



月度美国宏观洞察：沃什再次放鹰，美联储9月会加息吗？

中东局势更新——美伊军事冲突降温，外交博弈重新升温。当前围绕霍尔木兹海峡的外交斡旋明显升温。8月26日伊朗革命卫队表示已与阿曼就海峡管控和收益分配达成协议，但而后伊朗方亦表示除非美国履行其义务，伊朗不急于重新开放霍尔木兹海峡，上周末美伊双方再次互袭。相比7月底，我们认为全面军事冲突升级概率已下降，维持今年三季度末海峡开始明显恢复、四季度通航逐步正常化以及年底油价80-90美元/桶的基准判断；若谈判破裂，军事冲突或重启，油价仍存在升至120-150美元/桶的尾部风险。

美国7月经济数据回顾——通胀压力总体可控，劳动力市场和实体经济降温进一步显性化。通胀方面，7月核心CPI环比通胀率虽小幅反弹，但不可持续的波动项贡献较大，我们仍认为通胀高点或已过去。就业方面，7月非农就业意外减少2.3万人，但失业率仍略微走低，我们制作的劳动力市场指标热力图显示大部分数据7月边际继续改善。这表明就业市场进一步降温，但尚不至于急剧恶化。我们依然预计就业市场在今年剩余时间会继续走弱。实体经济方面，7月数据继续边际走弱，消费和房地产降温更加明显，但工业生产仍保持一定韧性，AI资本开支继续支撑美国经济。整体来看，随着“大而美”法案支持作用的淡出、高油价和高利率滞后影响显现，美国经济动能在今年接下来的时间或将继续放缓，主要支撑仍来自AI。

货币政策展望——尽管沃什8月底发言仍偏鹰，我们依然维持到今年年底美联储按兵不动的基本预测。沃什讲话继续聚焦抗通胀，且并不认为近期好于预期的通胀数据意味着“基础趋势已经出现了有意义的改善”。他的讲话虽然未给出具体会议路径或“机械反应函数”，但因其抗通胀姿态被市场广泛解读为偏鹰，加息押注上升。尽管如此，我们认为沃什的发言并不意味着美联储即将加息。沃什亦一再强调美联储不会再提供利率指引。我们认为沃什的发言更多地是在强调抑制通胀仍是美联储当前首要任务，接下来美联储的议息行动更多还是数据依赖。如果正如我们所预计的，8月非农就业数据继续走弱、8月CPI数据显示通胀压力继续减小，那么我们预计9月美联储将继续按兵不动，并观测高油价和AI对通胀的影响。在我们的基本经济判断下，我们依然不认为美联储在今年的剩余四个月会选择加息。

美元展望——美元指数8月略微回落，中期仍预计温和走弱。美元指数8月大部分时候的略微走弱主要受到美国7月经济数据偏弱、9月加息预期降温，以及长端美债收益率上行（反映财政和供给担忧）等因素影响。短期内美元仍将围绕美国经济数据和美联储预期双向波动。中期来看，在美国经济动能放缓、美联储按兵不动的基本预测以及财政和国债市场风险上升的背景下，我们维持美元指数年底前温和下行的判断；若油价重新失控式上涨并推升通胀和加息概率，则可能成为美元的重要上行风险。

投资风险：下行风险：美联储维持高利率过久引发经济衰退；美伊冲突继续升级导致油价飙升，从而引发美国滞胀乃至全球经济衰退；AI投资泡沫破裂。**上行风险：**AI资本开支和生产率提升对美国经济的支撑超预期。

金晓雯, PhD, CFA

首席宏观分析师

xiaowen_jin@spdbi.com

(852) 2808 6437

2026年8月31日



扫码关注浦银国际研究

月度美国宏观洞察：沃什再次放鹰，美联储 9 月会加息吗？

中东局势更新：由军事冲突转向外交博弈

美伊冲突在 8 月总体由军事对抗重新转向“高压下的外交博弈”。7 月初美伊临时停火安排破裂后，双方军事冲突重新升级。不过进入 8 月后，美伊军事行动明显减少，美国对伊朗的施压方式逐步从直接军事打击转为“军事威慑+经济制裁”。具体地说：

围绕霍尔木兹海峡的外交斡旋明显升温。8 月初，伊朗明确表示尚未恢复与美国的直接谈判，但已开始与阿曼就霍尔木兹海峡临时安全通道和管理机制进行磋商；美国方面亦一度表示伊朗与阿曼接近达成协议。然而，8 月中旬谈判再度出现反复。8 月下旬，美国进一步加大经济压力，特朗普政府于 8 月 24 日启动针对伊朗全球金融和贸易联系的“经济孤立”行动，试图通过制裁伊朗及其贸易伙伴进一步压缩其外汇和能源收入来源。伊朗对此采取强硬回应，布伦特油价一度在 8 月 21 日重新升至 96.9 美元/桶。不过，近日外交方面再次取得进展，霍尔木兹海峡“部分恢复—逐步正常化”的可能性正在上升。8 月下旬，巴基斯坦、阿曼和卡塔尔相继加强斡旋。8 月 26 日，伊朗革命卫队表示伊朗与阿曼已就海峡管控和收益分配达成协议，虽然伊朗政府随后表示部分技术细节仍待落实。在军事行动基本暂停、外交渠道重新活跃的背景下，8 月 27 日布伦特油价已回落到 90.18 美元/桶(图表 2)。不过在 8 月 29 日，伊朗副外长又表示，虽然伊朗已与阿曼就霍尔木兹海峡通行安排达成谅解，但除非美国履行其义务，否则该谅解不会进入执行阶段，伊朗不急于重新开放霍尔木兹海峡。上周末（8 月 29-30 日）美伊双方再次互相袭击。

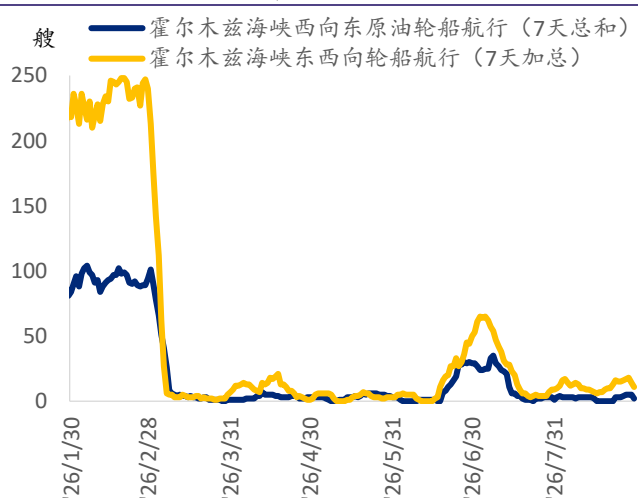
尽管如此，目前所谓的“海峡重开”距离真正恢复至战前水平仍有明显距离。如图表 1 所示，8 月 28 日，通过霍尔木兹海峡的原油轮船（7 天总和）一度升到 23 艘，但 30 日再次下滑至 13 艘，仍显著低于美伊双方 6 月达成临时协议后的水平，更不用说美伊冲突前的水平。此外，即使伊朗与阿曼最终达成海峡管理协议，美国是否同步解除港口封锁、制裁及航运限制，以及保险公司是否恢复承保，仍将决定实际石油流量恢复的速度。

我们仍然预计美伊双方“打打停停、边谈判边施压”的状态将维持一段时间。相比 7 月底，接下来大规模军事冲突持续升级的概率有所下降，而我们的基本判断——最晚在今年三季度末霍尔木兹海峡将开始逐步恢复通航的概率有所上升。美国和伊朗都难以长期承受海峡大范围关闭带来的经济成本：对伊朗而言，长期封锁意味着自身能源出口和财政收入持续受损；对特朗普政府而言，高油价推高美国汽油价格和通胀，并在中期选举临近之际带来越来越明显的政治成本。因此，双方均具有较强动力避免重新回到 7 月初的全面军事对抗状态。与此同时，美国军事打击节奏已经明显下降，政策重心转

向经济制裁和地区外交斡旋，这也意味着美国目前更希望通过经济压力迫使伊朗接受协议，而不是立即发动新一轮大规模军事行动。基准情形下，我们仍预计霍尔木兹海峡通航情况在三季度末开始明显恢复、四季度有望逐步正常化。油价年底点位预测仍维持在 80-90 美元/每桶。

风险情形仍然高度不对称。如果伊朗与阿曼关于海峡管理权和收费安排的谈判再度破裂，或者美国“极限经济施压”促使伊朗以重新扩大海峡封锁作为反制，布伦特油价仍可能迅速重新升破 100 美元/桶。更极端情况下，如果美国重新对伊朗发动大规模军事打击，由于此前为缓冲供应冲击、商业和战略原油库存已经明显下降，那么油价的上涨可能再次呈现非线性特征，布伦特油价升至 120 美元/桶甚至 150 美元/桶的尾部风险不能完全排除。不过，从 8 月最新发展看，这一极端情景出现的概率较 7 月高峰期已经下降，当前更值得关注的风险不是全面战争短时间内爆发，而是海峡长期维持“半开放”状态，将使全球石油供应持续偏紧并令油价在 80—100 美元/桶的较高区间停留更长时间。

图表 1: 霍尔木兹海峡轮船通行情况仅略微改善，仍远低于美伊冲突前水平



资料来源：Bloomberg、浦银国际

图表 2: 原油价格 8 月继续随谈判进程波动，但美国金融市场对油价下跌表现平淡



资料来源：CEIC、浦银国际

美国 7 月经济数据回顾：核心通胀率温和回升，劳动力市场和实体经济数据边际降温显性化

7 月实体经济数据继续边际走弱，消费和房地产降温更加明显，但工业生产仍保持一定韧性，AI 资本开支继续支撑美国经济。在消费方面，美国 7 月零售销售环比增速从 6 月的 0.2% 显著回落至 -0.6%（图表 3），低于市场预期，这也是近十个月以来首次环比下降，显示此前居民退税、世界杯以及电商促销等因素对消费的阶段性提振正在消退。从细分数据来看，汽车及零部件销售环比下降约 1.8%，非店铺零售销售（网购）下降约 2.2%，不过网购销售波动性较强，在之后月份或部分修复。相比之下，7 月餐饮销售环比增长 0.5%，服装、家具等部分可选消费仍有一定韧性。更值得关注的是，排除

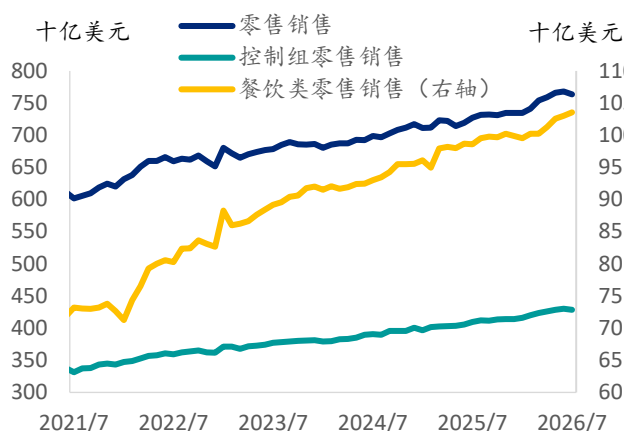
汽车、汽油、建材和餐饮等项目、与 GDP 居民消费核算关系较为密切的控制组零售销售环比下降 0.4%，明显弱于 6 月的 0.4% 正增长，显示 7 月商品消费的实际动能确有减弱。我们认为，随着前期退税对居民收入和消费的提振逐渐消退、就业市场降温以及高油价对实际购买力的侵蚀，美国消费增速今年接下来或继续放缓，但高收入家庭较强的资产负债表和财富效应仍将对消费形成一定支撑。

在制造业方面，7 月工业生产表现好于消费端，AI 资本开支仍是美国制造业韧性的来源。7 月工业生产环比增长 0.2%，较 6 月的 0.3% 小幅放缓；制造业生产同样环比增长 0.2%（图表 4）。结构上，制造业内部的“K 型分化”仍然十分明显。AI 基础设施建设带来的半导体、计算机及相关工业设备需求继续支撑高科技制造业，7 月半导体生产环比增长约 2.4%；与此同时，汽车和重型卡车等传统制造业表现偏弱。因此，我们认为当前美国制造业并非进入全面复苏，而更接近“AI 资本开支及国防等少数高景气行业扩张、传统制造业相对疲软”的结构性增长格局。随着大型科技企业继续扩大数据中心、服务器和 AI 芯片投资，AI 资本开支短期仍有望支撑工业生产；但高利率、高能源成本以及整体需求放缓或限制传统制造业进一步扩张。

在房地产方面，7 月数据再次走弱，高利率环境对房地产投资和需求的压制仍然突出。投资端，7 月新屋开工在 6 月大幅反弹 19.0% 之后环比下降 12.4% 至年化 123.9 万套，明显低于市场预期。其中，更能反映住宅投资趋势的独栋住宅开工环比下降 9.9%，已降至近三年半低位。不过，前瞻性的营建许可环比增长 5.0% 至年化 143.3 万套，其中独栋住宅许可增长 2.5%，意味着未来住宅建设活动存在一定的企稳可能，但许可水平整体仍然偏低（图表 5）。销售端同样偏弱，7 月新屋销售大幅下降，成屋销售亦略微下滑（图表 6）。在按揭贷款利率仍高达 6.5% 的背景下，住房可负担性继续限制居民购房需求。我们依然认为房地产将是今年接下来美国经济中最明显的薄弱环节之一。一方面，高按揭利率和仍具粘性的房价仍对购房需求形成“双重挤压”；另一方面，销售低迷、库存偏高以及建筑商利润率承压已经开始向住宅建设活动传导。除非美债收益率和按揭贷款利率出现较为明显的下降，否则房地产投资和销售短期内较难出现持续性复苏。

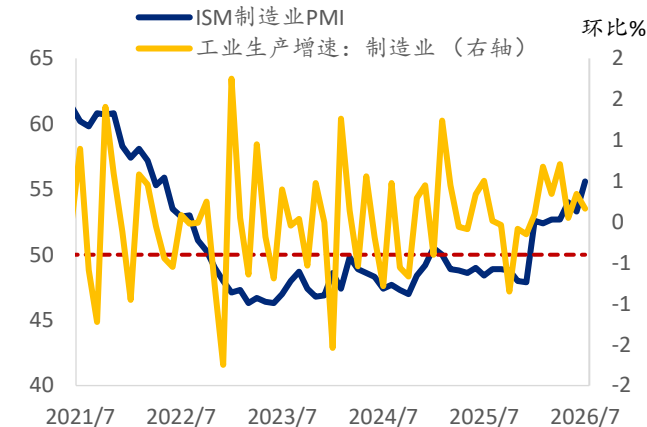
往前看，我们依然认为随着“大而美”法案对今年经济支持作用的淡出、高油价和高利率对经济的负面影响逐渐凸显，美国经济动能在今年接下来的时间或继续下滑，主要经济动力仅剩 AI。

图表 3：7 月零售销售环比增速继续下滑



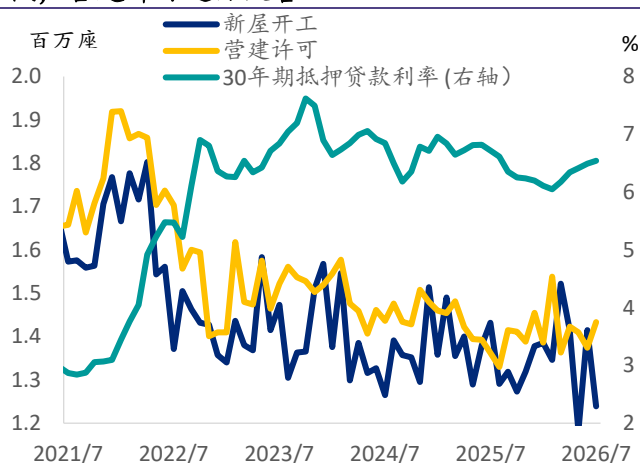
资料来源：CEIC、浦银国际

图表 4：工业生产环比增速 7 月略微下滑，但仍保持正增长



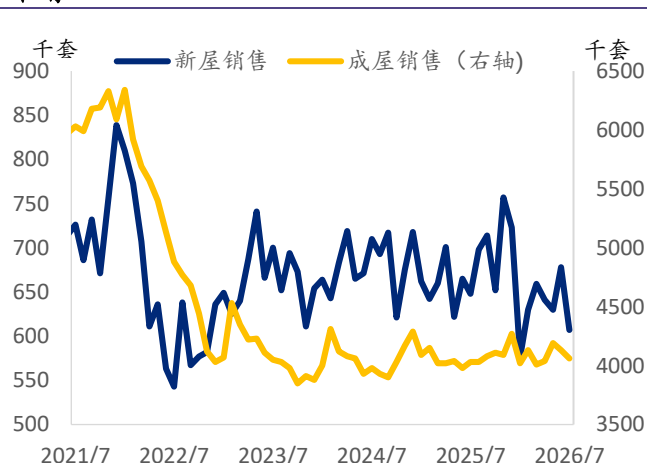
资料来源：CEIC、浦银国际

图表 5：新屋开工在 6 月强势反弹后，7 月再次走低，营建许可边际改善



资料来源：CEIC、浦银国际

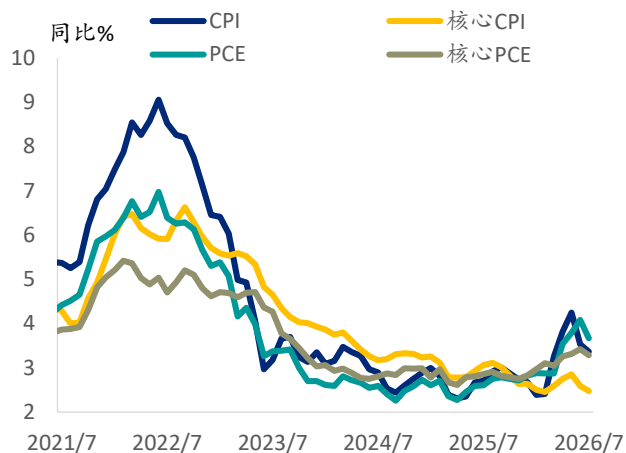
图表 6：7 月新屋销售大幅下降，成屋销售亦略微下滑



资料来源：同花顺、浦银国际

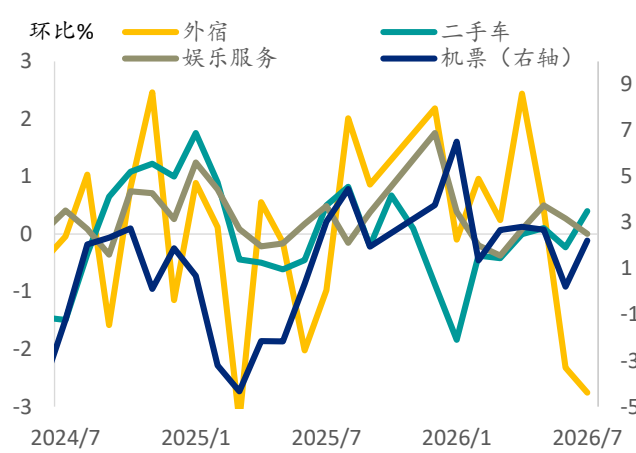
美国 7 月核心 CPI 环比通胀率如预期小幅反弹。按同比看，美国整体和核心 CPI 通胀率均下降约 0.1 个百分点到 3.4% 和 2.5%（图表 7）。从环比细分数据来看，不论是推高核心商品 CPI 的二手车 CPI 还是推高超级核心服务 CPI 的机票价格均属于波动项（图表 8），其反弹或并不持久。不过核心商品 CPI 中计算机价格的上涨仍需警惕，此前高油价的滞后传导效应亦需留意。此外，我们在 [6 月的通胀数据报告](#) 中已经提到进入暑期后，外宿、娱乐服务、机票价格等受假期因素影响较大的高波动型品类 CPI 或将有所上升。不过从 7 月数据来看，目前仅出现机票 CPI 上升，外宿和娱乐服务 CPI 并未上升，通胀反弹从一定程度上来看弱于预期。整体来说，通胀继续上行的压力已经显著缓解。我们依然认为通胀最高的时期已经过去。即将到来的 9 月统计方法修改或令核心 PCE 通胀率下调 0.2 个百分点，进一步缓解通胀压力。不过接下来仍需警惕美伊冲突对油价的影响、此前高油价对核心 CPI 的滞后影响和强劲 AI 投资对美国通胀的影响。

图表 7: 按同比看, 7月美国整体和核心 CPI 通胀率均下降约 0.1 个百分点到 3.4%和 2.5%



资料来源:CEIC、浦银国际

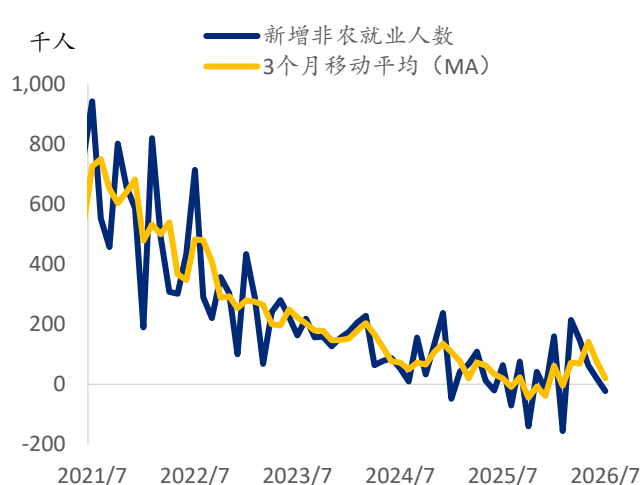
图表 8: 不论是推高核心商品 CPI 的二手车 CPI 还是推高超级核心服务 CPI 的机票价格均属于波动项



资料来源: 同花顺、浦银国际

就业市场进一步降温, 但尚不至于急剧恶化。一方面, 我们看到 7 月非农新增就业人数意外减少 2.3 万人, 大幅偏离市场预期的增加 8 万人, 为今年以来的最差表现。这或和教育系统用工变化等季节性因素有关。与此同时, 5-6 月新增就业人数数据合计下修 10.3 万人 (图表 9)。此外, 平均时薪不论是环比还是同比均有所走低 (图表 11)。高频的周度领取失业金人数数据显示, 8 月领取失业金人数小幅波动中略有上升 (图表 12)。另一方面, 失业率继续从 6 月的 4.19% 下降到 7 月的 4.09%, 仍然得益于劳动参与率的下降 (7 月: 61.4%; 6 月: 61.5%, 图表 10)。此外, 我们制作的就业市场热力图显示 7 月数据大部分继续边际改善 (图表 13)。我们依然认为随着居民消费在退税发放完毕、通胀率升高的背景下走低, 美国就业市场在今年剩余时间会继续走弱。

图表 9: 7 月新增非农就业人数继续下降, 且远低于市场预期



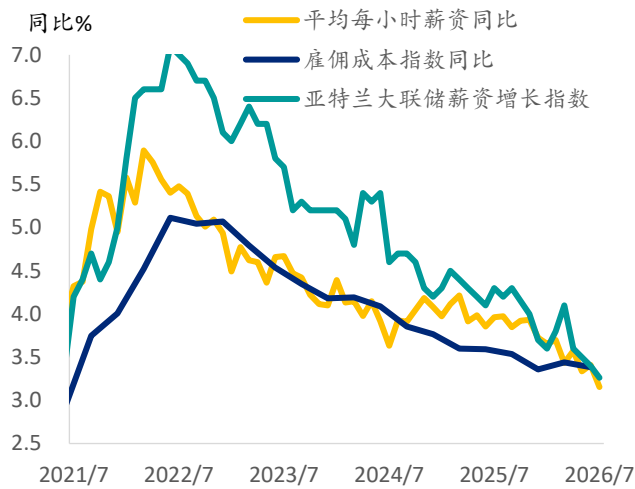
资料来源:CEIC、浦银国际

图表 10: 7 月失业率继续下降, 主要是因为劳动参与率的下降



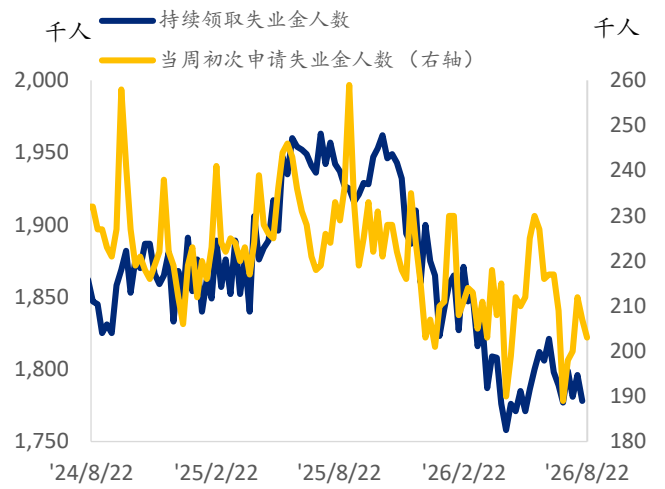
资料来源:CEIC、浦银国际

图表 11：平均时薪不论是环比还是同比均有所走低



资料来源：CEIC、浦银国际

图表 12：周度领取失业金人数数据显示 8 月领取人数小幅波动中略有上升



资料来源：CEIC、浦银国际

图表 13：美国劳动力市场指标热力图

	7/2025	8/2025	9/2025	10/2025	11/2025	12/2025	1/2026	2/2026	3/2026	4/2026	5/2026	6/2026	7/2026
非农就业人数增长	-0.20	-0.70	-0.12	-1.35	-0.68	-1.25	0.57	-0.62	0.77	0.70	2.02	0.85	-0.18
非农就业人数增长：私人	-0.63	-0.89	-1.19	-0.34	-0.73	-0.04	-0.60	0.65	-1.00	0.57	0.35	2.19	1.04
非农就业人数增长：政府	0.94	0.82	0.32	0.13	-1.62	-1.40	-1.61	-0.08	0.19	0.44	0.65	1.11	1.06
非农雇佣率	2.00	0.09	-0.87	-0.87	-0.87	-0.87	0.09	-0.87	1.04	0.09	2.00	1.04	
非农离职率	1.83	1.83	0.87	-0.09	-1.04	-1.04	-1.04	-1.04	-0.09	-0.09	0.87	0.87	
非农就业临时援助服务增长	-0.47	-0.16	-1.65	-1.31	-0.75	-0.63	0.37	-0.54	0.91	0.36	1.58	0.99	0.84
非农从事兼职比例	-1.06	-0.87	-0.72	-0.67	0.71	2.20	1.54	0.22	-0.82	-0.78	-0.32	-0.15	-0.32
家庭调查中的就业人数增长：非农业	-0.02	-0.25	-0.69	-0.18	-1.27	-0.68	-1.17	0.43	-0.62	0.61	0.54	2.06	1.23
劳动力参与率	0.96	0.45	0.32	0.58	0.83	1.21	1.02	0.58	-0.06	-0.69	-1.08	-1.33	-1.84
劳动力参与率：25-54岁	-1.55	-1.99	-1.33	-0.89	-0.23	0.10	0.43	0.87	1.09	1.09	0.65	0.65	-0.45
裁员人数	-0.55	-0.76	-0.60	1.87	1.47	0.97	-0.24	-0.86	-0.19	-0.86	0.46	0.06	-1.30
失业率	-1.31	-1.31	-0.02	0.20	1.48	1.48	0.84	0.41	-0.02	-0.02	-0.45	-0.88	-1.73
永久失业者比例	-0.47	-0.38	0.29	0.47	0.65	0.68	1.01	0.84	0.64	0.29	-0.87	-1.58	-2.04
平均周度工作小时数	-1.38	-1.38	-1.38	-1.38	-0.46	-0.46	0.46	0.46	0.46	0.46	0.46	1.38	1.38
平均小时收入	-1.96	-1.65	-1.33	-0.98	-0.63	-0.33	-0.05	0.20	0.51	0.75	0.95	1.18	1.38
JOLTS职位空缺增长	-0.25	-1.28	-0.32	0.00	-0.42	-1.94	-0.02	0.00	0.73	0.74	1.47	1.04	
JOLTS职位空缺/失业人数	1.17	0.64	0.05	-0.21	-0.85	-1.64	-0.84	-0.58	0.00	0.35	1.22	1.86	
当周初次申请失业金人数	1.65	1.49	1.22	1.46	0.84	0.20	-0.44	-0.41	-0.86	-1.00	-1.16	-0.57	-0.78
CB认为工作机会充足和难以获得工作的差额	1.89	1.65	1.13	1.03	0.59	0.54	0.02	-0.33	-0.67	-0.57	-0.67	-1.01	-1.72
NFIB增加就业计划	-0.61	-0.14	0.33	0.48	1.11	1.27	1.43	0.33	-0.46	-0.93	-1.40	-1.56	-0.46
PMI服务业就业指数	-0.55	-1.47	-1.20	-0.73	0.49	1.20	1.08	1.22	0.19	-0.55	-1.17	0.05	0.90
ISM制造业报告：企业就业率增长	-0.45	-1.04	-0.95	-0.89	-0.71	-0.98	-0.90	0.10	0.76	1.23	1.01	1.26	1.11
ISM服务业PMI报告：企业就业率增长	-0.55	-1.47	-1.20	-0.73	0.49	1.20	1.08	1.22	0.19	-0.55	-1.17	0.05	0.90
纽约联储求职预期——失去工作的概率	-0.32	-1.03	0.78	-0.03	-1.50	-0.79	0.82	0.98	-0.66	-1.13	1.47	0.96	0.13
纽约联储求职预期——3 月内找到工作的概率	3.51	1.99	1.43	0.40	1.04	-0.09	-0.40	-1.29	-0.58	-0.46	-0.52	-0.78	-0.72
WARN通知暗示裁员变化	1.94	-1.12	-0.46	1.46	2.22	0.50	-0.75	-0.53	0.05	-0.17	0.04	-0.10	-1.16
咨商会就业趋势指数	1.85	1.56	1.16	0.50	0.05	-0.65	-1.24	-1.45	-1.04	-0.69	0.22	0.59	0.98

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

资料来源：同花顺、Bloomberg、CEIC、浦银国际计算

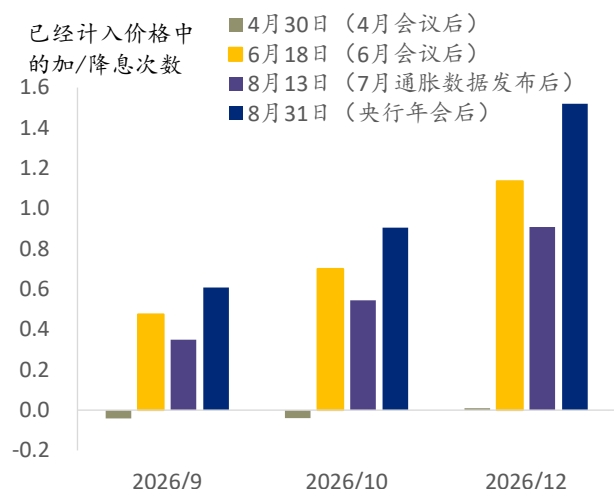
货币政策展望：我们仍维持到今年年底美联储按兵不动的基本预测

沃什在 8 月底杰克逊霍尔会议上的发言重申其偏鹰立场。沃什重申了决策者将把通胀拉回 2% 的目标，并称这是一个坚定且不可动摇的目标。沃什表示，如果基础通胀未能继续下降，官员们将不得不采取行动。对于近期好于预期的通胀数据，他的表态依然谨慎，认为这并不意味着“基础趋势已经出现了有意义的改善。通胀仍高于我们 2% 的目标”。我们认为美联储一般需要看到连续 3 个月的数据才能够做出判断。因此如果接下来发布的 8 月就业和通胀数据继续呈现类似于 6-7 月数据的趋势，沃什当前偏鹰派的立场或有改变。此外，沃什亦确认短期利率是实现双重使命的主要工具，旨在刺激经济活动的非常规政策或许适用于真正的危机时刻，但在其他情况下应谨慎使用，甚至根本不用。我们认为这意味着沃什对降息会采取更为谨慎的态度。

我们依然认为美联储到今年年底将维持政策利率不变。沃什在杰克逊霍尔会议的讲话未给出具体会议路径或“机械反应函数”，但因其抗通胀姿态被市场广泛解读为偏鹰，加息押注上升（图表 14），美债收益率上行、金银大跌。然而，我们认为沃什的发言并不意味着美联储即将加息，他亦一再强调美联储不会再提供利率指引。他的发言更多地是在强调抑制通胀仍是美联储当前首要任务，接下来美联储的议息行动更多还是数据依赖。如果正如我们预计的，8 月非农就业数据继续走弱，8 月 CPI 数据显示通胀压力继续减小，那么美联储在 9 月议息会议上或将继续按兵不动，并观测高油价和 AI 对通胀的影响。在我们的基本判断下（美国经济动能今年下半年将走弱，劳动力市场放缓，霍尔木兹海峡最晚在三季度末逐渐重新开放，年底油价在每桶 80-90 美元的区间内，通胀最高的情况或已经过去），我们依然不认为美联储在今年剩余的四个月会选择加息。然而，如果海峡的重新开放时间延迟到四季度甚至明年一季度，高油价导致的全球供应链中断和通胀压力将远高于我们的基本假设，或者 AI 资本开支大大增加了通胀压力，那么我们也不能完全排除美联储在中期升息的可能性。

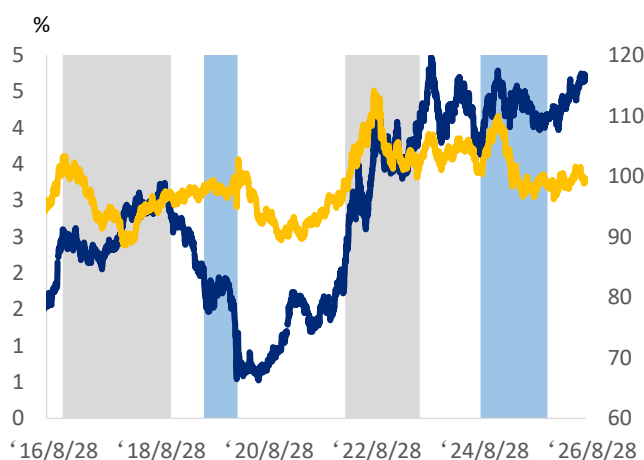
在今年 11 月美国中期选举对美联储货币政策影响的问题上，我们认为在基本假设——分裂国会的情况下，中期选举对美联储议息决策的影响或相当有限。共和党控制的参议院并不会影响美联储潜在新理事的任命，新增财政刺激的可能性将大幅下降，这意味着中期选举对经济增长和通胀影响较为中性，对当前美联储政策路径的影响较小。然而，如果共和党可以继续控制两院，潜在财政扩张和移民收紧可能推高通胀，延迟美联储降息时点或引发加息。而在民主党控制国会的情形下，中期选举最大的影响或是民主党参议院可以冻结未来的美联储理事会提名。鉴于当前理事席位已满，这一情形对近期利率路径的直接影响有限。但是将来理事席位如果出现空缺，或成为两党谈判筹码之一（参见：[宏观主题研究：中期选举结果将如何影响美国经济和金融市场？](#)）。

图表 14：沃什 8 月底发言后，9 月加息预期再次反弹



资料来源：Bloomberg、浦银国际

图表 15：近期收益率上行更多反映财政赤字和政府债务供给担忧，高美债收益率对美元的支撑也有所减弱



资料来源：CEIC、浦银国际

美元展望：短期围绕加息预期和经济数据双向波动，中期或略微贬值

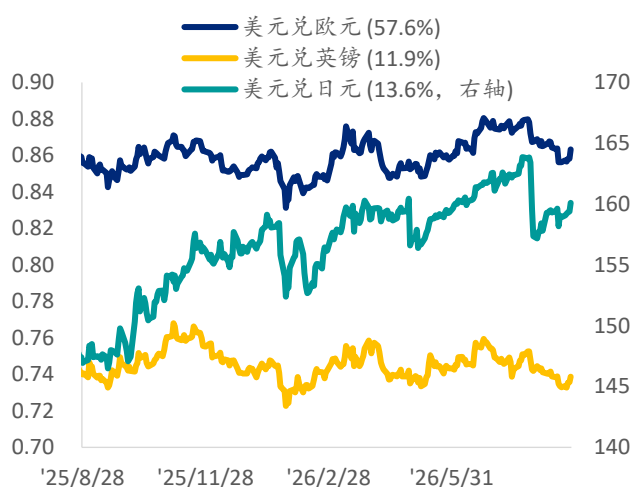
8 月大部分时候美元指数略微回落。美元指数 7 月以疲弱走势结束，进入 8 月延续弱势、区间震荡略微下行。美元指数从 7 月 31 日约 99.91 震荡回落至 8 月 27 日的 99.16，在沃什央行年会上发言后在 28 日升到 99.7（图表 15）。我们认为美元在 8 月大部分时间的略微走弱主要有几个原因：从内部来看，8 月中旬发布的美国 7 月 CPI 符合预期，仅小幅反弹；7 月零售数据弱于预期，市场上对美联储 9 月加息预期曾一度瓦解，尽管在沃什讲话后又重燃。此外，美国 AI 相关企业债券融资吸收了部分流动性，美国长期国债收益率虽然仍处高位，但近期收益率上行越来越多反映财政赤字和政府债务供给担忧，而非单纯体现美国经济相对强劲或美联储进一步收紧预期，因此高美债收益率对美元的支撑也有所减弱。从外部来看，7 月末以来日本央行入市买入日元、美国可能协同干预的消息曾一度推升日元（但 8 月 28 日日元兑美元汇率再度跌破 160）。而好于预期的欧盟经济数据和欧洲央行 9 月加息预期的上升亦一度推升了欧元表现（图表 16）。对手方货币的升值亦拖累了美元指数的表现。

我们依然维持美元指数到今年年底将小幅走低的基本预测。短期来看，我们认为美元仍将主要围绕美联储政策预期和美国经济数据双向波动。中期来看，我们仍预计美元指数在今年年底前温和走低，主要基于三点考虑：首先，美国经济增长仍保持韧性，但边际动能已经明显弱于上半年——就业增长转负、居民实际收入承压、零售销售回落，均表明高油价和高利率正在逐步影响居民消费。在下半年经济驱动力或仅剩 AI 的情况下，我们维持美国下半年经济动能将转弱的基本预测。其次，虽然美联储 6 月点阵图曾显示今年年内可能加息一次，且部分官员仍然担忧通胀，但是我们依然预计在经济动能放缓、劳动力市场走弱的背景下，美联储今年接下来将按兵不动，继续维持政策利率不变。在此情况下，美国相对于其他主要经济体的货币政策差异

或将有所扩大。最后，美国财政和国债市场风险正在成为美元中期走势中新的压制因素。

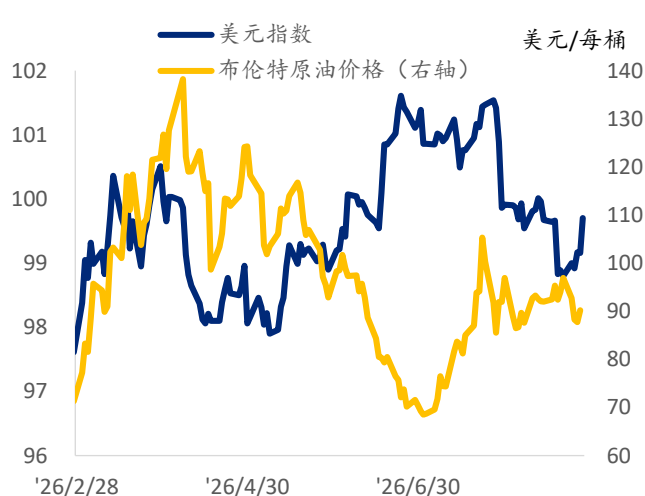
在油价影响方面，近期数据继续支持我们此前的观点——油价和美元的正相关性已经明显减弱（图表 17）。当前美元定价的主导因素已经从“油价—通胀—加息”单一链条，转向美国增长、货币政策预期、财政风险及全球资金配置共同作用。然而，如果油价再次出现失控式上涨、并重新显著推高美国通胀和美联储加息概率，那么我们认为美元与油价的正相关关系或会明显恢复。油价仍是美元指数表现的重要上行风险。

图表 16：日元和欧元曾一度相继升值，影响美元表现



资料来源：CEIC、浦银国际

图表 17：油价和美元的正相关性已经明显减弱



资料来源：CEIC、浦银国际

附录

图表 18：近期相关报告列表

日期	报告标题和链接
2026 年 8 月 13 日	7 月美国核心 CPI 符合预期，或继续缓解加息担忧
2026 年 8 月 7 日	宏观主题研究：中期选举结果将如何影响美国经济和金融市场？
2026 年 7 月 30 日	月度美国宏观洞察：美伊冲突再起、美联储不再提供利率指引将如何影响美国经济？
2026 年 7 月 15 日	6 月美国核心 CPI 环比再次超预期下滑，或锁定美联储 7 月按兵不动
2026 年 6 月 18 日	沃什首秀美联储议息会议显著转鹰
2026 年 6 月 11 日	5 月美国核心 CPI 环比超预期下滑，或暂时缓解市场上的加息担忧
2026 年 6 月 5 日	美国宏观经济 2026 年中期展望：财政刺激淡出后的 K 型分化加剧
2026 年 5 月 13 日	超预期的 4 月美国核心 CPI 数据或加深美联储偏鹰立场
2026 年 4 月 30 日	4 月美联储会议继续暂停降息，内部分歧加大或增加降息不确定性
2026 年 4 月 23 日	月度美国宏观洞察：美伊和谈、美联储主席换届对美国经济影响几何？
2026 年 3 月 27 日	宏观主题研究：油价持续走高将如何影响中美经济走向？
2026 年 3 月 25 日	月度美国宏观洞察：中东局势将如何改变美国经济展望？
2026 年 3 月 19 日	美联储 3 月继续暂停降息，通胀再次成为降息关键因素
2026 年 3 月 12 日	2 月美国核心 CPI 回落符合预期，但通胀上行风险仍制约近期降息可能性
2026 年 3 月 2 日	美国和以色列联合袭击伊朗对中美宏观经济的影响
2026 年 2 月 2 日	月度美国宏观洞察：多变的特朗普政策和美联储新主席的提名将给美国经济带来何种变化？
2026 年 1 月 29 日	美联储 1 月如期暂停降息，中性表述几乎未给将来降息路径提供线索
2026 年 1 月 26 日	宏观主题研究：美国劳动力市场到底有多弱？
2026 年 1 月 14 日	美国 12 月核心 CPI 略低于预期，但 1 月美联储或仍跳过降息
2025 年 12 月 19 日	美国 11 月 CPI 远低于预期，为明年 1 月降息保留可能性
2025 年 12 月 11 日	美联储 12 月如期降息，但表述较为鹰派
2025 年 11 月 21 日	2026 年美国宏观经济展望：政策刺激引领经济复苏之路
2025 年 10 月 30 日	美联储宣布 10 月降息和 12 月结束缩表，称 12 月降息并非板上钉钉
2025 年 10 月 30 日	宏观策略联合解读：中美元首会晤取得阶段性成果，有望提振短期市场情绪
2025 年 10 月 25 日	美国 9 月核心 CPI 超预期下滑，帮助锁定 10 月降息
2025 年 10 月 13 日	特朗普宣称将对中国加征 100% 关税，如何看待中美关税战前景？
2025 年 9 月 23 日	月度美国宏观洞察：降息周期重启，美国经济会陷入衰退吗？
2025 年 9 月 18 日	美联储 9 月如期降息，年内或还有两次降息
2025 年 9 月 12 日	美国 8 月核心 CPI 符合预期，锁定下周 25 个基点降息
2025 年 8 月 26 日	月度美国宏观洞察：关税大致尘埃落定，9 月剑指重启降息？
2025 年 8 月 22 日	浦银国际宏观观点：关税问题上我们还需要担忧什么？
2025 年 8 月 12 日	美国 7 月核心 CPI 略微回升但符合预期，9 月重启降息可期
2025 年 7 月 31 日	美联储 7 月继续暂停降息，鲍威尔未对 9 月是否降息给出指引
2025 年 7 月 23 日	月度美国宏观洞察：8 月 1 日征税函生效在即，关税再成焦点
2025 年 7 月 16 日	美国 6 月核心 CPI 回升但低于预期，料本月议息会议将继续按兵不动
2025 年 7 月 3 日	暂缓期大限将至，个性化“对等关税”会卷土重来吗？
2025 年 6 月 20 日	月度美国宏观洞察：暂缓期大限将至，关税政策或再引关注
2025 年 6 月 19 日	美联储 6 月继续暂停降息，关税对通胀的影响仍是降息关键
2025 年 6 月 12 日	美国 5 月 CPI 超预期回落，料降息至少延迟至 9 月
2025 年 5 月 24 日	2025 年中期宏观经济展望：关税进展仍是中美经济关键因素
2025 年 5 月 14 日	美国 4 月 CPI 回升但不及预期，尚未体现关税影响
2025 年 5 月 8 日	美联储 5 月如期继续暂停降息，并排除“先发制人”可能性，降息还需“边走边看”
2025 年 5 月 7 日	月度美国宏观洞察：“对等关税”下美国经济濒临衰退
2025 年 4 月 11 日	美国 3 月 CPI 再超预期回落，但难抵关税阴霾
2025 年 4 月 3 日	政策解读：美国“对等关税”远超预期，而后或有部分减免可能
2025 年 3 月 25 日	月度美国宏观洞察：新一轮关税风暴或一触即发
2025 年 3 月 20 日	美联储 3 月如期继续暂停降息，强调经济不确定性增加
2025 年 3 月 13 日	美国 2 月 CPI 超预期回落，关税战影响尚未显现

资料来源：浦银国际

免责声明

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

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

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

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

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

美国

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

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

英国

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

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

权益披露

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

评级定义

证券评级定义:

“买入”: 未来 12 个月, 预期个股表现超过同期其所属的行业指数

“持有”: 未来 12 个月, 预期个股表现与同期所属的行业指数持平

“卖出”: 未来 12 个月, 预期个股表现逊于同期其所属的行业指数

行业评级定义 (相对于 MSCI 中国指数):

“超配”: 未来 12 个月优于 MSCI 中国 10%或以上

“标配”: 未来 12 个月优于/劣于 MSCI 中国少于 10%

“低配”: 未来 12 个月劣于 MSCI 中国超过 10%

分析师证明

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

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

浦银国际证券机构销售团队

杨增希

essie_yang@spdbi.com

(852) 2808 6469

浦银国际证券财富管理团队

张帆

vane_zhang@spdbi.com

(852) 2808 6467

浦银国际证券有限公司

SPDB International Securities Limited

网站: www.spdbi.com

地址: 香港轩尼诗道 1 号浦发银行大厦 33 楼

