

旧序余寒，新质去伪存真

---2026 年下半年海外宏观经济及大类资产展望

戴璐

投资咨询从业资格号：Z0021475

dailu@gtjt.com

报告导读：

展望 2026H2，我们认为美国经济增速总量维持韧性，实际 GDP 年同比在 2.1% 附近。**通胀趋势看**，关注两个逻辑：1) CPI 同比高点出现在 6 月，而后边际回落；2) 下半年通胀中枢仍旧偏高，关注是否向核心通胀传导。我们对于通胀中长期偏乐观。**货币政策方面**，我们认为美联储仍将按兵不动，且认为市场押注短期持续加息的预期或许过于激进。但从交易策略上看，由于通胀中枢偏高+货币政策“真空期”，2026H2 “鹰派惯性”也难以证伪。

宏观流动性方面，我们认为 2026H2 美国金融条件指数边际有所收紧，分项中我们将基准利率从“中性宽松”调整为“中性偏紧”，将信用利差从“宽松”调整为“中性宽松”，将股票市场从“中性宽松”调整为“中性”，将美元指数从“中性宽松”调整为“中性”。**经济结构方面**，私人固定投资成为经济动能重要推动，AI 资本开支定义本轮投资周期；就业市场供需两弱，不同数据组有分化，不构成加息条件；消费动能持稳，但总量韧性下难掩能源成本对消费的挤出效应。**中期选举方面**，政治噪音不改变基本面主逻辑，但可把握节奏统计规律。

资产端，我们认为两个逻辑点将显著影响 H2 **美债市场**：1) 美债期限溢价可能居高不下，2) 货币政策看通胀趋势？还是看通胀绝对水平。从策略上看，我们认为 10Y 美债收益率处于 3.95-4.65% 区间震荡行情中，倾向于震荡回落（锚定长期通胀预期）。关注 SFR 2026 12 月合约-SFR 2027 6 月合约价差走平交易机会和曲线先平后陡机会。我们对美元短期波动区上方目标进一步提升值 101 已经兑现，震荡区间锚定在 97.8-102.8，节奏倾向于冲高回落。

目录

1. 2026 年上半年海外宏观经济和市场主线逻辑梳理	3
1.1 中东地缘扰动吸引短期注意力，但“K 型分化”下的总量稳定和产业趋势仍是主线逻辑	3
1.1.1 上半年海外经济基本面概述：当周期复苏期待下突遇地缘扰动	3
1.1.2 “地缘-油价-宏观”的分析方法论：“炼厂的原油”和“宏观的原油”	5
1.2 冷暖殊途：上半年全球大类资产表现回顾	8
1.2.1 权益市场：以 AI 产业逻辑和盈利驱动渡过宏观逆风	8
1.2.2 美债市场：从通胀预期主导转为对货币政策框架的定性	12
1.2.3 外汇市场：避险范式的变化，金融属性让位于实需属性，利差逻辑让位于产业链韧性	14
2. 旧序余寒，新质去伪存真——2026 年下半年海外宏观经济展望	18
2.1 地缘现状：海峡有限开启，各方暂停诉求易得，核心分歧难解	19
2.2 通胀趋势：高点已现，通胀趋势温和回落，尚未有明显扩散传导	22
2.3 货币政策：打破了旧框架，但尚未建立新框架，H2 货币政策预期随数据波动加大	26
2.4 宏观流动性：从边际宽松逐渐转为收紧	30
2.5 经济结构：私人固定投资成为边际拉动，“K 型分化”显著，就业消费持稳	36
2.5.1 私人固定投资：经济动能重要推动，AI 资本开支定义本轮投资周期	36
2.5.2 就业市场：供需两弱，不同数据组有分化，不构成加息条件	38
2.5.3 需求动能：总量韧性下难掩能源成本对消费的挤出效应	40
2.6 中期选举：政治噪音不改变基本面主逻辑，但可把握节奏统计规律	44
3. FICC 观点：联储是否主动紧缩？权益市场风偏是否稳定？	45
3.1 美债：等待货币政策框架“真空期”清晰化	45
3.2 美元：区间震荡，观察联储主动紧缩是否兑现及全球权益市场风偏影响	47

1. 2026 年上半年海外宏观经济和市场主线逻辑梳理

1.1 中东地缘扰动吸引短期注意力，但“K 型分化”下的总量稳定和产业趋势仍是主线逻辑

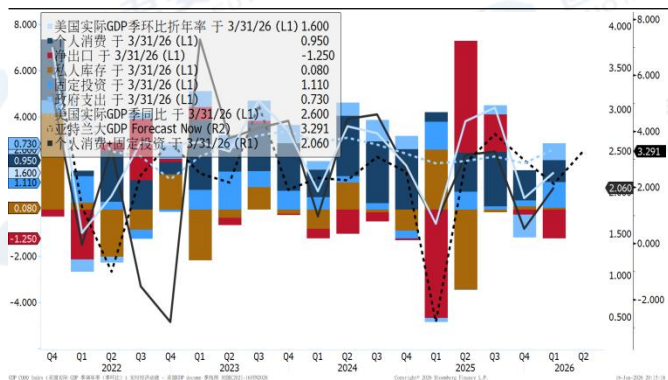
回顾上半年，全球宏观经济和大类资产节奏被突如其来的中东地缘局势扰动，供给端约束、成本通胀和潜在紧缩预期成为短期市场关注的焦点。但是，在 Q2 的地缘扰动之外，我们依旧能看到总量经济动能和产业趋势的稳定性和持续性：1) 全球主要经济体总量基本面呈现相对韧性，但“K 型分化”特性仍在加剧。2) 以 AI 为代表的产业趋势仍在延续，尽管市场提升了对该板块投资/收入平衡和业绩验证的要求，导致 AI 板块内部亦显著分化、缩圈，但总体看产业趋势并未逆转，此逻辑较宏观经济和地缘问题，反而更是大类资产的“定调逻辑”。

1.1.1 上半年海外经济基本面概述：当周期复苏期待下突遇地缘扰动

站在今年年初看，全球经济正从 2025 年关税政策剧变中平复，伴随着金融条件指数作为领先指标保持扩张，同步周期和滞后周期指标亦先后有企稳改善并扩张态势。同时叠加 AI 产业资本开支周期，开局宏观顺风 and 行业景气度并行。

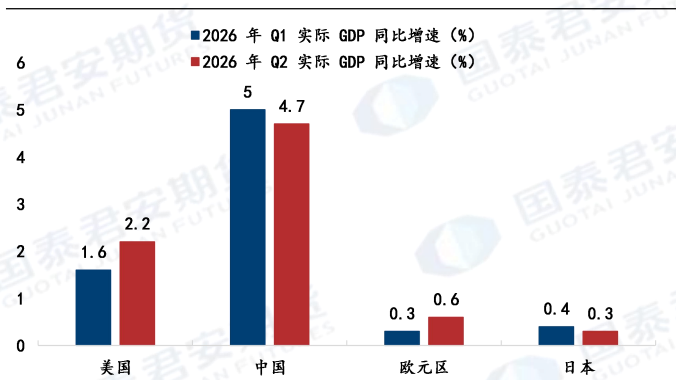
从经济增速看，2026H1 稳定是底色。美国 2026Q1 实际 GDP 季环比折年率录 1.6%，实际 GDP 同比增速 2.6%，较 2025Q4 反弹。其中固定投资项大幅反弹成为分项中重要贡献。通过参考实时 GDP 季环比折年率，显示当前美国经济动能在地缘-油价冲击后仍旧稳定，Q2 季环比折年率录 2.5-2.7%，较 Q1 仍有扩张。非美经济体中，欧元区 2026Q1 实际 GDP 同比增速 0.3%，2026Q2 增速 0.6%；日本 2026Q1 实际 GDP 同比增速 0.4%，2026Q2 增速 0.3%；中国 2026Q1 实际 GDP 同比增速 5.0%，26Q2 增速 4.7%。

图 1：美国 GDP 总量及分项增速，固定投资分项成为关键贡献



资料来源：Bloomberg，国泰君安期货研究

图 2：2026H1 主要经济体实际 GDP 同比增长对比

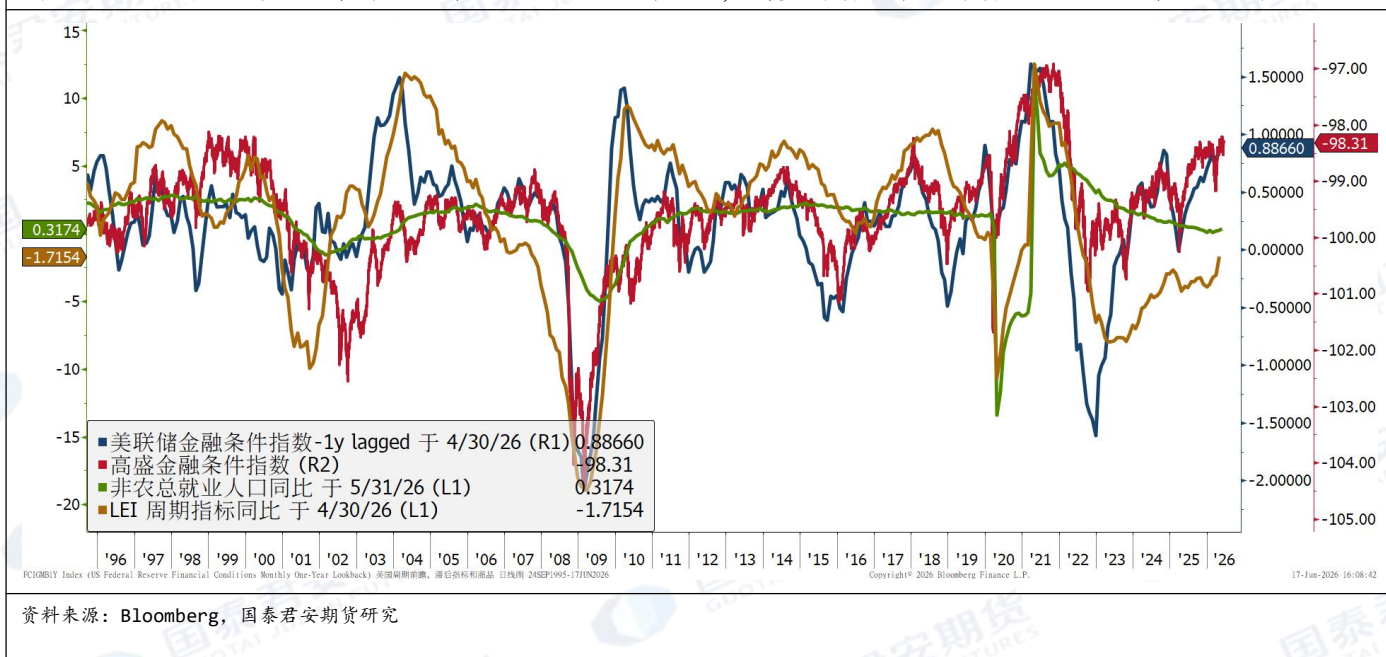


资料来源：Bloomberg，国泰君安期货研究

图 3：实时 GDP 季环比折年率显示当前美国经济动能在地缘-油价冲击后仍旧稳定，Q2 季环比折年率录 2.5-2.7%



图 4: 2026H1 伴随着金融条件指数作为领先指标保持扩张, 同步周期和滞后周期指标亦先后有企稳改善



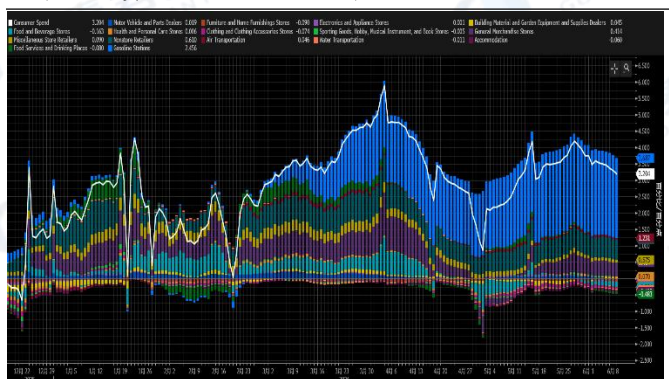
从结构上看,“K 型分化”是全球性主题。消费端,总量韧性难以掩盖能源成本占比上升,能源成本占比个人消费支出比例急剧放大,当前支出韧性有一定“价格幻觉”,除去能源成本之外的消费支出显著回落。但拆分结构看,美伊战争后能源成本占据个人消费支出占比急剧放大,能源占个人消费支出贡献已然过半,同时消费者信心指数创历史极值位置。生产端,美国 PMI 分项看,新订单处于景气地位,订单/库存比仍处于相对高位。投资结构显著分化,三年增长来看 AI 产业链如信息处理设备 (52%)、软件 (30%) 等远远超过传统板块如基础结构类 (-3%)。

图 5：日频消费者支出同比（28 日平均）在战后高油价环境中维持稳定



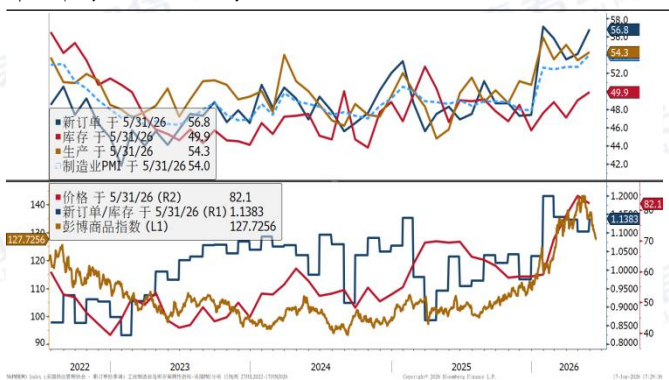
资料来源：Bloomberg，国泰君安期货研究

图 6：能源成本占据个人消费支出占比急剧放大，能源占个人消费支出贡献已然过半



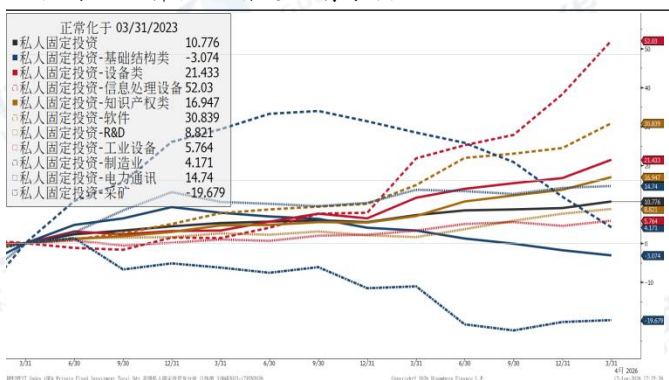
资料来源：Bloomberg，国泰君安期货研究

图 7：从 PMI 分项指标看，新订单生产端相对较强，订单/库存比仍旧较高



资料来源：Bloomberg，国泰君安期货研究

图 8：从三年增长维度看，投资分化仍在加剧，科技板块和传统经济板块增速泾渭分明



资料来源：Bloomberg，国泰君安期货研究

1.1.2 “地缘-油价-宏观”的分析方法论：“炼厂的原油”和“宏观的原油”

美伊战争无疑是上半年重要的宏观扰动，“中东地缘局势（战争局势变化、和谈消息反复）——海峡通胀状况（现实端供给约束）——油价与通胀预期变化——宏观流动性预期”这一逻辑链条构成二月底开战后至今，看待大类资产最重要的分析路径之一，原油是地缘局势的资产价格“代理人”，故而大致形成原油与广泛风险资产的负相关性。

从节奏上看，全球大类资产对美伊战争的计价也经历了“反应迟滞 → 集中计价 → 情绪钝化”三个阶段。从战争初期，市场对其烈度对标“12 日战争”，尚未计价海峡持续封锁，权益市场和债券市场并未对上行的油价做出过分反应；随后海峡封锁现实变得难以忽视、持续时间不断拉长，市场进入股债双杀、波动率大幅抬升的阶段；而后，美伊双方进入停火及和谈阶段，现实端海峡通航并未有效缓解，事实上我们曾长期处于维持谈判但现实未改善的“情绪区间”中，在此环境下，远端原油价格预期稳定，通胀预期随之亦稳定，更广泛的风险资产开始对地缘和油价脱敏，相关性下降。

其中权益（尤其是 AI 硬件板块）、有色金属与油价的 20 日滚动负相关性低点先于黄金、美长债 ETF 出现，这体现了中观层面若具备较强的产业逻辑和供需逻辑，则对油价冲击风险的抵御能力要强于纯粹金融逻辑资产。

在美伊战争期间，我们也构建了对“地缘-油价-宏观”的分析方法论，我们称之为“炼厂的原油”和“宏观的

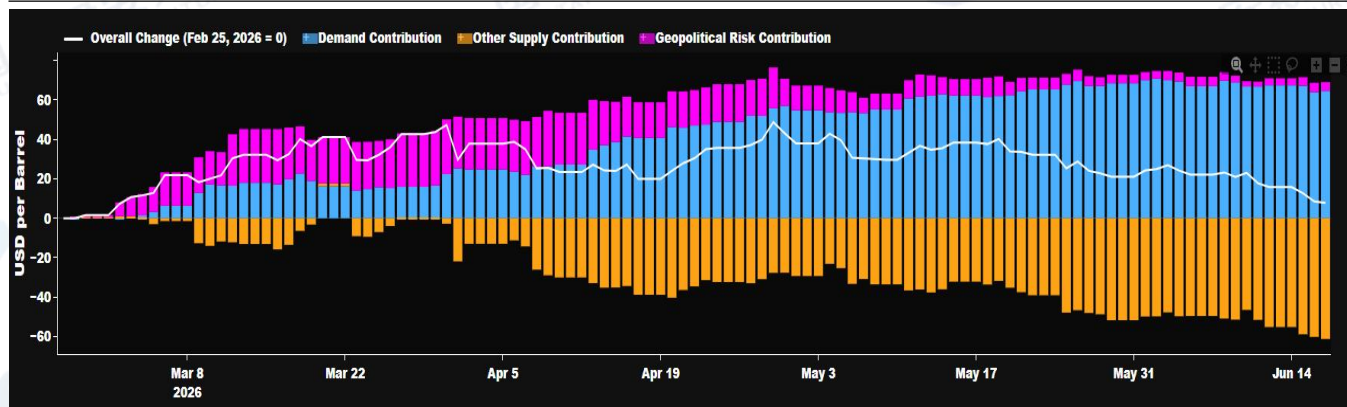
原油”。我们的核心观点是，宏观层面我们关心远端油价预期的稳定，淡化现货和近端合约的不确定性。

“炼厂的原油”——现货原油价格和近月原油合约代表的市场对于地缘局势的反复博弈、海峡未有实质性通航的现实约束、通航后共振性补库行为对油价的影响等——在当前处于高位区间震荡，市场共识并不明朗，风险犹存。“宏观的原油”——远月原油期货价格代表的是原油市场在中长期消化近期供需扰动的能力（Q2-Q3 地缘冲击+补库）——已经早于现货和近端油价及地缘局势本身率先稳定。而宏观层面的通胀预期锚定远端原油价格为主。

“炼厂的原油”和“宏观的原油”——从逻辑上看，中东地缘对于宏观经济的传导体现在油价-通胀冲击-金融市场链条之中。正如当前地缘呈现“现实未有实质改变，但市场情绪逐步脱敏”，油价对应呈现“纸货合约从高点回落，但实物现货价格仍旧居高不下”的特征，宏观层面的情绪企稳本质上并不要求地缘局势彻底明朗化，只需远月期货价格稳定，即可使得对应久期通胀预期相对稳定，从而相对安抚住债券波动率，进而使得对更广泛的股债市场冲击持续缓和。

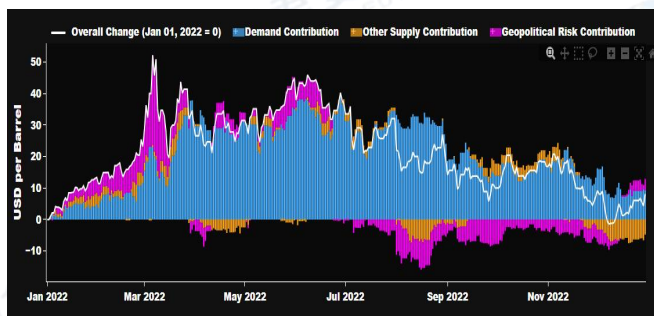
三月中下旬，我们在报告和路演中强调我们对于权益资产、有色金属的观点从看空转为看多，正是遵循这一方法论（图）——布油 2612 合约相对于近月（和地缘局势本身）率先稳定，作为久期最短且敏感的通胀预期（1y 通胀预期）跟随企稳，则我们认为地缘对股债外溢影响有限，尤其看到标普离散指数领先指数本身触底反弹，代表市场 Alpha 效应再度变得有效，意味具备强产业逻辑和中观逻辑的资产开始率先对宏观影响脱敏。

图 9：以 2 月 25 日为起点，原油价格贡献因素拆分显示当前油价中地缘溢价为 4 美元，峰值时期为 28 美元附近



资料来源：Bloomberg，国泰君安期货研究

图 10：以 2022 年年初为起点，峰值阶段油价中地缘溢价为 28-30 美元



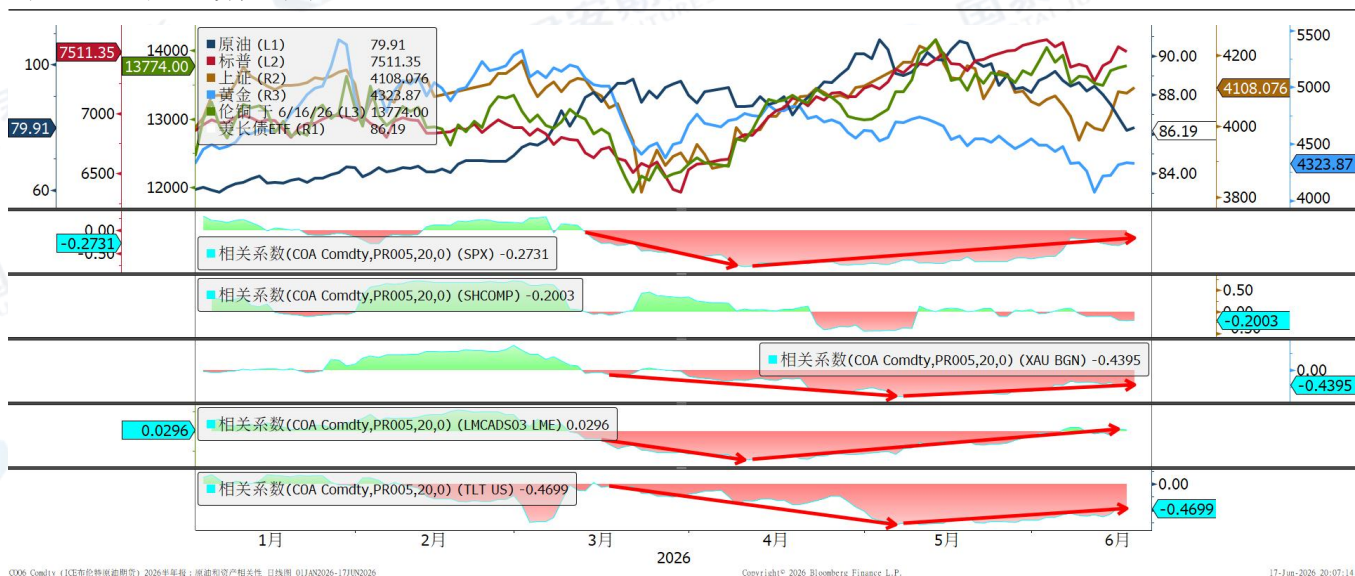
资料来源：Bloomberg，国泰君安期货研究

表 1：通过对各大类资产小级别交易时段相关性拆分，对资产驱动分为货币、需求、供给和风险情绪四大象限

	货币政策冲击	经济需求冲击	经济供给冲击	风险情绪冲击
10 年期收益率	+	+	+	-
标普 500	-	+	-	-
通胀互换	-	+	+	
美元指数	+	+		+

资料来源：国泰君安期货研究

图 11：主要大类资产与原油相关性（20 天滚动）对比



资料来源：Bloomberg，国泰君安期货研究

图 12：现货价格和近月原油价格上涨中，只要远月期货价格稳定即可相对安抚住通胀预期和债券波动率



资料来源：Bloomberg，国泰君安期货研究

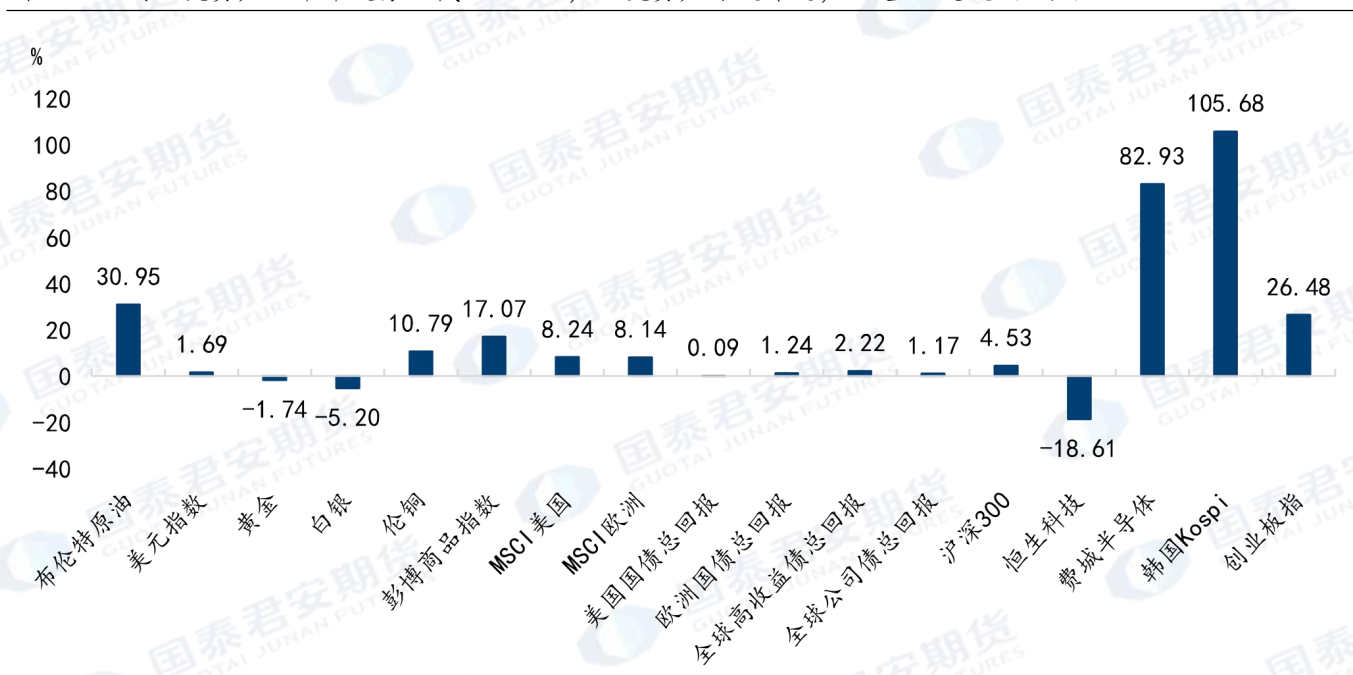
图 13：布油 2612 合约相对于近月率先稳定，1y 通胀预期跟随企稳，标普离散指数领先指数本身触底反弹



资料来源：Bloomberg，国泰君安期货研究

1.2 冷暖殊途：上半年全球大类资产表现回顾

图 14：主要大类资产上半年走势（截止 6.17），大类资产冷暖殊途，AI 基础建设+能源领涨



资料来源：Bloomberg，国泰君安期货研究

1.2.1 权益市场：以 AI 产业逻辑和盈利驱动渡过宏观逆风

去年 12 月，我们在年报《境外权益（港美股）2026 年度策略展望》中三大核心预判基本得到验证，也构成 2026H1 权益市场表现画像基本特征：

一是估值扩张空间有限，盈利扩张成为主导，一方面从指数层面自下而上看，盈利趋势相对夯实，这是权益市场上半年表现的基础；另一方面看 AI 基建板块本身具备高增长属性，可抵御宏观和地缘波动。

二是“AI VS 非 AI”资产的 K 型分化延续，坚守科技主线而非寻求低位轮动，上半年源自供给通胀的扰动延缓了主要经济体顺周期修复节奏，科技和传统板块现实业绩客观上仍旧差距巨大，在多因子表现上则体现为动量因子持续领先，强者恒强。

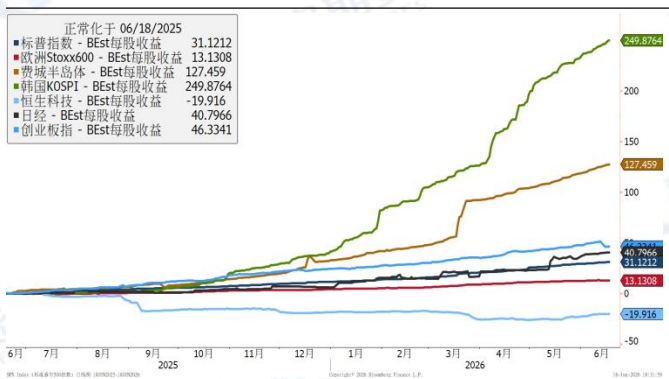
三是 AI 科技板块内部 K 型分化延续，AI 产业叙事从“军备竞赛”更多转向“考核投资回报率”，Capex 端相对收入端更为确定，承接 Capex 支出的板块（AI 基建）市场享受更明显的确定性溢价，AI 标的在产业逻辑演进和宏观不确定背景下在板块内部不断缩圈，AI 板块从 Beta 行情转为 Alpha 行情。

图 15：全球主要指数 BEst EPS Forward 12M 趋势在 2026 年加速增长，成为指数上行的重要驱动



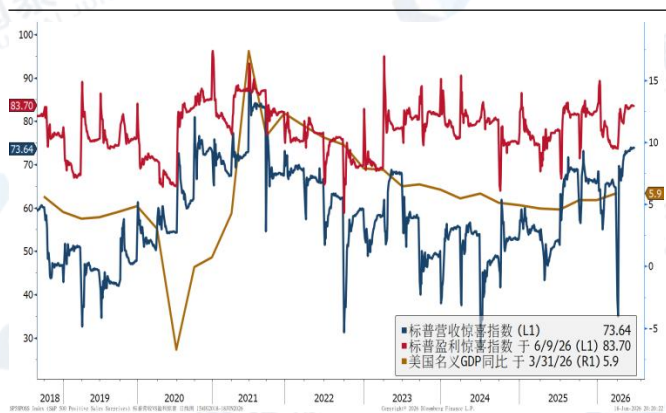
资料来源：Bloomberg，国泰君安期货研究

图 16：年同比看，BEst Forward 12M 增速亦较为强劲，当然 AI 硬件板块遥遥领先



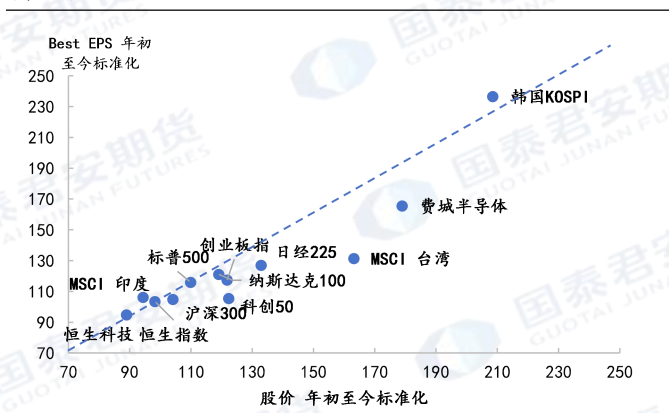
资料来源：Bloomberg，国泰君安期货研究

图 17：指数层面看，营收和盈利惊喜指数也处在偏强位置



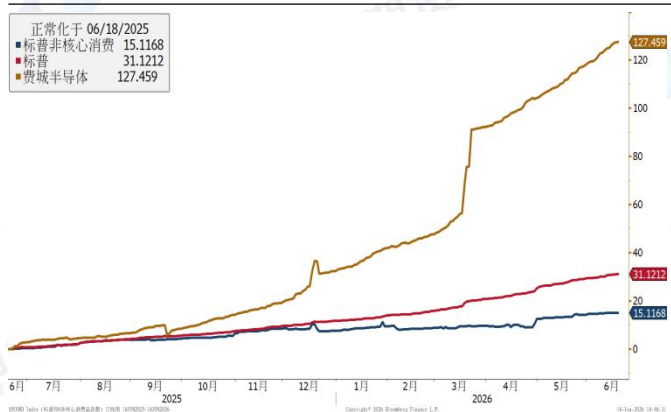
资料来源：Bloomberg，国泰君安期货研究

图 18：年初至今，盈利扩张而非估值扩张主导全球股指的涨幅



资料来源：Bloomberg，国泰君安期货研究

图 19：标普消费、标普指数和费城半导体 BEst EPS 同比增速差距较大



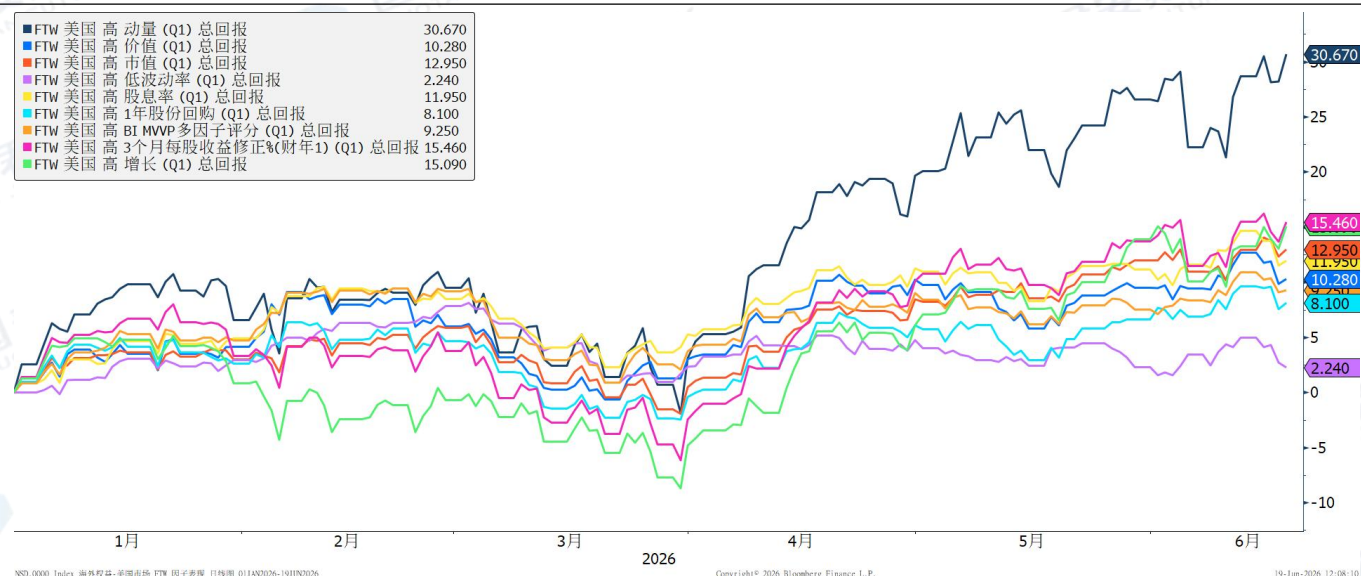
资料来源：Bloomberg，国泰君安期货研究

图 20：但从估值上看，费城半导体较消费板块、标普指数估值差距并不极端



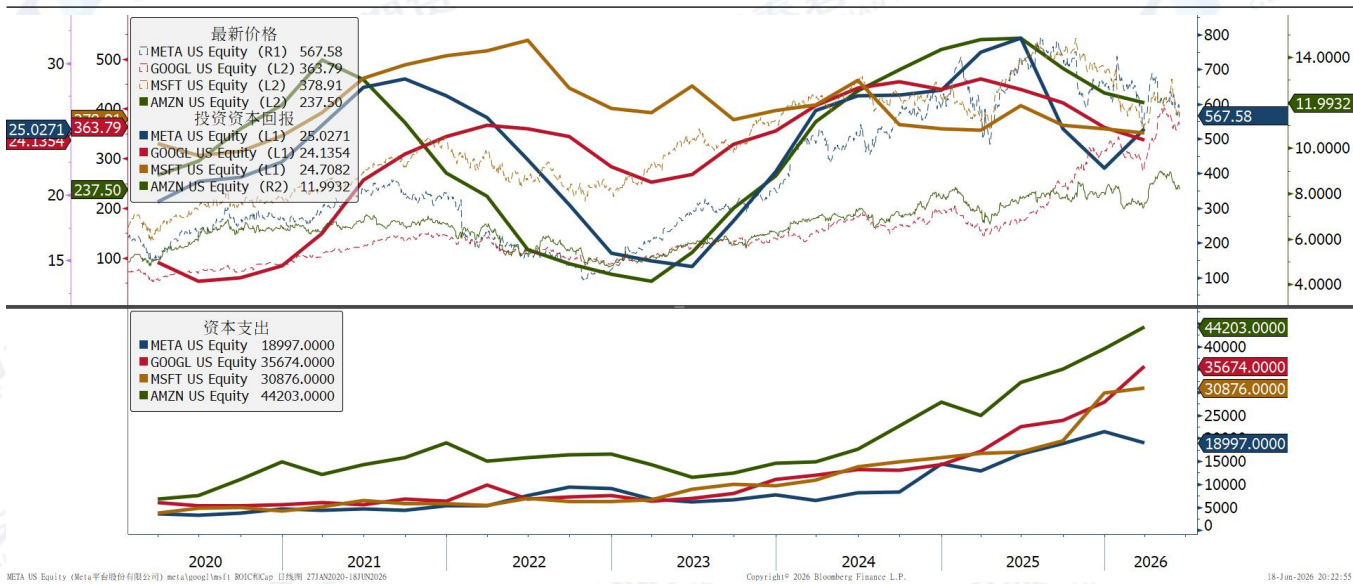
资料来源：Bloomberg，国泰君安期货研究

21：今年至今，美股动量因子表现显著领先于其他因子，呈现出强者恒强特征



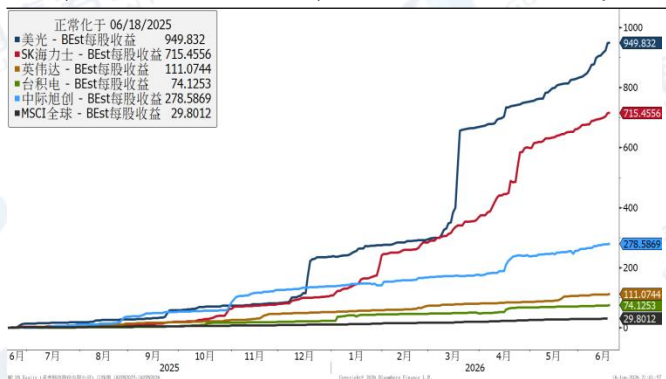
资料来源：Bloomberg，国泰君安期货研究

图 22: Hyperscaler 作为 AI 产业最重要投资方, 其投资回报收益率仍趋势性回落, 但确定性在于其 CAPEX 仍在攀升, 承接该 CAPEX 的硬件板块成为 AI 产业链业绩兑现确定较高的板块



资料来源: Bloomberg, 国泰君安期货研究

图 23: 代表 AI 硬件和半导体链的头部公司 EPS 年增速高增, 远远高于宽基指数, 提供了显著的业绩 alpha



资料来源: Bloomberg, 国泰君安期货研究

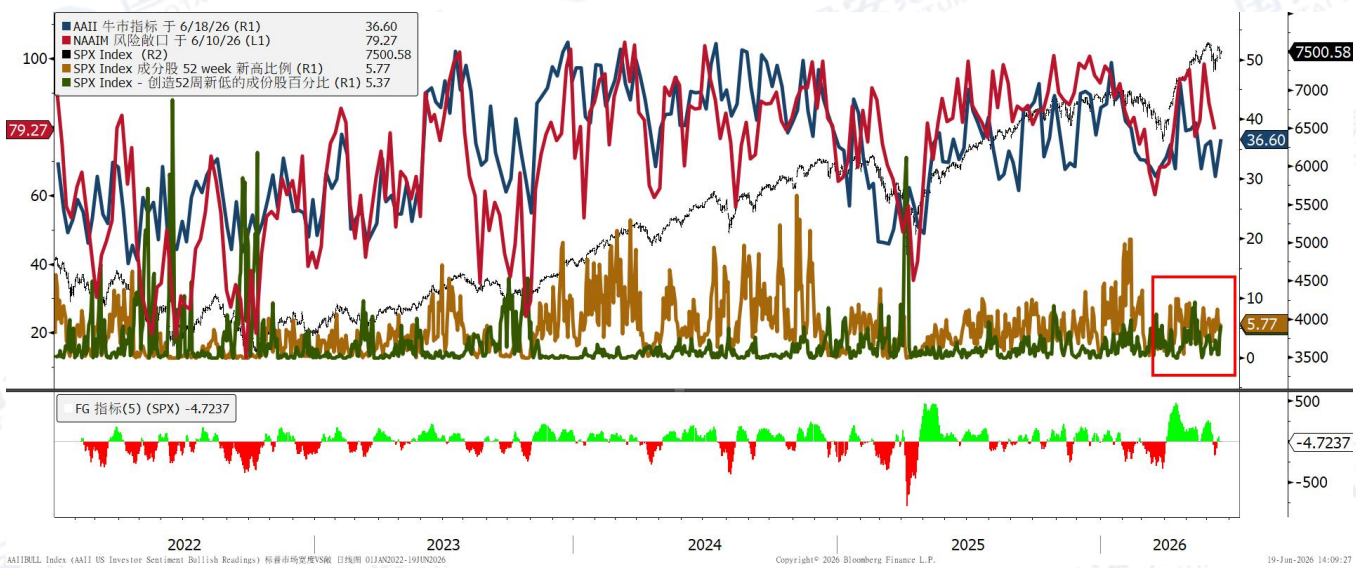
图 24: 而代表投资方和运用端的 Hyperscaler EPS 年增速和全球指数基本一致, 尚无显著业绩 alpha



资料来源: Bloomberg, 国泰君安期货研究

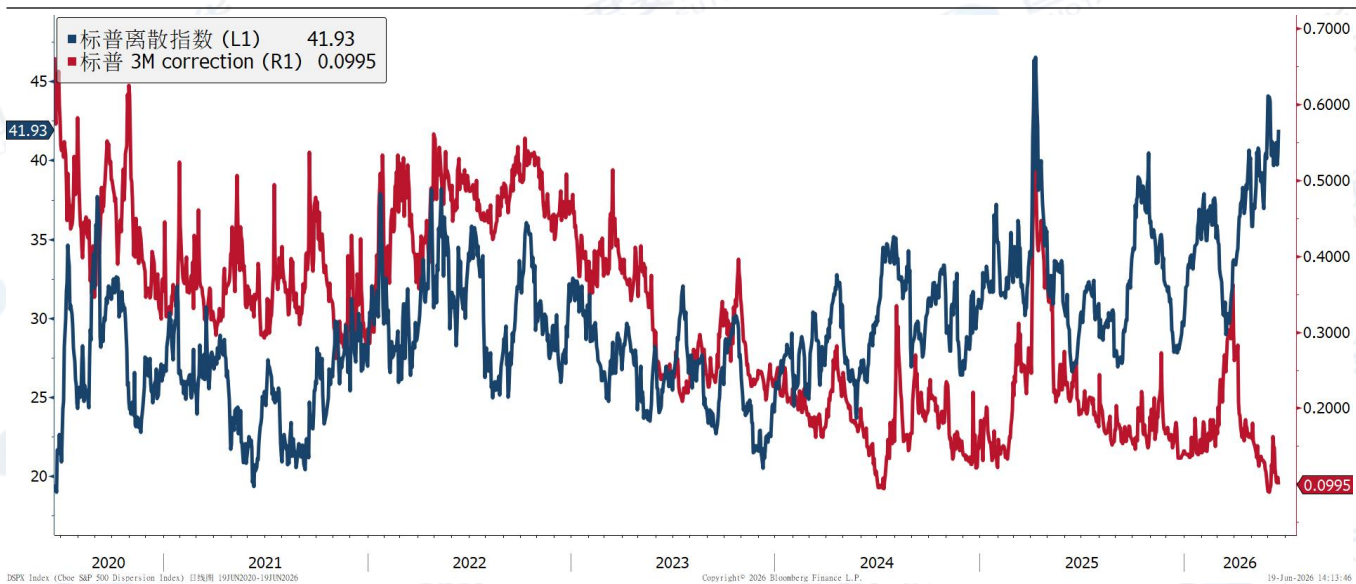
在产业逻辑主导和盈利驱动为主的市场环境中, 一些风险点也正在慢慢聚集。从基本面上看, 是 AI 产业逻辑在 CAPEX 持续高增背景下, 收入端和融资端的稳定性将在每一期财报季中被市场审视。从结构上看, 是微观流动性风险和市场宽度不佳、拥挤度较高的风险, 当前标普指数离散指数处于高位, 而指数内相关性 (3M) 则位于历史低位。

图 25：本轮指数上涨中市场宽度指标较过去几轮牛市中偏弱



资料来源：Bloomberg，国泰君安期货研究

图 26：市场结构指标中，标普离散指数处于高位，而指数内相关性指标处于历史低位



资料来源：Bloomberg，国泰君安期货研究

1.2.2 美债市场：从通胀预期主导转为对货币政策框架的定性

2026H1 的美债市场无疑主要受通胀预期驱动为主，而后在地缘局势相对稳定协议后（签署协议前的最后博弈阶段通胀预期率先回落），沃什作为新联储主席，其货币政策框架属于“改变旧框架但新框架尚未明朗”的状态，货币政策预期使得美债收益率尤其是近端收益率仍旧居高不下。

回顾 2026H1 我们对美债的观点：中东地缘爆发后，我们基于通胀上行（包括第一阶段油价和第二阶段真实通胀上行）冲击一度看空美债，并认为全曲线收益率上行冲击、债券波动率上行将成为更广泛市场的主要风险。在这期间，油价上行和通胀预期的线性相关性是核心逻辑链，战争开启前段时间通胀预期对油价计价不足，是我们进入美债空头策略和避险策略的窗口期，目前油价下 10y 通胀预期定价较为均衡。

5月中旬，我们首次转变美债观点，在10y美债收益率4.66-4.68%处，看空美债短期建议止盈，转为阶段性看多至4.45%，2y美债收益率回落目标3.97%，背后逻辑正是上文提及的“远端油价稳定传导至近端通胀预期回落”。于此同时，我们关注到交易层面上，5月中旬美国10y国债期权Delta加权未平仓合约量快速反弹，前期极致的空头力量有所缓和，因此我们策略更为确定对美债看空平仓操作。

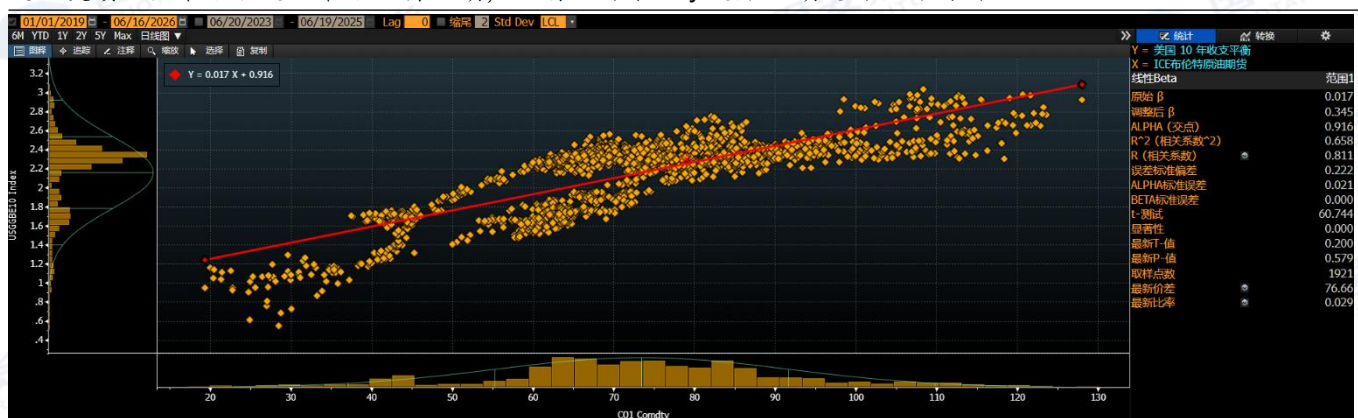
但近期，短期中性货币政策预期成为驱动美债利率尤其是短端利率走高的主要因素。主要因沃什作为新主席上任，美联储货币政策框架和沟通机制或有变化，不仅会议申明和点阵图偏鹰，且在改变旧框架但新框架尚未明朗的情况下，市场只能选择处在“鹰派定调惯性”中。

图 27：2026H1 美债市场首要收到通胀预期影响，期限溢价和经济动能相对稳定，当前受货币政策预期偏紧影响



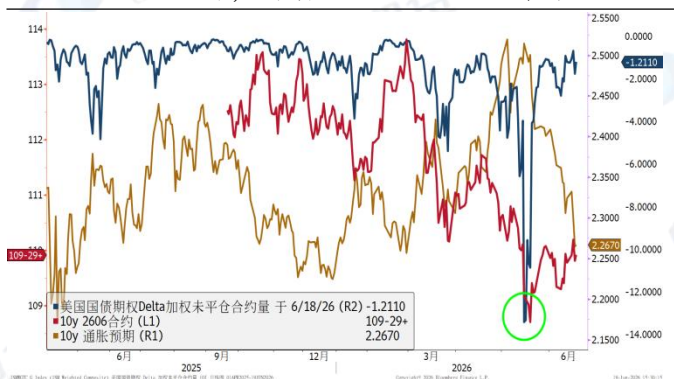
资料来源：Bloomberg，国泰君安期货研究

图 28：油价上行和通胀预期的线性相关性是核心逻辑链，战争开启前段时间通胀预期对油价计价不足，是我们进入美债空头策略和避险策略的窗口期，目前油价下10y通胀预期定价较为均衡



资料来源：Bloomberg，国泰君安期货研究

图 29：5 月中心，美国 10y 国债期权 Delta 加权未平仓合约量快速反弹，前期极致的空头力量有所缓和



资料来源：Bloomberg，国泰君安期货研究

图 30：近期美联储会议声明、委员讲话和点阵图明确指向偏鹰派



资料来源：Bloomberg，国泰君安期货研究

1.2.3 外汇市场：避险范式的变化，金融属性让位于实需属性，利差逻辑让位于产业链韧性

中长期看，美元估值整体相对均衡。G7 汇率中，欧元、英镑相对均衡，日元显著低估。这意味外汇市场尚不具备持续性单边大趋势基础。短期看，正如我们在近期高频策略报告中反复强调，当前美元与“模型美元”（2yusgg+2y US-EU spread）价差进入极低区域，意味着美元指数短期被低估，理论上美元指数具备上行修复估值的动能。若一旦美伊协议推进受阻或美联储货币政策态度转鹰（正是当下的环境），则我们倾向于美元继续反弹，上方目标提升至 101，当下美元指数走势正在兑现观点。

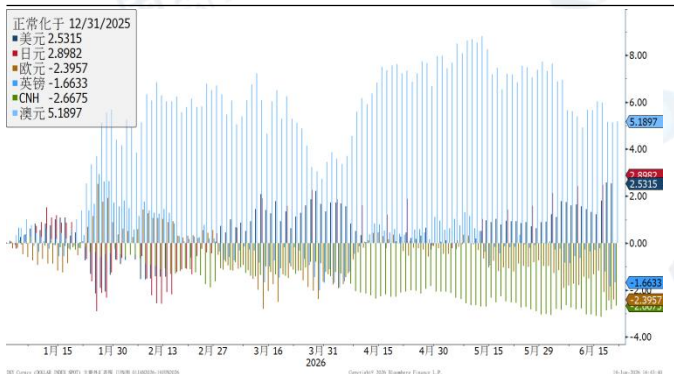
在 2026H1 高油价冲击下，避险汇率的选择出现显著变化，美元整体表现固然偏强，但较 2022 年俄乌冲突时显然力量不足。我们认为几个因素值得注意：

一是全球市场自下而上的风险偏好在上半年地缘动荡环境下仍旧偏强，及非美市场亦表现不俗。以四月中旬为节点，在地缘冲击下美元指数先受风险情绪和货币政策收紧（油价和通胀预期上行）助推，而后风险情绪逐步对美元形成抑制，尽管货币政策仍旧对美元形成支撑，背后因素正是前文所提及全球 AI 产业逻辑和权益基本面趋势为整体风险资产带来支撑，而非美市场不乏以日、韩、台为代表的当前 AI 基建关键组成部分的市场。但若回顾 2022 年，多重因素影响下，全球主要风险资产直至 11 月份才初见企稳迹象。

二是美-非美利差虽有走阔，但整体幅度相较于 2022 年仍属温和、相对稳定，尽管当前我们美联储可能对通胀秉持更为鹰派的态度，但欧央行作为仅考虑通胀的单一目标央行，已然完成升息并早于美联储进入鹰派表态。跟踪主要央行的鹰派打分显示非美央行鹰派趋势更胜于美联储。

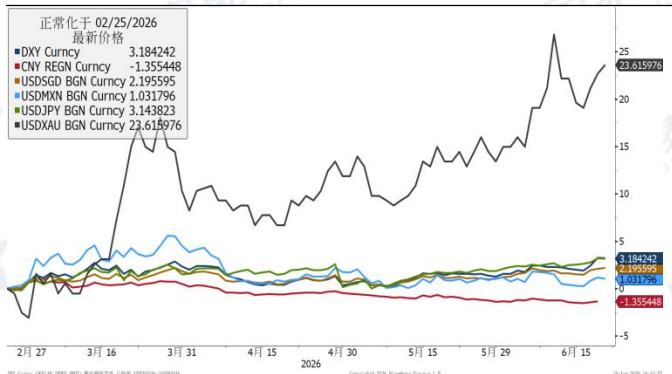
三是区域性避险资产较传统避险资产表现更强，国别中具备产业链韧性、能源安全、外储和经常账户韧性成为外汇上半年抵御风险的关键。其中，人民币、墨西哥比索、新加坡元、瑞士法郎等在地缘冲击下展现出区域性避险货币的特性。

图 31：主要汇率较年初时涨跌幅



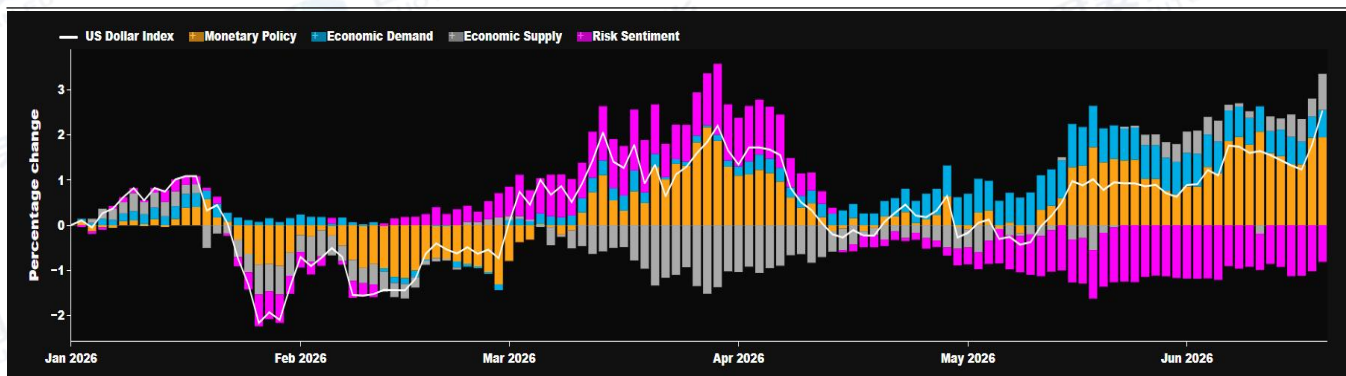
资料来源：Bloomberg，国泰君安期货研究

图 32：区域性避险汇率较传统避险汇率表现更强



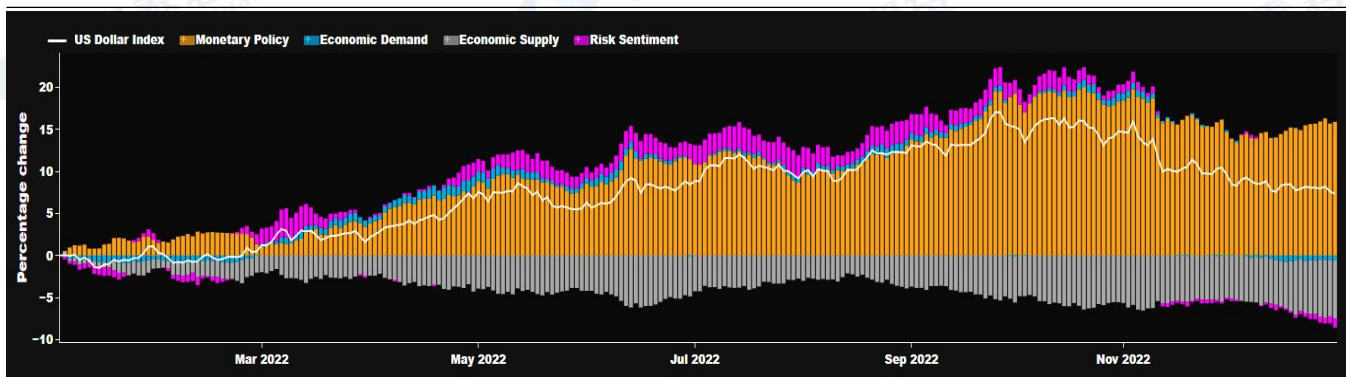
资料来源：Bloomberg，国泰君安期货研究

图 33：今年以来美元指数变化贡献拆分一览，注意风险情绪在4月中旬转为对美元指数形成抑制



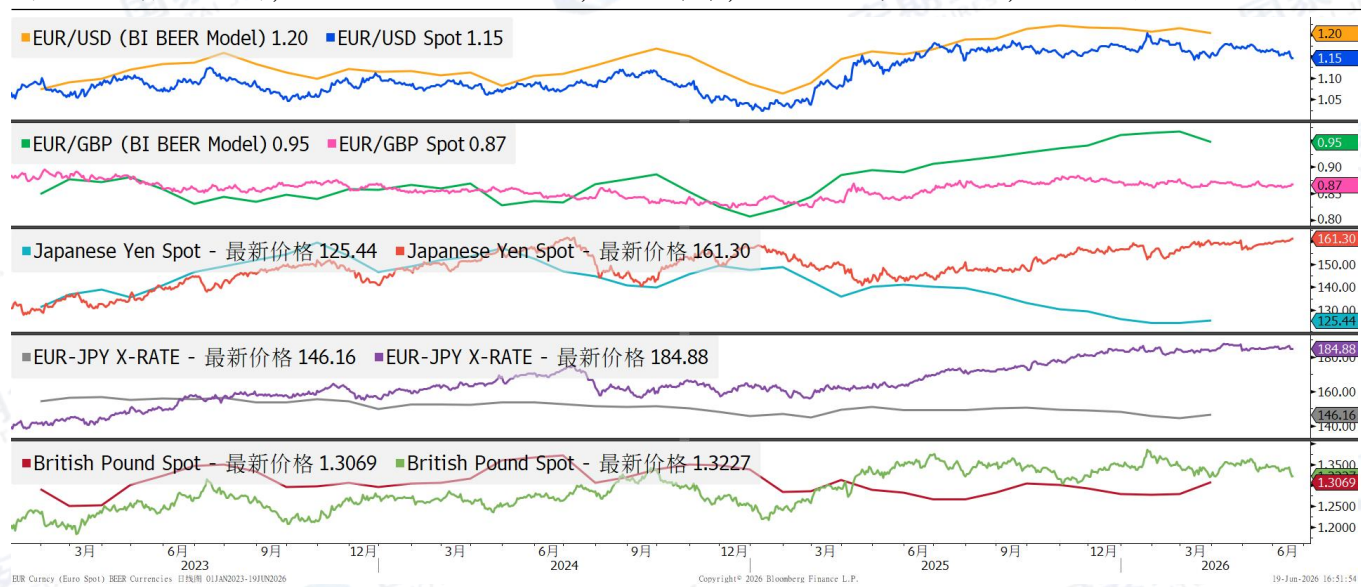
资料来源：Bloomberg，国泰君安期货研究

图 34：2022 年美元指数变化贡献拆分一览，彼时风险情绪持续对美元指数形成上行驱动直至 11 月份



资料来源：Bloomberg，国泰君安期货研究

图 35：长期估值上看，美元估值整体相对均衡，G7 汇率中，欧元、英镑相对均衡，日元显著低估



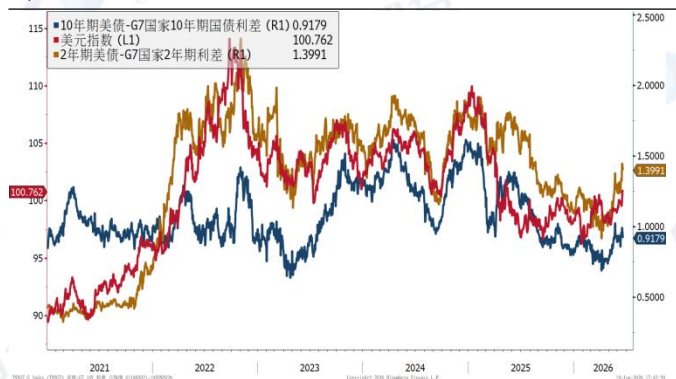
资料来源：Bloomberg，国泰君安期货研究

图 36：短期估值上看，美元偏低估，若无进一步地缘改善，利差估值或推动美元上行修复



资料来源：Bloomberg，国泰君安期货研究

图 37：美-G7 在 2y 和 10y 的利差走阔相对 2022 年尚属温和



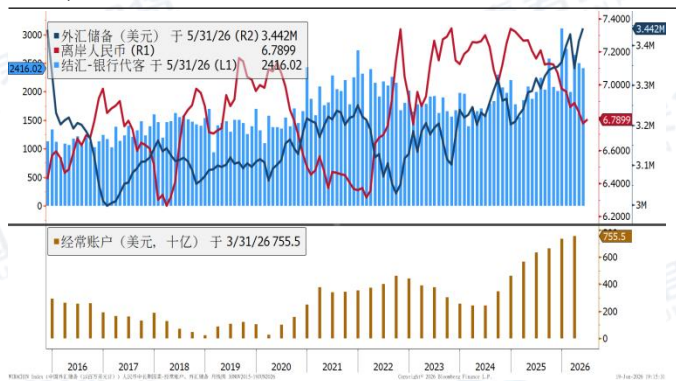
资料来源：Bloomberg，国泰君安期货研究

图 38：尽管存在地缘避险和美联储转鹰的逻辑，但非美央行对待本轮通胀口吻较美联储更早转鹰



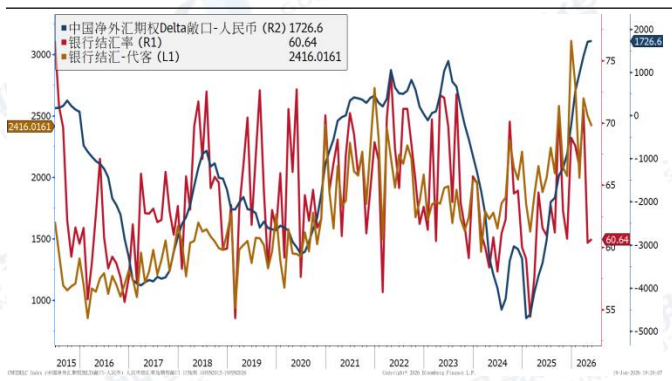
资料来源：Bloomberg，国泰君安期货研究

图 39：在经历对等关税和地缘冲击下，中国出口保持韧性，



资料来源：Bloomberg，国泰君安期货研究

图 40：人民币结汇动能在上半年偏强，对冲敞口偏低



资料来源：Bloomberg，国泰君安期货研究

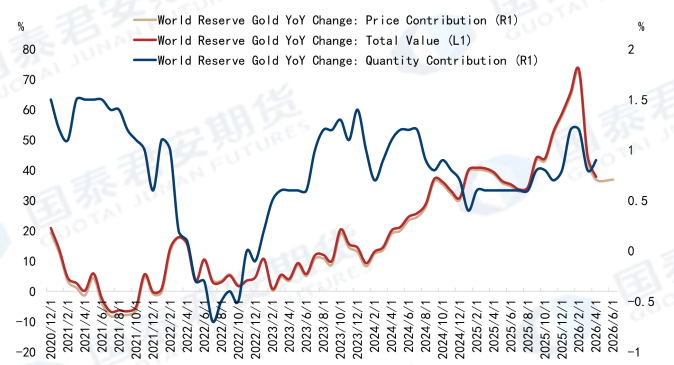
2026H1 贵金属市场持续处于上涨后估值回落、消化杠杆和波动率平复的趋势中。对于黄金，我们在战争开启时明确看空观点，我们首先厘清当下黄金“风险资产”特性而非避险资产，其次我们提出“贵就是原罪”，相对估值高位和波动率高位背景下黄金不具备避险条件。尽管从概念上看黄金本该在此宏观环境下大放异彩，但我们反复提醒：1）当前黄金较 2022 年俄乌冲突时最大的不同就是当前地缘风险发生之时，黄金仍处在暴涨后的高波动率状态，在高波高位环境下进一步上行难度加大，避险效果不佳。2）黄金市场参与者逻辑出现变化，配置型资金、动量杠杆属性资金大幅增加使得黄金呈现与风险资产同向特征。3）且由于缺乏有色金属有实际工业买盘刚需、以及股票市场强业绩支撑，黄金金融属性让位于强实需和增长属性。4）央行购金叙事出现分歧，美伊战争、海峡封锁背景下各国财政、外储韧性分化，除中国之外多个主要购金国央行购金量均大幅下降。

图 41：2026H1 黄金经历历史级别上涨后，相对估值和波动率仍处在波动率收敛趋势中



资料来源：Bloomberg，国泰君安期货研究

图 42：全球黄金储备贡献构成，从数量上看，2 月份后同比增速有所下滑



资料来源：Bloomberg，国泰君安期货研究

图 43：对于其他央行，黄金从价值储备转为价值兑现，但中国央行购进动能持续，环比增速回到近 10 吨



资料来源：Bloomberg，国泰君安期货研究

2. 旧序余寒，新质去伪存真——2026 年下半年海外宏观经济展望

展望 2026H2，我们认为美国经济增速总量维持韧性，实际 GDP 年同比在 2.1 附近。具体看：

通胀趋势看，关注两个逻辑：1) CPI 同比高点出现在 6 月，而后边际回落；2) 下半年通胀中枢仍旧偏高，关注是否向核心通胀传导。从我们的框架和所追踪的数据看，我们对于通胀中长期偏乐观。

货币政策方面，我们认为美联储仍将按兵不动，且认为市场押注短期持续加息的预期或许过于激进。但从交易策略上看，由于通胀中枢偏高+货币政策“真空期”，2026H2“鹰派惯性”也难以证伪。需要注意的是，2026H2 至 2027 年货币政策预期分歧正在显著放大，反映出市场对沃什时代政策框架的深度不确定。

宏观流动性方面，我们认为 2026H2 美国金融条件指数边际有所收紧，分项中我们将基准利率从“中性宽松”调整为“中性偏紧”，将信用利差从“宽松”调整为“中性宽松”，将股票市场从“中性宽松”调整为“中性”，将美元指数从“中性宽松”调整为“中性”。

地缘方面，美伊停火备忘录（MOU）仍标志着历时三个多月的武装冲突进入“有管理的战略模糊”阶段，当前格局可概括为“容易的已经做完，困难的全部后置”。

经济结构方面，私人固定投资成为经济动能重要推动，AI 资本开支定义本轮投资周期；就业市场供需两弱，不同数据组有分化，不构成加息条件；消费动能持稳，但总量韧性下难掩能源成本对消费的挤出效应。

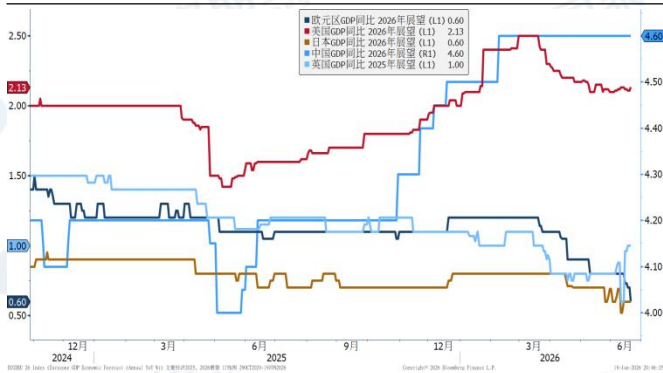
中期选举方面，政治噪音不改变基本面主逻辑，但可把握节奏统计规律。

表 2：美国主要宏观经济指标展望及美联储 6 月 SEP 展望

	25Q4	26Q1	26Q2	26Q3	26Q4	27Q1	27Q2
实际 GDP 同比	2.0%	2.6%	2.2%	1.6%	2.1%	2.1%	2.0%
实际 GDP 季环比折年	0.5%	1.6%	2.5%	2.0%	2.4%	1.9%	2.1%
CPI 同比	2.8%	2.7%	4.0%	3.7%	3.7%	3.3%	2.2%
失业率	4.3%	4.3%	4.3%	4.4%	4.4%	4.5%	4.5%
美联储 SEP 6 月	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028
实际 GDP 同比	2.5%	2.9%	2.8%	2.1%	2.2%	2.3%	2.2%
核心 PCE 同比	5.3%	4.2%	2.9%	2.8%	3.3%	2.5%	2.1%
失业率	3.6%	3.6%	4.0%	4.3%	4.3%	4.3%	4.2%

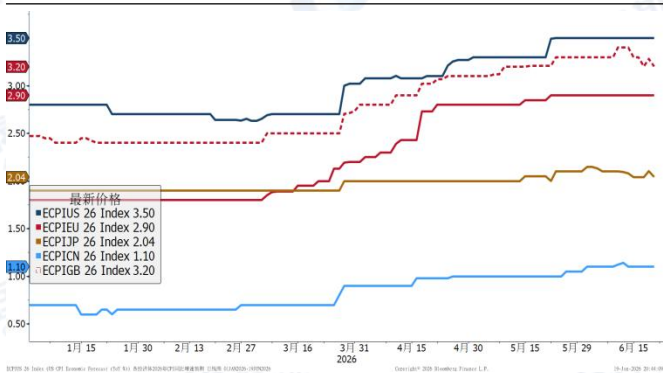
资料来源：国泰君安期货研究

图 44：市场共识在哪？主要经济体 2026 年实际 GDP 同比增速一览



资料来源：Bloomberg，国泰君安期货研究

图 45：市场共识在哪？主要经济体 2026 年 CPI 同比一览



资料来源：Bloomberg，国泰君安期货研究

2.1 地缘现状：海峡有限开启，各方暂停诉求易得，核心分歧难解

原定于 6 月 19 日在瑞士举行的和平协议启动谈判，再因以色列-黎巴嫩战事而延迟，目前尚无新的磋商启动日程。但是，美伊停火备忘录（MOU）仍标志着历时三个多月的武装冲突进入“有管理的战略模糊”阶段。

当前格局可概括为“容易的已经做完，困难的全部后置”。停火与航运恢复已在执行层面推进（霍尔木兹海峡 6 月 19 日通行量回升至约 12.5 百万桶/日），但核心矛盾——铀浓缩上限（美方主张暂停 20 年、伊方仅愿承诺 5 年）、核查权限（伊朗自 2025 年空袭后已停止向 IAEA 报告）、制裁解除路径（须经美国国会）及 3000 亿美元重建资金——均留待 60 天窗口期解决，技术上几乎不可能达成（JCPOA 前例耗时 20 个月）。与此同时，伊朗通过新设“波斯湾海峡管理局”（PGSA）单方面对海峡通行实施许可制管理，将通行权从国际公共权利重新定义为伊朗行政许可，为后续收费及管控保留制度化杠杆。

按照 MOU 条款，**伊朗将获得巨大经济利益**：允许伊朗石油出口、可能很快解除制裁、一项由海湾国家资金支持、规模可能达 3000 亿美元的重建基金。**对美国而言所得则很有限**：霍尔木兹海峡重新开放、冲突结束、伊朗再次承诺不会发展核武器。而这场战争已经让美国付出大量军费、削弱了盟友关系、推高了油价和通胀、破坏全球能源供应链，最终仅仅可能达成一项可能还不及前总统奥巴马签署的《联合全面行动计划》(JCPOA) 的协议。

主要尾部风险来自以色列。内塔尼亚胡已公开宣示“不受协议约束”并于签署当日空袭贝鲁特，美以战略分歧公开化。美国、以色列在 9-11 月时间范畴共同面对大选——1) 11 月美国中期选举，改选全部 435 个众议院席位、参议院 35 个席位 (33 个常规席位 + 2 个补选席位)、39 个州长职位及各州地方公职，决定美国国会参众两院控制权归属。2) 9-10 以色列议会大选，大选结束后组建新一届政府、确立新执政联盟。对于美国而言，解决中东问题在选举年时间紧迫性较强；对于以色列而言，内塔尼亚胡强硬态度反而是选举的关键策略。特朗普需要区域停火稳定金融市场和选情，内塔尼亚胡需要持续战争换取选票，二者核心目标似有相悖。

主要观察以下关键验证节点。7 月中旬首批 120 亿美元资产解冻能否如期执行 (谈判前置条件)、8 月中旬谈判期届满时双方声明性质，以及 11 月美国中期选举后特朗普对协议承诺的持续性。

关于霍尔木兹海峡，MOU 中双方各自表态并无详细约定，但伊朗仍追求海峡航道管理权，目 Polymarket 对 6 月霍尔木兹海峡正常通航的概率仍低于 1%，7 月霍尔木兹海峡正常通航的概率为 48%。海峡问题或比战争局势更为棘手。

伊朗伊斯兰共和国波斯湾海峡管理局 (PGSA) 于 6 月 19 日出台霍尔木兹海峡船舶通行管理细则，意图建立一套强制性通行管控体系，细则如下：其一，船舶通行实行许可准入制，所有过境船舶须通过 PGSA 官网或指定邮箱提交申请，经 48 小时标准审核获取单次、5 日有效期的通行许可，无许可船舶严禁通行；申请仅分通过、材料补正、禁止通行三类结果，频繁催办将延误审核时效。其二，航行存在硬性约束，船舶仅可沿拉克岛附近划定的 1 海里宽专属航道通行，不得擅自变更航线；开航前 24 小时船方需通过 VHF 或线上渠道接收精准航行指令，违规改道引发的罚款、事故等全部责任由船长与船东承担。其三，实施强制保险制度，现阶段相关保险由伊朗政府免费提供，但 PGSA 保留未来收取保险费的权利，核发通行许可即可视同船东全盘接受保险条款。其四，船东需持续保持通讯畅通，及时接收官方航行通知，失联或未及时回复无法豁免相关处罚。

表 3：MOU 涉及各项条款内容、达成难度、多方立场和共识程度一览

条款类别	具体内容	签署难度	美方立场	伊方立场	其他方（以色列/欧盟/IAEA）	共识程度	备注/关键障碍
全面停火	包括黎巴嫩在内所有战线立即、永久停火	低	支持，已宣布停止军事行动	支持，将停火与制裁解除捆绑	以色列：拒绝约束，宣称“不受条款约束”，继续黎巴嫩军事行动； 欧盟、美国：支持	接近共识	以色列持续行动是最直接执行风险；“永久”表述争议大
美军撤离	美国承诺从伊朗周边撤出军事力量，不增派兵力	中	接受象征性表述，具体时间表未定	核心诉求，明确写入第4条	以色列：反对，视美军撤退为安全屏障削弱	接近共识	撤离范围和时间表有弹性空间，实际执行节奏待定
海上封锁解除	30天内全面解除美国海上封锁（第3条）	低	已宣布立即执行，特朗普6月16日表示“周五霍尔木兹海峡将全面开放”	要求“解冻资产前提下才启动最终谈判”，以此作为杠杆	IAEA：无直接立场；欧盟：支持	已达共识	物理上执行最快，已有先行动作；滞留船只疏导仍需数周
霍尔木兹海峡重开	30天内按伊朗安排重开，通行问题	低-中	宣布“永久免费开放”，美方称协议规定不得收费	坚持“按伊朗安排”重开（第5条），保留海峡管理权，此前曾主张收取“服务费”	以色列：极度警惕；德银：霍尔木兹仍是伊朗最重要谈判筹码	接近共识	通行费问题分歧未解决：美方“免费”vs 伊方“服务费”
石油制裁豁免	暂停对伊朗石油、石化产品及衍生品销售制裁（第6条）	低-中	已给予豁免承诺（waiver），近十年首次；与核谈判进展挂钩	核心诉求之一，要求先于谈判落实	欧盟：英法德意联合声明承诺配合解除制裁，与核行动挂钩	接近共识	制裁豁免是美方最大让步之一；豁免节奏与核谈进展联动机制细节未定
冻结资产解冻	谈判60天期间解冻约240亿美元；一半须在谈判启动前提供（第11条）	中	接受阶段性解冻，强调与履约挂钩；特朗普口径矛盾（“不提供资金援助”）	“先资产、后谈判”，一半资金为启动谈判前置条件	IAEA：无直接立场；欧盟：愿配合	接近共识	美方内部表述矛盾（贝森特vs 特朗普），资金转移机制细节未定
伊朗核武器承诺	伊朗重申NPT承诺，不制造、不获取核武器（第9条）	低-中	视为最低门槛，要求有实质约束力	已公开表态，但强调民用浓缩权	IAEA：须参与核查才能证实；以色列：认为纸面承诺毫无意义	接近共识	宣示性条款，无实质执行机制；IAEA处于“持续失察”状态
铀浓缩限制	谈判期不推进浓缩；美方要暂停20年/伊方提5年；允许境内稀释高浓缩铀	高	要求浓缩降至3.67%（JCPOA水平）或更低；已让步放弃“运出”要求	坚持民用浓缩权，拒绝硬性上限；主张IAEA监督下无上限	IAEA：伊朗拥有约440.9kg纯度60%高浓缩铀，接近武器级；以色列：任何保留核设施的协议是“历史性错误”	分歧较大	60天内达成可核查协议几乎不可能（JCPOA耗时20个月）
核查机制	最终协议含核查安排；IAEA参与	高	要求含“突击检查”的强化核查；IAEA全程参与	核查须经最高国家安全委员会批准；已连续数月停止向IAEA报告	IAEA格罗西：无IAEA参与是“幻想”；以色列：核查不可信	分歧较大	IAEA当前失察状态是最大技术障碍；主权顾虑vs国际核查存在结构性矛盾
全面制裁解除	全面取消美国对伊一/二级制裁及UN安理会决议（第8条）	高	分阶段，与伊朗核步骤挂钩（“对等行动”）；须提交国会批准	要求全面、即时解除所有制裁，包括UN安理会决议	欧盟：承诺配合，以核行动为前提；俄中：支持解除制裁	分歧较大	美国国内政治阻力大（国会批准门槛高）；联动机制复杂
伊朗重建资金	美国及盟友须提交至少3000亿美元重建计划（第7条）	高	原则性承诺未确认；特朗普明确表态“不提供资金援助”	核心诉求，要求具体计划，提出3000亿美元底线	欧盟：态度模糊，未明确承诺具体金额	严重对立	3000亿美元规模缺乏西方盟友共识；或转化为投资/贷款形式缩水
导弹计划	明确排除在最终协议谈判之外（第13条）	低（排除本身是共识）	强烈不满但接受暂时搁置	坚决不谈，视导弹为主权防御能力	以色列：最大安全威胁之一；欧盟：遗憾但接受现实	已达共识（排除于议程）	排除导弹议题是伊方重要外交胜利；JCPOA最大缺陷重演
地区代理人	明确排除在最终协议谈判之外（第13条）	低（排除本身是共识）	不满但妥协；以黎巴嫩真主党停火为软约束	坚决不谈，视代理人网络为战略资产	以色列：最核心安全关切，协议不处理真主党意味着持续威胁	已达共识（排除于议程）	以色列视为协议根本性缺陷；未来冲突复燃主要风险源
监督机制	建立协议落实监督机制（第12条）；UN安理会决议背书（第14条）	中	支持有约束力机制；要求UN背书	接受UN框架，但对核查权限保留	IAEA：必须参与；UN：已欢迎协议	接近共识	监督机制细节（参与方、触发条件、违约后果）完全未定

资料来源：国泰君安期货研究

表 4：美伊停火协议情景假设

场景	概率判断	触发条件	核心假设	观察时间节点
乐观：60天内形成最终框架	15%	伊朗接受可核查的铀浓缩大幅限制（<5%+严格库存处置）；特朗普绕过国会执行豁免；以色列克制行动	美方经济甜头足以让伊朗温和派压制强硬派；窗口期维持政治静默	8月中旬60天谈判结束
基准：MOU维持、最终协议延期（最可能）	55%	60天谈判就核问题无实质进展，但双方均不愿重启冲突；协议“延期续签”或进入无期限谈判	双方各自宣称胜利；霍尔木兹持续开放；核问题悬而未决	8月中旬延期，进入“管理性僵持”
悲观：MOU破裂、冲突重启	30%	以色列单方面打击伊朗核设施；伊朗强硬派否决协议；美伊在制裁解除节奏上谈崩；特朗普选后政策逆转	以色列视协议为“生存威胁”已公开宣示；伊朗强硬派存在否决权；经济激励不足以跨越核问题红线	2026Q3-Q4任何节点均可能触发

资料来源：国泰君安期货研究

表 5：美伊战争后续重要观察时间节点

时间节点	观察内容	乐观信号	悲观信号
6月下旬-7月上旬	霍尔木兹实际通航量恢复速度（目标15mbd+）；以色列军事行动有无升级	通航量快速恢复；以色列维持口头反对但无实质行动	以色列空袭伊朗目标；通航恢复受阻
7月中旬	冻结资产解冻首批（约120亿美元）是否如期执行	资金按时到位，正式谈判启动	美方拖延解冻，伊朗威胁退出
8月中旬	60天谈判期结束，观察双方声明性质	发布“进展声明+延期”，维持对话	谈判破裂声明；伊朗恢复高浓缩活动
2026年11月	美国中期选举；特朗普政治动机变化	选举前维护协议稳定油价	选举后政策可靠性下降，可能逆转让步

资料来源：国泰君安期货研究

图 46：尽管市场对于 6 月达成永久协议的概率颇为乐观，但对 6、7 月海峡通航的计价仍旧谨慎



资料来源：Bloomberg，国泰君安期货研究

2.2 通胀趋势：高点已现，通胀趋势温和回落，尚未有明显扩散传导

2026H2 看美国通胀，关注两个逻辑：1) CPI 同比高点出现在 6 月，而后边际回落；2) 下半年通胀中枢仍旧偏高，关注是否向核心通胀传导。从我们的框架和所追踪的数据看，我们对于通胀中长期偏乐观。不过当前通胀趋势本身并不是关键，更重要的是需要美联储官方态度定调——新框架是看通胀趋势、还是看通胀绝对目标。

年内 CPI 同比高点已出，后续月度 CPI 温和回落，但通胀预期或已提前计价油价因素，年内对市场增量利好有限。从高频指标看，克利夫兰联储对 6 月 CPI 读数边际回落至 4.0%，以及原油价格和汽油油价回落更清晰指向 7 月初释出的 CPI 同比增速将会边际回落，年内通胀高点已出。更中长期看，各方模型（考量模型、主观和市场计价），1) 年内对于通胀高点锚定在 4.2%附近，CPI 同比高点出现在本月，7 月模型读数在 3.95-4.0%附近，边际回落。2) 基数效应下 2027H1CPI 同比趋势快速下行，2027 年年中回落至 2.10-3.2 区间。从油价的角度看，若 2027H1 油价低于 90 美金（战后至今油价平均值），则明年能源价格将形成同比通缩贡献，驱动 Headline CPI 同比快速回落。

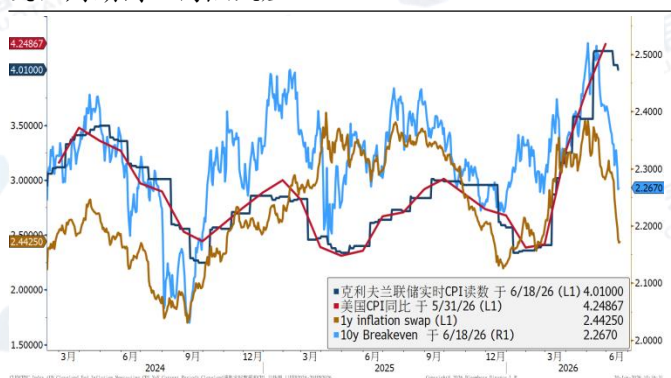
通胀同比高点出现对市场情绪以及货币政策预期将有重要安抚——但年内看也难有增量利好。这是因为，

参考当前地缘基准情形下年底油价和明年年中油价作为参数，即 2612 布伦特原油合约 77 美元附近、2706 布伦特原油 74 美元附近来看，通过油价和 2y 通胀预期的线性相关性分析，2y 通胀预期在年底和明年年中分别在 2.38%和 2.14%附近——较当前差异不大。

当我们完成对能源通胀的判断后，剩下的是考虑当前美国经济环境下能源通胀的传导和通胀粘性的问题，下半年我们对此相对乐观——我们认为当前尚不具备通胀普遍传导的路径，主要原因在当前美国经济中收入趋势和投资拉动的经济动能不平衡。首先居民收入趋势落后经济周期指标，我们在消费者高频行为上观察到显著的能源消费挤出效应，3-6 月消费者支出占比重能源贡献急剧拉大，非能源消费事实上已经显著放缓，尽管总量消费尚未体现下滑，这意味着核心通胀和能源通胀的分化在持续而非在共振。其次我们看到尽管 3-6 月能源通胀环比增速较高，但在此期间核心商品环比仍旧为负，核心服务环比也并不如 2022 年时期一般具备环比弹性，亚特兰大联储粘性通胀同比和 Truflation 另类日频通胀数据维持稳定。通胀传导不畅也显示为大宗商品价格与美国周期权益的强负相关效应。不过，2026Q3 超级核心服务数据是验证“能源滞后传导”的关键窗口。最后则是长线逻辑，我们发现尽管在 AI 生产率提升叙事之下，但主要美国长期产出缺口占 GDP 比重尚未有明显上调，意味长期通胀锚点相对稳定。

如果我们认可以上通胀节奏和轨迹，意味着年内通胀拐点和 2027H1CPI 快速下行在基本面端具备重要意义——当前基于美联储鹰派态度的短期中性货币政策预期向通胀预期跟随回落、短端美债收益率有所下行、美元指数冲高回落、以黄金为代表的资产获得传统流动性利多驱动、风险型非美汇率体现弹性、权益市场中传统经济板块获得流动性溢价的上行驱动、板块扩散更为广泛（而非当下极度拥挤的景气度范式）、市场宽度改善。

图 47:克利夫兰联储对 6 月 CPI 读数边际回落至 4.0%，关注周期同比高点效应



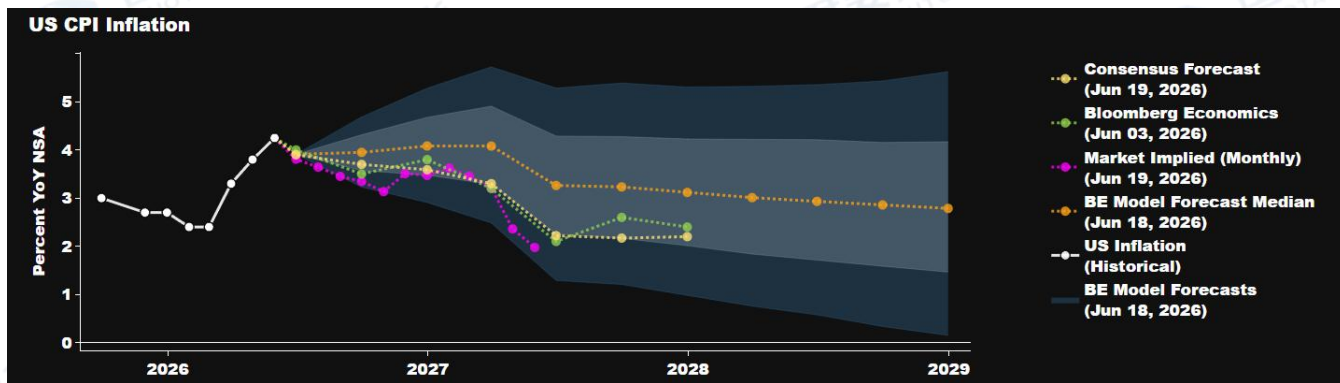
资料来源：Bloomberg，国泰君安期货研究

图 48: 汽油价格出现回落，强化 7 月出 CPI 同比读数回落趋势



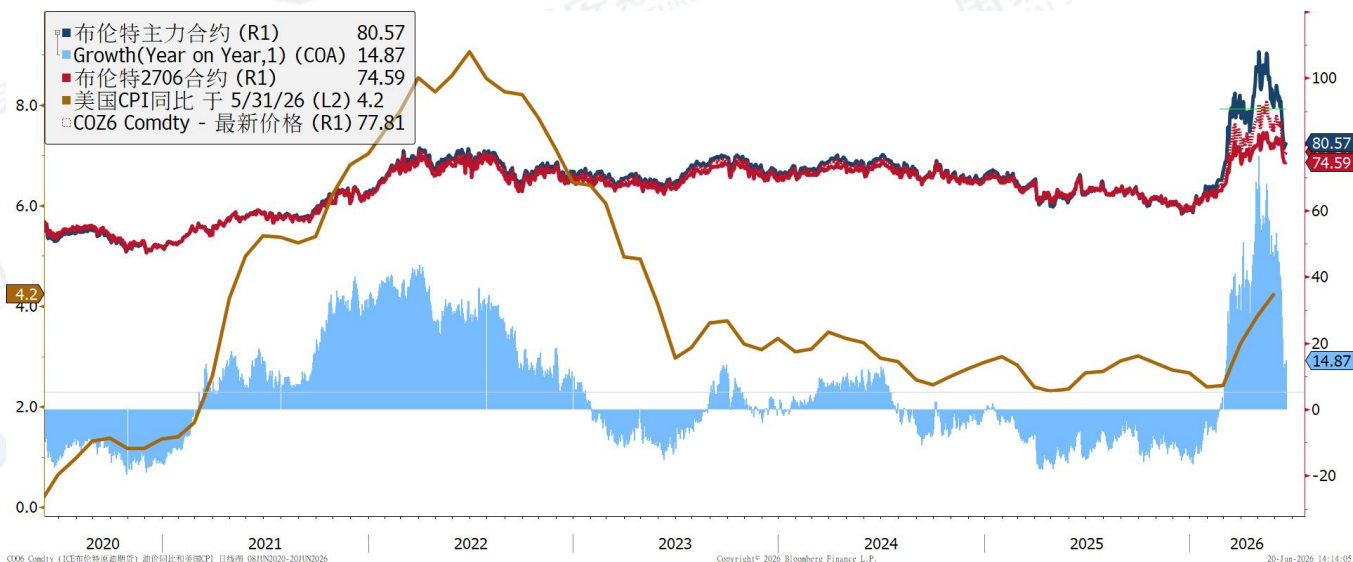
资料来源：Bloomberg，国泰君安期货研究

图 49: Bloomberg BEC0 美国 CPI 同比趋势预测



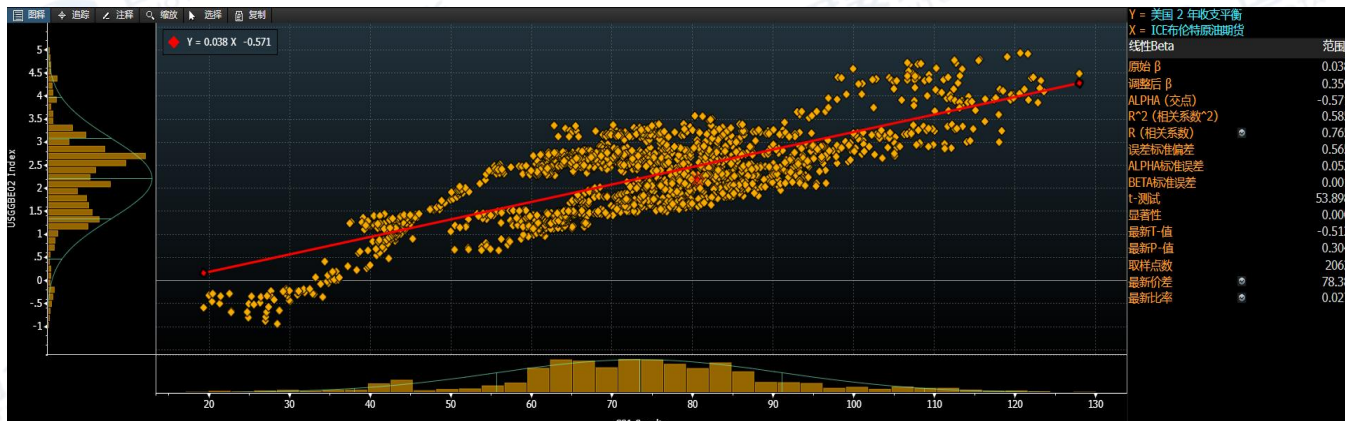
资料来源: Bloomberg, 国泰君安期货研究

图 50: 若 1y forward 油价稳定在战后均值之下 (90 美元), 油价同比转负可贡献 Headline CPI 回落



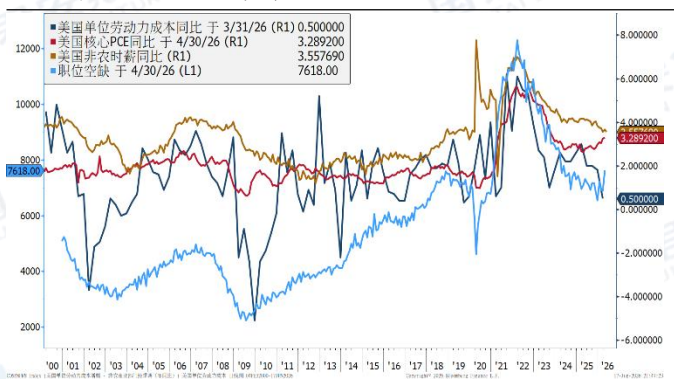
资料来源: Bloomberg, 国泰君安期货研究

图 51：布伦特原油与 2y 通胀预期线性相关性分析



资料来源：Bloomberg，国泰君安期货研究

图 52：当前工资收入、劳动成本同比呈下行趋势，收入端与核心 PCE 趋势存在一定分化



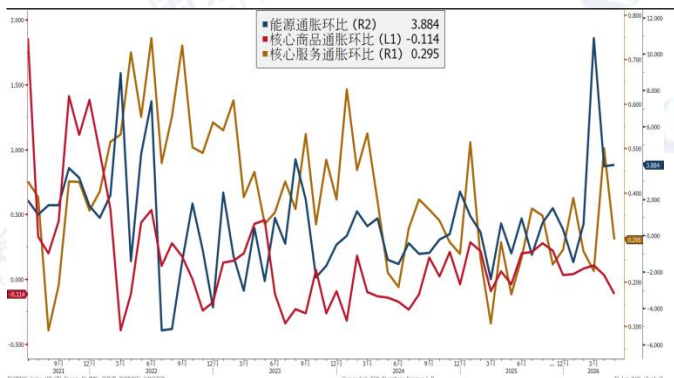
资料来源：Bloomberg，国泰君安期货研究

图 53：金融条件指数和经济动能离散指数领先核心通胀，但当前周期动能未能传导至收入增速



资料来源：Bloomberg，国泰君安期货研究

图 54：尽管能源通胀较高，但核心商品环比仍旧为负，核心服务环比也并不如 2022 年时期



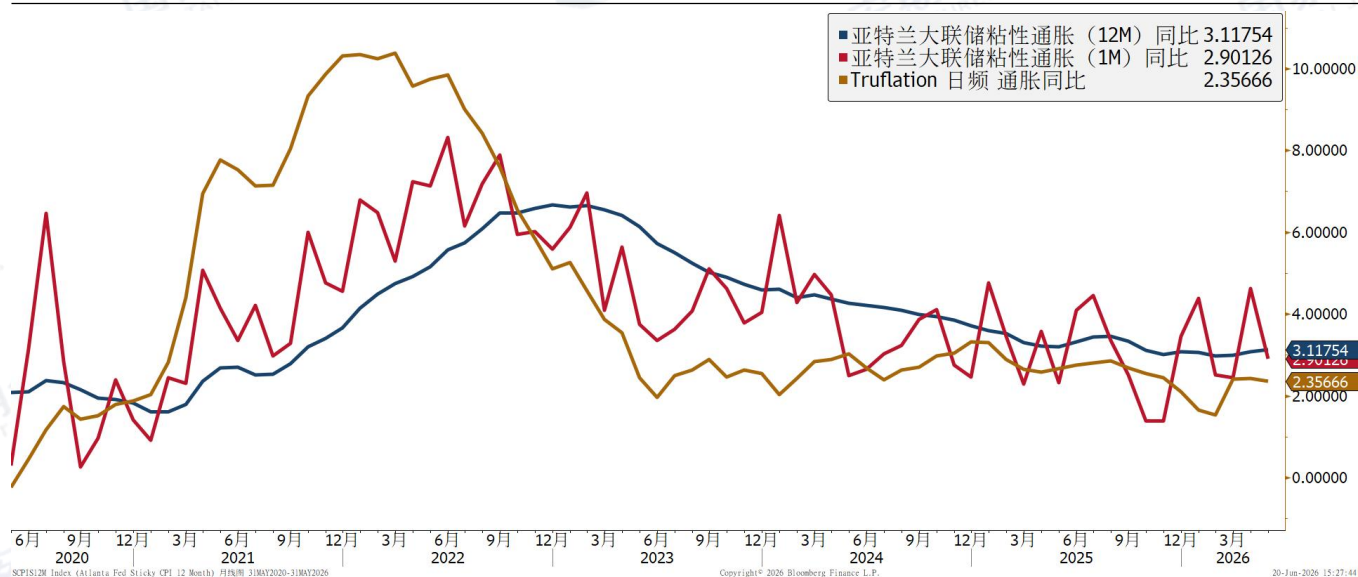
资料来源：Bloomberg，国泰君安期货研究

图 55：目前阶段大宗商品价格与美国非核心消费板块形成较强负相关性，显示通胀传导阻力



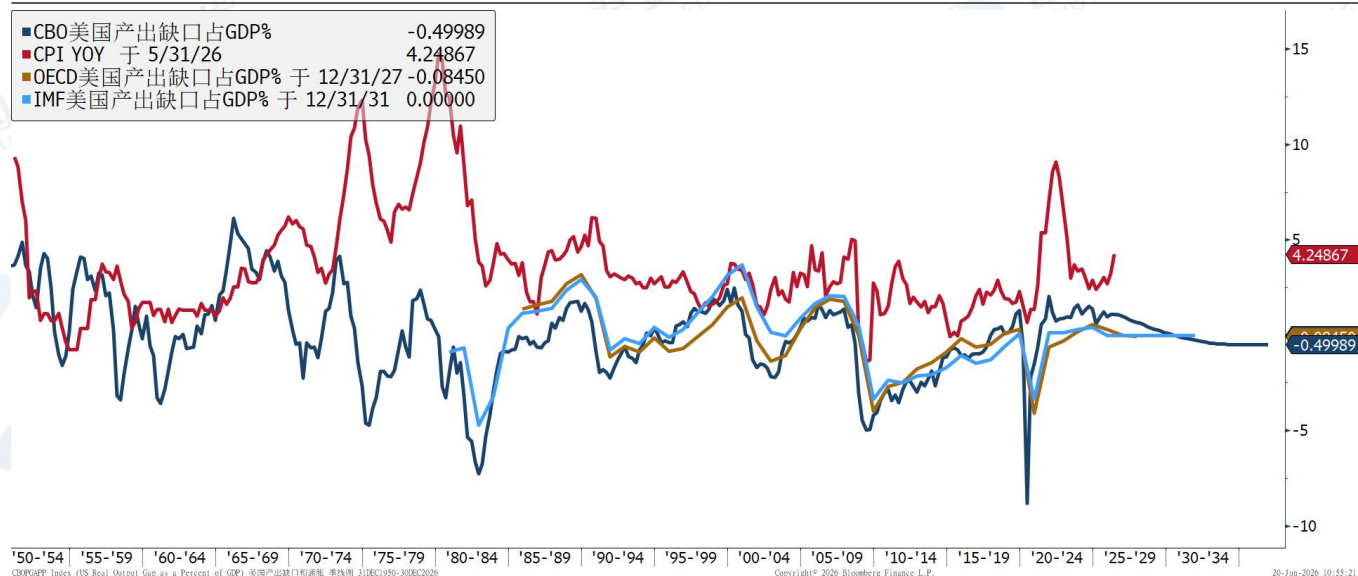
资料来源：Bloomberg 国泰君安期货研究

图 56：对比 2022 年，亚特兰大联储粘性通胀同比和 Truflation 另类日频通胀数据维持稳定



资料来源：Bloomberg，国泰君安期货研究

图 57：长期通胀视角看，美国产出缺口占 GDP 比重较为稳定，尚未出现生产率大幅提升带动产出缺口走阔



资料来源：Bloomberg，国泰君安期货研究

2.3 货币政策：打破了旧框架，但尚未建立新框架，H2 货币政策预期随数据波动加大

市场普遍认为，6 月沃什掌舵下的 FOMC 首秀显著偏鹰派，下半年货币政策或收紧。从基本面逻辑上，我们不这么认为，我们认为美联储仍将按兵不动，且认为市场押注短期持续加息的预期或许过于激进。但从交易策略上看，由于通胀中枢偏高+货币政策“真空期”，2026H2“鹰派惯性”也难以证伪。需要注意的是，2026H2 至 2027 年货币政策预期分歧正在显著放大，反映出市场对沃什时代政策框架的深度不确定。

由于美联储打破了旧框架，但尚未和市场清晰沟通其将采用的新框架，意图淡化前瞻指引，但又缺乏稳定的可追踪的行事逻辑，这会使得美联储货币政策预期进入一段“真空期”。亟待后续几次会议告诉市场本届美联储的行动准则究竟是什么——比如，美联储需要看到核心 PCE 在 2% 以下，否则就采取控通胀的紧缩思路？还是

看到通胀趋势持续下行即可，货币政策愿意等待能源市场消化这次供给冲击？再比如，仍是“二元目标制”？还是偏向单一通胀目标制？当前 2y 美债收益率及其中蕴含的短期中性利率预期与通胀预期出现巨大分化，这意味着当前市场对新主席下货币政策解读显著较基本面偏鹰。以及 2027 年 6 月联邦基金期货亦计价近 40bp 升息，而彼时 CPI 同比读数或已至 2.0-2.5% 区域。

6 月 FOMC 点阵图显示，19 名官员中有 9 人预计今年至少进行一次幅度 25 基点的加息，其中 6 人预计至少加息两次，另有 9 人预计利率将维持不变或降息，9 月加息概率超过 50%。遥想 3 月点阵图中，无一人预计 2026 年加息，7 人预计降息。两次会议之隔，委员会的集体预判从“年内降息一次”跳变为“年内加息一次中值”，历史上罕见。

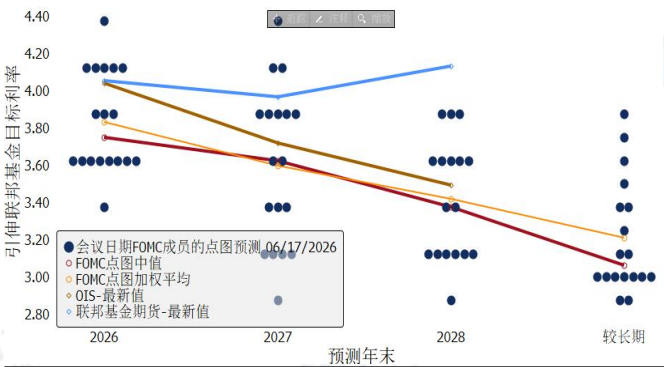
沃什本人拒绝提交点阵图。沃什履新时曾承诺推动央行“制度变革”，在本次会议中，他宣布成立多个工作组，评估美联储运作方式的五个领域，并研究可能的改革方案。这 5 个领域包括：沟通机制、资产负债表、数据来源、生产率与就业和通胀框架，预计年底完成。在此期间最大的风险点就是货币政策框架“真空期”市场的预期较为混乱，货币政策预期从鲍威尔时代强调充分沟通和路径引导，故而货币政策预期较为稳定（哪怕是方向变化之时），鲜少成为市场波动的创造者。当下新主席框架和工作方式未完全明晰，这使得后续每次宏观经济数据的重要性提升，市场或在每次数据读数释出后交易货币政策变化，2y 美债收益率波动率或有所提升。

当前基准利率是否处在限制水平？部分鹰派观点认为当前基准利率并未处于限制水平，但我们认为这是支持“不急于降息”而非“现在就加息”的核心论据。沃什在会议中提及货币政策对经济的影响并不平衡（对房地产市场已是限制水平，但对金融市场则并未处于限制水平）。我们认为这是支持“不急于降息”而非“现在就加息”的核心论据。事实参考当前 HLW-LM R* 利率模型，目前实际政策利率与其偏差主要在于通胀大幅波动的影响，因此在此环境下，美联储考量当下货币政策较自然利率的偏差更合理的选择应是等待通胀稳定。而至于利率对于不同板块（科技行业、传统行业、金融市场等）的不同影响方面，本质上是在“K 型分化”的宏大背景下其中货币政策传导的一环，很难期待美联储对此做得更多——尤其从沃什之前倾向于“小美联储”的态度来看。

从提名以来的“沃什交易”，到听证会的“Regime change”，沃什有两个特征，1) 缩表，货币政策侧重利率政策，减少货币政策对财政（政治）的干预，淡化前瞻指引意义；2) 双重使命中更看重通胀，对通胀态度有本能的鹰派倾向，批评联储过去对通胀的容忍。立场鹰派，方法论并不鹰派——提及缩表，“这种制度性转变必须是深思熟虑、精心策划、协调有序且说明详尽的”；提及通胀，声称要构建“Trimmed average”去衡量通胀，在当前的语境里也不应理解会对原油通胀反应过激。

从资产负债表方面，当前美联储缩表条件需要：美国财政自律配合+巴塞尔协议对准备金要求+夯实美元主权资产内外部需求，其所需变革远超联储控制范畴——时代塑造联储，而非主席塑造联储。更可能的路径可能是降低长债持有份额，降低持仓 WAM（加权平均久期），可能会为未来美债曲线带来走陡驱动。

图 58：6 月 FOMC 点阵图显示 19 位官员中有 9 位支持今年加息



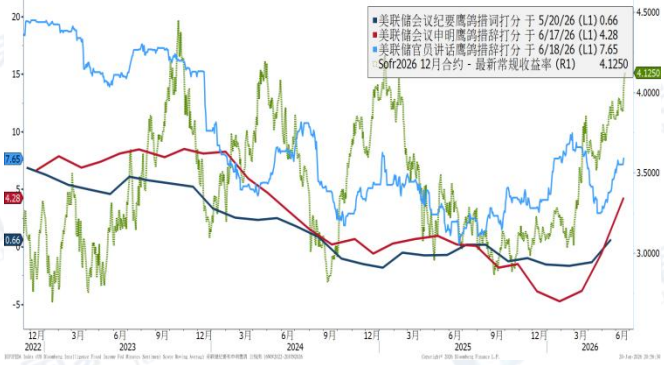
资料来源：Bloomberg，国泰君安期货研究

表 6：新主席下 6 月 FOMC 会议较前期会议的变化

变化维度	4月声明	6月声明（沃什首秀）
篇幅	~345词	~132词（缩减60%+）
前瞻指引	保留“宽松倾向”暗示	全删，不提任何利率方向
就业表述	双向担忧	“就业增长与劳动力增长保持同步”（偏强劲）
政策重心	就业与通胀兼顾	单一强调“实现价格稳定”
投票公示	逐一列名	仅公布票数（12:0），不列具体投票人
新增表述	—	“生产率增长与资本投资依然保持强劲”

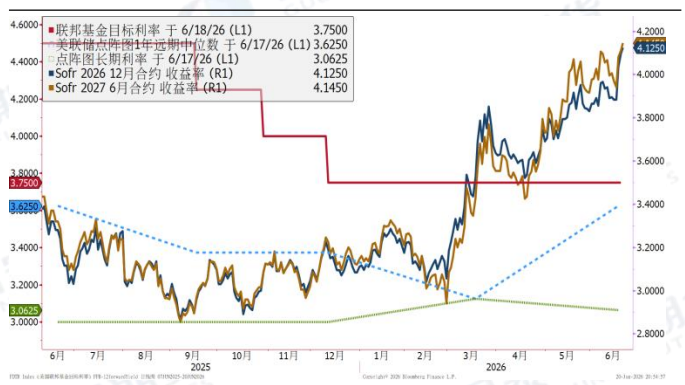
资料来源：Bloomberg，国泰君安期货研究

图 59：美联储会议声明和官员讲话指向货币政策立场转鹰，联邦基金期货 12 约合约计价年底约 35bp 加息



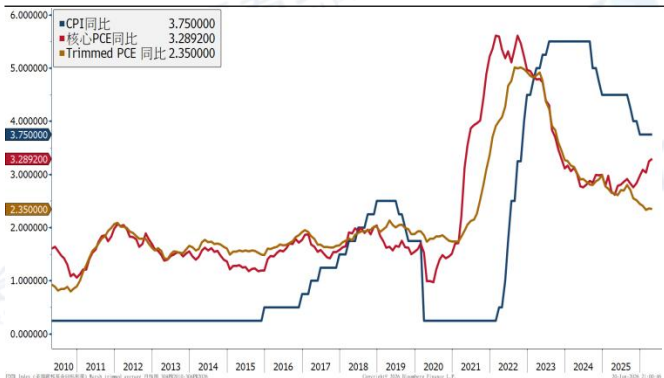
资料来源：Bloomberg，国泰君安期货研究

图 60：2027 年 6 月联邦基金期货亦计价近 40bp 升息



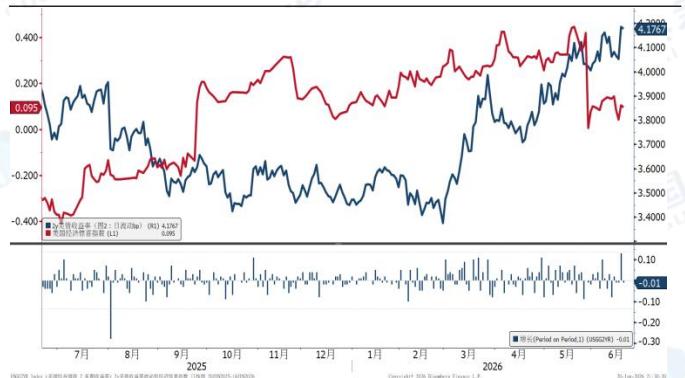
资料来源：Bloomberg，国泰君安期货研究

图 61：若沃什倚重 Trimmed average PCE 同比指标，意味着他对能源冲击影响下或会更偏鸽派



资料来源：Bloomberg，国泰君安期货研究

图 62：后续货币政策预期和 2y 美债收益率将在宏观数据出台后波动放大



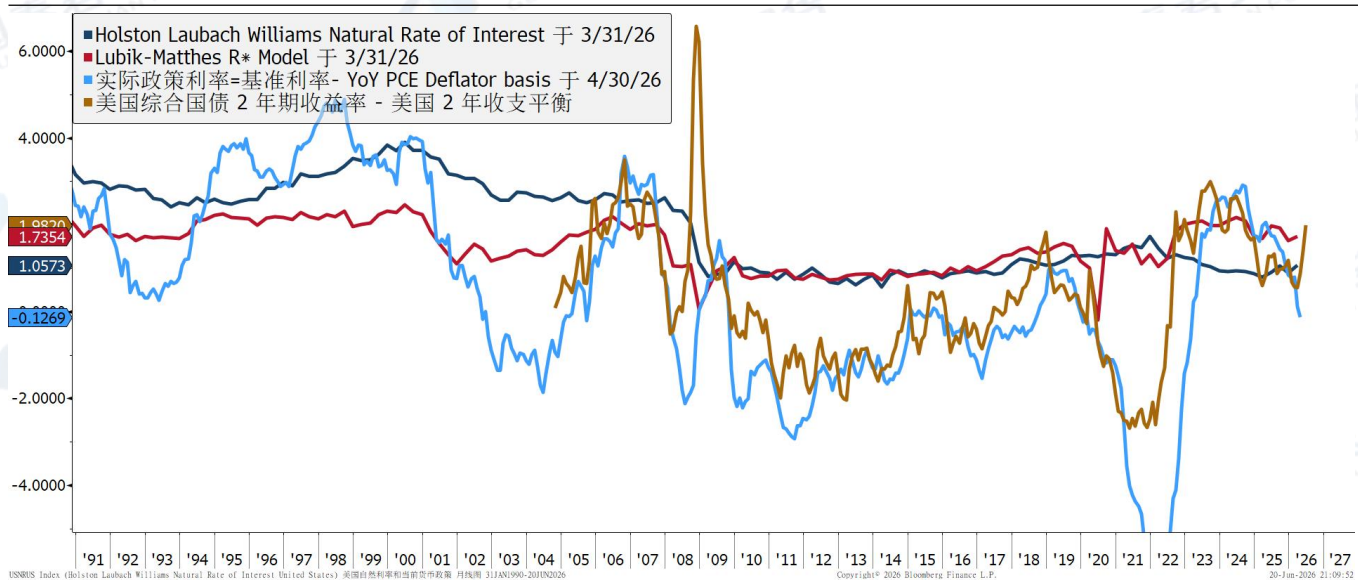
资料来源：Bloomberg，国泰君安期货研究

图 63：当前 2y 美债收益率及其中蕴含的短期中性利率预期与通胀预期出现巨大分化，这意味着当前市场对主席下货币政策解读显著较基本面偏鹰



资料来源：Bloomberg，国泰君安期货研究

图 64：目前实际政策利率与 HLW-LM R* 利率偏差主要在于通胀大幅波动的影响，此环境下美联储更合理的选择应是等待通胀稳定



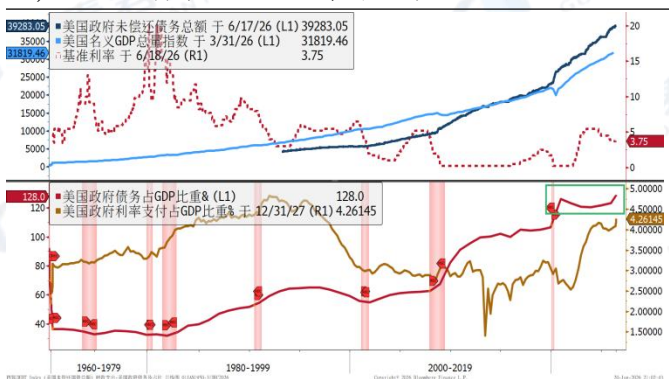
资料来源：Bloomberg，国泰君安期货研究

图 65: 资产负债表收缩并不天然代表宏观流动性收紧, 两者不存在显著线性关系



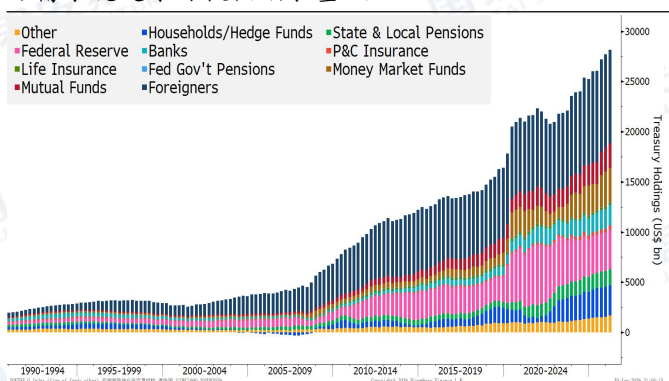
资料来源: Bloomberg, 国泰君安期货研究

图 66: 从货币-财政配合角度看, 美联储若需要完成缩表, 次发国债净发行速度需要维持稳定或放缓



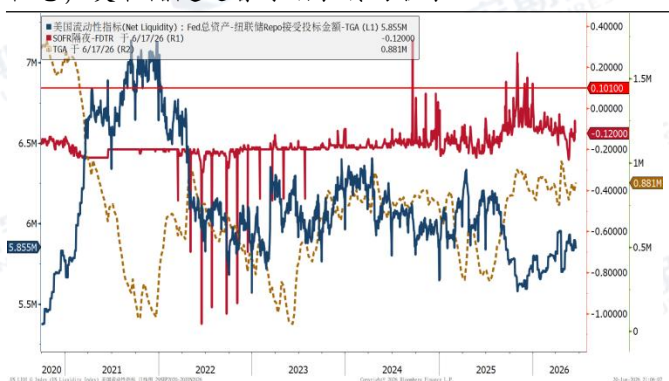
资料来源: Bloomberg, 国泰君安期货研究

图 67: 美债持有结构看, 美联储自 2022 年以来伴随缩表减少了其美债持有, 但仍旧显著高于 2020 年前, 多方需求稳定才可提供缩表基础



资料来源: Bloomberg, 国泰君安期货研究

图 68: 巴塞尔协议下高准备金需求决定联储需要保持较高负债表, 2025 年底美国流动性指标进入极为紧缩状态, 美联储随之暂停缩表转为扩表



资料来源: Bloomberg, 国泰君安期货研究

2.4 宏观流动性: 从边际宽松逐渐转为收紧

首先, 通过我们惯常使用的美国金融条件指数分析 2026H2 美国宏观流动性动向。金融条件指数参考美联储 FCI-G 指标中核心七大参数: 基准利率、美债长端利率 (10y、30y 房贷)、信用利差、股票市场、房地产市场和美元指数。可见美国金融条件指数从边际宽松逐渐转为中性偏紧。

在 2026 年年报中, 我们预计“该指标 2026 年预计仍旧维持扩张。参考美联储 FCI-G 指标中核心七大参数, 金融条件指数延续宽松主要受到基准利率下行、信贷扩张、利差延续维持低位、权益市场韧性和低位震荡的美元综合性驱动。”

2026H2, 我们的调整在于: 1) 我们将基准利率从“中性宽松”调整为“中性偏紧”, 代表货币政策从年内降息预期转为当前按兵不动 (或有加息计价), 但这一板块存在较大定价分歧, 若后续通胀趋势回落或美联储跟随给出更中性的货币政策框架, 这一指标将有所缓和;

2) 将信用利差从“宽松”调整为“中性宽松”, 因其利差继续收窄空间有限; 将股票市场从“中性宽松”调整为“中性”, 代表我们认为当前权益市场呈现结构行情延续的可能性大于指数行情;

3) 将美元指数从“中性宽松”调整为“中性”, 代表美元指数当前受利率、利差和美国政府重新塑造美元信

用诉求下，有所转强；

4) 我们维持长端利率“中性判断”，代表我们认为长端美债缺乏趋势行情。

5) 综上，我们认为 2026H2 美国金融条件指数边际有所收紧。

在以上提及的金融条件指数各组成分项中，权益市场（美国和全球）对美国金融压力的影响最为显著，而影响权益市场的因素在当前已超出宏观领域范畴，更是需要跟随 AI 产业趋势不断演进、盈利状况、负债和融资状况、拥挤度和杠杆度等多个维度加以权衡，某种程度而言，2026H2 权益市场（AI 产业逻辑）或将是决定美国金融条件的胜负手。

2026H2 我们对于权益的观点参考《坚守主线，结构致胜——中美权益市场 2026 半年度策略展望》：“展望下半年，对于中美权益资产：(1)大方向上：整体建议轻指数而重结构，继续坚守 K 型上端的科技主线资产，更多依靠结构致胜；(2)节奏上：建议重趋势而轻节奏，尤其对资金共识度高的核心资产（费城半导体/创业板指），若宏观/产业/资金面边际扰动引发阶段性调整，更多仍是 BUY THE DIP 的思路。”

图 69：美国金融条件指数从快速下行（扩张）转为震荡（稳定）



资料来源：Bloomberg，国泰君安期货研究

表 7：2026 年报中对美国金融条件指数各成分项评估

变量类别	具体指标	2026年评分方向
货币市场	联邦基金利率 (Federal Funds Rate)	中性宽松
债券市场	10年期美国国债收益率 (10-Year Treasury Yield)	中性
	30年期固定抵押贷款利率 (30-Year Fixed Mortgage Rate)	中性
	BBB级公司债券收益率 (BBB Corporate Bond Yield)	宽松
股票市场	道琼斯总股票市场指数 (Dow Jones Total Stock Market Index)	中性宽松
房地产市场	Zillow房价指数 (Zillow House Price Index)	中性
外汇市场	名义广义美元指数 (Nominal Broad Dollar Index)	中性宽松

资料来源：Bloomberg，国泰君安期货研究

表 8：2026H2 半年报对美国金融条件指数各成分评估，部分板块从宽松边际收紧

变量类别	具体指标	2026H2年评分方向
货币市场	联邦基金利率 (Federal Funds Rate)	中性偏紧
债券市场	10年期美国国债收益率 (10-Year Treasury Yield)	中性
	30年期固定抵押贷款利率 (30-Year Fixed Mortgage Rate)	中性
	BBB级公司债券收益率 (BBB Corporate Bond Yield)	中性宽松
股票市场	道琼斯总股票市场指数 (Dow Jones Total Stock Market Index)	中性
房地产市场	Zillow房价指数 (Zillow House Price Index)	中性
外汇市场	名义广义美元指数 (Nominal Broad Dollar Index)	中性

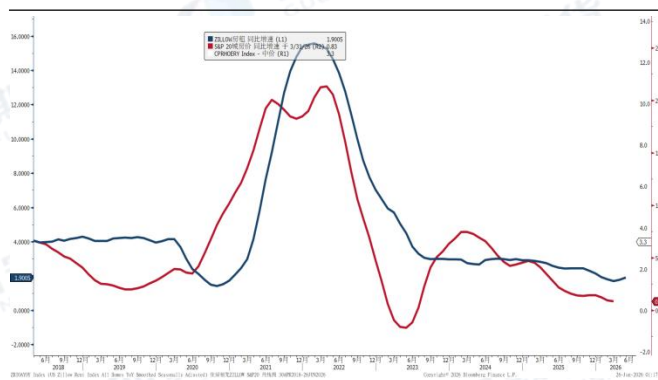
资料来源：Bloomberg，国泰君安期货研究

图 70：美国信用利差中投资级和高收益债有所反弹，BBB 级继续收敛空间有限



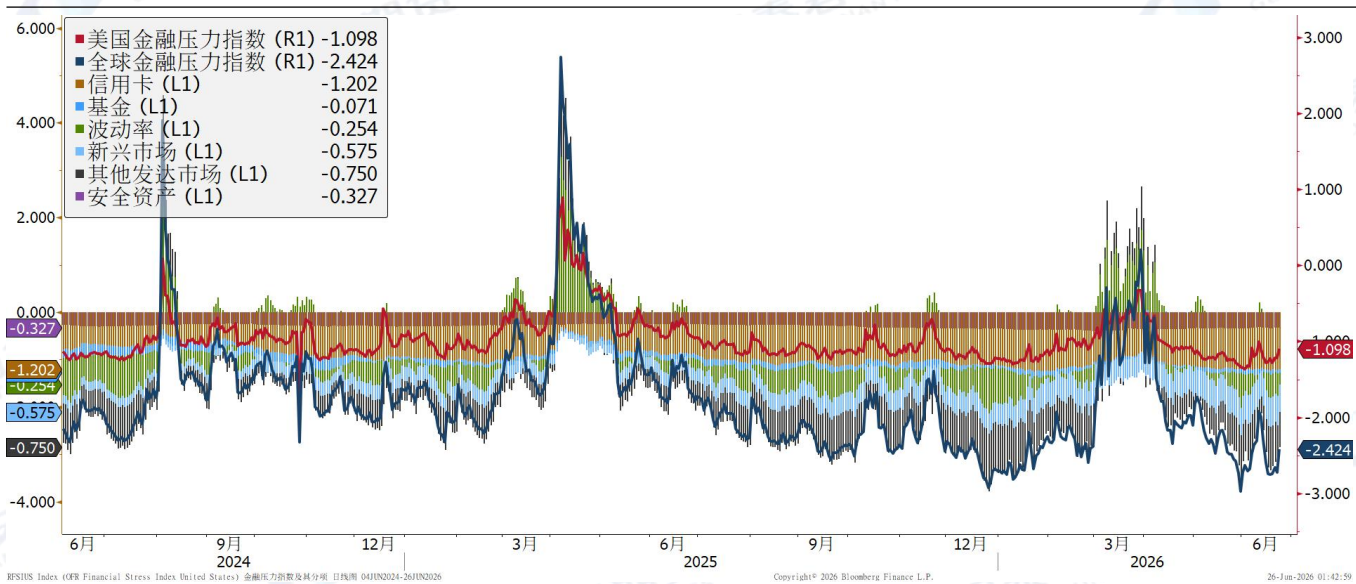
资料来源：Bloomberg，国泰君安期货研究

图 71：美国房价同比趋势相对稳定



资料来源：Bloomberg，国泰君安期货研究

图 72：权益市场（美国和全球）对美国金融压力的影响最为显著，2026H2 权益市场（AI 产业逻辑）或将时美国金融条件的胜负手



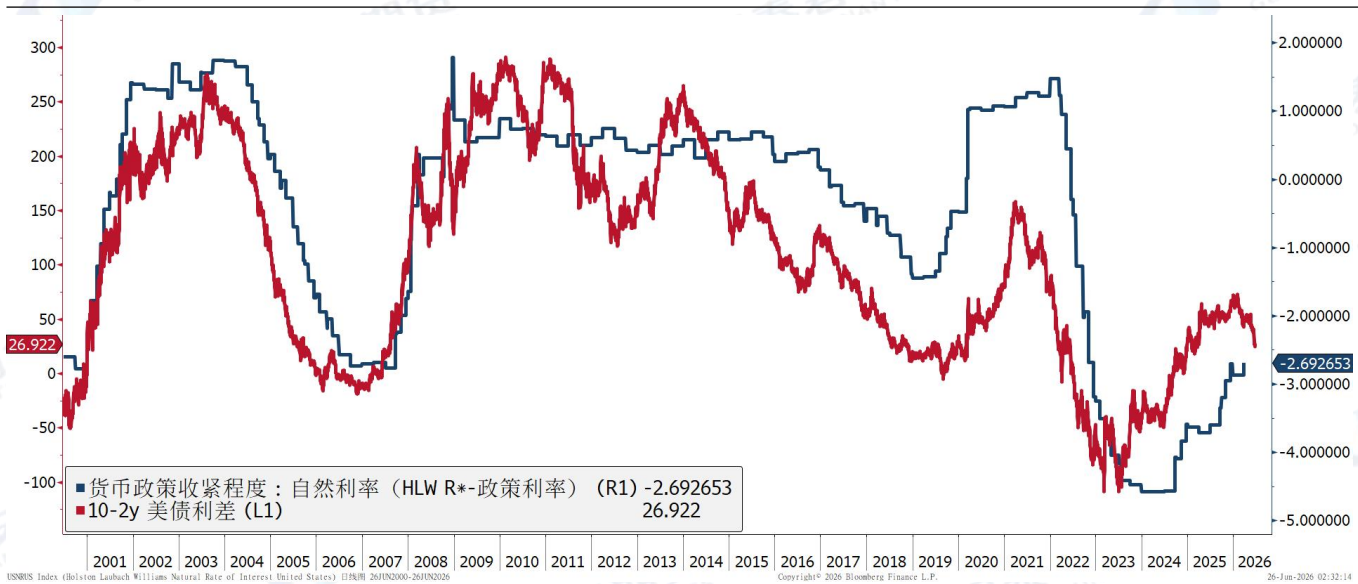
资料来源：Bloomberg，国泰君安期货研究

其次，我们从另外几个维度佐证宏观流动性边际收紧的证据：

- 1) 货币政策收紧程度指标 1：美债曲线走平，指向自然利率 $HLW R^*$ 利率-政策利率价差收敛，意味着当前货币政策相较经济体所需的自然利率有所偏紧，若年内确实兑现加息，则强化这一紧缩路径；
- 2) 美国货币政策收紧程度指标 2：市场定价的自然利率（10y1m OIS）与市场定价政策利率（Sofr 合约收益率化）价差逐步回落，显示货币政策从宽松转为收紧；
- 3) 美国超额流动性转负，由周期扩张见顶回落迹象，同时美债曲线熊平，皆指向对周期动能不利；
- 4) 全球 M2 同比趋势回落，指向全球宏观流动性从扩张转为收紧，中国和欧洲因素与美国因素有所共振，全球 M2 同比趋势对彭博大宗商品同比趋势有指向意义。

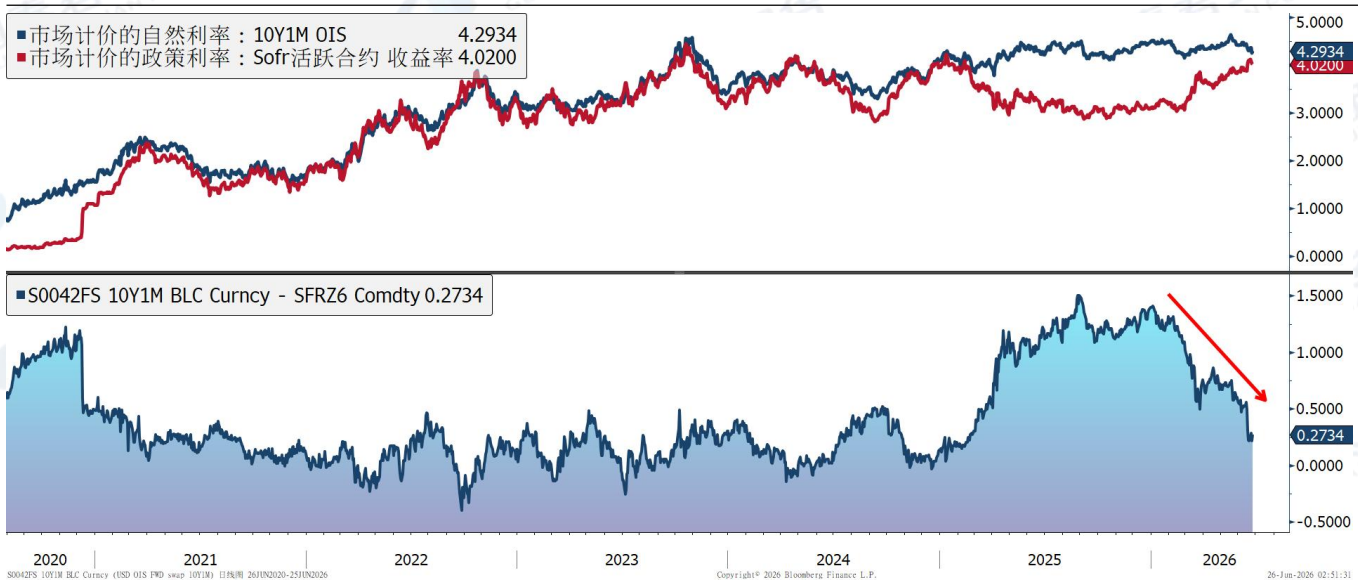
同时我们也观察权益市场对于边际紧缩已有反应，体现在即便在增长尚未显著放缓的背景下，利率与股票之间的相关性已转为显著负向——更高的收益率不再被解读为增长信号，而是估值压制与流动性收紧的信号。在这一机制下，通胀的任何上行意外或期限溢价的边际扩张，都对权益资产构成不对称的下行风险，尤其是对市场中久期最长的成长型资产。

图 73：美债曲线走平，指向自然利率 HLW R*利率-政策利率价差收敛，意味着当前货币政策相较经济体所需的自然利率有所偏紧



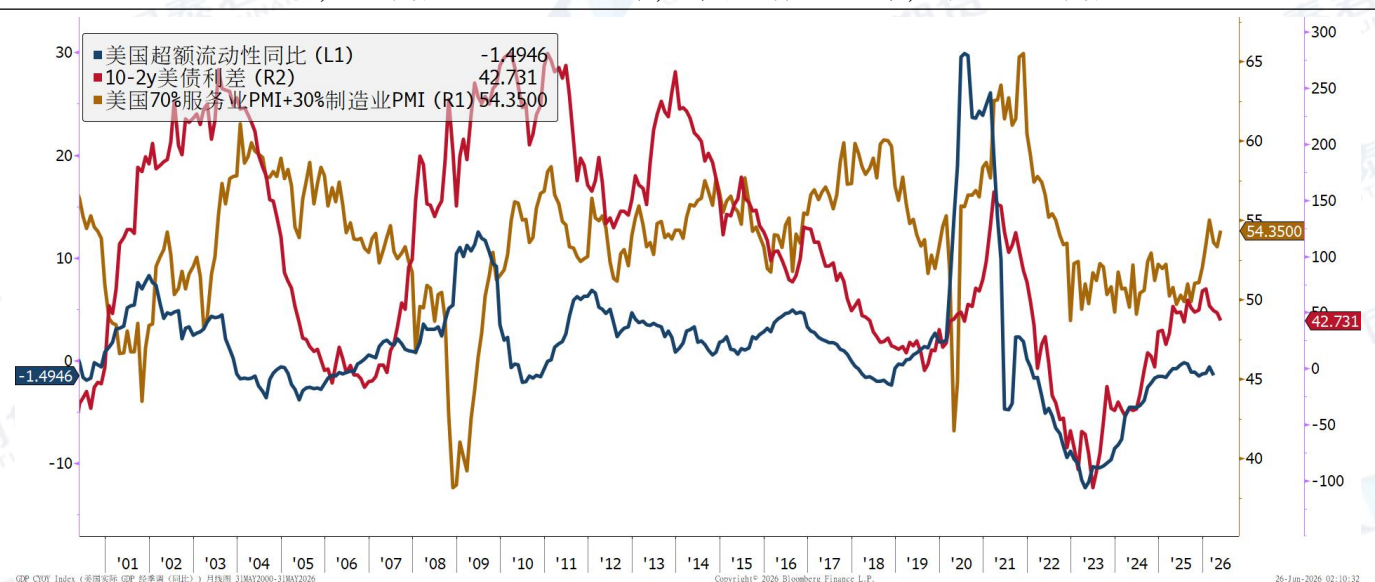
资料来源：Bloomberg，国泰君安期货研究

图 74：市场定价的自然利率（10y1m OIS）与市场定价政策利率（SoFr 合约收益率）价差逐步回落，显示货币政策从宽松转为收紧



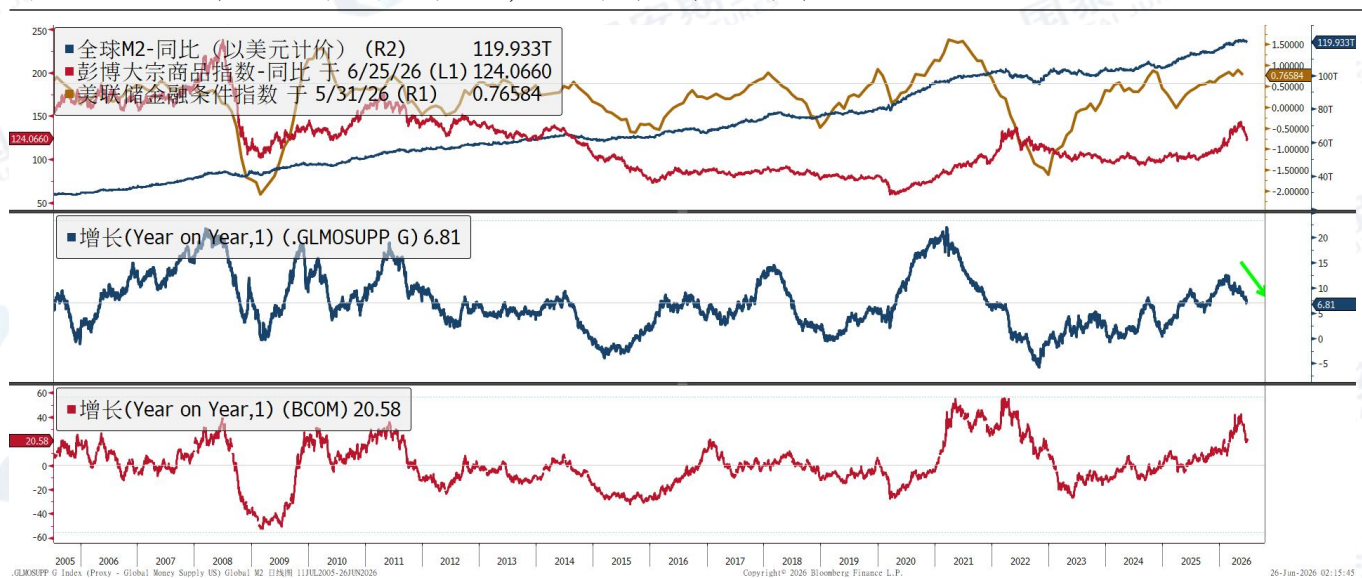
资料来源：Bloomberg，国泰君安期货研究

75: 美国超额流动性转负，由周期扩张见顶回落迹象，同时美债曲线熊平，皆指向对周期动能不利



资料来源: Bloomberg, 国泰君安期货研究

图 76: 全球 M2 同比自 3 月以来趋势回落，对大宗商品同比趋势有领先指向意义



资料来源: Bloomberg, 国泰君安期货研究

图 77：权益市场与 2y 美债收益率进入显著负相关性，标普较费城半导体更为显著，显示权益对利率敏感提升

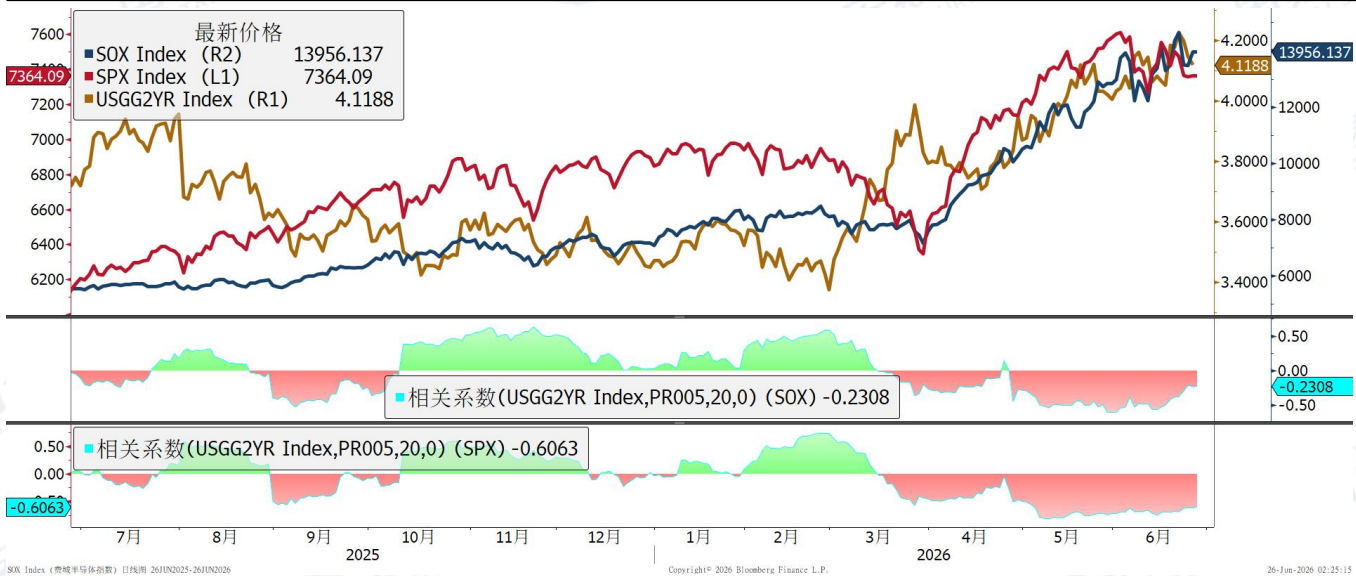
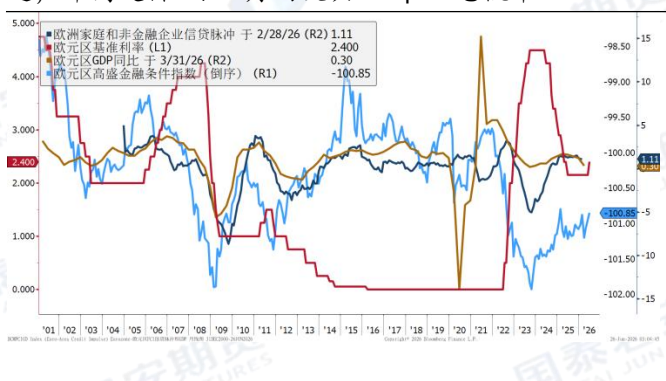


图 78：中国超额流动性连续 7 个月为负值



图 79：欧央行单一货币目标使得其对通胀反应更为迅速，年内定价 6、9 月两次共 50bp 加息概率



2.5 经济结构：私人固定投资成为边际拉动，“K 型分化”显著，就业消费持稳

2.5.1 私人固定投资：经济动能重要推动，AI 资本开支定义本轮投资周期

占据美国 GDP 总量约 17% 的私人固定投资，成为近年来美国 GDP 增速重要贡献项，预计在 2026 年也将继续延续以下特征：1) AI 产业 Capex 以历史级速度扩张与传统经济固定投资显著分化；2) 制造业回流叙事大于数据实证；3) 偏高的利率中枢和较差的 Affordability 使得住宅投资或将延续至 2026H2 (已连续第六季度收缩)。展望 2026H2，我们预计非住宅固定投资维持中高个位数增长，增长动能高度集中于 AI 相关资本支出，住宅投资持续拖累，考虑 30y 国债收益率或通胀预期有所回落，H2 住宅类降幅或有所放缓企稳。

住宅和非住宅两大类私人固定投资呈现两极分化，非住宅投资同比在疫情后基本维持了高增速，在 2025 年再度加速，当前季度同比增速 5.6%，而住宅类投资增速持续下行，当前季度同比萎缩 5%。在非住宅投资中，基础结构类（制造业、商业和保健、采矿业、电力与通信）同比收缩 6.1%，设备类（信息处理设备、工业设备）增长 8.7%，知识产权类（软件、研发、娱乐）增长 9.3%，AI 产业投资周期与基础结构类已然脱钩。

AI 资本开支是本轮投资周期最具有定义性的板块，2026 年超大云厂商资本开支 7500-8000 亿美元，2027 年 Hyperscaler CAPEX 共识在 9000-10000 亿美元，参考 2025 年美国私人固定投资总额约 4.2 万亿左右，2026 年 AI 年 CAPEX 约占整体私人固定投资 14-16%，整体近从 2026H2 时间范畴来看，AI 资本开支较为刚性，无疑将成为美国私人固定投资支出的关键驱动。

表 9：美国私人固定投资分项展望

指标	1Q26实际值	2026H2预测	占GDP比重
设备投资增速	+17.2% (年化)	+8.0% (q/q saar)	~6.2%
知识产权产品(IPP)增速	+13.0% (年化)	+8.0% (q/q saar)	~7.0%
非住宅构筑物增速	-5%至-7.5%	-3.0% (q/q saar)	~2.5%
住宅投资增速	-8.0%	+1.0% (q/q saar)	~3.1%
AI相关年化支出规模	\$6,500亿(Q1)	\$8,000亿+(全年E)	占私人固定投资14-16%
电脑+软件+R&D 占名义GDP增量	23.7%	预计维持20%+	占GDP约6.6%

资料来源：国泰君安期货研究

图 80：美国私人固定投资中住宅类和非住宅类显著分化，住宅类持续收缩

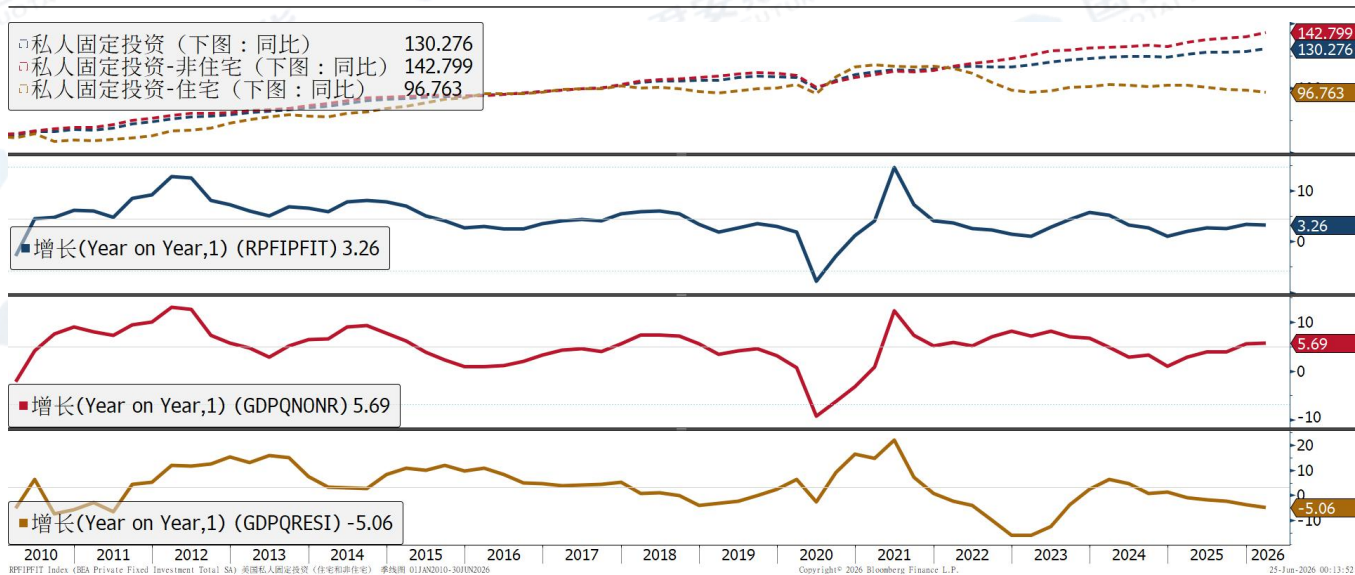
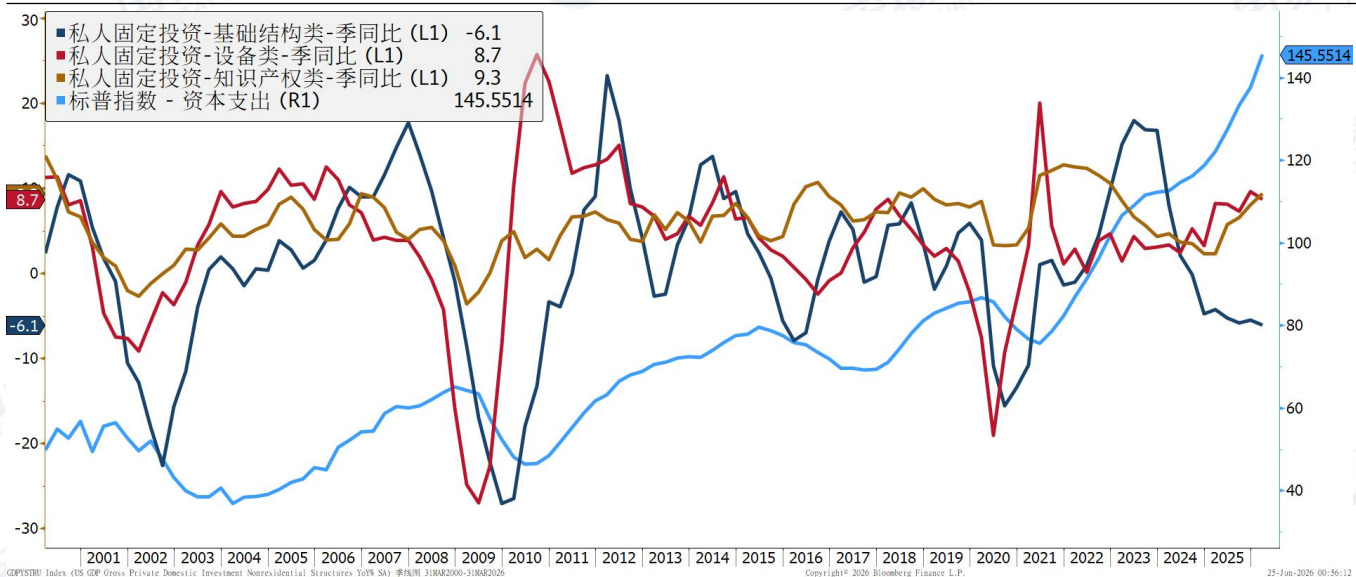
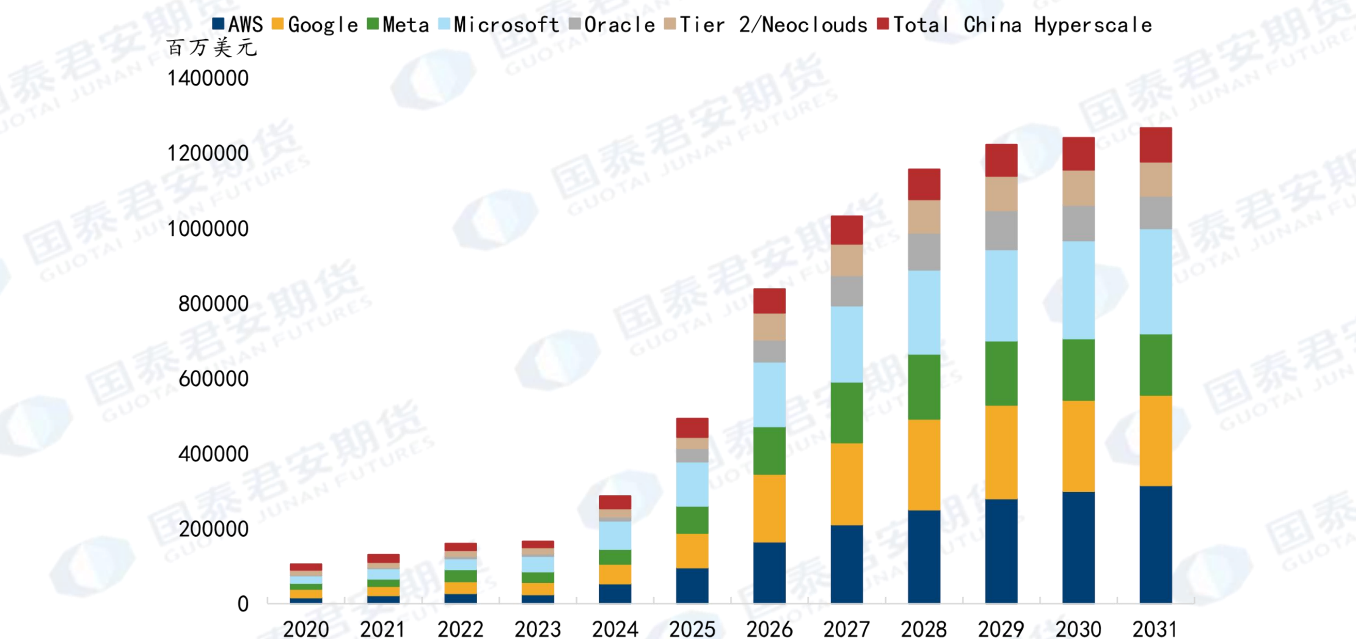


图 81：基础结构类代表的传统经济板块私人固定投资同比趋势与 AI 产业相关投资显著分化



资料来源：Bloomberg，国泰君安期货研究

图 82：全球 AI CAPEX 支出趋势



资料来源：Bloomberg，国泰君安期货研究

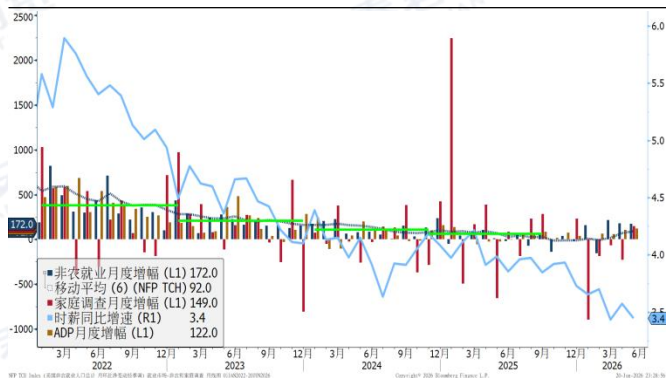
2.5.2 就业市场：供需两弱，不同数据组有分化，不构成加息条件

单从非农就业月增看，2026 年 5 月非农新增就业+17.2 万，大幅超出市场预期的+8.8 万，叠加 3 月（+2.9 万上修）和 4 月（+6.4 万上修）数据均被上调，3 个月移动平均达到+18.8 万/月，6 个月移动平均达到 9.2 万/月，2026H1 月增趋势走强较 2025 年走强。

单从多个数据维度看，就业数据组并非无懈可击，我们不认为本期非农数据天然代表升息，我们也认为 2026H2 美国劳动力市场倾向于令美联储等待而非升息。1) 在就业向消费传导的重要一环中，工资同比增速下

行，考虑到通胀因素的实际增速下行速度加快、个人可支配收入进入负增长。2) 代表需求端趋势的4月职位空缺尽管反弹，但更实时的5月中小企业雇佣计划快速回落至疫情后周期最低点。3) 休闲餐饮服务月增贡献最大至7万，可能受到世界杯赛事的事件性提振，需关注8月后是否环比回落，新增就业集中在工资偏低行业，专业服务、金融板块等传统高薪板块持续偏弱甚至净流出，就业月增和收入增速分化。4) 尽管非农月增趋势企稳反弹，但裁员数量在2026H1亦有所上升，3月平均裁员数反弹至9万人。5) 非临时性失业人数稳步抬升，非临时性失业近期大幅下行贡献就业数据，但或需观察持续性，失业率贡献占比重，永久性失业占比持续攀升。

图 83: 2026H1 非农月增平均趋势反弹，但工资增速同比持续下行，考虑到通胀因素的实际收入同比快速下行



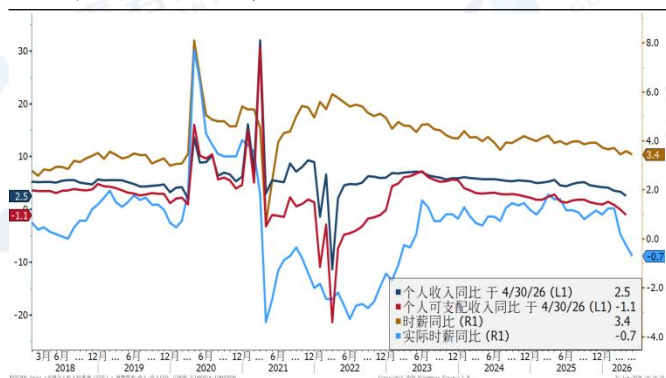
资料来源: Bloomberg, 国泰君安期货研究

图 84: 就业数据需求端如中小企业雇佣计划、indeed 网站职位公布数等趋势回落



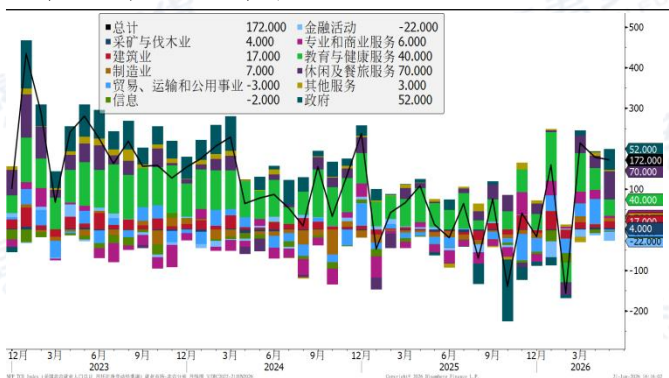
资料来源: Bloomberg, 国泰君安期货研究

图 85: 时薪同比、个人收入同比等趋势回落，考虑通胀因素的实际收入同比下行速度加快



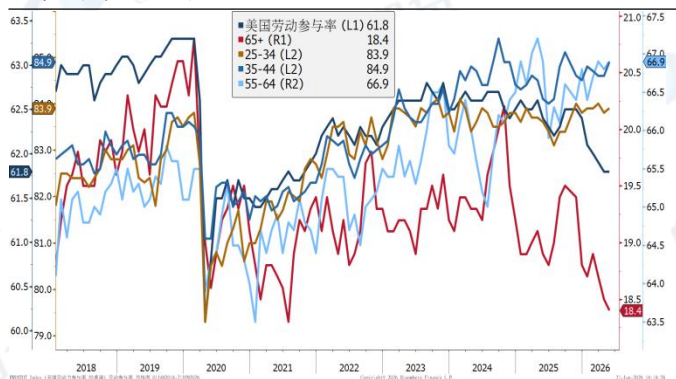
资料来源: Bloomberg, 国泰君安期货研究

图 86: 休闲餐饮服务月增贡献最大至7万，但需关注世界杯结束后是否有所回落



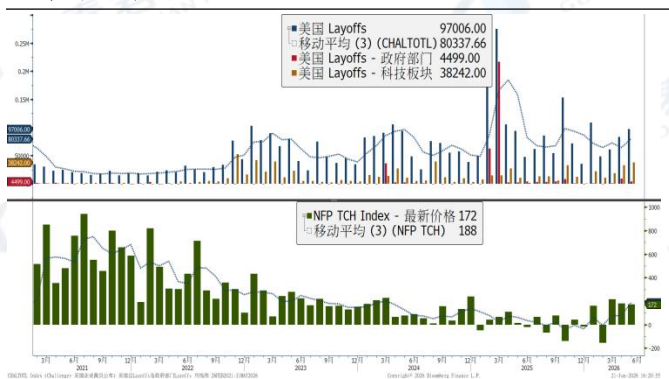
资料来源: Bloomberg, 国泰君安期货研究

图 87：劳动参与率大幅下行，其中 65+ 岁以上人口劳动参与率大幅下行



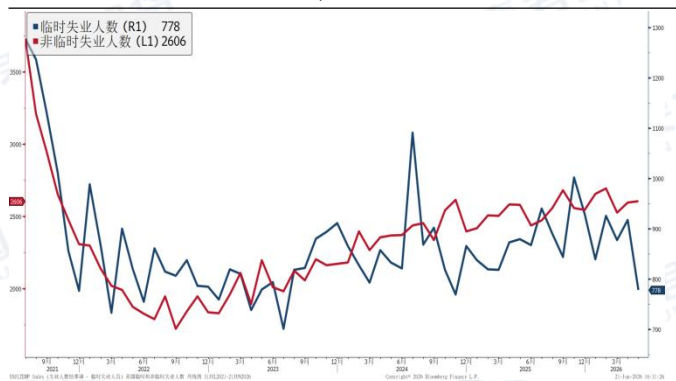
资料来源：Bloomberg，国泰君安期货研究

图 88：非农月增趋势企稳反弹，但裁员数量在 2026H1 亦有所上升



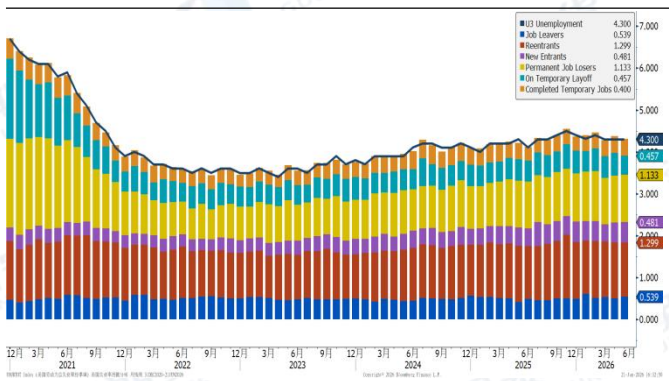
资料来源：Bloomberg，国泰君安期货研究

图 89：非临时性失业人数稳步抬升，非临时性失业近期中大幅下行贡献就业数据，但或需观察持续性



资料来源：Bloomberg，国泰君安期货研究

图 90：失业率贡献占比中永久性失业占比持续攀升，



资料来源：Bloomberg，国泰君安期货研究

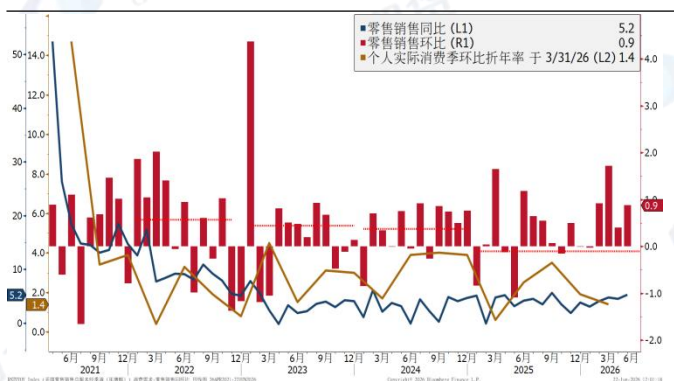
2.5.3 需求动能：总量韧性下难掩能源成本对消费的挤出效应

美国消费板块，短期的议题是能源对实际消费的影响。消费总量具备韧性，但结构不佳——我们通过日频消费动能（28 日平均后）显示当前消费总量同比趋势在美伊战争之后上行，零售销售数据（环比 1.7%，预期 1.4%）符合我们预期。受益于《大美丽法案》今年个人退税额度较去年提升约 650 亿美元，但此项收入将在 H2 衰减。

但能源成本占比个人消费支出比例急剧放大，当前支出韧性有一定“价格幻觉”。能源消费在整个消费总量上占比仅 5.5%，但在增速贡献上占比成为绝对贡献项（2.3%），非能源端消费贡献基本停滞（0.2%），除去能源成本之外的消费支出显著回落。后续需要观察能源价格回落，呈现总量消费动能略有放缓，但结构改善的情景。

中长期的议题是，“K 型分化”的结构性差异仍旧存在，但不至于形成危机。一方面，劳动收入趋势走弱成为中低收入消费者的底层约束，除去前文所提及的工资增速、可支配收入同比趋势持续回落，个人储蓄率及其占可支配收入比率亦持续回落。另一方面，当前股市的财富效应对家庭财富贡献仍旧显著，标普年同比增长 20% 以上显著高于均值 7-8 年增长，故而尽管工资收入趋势偏弱，股市强劲仍旧使得家庭财富年增长稳定在 7.9%，从而支持消费增长。从 2026H2 视角看，消费稳定不至于对经济带来显著拖累，更可能体现在“K 型分化”背景下核心消费和非核心消费板块差异。

图 91：美国零售销售环比趋势



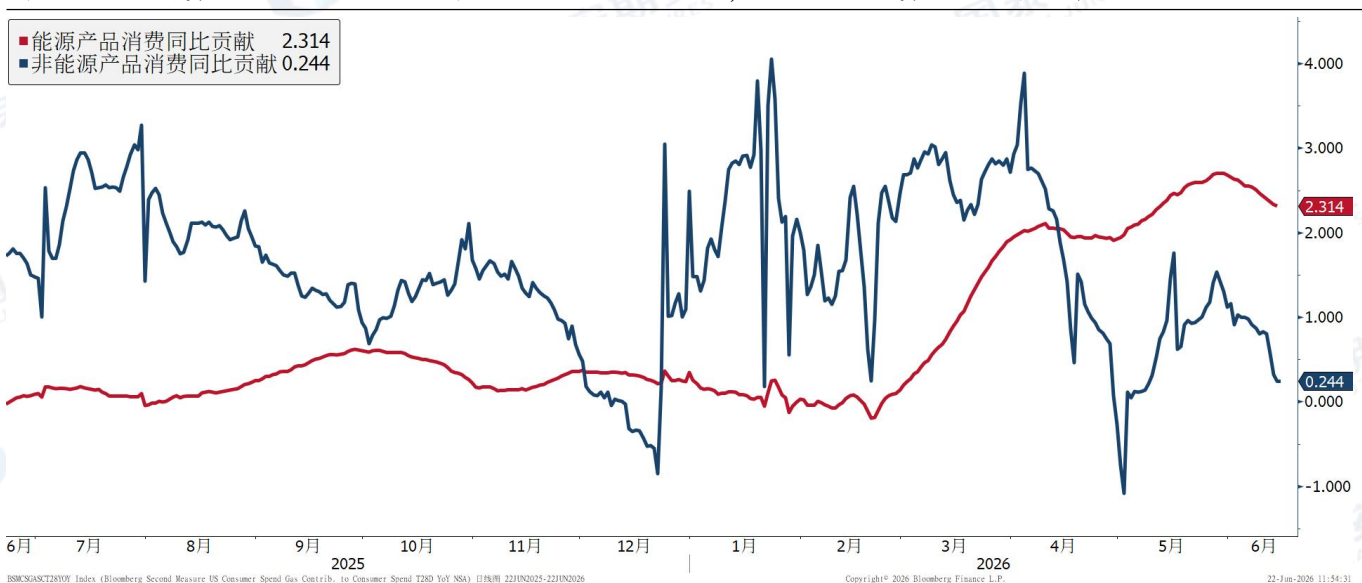
资料来源：Bloomberg，国泰君安期货研究

图 92：个人消费支出中，非耐用品消费增速构成主要贡献



资料来源：Bloomberg，国泰君安期货研究

图 93：能源消费在增速贡献上占比成为绝对贡献项（2.3%），非能源端消费贡献基本停滞（0.2%）



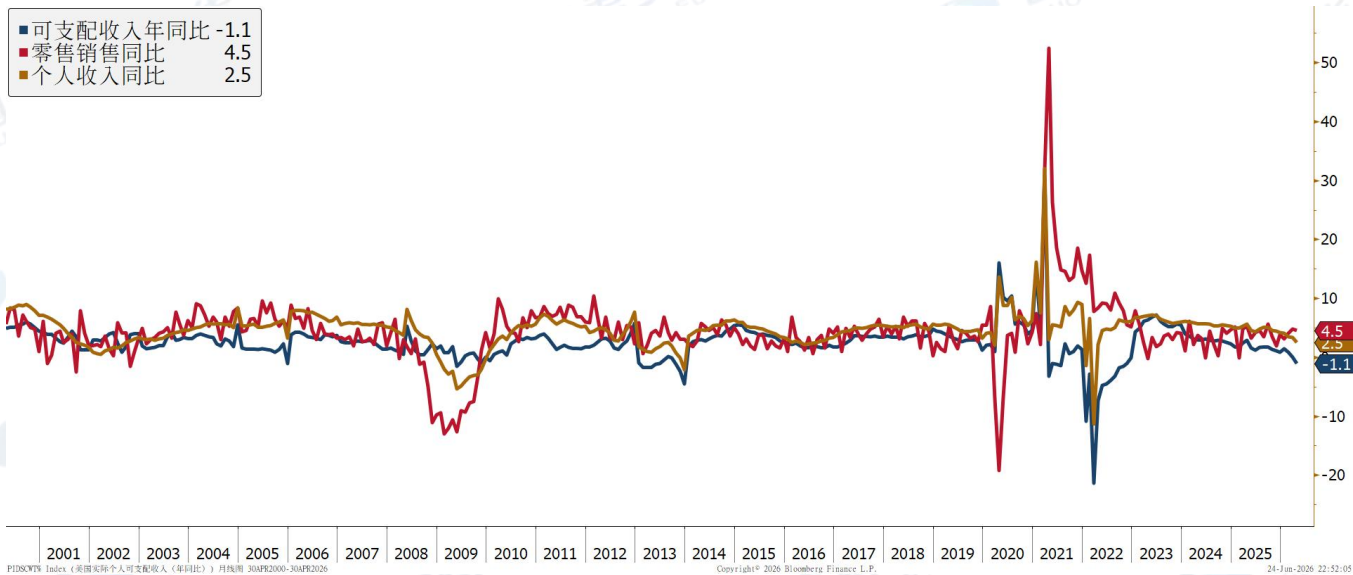
资料来源：Bloomberg，国泰君安期货研究

图 94：本年度因 OBBB 法案退税额度较去年显著提升，为 2026H1 消费提供了阶段性支撑



资料来源：Bloomberg，国泰君安期货研究

图 95：收入趋势回落对中低收入家庭消费构成底层约束



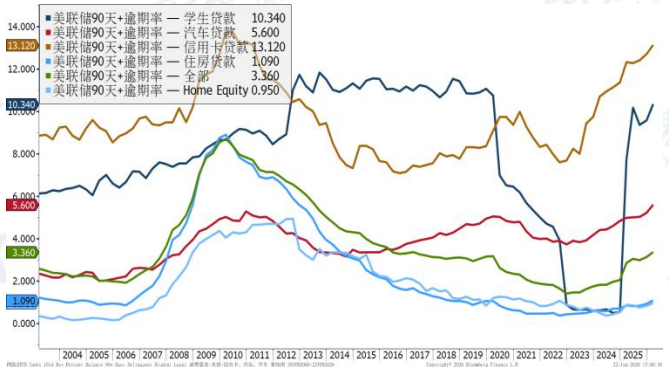
资料来源：Bloomberg，国泰君安期货研究

图 96：个人储蓄同比及其占可支配收入趋势快速下滑



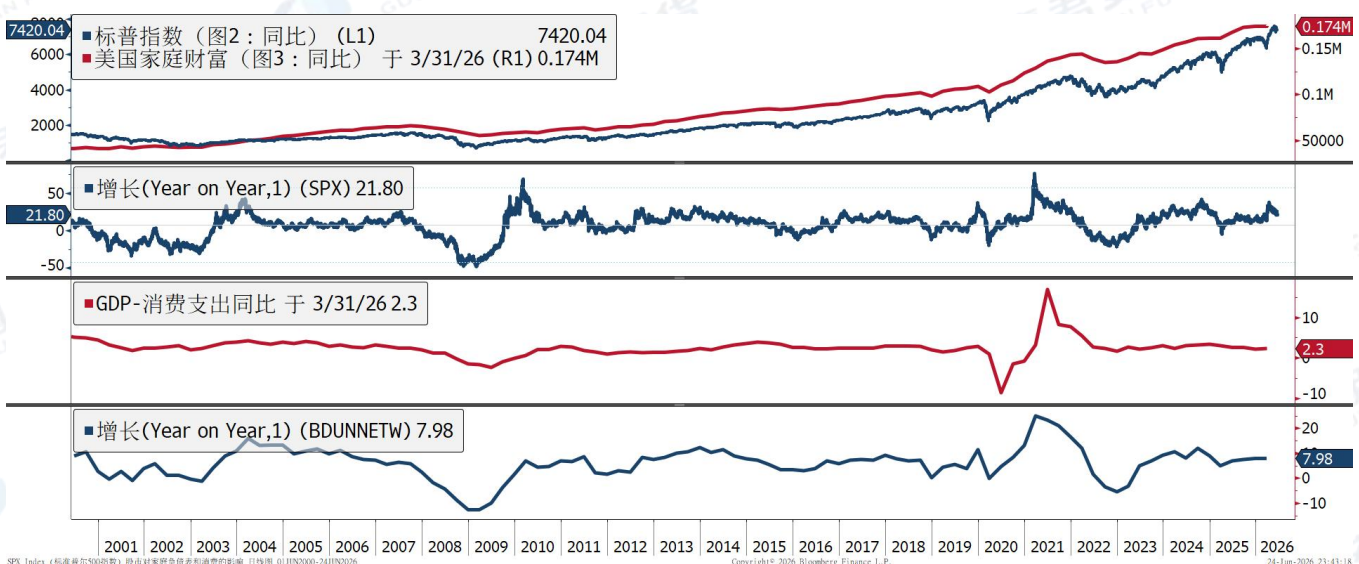
资料来源：Bloomberg，国泰君安期货研究

图 97：信用卡、汽车贷款逾期率显著回升



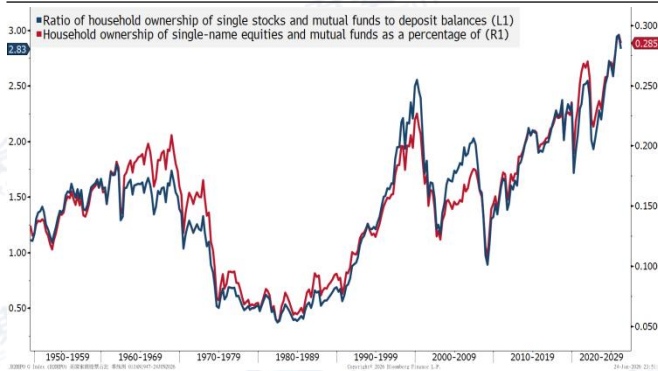
资料来源：Bloomberg，国泰君安期货研究

图 98：标普指数年同比增幅远超历史均值，使得家庭财务年增速稳定在偏高区域，支撑消费支出



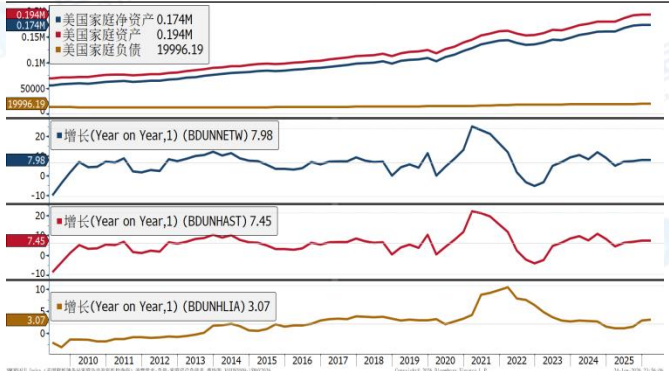
资料来源：Bloomberg，国泰君安期货研究

图 99：美国家庭股票/存款比例，及美国拥有股票家庭占比近年来持续走高



资料来源：Bloomberg，国泰君安期货研究

图 100：美国家庭资产净资产年同比增速大于负债同比增速



资料来源：Bloomberg，国泰君安期货研究

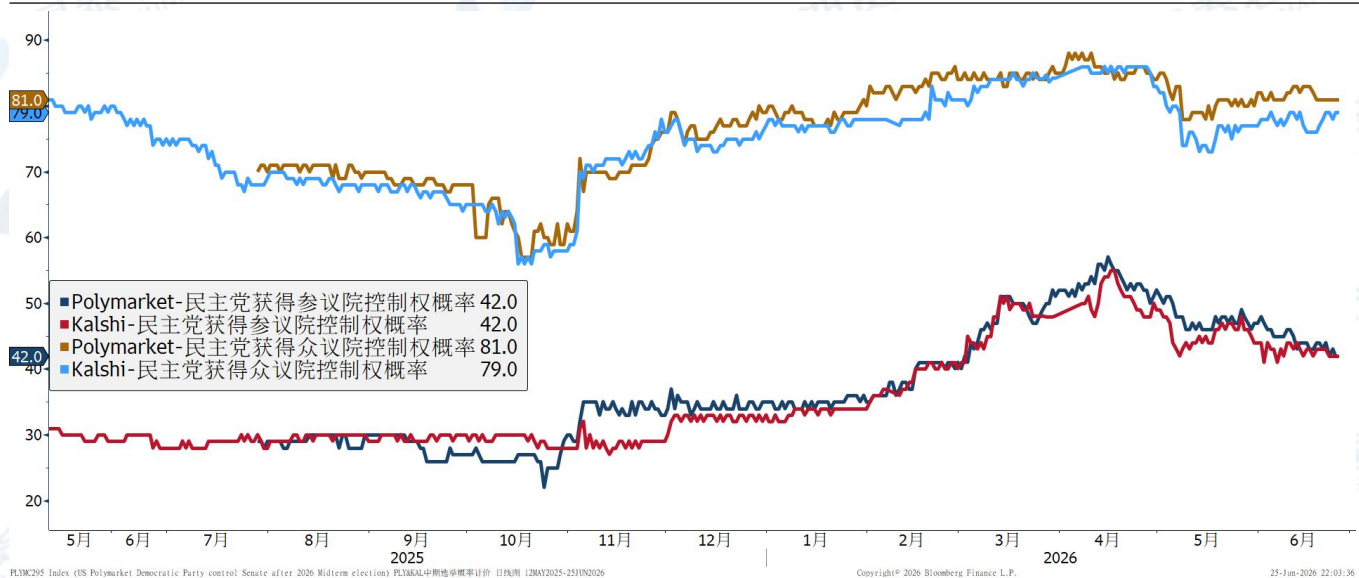
2.6 中期选举：政治噪音不改变基本面主逻辑，但可把握节奏统计规律

距11月中期选举不足六个月，随着时间推移，尤其是进入大选前1个月左右，政治不确定性或逐步成为影响市场的变量之一。本轮选举周期的特殊之处在于，美国选民正面临高油价、通胀压力持续以及居民实际购买力下降等多重宏观压力，这些因素不仅可能左右选举结果，也使得投资者情绪较以往周期更加敏感。我们结论是：1) 若延续当前概率，民主党获得众议院多数席位，共和党获得参议院多数席位，“分化两院”结果往往最为利好权益市场；2) 但整体上谁赢谁负并不重要，只要大选结果落地终结不确定性，历史统计规律往往显示11月股票市场倾向于反弹，大选结束后一个季度时间股票上涨概率较高。

从历史规律上看，大选年表现往往逊色于非大选年，市场波动率系统性高于非选举。统计自1928年以来中期选举年标普指数月度平均涨跌幅显示选举年标普的平均波动率高于非选举年，其中9、10月份波动率显著走高，11月波动率回落。统计显示选举年标普平均涨势低于非选举年，但平均亦可录得7.1%年化回报率。且在选举年呈现出较强的节奏规律——标普指数在选举年的9月份大概率下跌，但在10-12月选举结束后往往录得强劲反弹，中期选举年呈现出“Q3承压、Q4反弹”的典型格局。当然，今年相对特殊，一方面指数层面已经录得显著高于中期选举年的历史均值水平，另一方面Q2中东地缘带来油价冲击下，年内已经录得近10%的最大回撤，下半年风险和波动率可能已被前置部分释放。最值得关注的或许是中期选举后的市场表现。自1928年以来，S&P 500在中期选举后12个月内上涨的概率高达92%。若仅取二战后样本，选举后6个月和12个月的正收益概率均为100%，平均回报分别达14.9%和18.3%。

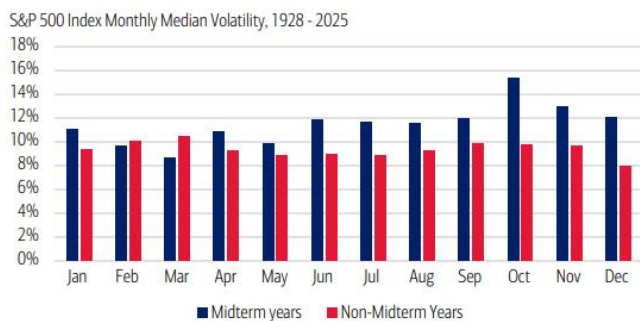
就选举结果对市场的影响而言，历史数据显示分裂国会格局略优于统一国会。1928年以来，分裂国会环境下S&P 500年均总回报为13.5%，高于统一国会的11.4%。市场偏好“温和僵局”情景，因其降低了剧烈政策转向的概率。但我们仍旧认为，中期选举时段大概率会放大市场噪音，但长期趋势仍旧由基本面、产业逻辑和底层宏观经济决定。

图 101：民主党将大概率锁定众议院多数席位，参议院两党争夺仍然焦灼但共和党相对领先



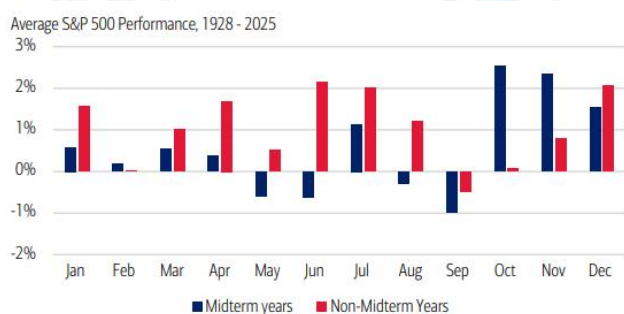
资料来源：Bloomberg，国泰君安期货研究

图 102: 中期选举年和非选举年月度标普指数平均波动率



资料来源: BofA, 国泰君安期货研究

图 103: 中期选举年和非选举年月度标普指数平均涨跌幅



资料来源: BofA, 国泰君安期货研究

3. FICC 观点: 联储是否主动紧缩? 权益市场风偏是否稳定?

3.1 美债: 等待货币政策框架“真空期”清晰化

2026 在又一场供给冲击下, 美债市场经历了复杂的政策再定价过程, 随后进入到新主席沃什领导下通胀中枢偏高+货币政策框架“真空期”, 美债市场分歧加大。

我们认为两个逻辑点将显著影响 H2 美债市场:

1) **美债期限溢价可能居高不下**: 美联储沟通框架的系统性转变, 联储淡化前瞻指引使得货币政策预期能见度降低, 美债跟随宏观数据或美联储态度波动放大, 市场对未来利率路径的不确定性将长期维持在较高水平。当市场无法依赖前瞻指引锁定利率路径, 投资者要求更高的期限溢价补偿不确定性, 尤其在 2 年期维度。

2) **货币政策看通胀趋势? 还是看通胀绝对水平**: 沟通机制可以变化, 但不能缺乏市场可以锚定的货币政策框架, 美联储仍旧需要告诉市场其行动依据是什么? ——是“抗通胀原教旨派”, 必须看到核心通胀在 2% 水平, 否则就主动紧缩抑制; 还是在当下 K 型经济下愿意等待通胀趋势伴随原油价格自然回落?

站在当下, 我们认为前者确定较高, 后者我们认为定价分歧较大。我们主观上认为, 考虑当前宏观流动性已经自发边际收紧, 而全球经济结构“K 型分化”下传统板块对货币政策收紧承受不对称的风险冲击, 同时本轮通胀的源头仍是能源端。我们仍旧认为今年货币政策按兵不动概率较大, 美联储主动紧缩概率偏小, 这意味着年内存在“加息”证伪的时间节点可能。此段交易基本面触发因素或是以通胀回落、金融市场动荡抵触为主, 事件性触发因素或以美联储最终货币政策框架清晰为主。以及需要关注 8 月美国财政部再融资会议释放增发意向。

从策略上看, 单边上, 我们认为 10y 美债收益率处于 3.95-4.65% 区间震荡行情中, 倾向于震荡回落 (锚定长期通胀预期), 先后触及目标 1: 4.15%, 目标 2: 3.95%。

价差和曲线上, 我们认为市场或对 2027 年 H1 定价过于鹰派, 但相较于单边多, 我们推荐: 1) 我们延续 5 月底推荐的策略——关注 SFR 2026 12 月合约-SFR 2027 6 月合约价差走平交易机会, 当前正在逐步由 2612 兑现, 后续有 2706 兑现。2) 关注美债曲线先走平后走陡策略, 30-38bp 布局, 18bp 以下止损。

图 104: 市场无法依赖前瞻指引锁定利率路径, 投资者要求更高的期限溢价补偿不确定性, 尤其在 2 年期维度



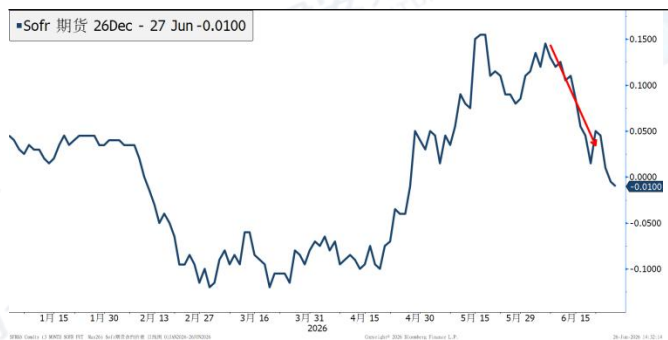
资料来源: Bloomberg, 国泰君安期货研究

图 105: 年内最重要的分化亟待澄清——2y 美债收益率与通胀预期和未来 1 年 CPI 预期呈现显著偏高分化



资料来源: Bloomberg, 国泰君安期货研究

图 106: 关注 SFR 2026 12 月合约-SFR 2027 6 月合约
价差走平交易机会



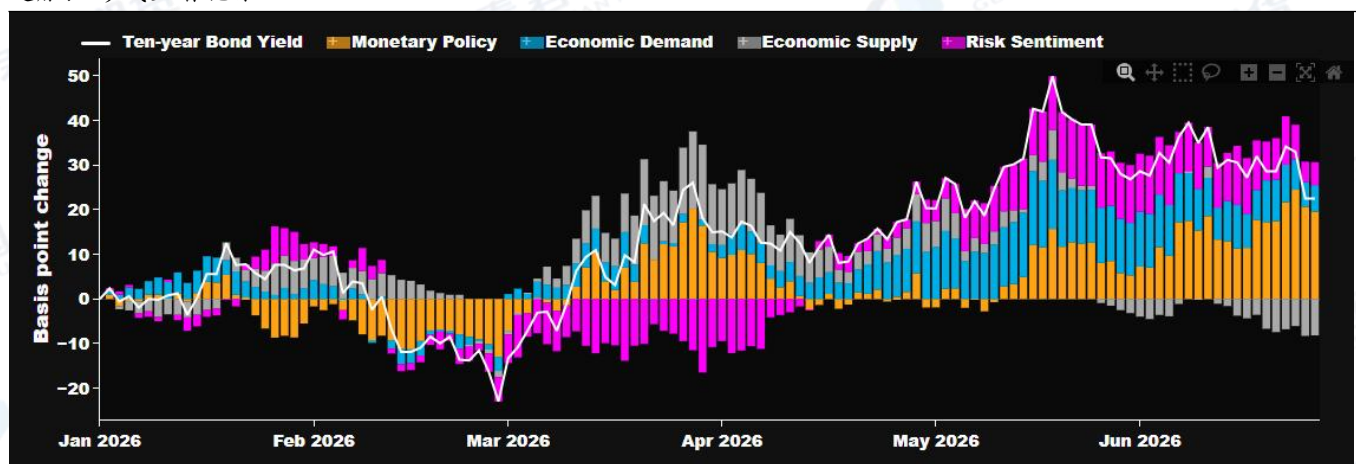
资料来源: Bloomberg, 国泰君安期货研究

图 107: 通过对各大类资产小级别交易时段相关性拆分, 对资产驱动分为货币、需求、供给和风险情绪四大象限

	货币政策冲击	经济需求冲击	经济供给冲击	风险情绪冲击
10 年期收益率	+	+	+	-
标普 500	-	+	-	-
通胀互换	-	+	+	
美元指数	+	+		+

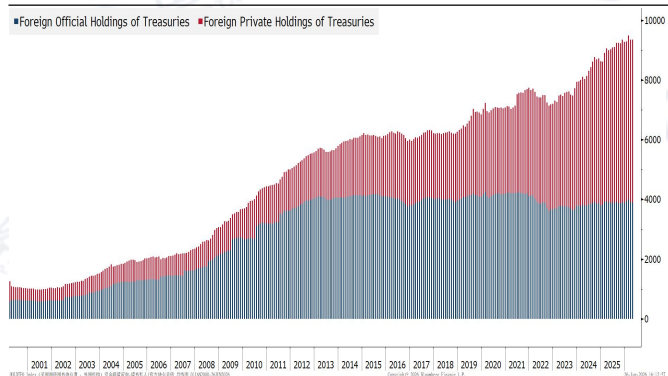
资料来源: Bloomberg, 国泰君安期货研究

图 108: 10y 美债收益率近期主要受货币政策影响, 经济需求端和风险偏好支持利率温和下行, 供给端(油价和通胀)形成显著拖累



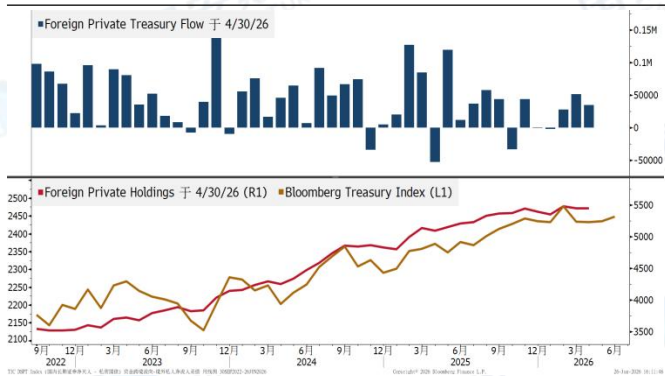
资料来源: Bloomberg, 国泰君安期货研究

图 109: 外国官方和私人部门持有美债趋势



资料来源: Bloomberg, 国泰君安期货研究

图 110: 外国私人部门净流入美债



资料来源: Bloomberg, 国泰君安期货研究

3.2 美元: 区间震荡, 观察联储主动紧缩是否兑现及全球权益市场风偏影响

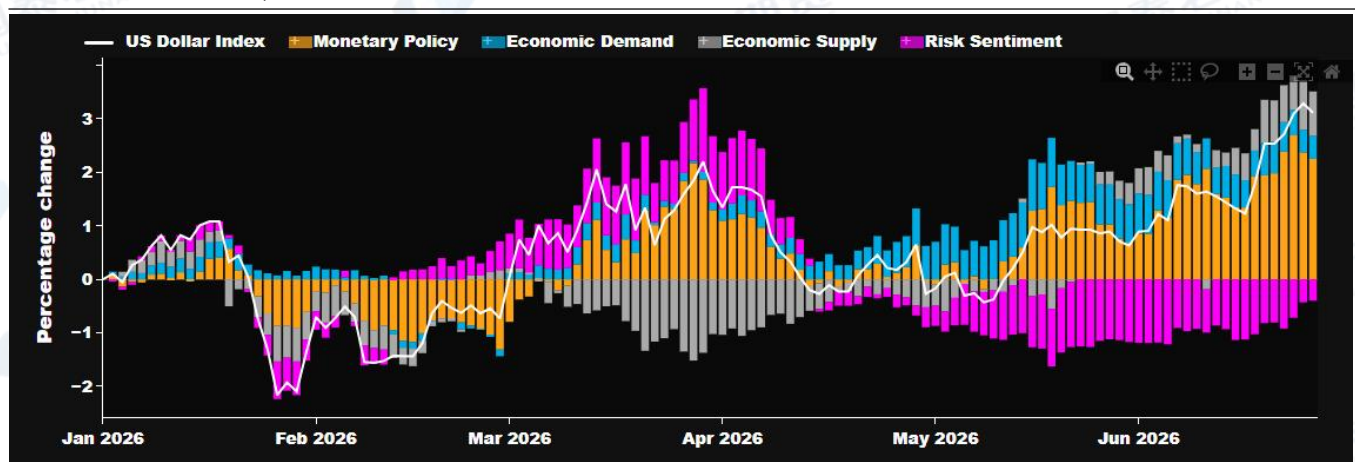
中长期看，美元估值整体相对均衡。G7 汇率中，欧元、英镑相对均衡，日元显著低估。这意味外汇市场尚不具备持续性单边大趋势基础，仍旧以区间震荡为主。短期看，美元与“模型美元”（2yusgg+2y US-EU spread）价差进入极低区域估值修复正在进行，但上行空间或有限。

从美元的上行驱动看，一方面，2026 年下半年，美联储政策转向取代中东地缘已成为全球汇市最核心的宏观变量，理论上重新打开了美债收益率的右尾分布空间这是自 2022 年以来首次出现实质性加息讨论的时间窗口。另一方面，基于联储货币政策偏鹰和经济韧性，美国-G7 利差有所反弹支持美元。地缘方面，考虑到美伊谈判环境下原油下跌后的地缘溢价基本平复，对美元进一步利空或有限。下半年政治事件上看，关注 1) 美伊协议 60 天窗口（可能短期利好美元）；2) 特朗普-习近平第二次峰会（对 CNY 形成扰动）；3) 以及美国中期选举（财政风险敏感度上升）。

但美元上方空间有限的判断，源自我们认为：1) 通胀趋势回落背景下，美联储货币政策主动鹰派的持续性和强度存疑；2) 全球股市风险偏好（尤其是在 AI 硬件阶段非美市场亦具备较强弹性）是年内影响美元的胜负手，AI 硬件时期的风偏上行不是“美国例外”，而是全球性的，美国与非美权益表现收敛抑制美元。不过近期风偏震荡中下行驱动转弱，因此，2026H2 若 AI 产业叙事在 2026H2 延续，则仍旧会为美元带来一定抑制，反之则加剧美元在风偏转恶背景下大幅上行。

策略上看，我们对美元短期波动区上方目标进一步提升至 101 已经兑现，震荡区间锚定在 97.8-102.8，节奏倾向于冲高回落。在中长期均衡背景下，Carry 策略具备持续盈利能力。

图 111：年内至今美元走势中，货币政策和经济供给因素（通胀）对美元构成上行驱动，风险偏好（全球股市）对美元构成下行驱动，但近期风偏震荡中下行驱动转弱



资料来源：Bloomberg，国泰君安期货研究

图 112: 美-G7 利差近期有所走阔, 带动美元反弹



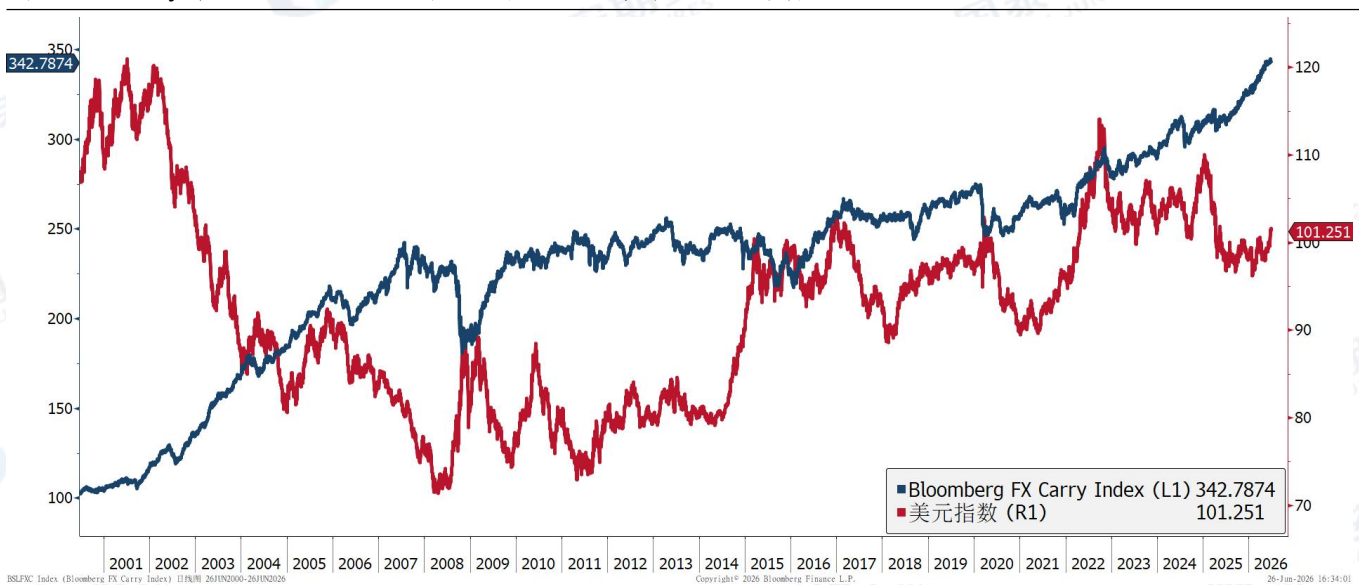
资料来源: Bloomberg, 国泰君安期货研究

图 113: AI 硬件时期的风偏上行不是“美国例外”, 而是全球性的, 美国与非美权益表现收敛抑制美元



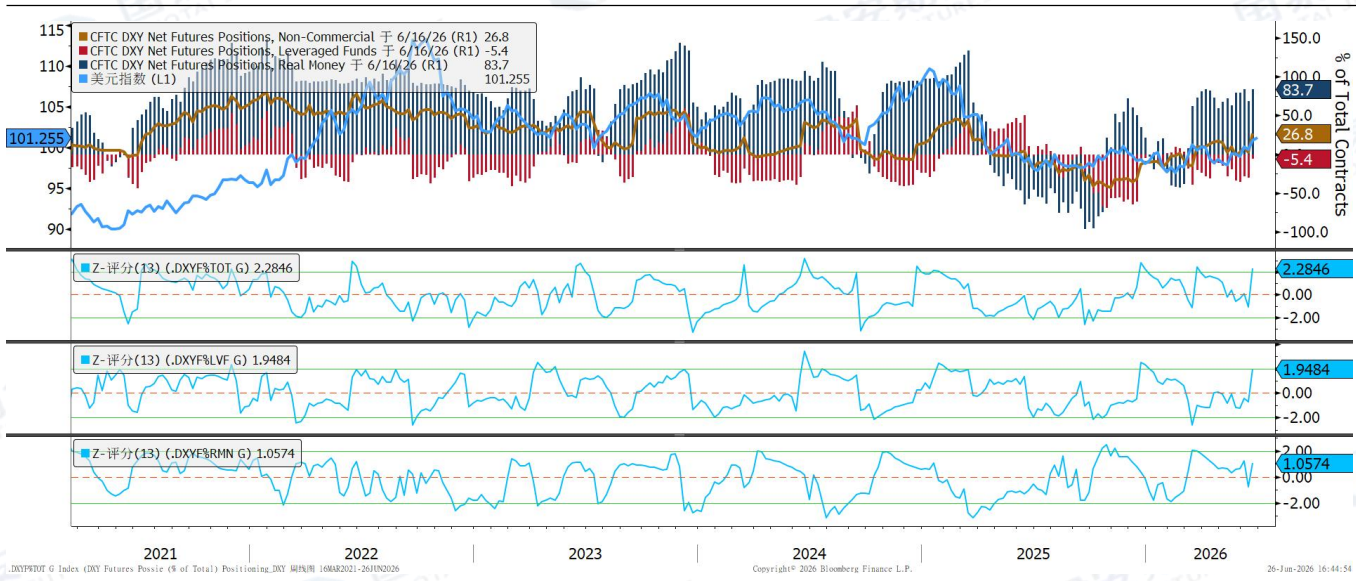
资料来源: Bloomberg, 国泰君安期货研究

图 114: Carry 策略整体组合在当前环境下仍旧具有持续跨越周期的收益贡献



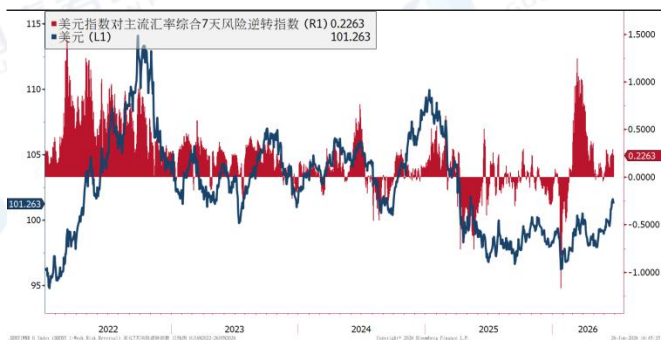
资料来源: Bloomberg, 国泰君安期货研究

图 115: 美元持仓分布



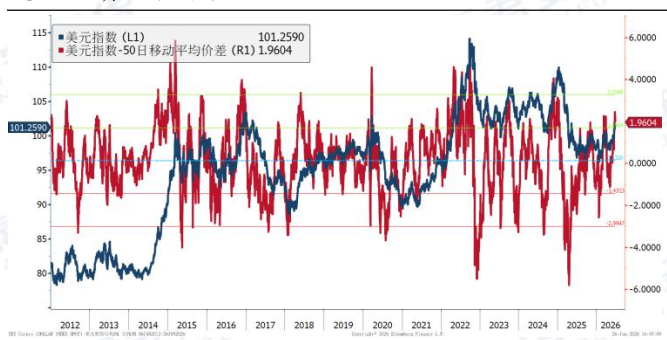
资料来源: 国泰君安期货研究

图 116: 美元对主流汇率 7 天逆转指数



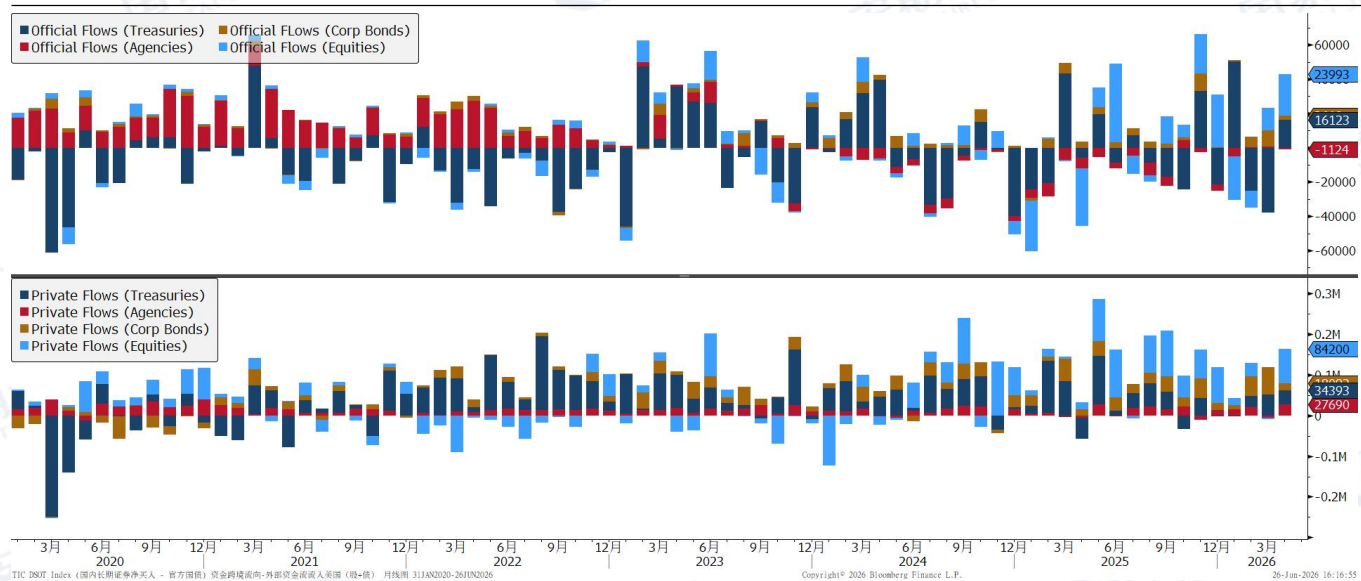
资料来源: Bloomberg, 国泰君安期货研究

图 117: 50 日均线为美元长期技术信号中表现较好的指标, 当前美元较 50 日均线偏离逐步接近偏高位置, 关注短期回落可能



资料来源: Bloomberg, 国泰君安期货研究

图 118：从官方和私人部门月度净流入美国（股+债）看资金跨境流动，“去美元”在实际中并不显著



资料来源：Bloomberg，国泰君安期货研究

国泰君安期货有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会核准的期货投资咨询业务资格（证监许可[2011]1449号）。

本报告的观点和信息仅供本公司的专业投资者参考，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。本报告难以设置访问权限，若给您造成不便，敬请谅解。若您并非国泰君安期货客户中的专业投资者，请勿阅读、订阅或接收任何相关信息。本报告不构成具体业务的推介，亦不应被视为任何投资、法律、会计或税务建议，且本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。请您根据自身的风险承受能力自行作出投资决定并自主承担投资风险，不应凭借本内容进行具体操作。

分析师声明

作者具有中国期货业协会授予的期货投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，力求报告内容独立、客观、公正。本报告仅反映作者的不同设想、见解及分析方法。本报告所载的观点并不代表本公司或任何其附属或联营公司的立场，特此声明。

免责声明

本报告的信息来源于已公开的资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的期货标的的价格可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，对此本公司可不发出特别通知。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的研究服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议，客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

版权声明

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国泰君安期货研究”，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。若本公司以外的其他个人或机构（以下简称“该个人或机构”）发送本报告，则由该个人或机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该个人或机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的期货品种。本报告不构成本公司向该个人或机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该个人或机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

除非另有说明，本报告中使用的所有商标、服务标记及标记均为国君期货所有或经合法授权被许可使用的商标、服务标记及标记，未经国君期货或商标所有权人的书面许可，任何单位或个人不得使用该商标、服务标记及标记。