

2026 年 8 月 25 日

美股宏观策略

## 宏观策略分析

证券研究报告

美国宏观报告

## 短端降息可期，长端顶部难移

—— 结构性供需推升期限溢价，黄金高息底仓为先

### 报告内容

**短端走弱长端居高，曲线陡化。**7月以来的美国宏观数据呈现出一种少见的组合：短端数据全面走弱，长端利率却逆势走高。就业方面，7月非农意外减少2.3万人，远低于市场预期的增加8.5万，前值大幅下修，劳动参与率与劳动人口同步收缩；消费方面，7月零售环比下跌0.6%，为14个月来最大跌幅，8月密歇根消费者信心初值骤降至51.0，创关税风暴以来最深回落。硬数据与信心数据双双走弱，直接反映在市场对9月加息的定价上，加息概率反覆回落，2年期美债收益率相应下行。

然而，长端利率并未跟随下行。10年期美债收益率从7月初4.48%一路上行至8月中下旬的4.7%附近，30年期一度触及5.34%，为2007年6月以来最高水平；10年期-2年期利差扩大至50个基点，为5月末以来最陡水平。我们认为，这不是传统意义上的“衰退交易”，而是“类滞胀式陡化交易”——短端有顶，长端难降，驱动力已经从周期性的加息预期转向结构性的供需失衡。

**支撑长端利率的多重结构性力量值得高度关注。**一是财政供给持续扩张，将7-9季度净发债需求从5月预估的6,710亿美元大幅上修至7,390亿美元；二是海外官方买盘持续收缩，以中国为例，中国官方美债持仓较2016年高点已累计减持近50%；全球央行购金加速替代美债的储备地位，按市值计算，全球央行黄金持仓总量已超越美债，为1996年以来首次。这反映去美元化是结构性、非周期性的调整；三是AI基础设施资本开支债务化，超大规模云厂商自由现金流持续转负，投资级发债对国债久期供给形成“抢资金”效应。这多重力量叠加，令期限溢价系统性上移，短期内难以逆转。

**黄金的定价逻辑已经从“实际利率”转向“储备重构”。**全球央行连续四年年均购金约1,000吨，2026年二季度净购289吨、同比大增62%，为近四年单季最高；中国人民银行连续21个月增持黄金，且呈现“越跌越买”的逆向特征，7月单月增持规模为本轮周期最大，但黄金占中国外汇储备比重仍仅约8%，明显低于全球平均水平，向上空间依然充裕。美元指数持续处于200日均线下方、实际利率上行也未能压制金价，进一步印证黄金的边际定价权已不再由传统利率框架主导。我们认为，黄金ETF是本阶段应对去美元化与储备重构趋势最直接、流动性最好的配置工具，建议投资者继续保持相关敞口。

**高息资产避险，票息优于估值。**在“短端有顶、长端难降、增长下行”的宏观组合中，票息类回报的确定性明显优于估值扩张型资产。高久期成长股面对贴现率抬升与现金流缺口扩大的双重压制，波动预期将进一步放大；相比之下，公用事业、电信、必需消费与优质REITs等高股息资产，一方面受益于资金从高久期成长股的再平衡效应，另一方面其现金流对经济走弱的敏感度明显低于周期股，是当前阶段确定性较高的“底仓解”。我们认为高息ETF可作为组合防御属性的核心配置，兼顾票息保护与相对低波动特征，与黄金ETF形成互补——前者对冲增长下行与利率高位对现金流估值的压制，后者对冲美元信用与储备体系重构的尾部风险。

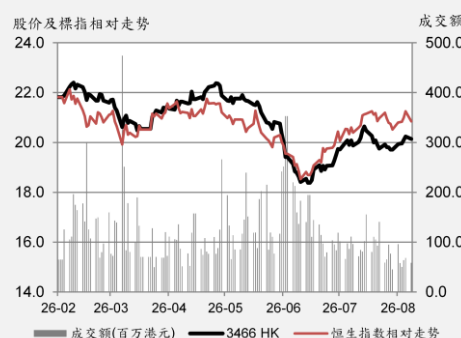
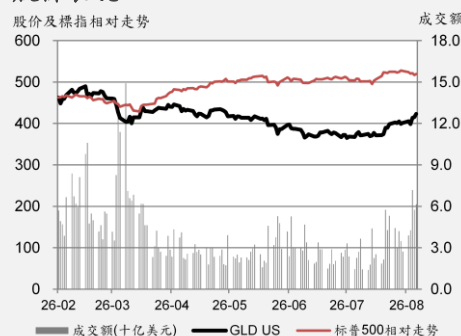
综合而言，本轮行情的主线并非“经济衰退”，而是“结构性长息陡化”叠加“储备体系重构”的双重叙事。我们建议投资者在维持整体风险资产配置的同时，适度提高防御性与实物资产权重，密切关注未来数月的核心PCE、非农情况等关键数据对FOMC决议路径的指引，动态评估黄金ETF与高息ETF的配置情况。

关注股份

SPDR 黄金 ETF (GLD.US)

恒生高息股 30 指数 ETF (3466.HK)

### 股价表现



数据来源：彭博、国投证券国际整理

黄焯伟 宏观分析师

stevewong@sdicsi.com.hk

### 物价稳中向下，但有隐忧

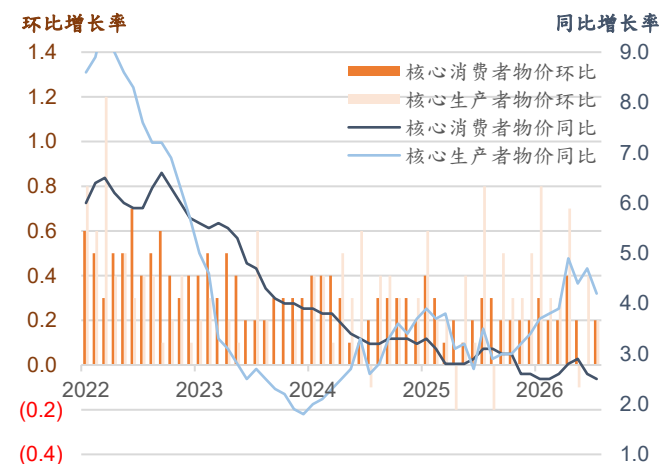
**7月CPI温和、PPI连续两月低于预期。**7月CPI环比+0.07%（前值-0.42%），核心CPI环比+0.22%（前值-0.02%），同比分别由3.5%降至3.4%、由2.6%回落至2.48%，与2月并列近五年低点；核心CPI年化增速一个月+2.6%、三个月+1.6%、六个月+2.4%，动能整体放缓。7月PPI连续第二个月低于预期，环比持平（预期+0.2%），核心PPI环比+0.2%（前值+0.4%），同比由5.5%降至4.7%、核心由4.7%回落至4.2%。中东局势推升油价的传导明显钝化，能源在CPI中拖累11个基点（汽油-2.9%）、PPI运输仓储环比-1.8%（空运-5.0%）；世界杯带来的酒店、租车、赛事门票短期溢价开始回吐，符合“暂时性冲击退潮”的判断。

**供给冲击退潮，但通胀韧性仍在。**整体而言，市场对物价通胀有三方面隐忧：

- 一是核心CPI通胀广度扩大，年化通胀高于2%的核心分项占比升至53%（Q2均值42%），年化高于4%比例由31%升至41%，上行压力再度扩散；
- 二是核心服务由0%回升至0.2%，房租（primary rent与OER均+0.26%）动能重新加速，机票+2.2%、医疗服务与无线通讯反弹，“服务黏性”未见根本消退；
- 三是预期升温，消费者一年期通胀预期升至4.3%（前值4.2%），五至十年预期连续三个月锚定在3.3%，“未脱锚但偏高”是美联储持鹰的最大理由。

我们认为物价“总方向向下、斜率极浅”，服务与租金反弹意味着通胀路径存在再度反复的可能，“通胀已过关”的定价可能过于乐观。8月26日核心PCE读数将是9月FOMC前的最后一根价格标尺。

图1：物价指数变动情况



资料来源：彭博、国投证券国际整理

图2：美国Zillow房租指数及曼二手车价格指数



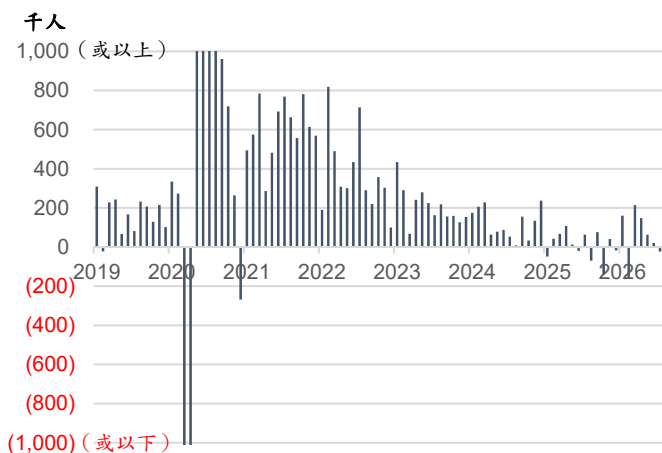
资料来源：彭博、国投证券国际整理

### 就业转弱，硬软数据双双恶化

**7月非农大幅低于预期，前值双向下修。** 7月非农减少2.3万，远低于市场预期的增加8.5万；六月由此前正增长下修至+2万，前两个月合计下修10.3万，三月平均新增就业由7.7万骤降至2万，为2020年疫情后除个别月份外最疲弱读数。分行业看，政府部门是最大拖累（地方政府教育-5万）、休闲酒店-4万、零售-1.9万、金融业-1.4万（金融业就业自2025年5月峰值累计减少12.1万，或部分反映AI替代效应）；私营部门仅+3万，建筑业+2.2万是少数亮点。ADP「小非农」亦同步印证降温信号，7月私营部门新增就业仅4.4万人，远低于市场预期的7.5万。

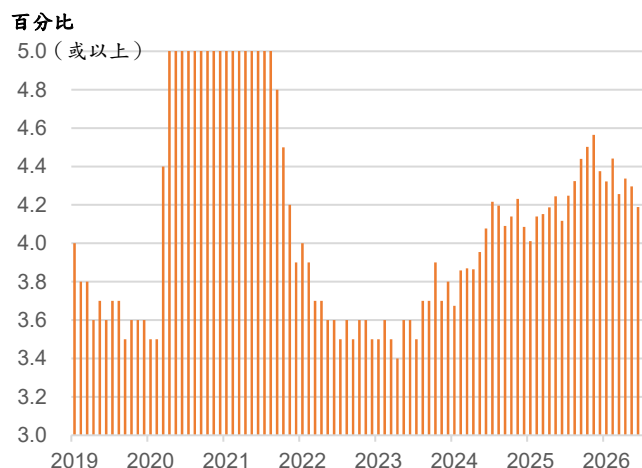
**失业率下降是“错误理由”，劳动力供给持续收缩。** 7月失业率由4.19%降至4.09%，但结构上并非好消息，家庭就业下降8.7万、劳动力人口锐减26.4万，劳动力参与率再降0.1个百分点至61.4%（较去年低0.9个百分点），就业人口比例滑至58.9%；每小时工资环比降至+0.1%（前值+0.3%），“就业需求疲弱+供给收缩”双重信号并现。劳动收入合计增速由+0.3%骤降至+0.05%，居民收入增长明显失速，为下一阶段消费回落埋下伏笔。9月FOMC前仅剩一份就业报告，就业硬数据已难为鹰派立场提供更多支持。

图 3：非农业新增职位



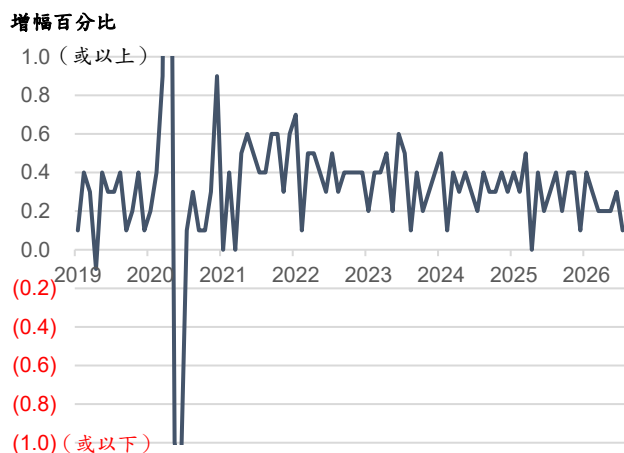
资料来源：彭博、国投证券国际整理

图 4：美国失业率



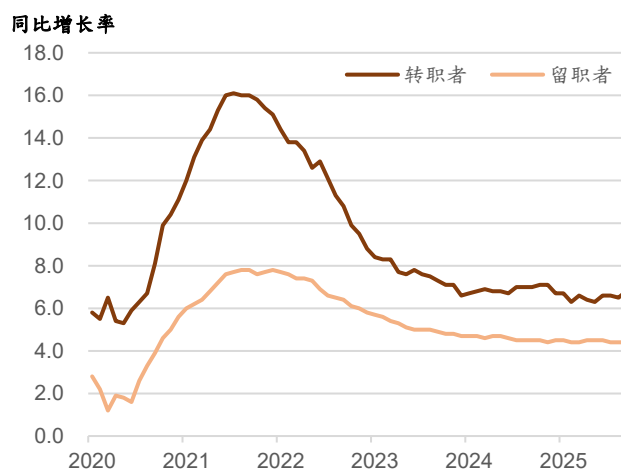
资料来源：彭博、国投证券国际整理

图 5：美国平均每小时工资（月环比）增长



资料来源：彭博、国投证券国际整理

图 6：美国平均年薪增长率



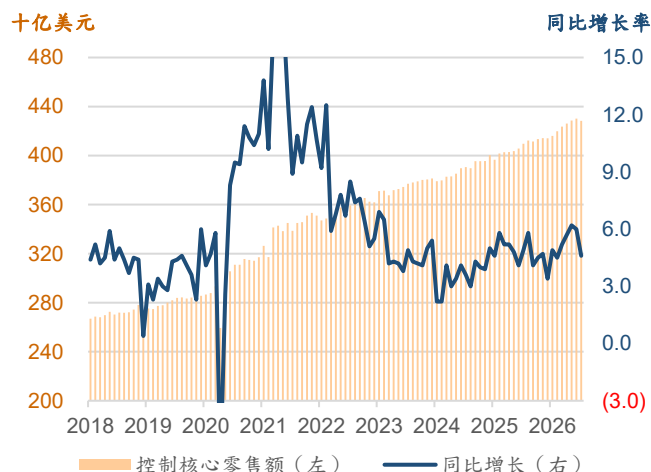
资料来源：彭博、国投证券国际整理

### 消费转弱，信心显著回落

7月零售环比骤降0.6%，为九个月来首次下滑、14个月来最大跌幅。7月零售销售环比下跌0.6%（预期+0.1%、前值+0.2%），为2025年10月以来首次收缩；扣除汽车与汽油的核心零售下跌0.2%（预期+0.3%），直接进入GDP核算的“控制组”销售环比下跌0.4%（预期+0.3%），显示消费降温并非只是节奏性因素。分项看，非店铺零售环比-2.2%、汽车及零部件-1.8%、加油站-0.9%、电子与家电-0.5%；仅服装+1.9%、餐饮+0.5%、健康与个人护理+0.7%维持韧性。消费结构呈现必需与体验型消费尚具支撑、可选耐用品明显承压的分化格局。

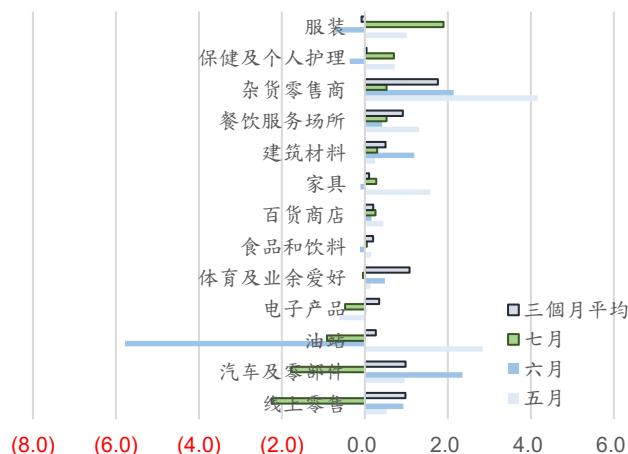
密歇根消费者信心断崖式下滑，购买力担忧集中。8月密歇根消费者信心初值51.0，较7月55.2骤降4.2点（-7.6%），大幅低于市场预期55.0与彭博经济学家预测55.5，为2025年“关税风暴”以来最深回落；分项上，预期指数由55.4降至50.6（贡献整体降幅约70%），当前状况由54.8降至51.8，一年期与五年期预期商业条件分别下降11%与17%。购买力隐忧成为主线——仅8%的受访者预期未来一年收入增速能跑赢通胀（2024年12月曾达18%），中低收入、老年、非大学教育群体降幅最大。零售控制组回落加上信心预期分项塌陷，配合就业与劳动收入失速，市场对“美国消费韧性”的定价正被系统性重估，值得高度关注。

图7：美国控制组零售销售情况



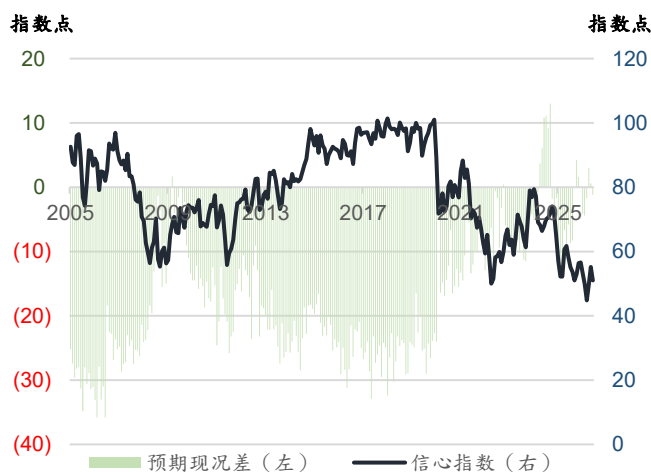
资料来源：彭博、国投证券国际整理

图8：美国分项销售环比增幅



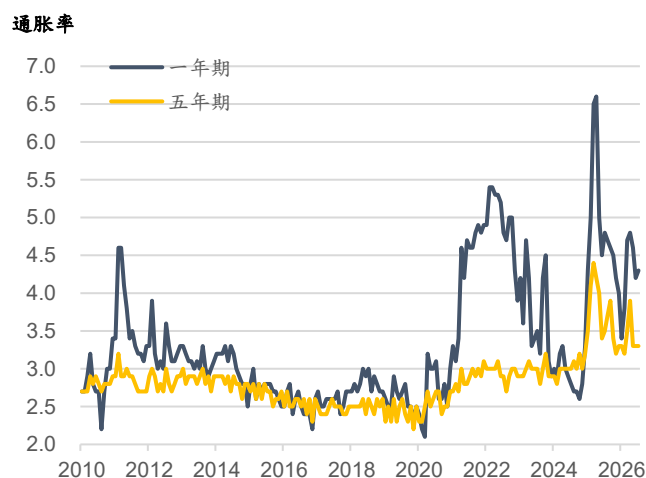
资料来源：彭博、国投证券国际整理

图9：美国密歇根大学消费者指数预期现况差



资料来源：彭博、国投证券国际整理

图10：美国密歇根大学消费者预期通胀



资料来源：彭博、国投证券国际整理

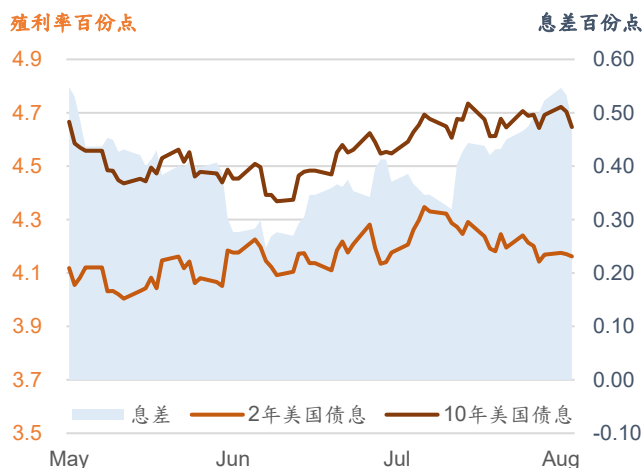


### 加息预期回软，短债息下行

**9月加息概率月内减半。**6月17日FOMC以12:0维持3.50%-3.75%，7月28-29日以9:3再次按兵不动（哈马克、卡什卡利、洛根三人主张加息25bp，为2016年9月以来首次三票同向鹰派异议）；但过去一个月，市场对9月加息的定价快速松动，利率掉期隐含的9月加息概率由7月底约50%（部分节点触及70%）持续回落，7月非农失望后降至约44%，7月CPI后进一步降至36%，7月零售与密歇根信心双降后，8月20日收盘定价加息概率仅约30%，维持不变概率升至约70%，“9月按兵不动”已成为新的基准情景。

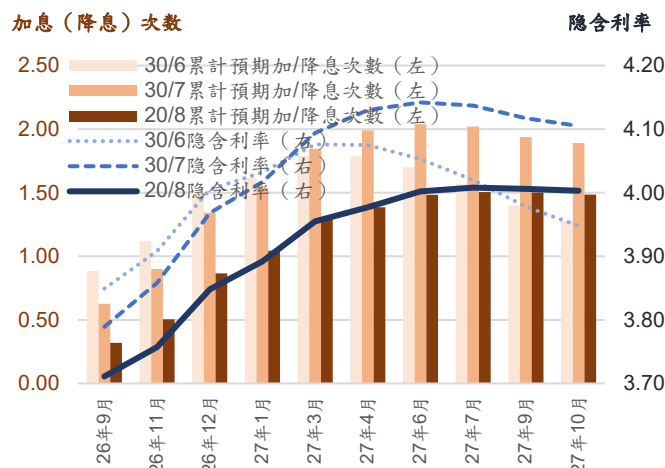
**短端收益率明显下行。**加息概率快速回落直接反映在利率敏感的短端，2年期美债收益率由7月中的高位回落，市场重新押注美联储不会在增长走弱信号面前顶风加息。9月17日FOMC决议前，仅剩8月CPI（9月10日）与8月非农（9月5日）两份关键数据，若通胀读数如彭博经济学家预期继续回软（预计核心CPI延续2.4-2.5%的低位），“按兵不动”确定性将进一步锁定。2027年3月前累计加息概率仍约50%-60%，市场未完全排除后续鹰派回摆的可能，短端下行空间受限。

图 11：美国 2 年及 10 年期国债利率走势



资料来源：彭博、国投证券国际整理

图 12：利率掉期市场反映未来加息路径之预期



资料来源：彭博、国投证券国际整理

### 长息维持高位，长短息差持续走阔

**短端利率下行，反观长端走势却截然相反。**10年期美债收益率从7月初的4.45%一路上行至8月中下旬的4.7%附近，一个多月内上行超过20个基点。30年期美债收益率更是屡创新高，一度触及5.34%，为2007年6月以来最高水平，此前在7月29日联储议息会议按兵不动后，30年期收益率已一度触及5.24%，为2007年7月以来新高。

这一走势直接体现在期限利差上，10年期-2年期利差在7月1日仅为31个基点，7月29日议息会后48小时内即跳升至45个基点，此后逐步拉阔。到8月中下旬已扩大至50个基点附近，为5月末以来最陡水平。长端收益率的持续攀升仍推动收益率曲线走陡，这轮陡化的驱动力主要来自长端而非短端的重新定价。

**长息难降的四重驱动。**一是财政供给持续扩张，财政部融资需求上修，长端定价已从政策预期转向结构性供需压力；二是海外官方买盘持续收缩；三是AI基础设施抢占资本，全球超大规模算力扩产带来海量投资级发行需求，企业债与国债形成“抢资金”效应，抬升整体贴现率基准；四是通胀预期黏性，密歇根1年期通胀预期4.3%、5-10年期锚在3.3%（连续第三个月），令名义与实际长端利率均难向下重估。

### 财政供给不减、买盘结构生变，美债期限溢价系统性上移

结合财政部最新发债安排和近期长债表现来看，市场对长久期资产要求更高期限溢价，背后是“供给持续放量+买盘结构性收缩”的组合。

**财政供给端不减，再融资规模维持高位且结构不变。** 财政部 8 月 5 日声明中，仅公布了 8 月单月再融资规模为 1,250 亿美元，具体结构为 3 年期 580 亿、10 年期 420 亿、30 年期 250 亿美元（用于置换约 963 亿美元到期票息类债券，净新增 287 亿美元），并同步确认 8-10 月每月的票息、FRN、TIPS 拍卖规模维持不变。

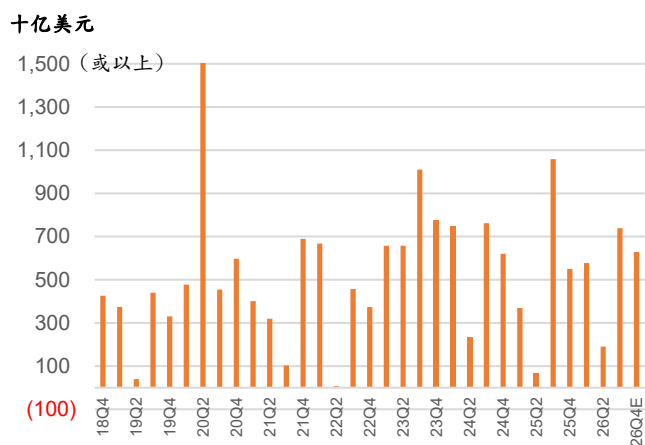
另外，财政部公布 7-9 月季度融资需求从 5 月预估的 5570 亿上修至 6330 亿美元，10-12 月季度进一步预估 6460 亿美元，反映财政部现金余额目标（10 月末现金账户峰值预计升至 1.05 万亿美元）需要持续依靠付息债发行来补充，而不是靠短债滚动来完成，这正是长端供给压力的核心来源。

**长端收益率与期限溢价上升。** 上周两场关键拍卖清楚显示了投资者要求的溢价在系统性上移：

- 8 月 12 日的 420 亿美元 10 年期国债标售，得标利率 4.683%，为 2007 年以来最高水平，标售倍数 2.53 倍，虽略高于 6 个月均值 2.47 倍，但已连续多月处于历史中低区间。
- 8 月 13 日 30 年期国债标售利率 5.216%，为 25 年高位，30 年期收益率盘中一度触及 5.323%，创 2007 年以来新高。
- 纽约联储 ACM 模型显示 10 年期期限溢价截至 8 月 18 日为 1.36%，高于 7 月 FOMC 时的 1.31%，也高于去年同期的 1.24%；2 年期期限溢价同样从 0.17%（去年同期）升至 0.25%。这一水平较 2015-2021 年长期接近零甚至为负的区间已明显抬升。

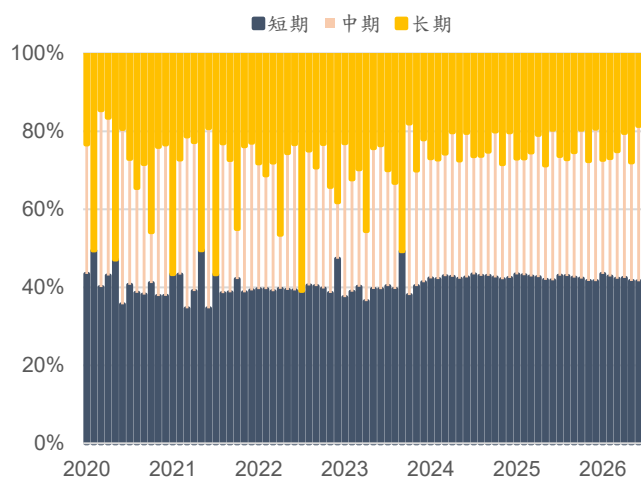
值得注意的是，30 年期国债利率在过去几周即便遇到偏软的宏观经济数据，也未能明显回落，反映结构性压力已压过单次数据的信号，期限溢价正在系统性上移。

图 13：美国财政部发债情况



资料来源：美国财政部、国投证券国际整理

图 14：美国财政部实际发债分布（1 年期以上）



资料来源：美国财政部、国投证券国际整理

### 海外官方买盘收缩，去美元化重塑长债需求结构

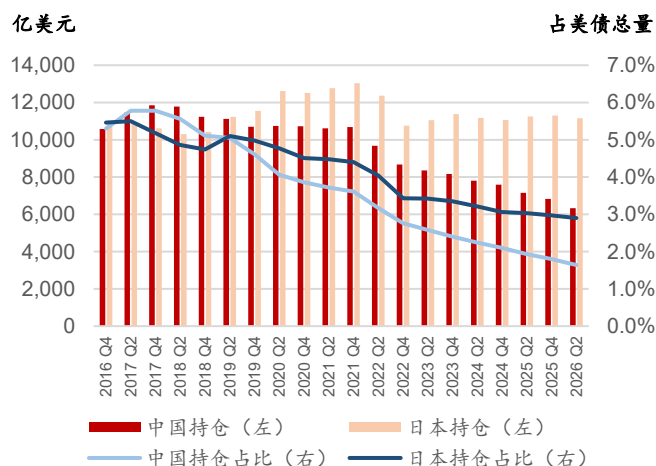
海外官方买盘持续收缩，是近年长债需求结构中最具持续性的变化之一。根据美国财政部 TIC 数据，中国官方美债持仓已从 2016 年一季度约 1.24 万亿美元的历史高点，持续减持至 2026 年二季度约 6,330 亿美元，累计降幅接近 50%；同期中国持仓占美债总存量的比重更是从 6.45% 大幅萎缩至 1.64%。日本尽管仍是美债第一大海外持有国，持仓规模长期维持在 1.1 万亿美元上下，但其占美债总存量的比重同样从 2016 年的 5.90% 降至目前的 2.90% 左右。中、日两大传统官方买家占比“双降”的背后，一方面是美债总盘子十年间从 19.26 万亿美元膨胀至 38.5 万亿美元、增量主要由本土货币市场基金、资管机构及美联储自身吸收所致的“稀释效应”；但更关键的是，中国等新兴市场央行主动推动外储资产多元化，减少对单一美债资产的依赖，是结构性、非周期性的调整，短期内难以逆转。

**黄金正在替代美债。** 去美元化叙事下，黄金成为全球央行储备多元化的核心载体之一，这是本轮官方买盘收缩最直接的镜像。世界黄金协会数据显示，全球央行黄金净购买量已连续四年维持在年均约 1,000 吨的水平，是过去十年年均约 500 吨的两倍；2026 年二季度央行净购金 289 吨，同比大增 62%，为近四年单季最高，上半年累计购金规模也明显高于季节性均值。更具指标意义的是，据欧洲央行统计，全球央行黄金持仓总量已超过 3.6 万吨，按市值计算已超越美债，为 1996 年以来首次，这一里程碑本身即是储备货币体系重心迁移的直接证据。世界黄金协会 2026 年度央行储备调研显示，89% 的受访储备管理者预期未来 12 个月全球央行黄金储备将继续增加，45% 明确计划增持，两项比例均创 2018 年该调研启动以来新高；调研同时显示，央行持有黄金的首要理由是其“危机时期的表现”，占比创历史新高，凸显在地缘政治与主权信用风险上升背景下，黄金作为无交易对手风险资产的战略地位正被重新定价。

**中国人行持续增持黄金。** 央行黄金储备已连续 21 个月增持，截至 2026 年 7 月末达到约 2,366 吨，为 2024 年 11 月启动本轮购金周期以来的最长连续增持纪录；且增持节奏呈现“越跌越买”的逆向特征，3 月至 7 月单月增持量从 16 万盎司逐级抬升至 64 万盎司，7 月增持规模为本轮周期最大单月增量。即便如此，黄金占中国外汇储备总额比重仍仅约 8%，明显低于全球平均水平，意味着若要向国际可比水平靠拢，理论上仍有相当大的增持空间。波兰、乌兹别克斯坦、哈萨克斯坦等新兴市场央行同样保持积极购金节奏，购金阵营已从传统的中、俄扩展至更广泛的新兴市场官方买家群体，反映去美元化并非单一国家的孤立行为，而是新兴市场储备管理层面的集体再配置趋势。

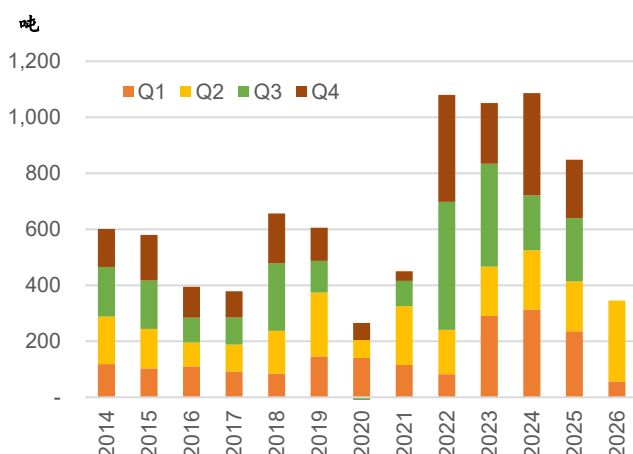
**官方买盘收缩，长息走势将更市场化。** 官方买家历来对价格敏感度较低，其持续退出意味着长债边际买盘更多依赖价格敏感型的对冲基金、资管机构及本土投资者补位，这类买盘要求更高的期限溢酬作为补偿，从而对长端收益率形成持续的上行压力，并强化期限溢酬中枢的抬升。在美债供给持续扩张、财政赤字压力未见根本缓解的背景下，官方买盘收缩与去美元化配置的叠加，构成长息维持高位、期限利差趋于走阔的中长期结构性支撑，而非单纯的周期性扰动。

图 15：中日近年对美债的持仓



资料来源：美国财政部、国投证券国际整理

图 16：全球主要央行净购金数量



资料来源：世界黄金协会、国投证券国际整理

### AI 基础设施资本开支债务化，长债供给端再添新压

**AI 基建债务扩张，结构性挤占长债供给。** AI 基础设施建设对债务融资的依赖程度正在快速上升，这一趋势本身即是对长债供给端形成结构性挤占的核心变量。2026 年以来 AI 相关债券发行规模已接近 5,000 亿美元，全年 AI 相关债券发行总量估计约 6,000 亿美元，较 2025 年不足 2,700 亿美元的水平翻倍以上，其中超大规模云厂商（hyperscaler）直接发行占比约四成，其余六成来自数据中心项目融资及更广泛的科技产业链主体。

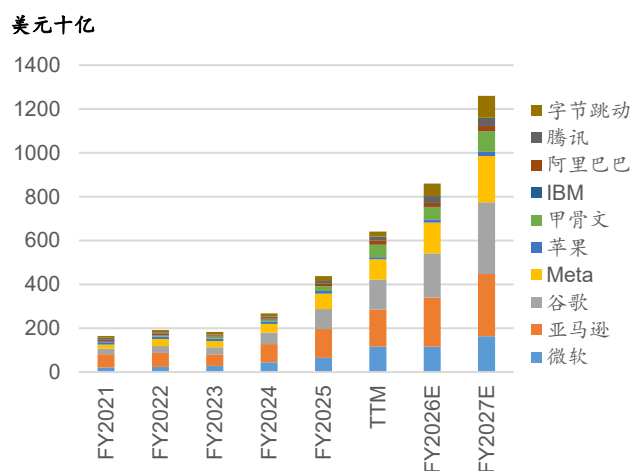
**超大规模厂商资本开支的现金流覆盖已明显吃紧。** 以我们最新整理的十家 AI 资本开支核心标的 TTM/FY26E/FY27E 数据及市场估算预期为例，亚马逊（AMZN.US）自由现金流已转负，TTM 口径降至-76 亿美元，FY26E 预期进一步恶化；谷歌（GOOGL.US）FY26E 自由现金流预期从 FY2025 的 73.3 亿美元骤降至 5.2 亿美元，其后净流出预期扩大；Meta（META.US）FY27E 预期同样转负；甲骨文（ORCL.US）TTM 自由现金流已转负。换言之，包括亚马逊、谷歌、Meta、甲骨文在内的多家核心 AI 资本开支主体，在营运现金流持续增长的同时，资本开支扩张速度已系统性超越内生现金流创造能力，自由现金流由正转负或持续收窄成为普遍现象，外部债务融资从“可选项”变为“必选项”。

这一现金流缺口直接反映在发债节奏上：亚马逊、谷歌、Meta、甲骨文 2025 年当期发债规模分别约为 150 亿、300 亿、200 亿及 250 亿美元，2026 年以来发行强度进一步提高，Meta 联合贝莱德为其得州 10 亿瓦数据中心项目发行的 125 亿美元债券即为代表性案例，且该笔债券发行利率达 7.53%，较同等级信用债平均利差高出约 2 个百分点，反映市场对 AI 相关信用资质的定价已开始要求更高溢价。市场估算超大规模厂商债务融资占资本开支比例已由 2025 年的约 26% 升至 2026 年上半年的约 33%，2027 年这一比例预计进一步升至 35% 的峰值。

**“投资级发行需求扩张+期限持续拉长”的组合，正是“抢资金”效应的核心机制。** 达拉斯联储研究指出，2026 年 AI 相关投资级债券发行对应的 10 年期等值久期供给规模约 3,600 亿美元，相当于同期美国国债久期供给的约八分之一，是一个不可忽视的边际增量。根据彭博预期，科技公司持续将长久期债务投放市场，与美国国债形成直接的买家争夺，是美国 30 年期国债收益率维持在 5% 上方、创金融危机以来最长纪录的重要原因之一。**这种长久期债券供给之冲击可能持续推高国债收益率并挤压其他企业融资空间，并形成新一轮的尾部风险。**

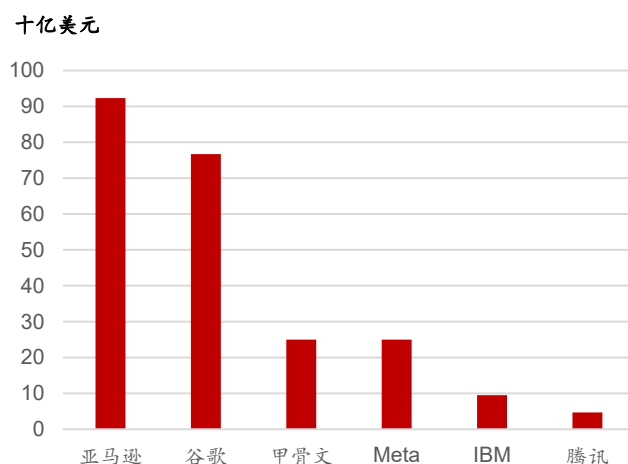
综合而言，AI 资本开支的债务化并非孤立的信用事件，而是通过投资级发行需求的规模性、久期的长期化，与国债在同一批机构买家（保险、养老基金、资管账户）的资产负债表上形成直接的资金竞争，抬升整体贴现率基准。在超大规模厂商资本开支于 2027 年逼近或突破 10,000 亿美元、且自由现金流缺口尚未见收敛拐点的背景下，这一供给端压力预计将持续存在，成为长息维持高位、期限利差走阔的另一重结构性支撑力量。

图 17：全球 10 大超大规模云厂商的资本开支



资料来源：彭博、公司资料、国投证券国际整理

图 18：全球超大规模云厂商年初至今的发债情况



资料来源：彭博、公司资料、国投证券国际整理



### 通胀预期黏性顽固，短端抬升、长端“锚定但走高”

**短端跳升、长端相对稳定但维持较高水平。** 从各类调查数据看，美国通胀预期粘性并未随核心通胀边际回落而消退，反而呈现“短端明显抬升、长端总体锚定但持续偏高”的组合。密歇根大学消费者调查显示，一年期通胀预期已从今年2月的3.4%快速攀升至8月的4.3%，而5-10年期长期预期则连续三个月持稳于3.3%，仍明显高于2024年2.8%-3.2%的常态区间。纽约联储消费者预期调查同样印证这一格局：3年期、5年期通胀预期分别维持在3.3%、3.0%，过去半年在窄幅区间内反复波动，未见持续下行的迹象。市场化的盈亏平衡通胀率也边际走高，10年期盈亏平衡（10年期债息对10年期TIPS的利差）从8月中的2.27%升至2.34%；5年期5年远期通胀预期率同期从2.27%升至2.32%，说明债券市场本身也在为更黏的长期通胀定价。

图 19：美国 10 年期平衡通胀率

平衡通胀率



资料来源：美联储、国投证券国际整理

图 20：美国 5 年期 5 年远期通胀预期率

远期通胀预期



资料来源：美联储、国投证券国际整理

**黏性的根源在于结构性传导链条尚未走完。** 纽约联储对辖区企业的调查显示，近半数已缴纳关税的企业仍计划在未来六个月甚至更长时间内继续提价，采取“trickle up”式渐进转嫁策略；旧金山联储的研究更指出，关税对服务业通胀的传导存在明显滞后的“二阶效应”，影响峰值出现在第三年，第四年仍残留约0.5个百分点的抬升。与此同时，工资增长同样表现出下行黏性，就业成本指数（ECI）总薪酬同比连续两个季度持稳于3.4%，明显高于与2%通胀目标相匹配的合意区间；核心服务与住房租金分项同比仍维持在4%以上高位，反映租约滞后重置及劳动密集型服务业产能约束的结构性特征。

此外，ISM制造业与服务业的成本价格压力指数均维持在70左右的历史高位，企业成本传导率高达60%-80%，显示定价权依然强劲。正是在这样的背景下，美联储理事沃勒、库克等近期公开言论明显转鹰，直言若通胀预期出现“脱锚”迹象将毫不犹豫加息。多重黏性因素交织，使得市场难以对通胀快速回落建立信心，这也是长端利率维持高位、期限利差持续走阔的核心支撑之一。

**弱增长+高长息，配置向“实物资产+现金流”倾斜**

**核心判断：**这不是“衰退交易”，而是“类滞胀式陡化交易”。7月非农减少2.3万、三月均值骤降至2万，零售环比下跌0.6%、控制组下跌0.4%，8月密歇根信心初值51.0创关税风暴以来最深回落——需求端已现系统性走弱；但核心CPI年化超2%的分项占比升至53%、房租与核心服务动能回升、一年期通胀预期升至4.3%，通胀黏性并未同步缓解。宏观数据走弱只压低了短端（2年期回落至约4.15%，9月加息概率由约50%降至约30%），而财政供给、官方买盘退出、AI债务化与预期黏性四重结构性力量把长端顶在高位（10年期约4.72%、30年期在8/17触及5.311%，10Y-2Y利差走阔50bp）。策略上应交易“曲线陡化”，而非“利率下行”。

**一、美元走弱+期限溢价上移，最直接的受益是贵金属与金矿。**美元指数徘徊98.8附近的三个月低位、持续处于200日均线下方，实际利率上行未能压制金价，说明黄金的边际定价权已从“实际利率”转向“储备重构”。全球央行连续四年年均购金约1,000吨，2026年二季度净购289吨、同比上升62%，央行黄金持仓总量超3.6万吨、按市值首度超越美债；人行连续21个月增持至约2,366吨，黄金占外储比重仍仅约8%。我们建议投资者可继续关注**黄金**，可参考二月份高点（约5,600美元/盎司）以来的回调、8月4,310-4,400美元区间震荡为分批建仓窗口；**金矿股作为高Beta工具**，在金价企稳且成本端油价传导钝化（PPI运输仓储环比下跌1.8%）时具备毛利扩张弹性，建议也作适量关注，但需承担约1.5-2倍于金价的波动。

**二、长息高企下，高久期成长股波动将显著放大。**30年期利率维持5%上方，直接抬升贴现率基准，更关键的是AI资本开支已债务化，亚马逊、谷歌、Meta等自由现金流预期均转负，超大规模厂商债务融资占资本开支比重由2025年约26%升至2026上半年约33%。Meta德州项目125亿美元债券利率高达7.53%、超同级信用债约2个百分点，意味**融资成本上升与现金流缺口扩大将同时压缩估值分母与分子**。我们不建议全面减仓AI主线，但应降低无盈利、纯叙事驱动标的的权重，向自由现金流相对较强、资本开支纪律清晰的龙头集中，并预留应对财报期高波动的容错空间。

**三、高息ETF与防御性现金流资产是本阶段的“底仓解”。**在“短端有顶、长端难降、增长下行”的组合中，票息类回报的确定性优于估值扩张：公用事业、电信、必需消费与优质REITs等高股息资产，一方面受益于资金从高久期成长股的再平衡，另一方面其现金流对名义GDP走弱的敏感度低于周期股。

**客户服务热线**

香港: 2213 1888

国内: 40086 95517

**免责声明**

此报告只提供给阁下作参考用途,并非作为或被视为出售或购买或认购证券的邀请或向任何特定人士作出邀请。此报告内所提到的证券可能在某些地区不能出售。此报告所载的资料由国投证券(香港)有限公司(国投证券国际)编写。此报告所载资料的来源皆被国投证券国际认为可靠。此报告所载的见解,分析,预测,推断和期望都是以这些可靠数据为基础,只是代表观点的表达。国投证券国际,其母公司和/或附属公司或任何个人不能担保其准确性或完整性。此报告所载的资料、意见及推测反映国投证券国际于最初发此报告日期当日的判断,可随时更改而毋须另行通知。国投证券国际,其母公司或任何其附属公司不会对因使用此报告内之材料而引致任何人士的直接或间接或相关之损失负上任何责任。

此报告内所提到的任何投资都可能涉及相当大的风险,若干投资可能不易变卖,而且也可能不适合所有的投资者。此报告中所提到的投资价值或从中获得的收入可能会受汇率影响而波动。过去的表现不能代表未来的业绩。此报告没有把任何投资者的投资目标,财务状况或特殊需求考虑进去。投资者不应仅依靠此报告,而应按照自己的判断作出投资决定。投资者依据此报告的建议而作出任何投资行动前,应咨询专业意见。

国投证券国际及其高级职员、董事、员工,可能不时地,在相关的法律、规则或规定的许可下 (1)持有或买卖此报告中所提到的公司的证券,(2)进行与此报告内容相异的仓盘买卖,(3)与此报告所提到的任何公司存在顾问,投资银行,或其他金融服务业务关系,(4)又或可能已经向此报告所提到的公司提供了大量的建议或投资服务。投资银行或资产管理可能作出与此报告相反投资决定或持有与此报告不同或相反意见。此报告的意见亦可能与销售人员、交易员或其他集团成员专业人员的意见不同或相反。国投证券国际,其母公司和/或附属公司的一位或多位董事,高级职员和/或员工可能是此报告提到的证券发行人的董事或高级人员。(5)可能涉及此报告所提到的公司的证券进行自营或庄家活动。

此报告对于收件人来说是完全机密的文件。此报告的全部或任何部分均严禁以任何方式再分发予任何人士,尤其(但不限于)此报告及其任何副本均不可被带往或传送至日本、加拿大或美国,或直接或间接分发至美国或任何美国人士(根据1933年美国证券法S规则的解释),国投证券国际也没有任何意图派发此报告给那些居住在法律或政策不允许派发或发布此报告的地方的人。

收件人应注意国投证券国际可能会与本报告所提及的股票发行人进行业务往来或不时自行及/或代表其客户持有该等股票的权益。因此,投资者应注意国投证券国际可能存在影响本报告客观性的利益冲突,而国投证券国际将不会因此而负上任何责任。

此报告受到版权和资料全面保护。除非获得国投证券国际的授权,任何人不得以任何目的复制,派发或出版此报告。国投证券国际保留一切权利。

**规范性披露**

- 本研究报告的分析员或其有联系者(参照证监会持牌人守则中的定义)并未担任此报告提到的上市公司的董事或高级职员。
- 本研究报告的分析员或其有联系者(参照证监会持牌人守则中的定义)并未拥有此报告提到的上市公司有关的任何财务权益。
- 国投证券国际拥有此报告提到的上市公司的财务权益少于1%或完全不拥有该上市公司的财务权益。

**公司评级体系****收益评级:**

- 买入 — 预期未来6个月的投资收益率为15%以上;
- 增持 — 预期未来6个月的投资收益率为5%至15%;
- 中性 — 预期未来6个月的投资收益率为-5%至5%;
- 减持 — 预期未来6个月的投资收益率为-5%至-15%;
- 卖出 — 预期未来6个月的投资收益率为-15%以下。

**国投证券(香港)有限公司**

地址: 香港中环交易广场第一座三十九楼

电话: +852-2213 1000

传真: +852-2213 1010