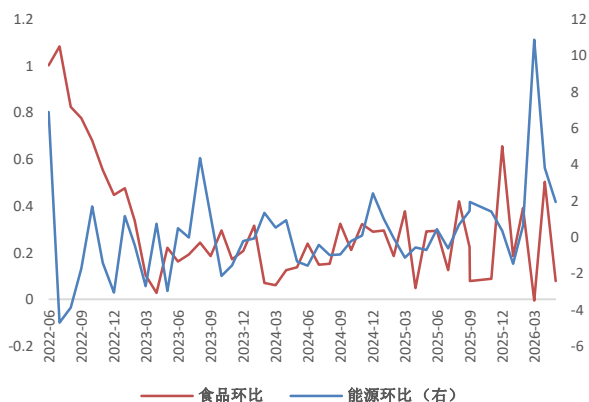
图59：（核心）通胀环比下降（%）

图60：核心商品和住房环比下降（%）



资料来源：i

图61：商品环比下降（%）



资料来源：i

3.2 货币政策：关注通胀和缩表

6月

价格稳定。尽管中东冲突在一定程度上（in part）加剧了不确定性，但经济活动仍在稳健扩张（solid pace），生产率增长与资本投资表现强劲（strong）。就业增长与劳动力规模扩张保持同步，失业率基本持平。通胀水平相对于委员会 2% 的目标仍处于高位，部分原因是供给冲击推高了包括能源在内的部分行业价格。委员会将实现物价稳定。委员会重申维持银行体系充足准备金的政策。本次会议 19 位委员均未支持紧缩政策。此外，SEP 下调年内经济增长至 2%（前值 2.2%）和失业率 4.3%（前值 4.4%），上调通胀至 3.6%（前值 2.7%）。

沃什带来新的美联储风格，更关注通胀和缩表。通胀方面，沃什表示在重新确立实现 2% 目标的能力与承诺前，不审议 2% 目标本身。但当前通胀高于 2% 目标已超过 5 年，物价高企是美国民众的切实负担。理念上，他指出美联储在年初的报告中承认了通胀主要由货币政策决定，他个人认为通胀是一种选择。美联储无法直接影响石油、鸡蛋等特定商品价格，其职责是确保价格变动不会在经济中扩散，不引发二阶、三阶连锁

效应。他不认为“通胀与就业二选一”是两难选择，认为强劲增长、低物价、充分就业可以相互兼容。经济应拥抱而非畏惧生产率驱动的强劲增长，而非视为通胀风险。

政策利率方面，沃什认为当前政策利率的限制性作用不均衡（uneven）。政策利率对房地产领域有一定紧缩效果，但难言对金融市场有似效果。他认为这种不均衡性可能源于货币政策传导机制（利率工具和资产负债表工具）的差异，资产负债表专项工作组将深入研究该问题。

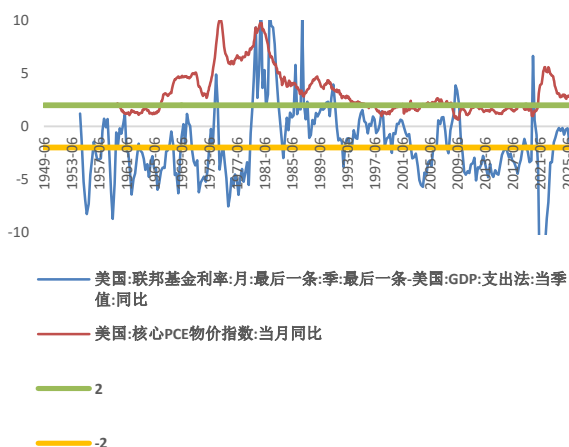
数据方面，他认为美联储的数据理念需要更新，转向实时数据：“我们关注当下正在发生的事，而非历史的回声”，而不是简单的关注核心还是非核心数据。沟通方式方面，取消前瞻性指引。他认为政策的实际效果比口头表述更重要，关注实际发生的情况而非声明内容。他希望在有前瞻指引的背景下，市场基于数据的好坏反应，而不是根据美联储对数据的态度进行反应。金融市场价格是央行最重要的信息来源，避免市场只反馈央行表态形成信息闭环。

不加息是基准情景。沃什更关注通胀，整体鹰中略带鸽派。控制通胀是为了更好的经济增长。我们认为除非能源通胀出现扩散现象（当前并没有），美联储不会选择加息。随着美伊进入实质性谈判，60天内对伊朗石油全面解禁，六周以后得通胀数据大概率有所回落，我们认为短期内维持当前利率是合理的选择，即基准情景仍是不加息。其对通胀的重视，包括特朗普随后对不介意加息的声明，均会让市场产生类似加息效果。

三季度末至四季度缩表可能进入视野。沃什表现出对缩表倾向。这不仅体现在对当前政策利率的限制性是不均衡的观点以及成立资产负债表专项工作组，在美联储操作描述部分增加了“适当”一词。沃什设置的五大工作组部分工作在秋季将会有所成果，所有研究年末均需要完成。缩表政策落地节点大概率在秋季末至年尾。

沃什首次亮相显现出的风格是平稳过渡，但坚定改进。随着前瞻指引的取消，市场或将如沃什所希望那样，更加关注数据本身而不是美联储展现的态度。当前经济衰退概率较小，我们认为即使有利率的微调对经济也不会产生决定性影响。

图62：政策利率宽松程度（%）



资料来源：i

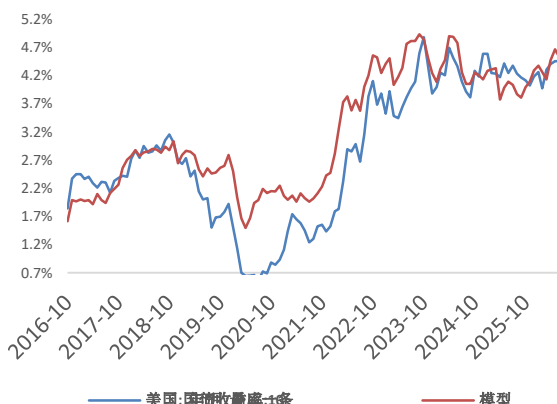
图63：美联储资产/GDP



4. 资本市场：流动性决定资本市场

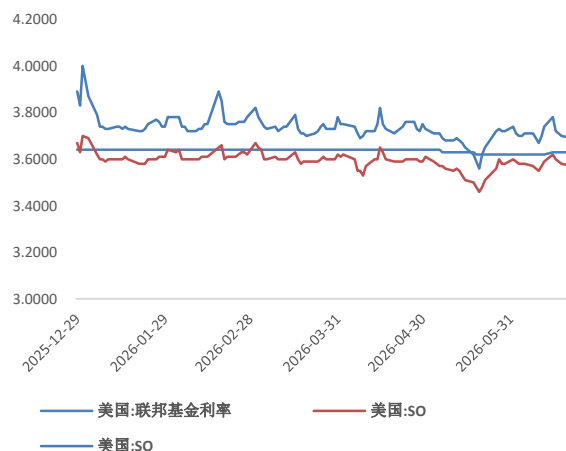
维持美国十年期国债利率上限 4.6~4.7%。美联储偏鹰的态度有助于抑制中长期通胀预期。根据我们的模型，在当前通胀水平下，美十债上限维持在 4.6~4.7%。这一上限隐含的假设为 1 年内加息 1 次且不发生经济衰退。之前美十债利率升至 4.7%附近完全与当时的通胀预期和经济状态匹配。若美伊谈判有效落地，则美十债上限可下移至 4.5%。

图64：美十债利率模型（%）



资料来源：i

图65：美国短期流动性平稳（%）



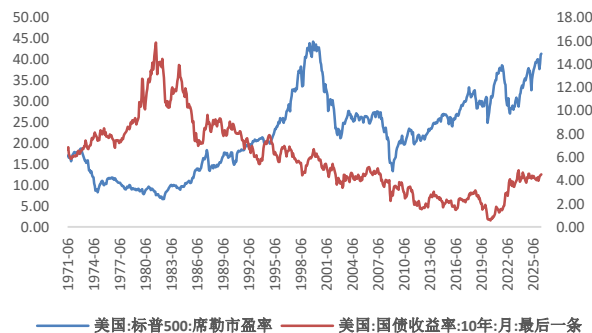
因为美联储有所转向偏鹰态度，缩表在下半年大概率进入视野，经济衰退概率不大，美股中短期从中性略偏积极转向中性。标普 500 指数席勒 PE 逼近 2000 年高点，美十债利率距离 2000 年附近尚有 100 多基点的距离。当前标普 500 偏离长期趋势 50.5%，历次长期趋势的泡沫湮灭均与货币政策收紧有关。建议谨慎维持长期仓位，密切关注资金流动性。

图66：标普 500 长期趋势



资料来源：i

图67：标普 500 席勒市盈率(%)



美元指数走强，黄金暂停长期涨势。黄金的长期趋势往往和美联储货币政策长期宽松程度有关，鉴于缩表在年内大概率落地，年内降息预期消失，美联储整体偏鹰，美元走势走强，黄金或暂停长期涨势。

风险提示：通胀超预期，美股回调。

相关报告汇总

报告类型	标题	日期
宏观普通报告	关注通胀，沃什鹰中略带鸽派—6月美国	
宏观普通报告	能源通胀仍未扩散—美国5月CPI数据点评	2026-06-14
宏观普通报告	原油引发的通胀外溢性尚未显现—美国4月CPI数据点评	2026-05-14
宏观普通报告	政策持续稳定，注重内生动力—4月政治局会议点评	2026-04-30
宏观普通报告	通胀风险下降—美伊停火点评	2026-04-09
宏观普通报告	非农就业表明降息必要性仍存—2月美国非农数据点评	2026-03-10
宏观深度报告	合理的经济增速目标，提升对经济质的要求—2026年政府工作报告点评	2026-03-05
宏观普通报告	资源品价格脉冲效应，美债恢复避险功能—美伊冲突点评	2026-03-02
宏观普通报告	商品通胀减缓，年内仍存降息空间—美国1月CPI数据点评	2026-02-27
宏观普通报告	非农略有好转，可延后但不足以阻止降息—1月美国非农数据点评	2026-02-27

资料来源：东兴证券研究所

分析师简介

康明怡

经济学博士。分别就读于武汉大学、清华大学和明尼苏达大学，博士期间曾在明尼苏达大学、美联储明尼阿波利斯分行从事多年教学和访问工作。2010 年开始执教于复旦大学经济学院 985 平台，上海浦江人才计划项目。2017 年加入东兴证券研究所。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及报告作者在自身所知情的范围内，与本报告所评价或推荐的证券或投资标的的存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和法律责任。

行业评级体系

公司投资评级（A股市场基准为沪深300指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普500指数）：
以报告日后的6个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率15%以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率5%~15%之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5%之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率5%以上。

行业投资评级（A股市场基准为沪深300指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普500指数）：
以报告日后的6个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5%之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率5%以上。

东兴证券研究所

北京	上海	深圳
西城区金融大街5号新盛大厦B座16层	虹口区杨树浦路248号瑞丰国际大厦23层	福田区益田路6009号新世界中心46
邮编：100033	邮编：200082	邮编：518038
电话：010-66554070	电话：021-25102800	电话：0755-83239601
传真：010-66554008	传真：021-25102881	传真：0755-23824526