

研究报告

欢迎扫码关注
工银亚洲研究



中国工商银行 (亚洲)

东南亚研究中心

李卢霞 兰澜 杨童舒

偏弱宏观数据支持美联储 继续“按兵不动”

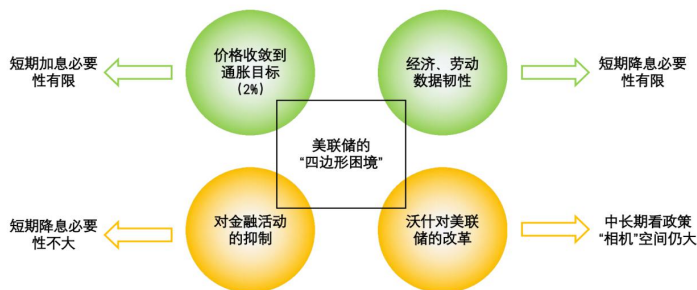
阅读摘要

7月FOMC会议在“按兵不动”中释放偏鹰信号：一方面，利率维持不变符合预期，但9:3分歧投票显著强化了政策内部分裂与通胀约束；另一方面，美联储在通胀仍高于目标的背景下，明确强调价格稳定目标的刚性，同时弱化前瞻指引，使政策路径更加依赖数据演进与实时判断，政策“模糊主义”倾向突出。

从宏观框架看，“数据—通胀—分歧”的组合指向：偏弱的6月通胀和二季度GDP数据，反映高利率对经济的限制开始显化，短期加息概率有所回落。基本面虽仍具韧性，但增长结构分化加剧，就业趋于“弱平衡”。通胀则由外生冲击转向结构驱动，服务项粘性与AI投资带来的供给约束成为新的上行压力来源。在此背景下，美联储既缺乏立即进一步收紧的确定性，也较难释放明确转松信号。

资产定价层面，在中东地缘形势缓和路径波折、高估值下AI商业化“脆弱”证伪背景下，随着美联储前瞻指引弱化与“市场替代部分紧缩”，金融条件收紧不再完全依赖政策利率，不确定性溢价上行成为扰动市场的关键变量。这一变化意味着：美元指数与美债利率短期维持高位震荡，美元指数进一步上行空间有限，美债市场延续“买短卖长”，美股在高估值与流动性约束下缺乏趋势性反转基础，全球资金或继续呈现区域与板块轮动特征。

图表1：“四边形”模型指向短期内维持政策利率不变、长期渐进式宽松



数据来源：美联储、中国工商银行 (亚洲) 东南亚研究中心

注：本报告的预测及建议只作为一般的市场评论，仅供参考，不构成任何投资建议。

本报告版权归中国工商银行 (亚洲) 东南亚研究中心所有，并保留一切法律权利。任何机构或个人未经授权，不得以任何形式修改、复制、刊登、引用或向其他人分发。

正文：

一、7月美联储议息会议核心内容

会议要点：本次 FOMC 会议在维持利率不变的同时，通过罕见的三票反对和强硬的通胀表述释放出偏鹰信号。沃什态度“刻意模糊”，会后市场计入加息的概率有所下降

1. 第 5 次连续维持利率不变，内部分歧显性化。本次会议以 9：3¹ 的投票结果维持联邦基金利率目标区间于 3.5%-3.75% 不变。但三位理事投下反对票，主张立即加息 25 个基点。这是 2025 年 12 月降息以来连续第五次维持政策利率不变，基本落在市场预期之内（会前期货市场交易定价维持利率不变的概率大约为 65%），但三张要求立即加息的异议票略超预期，表明鹰派阵营对于控制通胀的态度坚决。但美联储主席沃什的态度“刻意模糊”，令市场质疑其长期是否倾向低利率政策，会后市场波动反复。

2. “刻意”引导市场形成利率自主调整机制。沃什指出，自 6 月会议以来，名义与实际收益率在国债曲线上大幅攀升，部分增幅位于过去二十年约前十分位，显示市场开始基于经济基本面自主定价，而非主要依赖于“猜测美联储意图”。长端利率与期限溢价的自发上行正在替代部分央行紧缩职能，形成事实上的“被动紧缩”。这意味着金融条件收紧不

¹ 投票反对本次决议的三位委员分别为克利夫兰联储主席贝丝·哈马克（Beth M. Hammack）、明尼阿波利斯联储主席尼尔·卡什卡里（Neel Kashkari）以及达拉斯联储主席洛丽·洛根（Lorie K. Logan）。

再完全依赖政策利率调整，市场波动性中枢或系统性抬升，但资产定价与基本面的锚定关系有望改善。

3. 重申 2%通胀目标，重点关注企业强劲投资的双面效应。

通胀方面，沃什坚定重申“不存在软性通胀目标，不存在软性隐性目标，唯一目标就是 2%”，这一表态不仅是对公众预期的矫正，更旨在传达美联储反通胀信誉重建的决心。经济基本面方面，委员会对经济活动稳健扩张、劳动力市场平稳运行保持信心。同时，委员会强调重点关注企业投资强劲增长带来的影响。一方面，最新数据显示 AI 相关设备与软件季度同比增长率接近 20%，正在支撑制造业产出势头并为未来增长奠定基础；另一方面，AI 基础设施需求显著推高了存储芯片、逻辑芯片及相关技术设施价格，构成潜在通胀压力。往后看，此类投资对通胀的推升作用与对产出的带动效应仍是政策评估的关键变量。相对而言，前者传导更快更直接，但后者一定程度上可缓解通胀长期隐忧。

二、“数据—通胀—分歧”框架指向加息概率下降，政策路径不确定性仍高

（一）从基本面看：增长动能尚稳但分化加深，高利率对经济活动的限制开始显化

从整体表现看，美国经济呈现边际转弱趋势。2026 年二季度 GDP 环比折年率（初值）为 1.5%，低于市场预期（2.0%），

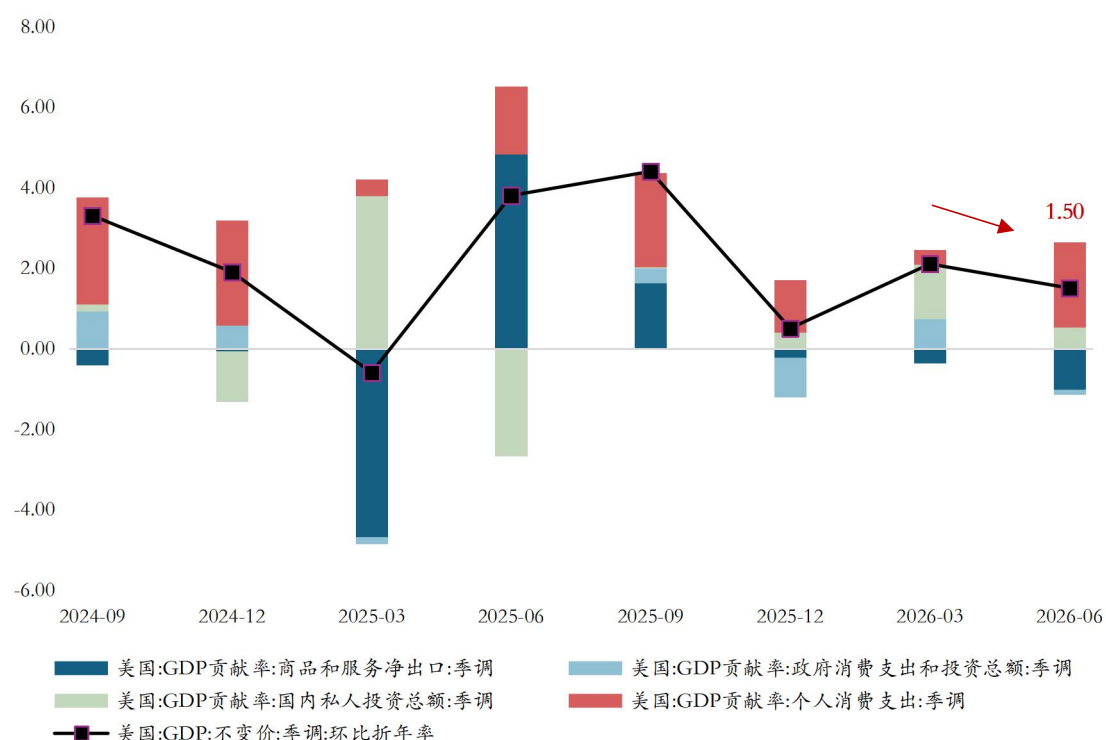
显示在高利率环境下经济活动仍具一定韧性，紧缩政策对总量增长的抑制尚未形成明显拖累，但“K型分化”愈发突出。

消费端：对于GDP的拉动作用有所上升（由一季度的0.4%上升至2.1%），但呈现明显“K型”走势：一方面，能源支出上升叠加通胀压力，使实际收入承压（实际时薪同比已连续两个月负增长），低收入群体消费能力受到约束；另一方面，高收入群体在财富效应及政策支持（如减税）的支撑下，消费韧性仍在。整体而言，在就业市场尚未明显走弱的背景下，消费有望维持温和增长，但内部不均衡问题持续存在。

投资端：较一季度的拉动作用有所减弱（由1.4%降至0.5%），前期基数较高有一定影响。总体上，我们认为今年投资依然是美国经济增长的重要拉动力。**具体来看**，企业资本开支保持较强动能，尤其是AI相关投资链条持续扩张，对经济形成关键拉动。同时，库存周期亦出现边际变化，前期去库存过程接近尾声，部分行业或进入补库存阶段，叠加能源与军工等领域需求上升，对短期增长形成支撑。

外需方面，净出口对增长的负面影响进一步扩大（由一季度的-0.4%进一步下降到-1.0%）。随着贸易政策逐步回归常态化工具框架，关税边际扰动减弱，但不确定性并未完全消失，叠加中东地缘形势缓和路径波折，预防性囤货加大补库需求，进口价格持续抬升也进一步加大净出口对GDP的拖累作用。同时，能源出口及AI相关产业链带动下的出口表现，在二季度有所减弱（见图表2）。

图表 2：美国二季度经济增长出现超预期放缓



数据来源：WIND、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

就业增长改善难掩结构趋弱，潜在增长转向生产率驱动。

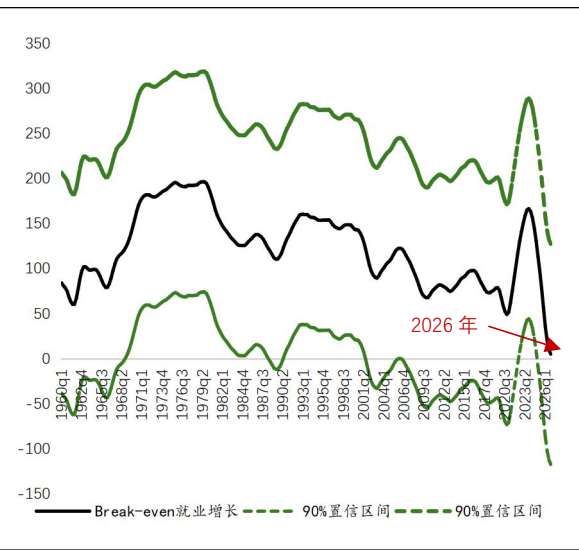
尽管就业数据整体表现好于预期，美国劳动力市场内部的结构性问题仍较为突出。2026 年 1-6 月，非农就业月均增加 9.3 万人，失业率维持在 4.2% 左右。6 月单月新增就业 5.7 万人，较此前有所下滑。教育/保健、商业服务相关的就业构成主要支撑。同一时期，ADP 就业月均增长 7.7 万人，同样高于过去两年平均水平，显示就业扩张在总量上仍具韧性。

但进一步从供需关系来看，劳动力市场已逐步转向“弱平衡”状态。2025 年下半年以来，JOLTS 职位空缺与失业人

数之比持续低于 1:1,至 2026 年 6 月仅回升至 1.04:1(761.8 万对 737.3 万),表明劳动力市场的紧张程度缓解。与此同时,一些支撑低失业率的因素正在发生变化。劳动参与率持续下滑,6 月降至 61.5%,为 2021 年 10 月以来最低水平,意味着部分低失业率来自劳动力退出而非就业改善。

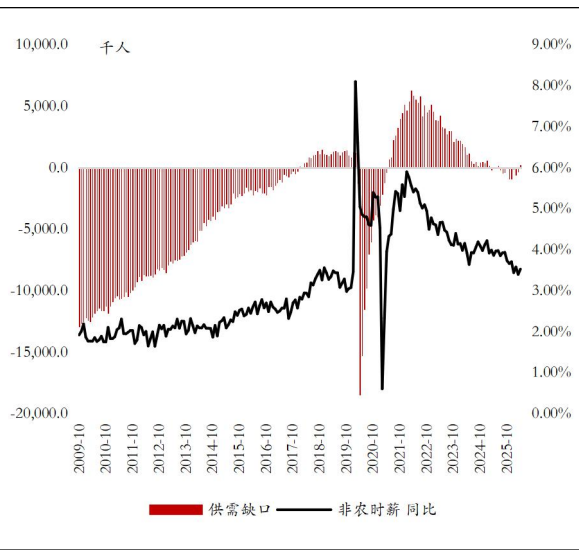
此外,就业对经济的支撑作用边际减弱。美联储研究显示,2026 年维持失业率稳定所需的新增就业规模(即“盈亏平衡”就业增长)可能已接近于零,这意味着即便就业不再扩张,失业率也能维持当前水平,潜在增长的主要驱动力正在由劳动力数量转向生产率提升。在这一背景下,AI 技术的应用进展被“寄予厚望”,其对劳动力需求结构的重塑可能进一步深化,就业替代的范围与强度存在扩大的可能(见图表 3-4)。

图表 3：美联储指出，为使失业率不变所需就业增长水平可能接近于 0



数据来源：美联储、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

图表 4：劳动市场平衡呈“弱平衡”特征



数据来源：WIND、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

（二）从通胀看：能源与关税影响趋势减退，结构性通胀粘性与新驱动凸显

2026 年上半年，美国通胀呈现由“外生冲击驱动”向“内生结构性驱动”切换的特征。年初以来，**能源与关税外生冲击因素主导通胀上行，但通胀在 6 月出现明显降温**。其中，CPI 同比回落至 3.5%、环比下降 0.4%（2020 年新冠疫情以来首次环比负增长），PPI 同比亦收窄至 5.5%。6 月 PCE 同比增速为 3.7%、环比下降 0.1%（2020 年新冠疫情以来首次月度下降），同时核心 PCE 同比增速为 3.3%，均处于稳定且缓慢的下行中。随着中东局势趋势缓和，WTI 油价由 100 美元/桶以上回落至 80 美元左右，叠加关税传导基本完成（测算显示其对核心商品 PCE 累计抬升约 3.1%、对核心 PCE 贡献约 0.8 个百分点，2026 年 5 月传导基本完成）（详见前期报告《美国通胀走势：能源退潮下的结构性粘性与新驱动》）。

从结构看，在外生冲击趋势退潮、商品通胀边际走弱的同时，**服务通胀粘性仍强**。2026 年 1 - 6 月医疗与金融保险对 PCE 的月均同比拉动分别达 0.51 和 0.53 个百分点，高于 2025 年均值，交通服务在能源二次传导下贡献亦明显上升，而住房通胀则延续低位运行。与此同时，**劳动力市场“弱平衡”**，失业率约 4.3%，职位空缺与失业人数之比降至 1 下方，薪资增速虽回落至 3.5% - 4.0% 区间，但仍高于与 2% 通胀目标相匹配的水平，**影响服务通胀缺乏快速下行动力**。

更为关键的是，**通胀驱动机制正在发生新的变化**：AI 投资周期通过“算力瓶颈—硬件涨价—资本品扩散”的路径嵌入价格体系，上游芯片与算力供给紧张推动相关价格由长期负增长转为正增长（如计算机及外设 CPI 由 2025 年平均 -2.92% 升至 2026 年上半年 1.25%），并通过设备与贸易链条向更广泛领域传导，在统计口径下进一步放大对核心通胀的影响。这意味着当前通胀压力更多源于供给约束与技术扩散带来的成本推动，而非单纯需求过热。在此背景下，尽管能源与关税因素退潮将带动通胀边际回落，但核心通胀中枢仍将维持在高于目标水平，回落过程缓慢且不确定性较高，通胀亦存在阶段性反复的风险（见图表 5）。

图表 5：能源驱动的外生冲击退潮，商品通胀边际走弱，核心压力仍在服务端

	权重	2026-06	2026-05	2026-04	2026-03	2026-02	2026-01	2025-12	2025-11	2025-10	2025-09	2025-08	2025-07
PCE同比增速	100	3.67	4.08	3.79	3.54	2.87	2.88	2.88	2.82	2.71	2.79	2.75	2.61
商品	31.2	1.16	1.49	1.37	1.17	0.56	0.40	0.54	0.46	0.41	0.43	0.27	0.18
耐用品	10.9	0.31	0.37	0.37	0.36	0.31	0.23	0.22	0.11	0.10	0.10	0.13	0.12
机动车及零部件	3.5	0.01	-0.01	0.00	0.00	-0.01	-0.01	0.04	0.06	0.07	0.08	0.09	0.07
家具及耐用家用设备	2.4	0.04	0.06	0.09	0.10	0.12	0.12	0.10	0.05	0.05	0.05	0.05	0.06
娱乐用品及车辆	3.5	0.22	0.22	0.22	0.21	0.15	0.09	0.06	-0.04	-0.06	-0.06	-0.06	-0.01
其他耐用品	1.5	0.05	0.09	0.07	0.04	0.05	0.04	0.03	0.03	0.02	0.02	0.04	0.00
非耐用品	20.3	0.84	1.12	1.00	0.81	0.26	0.17	0.32	0.35	0.31	0.34	0.14	0.06
外带食品饮料	7.1	0.17	0.17	0.18	0.12	0.16	0.14	0.15	0.14	0.16	0.17	0.16	0.13
服装鞋帽	2.7	0.10	0.12	0.10	0.09	0.07	0.05	0.01	0.00	0.01	-0.01	-0.01	-0.01
汽油及其他能源商品	2.3	0.60	0.93	0.67	0.50	-0.12	-0.16	-0.04	0.05	-0.01	-0.01	-0.13	-0.20
其他非耐用品	8.2	0.06	0.06	0.14	0.16	0.13	0.12	0.20	0.16	0.14	0.17	0.12	0.12
服务	68.8	2.51	2.59	2.42	2.37	2.31	2.48	2.34	2.37	2.31	2.36	2.49	2.44
家庭服务消费支出	65.8	2.52	2.58	2.38	2.35	2.28	2.46	2.33	2.35	2.28	2.30	2.42	2.38
住房及公用事业	17.8	0.58	0.62	0.61	0.58	0.62	0.65	0.67	0.66	0.67	0.71	0.76	0.76
医疗保健	16.9	0.51	0.53	0.49	0.52	0.51	0.53	0.44	0.49	0.47	0.43	0.50	0.50
交通服务	3.5	0.25	0.23	0.20	0.21	0.15	0.11	0.08	0.13	0.12	0.13	0.15	0.13
娱乐服务	3.9	0.12	0.13	0.12	0.10	0.11	0.16	0.18	0.10	0.12	0.15	0.13	0.14
餐饮服务及服务	7.0	0.25	0.26	0.25	0.24	0.21	0.21	0.23	0.18	0.21	0.23	0.22	0.20
金融服务及保险	8.3	0.65	0.68	0.55	0.50	0.47	0.57	0.51	0.52	0.48	0.47	0.48	0.46
其他服务	8.3	0.18	0.17	0.17	0.19	0.23	0.24	0.22	0.28	0.21	0.19	0.21	0.20
为家庭服务的非营利机构最终消费支出	3.0	0.00	0.01	0.04	0.02	0.03	0.01	0.01	0.02	0.03	0.06	0.07	0.06
非营利机构总产出	11.1	0.25	0.26	0.28	0.27	0.26	0.29	0.27	0.31	0.31	0.30	0.33	0.31
减：非营利机构商品及服务销售收入	8.1	0.25	0.25	0.24	0.25	0.23	0.27	0.26	0.29	0.27	0.24	0.26	0.26
剔除食品及能源的PCE（核心PCE）	89.0	2.93	3.05	2.96	2.89	2.72	2.76	2.64	2.52	2.45	2.52	2.59	2.55
剔除食品、能源及住房的PCE	73.5	2.43	2.54	2.45	2.43	2.23	2.26	2.13	2.00	1.92	1.94	1.99	1.93
能源商品及服务	3.9	0.61	0.94	0.71	0.56	-0.01	-0.03	0.09	0.17	0.10	0.10	0.00	-0.07
剔除能源及住房的服务	51.6	1.97	2.01	1.84	1.82	1.72	1.86	1.70	1.73	1.67	1.68	1.76	1.71
住房	15.6	0.49	0.50	0.49	0.47	0.49	0.50	0.52	0.52	0.53	0.57	0.60	0.61
市场化PCE	85.9	3.02	3.40	3.18	2.96	2.33	2.23	2.29	2.18	2.13	2.19	2.11	2.03
剔除食品及能源的市场化PCE	75.0	2.28	2.37	2.34	2.32	2.17	2.12	2.05	1.87	1.87	1.92	1.96	1.97

数据来源：WIND、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

（三）从金融条件看：美元流动性紧平衡，银行体系准备金水平处于政策框架合理下限附近，美联储相机采取审慎流动性管理措施

美元流动性处于“总量充裕但缓冲垫接近耗尽”的紧平衡状态。7月以来，SOFR大部分时间（衡量短期融资市场资金充裕程度的担保隔夜融资利率，7月位于3.53-3.66%之间）低于IORB（银行准备金利率，3.65%），表明短期融资市场资金供给充裕，流动性环境延续宽松。但7月末ONRRP（隔夜逆回购协议）余额降至略高于10亿美元的极低水平，处于“接近枯竭”状态，反映金融市场流动性缓冲垫几乎耗尽。

银行体系准备金水平处于“充裕”下限，年内大规模直接缩表措施或较难落地。7月初，美国银行体系准备金规模约3.14万亿美元，较2025年底的2.85万亿美元有所回升，整体处于充足但接近下限（10%）的水平。美联储自2025年底结束缩表后，转向通过购买短期国库券向金融体系重新投放准备金。5月以来维持每月100亿美元的购债规模。在当前降息较难落地、金融体系流动性紧平衡且银行体系准备金接近合理下限的背景下，大规模直接缩表措施较难落地，更可能通过“放松金融监管”等措施来实现。

（四）从非经济因素看：分歧上升与不确定性主导：前瞻指引弱化，政策更趋“相机抉择”

从非经济层面看，本次FOMC会议释放的核心信号在于政策一致性下降与决策不确定性上升。在政策表述上，本次

声明延续了相对克制的沟通方式，并未提供更明确的前瞻指引，仅强调“将实现价格稳定”以及维持对数据依赖，未对未来利率路径作出方向性暗示，显示政策沟通正从隐含路径引导转向更强调实时评估与条件反应，为后续调整保留空间。

从经济评估来看，美联储对增长与就业的判断偏中性偏稳，认为经济“稳健扩张”，就业增长“与劳动力供给大体匹配”，失业率变化不大；但与此同时，通胀仍被明确界定为“高于目标”，且部分源于能源等供给冲击。这种“增长稳、就业稳、通胀偏高”的组合，使得政策在“是否进一步收紧”与“等待通胀回落”之间面临权衡，也构成内部投票分歧的主要来源。

此外，在操作层面，美联储继续维持充足准备金框架（ample reserves），并通过常设回购与逆回购工具稳定短端利率，同时保留在必要时通过购买短久期国债补充储备的灵活性，体现出操作框架上的连续性与政策执行的灵活性。

综合来看，在地缘冲突扰动（如中东局势）、供给冲击尚未完全消退以及通胀仍高于目标的背景下，美联储短期内大概率维持观望立场，我们预期全年有可能维持利率水平不变。但考虑到内部政策分歧已显性化、且前瞻指引趋于弱化，后续政策路径将更加依赖数据演进，整体呈现更强的“相机抉择”特征。

三、美联储“模糊主义”叠加下金融市场走势前瞻

7月30日凌晨FOMC会议鹰派“按兵不动”后，美元指数跌后弱修复、美股分化大跌、长端美债利率走高。7月30日晚间美国6月PCE数据降温、二季度GDP增速放缓等偏弱宏观数据，叠加科技巨头较优财报数据公布后，美元跌破100关口后弱修复、美股分化大涨、美债延续“买短卖长”。往后看，在中东地缘形势波折缓和、高估值下AI商业化脆弱证伪背景下，美联储政策“模糊主义”转型进一步提高了金融市场波动性。

1. 美元：延续6月会议后预判，短期料延续偏强震荡走势、进一步上行空间有限。

7月FOMC会议后美元指数短暂呈现“先跌后涨”走势。一度跌至100.74、创下一周新低，鹰派加息预期未能落地（会前7月加息预期一度升至40%左右）、沃什发言增加短期政策路径模糊性（“市场替代加息”表态）是主因。随后，受中东地缘形势升温、油价大涨影响，重新走升至接近101的水平。偏弱的PCE和GDP数据公布后，美元指数一度跌破100关口、最低至99.705，随后修复至100上方。

往后看，中东地缘形势缓和路径波折、扰动市场避险情绪，油价高位波动掣肘通胀下行路径，叠加近期期货市场美元指数持仓转为净多头，共同为美元指数走势提供支持。但考虑到消费走弱抑制核心通胀上行、中期大选前中东地缘冲突趋势缓和仍是基准情形，美元指数进一步上行空间有限。

关注后续美国增长和通胀数据、中东地缘形势动态及 8 月杰克逊全球央行年会沃什关于美联储政策框架及路径的表述。

2. 美债：中东地缘冲突缓和节奏不及预期、政策“不确定性溢价”影响下，近期长端美债利率走势超 6 月会议后预判，短期料延续“买短卖长”格局、长端美债利率或有进一步时段冲高空间。

会前鹰派加息未能落地、沃什市场替代加息言论压降短期加息预期、但推升市场不确定性溢价，7 月 FOMC 会议后 2 年期美债利率下行 5-6 个 BP 至 4.23% 左右，10 年期美债利率上行 5-7 个 BP 至 4.67% 左右，30 期美债利率飙升 10 个 BP、突破 5.20% 关口，创下近 19 年（2007 年后）以来最高水平。偏弱的 PCE 和 GDP 数据公布后，美债市场延续“买短卖长”，2 年期、10 年期、30 年期美债利率维持在 4.23%、4.65%、5.19% 附近。

往后看，在年内利率维持不变的基准情形下，2 年期美债利率短期预计延续偏窄幅波动，9 月加息预期变化是最主要影响因素；高票息、配置盘等技术性支持，叠加通胀黏性、不确定性溢价因素，在经济数据未持续走弱前，10 年和 30 年美债利率或仍有进一步时段性走高空间，关键经济数据公布、中东地缘冲突动态、美联储政策表态均为重要影响因素。

3. 美股：政策预期转紧仅为美股指数回调因素之一，估值处于高位、AI 行业创新动态及龙头企业财报表现等均为扰

动因素，短期美股缺乏整体反转基础、全球资金轮动或延续。

7 月 FOMC 会议后美股三大指数尾盘“断崖式”大跌，道指跌 2.19%、创 15 个月最大单日跌幅，纳指跌 1.74%、连续第 6 个交易日收跌，标普 500 指数下跌 1.52%；对流动性高度敏感的大型科技股普跌，费城半导体指数大跌 5.33%；消费板块逆势走强，传统工业板块亦遭受明显抛压，一定程度或反映高利率的负面冲击。近期美股回调，除了美联储政策预期偏紧外，前期大幅上涨后半导体等板块估值高企，KiMi3 引发科技创新及竞争思考，四大云厂商面临现金流转负或大幅缩水困境，均为推动市场回调因素。7 月 30 日晚间，PCE、GDP 公布数据偏弱，但科技巨头财报表现积极，算力产业链和 AI 云服务板块带动道指、纳指和标普 500 分别涨 1.19%、2.78%和 1.66%。

比较看，**亚太股市走势平稳**，7 月 30 日越南胡志明指数、印尼雅加达指数、日经 225 指数、恒生指数分别收涨 2.35%、1.56%、0.71%和 0.20%；恒生科技指数跌 1.25%，但教育、消费、内银、部分科技板块涨幅明显。7 月 31 日除韩国综指受半导体板块带动大涨外，日经 225 指数、胡志明指数延续前日涨势、涨幅走升，恒生指数微跌、恒生科技指数继续上涨、教育、消费、内银等板块下跌。

从 EPFR 数据库追踪的资金流向看，7 月第三、四周资金呈现发达市场流出、新兴市场流入态势，特别是中国内地股

市资金流入大幅增加、创 2025 年 9 月以来新高（详见前期周度动态《特朗普政府广泛实施新一轮全球关税》）。

短期内，在多因素掣肘美联储紧缩预期趋势逆转前，全球股市资金料延续呈现区域和板块轮动特征；科技板块主线叙事并未消退，但前期过快上涨后，定价锚逐步从“预期”向“现实”切换，同时部分资金开始向消费等传统板块“高低切换”，能源等板块也阶段受益于地缘风险溢价。