

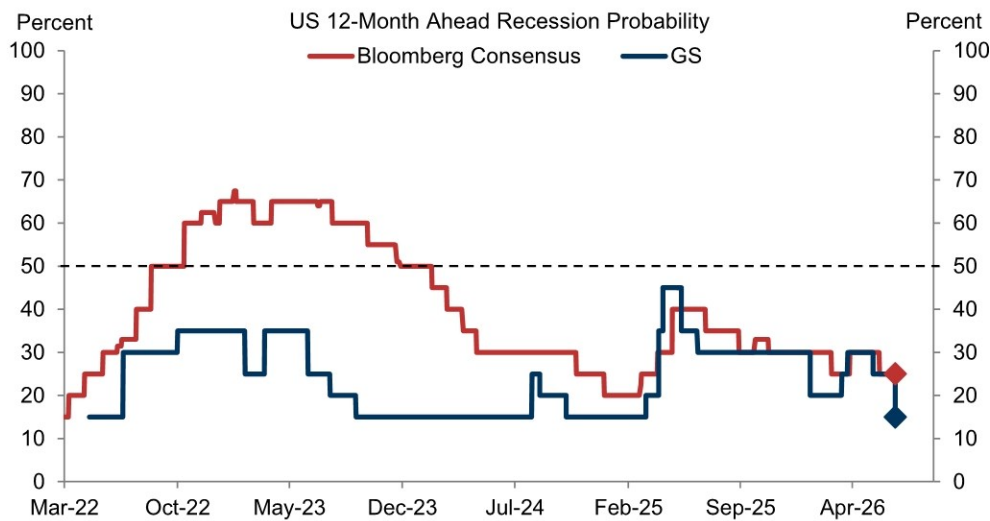
全球视点: 原油供应增加，担忧情绪缓解

1. 美伊协议降低了我们经济前景预测的下行风险。高盛大宗商品策略团队目前预测，2026年底布伦特原油价格为每桶80美元，存在双向风险。就上行风险而言，伊朗周六再度关闭海峡的声明相当于提示人们，石油供应或许只会缓慢恢复。就下行风险而言，随着石油迅速释放到战前已然过剩的市场，短期内可能发展为供应过量。美伊协议促使我们将美国未来12个月衰退概率预测从25%进一步下调至15%的长期正常化水平（低于我们战前20%的预测，因为此后劳动力市场的改善体现了更强的内在韧性。）

Jan Hatzius

+1(212)902-0394 | jan.hatzius@gs.com
高盛集团

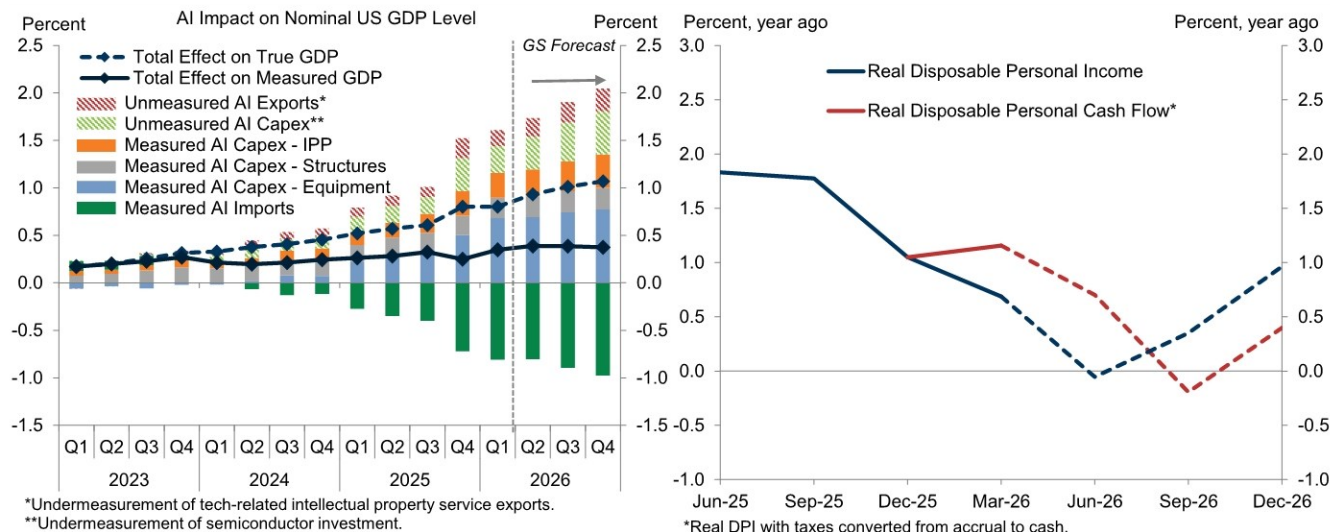
图表 1: 美国经济衰退风险回到15%的长期正常化水平



资料来源：彭博，高盛全球投资研究部

2. 我们在下调衰退风险预测的同时，还将美国下半年GDP环比增速预测小幅上调至2%。略微走强的路径反映出汽油降价对于实际收入的积极环比推动，同时经济仍受益于AI的繁荣发展（通过股权财富增长和强劲的资本支出）。但我们仍认为增速将保持温和。首先，AI资本支出主要包括从亚洲进口的商品，就半导体而言，甚至不计入GDP。其次，即使汽油价格走低，基于现金流衡量的实际收入在下半年也可能放缓，因为二季度退税较高和最终缴税偏低的影响将逐渐消退。这可能使得实际消费支出增速仅维持在1.5%。

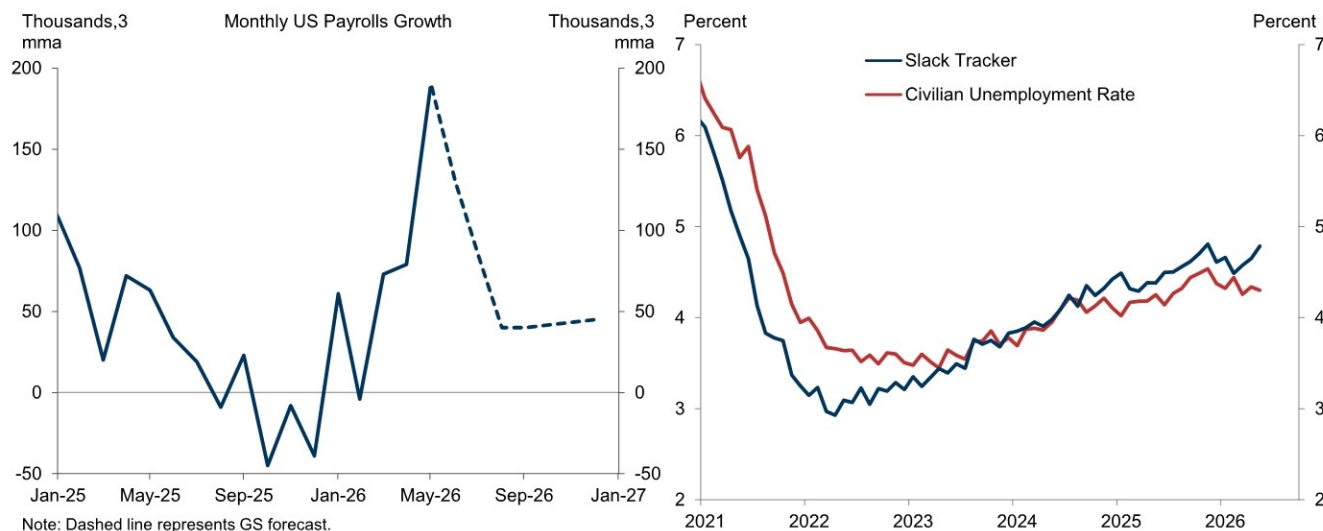
图表 2: AI投资激增对于美国GDP贡献甚微，美国消费者依然承压



资料来源：美国经济分析局, Haver Analytics, 高盛全球投资研究部

3. 由于GDP增速仍略低于潜在水平，我们预计非农就业人数将从过去三个月18.8万人的极高水平降至我们预测的6万人就业平衡线下方。除了增速预测之外，我们注意到其他劳动力市场指标未能给近期就业市场的显著改善提供作证。家庭就业调查增速远低于非农就业人数，就业/人口比率持平至走低，我们更新后的劳动力市场闲置状态追踪指标（汇总了十个关键劳动力市场利用率指标）近来恢复了过去三年逐渐宽松的趋势。与此呼应的是，虽然之前总体通胀上行，但我们预计工资和单位劳动力成本增幅仍将低迷。

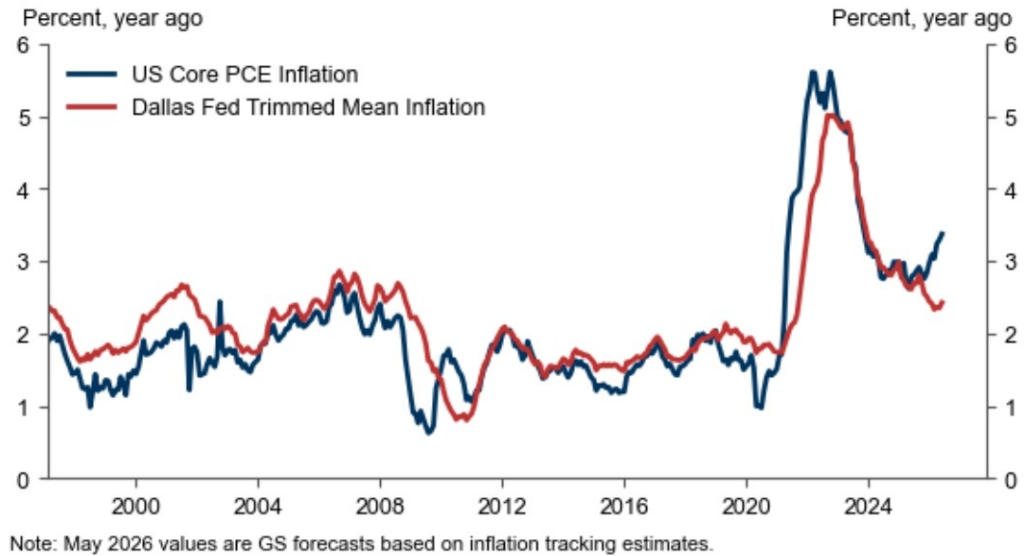
图表 3: 激增的非农就业人数相对于其他劳动力市场指标来说是一个离群值



资料来源：美国劳工统计局, Haver Analytics, 高盛全球投资研究部

4. 6月迄今的汽油价格大幅走低应会带动季调后消费者价格直接下降。我们还预计，未来三个月核心CPI通胀均值仅为0.17%，因为航油降价推动机票价格走低、（按预订时衡量的）酒店价格自世界杯期间高点回落，以及租金通胀逆转了5月东北部各州的过高离群值。核心PCE通胀可能更具粘性，部分原因在于股市走强持续对金融服务估算价格带来上行压力，以及软件/配件价格上涨（其在核心PCE中的权重是核心CPI的30倍）。不过，截尾均值PCE等更具统计学基础的衡量指标仍应更偏温和。

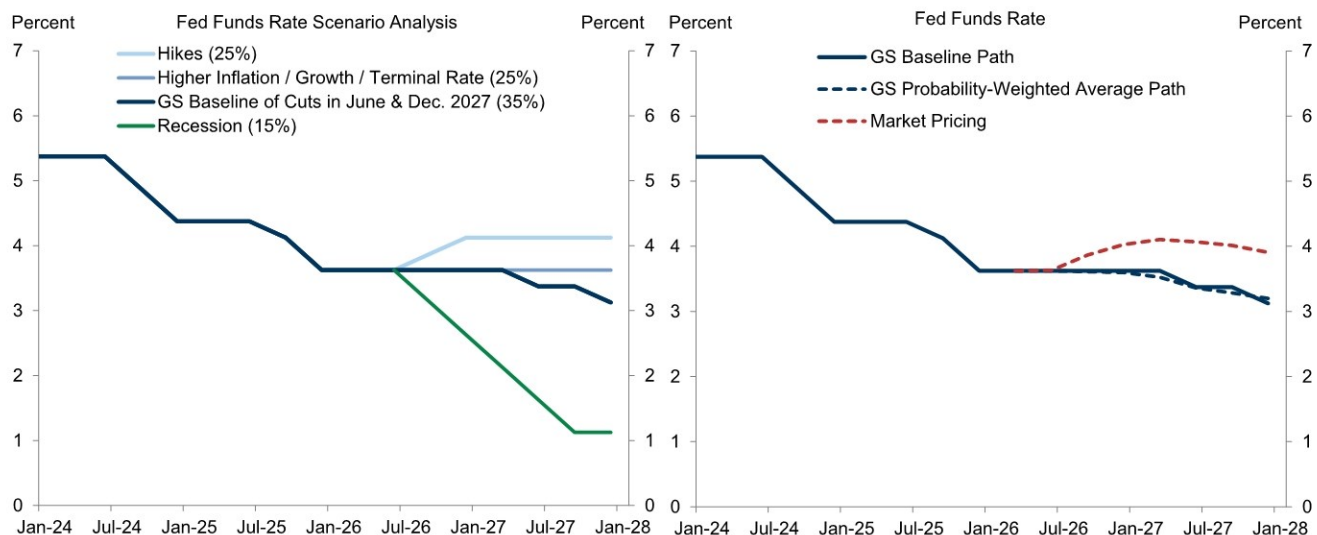
图表 4: 截尾均值PCE仍比核心PCE看起来更温和



资料来源：Haver Analytics, 高盛全球投资研究部

5. 沃什主席领导下的首次FOMC会议比预期更为鹰派。在提交利率预测的18位参会者中，半数预计在2026年剩余时间里应加息一次或多次，2027年四季度核心PCE通胀的中位数预测升至2.5%。尽管这加大了上行风险，但我们仍维持不加息的基线预测。首先，我们认为预计2026年加息的参会者中约一半是不具投票权的联储行行长，这意味着，大多数投票委员认为在适当的政策下应保持利率不变或降息。其次，随着中东局势迅速改善以及过去一周能源价格骤降，这些预测可能已经过时。如果未来几个月通胀下行（总体通胀快速下降、核心通胀逐渐下降）而且增速依然不振，那么我们预计大多数投票委员将继续支持利率不变。

图表 5: 尽管加息可能性上升，但我们认为可能性低于市场定价水平



资料来源：彭博, 高盛全球投资研究部

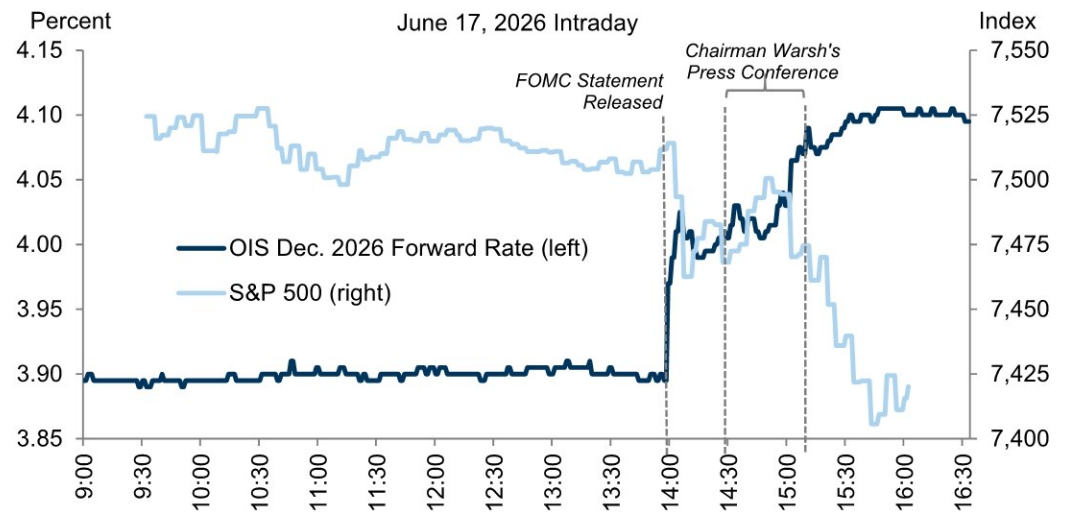
6. 我们此前预计沃什会拒绝提供“点阵图”预测以及对未来利率决策的口头指引，但他在美联储与金融市场沟通问题上的整体点评还要更进一步：

“因此，我认为金融市场在对新公布数据做出反应时表现最佳。我认为当金融市场揣测

‘美联储将对这些新信息做何反应？’时运行效率降低。市场越是关注实体经济中发生的事情，判断哪些数据良好、哪些数据欠佳，金融市场就越是能够对他们认为的最可能情景以及尾部风险进行定价。”

由于美联储实际控制着短期利率，而且利率路径关乎资产定价，因此市场不可避免地会去询问美联储将对新公布信息做何反应。诚然，这可能会演变成徒劳地纠结于计算美联储的反应函数——美联储的反应机制往往比许多市场参与者认为的更难概括且易于生变。尽管如此，美联储透明度的显著降低可能会令金融状况（以及经济后果）变得更加波动，因为市场对美联储想法的假设将更加缺少现实的验证。

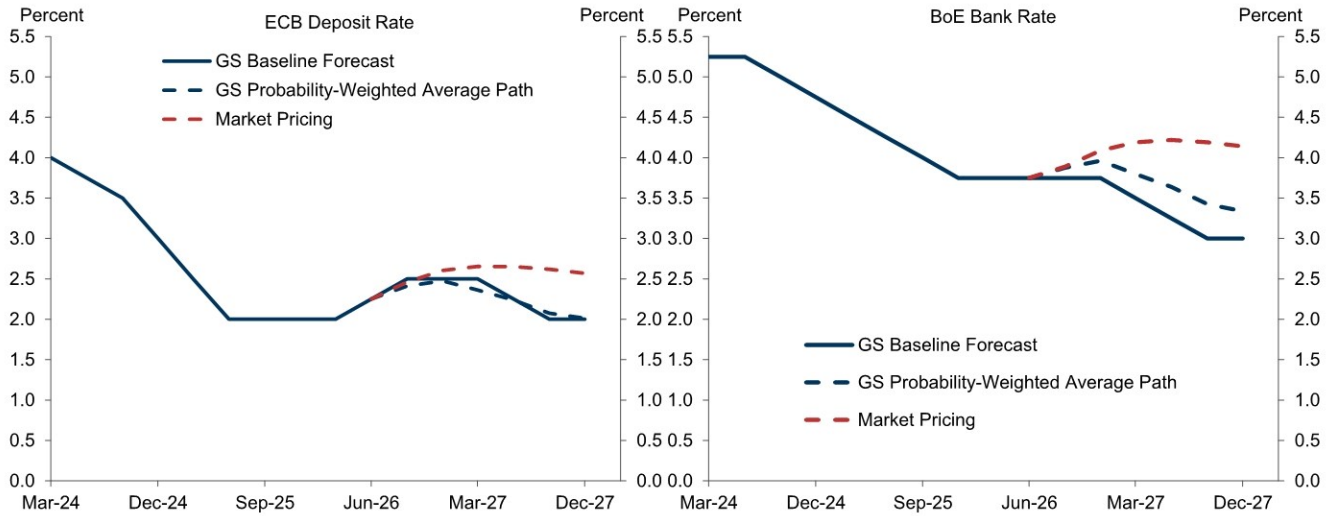
图表 6: FOMC会议展现出美联储沟通对于金融状况的重要意义



资料来源：彭博, 高盛全球投资研究部

7. 外界曾普遍预料到欧洲央行将加息至2.25%，但能源价格下跌为我们9月再加息25个基点的预测带来了下行风险。无论如何，我们依然预计2027年存款利率将回到2%，因此相对于市场定价我们仍偏鸽派。在英国，斯塔默爵士已辞去首相职务，由Andy Burnham接任，而当前英国的经济潜力被普遍低估。就货币政策而言，在近期油价下跌之前就已改善的工资和物价通胀也巩固了我们的观点，即未来几个月英国央行MPC不会加息，并最终将在2027年将基准利率下调至3%，远低于市场定价。

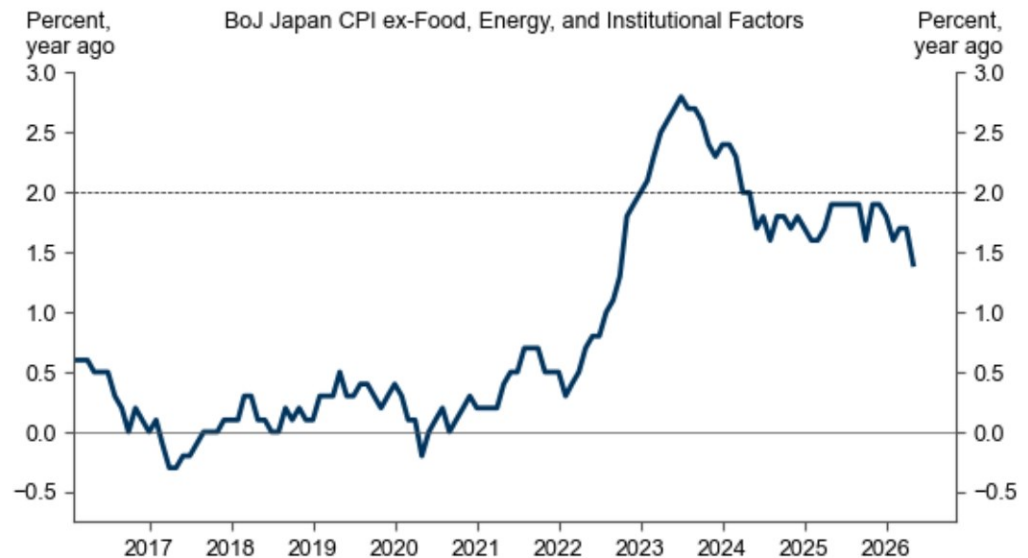
图表 7: 我们对欧洲央行和英国央行的利率预测仍低于市场定价



资料来源：彭博, 高盛全球投资研究部

8. 日本央行加息25个基点至1%，达到30年来的最高水平。我们预计每六个月左右再加息25个基点、共计两次，直至明年夏天政策利率达到1.5%。日本央行尚有充裕的应对时间，因为通胀（根据剔除所有食品/能源价格以及制度因素(例如学费变化等)的CPI估算）同比仅为约1.5%，而且2026年GDP可能仅增长0.5%。日本经济面临的最大挑战仍是财政可持续性，如果高市首相实施扩张计划而且长期利率朝向其他G10经济体的水平进一步攀升，那么曾在过去十年下行的债务/GDP比可能转而上行。

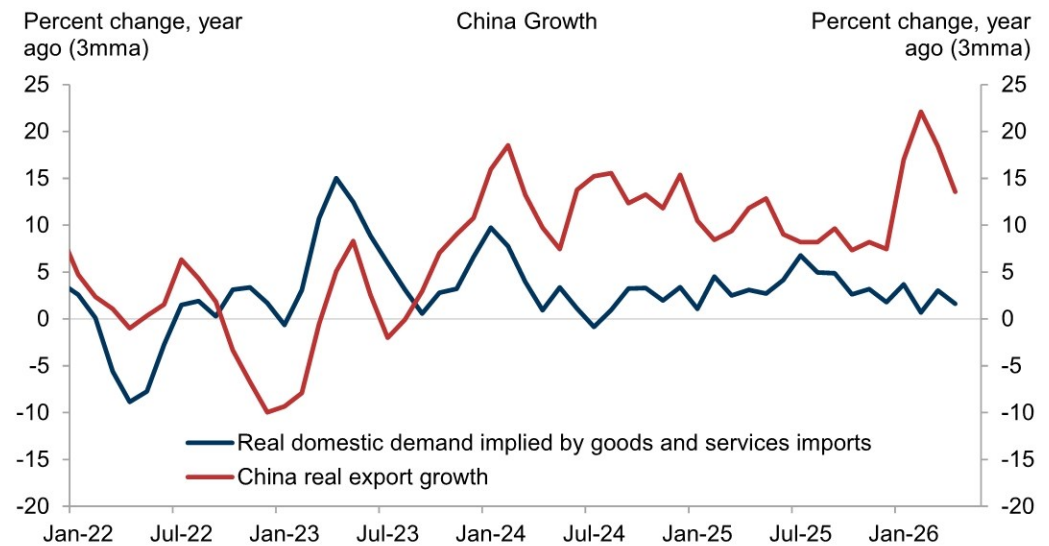
图表 8: 日本潜在通胀依然温和



资料来源：日本央行, Haver Analytics, 高盛全球投资研究部

9. 中国4月和5月经济增速不及预期，我们认为主要缘于石油冲击、消费品以旧换新的透支效应，以及政府在一季度GDP开门红之后决定放缓财政支出。6月经济增速可能因为强降雨而依然低迷，但我们预计三季度增速回升，届时暂时拖累因素减弱、石油冲击逆转、决策层将通过加大财政支出应对近期疲软。在短期经济表现的起伏之下，内需与出口之间的差距持续拉大，这将扩大中国的经常账户顺差，并对中国的许多贸易伙伴影响不利。

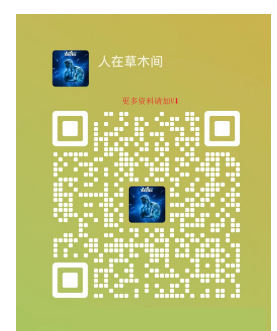
图表 9: 中国的内需增速远低于出口增速



资料来源：Haver Analytics, 高盛全球投资研究部

10. 美国金融市场已很好地消化了FOMC的鹰派冲击，盈亏平衡通胀和30年期国债收益率下降，同时股指普遍反弹。如果近期经济前景趋于平稳，对AI交易题材可持续性的关注可能进一步升温。高盛股票策略和跨资产策略团队的研究表明，AI资本支出持续强于预期、标普盈利表现强劲以及基本未出现的私人部门金融失衡，应该都有助于未来几个月股市进一步走强。然而，即使相对于我们对未来十年AI价值创造潜力的乐观预期，AI相关股票的估值现已处于高位，因此越发难以证明进一步大涨的合理性。

Jan Hatzius



信息披露附录

申明

本人，Jan Hatzius，在此申明，本报告所表述的所有观点准确反映了本人的看法，没有受到公司业务或客户关系因素的影响。

本报告首页所列作者为高盛全球投资研究部分析师，除非另有说明。

贡献作者：Jan Hatzius Goldman Sachs & Co. LLC。

本报告披露的“贡献作者”为高盛全球投资研究部分析师，除非另有说明。

信息披露

法定披露

美国法定披露

任何本报告中研究企业所需的特定公司法定披露见上文：包括即将进行交易的承销商或副承销商，1%或其他股权，特定服务的补偿，客户关系种类，之前担任承销商或副承销商的公开发售，担任董事，担任股票做市及/或专家的角色。高盛担任或可能担任本报告中所涉及发行方的债券（或相关衍生品）的交易对手。

以下为额外要求的披露：股权及重大利益冲突：高盛的政策为禁止其分析师、分析师属下专业人员及其家庭成员持有分析师负责研究的任何公司的证券。分析师薪酬：分析师薪酬部分取决于高盛的盈利，其中包括投资银行的收入。分析师担任高级职员或董事：高盛的政策通常禁止其分析师、分析师属下人员及其家庭成员担任分析师负责研究的任何公司的高级职员、董事或顾问。非美国分析师：非美国分析师可能与高盛无关联，因此可以不受FINRA 2241条FINRA 2242条对于与所研究公司的交流、公开露面及交易分析师所研究证券的限制。

美国以外司法管辖区规定的额外披露

以下为除了根据美国法律法规规定作出的上述信息披露之外其他司法管辖区法律所要求的披露。澳大利亚：Goldman Sachs Australia Pty Ltd及其相关机构不是澳大利亚经授权的存款机构（1959年《银行法》所定义），因此不在澳大利亚境内提供银行服务，也不经营银行业务。本研究报告或本报告的其他形式内容只可分发给根据澳大利亚公司法定义的“批发客户”，在事先获得高盛许可的情况下可以有例外。在撰写研究报告期间，Goldman Sachs Australia全球投资研究部的职员可能参与本研究报告中所讨论证券的发行公司或其他实体组织的现场调研或会议。在某些情况下，如果视具体情形Goldman Sachs Australia认为恰当或合理，此类调研或会议的成本可能部分或全部由该证券发行人承担。如本报告内容包含任何金融产品建议，则该建议仅为一般建议，且高盛提出该建议时并未考虑客户的目标、财务状况或需求。客户在就此类建议采取行动之前，应结合其自身目标、财务状况和需求来考虑该建议的适当性。高盛澳大利亚和新西兰的利益披露，以及高盛澳大利亚卖方研究独立性制度声明请参见<https://www.goldmansachs.com/disclosures/australia-new-zealand/index.html>。巴西：与CVM Resolution n. 20相关的信息披露请参见<https://www.gs.com/worldwide/brazil/area/gir/index.html>。根据CVM Resolution n. 20第20条，在适用的情况下，对本研究报告内容负主要责任的巴西注册分析师为本报告开头部分标明的第一作者，除非报告末另有说明。加拿大：这些信息仅供您参考，在任何情况下都不应被理解为Goldman Sachs & Co. LLC对加拿大证券购买者进行有关任何加拿大证券交易的广告、要约或征求行为。Goldman Sachs & Co. LLC未在适用的加拿大证券法规下注册为任何加拿大司法管辖区内的交易商，通常不被允许交易加拿大证券，并且可能被禁止在加拿大某些司法管辖区内销售某些证券和产品。若您想在加拿大交易任何加拿大证券或其他产品，请联系 Goldman Sachs Canada Inc. (高盛集团的关联机构)或其他已注册的加拿大交易商。香港：可从高盛（亚洲）有限责任公司获取有关本报告中研究公司的证券的额外资料。印度：可从高盛（印度）证券私人有限公司（分析师 - 印度证券交易委员会(SEBI) 编号 INH000001493，地址10th Floor, Ascent-Worli, Sudam Kalu Ahire Marg, Worli, Mumbai-400 025, India, 公司编号 U74140MH2006FTC160634, 电话 +91 22 6616 9000, 传真 +91 22 6616 9001) 获取有关本报告中研究对象或所提及公司的额外资料。高盛可能持有本报告中研究对象或所提及公司的证券（1956年印度《证券合同(管理)法》条款2(h)之定义）的1%或更高比例。证券市场投资会受到市场风险的影响。请在投资之前仔细阅读所有相关文件。在SEBI注册并获得NISM认证并非对该中介机构表现的担保，亦不能对投资者回报做出保障。高盛（印度）证券私人有限公司投资者支持部门联系方式请参见<https://www.goldmansachs.com/worldwide/india/documents/Grievance-Redressal-and-Escalation-Matrix.pdf>，点击此链接<https://publishing.gs.com/content/site/india-annual-compliance-report.html>可获得年度审计合规报告副本。日本：见下文。韩国：除非高盛另行同意，本报告无论以何种方式取得，仅供《金融服务与资本市场法》定义的“专业投资者”使用。可从高盛（亚洲）有限责任公司首尔分公司获取有关本研究所研究公司的额外资料。新西兰：Goldman Sachs New Zealand Limited及其关联机构并非1989年新西兰储备银行法定义的“注册银行”或“存款机构”。本研究报告以及本报告的其他形式内容只可分发给2008年财务顾问法案定义的“批发客户”，在事先获得高盛许可的情况下可以有例外。高盛澳大利亚和新西兰的利益披露请参见<https://www.goldmansachs.com/disclosures/australia-new-zealand/index.html>。俄罗斯：在俄罗斯联邦分发的研究报告并非俄罗斯法律所定义的公告，而是不以产品推广为主要目的的信息和分析，也不属于俄罗斯法律所界定的评估行为。研究报告不构成俄罗斯法律法规定义的个性化投资建议，并非针对某个具体客户，在报告准备阶段也未分析客户的财务状况、投资特征或风险特征。高盛不对某个客户或任何其他人士基于本报告可能做出的任何投资决策承担责任。新加坡：高盛（新加坡）私人公司（公司编号：198602165W）（受新加坡金融管理局监管）为本研究报告承担法律责任，若有由本研究报告所引发或与本研究报告相关的任何事宜，请联系高盛（新加坡）私人公司。台湾：本信息仅供参考，未经允许不得翻印。投资者应当谨慎考虑他们自身的投资风险，投资结果由投资者自行负责。英国：在英国根据金融市场行为监管局的定义可被分类为私人客户的人士参阅本报告的同时应当参阅高盛以往对本报告研究企业的研究报告，并应当参考高盛国际已经发给这些客户的风险警告资料。该风险警告资料复本，以及本报告中采用部分金融辞汇的解释可向高盛国际索取。

欧盟和英国：与欧盟委员会实施条例(EU) (2016/958)（欧盟议会和欧盟理事会条例(EU) No 596/2014的补充条款,规定了有关投资建议或其他投资策略的推荐或建议之信息的客观陈述,以及对特定利益或利益冲突进行披露的技术安排应达到的监管技术标准；英国脱离欧盟和欧洲经济区之后该实施条例被纳入英国国内法律法规）第6(2)条相关的披露信息可在<https://www.gs.com/disclosures/europeanpolicy.html>上获取，该网址介绍在处理和投资研究有关的利益冲突时应参照的欧洲政策。

日本：高盛证券株式会社是在关东财务局注册（注册号：No. 69）的金融工具交易商，同时也是日本证券业协会日本金融期货业协会、第二类金融工具公司协会、日本投资信托协会以及日本投资顾问协会的成员。股票买卖需要缴纳与客户事先约定的佣金及消费税。关于日本证券交易所、日本证券交易商协会或日本证券金融公司所要求的适用的信息披露，请参见与公司有关的法定披露部分。

全球产品；分发机构

高盛全球投资研究部在全球范围内为高盛的客户制作并分发研究产品。高盛分布在其全球各办事处的分析师提供行业和研究，以及宏观经济、货币、商品及投资组合策略的研究。本研究报告在澳大利亚由Goldman Sachs Australia Pty Ltd (ABN 21 006 797 897) 分发；在巴西由Goldman Sachs do Brasil Corretora de Títulos e Valores Mobiliários S.A.分发；Public Communication Channel Goldman Sachs Brazil: 0800 727 5764和/或 contatogoldmanbrasil@gs.com。工作日（假期除外）上午9点至下午6点。Canal de Comunicação com o Público Goldman Sachs Brasil: 0800 727 5764 e/ou contatogoldmanbrasil@gs.com。Horário de funcionamento: segunda-feira à sexta-feira (exceto feriados), das 9h às 18h；在加拿大由 Goldman Sachs & Co. LLC 分发；在香港由高盛（亚洲）有限责任公司分发；在印度由高盛（印度）证券私人有限公司分发；在日本由高盛证券株式会社分发；在韩国由高盛（亚洲）有限责任公司首尔分公司分发；在新西兰由Goldman Sachs New Zealand Limited 分发；在俄罗斯由高盛OOO 分发；在新加坡由高盛（新加坡）私人公司（公司号：198602165W）分发；在美国由高盛集团分发。高盛国际已批准本研究报告在英国分发。

高盛国际（由审慎监管局授权并接受金融市场行为监管局和审慎监管局的监管）已批准本研究报告在英国分发。

欧洲经济区: Goldman Sachs Bank Europe SE是一家在德国注册成立的信贷机构，在单一监管机制下接受欧洲央行的直接审慎监督，在其他方面接受德国联邦金融监管局(Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht, BaFin)和德国联邦银行的监督，由该机构向欧洲经济区内分发研究报告。

一般性披露

本研究报告仅供我们的客户使用。除了与高盛相关的披露，本研究报告是基于我们认为可靠的目前已公开的信息，但我们不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该依赖该信息是准确和完整的。报告中的信息、观点、估算和预测均截至报告的发表日，且可能在不事先通知的情况下进行调整。我们会适时地更新我们的研究，但各种规定可能会阻止我们这样做。除了一些定期出版的行业报告之外，绝大多数报告是在分析师认为适当的时候不定期地出版。

高盛是一家集投资银行、投资管理和证券经纪业务于一身的全球性综合服务公司。全球投资研究部所研究的大部分公司与我们保持着投资银行业务和其它业务关系。美国证券经纪交易商高盛是SIPC(<https://www.sipc.org>)的成员。

我们的销售人员、交易员和其它专业人员可能会向我们的客户及自营交易部提供与本研究报告中的观点截然相反的口头或书面市场评论或交易策略。我们的资产管理部、自营交易部和投资业务部可能会做出与本报告的提议或表达的意见不一致的投资决策。

我公司及其关联机构、高级职员、董事和雇员，除法规及高盛的制度所禁止的情况外，将不时地对本研究报告所涉及的证券或衍生工具持有多头或空头头寸，担任上述证券或衍生工具的交易对手，或买卖上述证券或衍生工具。

在高盛组织的会议上的第三方演讲嘉宾（包括高盛其它部门人员）的观点不一定反映全球投资研究部的观点，也并非高盛的正式观点。

在此提到的任何第三方，包括销售人员、交易员和其它专业人士或其家庭成员，可能持有本报告提及的且与本报告分析师所表达的观点不一致的产品头寸。

本报告重点关注整体市场、行业以及板块的投资主题，而无意区分任何我们所描述的行业或板块中具体公司的前景或表现、或对此进行分析。

本报告中与行业或板块内一只或多只股票或信贷证券相关的交易建议是对所讨论投资主题的反映，而并非对该证券的孤立的交易建议。

在任何要约出售股票或征求购买股票要约的行为为非法的司法管辖区内，本报告不构成该等出售要约或征求购买要约。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。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，以及(若有必要)寻求专家的意见，包括税务意见。本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

某些交易，包括牵涉期货、期权和其它衍生工具的交易，有很大的风险，因此并不适合所有投资者。投资者可以向高盛销售代表取得或通过<https://www.theocc.com/about/publications/character-risks.jsp>和https://www.goldmansachs.com/disclosures/cftc_fcm_disclosures取得当前期货和期权的披露文件。对于包含多重期权买卖的期权策略结构产品，例如，期权差价结构产品，其交易成本可能较高。与交易相关的文件将根据要求提供。

全球投资研究部提供的不同服务层级：根据您接收沟通信息的频率和方式的个人偏好、您的风险承受能力、投资重心和视角（例如整体市场、具体行业、长线、短线）、您与高盛的整体客户关系的规模和范围、以及法律法规限制等各种因素，高盛全球投资研究部向您提供的服务层级和类型可能与高盛提供给内部和其他外部客户的服务层级和类型有所不同。例如，某些客户可能要求在关于某个证券的研究报告发表之时收到通知，某些客户可能要求我们将内部客户网上提供的分析师基本面分析背后的某些具体数据通过数据流或其它途径以电子方式发送给他们。分析师基本面研究观点（如股票评级、目标价格或盈利预测大幅调整）的改变，在被纳入研究报告、并通过电子形式发表在内部客户网上或通过其它必要方式向有权接收此类研究报告的所有客户大范围发布之前，不得向任何客户透露。

所有研究报告均以电子出版物的形式刊登在我们的内部客户网上并向所有客户同步提供。并非所有研究内容都转发给我们的客户或者向第三方整合者提供，高盛也并不对由第三方整合者转发的我们研究报告承担任何责任。如需了解可向您提供的有关一个或多个证券、市场或资产类别的研究报告、模型或其它数据（包括相关服务），请联络您的高盛销售代表或登陆<https://research.gs.com>。

披露信息可以查阅<https://www.gs.com/research/hedge.html>或向研究合规部索取，地址是200 West Street, New York, NY 10282。

高盛版权所有 © 2026年

对于通过这些服务获取的信息，您仅可出于自行使用的目的进行保存、展示、分析、修改、重新排版和打印。未经高盛明确书面同意，您不得将这些信息转售或进行逆向处理从而用于计算或开发任何用于披露和/或营销的指数、或生成任何其他衍生产品或商业产品、数据或其他产品或服务。未经高盛明确书面同意，您不得以任何形式将这些信息的整体或部分向任何第三方发布、传输或复制。上述限制性要求的适用范围包括但不限于：使用、提取、下载或获取这些信息的整体或部分从而用于对机器学习或人工智能系统的训练或微调、或将这些信息的整体或部分提供或复制给任何此类系统作为提示词或输入信息。