

2026 年 07 月 12 日

美国通胀，全面降温？

上半年，美国通胀压力可主要归因为：关税的滞后效应、原油供给冲击和 AI。展望未来，随着关税和原油通胀压力趋于下降，美国去通胀的路径如何、对美联储政策有何影响？

相关研究

证券分析师

赵伟 A0230524070010
zhaowei@swsresearch.com
陈达飞 A0230524080010
chendf@swsresearch.com
赵宇 A0230524080007
zhaoyu2@swsresearch.com
王茂宇 A0230521120001
wangmy2@swsresearch.com
李欣越 A0230524080004
lixxy@swsresearch.com

联系人

王茂宇 A0230521120001
wangmy2@swsresearch.com

一、热点思考：美国通胀，全面降温？

（一）回顾：2026 年上半年，美国通胀压力来源？油价、关税、AI

能源是推动上半年美国通胀升温的绝对主力。美国 5 月 CPI 同比为 4.2%，较去年 12 月提升 1.5 个百分点，单能源分项就贡献了 1.3 个百分点的涨幅。从绝对水平来看，5 月 4.2% 的 CPI 中，能源贡献达 1.5%，超过其他分项（房租贡献 1.2%）。油价上行还间接推升服装、交运等分项。

关税是美国核心商品通胀处于高位的主要因素，但传导效应或已基本完成。2026 年初，关税对核心 PCE 的推升幅度高达 0.8 个百分点，对核心商品推升高达 3.1 个百分点。剔除关税后，美国核心商品通胀或处于“通缩”状态；但是，关税传导已基本完毕，目前已进入回落区间。

上半年，AI 对美国核心通胀的贡献远超历史水平，且主要集中在 PCE 通胀。AI 对于美国通胀的推升效应大致来自于消费电子硬件、软件、电力服务。2025 年 12 月-2026 年 5 月，核心 PCE、核心商品 PCE 涨幅中分别有 13.2%、59.6% 来自于电脑软件及配件分项，远超历史平均水平。

（二）展望：美国通胀趋势如何？AI 通胀或难抵其他分项降温效果，核心通胀或趋缓

随着油价回落，美国整体通胀水平或已见顶，核心通胀压力亦可得到缓解。根据克利夫兰联储预测，美国 6 月 CPI、PCE 同比分别为 3.92%、3.88%，均较 5 月回落，这也意味着交运服务、服装通胀可能将受到抑制。根据我们测算，油价从高点回落或可压低核心 PCE 通胀 15BP 左右。

油价之外，关税效应、薪资通胀、房租通胀或均推动美国核心通胀降温。1) 关税对通胀的传导效应已基本结束，不确定性在于关税通胀的回落斜率；2) 前瞻指标显示，美国居民薪资增速仍处于回落区间；3) 美国房价、房租指数作为领先指数，指向未来房租通胀仍趋于降温。

AI 可能进一步推升核心通胀，但或难抵其他分项降温幅度。1) AI 通胀中，PCE 电脑软件及配件或被“高估”，即将迎来 BEA 修正，或压低核心 PCE 0.1-0.3 个百分点；2) 根据我们测算，电子硬件对核心 PCE 通胀的额外推升幅度约 20-40BP，远不及关税、房租、油价降温幅度。

（三）综合考虑美国通胀趋势，美联储或保持不加息的“耐心”

基准假设下，美国整体、核心通胀或逐步降温，美联储或保持不加息的“耐心”。根据 6 月 FOMC 例会纪要，通胀是美联储决策主要矛盾。基于美国通胀压力逐步降温的前景，美联储或保持不加息的“耐心”。如果考虑今年油价高基数，美联储“按兵不动”或可持续到 2027 年上半年。

通胀上行风险：关税政策、地缘波折、AI 通胀、就业转紧，可能促使美联储收紧政策。若 212、301 等关税落地，商品通胀压力或提升；中东地缘风险尚未平息，“安全冗余”补库需求也可能支撑油价；若 AI 投资加码，下游涨价可能超预期；若就业转紧，薪资通胀可能抬头。

通胀下行风险：住房通胀、AI 通缩效应。若通胀压力缓解，美联储降息或是“可选项”。美国通胀中住房权重较高，叠加该分项仍处于降温途中，其下行风险不可忽视；若 AI 带动劳动生产率增速大幅提升，可能对通胀产生下行压力，但美联储官员认为这一效应仍需时间显现。

二、大类资产&海外事件&数据：美伊冲突反复，市场风险偏好有所分化

美伊冲突反复，市场风险偏好有所分化。当周，标普 500 上涨 1.2%；10Y 美债收益率上行 7bp；美元指数上涨至 100.96，在岸人民币降至 6.7784；布油价格上涨 5.4% 至 76.0 美元/桶，COMEX 金价格下跌 0.5%，COMEX 银价格下跌 1.2%。

霍尔木兹海峡通航数量下降。自冲突开始以来，伊朗每日弹道导弹发射总量由 2 月 28 日的 438 枚下降至 7 月 8 日的 3 枚，无人机发射数量由 2 月 28 日的 345 架降至 7 月 7 日的 17 架。美伊谅解备忘录签署后，霍尔木兹海峡油轮船只通过数量本周出现回落。

美国 6 月 ISM 服务业 PMI 回落，美联储 6 月 FOMC 纪要强调通胀趋势。6 月 ISM 服务业 PMI 回落至 54.0，商业活动、新订单指数回落，但就业指数回升至 51.2，物价指数回落至 67.7；美联储 6 月 FOMC 例会纪要显示，通胀风险偏向上行，主要受关税、能源和供应链、AI 推动。

风险提示：油价中枢上移超预期；沃什的政策立场“偏鹰”；美国经济放缓超预期

目录

一、热点思考：美国通胀，全面降温？	6
(一) 回顾：2026 年上半年，美国通胀压力来源？	6
(二) 展望：美国通胀趋势如何？	9
(三) 美联储或保持不加息的“耐心”	13
二、大类资产&海外事件&数据：美伊冲突反复，市场风险偏	
好有所分化.....	17
(一) 大类资产：美伊冲突反复，市场风险偏好有所分化	17
(二) 美债：TGA 规模下降，美债净发行下降	21
(三) 美国财政：美国赤字规模高于去年同期水平	22
(四) 中期选举：特朗普净支持率-17%.....	22
(五) 美伊冲突：霍尔木兹海峡通航数量下降	24
(六) 海外央行：6 月 FOMC 会议纪要强调通胀趋势	24
(七) PMI：美国 6 月 ISM 服务业 PMI 回落至 54.0	27
(八) 高频：失业金申领人数低于市场预期	27
三、全球宏观日历：关注美国 6 月 CPI 数据	29
风险提示	29

图表目录

图表 1：美国核心 PCE 通胀由非周期性因素推动	6
图表 2：美国核心 PCE 通胀升温并非供需推动	6
图表 3：上半年，CPI 能源商品同比提升 43.4 个百分点	7
图表 4：上半年，PCE 汽油同比提升 42.4 个百分点	7
图表 5：美国整体通胀、核心通胀均走向升温	7
图表 6：AI 相关的电脑软件对核心 PCE 通胀贡献显著	7
图表 7：核心非二手车商品环比自 4 月后显著走弱	8
图表 8：关税的通胀效应或已经见顶	8
图表 9：美国商品 CPI 环比季节性	8
图表 10：AI 相关分项对 CPI 同比贡献	9
图表 11：AI 相关分项对 PCE 同比贡献	9
图表 12：美国软件涨价案例	9
图表 13：全球油价已基本回落至 2 月末水平	10
图表 14：核心传导（非耐用品+交运服务）	10
图表 15：油价波动 10%，或影响 CPI 同比 24-28BP	10
图表 16：油价波动 10%，或影响 PCE 同比 15-20BP	10
图表 17：小企业薪酬计划还未逆转回落趋势	10
图表 18：房租通胀仍处于回落区间	10
图表 19：若无关税影响，核心商品 PCE 通胀或较低	11
图表 20：有效关税税率不断回落	11
图表 21：三分项对于核心通胀的贡献不大	11
图表 22：电脑软件及配件对核心 PCE 贡献大幅提升	11
图表 23：核心商品 PCE 与 CPI 差距大半由软件贡献	12
图表 24：PCE 电脑软件及配件通胀将被下调	12
图表 25：美国 BEA 即将在 9 月对核心 PCE 通胀分项进行方法论调整	12
图表 26：美国电子元件进口、生产价格仍在攀升	13
图表 27：韩国闪存和内存 PPI	13
图表 28：AI 硬件对美国核心 PCE 通胀推升效果测算	13
图表：美国科技硬件涨价案例	

图表 30: 美国核心 PCE 通胀预测	14
图表 31: 美国 CPI 预测	14
图表 32: 市场对美联储政策利率预期	14
图表 33: 美国贸易工具梳理	15
图表 34: 供应链风险或推升通胀	15
图表 35: 大规模的供给冲击后, 原油库存中枢通常会有抬升	15
图表 36: 美国房租指数仍处于回落趋势中	16
图表 37: 劳动生产率增速和核心通胀呈反向关系	16
图表 38: 当周, 发达市场股指多数下跌	17
图表 39: 当周, 新兴市场股指多数下跌	17
图表 40: 当周, 美国标普 500 行业多数下跌	17
图表 41: 当周, 欧元区行业多数下跌	17
图表 42: 当周, 恒生指数悉数上涨	18
图表 43: 当周, 行业方面多数上涨	18
图表 44: 当周, 发达国家 10Y 国债收益率悉数上涨	18
图表 45: 当周, 美、英、德 10Y 国债收益率走势	18
图表 46: 当周, 新兴市场 10Y 国债收益率多数上涨	18
图表 47: 当周, 巴西、土耳其 10Y 收益率走势	18
图表 48: 美元指数上涨, 其他货币兑美元涨跌互现	19
图表 49: 当周, 欧元兑美元走势	19
图表 50: 当周, 主要新兴市场兑美元多数下跌	19
图表 51: 当周, 美元兑雷亚尔和韩元走势	19
图表 52: 当周, 美元兑人民币下跌至 6.7820	19
图表 53: 当周, 美元兑在岸人民币下跌至 6.7784	19
图表 54: 当周, 大宗商品价格多数上涨	20
图表 55: 当周, WTI 原油、布伦特原油价格上涨	20
图表 56: 当周, 焦煤价格下跌、螺纹钢价格上涨	20
图表 57: 当周, LME 铜、LME 铝价格上涨	21
图表 58: 当周, 通胀预期上行 1bp 至 2.24%	21
图表 59: 当周, COMEX 金、COMEX 银价格下跌	21
图表: 当周, Y 美债实际收益率上行至 .%	

图表 61：美国 TGA 规模下降	21
图表 62：美债净发行规模本周下降	21
图表 63：美国 2026 财政赤字高于去年同期水平	22
图表 64：今年财政支出高于去年同期水平	22
图表 65：美国 2026 年财政收入高于去年同期	22
图表 66：美国 2026 年关税收入大幅高于去年同期	22
图表 67：特朗普总统职位支持率	23
图表 68：国会支持率	23
图表 69：特朗普总统的净支持率	23
图表 70：polymarket 参议院概率	23
图表 71：民主党、共和党众议院预测席位走势	23
图表 72：民主党、共和党参议院预测席位走势	23
图表 73：伊朗日度导弹与无人机发射量	24
图表 74：霍尔木兹海峡航运船只数量	24
图表 75：美联储 6 月 FOMC 例会纪要梳理	24
图表 76：本周，美联储年底加息概率有所上升	25
图表 77：市场预期欧央行在 9 月加息	25
图表 78：市场预期美联储 2026 年 9 月加息（BP，截止 7 月 10 日）	25
图表 79：联储官员倾向（截止 7 月 10 日）	25
图表 80：本周美联储官员发言	26
图表 81：本周欧央行官员发言	26
图表 82：美联储点阵图及市场预期（截止 7 月 10 日）	26
图表 83：美国 6 月 ISM 服务业 PMI 数据	27
图表 84：当周初申领失业金人数（非季调）	27
图表 85：当周持续申领失业金人数（非季调）	27
图表 86：周度职位空缺数持续回落	28
图表 87：美国州层面的失业压力不大	28
图表 88：美国红皮书零售指数回升	28
图表 89：美国经济增速高频指标上升	28
图表 90：全球主要宏观经济数据日历	29

2026 年上半年，美国通胀压力可主要归因为：关税的滞后效应、原油供给冲击和 AI。展望未来，随着关税和原油通胀压力趋于下降，美国去通胀的路径如何、对美联储政策有何影响？

一、热点思考：美国通胀，全面降温？

（一）回顾：2026 年上半年，美国通胀压力来源？

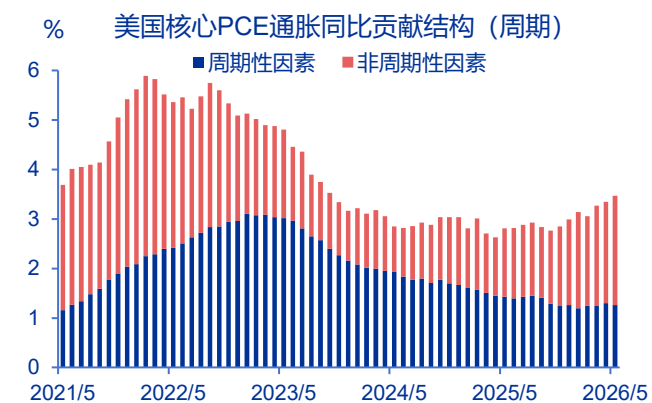
上半年，美国通胀压力可主要归因为：油价、关税、AI，并非周期性因素驱动。从驱动力来看，2026 年上半年，美国核心 PCE 同比主要由非周期性因素、非供需因素推动，显示通胀走热并非周期作用，需单独分析主要驱动因素。

1) 能源是推动上半年美国通胀升温的绝对主力。美国 5 月 CPI 同比为 4.2%，较去年 12 月提升 1.5 个百分点，单能源分项就贡献了 1.3 个百分点的涨幅。从绝对水平来看，5 月 4.2% 的 CPI 中，能源贡献达 1.5%，超过其他分项（房租贡献 1.2%）；

2) 2025 年以来，关税是美国核心商品通胀重回高位的主要因素。2026 年初，关税对于美国核心 PCE 的推升幅度高达 0.8 个百分点（彼时 PCE 同比仅 3% 左右）。在核心商品中，关税的影响至关重要。2026 年初，关税对核心商品 PCE 的推升幅度高达 3.1 个百分点。剔除关税效应后，美国核心商品通胀或处于“通缩”状态中。

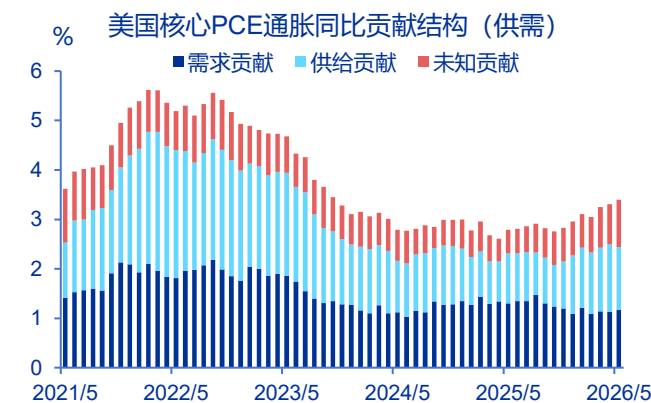
3) 上半年，AI 相关分项对美国核心通胀的贡献幅度远超历史水平。上半年，娱乐商品&车辆 PCE 同比上升幅度超过油价相关分项（服装、交运服务），与 CPI 结构截然不同，或对应 AI 通胀驱动（娱乐商品包括消费电子、电脑软件等）。2025 年 12 月-2026 年 5 月，核心 PCE、核心商品 PCE 涨幅中分别有 13.2%、59.6% 来自于电脑软件及配件分项，远超历史水平。

图表 1：美国核心 PCE 通胀由非周期性因素推动



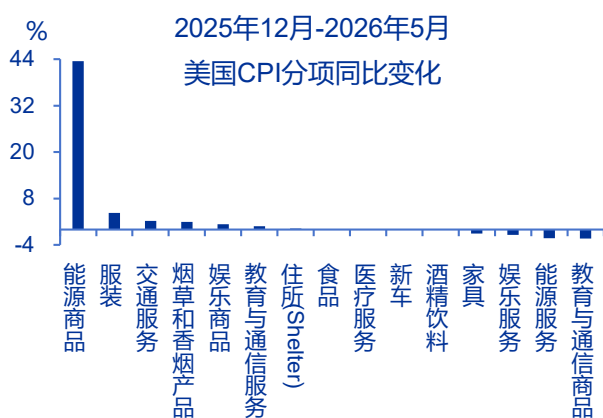
资料来源：美联储、申万宏源研究

图表 2：美国核心 PCE 通胀升温并非供需推动



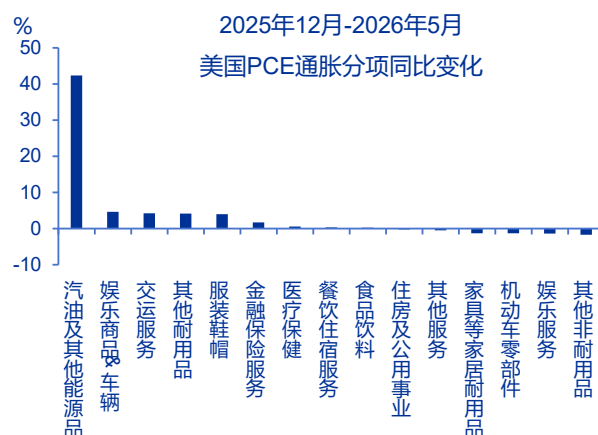
资料来源：CEIC、申万宏源研究

图表 3: 上半年, CPI 能源商品同比提升 43.4 个百分点



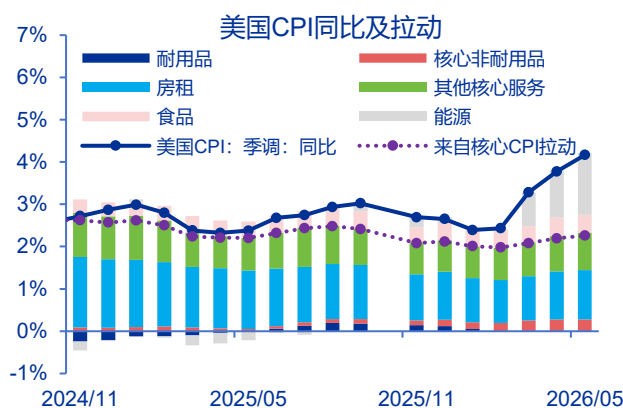
资料来源: CEIC、申万宏源研究

图表 4: 上半年, PCE 汽油同比提升 42.4 个百分点



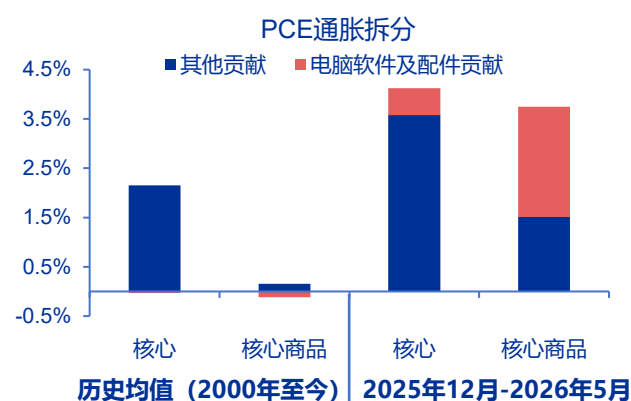
资料来源: CEIC、申万宏源研究

图表 5: 美国整体通胀、核心通胀均走向升温



资料来源: CEIC、申万宏源研究

图表 6: AI 相关的电脑软件对核心 PCE 通胀贡献显著

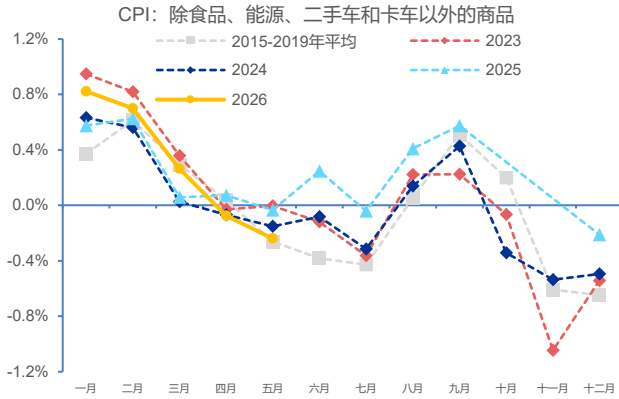


资料来源: CEIC、申万宏源研究

注: 2025 年 12 月-2026 年 5 月计算 5 个月变化, 并做年化处理

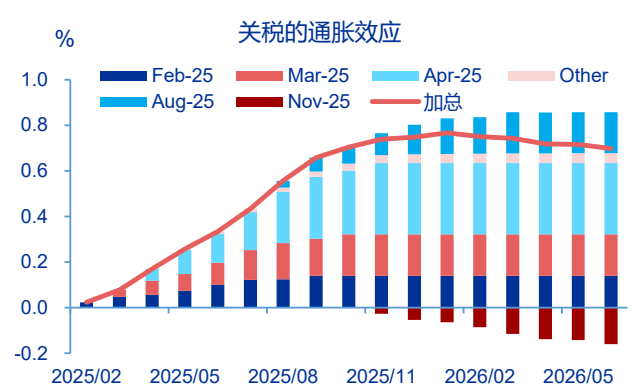
但是, 截止 2026 年上半年, 关税的“通胀效应”传导已基本完成。2025 年, 美国通胀的主题是“关税”效应。2026 年上半年, 关税的效应或已出现“见顶”回落。美联储估算, 2026 年初, 关税最高或贡献核心 PCE 通胀约 0.8 个百分点, 关税传导已基本完毕, 目前或已经进入下行区间。若考虑进 2 月最高法院对 IEEPA 关税裁决影响, 则关税的通胀效应减弱可能更快。从 CPI 商品分项来看, 核心非二手车商品环比自 4 月后弱于 2023-2025 年水平, 其中家具等商品显著走弱, 而服装、教育及通信商品则仍分别受油价、AI 相关因素影响。

图表 7：核心非二手车商品环比自 4 月后显著走弱



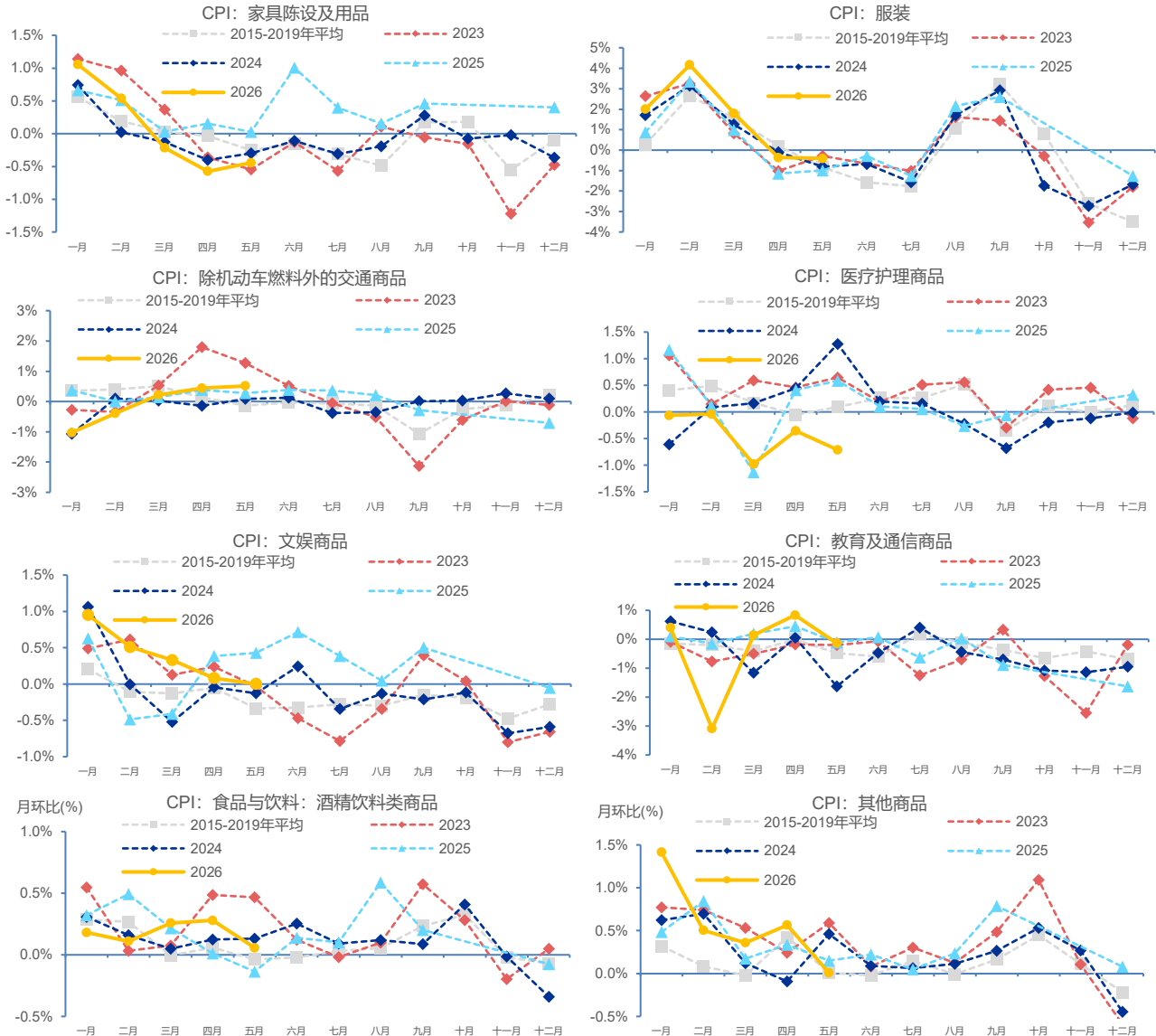
资料来源：CEIC、申万宏源研究

图表 8：关税的通胀效应或已经见顶



资料来源：美联储、申万宏源研究

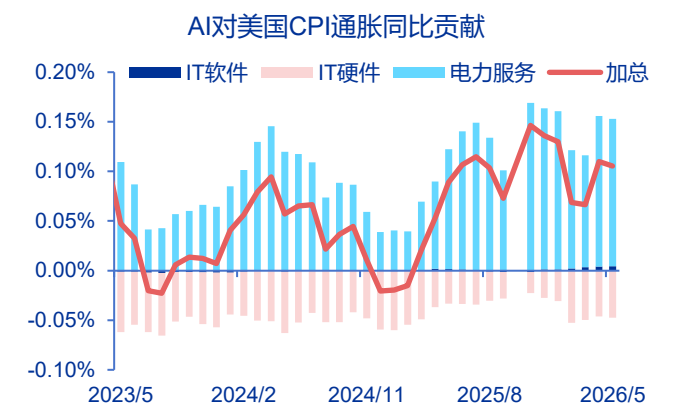
图表 9：美国商品 CPI 环比季节性



资料来源：CEIC、申万宏源研究

2026 年，AI 对于 PCE 通胀的推升幅度远强于 CPI。AI 对于美国通胀的推升效应大致来自于三部分：其一，AI 数据中心需求推升电子元器件价格（如存储），并带动电脑、手机等终端消费电子价格上涨；其二，软件中新增 AI 功能，可能推高统计意义上的价格水平；其三，数据中心投资火热，可能推升美国电价。截止 2026 年 5 月，AI 相关分项对美国 CPI、PCE 同比的贡献分别为 0.1、0.2 个百分点，AI 对于 PCE 通胀的推升效果明显更强，且集中在 IT 软件部分（下文分析口径）。

图表 10：AI 相关分项对 CPI 同比贡献



资料来源：CEIC、申万宏源研究

注：IT 软件为电脑软件及配件，IT 硬件包括电脑及外围设备、电话硬件、计算机及其他消费信息产品

图表 11：AI 相关分项对 PCE 同比贡献



资料来源：CEIC、申万宏源研究

注：IT 软件为电脑软件及配件，IT 硬件包括个人电脑及外围设备、计算机打字机、电话及相关通讯设备

图表 12：美国软件涨价案例

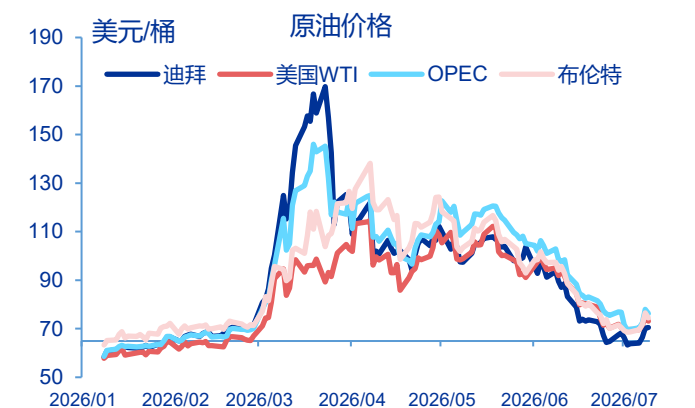
公司	产品/服务	生效时间	涨价幅度/价格变化
Microsoft	Microsoft 365 Personal 月付	2025年1月	\$6.99 → \$9.99/月, 约 +43%
Microsoft	Microsoft 365 Family 月付	2025年1月	\$9.99 → \$12.99/月, 约 +30%
Microsoft	Microsoft 365 Personal 年付	2025年1月	\$69.99 → \$99.99/年, 约 +43%
Microsoft	Microsoft 365 Family 年付	2025年1月	\$99.99 → \$129.99/年, 约 +30%
Google	Google Workspace Business Starter	2025年1月	\$6 → \$7/用户/月, 约 +17%
Google	Google Workspace Business Standard	2025年1月	\$12 → \$14/用户/月, 约 +17%
Google	Google Workspace Business Plus	2025年1月	\$18 → \$22/用户/月, 约 +22%
Adobe	Creative Cloud Photography 20GB	2025年1月	\$9.99 → \$14.99/月, 约 +50%
Adobe	Creative Cloud All Apps → Creative Cloud Pro	2025年6月	\$59.99 → \$69.99/月, 约 +17%
Adobe	Creative Cloud All Apps 月付非年约束版	2025年6月	\$89.99 → \$104.99/月, 约 +17%
Intuit	QuickBooks Online / QuickBooks 相关服务	2025年10月	45%
Atlassian	Jira / Confluence / Cloud 产品	2025年10月	7-10%
Apple	Apple Creator Studio	2026年1月	新订阅包约 \$12.99/月或 \$129/年
GitHub / Microsoft	GitHub Copilot	2026年6月	固定订阅价大体不变, 但高级/代理式使用转向 AI credits/用量计费

资料来源：微软、谷歌等，申万宏源研究

（二）展望：美国通胀趋势如何？

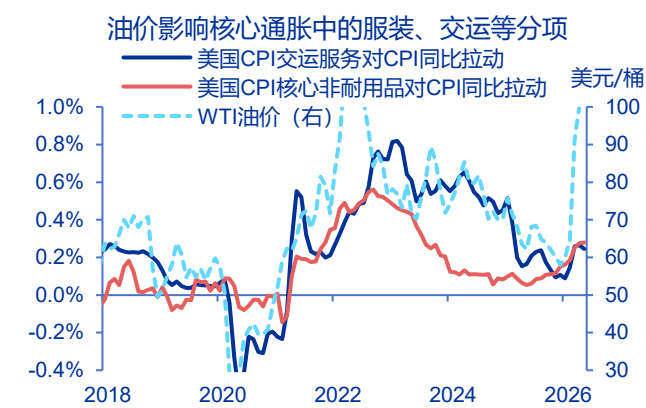
随着油价回落，美国整体通胀水平或已见顶，核心通胀压力亦可得到缓释。自 6 月以来，全球油价大幅回落。截止 7 月 12 日，布伦特、WTI 油价分别回落至 76、71 美元/桶，基本回到 2 月末水平。随着油价回落，美国整体通胀或已经见顶。根据克利夫兰联储预测，美国 6 月 CPI、PCE 同比分别为 3.92%、3.88%，较 5 月回落。在核心通胀中，年初以来大幅上涨的交通运输服务、服装通胀可能将受到抑制。假设油价每 10% 波动影响核心 PCE 5BP（见下图），则 WTI 油价月均值从今年高点回落约 %，对应的核心 PCE 通胀缓释空间大致为 BP。

图表 13: 全球油价已基本回落至 2 月末水平



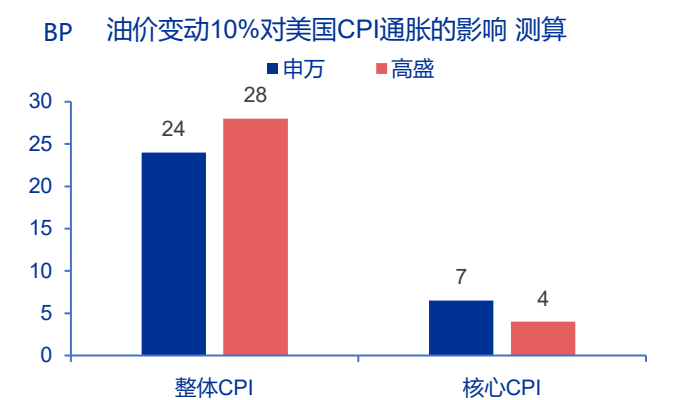
资料来源: CEIC、申万宏源研究

图表 14: 核心传导 (非耐用品+交通运输)



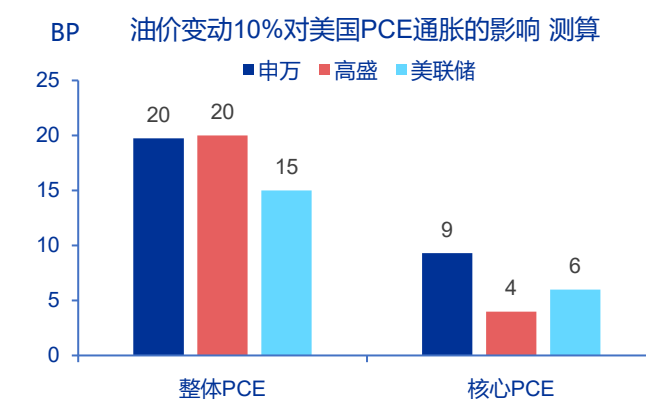
资料来源: CEIC、申万宏源研究

图表 15: 油价波动 10%, 或影响 CPI 同比 24-28BP



资料来源: 高盛、CEIC、申万宏源研究

图表 16: 油价波动 10%, 或影响 PCE 同比 15-20BP



资料来源: 高盛、美联储、CEIC、申万宏源研究

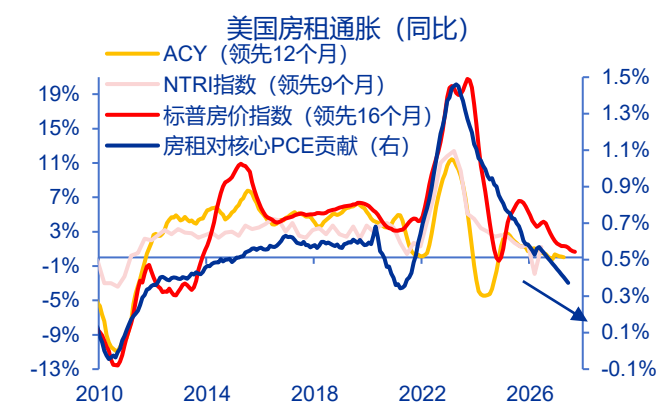
油价之外, 关税效应、薪资通胀、房租通胀或均推动美国核心通胀降温。根据上文分析, 关税对通胀的传导效应已基本结束, 不确定性在于关税通胀的回落斜率; 薪资通胀方面, 美国就业市场仍处于“低招聘、低裁员”的企稳阶段, 在此基础上, 美国居民薪资增速仍处于回落区间, 或难以构成通胀压力来源, 对应超级核心服务通胀仍处于降温区间; 房租通胀方面, 美国房价、房租指数仍指向未来房租通胀趋于降温。

图表 17: 小企业薪酬计划还未逆转回落趋势



资料来源: CEIC、申万宏源研究

图表 18: 房租通胀仍处于回落区间



资料来源: CEIC、申万宏源研究

图表 19：若无关税影响，核心商品 PCE 通胀或较低



资料来源：美联储、申万宏源研究

图表 20：有效关税税率不断回落

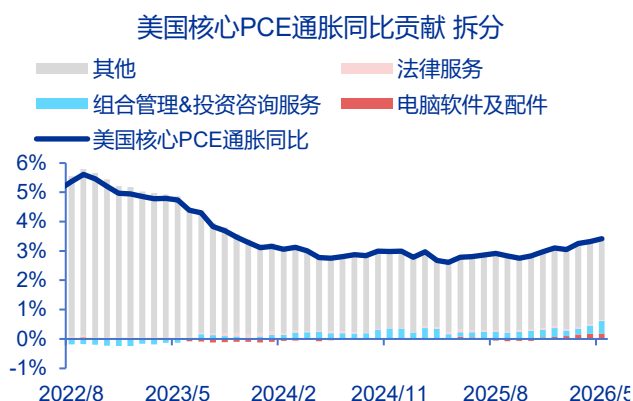


资料来源：CEIC、申万宏源研究

AI 可能进一步推升美国核心通胀，但或难抵其他分项降温幅度。**1) AI 相关通胀中，PCE 电脑软件及配件分项或被“高估”，即将迎来修正。**

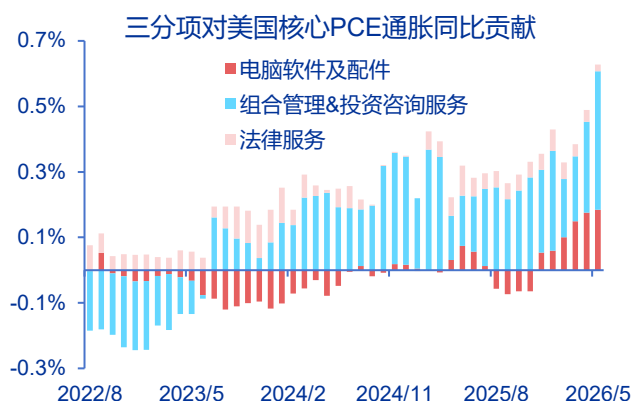
虽然电脑软件及配件对核心 PCE 同比贡献幅度较小，但却贡献了一半左右核心商品 PCE 和 CPI 之间的差异。一方面，该分类在 PCE 中的权重远高于 CPI（2026 年 5 月，PCE：1.1%，CPI：0.03%）；另一方面，两者组成存在错配。CPI 电脑软件及配件中有 11% 为移动存储设备，而 PCE 该分项中仅包括软件服务。但是，美国经济分析局（BEA）对该项直接使用 CPI 作为 PCE 的平减因子，导致在内存价格飙涨的背景下，PCE 电脑软件及配件价格指数被严重高估。因此，BEA 计划在 2026 年 9 月年度修订中对该分项（以及组合管理、法律服务）进行方法论调整，将有效降低被“高估”的 PCE 电脑软件及配件通胀。根据彭博社报告，BEA 对于上述通胀分项的调整可压低美国核心 PCE 通胀 0.1-0.3 个百分点左右。

图表 21：三分项对于核心通胀的贡献不大



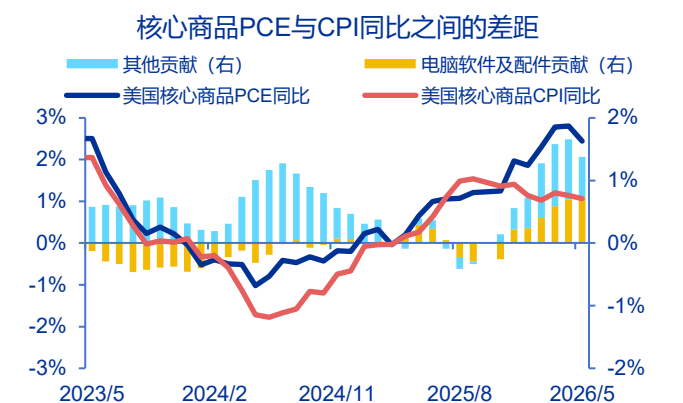
资料来源：CEIC、申万宏源研究

图表 22：电脑软件及配件对核心 PCE 贡献大幅提升



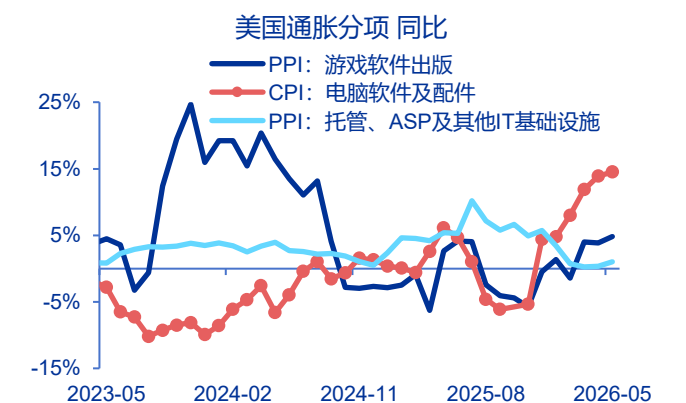
资料来源：CEIC、申万宏源研究

图表 23：核心商品 PCE 与 CPI 差距大半由软件贡献



资料来源：CEIC、申万宏源研究

图表 24：PCE 电脑软件及配件通胀将被下调



资料来源：CEIC、申万宏源研究

图表 25：美国 BEA 即将在 9 月对核心 PCE 通胀分项进行方法论调整

PCE 分项名称	原核算方法 (修订前)	2026 年度修订后新核算方法	修订原因
投资组合管理与投资咨询服务 (portfolio management and investment advice service)	采用劳工统计局 (BLS) 发布的投资组合管理与投资咨询服务生产者价格指数 (PPI)，对名义消费支出直接做平减处理	1. 不再使用对应 PPI 进行平减； 2. 服务消费量依托 BLS 当前就业统计 (CES) 行业就业数据构建外推指标测算； 3. 基于测算得到的真实服务消费量核算对应实际消费支出	原有 PPI 平减方式无法匹配居民消费该类服务的消费时点与消费规模，测算真实消费量存在偏差
法律服务 (legal services)	采用劳工统计局法律服务居民消费价格指数 (CPI) 作为平减指数；2023 年后该 CPI 基本停止对外发布，BEA 临时使用 BLS 未公开的内部 CPI 数据	自 2024 年数据起，启用 BEA 自建综合价格指数：依托居民各类细分法律服务对应的细分 PPI 加权合成，替代原法律服务 CPI	1. 法律服务 CPI 自 2023 年起基本停止公开发布； 2. BLS 留存的未公开 CPI 数据不满足官方发布质量标准，数据波动异常，无法与其他数据源交叉验证、逻辑不自洽； 3. 关联影响：专业协会会费消费平减同步使用该综合指数，同步受益本次优化
电脑软件及配件 (computer software and accessories)	仅单一使用电脑软件及配件 CPI 作为平减指数	更换为 BEA 自建综合价格指数，四项价格指标加权合成： 1. 电脑软件及配件 CPI 2. 游戏软件出版 PPI 3. 主机托管、动态服务器页面 (ASP) 服务 PPI 4. 其他信息技术基础设施服务 PPI	单一 CPI 无法反映该消费大类内部产品结构变化

资料来源：美国经济分析局 (BEA)，申万宏源研究

2) 另一方面，考虑到未来其他核心通胀分项的降温幅度，AI 通胀或“独木难支”。

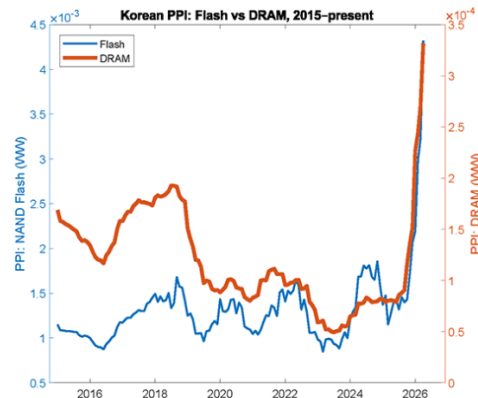
AI 对美国核心通胀的推升效果主要体现在硬件及软件上。软件方面，截止 5 月，PCE 电脑软件及配件对核心 PCE 同比的贡献为 0.2%，这一部分或即将在 9 月被 BEA 的方法论调整“抹除”（压低核心 PCE 0.1-0.3 个百分点）；硬件方面，我们将消费电子相关 PCE 分项按照“硬件”比例调整权重，并假设科技硬件涨价幅度在 20-40% 之间（根据下表统计），可估算出 AI 硬件对于核心 PCE 通胀的额外推升幅度大致在 20-40BP 左右。在其他核心通胀分项中，关税通胀降温空间高达 0.7 个百分点（70BP），油价回落对核心 PCE 通胀的降温效果在 15BP 左右，房租对未来一年核心 PCE 通胀的降温幅度也或至少达 0.1 个百分点（10BP）。因此，AI 通胀或难以推动美国核心 PCE 同比持续向上，未来美国核心通胀降温或是大势所趋。

图表 26：美国电子元件进口、生产价格仍在攀升



资料来源：CEIC、申万宏源研究

图表 27：韩国闪存和内存 PPI



资料来源：美联储、申万宏源研究

图表 28：AI 硬件对美国核心 PCE 通胀推升效果测算

PCE 分类	占核心PCE权重 (2026年5月)	硬件调整因子	调整后权重	硬件价格涨幅对 核心PCE推升幅度测算 (BP)	
				20%	40%
个人电脑及外围设备	0.58%	0.86	0.50%	10.0	20.0
电话及相关通讯设备	0.20%	1.00	0.20%	3.9	7.8
蜂窝移动通信服务	0.92%	0.25	0.23%	4.6	9.2
文娱用品	0.78%	0.12	0.09%	1.9	3.7
加总	2.47%		1.02%	20.4	40.7

资料来源：CEIC、美联储、美国劳工局（BLS），申万宏源研究

注：个人电脑及外围设备、文娱用品使用 2024 年消费者支出调查（CEX）数据调整权重，蜂窝移动通信服务调整因素通过 PCE 分项与 CPI 智能手机的回归得出（美国居民通常购买捆绑服务计划的手机）

图表 29：美国科技硬件涨价案例

时间	来源	关键内容/预测	涨价幅度	产品范围
2026年2月	Gartner	内存/SSD成本激增	17% (PC价格)	PC
2026年一季度	IDC / TrendForce / Counterpoint	内存危机预警	8-20% (PC) ; 内存40-60%	PC、配件
2026年6月	Dell等OEM	合同提价	15-20%	PC
2026年6月25日	Apple	官方提价	15-25%	MacBook、iPad
2026年6月	Microsoft	Xbox等提价	显著 (存储驱动)	Xbox、PC生态
2026年6月	IDC更新	ASP预测	18.3%	PC整体
2026年6月	Amazon / Walmart / Target / Costco	零售观察 (库存/调价)	部分品类上调 (跟随上游)	电子产品
2026 H2-2027	IDC	短缺持续	ASP高位 (难回2025水平)	PC/电子
2027年	Gartner / IDC延伸	供给改善但高位	压力延续 (高端仍20%+)	PC/电子

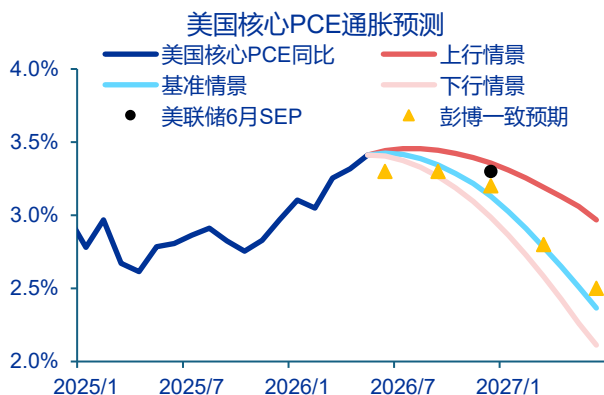
资料来源：IDC、Gartner、微软、苹果等，申万宏源研究

（三）美联储或保持不加息的“耐心”

综上所述，2026 年下半年至 2027 年上半年，美国整体、核心通胀或逐步降温，美联储或保持不加息的“耐心”。根据美联储 6 月 FOMC 例会纪要，通胀趋势是美联储决策主要矛盾，基于美国整体、核心通胀压力逐步降温的前景，我们认为美联储

或保持不加息的“耐心”。如果考虑今年油价高基数，美联储“按兵不动”的策略或可持续到 2027 年上半年。

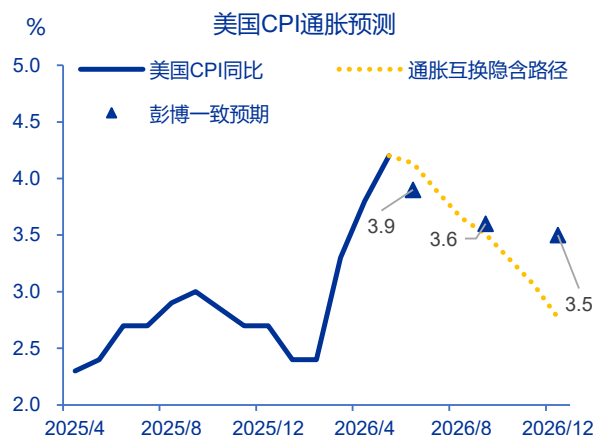
图表 30：美国核心 PCE 通胀预测



资料来源：CEIC、彭博、美联储、申万宏源研究

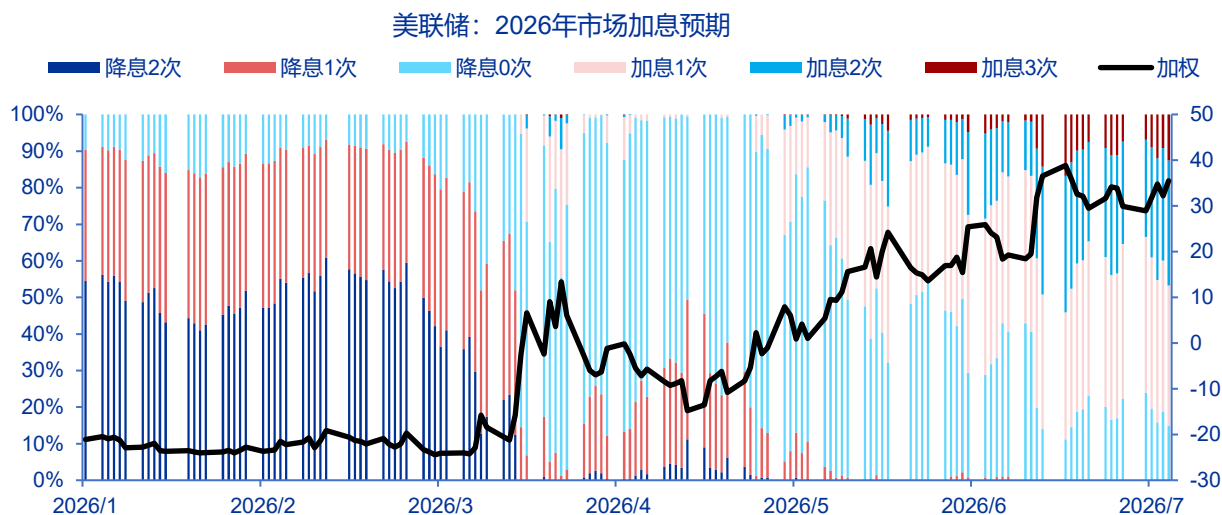
注：基准情形：薪资增速持平，关税通胀逐步回落，布油区间 68-78 美元/桶，AI 对 PCE 通胀推升 0.1-0.3 个百分点
上行情景：薪资增速上行，关税通胀缓慢回落，布油区间 85-105 美元/桶，AI 对 PCE 通胀推升 0.3-0.6 个百分点
下行情景：薪资增速回落，关税通胀加速回落，布油区间 50-65 美元/桶，AI 对 PCE 通胀推升-0.1-0.1 个百分点

图表 31：美国 CPI 预测



资料来源：CEIC、彭博、申万宏源研究

图表 32：市场对美联储政策利率预期



资料来源：芝商所（CME），申万宏源研究

在基准预期之外，美国通胀有哪些上行风险？关税政策、地缘波折、AI 通胀、就业转紧。若通胀压力兑现，美联储政策紧缩或将落地。1) 关税方面，未来 212、301 关税可能会落地，使得通胀压力再度提升；2) 地缘风险方面，虽然油价已大幅回落，但地缘风险尚未平息。7 月 12 日，伊朗宣布再次封锁霍尔木兹海峡，美伊谈判或仍有变数。并且，“安全冗余”补库需求也会对油价有一定支撑，导致油价中枢难以大幅回落；) 若 AI 投资继续加码，则 AI 对于下游通胀的传导可能超出预期；) 年初以来，美国就业市场表现不弱，若就业继续转紧，可能推升薪资通胀压力。

图表 33: 美国贸易工具梳理

条款	涉及事项	是否需要调查	期限限制	关税税率限制	适用层级
第232条	国家安全	商务部 (DoC)	无	无	行业
第201条	保护国内产业	国际贸易委员会 (ITC)	4年, 可延长至最长8年	50%	行业
第301条	违反贸易协定	美国贸易代表办公室 (USTR)	4年, 延长期无上限	无	国家
第122条	国际收支赤字	无	150天	15%	行业/国家
第338条	对美国产业的歧视/不利待遇	无	无	50%	国家
IEEPA	国家紧急状态	无	无	无	行业/国家

资料来源: 美国国会研究服务 (CRS)、申万宏源研究

图表 34: 供应链风险或推升通胀



资料来源: CEIC、申万宏源研究

图表 35: 大规模的供给冲击后, 原油库存中枢通常会有抬升



资料来源: 彭博, 申万宏源研究

在基准预期之外, 美国通胀有哪些下行风险? 关注住房通胀超预期回落、AI 通缩效应风险。若通胀压力大幅缓和, 美联储重启降息也或是“可选项”。一方面, 美国通胀中住房分项权重较高, 对通胀影响较大。新租户租金数据显示, 住房租金在未来一年或更长时间内将继续放缓, 是美国通胀的一大下行风险; 另一方面, AI 在短期内呈现为通胀效应, 但中长期内或是“通缩”的, 若劳动生产率增速大幅提升, 则AI的“通缩”效应可能逐步体现。在6月美联储FOMC例会纪要中提到, AI带来的生产率提升最终将降低生产成本并增加总供给, 从而对通胀产生下行压力, 不过他们指出这一效应很可能需要一定时间才能显现。

图表 36: 美国房租指数仍处于回落趋势中



资料来源: CEIC、申万宏源研究

图表 37: 劳动生产率增速和核心通胀呈反向关系



资料来源: CEIC、申万宏源研究

经研究, 本文发现:

1) 上半年, AI 对美国核心通胀的贡献远超历史水平, 且主要集中在 PCE 通胀。

AI 对于美国通胀的推升效应大致来自于消费电子硬件、软件、电力服务。2025 年 12 月-2026 年 5 月, 核心 PCE、核心商品 PCE 涨幅中分别有 13.2%、59.6%来自于电脑软件及配件分项, 远超历史平均水平。

2) AI 可能进一步推升核心通胀, 但或难抵其他分项降温幅度。 1) AI 通胀中, PCE 电脑软件及配件或被“高估”, 即将迎来 BEA 修正, 或压低核心 PCE 通胀 0.1-0.3 个百分点; 2) 根据我们测算, 电子硬件对核心 PCE 通胀的额外推升幅度约 20-40BP, 远不及关税、房租、油价降温幅度。

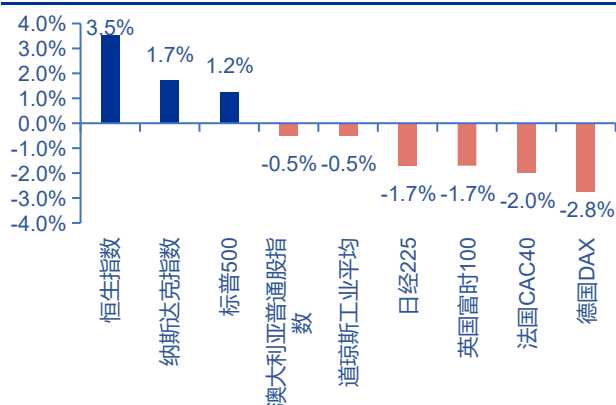
3) 基准假设下, 美国整体、核心通胀或逐步降温, 美联储或保持不加息的“耐心”。 根据 6 月 FOMC 例会纪要, 通胀是美联储决策主要矛盾。基于美国通胀压力逐步降温的前景, 美联储或保持不加息的“耐心”。如果考虑今年油价高基数, 美联储“按兵不动”或可持续到 2027 年上半年。

二、大类资产&海外事件&数据：美伊冲突反复，市场风险偏好有所分化

（一）大类资产：美伊冲突反复，市场风险偏好有所分化

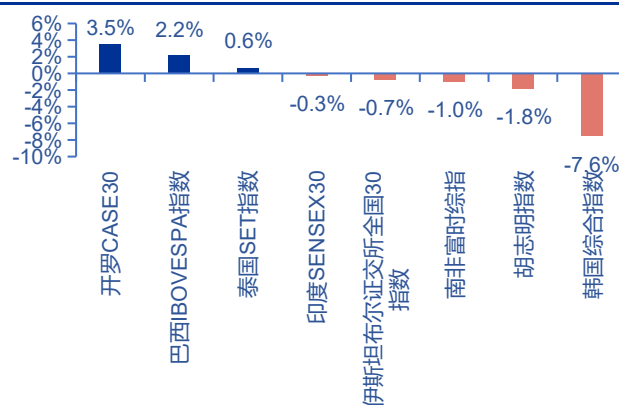
当周，发达市场股指多数下跌，新兴市场股指多数下跌。发达市场股指方面，德国 DAX、法国 CAC40、英国富时 100 分别下跌 2.8%、2.0%、1.7%；新兴市场股指方面，韩国综合指数、胡志明指数、南非富时综指分别下跌 7.6%、1.8%、1.0%。

图表 38：当周，发达市场股指多数下跌



资料来源：申万宏源研究

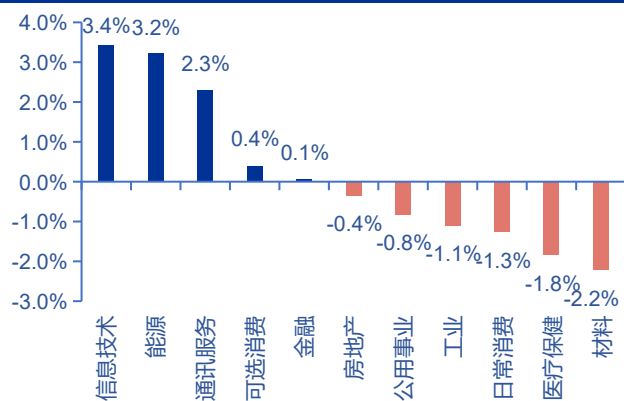
图表 39：当周，新兴市场股指多数下跌



资料来源：申万宏源研究

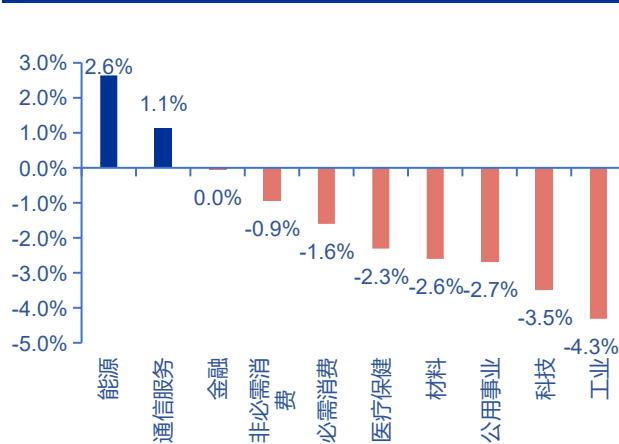
当周，美国标普 500 行业多数下跌。材料、医疗保健、日常消费分别下跌 2.2%、1.8%、1.3%；欧元区行业多数下跌。工业、科技、公用事业分别下跌 4.3%、3.5%、2.7%。

图表 40：当周，美国标普 500 行业多数下跌



资料来源：申万宏源研究

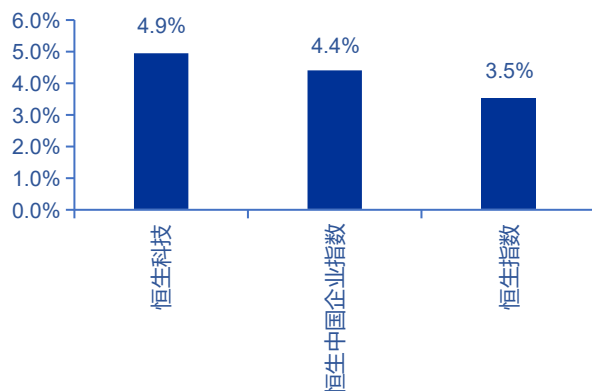
图表 41：当周，欧元区行业多数下跌



资料来源：申万宏源研究

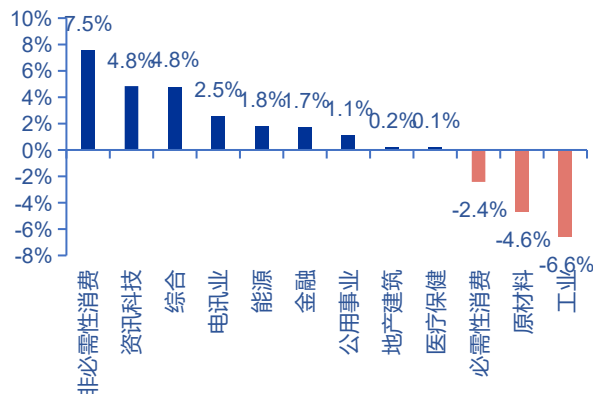
当周，恒生指数悉数上涨，行业方面多数上涨。恒生科技、恒生中国企业指数、恒生指数分别上涨 4.9%、4.4%、3.5%。行业方面，非必需性消费、资讯科技、综合分别上涨 7.5%、4.8%、4.8%。

图表 42: 当周, 恒生指数悉数上涨



资料来源: , 申万宏源研究

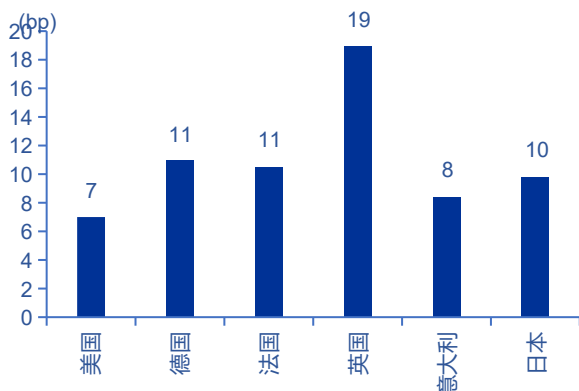
图表 43: 当周, 行业方面多数上涨



资料来源: , 申万宏源研究

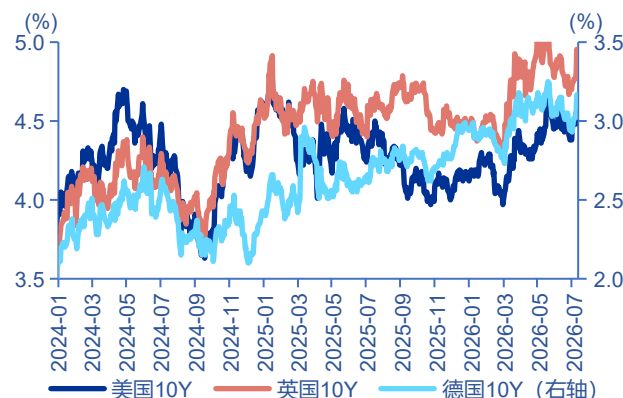
当周, 发达国家 10 年期国债收益率悉数上涨。美国 10 年期国债收益率上行 7.0bp 至 4.56%, 德国 10 年期国债收益率上行 11.0bp 至 3.13%, 法国 10 年期国债收益率上行 10.5bp 至 3.83%, 英国 10 年期国债收益率上行 18.9bp 至 4.95%, 意大利 10 年期国债收益率上行 8.4bp 至 3.80%, 日本 10 年期国债收益率上行 9.8bp 至 2.87%。

图表 44: 当周, 发达国家 10Y 国债收益率悉数上涨



资料来源: , 申万宏源研究

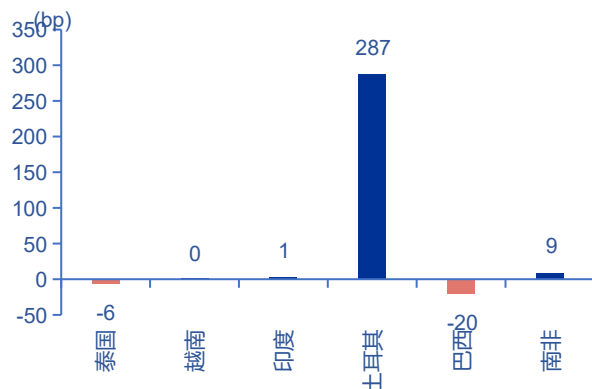
图表 45: 当周, 美、英、德 10Y 国债收益率走势



资料来源: , 申万宏源研究

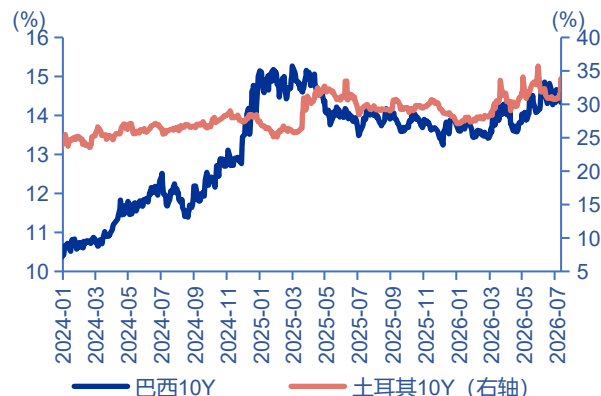
当周, 新兴市场 10 年期国债收益率多数上涨。土耳其上行 287.0bp 至 33.84%, 巴西上行 20.5bp 至 14.34%, 越南上行 0.3bp 至 4.54%, 泰国下行 6.4bp 至 1.95%, 印度上行 0.9bp 至 6.72%, 南非上行 9.0bp 至 8.44%。

图表 46: 当周, 新兴市场 10Y 国债收益率多数上涨



资料来源: , 申万宏源研究

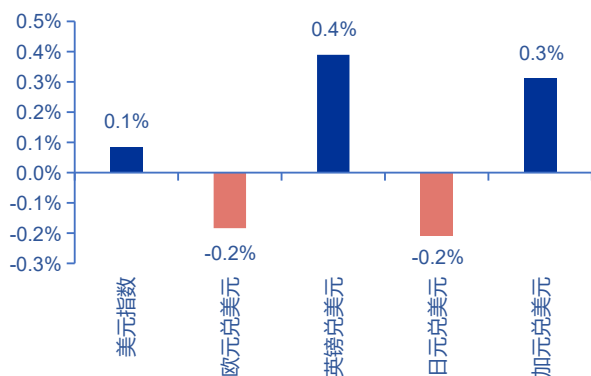
图表 47: 当周, 巴西、土耳其 10Y 收益率走势



资料来源: , 申万宏源研究

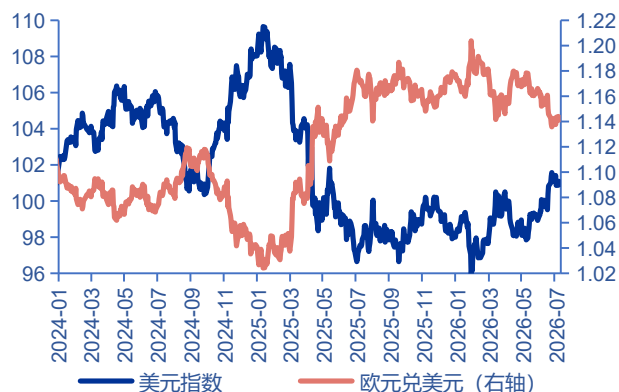
当周，美元指数上涨，其他货币兑美元涨跌互现。美元指数上涨至 100.96，欧元兑美元贬值 0.2%，英镑兑美元升值 0.4%，日元兑美元贬值 0.2%，加元兑美元升值 0.3%。主要新兴市场货币兑美元多数下跌，巴西雷亚尔兑美元升值 1.2%，菲律宾比索兑美元持平，韩元兑美元升值 1.8%，印尼卢比兑美元贬值 0.3%，埃及镑兑美元贬值 1.0%，墨西哥比索兑美元持平，土耳其里拉兑美元贬值 0.3%。

图表 48：美元指数上涨，其他货币兑美元涨跌互现



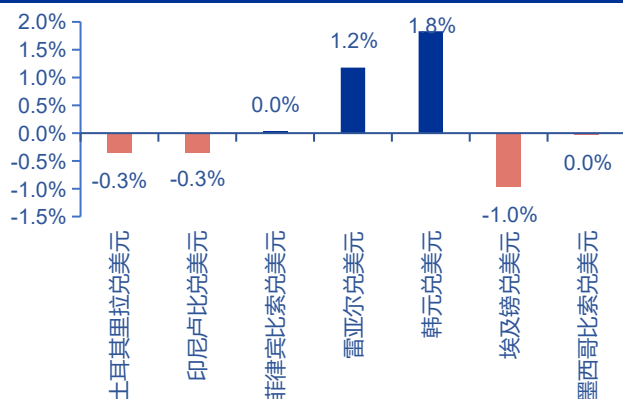
资料来源：申万宏源研究

图表 49：当周，欧元兑美元走势



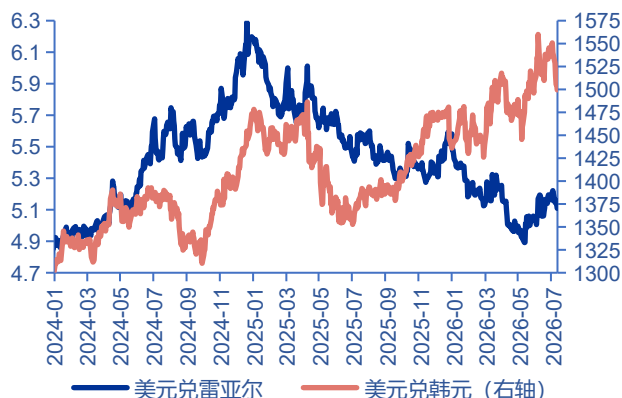
资料来源：申万宏源研究

图表 50：当周，主要新兴市场兑美元多数下跌



资料来源：申万宏源研究

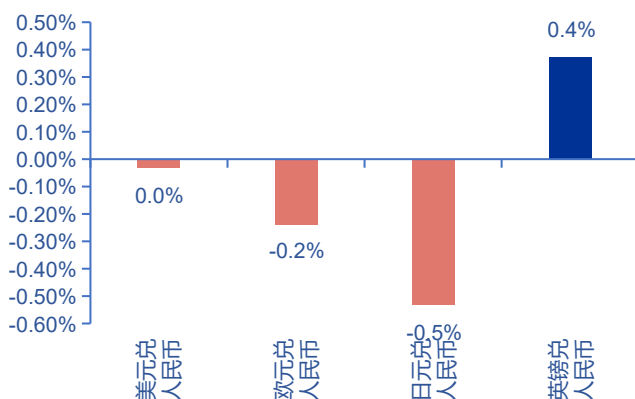
图表 51：当周，美元兑雷亚尔和韩元走势



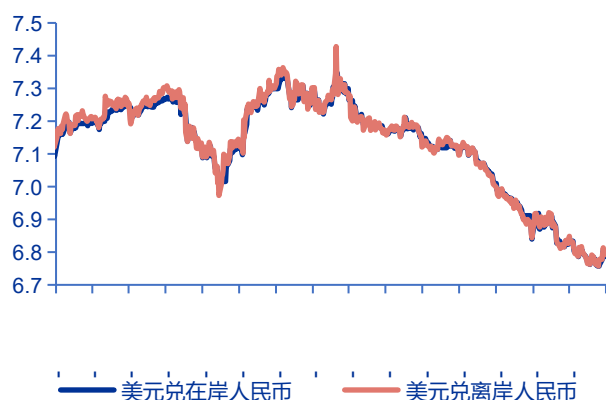
资料来源：申万宏源研究

当周，人民币兑美元持平。美元兑在岸、离岸人民币汇率分别变动至 6.7784 和 6.7820，日元兑人民币贬值 0.5%，英镑兑人民币升值 0.4%，欧元兑人民币贬值 0.2%。

图表 52：当周，美元兑人民币下跌至 6.7820



图表 53：当周，美元兑在岸人民币下跌至 6.7784



资料来源：申万宏源研究

资料来源：申万宏源研究

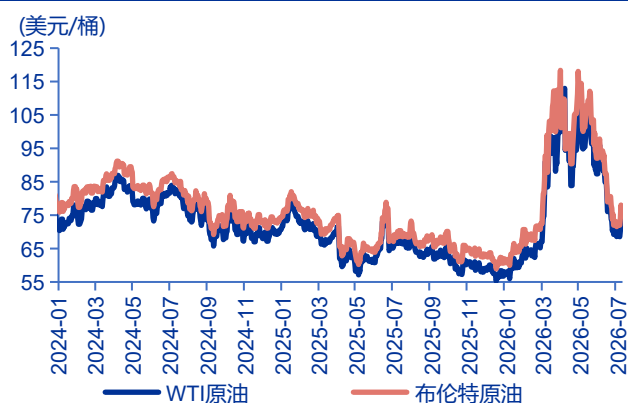
本周，大宗商品价格多数上涨。布伦特原油价格上涨 5.4%至 76.0 美元/桶，WTI 原油价格上涨 3.8%至 71.4 美元/桶，LME 镍价格上涨 1.9%至 16590 美元/吨，玻璃价格下跌 0.8%，生猪价格上涨 1.1%至 12450 元/吨。

图表 54：本周，大宗商品价格多数上涨

类别	品种	2026-07-10	2026-07-03	2026-06-26	2026-06-19	2026-06-12
原油	WTI原油	3.8%	-0.6%	-9.6%	-9.8%	-6.3%
	布伦特原油	5.4%	0.2%	-10.6%	-7.7%	-6.2%
贵金属	COMEX黄金	-0.5%	0.8%	-3.4%	0.4%	-2.6%
	COMEX银	-1.2%	2.4%	-10.7%	-2.4%	-1.9%
有色	LME铜	1.2%	0.3%	-2.1%	-0.4%	-0.8%
	LME铝	3.4%	-2.8%	-6.6%	-3.8%	-3.8%
	LME镍	1.9%	-2.4%	-5.8%	-0.4%	-4.7%
	LME锌	4.3%	2.5%	-4.0%	0.8%	-0.9%
黑色	玻璃	-0.8%	0.5%	-1.0%	-0.9%	-2.3%
	焦煤	-1.9%	2.7%	-1.8%	-7.3%	-6.1%
	沥青	-1.8%	2.6%	-4.8%	-11.5%	2.7%
	铁矿石	2.4%	-1.9%	0.1%	-2.2%	-0.3%
	螺纹钢	0.8%	-1.0%	-1.2%	-1.5%	0.4%
农产品	生猪	1.1%	3.2%	2.4%	-4.0%	3.1%
	棉花	-1.0%	3.7%	-1.9%	1.6%	-0.9%
	豆粕	2.9%	-0.4%	1.1%	0.0%	0.8%
	豆油	1.6%	-0.4%	1.1%	0.0%	-1.0%

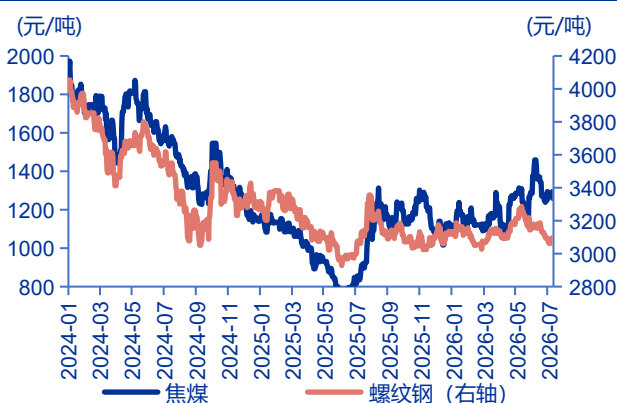
资料来源：申万宏源研究

图表 55：本周，WTI 原油、布伦特原油价格上涨



资料来源：申万宏源研究

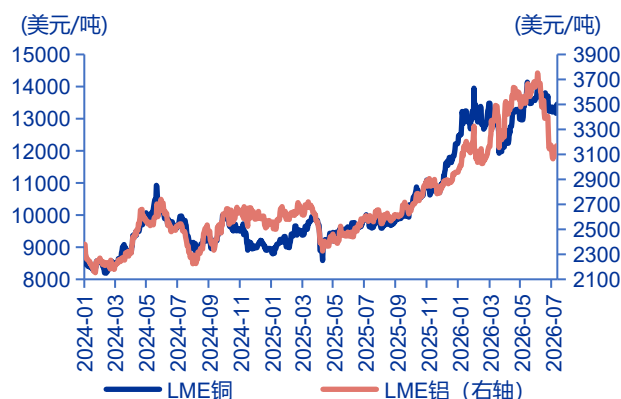
图表 56：本周，焦煤价格下跌、螺纹钢价格上涨



资料来源：申万宏源研究

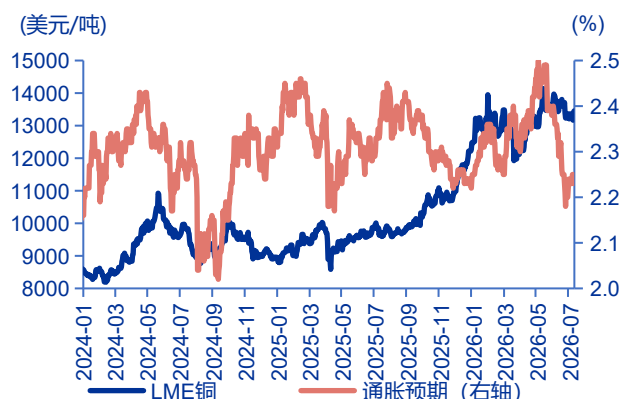
本周，有色金属价格悉数上涨、贵金属价格悉数下跌。LME 铝上涨 3.4%至 3153 美元/吨，LME 铜上涨 1.2%至 13453 美元/吨；通胀预期上行 1bp 至 2.24%；COMEX 银价格下跌 1.2%至 59.8 美元/盎司，COMEX 金价格下跌 0.5%至 4090.6 美元/盎司；10Y 美债实际收益率上行 6bp 至 2.32%。

图表 57: 当周, LME 铜、LME 铝价格上涨



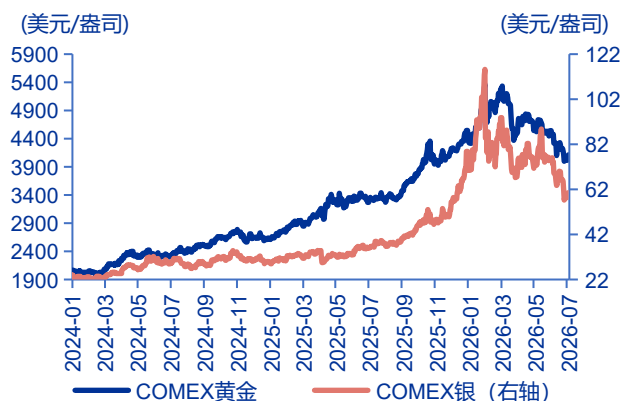
资料来源: , 申万宏源研究

图表 58: 当周, 通胀预期上行 1bp 至 2.24%



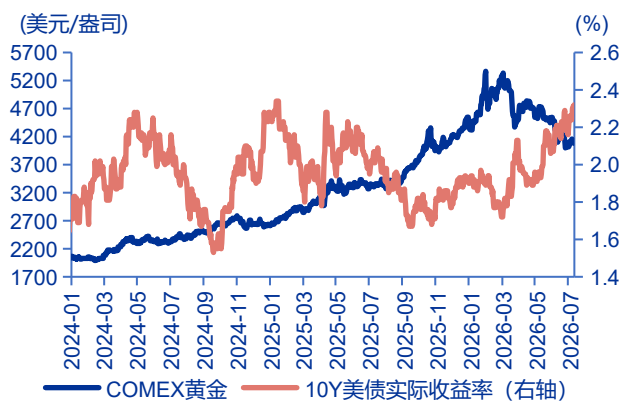
资料来源: , 申万宏源研究

图表 59: 当周, COMEX 金、COMEX 银价格下跌



资料来源: , 申万宏源研究

图表 60: 当周, 10Y 美债实际收益率上行至 2.32%



资料来源: , 申万宏源研究

(二) 美债: TGA 规模下降, 美债净发行下降

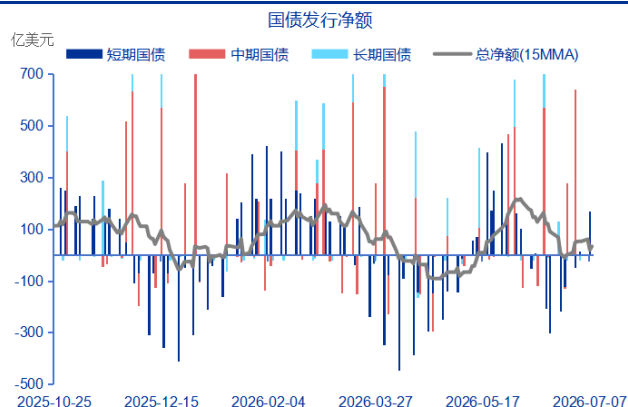
截至 2026 年 7 月 8 日, 美国 TGA 余额降至 7492 亿美元, 较上周下降; 本周(2026 年 7 月 6 日-2026 年 7 月 8 日), 短期国债出现多日较高规模赎回, 美债 15 日滚动净发行额最新降至 32.8 亿美元。

图表 61: 美国 TGA 规模下降



资料来源: CEIC, 申万宏源研究

图表 62: 美债净发行规模本周下降

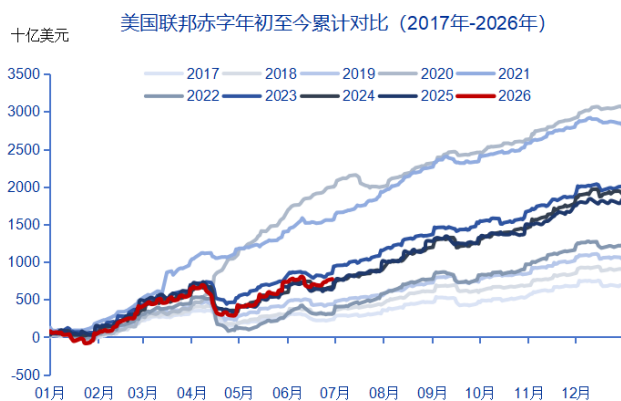


资料来源: CEIC, 申万宏源研究

(三) 美国财政：美国赤字规模高于去年同期水平

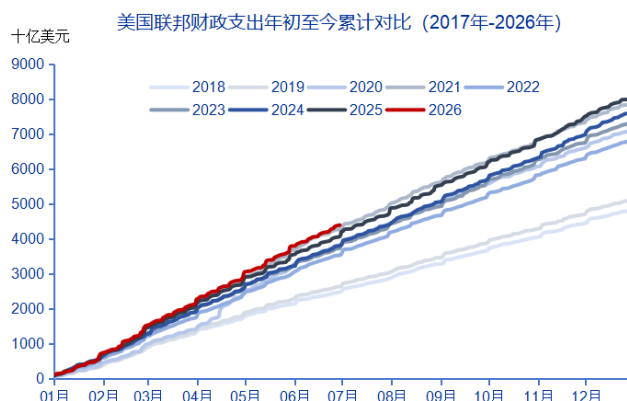
截至 2026 年 6 月 30 日，美国 2026 日历年累计财政赤字规模 7710 亿美元，去年同期为 6336 亿美元；累计支出规模 43988 亿美元，去年同期 40752 亿美元；累计财政税收收入 27986 亿美元，去年同期 26979 亿美元；关税收入规模 1573 亿美元，去年同期 969 亿美元。

图表 63：美国 2026 财政赤字高于去年同期水平



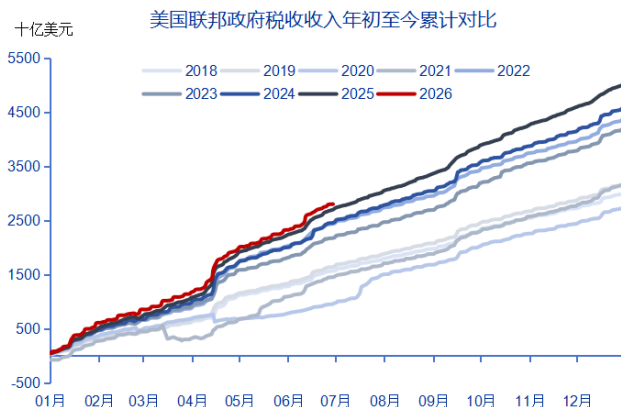
资料来源：美国财政部，申万宏源研究

图表 64：今年财政支出高于去年同期水平



资料来源：美国财政部，申万宏源研究

图表 65：美国 2026 年财政收入高于去年同期



资料来源：美国财政部，申万宏源研究

图表 66：美国 2026 年关税收入大幅高于去年同期

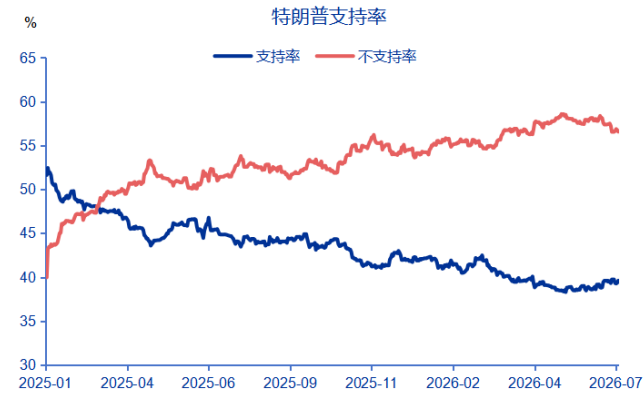


资料来源：美国财政部，申万宏源研究

(四) 中期选举：特朗普净支持率-17%

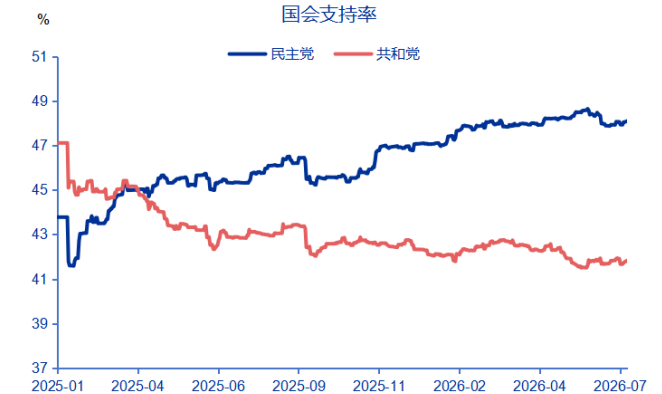
截至 2026 年 7 月 9 日，特朗普支持率 40%，反对率 57%，净支持率为-17%；国会层面，民主党支持率 48%，共和党支持率 42%，民主党领先 6 个百分点。特朗普移民政策净支持率-10%，经济政策净支持率-26%，贸易政策净支持率-24%，通胀政策净支持率-43%。截至 7 月 10 日，polymarket 市场显示民主党夺取参议院控制权的概率为 45%，共和党为 53%。

图表 67: 特朗普总统职位支持率



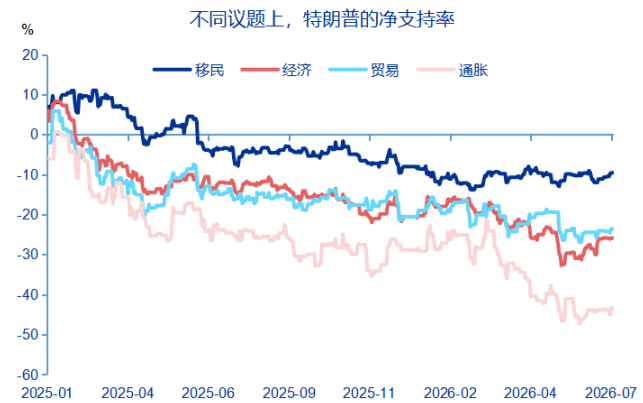
资料来源: 西尔弗观察、申万宏源研究

图表 68: 国会支持率



资料来源: 西尔弗观察、申万宏源研究

图表 69: 特朗普总统的净支持率



资料来源: 西尔弗观察、申万宏源研究

图表 70: polymarket 参议院概率



资料来源: 彭博、申万宏源研究

截至 2026 年 7 月 9 日, 众议院方面, 民主党预测席位为 228 位, 共和党预测席位为 208 位, 民主党领先 20 位; 参议院方面, 民主党预测席位为 49 位, 共和党预测席位为 51 位。

图表 71: 民主党、共和党众议院预测席位走势



资料来源: Kalshi、申万宏源研究

图表 72: 民主党、共和党参议院预测席位走势

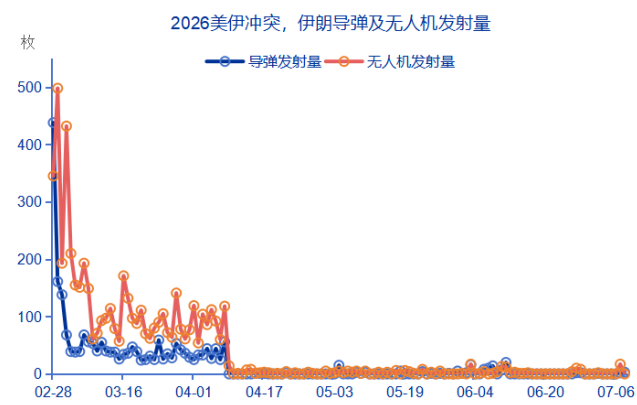


资料来源: Kalshi、申万宏源研究

(五) 美伊冲突：霍尔木兹海峡通航数量下降

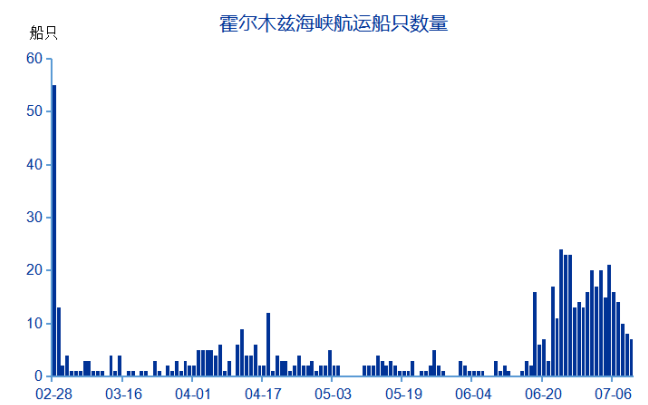
自冲突开始以来，伊朗每日弹道导弹发射总量由 2 月 28 日的 438 枚下降至 7 月 8 日的 3 枚，无人机发射数量由 2 月 28 日的 345 架降至 7 月 7 日的 17 架。美伊谅解备忘录签署后，霍尔木兹海峡油轮船只通过数量再度回落。

图表 73：伊朗日度导弹与无人机发射量



资料来源：彭博、申万宏源研究

图表 74：霍尔木兹海峡航运船只数量



资料来源：彭博、申万宏源研究

(六) 海外央行：6 月 FOMC 会议纪要强调通胀趋势

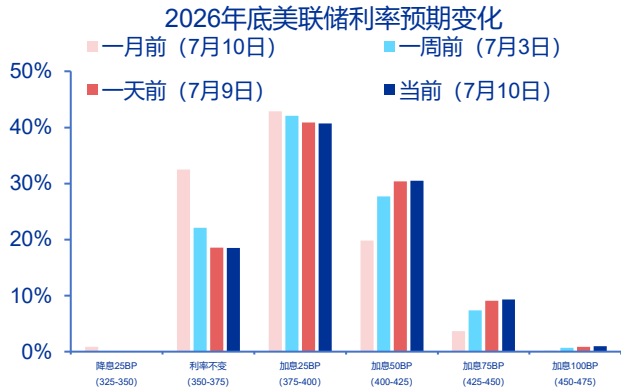
美联储 6 月 FOMC 纪要显示，参会者认为通胀前景的风险仍偏向上行，主要受关税滞后影响、能源和供应链冲击，以及 AI 强劲需求推动。此外，纪要显示，若通胀回落，则可能维持或逐步降息；若 AI 需求、中东冲突或关税因素导致通胀持续高位，则可能需要进一步收紧政策，意味着未来通胀走势或是美联储决策核心变量。

图表 75：美联储 6 月 FOMC 例会纪要梳理

主题	主要观点
通胀	通胀进一步上升且显著高于 2% 长期目标，主要受关税滞后影响、霍尔木兹海峡关闭引发的能源和供应链冲击，以及 AI 相关强劲需求 推动。价格压力已变得更加广泛，多个领域（如运输、机票、石化产品等）出现明显上涨。上行风险仍突出，可能因商品价格持续高位或供给中断时间超预期而加剧； AI 需求将继续推高科技产品和电力价格 。中长期通胀预期基本保持锚定，后续有望随供给冲击消退而下降，但 AI 带来的生产率提升效果需较长时间显现 。住房服务价格放缓将继续提供一定去通胀动力。
劳动力市场	失业率在过去一年保持相对稳定，接近长期自然率水平；非农就业增长今年有所加强，与劳动力供给增长基本匹配。 整体劳动力市场平衡，且当前并非主要通胀压力来源 ，工资增长也与通胀向 2% 回落的方向一致。预期短期内将维持稳定，但地缘政治或经济不确定性可能导致企业减少招聘；AI 长期可能对部分工种就业产生影响。
经济活动	经济活动继续以稳健步伐扩张，尽管面临较高不确定性（主要来自中东冲突）。 增长主要由强劲的 AI 相关商业投资和稳健的消费者支出支撑 。AI 投资无放缓迹象，并有望在未来提升生产率和潜在产出，但短期内其需求提振效应更为显著。金融条件宽松进一步支持需求。消费者支出方面，高收入群体受益于股市和退税，低收入群体则面临能源和食品价格压力并更多依赖信贷。预期全年经济将继续稳健增长。
货币政策立场与展望	近期数据显示经济扩张稳健、劳动力市场稳定，但通胀因供给冲击仍处高位，价格稳定面临的上行风险突出，就业下行风险有所缓和。多数参与者认为当前政策利率接近中性或略有限制性。未来政策路径存在较大不确定性： 若通胀回落，则可能维持或逐步降息；若 AI 需求、中东冲突或关税导致通胀持续高位，则可能需要进一步收紧政策 。参与者对年底适当利率水平的评估出现分化。会议还讨论了缩短政策声明并去除具备宽松倾向的用语。

资料来源：美联储，申万宏源研究

图表 76: 本周, 美联储年底加息概率有所上升



资料来源: 芝商所 (CME), 申万宏源研究

图表 77: 市场预期欧央行在 9 月加息

欧央行会议	2.25%	2.50%	2.75%	3.00%
23-Jul-26	87.00%	13.00%		
10-Sep-26	26.10%	64.80%	9.10%	
29-Oct-26	20.60%	56.70%	20.80%	1.90%
17-Dec-26	14.40%	45.90%	31.60%	7.60%

资料来源: 欧央行观察(ECB Watch), 申万宏源研究

图表 78: 市场预期美联储 2026 年 9 月加息 (BP, 截止 7 月 10 日)

FOMC会议	275-300	300-325	325-350	350-375	375-400	400-425	425-450	450-475	475-500
2026/7/29	0.0%	0.0%	0.0%	75.9%	24.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
2026/9/16	0.0%	0.0%	0.0%	38.0%	50.0%	12.0%	0.0%	0.0%	0.0%
2026/10/28	0.0%	0.0%	0.0%	30.0%	47.5%	20.0%	2.5%	0.0%	0.0%
2026/12/9	0.0%	0.0%	0.0%	18.4%	40.7%	30.7%	9.3%	1.0%	0.0%
2027/1/27	0.0%	0.0%	0.0%	15.2%	36.8%	32.4%	13.0%	2.4%	0.2%
2027/3/17	0.0%	0.0%	0.0%	11.8%	31.9%	33.4%	17.4%	4.8%	0.7%
2027/4/28	0.0%	0.0%	0.0%	11.1%	30.9%	33.3%	18.2%	5.5%	0.9%
2027/6/9	0.0%	0.0%	0.7%	12.3%	31.0%	32.4%	17.4%	5.2%	0.8%
2027/7/28	0.0%	0.1%	1.7%	14.0%	31.1%	31.1%	16.4%	4.8%	0.8%
2027/9/15	0.0%	0.3%	3.2%	16.0%	31.1%	29.3%	15.0%	4.3%	0.7%
2027/10/27	0.0%	0.5%	4.3%	17.4%	31.0%	28.0%	14.0%	4.0%	0.6%
2027/12/8	0.2%	1.7%	8.2%	21.4%	30.1%	23.9%	11.0%	3.0%	0.5%

资料来源: 芝商所 (CME), 申万宏源研究

图表 79: 联储官员倾向 (截止 7 月 10 日)

	鸽派	中性				鹰派
2026	主席	沃什				
	理事	鲍曼 (2034)	鲍威尔 (2028)	巴尔 (2032)		
		杰斐逊 (2036)	库克 (2038)	沃勒 (2030)		
	行长	威廉姆斯 (纽约, '26)	柯林斯 (波士顿, '28)	穆塞勒姆 (圣路易斯, '28)	洛根 (达拉斯, '26)	
		保尔森 (费城, '26)	维纳布尔 (亚特兰大, '27)		哈马克 (克利夫兰, '26)	
		戴利 (旧金山, '27)	古尔斯比 (芝加哥, '27)		卡什卡利 (明尼阿波利斯, '26)	
			巴尔金 (里士满, '27)		施密德 (堪萨斯城, '28)	

资料来源: InTouch Capital Markets (ITC 市场), 申万宏源研究

注: 灰色阴影为 2026 年有投票权的美联储委员, 理事人名后年份表示任期, 行长人名后为投票权年份

图表 80：本周美联储官员发言

美联储官员	职位	投票权	发言时间	观点	立场
沃勒 (Christopher Waller)	理事	√	7月6日	FOMC官员们一直致力于实现2%通胀目标，这是一个可信的承诺。劳动力市场似乎正趋于稳定。无需针对很好地定义的反应机制讨论太多。重要的是，沟通你们的反应机制。如果美联储的反应机制没有被很好地理解，决策者们就需要讨论它。美联储主席沃什在重申对2%通胀目标的承诺。设定一个通胀目标区间的设想是合理的。	中性
威廉姆斯 (John C. Williams)	纽约联储主席	√	7月9日	关于稳定币的相关问题，目前仍处于早期阶段。稳定币更多地涉及支付功能，而非价值储存。稳定币并未带来不断上升的金融稳定风险。尚不清楚稳定币将如何影响对准备金的需求。美联储充足的准备金体系被设计为具有灵活性，能够应对稳定币带来的影响。流动性监管改革应考虑到银行安全问题。资产负债表辩论不应关注持仓的名义规模。尚不清楚美联储资产负债表还能缩减多少。美联储资产负债表的目的在于利率控制。通胀仍然“过高”。市场仍预计油价将在未来6至12个月内回落，这一看法是合理的。货币政策关注能源价格如何影响通胀。AI投资是通胀的一个驱动因素。美联储正在积极讨论围绕通胀的各种情景。美联储会议纪要捕捉到了一种“集体应对机制”。从长远来看，AI投资将是一次积极的供给冲击。基准情景预计AI将得到更广泛的应用，从而提高生产率。我们将使通胀回到2%。关键是要关注潜在通胀因素，而不仅仅是某一特定指标。政府的技术性调整可以更好地协调PCE通胀与CPI之间的差异。美联储政策仍需依赖数据。劳动力市场非常稳定。对于长期中性利率仍存在不确定性。实际工资增长温和地呈现通缩态势。美联储工作小组的时间表“相当紧迫”。透明度对美联储大有裨益。若通过自愿参与的中央清算机制开展公开市场操作，可能会为金融体系带来益处。联邦公开市场委员会 (FOMC) 若在自愿基础上通过中央清算方式开展公开市场操作，将能够使其公开市场操作更有效率、更具效果，并有助于增强美国金融市场整体的稳健性。市场中的杠杆水平需要得到谨慎管理。维持强劲且高效的金融市场，需要市场参与者和官方部门在杠杆运用的收益与风险，以及杠杆与市场流动性之间的相互作用方面作出适当平衡。	鹰
洛根 (Lorie Logan)	达拉斯联储主席	√	7月10日		中性

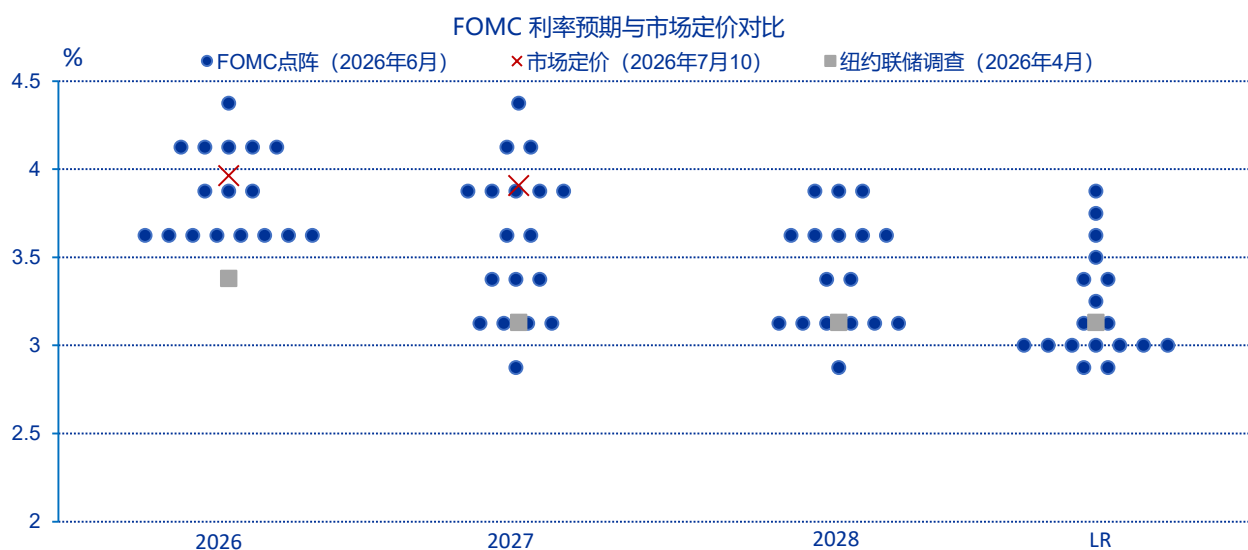
资料来源：美联储，申万宏源研究

图表 81：本周欧央行官员发言

欧央行官员	职位	投票权	发言时间	观点	立场
施纳贝尔 (Isabel Schnabel)	执行委员会委员	√	7月6日	管道压力和供应链压力仍然偏高。不可以简单地看待与伊朗战争相关的冲击。	鹰
温施 (Pierre Wunsch)	管理委员会委员	√	7月6日	似乎伊朗冲击已经消退，我们尚未看到太多的第二轮通胀效应。我们可能还得（围绕货币政策）采取更多行动，但形势并不要求央行大幅紧缩。不排除央行再次采取加息行动，但不要让我们等太久。	中性
帕内塔 (Fabio Panetta)	管理委员会委员	×	7月7日	经济前景仍然脆弱。通胀上行风险与经济增长下行风险并存。不能将最新的能源冲击草率地视为暂时现象。最近的能源冲击并非2022年的重演。货币政策必须适应不断变化的经济环境。最近的加息决策在一系列情景下都是稳健的。在当前背景下，政策选择的稳健性非常重要。	鸽
内格尔 (Joachim Nagel)	管理委员会委员	×	7月8日	在今天的伊朗消息传出后，我们又回到了起点。欧洲央行采取逐次会议决策的方式。我们不知道七月会议上会做什么。欧洲央行将在两周后召开会议，随后在九月份再开一次。	中性
拉加德 (Christine Lagarde)	行长	√	7月10日	欧盟政府必须采取行动来发展经济。我们需要一种欧洲资产，这是“相当显而易见的”。自从针对新冠疫情推出支持资金以来，形势已经变化。	中性

资料来源：欧央行，申万宏源研究

图表 82：美联储点阵图及市场预期（截止 7 月 10 日）



资料来源：美联储、芝商所 (CME)，申万宏源研究

(七) PMI: 美国 6 月 ISM 服务业 PMI 回落至 54.0

美国 6 月 ISM 服务业 PMI 回落至 54.0, 其中商业活动、新订单指数均出现回落, 但就业指数回升 3.3 至 51.2 (四个月来首次扩张), 物价指数回落 4 至 67.7, 显示成本压力有所缓解。综合而言, 美国就业市场仍处于均衡状态。

图表 83: 美国 6 月 ISM 服务业 PMI 数据

PMI项目	环比变化	26-06	26-05	26-04	26-03	26-02	26-01	25-12	25-11	25-10	25-09	25-08	25-07	25-06	25-05
ISM:服务业PMI	↓ -1	54.0	54.5	53.6	54.0	56.1	53.8	54.4	52.6	52.4	50.0	52.0	50.1	50.8	49.9
商业活动	↓ -2	55.4	57.7	55.9	53.9	59.9	57.4	56.0	54.5	54.3	49.9	55.0	52.6	54.2	50.0
新订单	↓ -2	55.1	57.3	53.5	60.6	58.6	53.1	57.9	52.9	56.2	50.4	56.0	50.3	51.3	46.4
就业	↑ 3.3	51.2	47.9	48.0	45.2	51.8	50.3	52.0	48.9	48.2	47.2	46.5	46.4	47.2	50.7
供应商交付	↓ -1	54.4	55.2	56.8	56.2	53.9	54.2	51.8	54.1	50.8	52.6	50.3	51.0	50.3	52.5
库存	↓ -11	51.2	62.5	53.1	54.8	56.4	45.1	54.2	53.4	49.5	47.8	53.2	51.8	52.7	49.7
物价	↓ -4	67.7	71.3	70.7	70.7	63.0	66.6	64.3	65.4	70.0	69.4	69.2	69.9	67.5	68.7
订单库存	↑ 3.6	54.9	51.3	53.0	53.6	55.9	44.0	42.6	49.1	40.8	47.3	40.4	44.3	42.4	43.4
新出口订单	↑ 0.4	50.4	50.0	52.1	50.7	57.2	45.0	54.2	48.7	47.8	46.5	47.3	47.9	51.1	48.5
进口	↓ -2	49.4	51.1	54.7	55.2	51.8	48.2	50.3	48.9	43.7	49.2	54.6	45.9	51.7	48.2
库存景气	↓ -3	52.6	55.2	55.1	54.3	55.3	54.3	54.1	54.8	55.5	55.7	55.5	53.2	57.1	62.9

资料来源: CEIC, 申万宏源研究

(八) 高频: 失业金申领人数低于市场预期

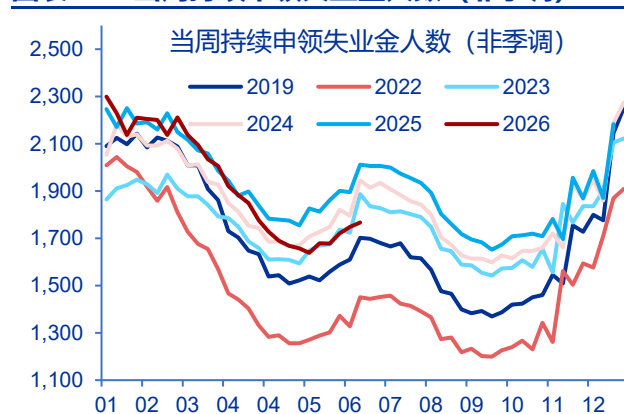
截止 7 月 4 日当周, 美国失业金初申领人数 21.5 万人, 低于市场 21.8 万人的预期。截止 6 月 27 日当周, 续请失业金人数 181.4 万人, 低于市场 181.5 万人的预期 (均为季调口径)。从非季调口径来看, 美国两口径失业金申领人数数据均符合历史规律。

图表 84: 当周初申领失业金人数 (非季调)



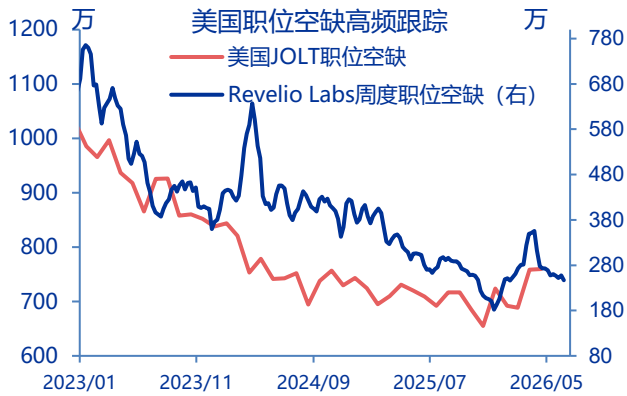
资料来源: CEIC, 申万宏源研究 注: 单位为千人

图表 85: 当周持续申领失业金人数 (非季调)



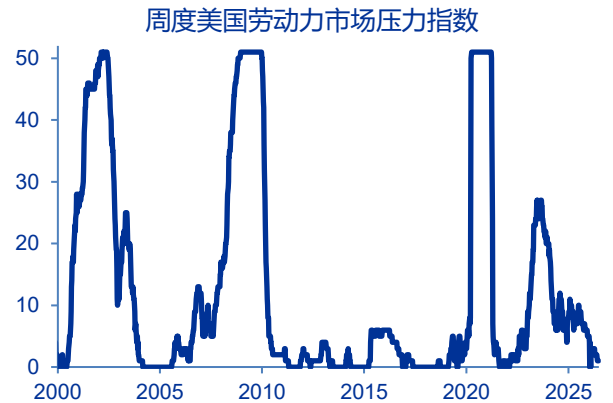
资料来源: CEIC, 申万宏源研究 注: 单位为千人

图表 86: 周度职位空缺数持续回落



资料来源: CEIC、申万宏源研究

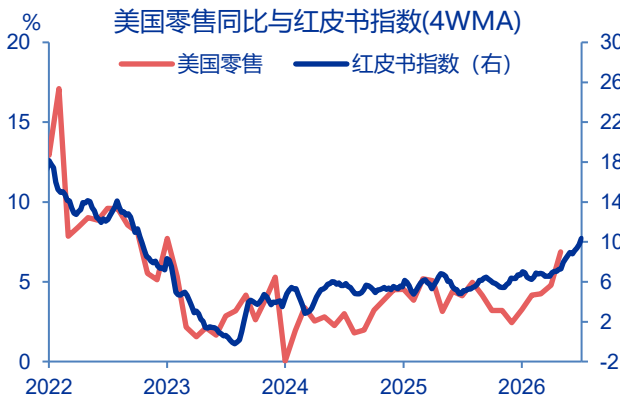
图表 87: 美国州层面的失业压力不大



资料来源: 美联储、申万宏源研究

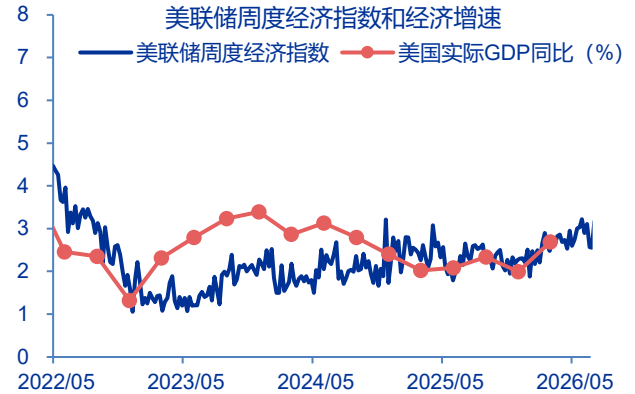
注: 数据为美国各州中失业加速的州数统计

图表 88: 美国红皮书零售指数回升



资料来源: CEIC、申万宏源研究

图表 89: 美国经济增长高频指标上升



资料来源: CEIC、申万宏源研究

三、全球宏观日历：关注美国 6 月 CPI 数据

图表 90：全球主要宏观经济数据日历

月份	星期一	星期二	星期三	星期四	星期五	星期六	星期日
	13	14	15	16	17	18	19
			10:00 CN 🇨🇳	20:30 US 🇺🇸			
		20:30 US 🇺🇸	6月经济数据 20:30 US 🇺🇸	6月零售销售			
		6月CPI	6月PPI				
7月	20	21	22	23	24	25	26
	9:00 CN 🇨🇳	14:00 UK 🇬🇧		20:15 EU 🇪🇺	7:30 JP 🇯🇵		
	中国LPR利率	6月CPI		ECB议息会议	6月CPI 16:00 EU 🇪🇺		
					7月PMI 16:30 UK 🇬🇧		
					7月PMI 21:45 US 🇺🇸		
					7月Markit制造业、服务业PMI		

资料来源：各国统计局，申万宏源研究

风险提示

- 1、**原油价格中枢上移超预期**。俄乌冲突尚未终结，叠加中东地缘政治的不稳定性，原油价格中枢上移或超预期，进而增加全球经济的滞胀风险。
- 2、**沃什的政策立场“偏鹰”**。如果油价中枢长期运行于高位，导致中长期通胀预期上行，沃什的货币政策立场或偏鹰。
- 3、**美国经济放缓超预期**。美国劳动力市场仍处于“低增长平衡”状态，私募信贷的风险仍未出清，靠消耗储蓄维持的消费也难以为继。

信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东团队	茅炯	021-33388488	maojiong@swhy.com
华北团队	肖霞	15724767486	xiaoxia@swhy.com
华南团队	王维宇	0755-82990590	wangweiyu@swhy.com
华北创新团队	潘烨明	15201910123	panyeming@swhy.com
华东创新团队	朱晓艺	18702179817	zhuxiaoyi@swhy.com

证券的投资评级

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20% 以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 - 5% ~ + 5% 之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数 (A 股)、恒生中国企业指数 (H 股)、纳斯达克指数 (美股)

法律声明

本报告由上海申银万国证券研究所有限公司 (隶属于申万宏源证券有限公司，以下简称“本公司”) 在中华人民共和国内地 (香港、澳门、台湾除外) 发布，仅供本公司的客户 (包括合格的境外机构投资者等合法合规的客户) 使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的真实性、准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请。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，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，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。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司强烈建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及 (若有必要) 咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记，未获本公司同意，任何人无权在任何情况下使用他们。