下载日志已记录，仅供内部参考

宏观研究

世界经济

证券研究报告

申万宏源研究 SWS RESEARCH

“流动性笔记”系列

2026 年 07 月 05 日

生产率“拐点”与美联储“按兵不动”

——“沃什新政”系列之一

沃什上任伊始便大兴“改革”之风，创建五个工作组负责改革议程。本文聚焦生产率与就业工作组，求证美国是否出现生产率的“拐点”，以及美联储是否存在“按兵不动”的基础。

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

lixy@swsresearch.com

联系人

陈达飞 A0230524080010

chendf@swsresearch.com

一、热点思考：生产率“拐点”与美联储“按兵不动”

（一）沃什创建“生产率与就业”工作组，或意在效仿格林斯潘执行“按兵不动”策略

6 月 FOMC 例会，沃什宣布成立五个工作组。其中，沟通框架和资产负债表都是“工具层”，数据是“基础层”，就业和通胀是“目标层”，而生产率则是影响就业和通胀目标的关键变量。

沃什能否效仿格林斯潘 1996-1998 年的“按兵不动”策略，“生产率与就业”工作组的结论和政策建议至关重要。1996 年之后，信息技术革命加速扩散，大幅提升了生产率，形成了“金发女郎”经济，使得格林斯潘时代的美联储在 1996-1998 年长期执行“按兵不动”策略 。

沃什虽然极力展现通胀“鹰派”人设，但另一面则是增长“鸽派”的底色。沃什相信 AI 等通用技术正引发一场“范式转变”，认为 AI 将提高生产率、创造更多就业，预测美国很可能成为“大赢家”；但也强调其中的不确定性，比如 AI 是否已开始大幅提升劳动生产率。

（二）美国生产率增速“拐点”已现，AI 暴露程度高的行业生产率增幅最显著

宏观视角，2020 年以来，美国劳动生产率增速或全要素生产率增速均显著提升。2020 年-2026 年一季度，美国非农商业的劳动生产率增速已升至 2.2%（2023 年以来增速 2.5%），远高于 2008-2019 年（1.5%），与 1990-2001 年（2.2%）及 2001-2007 年（2.5%）相当。

中观视角，2020 年以来美国劳动生产率增长的行业更加集中，以 IT 行业为代表、AI 暴露程度高的行业生产率增幅更显著。按贡献率由高到低排序为：专业和商业服务；金融、保险、房地产、租赁；住房；零售；杂项专业、科学和技术服务；数据处理、互联网出版及其他信息服务。

微观视角，企业部门的 AI 资本开支仍在扩张期，行业渗透率提升的空间仍然广阔，AI 对企业组织架构和人员构成的变革仍在偏早期阶段。综合而言，有理由对美国劳动生产率中枢的进一步抬升持谨慎乐观看法，但模型评估结果表明，目前美国大概率仍处于“低增长”区间。

（三）沃什“按兵不动”的时间窗口或更短，中期还应关注 AI 资本开支的通胀效应

生产率的提升只有在压制工资和物价上涨的条件下才能创造货币宽松的空间。然而，该前提条件尚并不具备。当前阶段，AI 或同时提升了生产率与通胀。这与格林斯潘在 1995-1996 年观察到的情况有一定的差异：物价温和上涨、工资与福利增速快速下行，企业营收和利润大涨。

时代红利造就了格林斯潘，而沃什面临更多时代的“逆风”。90 年代经济“大缓和”叙事的条件多数出现了“大逆转”：世界格局从后冷战时代到新的大国竞争时代；全球化变为逆全球化；美国制造业空心化、人口老龄化、财政失衡等。所以，沃什"按兵不动"的时间窗口或偏短。

短期而言，AI 革命和生产率“叙事”或并非货币政策的主要矛盾。下半年，由于通胀压力的缓和，美联储“按兵不动”是基准假设——若考虑油价的基数效应，或延续至 2027 年初。但劳动力市场已重新“再平衡”，失业率上行风险不高，也降低了美联储降息的必要性。

二、大类资产&海外事件&数据：非农低于预期，海峡通航改善

非农低于预期，市场风险偏好小幅回升。当周，标普 500 上涨 1.8%；10Y 美债收益率上行 11bp；美元指数下跌至 100.87；布油价格上涨 0.2%至 72.1 美元/桶；COMEX 金价格上涨 2.4%。

霍尔木兹海峡通航改善。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 6 月 28 日的 2 枚，无人机发射数量由 2 月 28 日的 345 架降至 6 月 28 日的 8 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提升至 7 月 2 日的 15 艘。

美国 6 月非农大幅弱于预期，6 月 ISM 制造业 PMI 回落至 53.3。美国 6 月非农就业新增 5.7 万人，市场预期 11.3 万人，美国 6 月失业率回落至 4.2%，劳动参与率回落 0.3 个百分点至 61.5%。美国 6 月 ISM 制造业 PMI 为 53.3，新订单、产出、物价指数出现回落。

风险提示：地缘政治冲突升级；美国经济放缓超预期；美联储超预期转“鹰”

下载日志已记录，仅供内部参考

目录

一、热点思考：生产率“拐点”与美联储“按兵不动” 6

（一）沃什创建“生产率与就业”工作组，或意在效仿格林斯潘执行“按兵不动”策略 6

（二）美国生产率增速“拐点”已现，AI 暴露程度高的行业生产率增幅最显著 9

（三）沃什“按兵不动”的时间窗口或更短，中期还应关注 AI 资本开支的通胀效应 14

二、大类资产&海外事件&数据： 19

（一）大类资产：非农低于预期，市场风险偏好小幅回升 19

（二）美债：TGA 规模下降，美债净发行上升 24

（三）美国财政：美国赤字规模高于去年同期水平 24

（四）中期选举：特朗普净支持率-18% 25

（五）美伊冲突：霍尔木兹海峡通航改善 26

（六）海外央行：市场对美联储加息时点预期后移 27

（七）就业：美国 6 月非农大幅弱于预期 30

（八）PMI：美国 6 月 ISM 制造业 PMI 回落至 53.3 31

（九）高频：失业金申领人数低于市场预期 32

三、全球宏观日历：关注美国 6 月 ISM 服务业 PMI 33

风险提示 34

图表目录

图表 1：沃什组建的五个工作组.....6
图表 2：生产率提升促成“金发女郎”经济的形成.....7
图表 3：生产率提升导致菲利普斯曲线下移和平坦化，为美联储保持宽松创造条件7
图表 4：90 年代，电脑和因特网等新技术加速渗透.....8
图表 5：信息技术渗透率与劳动生产率.....8
图表 6：1996 年-1998 年，虽然失业率持续下行，但美联储长期执行“按兵不动”策略.....8
图表 7：美国劳动生产率增速持续反弹（10 年同比）.....9
图表 8：美国制造业劳动生产率增速开始反弹.....9
图表 9：美国非农商业劳动生产率增速.....9
图表 10：美国私人非农商业劳动生产率增速的拆解.....9
图表 11：美国非农商业劳动生产率与全要素生产率走势.....10
图表 12：美国非农商业劳动生产率与全要素生产率走势.....11
图表 13：LP、TFP 与 AI 暴露程度（分行业）.....12
图表 14：AI 暴露程度越高，资本开支密度越高.....12
图表 15：美股 M7 资本开支增速再次超预期.....12
图表 16：AI 资本开支是出于对未来需求的乐观预期.....12
图表 17:AI 正在改变公司的人员组织架构,具体表现为“增员提效”或“减员增效”.....13
图表 18：当前 AI 在各行业的应用率，远低于理论水准.....13
图表 19：截止到 2025 年底，美国大概率仍处于“低增长”区间.....14
图表 20：AI 驱动美国计算机等资本品 PPI 大涨.....15
图表 21：当前美国 IT 部门的通缩效应并不显著.....15
图表 22：韩国闪存和内存（DRAM）PPI.....15
图表 23：韩国电路板和存储 PPI.....15
图表 24：时代“红利”造就了格林斯潘，而沃什却面临时代的“逆风”.....16
图表 25：10 年长周期：劳动生产率与通胀率的关系.....17
图表 26：5 年中周期：劳动生产率与通胀率的关系.....17
图表 27：原油价格持续回落至中东冲突之前的水平.....17
图表 ：关税通胀已见顶、下半年或显著回落.....

图表 29：失业率已回落至“充分就业区间”.....18
图表 30：短期内，失业率上行风险或可控.....18
图表 31：当周，发达市场股指悉数上涨.....19
图表 32：当周，新兴市场股指涨跌互现.....19
图表 33：当周，美国标普 500 行业多数上涨.....19
图表 34：当周，欧元区行业多数上涨.....19
图表 35：当周，恒生指数悉数上涨.....20
图表 36：当周，行业方面多数上涨.....20
图表 37：当周，发达国家 10Y 国债收益率悉数上涨.....20
图表 38：当周，美、英、德 10Y 国债收益率走势.....20
图表 39：当周，新兴市场 10Y 国债收益率多数上涨.....20
图表 40：当周，巴西、土耳其 10Y 收益率走势.....20
图表 41：美元指数下跌，其他货币兑美元多数上涨.....21
图表 42：当周，欧元兑美元走势.....21
图表 43：当周，主要新兴市场兑美元多数上涨.....21
图表 44：当周，美元兑雷亚尔和韩元走势.....21
图表 45：当周，美元兑人民币下跌至 6.7882.....22
图表 46：当周，美元兑在岸人民币下跌至 6.7866.....22
图表 47：当周，大宗商品价格多数上涨.....22
图表 48：当周，WTI 原油价格下跌、布伦特原油价格上涨.....23
图表 49：当周，焦煤价格上涨、螺纹钢价格下跌.....23
图表 50：当周，LME 铜价格上涨、LME 铝价格下跌.....23
图表 51：当周，通胀预期上行 3bp 至 2.23%.....23
图表 52：当周，COMEX 金、COMEX 银价格下跌.....23
图表 53：当周，10Y 美债实际收益率上行至 2.26%.....23
图表 54：美国 TGA 规模下降.....24
图表 55：美债净发行规模本周上升.....24
图表 56：美国 2026 财政赤字高于去年同期水平.....24
图表 57：今年财政支出高于去年同期水平.....24
图表 58：美国 2026 年财政收入高于去年同期.....25
图表：美国 年关税收入大幅高于去年同期.....

下载日志已记录，仅供内部参考

图表 60：特朗普总统职位支持率 25
图表 61：国会支持率 25
图表 62：特朗普总统的净支持率 26
图表 63：polymarket 参议院概率 26
图表 64：民主党、共和党众议院预测席位走势 26
图表 65：民主党、共和党参议院预测席位走势 26
图表 66：伊朗日度导弹与无人机发射量 26
图表 67：霍尔木兹海峡航运船只数量 26
图表 68：本周，美联储远期利率不变概率有所上升 27
图表 69：市场预期欧央行在年内不加息(7 月 3 日) 27
图表 70：市场预期美联储 2026 年 10 月加息（BP，截止 7 月 3 日） 27
图表 71：联储官员倾向（截止 7 月 3 日） 28
图表 72：本周美联储官员发言 28
图表 73：本周欧央行官员发言 29
图表 74：美联储点阵图及市场预期（截止 7 月 3 日） 30
图表 75：6 月非农新增 5.7 万人 30
图表 76：6 月美国私人部门时薪环比 0.3% 31
图表 77：6 月美国失业率回落至 4.2% 31
图表 78：美国 6 月 ISM 制造业 PMI 小幅回落至 53.3 32
图表 79：当周初申领失业金人数（非季调） 32
图表 80：当周持续申领失业金人数（非季调） 32
图表 81：周度职位空缺数持续回落 33
图表 82：美国州层面的失业压力不大 33
图表 83：美国红皮书零售指数回升 33
图表 84：美国经济增速高频指标回落 33
图表 85：全球主要宏观经济数据日历 33

沃什上任伊始，便大兴“改革”之风，其创建的五个工作组将从沟通框架、资产负债表、数据、生产率与就业和通胀框架方面给出建议。本文聚焦生产率与就业工作组，求证美国是否出现生产率“拐点”和美联储是否存在“按兵不动”的基础。

一、热点思考：生产率“拐点”与美联储“按兵不动”

（一）沃什创建“生产率与就业”工作组，或意在效仿格林斯潘执行“按兵不动”策略

6 月 FOMC 例会的记者会上，沃什宣布成立五个工作组：沟通框架工作组、资产负债表工作组、数据工作组、生产率与就业工作组和通胀框架工作组。这指明了沃什时代“以改革为导向的美联储”的五项重点改革任务。其中，沟通框架和资产负债表都是“工具层”，数据是“基础层”，就业和通胀是“目标层”，而生产率则是影响就业和通胀目标的关键变量。当前，沃什仍在搭建团队，人员或将由美联储内部和外部成员、经济学和非经济学界共同构成[1]。在欧央行（ECB）7 月 1 日举办的辛特拉（Sintra）论坛上，沃什透露，或将在未来一周内宣布外部专家成员[2]。下一步就是具体的研究工作，预计将在今年秋季至年底发布报告、提出政策建议，而后经 FOMC 内部讨论确认后在 2027 年陆续推出相应的改革措施。

图表 1：沃什组建的五个工作组

序号	工作组名称	沃什6月FOMC例会发布会	核心议题
1	**沟通框架工作组 Fed Communications**	讨论沟通形式和功能的可能改进。自去年夏天以来，我的同事们一直在讨论改进美联储沟通形式和功能的可能方案。这个新工作组将在此基础上开展工作，并且我预计会提出一些经过深思熟虑的修改建议，包括经济预测摘要（SEP）。	前瞻指引、SEP（点阵图）、记者会、会议频次、纪要透明度
2	**资产负债表工作组 Balance Sheet Policy**	评估当前充足准备金制度的利弊以及美联储资产负债表的构成，并研究货币政策实施与运作的其他框架。	充足准备金制度、QT节奏、资产构成、货币政策操作框架
3	**数据工作组 Data Sources**	评估新的信息来源，并考虑方法上的调整，以改进数据收集工作，旨在为政策制定者提供更准确、相关、及时，或许最重要的是具有可操作性的经济状况信息。	官方统计现代化、非传统数据、AI分析工具、实时数据
4	**生产率与就业工作组 Productivity and Jobs**	调查包括人工智能在内的通用新技术的发展速度、覆盖范围及其经济影响，并探讨这些因素对美联储实现充分就业和控制通胀目标所具有的意义。	及时识别美国生产率增速的“拐点”及其货币政策含义
5	**通胀框架工作组 Inflation Frameworks**	研究通胀的驱动因素、基本原理，并评估在经济变化背景下实现价格稳定的各类方案。	回归（对称的）2%通胀目标制
"从第一性原理出发；提出尖锐问题；审视当前做法；考虑替代方案；最终提出政策制定者的下一步行动。"			

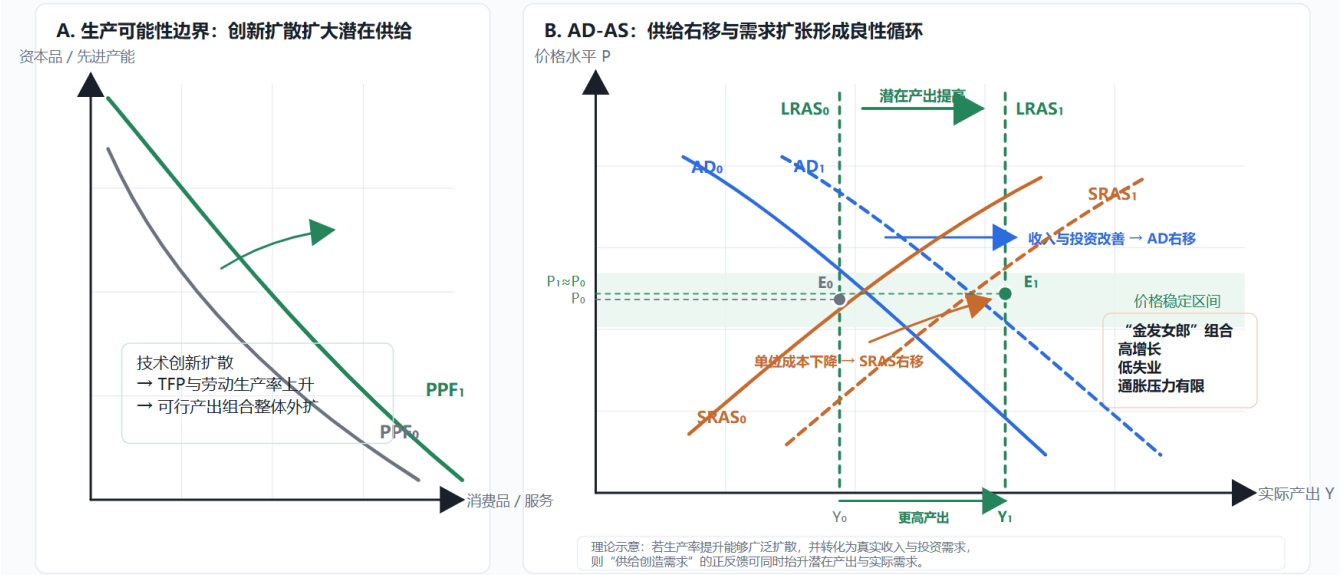
资料来源：美联储，申万宏源研究

沃什能否效仿格林斯潘执行“按兵不动”策略，“生产率与就业”工作组的结论和政策建议至关重要。按照沃什在 6 月 FOMC 例会发布会的介绍，该工作组将调查包括 AI 在内的通用技术的发展速度、覆盖范围及其经济影响，并探讨这些因素对美联储实现充分就业和控制通胀目标所具有的意义。

[1] 沃什 月 FOMC 例会发布会演讲。https://www.federalreserve.gov/mediacenter/files/FOMCpresconf.pdf
彭博报道，已确认的外部专家成员为默文·金（Mervyn King），出任美联储政策沟通工作组联合主席（Co-chair）。
https://www.bloomberg.com/news/articles/2026-07-01/warsh-taps-ex-boe-chief-king-for-new-communications-task-force

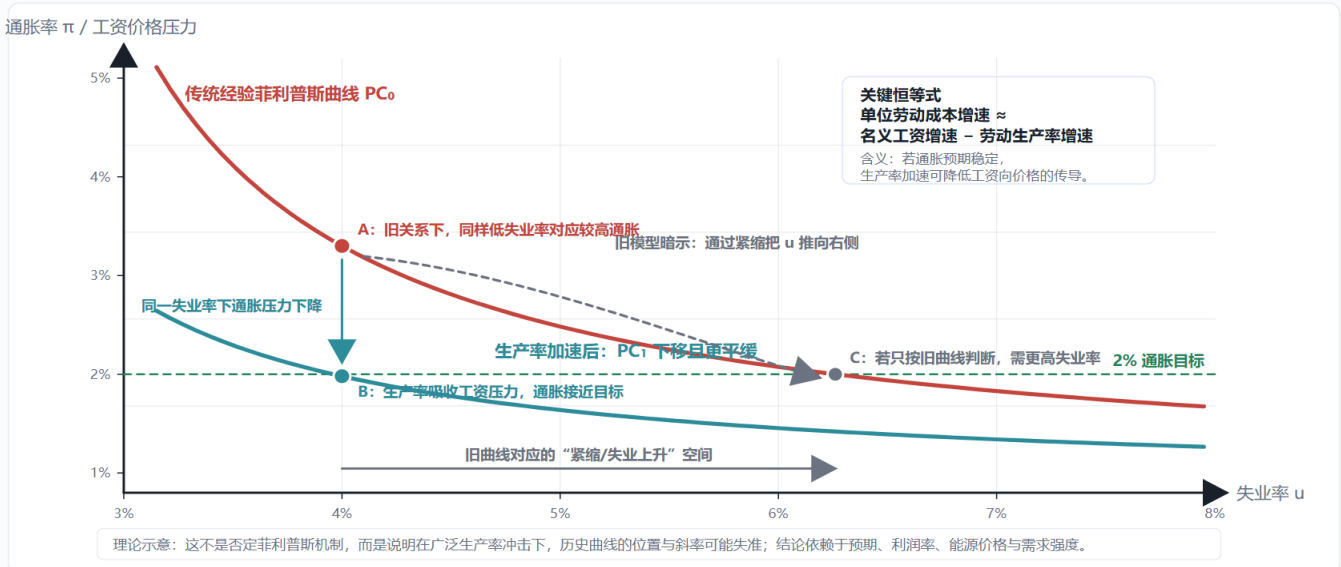
理论上，(劳动)生产率的提高会降低自然失业率(非加速通胀的失业率，NAIRU)，缓和工资通胀的压力，降低美联储紧缩的紧迫性。技术创新及其扩散将提高生产率，扩展“生产可能性边界”（在 AD-AS 模型中表现为长期总供给曲线 LAS 右移）；劳动生产率提升可能创造更多“高质量”的就业需求，提升劳动报酬，扩展总需求。这就是“供给创造需求”的良性循环，在宏观上可兼顾高增长、低失业率和低通胀，即“金发女郎”（Goldilocks）经济。劳动生产率的加速提升将打破菲利普斯曲线的经验——低失业率不再必然伴随高通胀，降低美联储紧缩的必要性。

图表 2：生产率提升促成“金发女郎”经济的形成



资料来源：美联储，申万宏源研究

图表 3：生产率提升导致菲利普斯曲线下移和平坦化，为美联储保持宽松创造条件



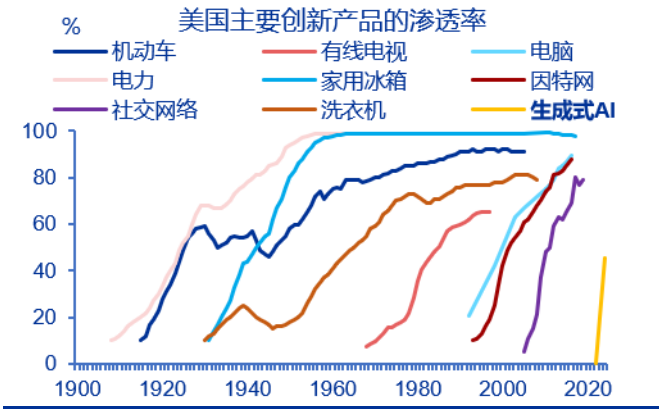
资料来源：美联储，申万宏源研究

经验上，上世纪 90 年代下半叶，信息技术革命加速扩散，大幅提升了美国劳动生产率，形成了“金发女郎”经济，也使得格林斯潘时代的美联储在 1996-1998 年长期执行“按兵不动”策略[3]。1996 年 2 月-1998 年 9 月，虽然产出缺口持续为正、失

[3] 参考耶伦和布林德，《令人惊艳的十年》，法律出版社 2014 年出版。1996 年 2 月-1998 年 9 月，美联储仅在 1997 年 3 月加

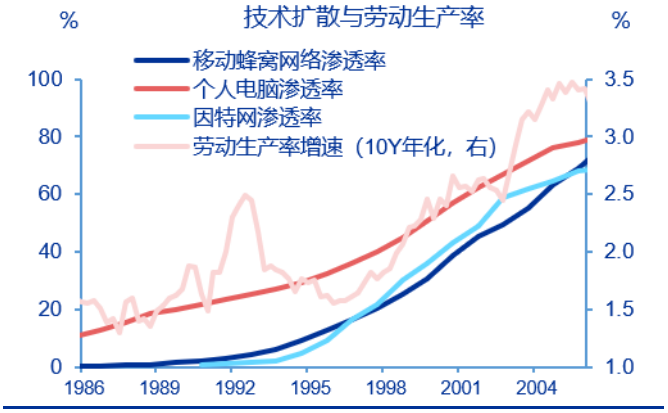
业率持续下降，美联储仍一直“按兵不动”[4]。1996 年，美国 CPI 同比从 2.5%升至 3.4%，核心 CPI 同比从 3%持续下降到 2.6%；失业率从 5.6%下降到 5.4%；10 年美债利率从 5.6%升至 7%后持续运行于高位。所以，FOMC 成员支持加息的意见不绝于耳。但是，格林斯潘认为，劳动生产率的提升将打破菲利普斯曲线经验规律。他坚持货币政策应保持“耐心（forbearance）”，而非仅依据“失业率水平过低”而加息。

图表 4：90 年代，电脑和因特网等新技术加速渗透



资料来源：美国参议院、申万宏源研究

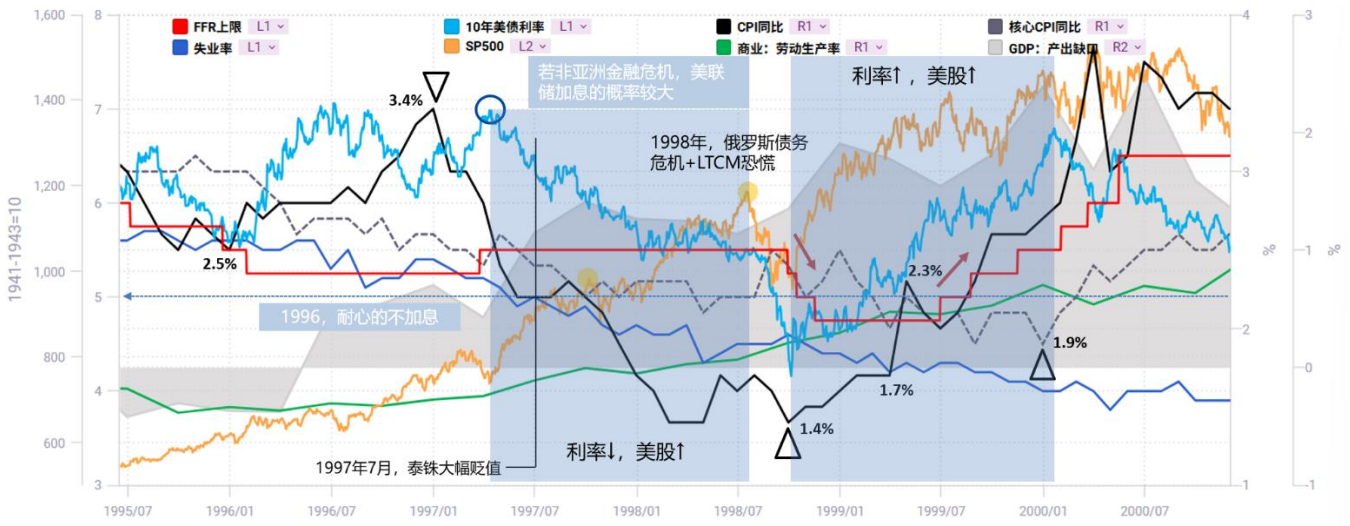
图表 5：信息技术渗透率与劳动生产率



资料来源：美国众议院、申万宏源研究

格林斯潘通过与企业沟通、分析细分数据，预判信息技术革命会提高潜在经济增速、降低自然失业率，故可以兼顾高增长、低失业率、低通胀率。因此，他拒绝了 FOMC 内部（如理事迈耶、耶伦）1996 年提出的“失业率已过低、应加息 25bp”的建议。事后证明，格林斯潘是对的。1997 年初，随着失业率下降到近 5%的水平，美联储开始加息，但亚洲金融危机中断了加息的进程。格林斯潘后来承认，1997-1998 年，对美元升值的担心在一定程度上限制了 FOMC 加息，因为这会加速亚洲资金外流。而且，亚洲金融危机也会在一定程度上削弱外需。

图表 6：1996 年-1998 年，虽然失业率持续下行，但美联储长期执行“按兵不动”策略



资料来源：CEIC，申万宏源研究

沃什极力展现通胀“鹰派”人设——强调 2%通胀目标不动摇，但另一面却隐藏着增长“鸽派”的底色——在条件充分的情况下，避免提前加息扼杀增长，如同 1996

息 1 次（25bp），后因亚洲金融危机而中断；1998 年 9-11 月，由于俄罗斯债务危机和长期资本管理公司（LTCM）破产，美联储“预防式”降息 次（bp）。

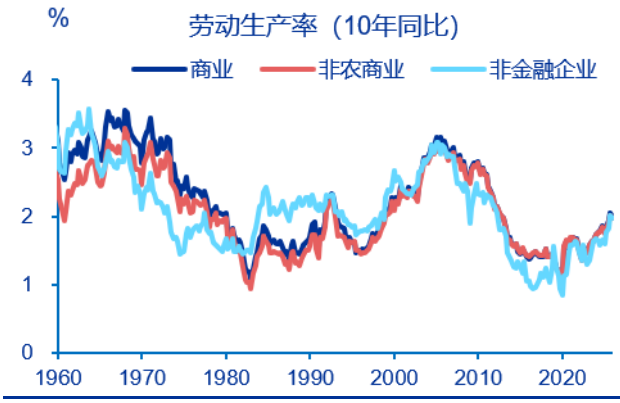
[4] 1997 年 3 月微调 1 次，+25bp.

年后的格林斯潘。沃什相信 AI 等通用技术正引发一场“范式转变”，美国处于这场革命的领导地位。这是“生产率与就业”工作组需要求证的。在辛特拉论坛上，沃什一方面对 AI 革命提升生产率、创造更多就业机会的前景极其乐观，预测美国很可能成为这场变革的“大赢家”；另一方面也强调了其中的不确定性，比如 AI 是否已经开始大幅提升劳动生产率；其通缩或通胀效应的时变特征；所以，短期而言，沃什或仍需基于基本面数据、而非长期生产率的假设决定是否“按兵不动”。

（二）美国生产率增速“拐点”已现，AI 暴露程度高的行业生产率增幅最显著

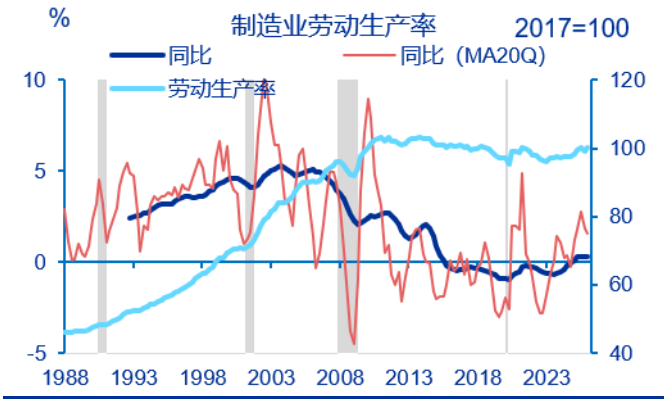
宏观视角，2020 年（或 2019 年）以来，美国（私人）非农商业劳动生产率增速或全要素生产率增速均显著提升。时间序列上看，美国经济不同口径（商业、非农商业、非金融企业和制造业）的劳动生产率和全要素生产率增速在经历本世纪前 20 年的下行周期后均走出了低谷、开启了上行周期。分阶段而言，2020 年-2026 年一季度，美国非农商业的劳动生产率增速已升至 2.2%（2023 年-2026 年一季度增速为 2.5%），远高于 2008-2019 年（1.5%），与 1990-2001 年（2.2%）及 2001-2007 年（2.5%）相当。结构上看，全要素生产率和资本深化的贡献率分别达到了 1%和 0.9%（2019-2025 年样本）。

图表 7：美国劳动生产率增速持续反弹（10 年同比）



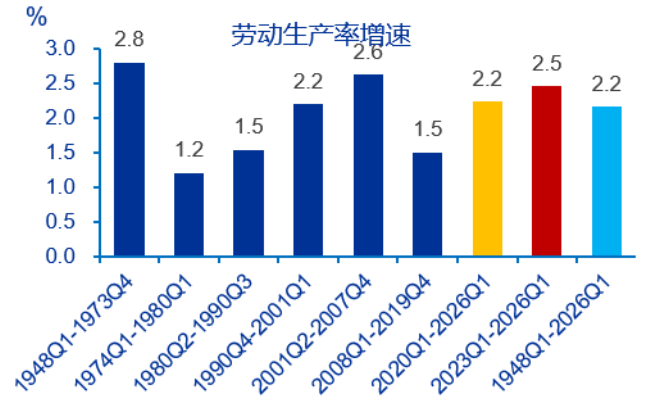
资料来源：CEIC、申万宏源研究

图表 8：美国制造业劳动生产率增速开始反弹



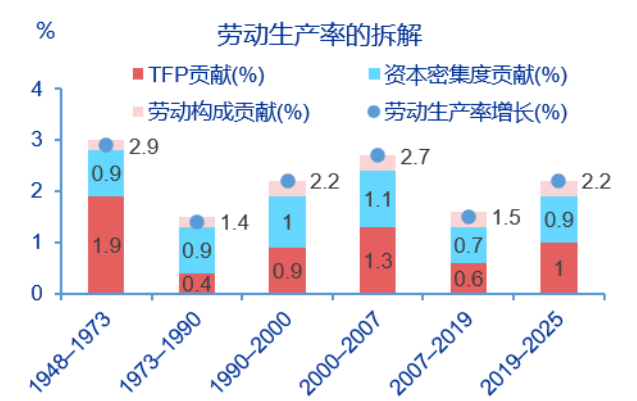
资料来源：CEIC、申万宏源研究

图表 9：美国非农商业劳动生产率增速



资料来源：CEIC、申万宏源研究

图表 10：美国私人非农商业劳动生产率增速的拆解

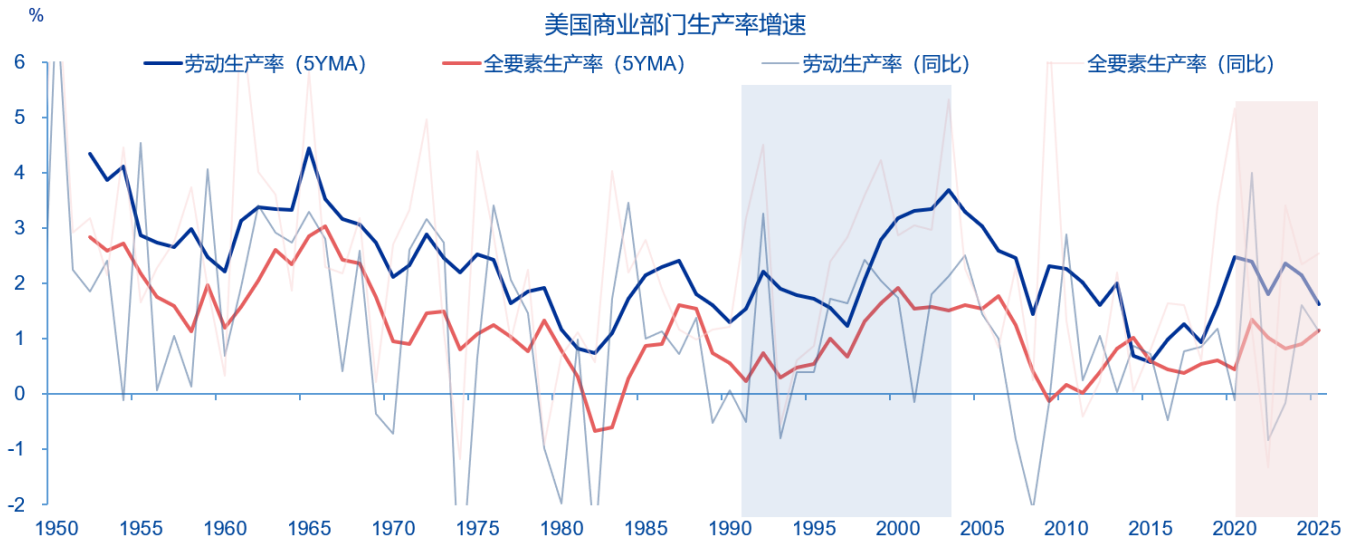


资料来源：CEIC、申万宏源研究

下载日志已记录，仅供内部参考

所以，宏观上而言，2020 年以来美国生产率增速中枢的抬升是客观事实，但难以确认“拐点”是结构性的、也难以归因于 AI 革命。一方面，时间序列较短；另一方面，新冠疫情冲击、贸易冲突等也会带来行业重构、组织变革和效率变化，工时调整和数据修订都会放大数据波动。因此，更审慎的表述是，数据支持美国商业部门生产率显著改善，但难以确认中枢是否永久性地上移，毕竟边际上看，劳动生产率增速 2021 年来持续下行（5 年同比）——与 TFP 增速背离，读数从 2020 年的 2.5%下降到了 2025 年的 1.6%。

图表 11：美国非农商业劳动生产率与全要素生产率走势

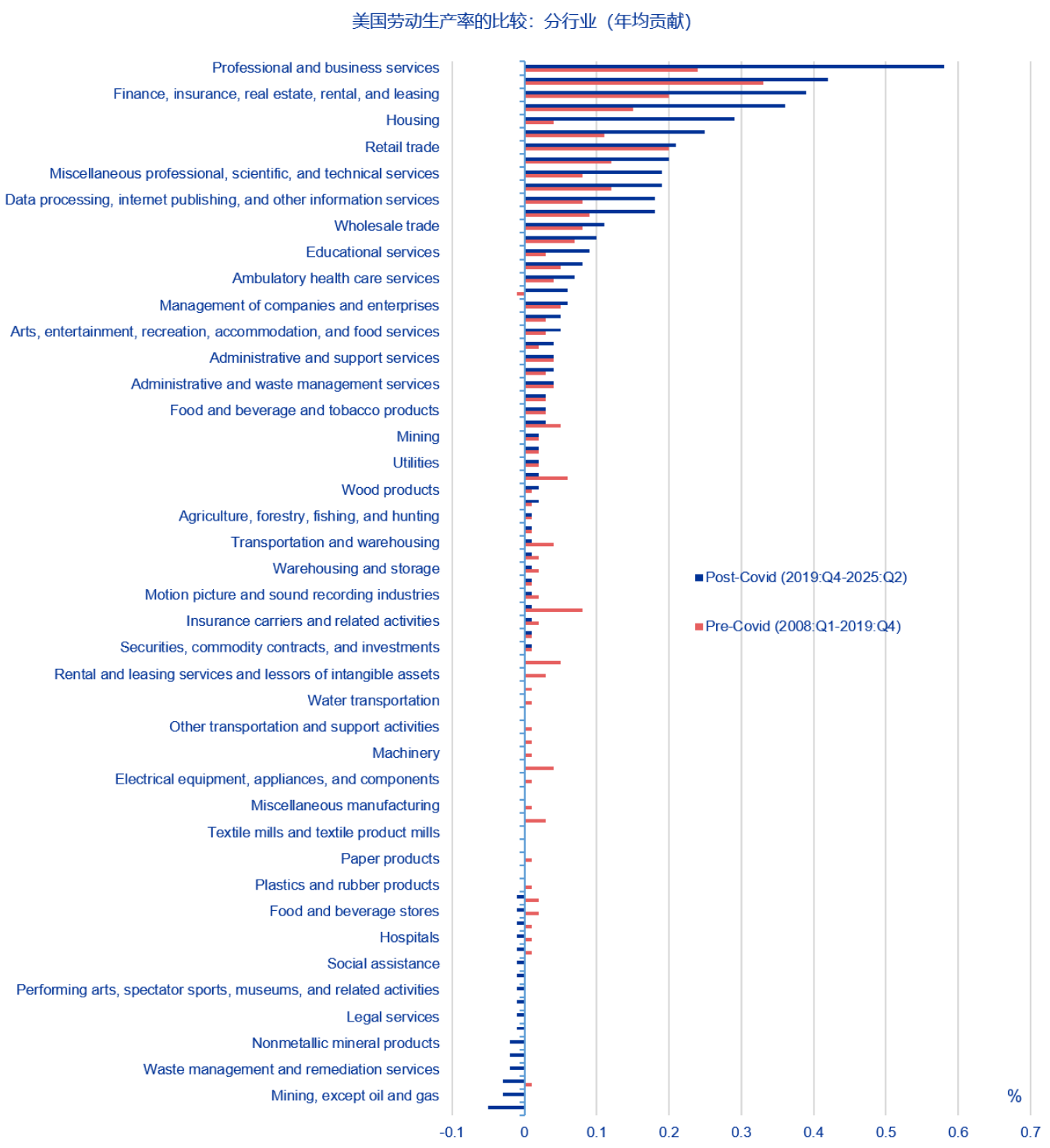


资料来源：CEIC，申万宏源研究

中观视角看，后疫情时代推动美国劳动生产率增长的行业更加集中[5]，以 IT 行业为代表、AI 暴露程度高的行业生产率增幅更显著。相较于 2008-2019 年，2020 年以来美国劳动生产率增长的主要贡献行业为：专业和商业服务；金融、保险、房地产、租赁；住房；零售；杂项专业、科学和技术服务；数据处理、互联网出版及其他信息服务；其中，许多行业都是 AI 高暴露行业（Babina 等，2024），例如，"专业和商业服务"受益于远程协作工具和自动化分析平台的普及；"数据处理、互联网出版及其他信息服务"中的 AI 应用主要体现为基于消费者点击历史和网页停留时间的个性化推荐算法。但是，TFP 与 AI 暴露程度的正相关性弱于 LP，且系数不显著，说明 LP 的提升或主要来源于资本开支、而非“真正的”效率提升[6]。

https://www.chicagofed.org/publications/economic-perspectives//#ftn
[6] https://www.nationalacademies.org/cdn/materials/a1edef2c-7e87-4d41-9812-ab29c89defe0

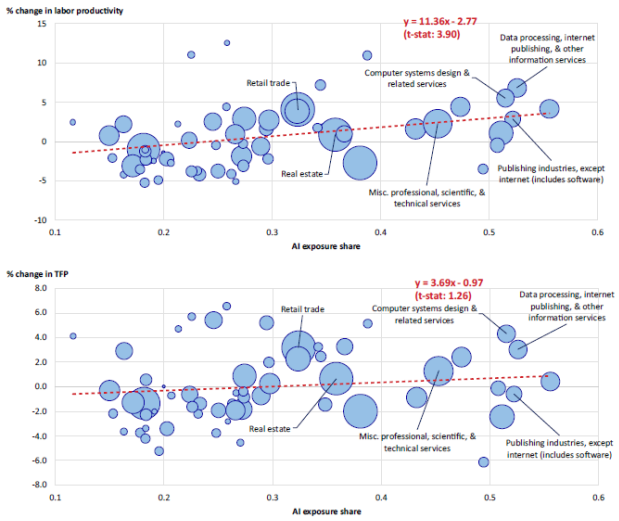
图表 12：美国分行业劳动生产率



资料来源：美联储（芝加哥[7]），申万宏源研究

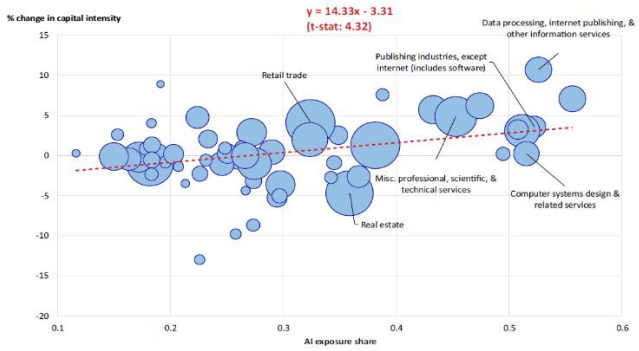
[7] https://www.chicagofed.org/publications/economic-perspectives/2025/1#ftn8

图表 13：LP、TFP 与 AI 暴露程度（分行业）



资料来源：美国劳工统计局（BLS）、申万宏源研究

图表 14：AI 暴露程度越高，资本开支密度越高



资料来源：美国劳工统计局（BLS）、申万宏源研究

微观数据进一步说明，美国企业部门的 AI 资本开支仍在扩张期，行业渗透率的提升空间仍然广阔，其对企业组织架构和人员构成的变革仍在偏早期阶段。2026 年初以来，Anthropic 营收增速和 M7 资本开支增速均大幅超预期，而这些资本开支也将通过“资本深化”渠道提升未来生产率。盖洛普（Gallup）2026 年 2 月调查（23,717 名美国员工）发现：AI 在职场的普及率首次突破半数，但企业组织层面的转型仍有限——不论企业规模，高 AI 采用率的企业的“减员增效”的特征更显著[8]。Anthropic 发布的基于职业渗透率的数据表明，当前 AI 在各行业的应用率，远低于理论值；

图表 15：美股 M7 资本开支增速再次超预期



资料来源：彭博、申万宏源研究

图表 16：AI 资本开支是出于对未来需求的乐观预期



资料来源：美联储、申万宏源研究

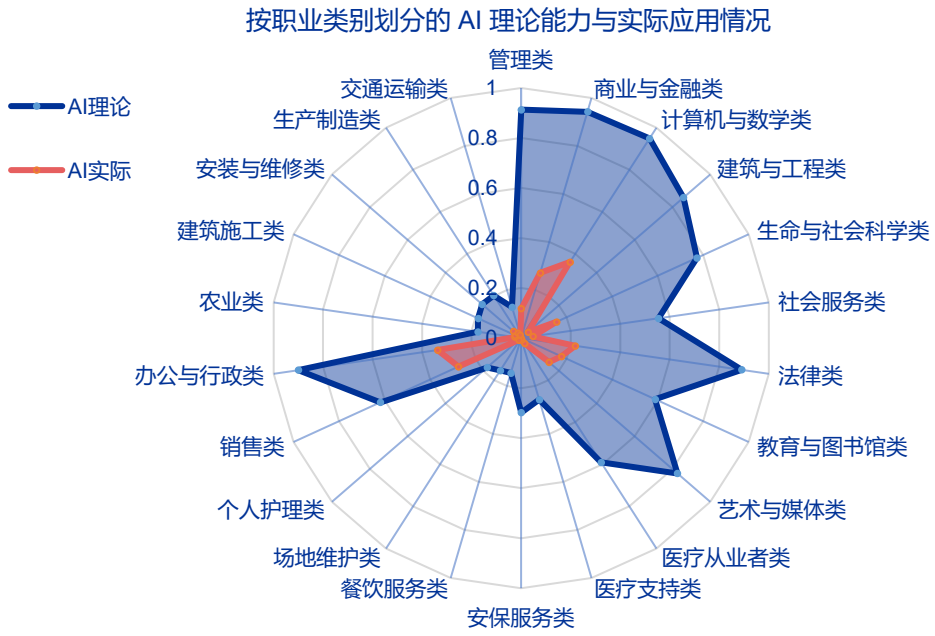
[8] https://www.gallup.com/workplace/704225/rising-adoption-spurs-workforce-changes.aspx?utm_source=perplexity

图表 17：AI 正在改变公司的人员组织架构，具体表现为“增员提效”或“减员增效”

企业规模（人数）	新招或增员	离职或减员	不变	不知道
采用人工智能的组织				
Total	34%	23%	37%	6%
Less than 25	29%	12%	53%	6%
25 to less than 500	39%	17%	41%	4%
500 to less than 1,000	39%	22%	34%	5%
1,000 to less than 5,000	34%	25%	37%	4%
5,000 to less than 10,000	38%	23%	34%	5%
10,000 or more	30%	33%	30%	7%
未采用人工智能的组织				
Total	28%	16%	48%	7%
Less than 25	17%	12%	65%	7%
25 to less than 500	32%	14%	47%	7%
500 to less than 1,000	34%	20%	40%	6%
1,000 to less than 5,000	37%	22%	37%	5%
5,000 to less than 10,000	35%	20%	39%	7%
10,000 or more	36%	23%	34%	6%

资料来源：盖洛普（Gallup），申万宏源研究

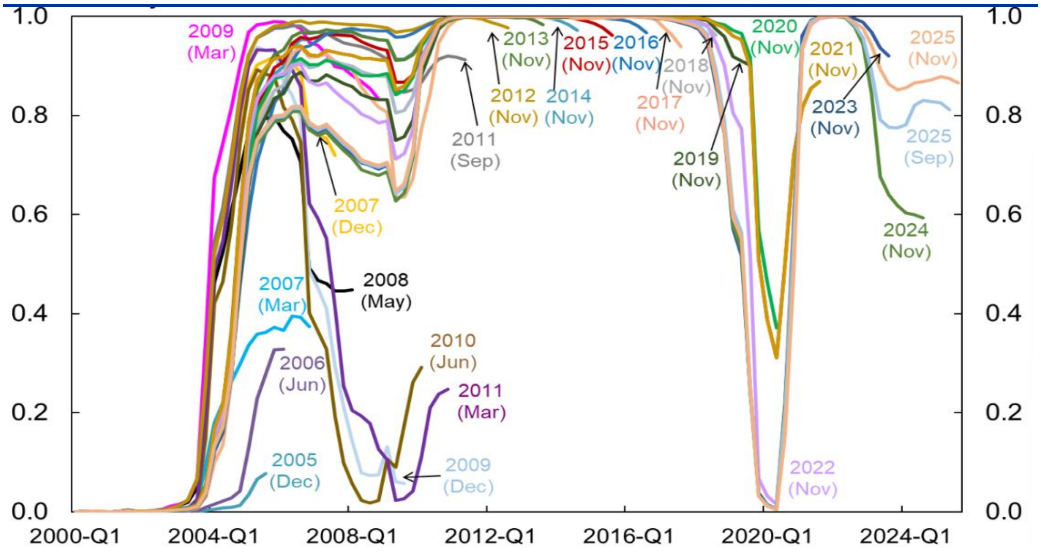
图表 18：当前 AI 在各行业的应用率，远低于理论水准



资料来源：Anthropic，申万宏源研究

综上所述，有理由对美国劳动生产率中枢的进一步抬升持谨慎乐观看法，但目前难以断定“拐点”是结构性的。宏观数据可证实美国生产率增速在提升；中观数据可说明 IT 部门是生产率提升的主要贡献者，AI 暴露程度是行业生产率分化的一个显著解释变量；微观数据可进一步证实，由营收、利润和对需求的乐观预期支撑的 AI 资本开支仍在上行通道中（即使增速可能见顶），AI 对企业组织架构的变革空间广阔。但 Kahn-Rich（2007）模型评估的结果依然表明，截止到 2025 年底，美国大概率仍处于“低增长”区间。

图表 19：截止到 2025 年底，美国大概率仍处于“低增长”区间



资料来源：Kahn-Rich（2007[9]），申万宏源研究

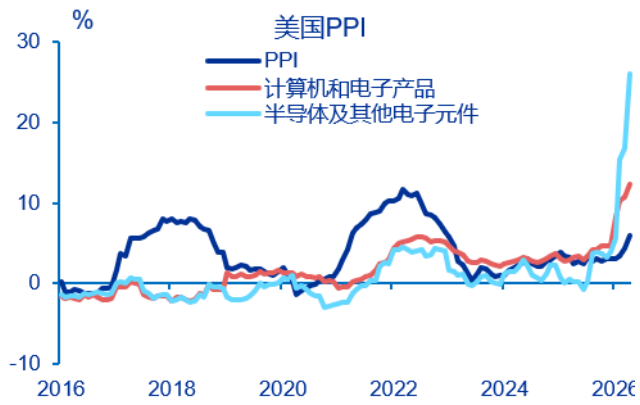
值得强调的是，宏观对生产率“拐点”的确认有一定的滞后性。原因包括（但不限于）：1）从劳动生产率到全要素生产率有一定的滞后性；2）统计数据本身具有滞后性。1996 年美国生产率的“拐点”，“直到 1998 年初，都没有实质性的统计证据表明生产率出现了趋势性的提高”[10]；3）模型难以提前识别劳动生产率结构性拐点，比如 90 年代下半叶，美国国会预算局（CBO）逐年上修生产率增速路径；

（三）沃什“按兵不动”的时间窗口或更短，中期还应关注 AI 资本开支的通胀效应

生产率的提升只有在压制工资和物价上涨的条件下才能创造货币宽松的空间。然而，该前提条件尚并不具备。然而，当前阶段，AI 或同时提升了生产率与通胀。虽然当前美国生产率增速已经可以与上世纪 90 年代相媲美，但通缩效应不显著，甚至通胀效应更显著。去年底以来，美国半导体及其他电子元件、计算机和电子产品等生产者价格大涨；在韩国存储芯片大幅涨价的背景下，苹果宣布 iPhone 等旗下产品全面涨价，涨幅 13%-58%不等[11]。2000 年以来，个人消费支出（PCE）中的“计算机软件及配件”类别的价格指数以平均每年-5.3%的速度持续下降。然而，自 2025 年 11 月起，该价格指数开始反转[12]。Salem Abo-Zaid（2026）认为，2007 年至 2025AI 拉动美国通胀平均约 0.2%，且近年来呈上升趋势。

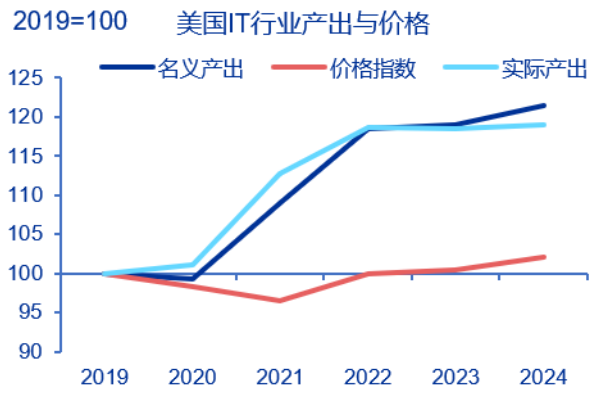
[9] https://sites.google.com/view/james-a-kahn-economics/home/trend-productivity-update
[10] 耶伦和布林德，《令人惊艳的十年》，p105。
[11]涨价明细可参考 https://www.refreshedapples.com/blogs/news/apple-price-increase-macbook-ipad-。
https://www.federalreserve.gov/econres/notes/feds-notes/measurement-of-computer-software-and-accessories-inflation-522.html

图表 20：AI 驱动美国计算机等资本品 PPI 大涨



资料来源：美国劳工统计局（BLS）、申万宏源研究

图表 21：当前美国 IT 部门的通缩效应并不显著

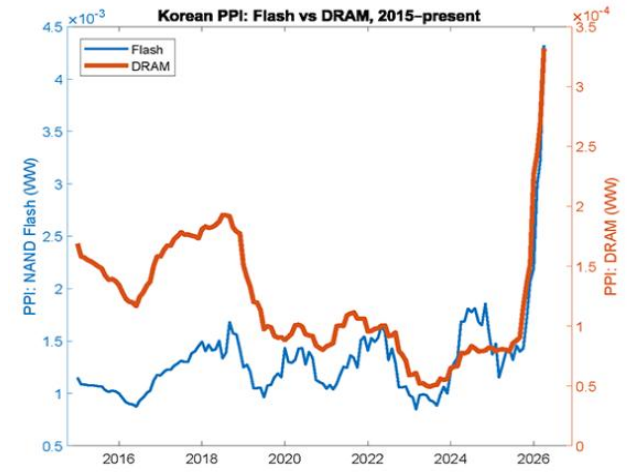


资料来源：美联储、申万宏源研究

这与格林斯潘在 1995-1996 年观察到的情况有一定的差异[13]。格林斯潘最早在 1995 年就开始质疑美国生产率增速被低估，因为官方的生产率数据与微观数据、及媒体铺天盖地的报道不符，例如物价温和上涨、工资停滞且福利增速下降更快，企业营收和利润大涨、科技股大涨，宏观上还表现为国民总收入（GDI）与 GDP 之间存在巨大的统计差异。这些都表明，BLS 可能低估了劳动生产率，但劳动生产率提升并未带来工资和通胀的上行压力。后疫情时代，虽然企业盈利涨幅远超工资涨幅，但一部分却是由 CPI 与工资的“剪刀差”贡献的；AI 资本开支和生产率增速的抬升同样随着资本品价格的上涨。

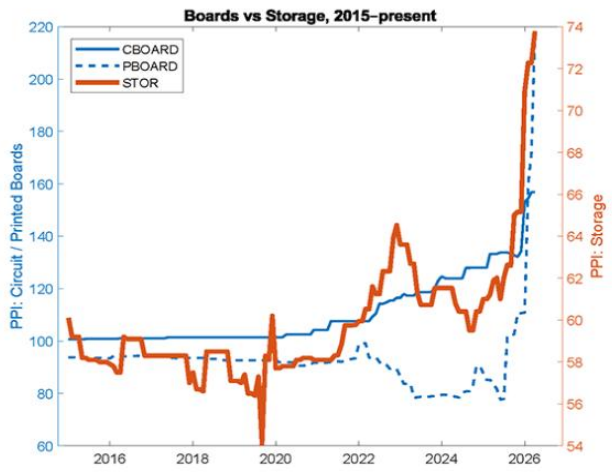
创新是一套复杂系统，科技浪潮的演进速度取决于不同技术的组合，通用技术的渗透和对生产率的影响往往是由“短边”决定的。所以，“索洛悖论”[14]在 AI 革命中也有体现：你可以在任何地方看到 AI 时代来临了，唯独在生产率统计数据中看不到到处都是 AI。AI 革命具有高资本密集性和强周期性特征，大模型技术仍在以指数级速度迭代，而物理世界的“瓶颈”仍遍布于半导体、数据中心、能源基础设施等。

图表 22：韩国闪存和内存（DRAM）PPI



资料来源：美联储、申万宏源研究

图表 23：韩国电路板和存储 PPI



资料来源：美联储、申万宏源研究

[13] 参考 1995 年 12 月 FOMC 例会纪要：https://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/files/FOMC19951219meeting.pdf

[14] 著名经济学家索洛在 1987 年发出疑问：你可以在任何地方看到计算机时代的来临，唯独在生产率统计数据中看不到。-年代，美国企业在信息技术（IT）上投入了大量资金，但全要素生产率（TFP）的增长并未显著加速，甚至有所放缓。这与"技术革命理应带来生产率大幅提升"的直觉相悖。

下载日志已记录，仅供内部参考

所以，短期内，AI 资本开支的通胀效应或大于生产率提升的通缩效应。苹果官方给出的涨价的理由是：全球 AI 数据中心扩张导致内存（DRAM）和存储芯片（NAND）需求激增，价格暴涨。三星、SK 海力士、美光等存储厂商将多数高端产能优先供给 AI 数据中心，消费级芯片严重缺货；苹果此前靠长期锁价和大批量囤货独自消化成本，但 2026 年中低价库存已全部耗尽。苹果 CEO 库克将此形容为"百年一遇的大洪水"，称过去 40 多年"从未见过这样的情况"。如果半导体是 AI 时代的“原油”，那美联储是否更应该关注半导体通胀？

时代造就了格林斯潘，但沃什或许没那么“幸运”。格林斯潘 1996-1998 年能够"按兵不动"的时代叙事是"大缓和"（Great Moderation），原因包括：1）80 年代末-90 年代初，冷战格局瓦解，世界政治一体化加速推进；2）金融自由化和经济全球化浪潮下，要素的自由流动提高了效率、压低了资本和劳动等要素的成本；3）军费开支持续下降背景下，克林顿政府也追求财政平衡，逐步实现了财政盈余；4）制造业产能和生产率仍在扩张；5）人口尚未进入老龄化阶段，移民大幅流入；6）原油价格持续下降；这些因素制约了工资通胀或商品通胀；然后，沃什面临的时代特征却更像是 “大缓和” 的对立面。

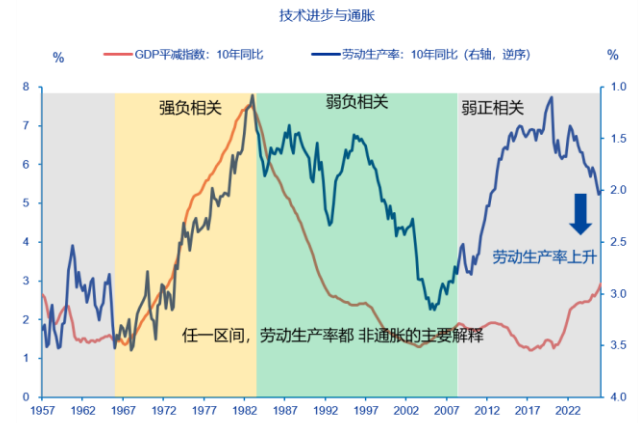
图表 24：时代 “红利” 造就了格林斯潘，而沃什却面临时代的 “逆风”

维度	格林斯潘时代	沃什时代	对通胀的含义
1. 全球秩序与美国霸权	单极霸权，"历史终结论"，全球稳定器	多极竞争，地缘碎片化，"去风险化"	供应链安全溢价→商品成本刚性上升
2. 全球化 vs 逆全球化	超级全球化，关税持续下降，中国入世	关税壁垒、产业回流、友岸外包	生产效率损失+中间品成本上升→服务通缩难抵商品通胀
3. 人口供给	婴儿潮一代壮年，移民宽松，劳动力充裕	老龄化加速，移民政策收紧，劳动力短缺	工资议价能力增强→菲利普斯曲线重新陡峭化
4. 制造业	制造业占比虽降，但全球分工深化，成本转嫁顺畅	制造业空心化，关键产业（半导体、药品）依赖海外	供给弹性下降，冲击放大→通胀波动性上升
5. 财政政策	紧财政（克林顿平衡预算），财政纪律约束	宽财政（特朗普减税+产业补贴），债务/GDP攀升	总需求持续过热，挤出私人投资→需求拉动型通胀压力
6. 能源转型	传统能源体系稳定，油价低位	绿色转型阵痛，AI电力需求激增，电网瓶颈	能源成本中枢上移→通胀预期脱锚风险

资料来源：CEIC，申万宏源研究

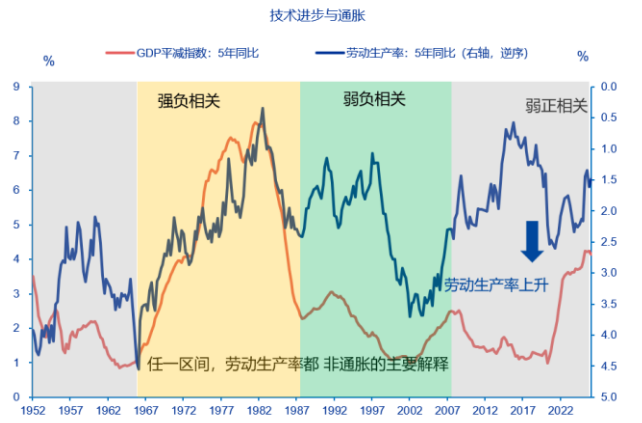
所以，沃什"按兵不动"的空间和时间窗口将显著窄于格林斯潘时期。任何对通胀的"善意忽视"都可能更快触发预期脱锚，迫使更激进的后续紧缩。首先，技术进步与劳动生产率提升存在较长的、且不稳定的滞后关系；其次，劳动生产率增速与通胀率的关系是不稳定的：劳动生产率增长是否对应着通胀下降，依赖于工资增速与劳动生产率增速的比较关系；经验上看，即使 60 年代末-80 年代初两者强负相关，通胀的上升也并非因为劳动生产率下降，原油供给侧冲击是两者的共同原因。

图表 25：10 年长周期：劳动生产率与通胀率的关系



资料来源：美联储、申万宏源研究

图表 26：5 年中周期：劳动生产率与通胀率的关系

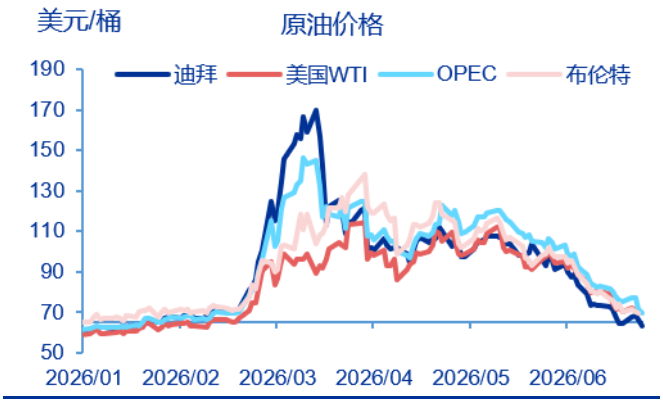


资料来源：CEIC、申万宏源研究

短期而言，AI 革命和生产率“叙事”或并非美联储货币政策的主要矛盾，沃什或将主要参考通胀与就业数据、遵循“双重使命”进行决策：

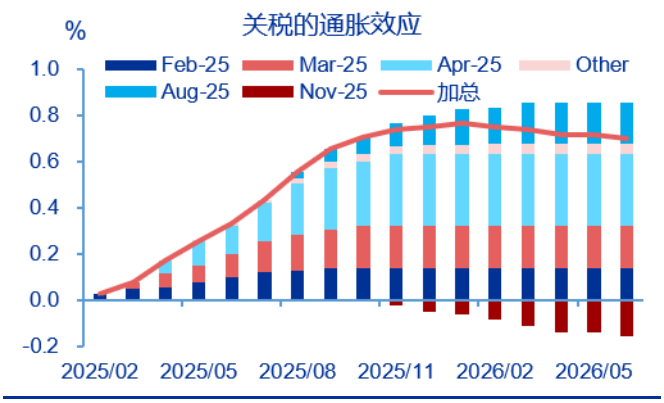
2026 年下半年，在能源价格下行和关税通胀缓和的驱动下，美国整体与核心通胀压力或趋于缓和，为美联储“按兵不动”创造条件。7 月初，WTI 原油价格已经超预期回落至 70 美元/桶以下；关税通胀是近期 PCE 通胀持续高于 CPI 通胀的主要解释。美联储估算，2026 年初，关税最高或贡献核心 PCE 通胀约 0.8 个百分点，目前或已经进入下行区间，下半年或驱动核心 PCE 商品通胀更显著地下降。

图表 27：原油价格持续回落至中东冲突之前的水平



资料来源：CEIC、申万宏源研究

图表 28：关税通胀已见顶、下半年或显著回落

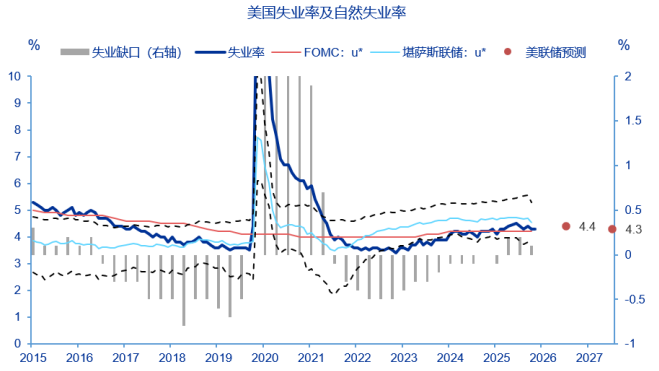


资料来源：美联储、申万宏源研究

数据说明：对 PCE 核心商品的贡献率

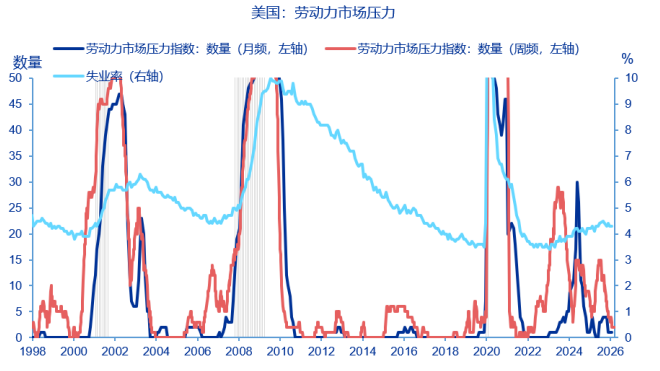
劳动力市场已重新“再平衡”，短期而言，失业率上行风险不高，进而约束了美联储降息的必要性。非农就业似已经摆脱 2025 年下半年的“零增长”状态，失业率也从 4.6%高位回落至 4.2%，与自然失业率水平相当。从 50 个州的失业率扩散指数看，短期内失业率上行风险可控。如果综合考虑劳动力市场与周期性部门的景气状况看，美国经济或处于“空中加油”状态——2021Q2 以来，产出缺口连续 19 个季度为正。AI 资本开支拉动周期部门“量价齐升”。若严格参照沃尔克-格林斯潘时代“逆风而行”模式，美联储或“应该”提前加息。

图表 29：失业率已回落至“充分就业区间”



资料来源：CEIC、申万宏源研究

图表 30：短期内，失业率上行风险或可控



资料来源：CEIC、申万宏源研究

2026 年下半年，随着通胀压力的缓和，美联储保持“按兵不动”的条件是充分的——若考虑油价的基数效应，“按兵不动”策略或延续至 2027 年上半年。需指出的是，2026 年上半年美联储加息预期的扰动主要来源于关税、原油供给冲击等一次性因素，下半年加息预期的消退也归因于此。但是，美国经济韧性、AI 通胀、住房去通胀的缓和，非住房超级服务通胀的反弹，以及劳动力市场“再平衡”和中低收入阶层工资的反弹，都是中期通胀粘性的隐忧。所以，我们将当前美联储货币政策周期定位为：从降息周期向加息周期的过渡期——如果出现“黑天鹅”事件冲击，沃什也可能效仿格林斯潘 1998 年 9 月“预防式降息”，但后续或防范加息周期更早到来。

经研究，本文发现：

1. **沃什能否效仿格林斯潘 1996-1998 年的“按兵不动”策略，沃什创建的“生产率与就业”工作组的结论和政策建议至关重要。**1996 年之后，信息技术革命加速扩散，大幅提升了生产率，形成了“金发女郎”经济，使得格林斯潘时代的美联储在 1996-1998 年长期执行“按兵不动”策略 。

2. **沃什一方面极力展现通胀“鹰派”人设，但另一面是增长“鸽派”的底色。**沃什相信 AI 等通用技术正引发一场“范式转变”，认为 AI 将提高生产率、创造更多就业，预测美国很可能成为“大赢家”；在生产率与通胀条件允许的情况下，沃什或避免依循菲利普斯曲线框架“提前加息”、中断 AI 浪潮。

3. **有理由对美国劳动生产率中枢的进一步抬升持谨慎乐观看法，但目前难以断定“拐点”是结构性的。**宏观数据可证实美国生产率增速在提升；中观数据可说明 IT 部门是生产率提升的主要贡献者；微观数据可证实，由营收、利润和对需求的乐观预期支撑的 AI 资本开支仍在上行通道中。但模型评估的结果依然表明，截止到 2025 年底，美国大概率仍处于“低增长”区间。

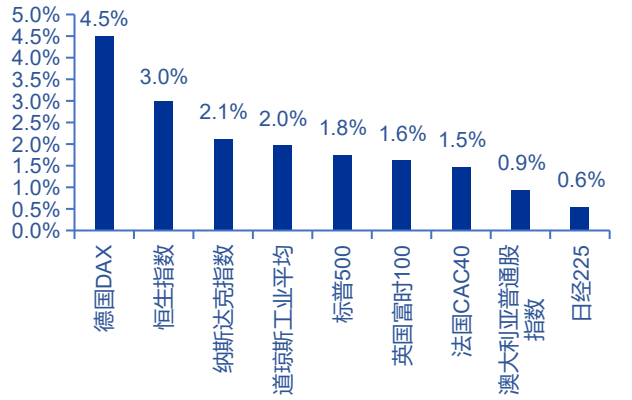
4. **短期而言，AI 革命和生产率“叙事”或并非美联储货币政策的主要矛盾，沃什或将主要遵循“双重使命”进行决策。**我们将当前美联储货币政策周期定位为：从降息周期向加息周期的过渡期。2026 年下半年，由于能源和关税通胀压力缓和，美联储“按兵不动”是基准假设——考虑油价的基数效应，或延续至 2027 年初。但是，劳动力市场已重新“再平衡”，失业率上行风险不高，也降低了美联储降息的必要性。

二、大类资产&海外事件&数据：

（一）大类资产：非农低于预期，市场风险偏好小幅回升

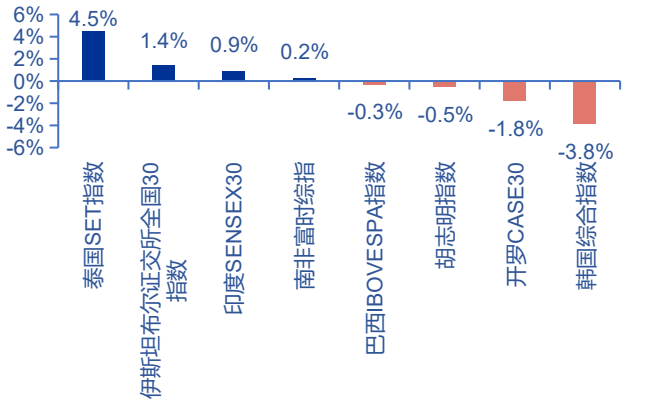
当周，发达市场股指悉数上涨，新兴市场股指涨跌互现。发达市场股指方面，德国 DAX、恒生指数、纳斯达克指数分别上涨 4.5%、3.0%、2.1%；新兴市场股指方面，泰国 SET 指数、伊斯坦布尔证交所全国 30 指数、印度 SENSEX30 分别上涨 4.5%、1.4%、0.9%，韩国综合指数、开罗 CASE30、胡志明指数分别下跌 3.8%、1.8%、0.5%。

图表 31：当周，发达市场股指悉数上涨



资料来源：Wind，申万宏源研究

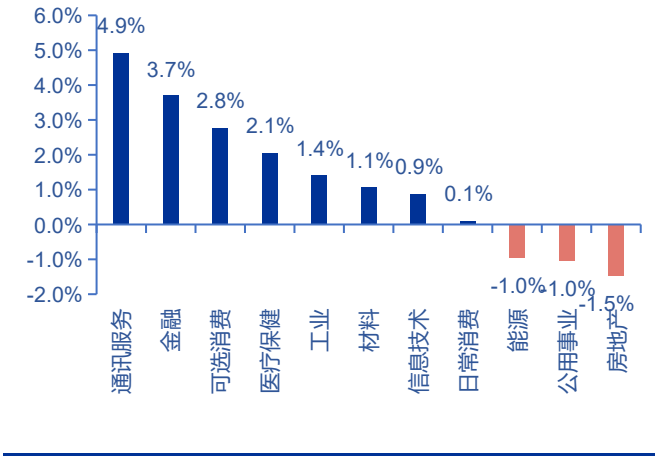
图表 32：当周，新兴市场股指涨跌互现



资料来源：Wind，申万宏源研究

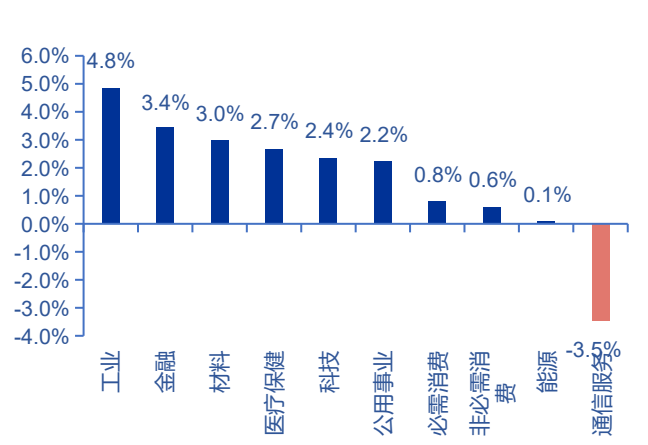
当周，美国标普 500 行业多数上涨。通讯服务、金融、可选消费分别上涨 4.9%、3.7%、2.8%，房地产、公用事业、能源分别下跌 1.5%、1.0%、1.0%；欧元区行业多数上涨，工业、金融、材料分别上涨 4.8%、3.4%、3.0%，通讯服务下跌 3.5%。

图表 33：当周，美国标普 500 行业多数上涨



资料来源：Wind，申万宏源研究

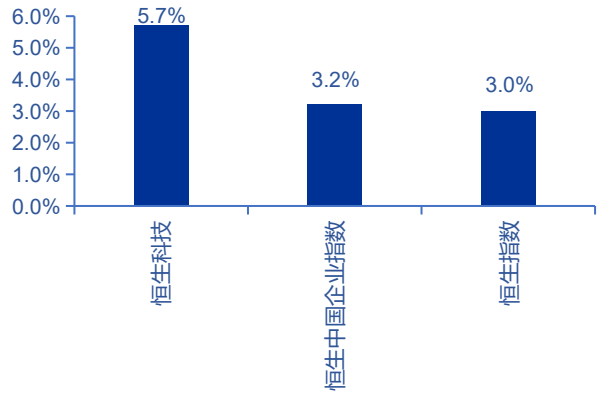
图表 34：当周，欧元区行业多数上涨



资料来源：Wind，申万宏源研究

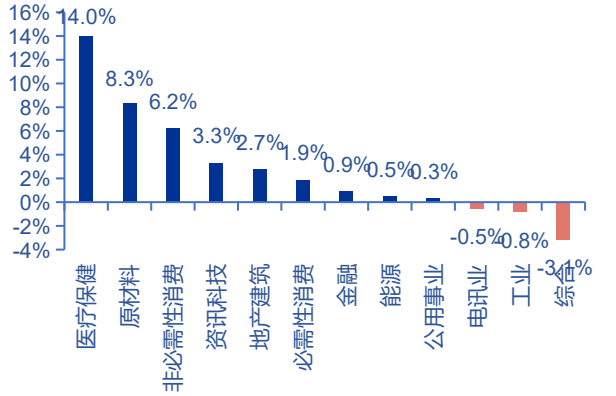
当周，恒生指数悉数上涨，行业方面多数上涨。恒生科技、恒生中国企业指数、恒生指数分别上涨 5.7%、3.2%、3.0%。行业方面，医疗保健、原材料、非必需性消费分别上涨 14.0%、8.3%、6.2%，综合、工业、电讯业分别下跌 3.1%、0.8%、0.5%。

图表 35：当周，恒生指数悉数上涨



资料来源：Wind，申万宏源研究

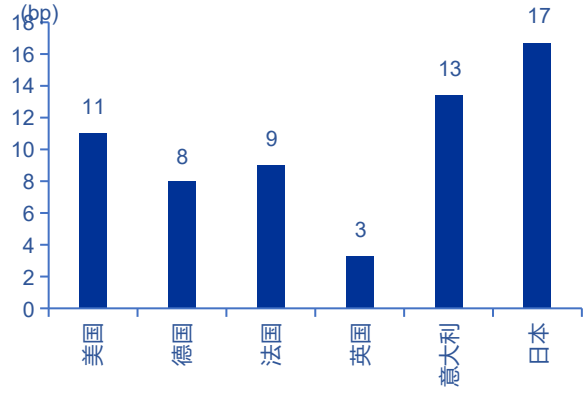
图表 36：当周，行业方面多数上涨



资料来源：Wind，申万宏源研究

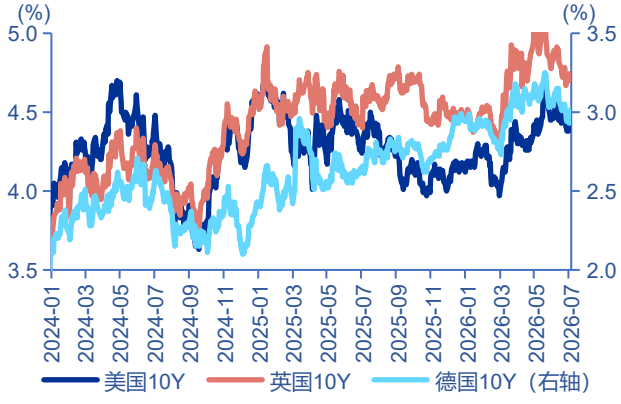
当周，发达国家 10 年期国债收益率悉数上涨。美国 10 年期国债收益率上行 11.0bp 至 4.49%，德国 10 年期国债收益率上行 8.0bp 至 3.02%，法国 10 年期国债收益率上行 9.0bp 至 3.73%，英国 10 年期国债收益率上行 3.3bp 至 4.74%，意大利 10 年期国债收益率上行 13.4bp 至 3.72%，日本 10 年期国债收益率上行 16.7bp 至 2.78%。

图表 37：当周，发达国家 10Y 国债收益率悉数上涨



资料来源：Wind，申万宏源研究

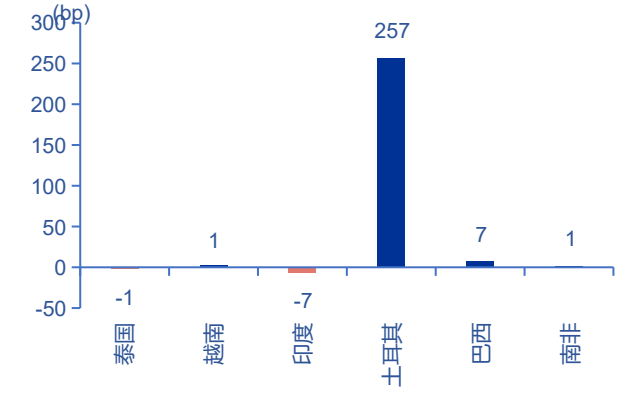
图表 38：当周，美、英、德 10Y 国债收益率走势



资料来源：Wind，申万宏源研究

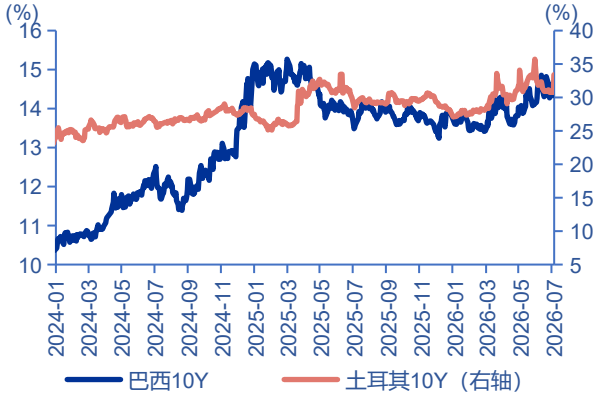
当周，新兴市场 10 年期国债收益率多数下跌。土耳其上行 256.5bp 至 33.40%，巴西上行 7.0bp 至 14.54%，越南上行 1.3bp 至 4.53%，泰国下行 0.6bp 至 2.02%，印度下行 6.7bp 至 6.71%，南非上行 0.5bp 至 8.35%。

图表 39：当周，新兴市场 10Y 国债收益率多数上涨



资料来源：Wind，申万宏源研究

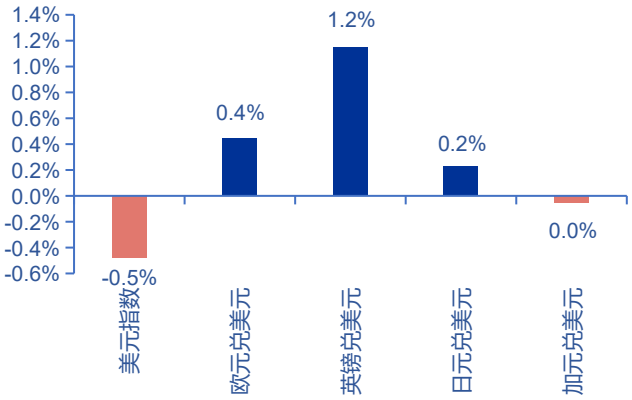
图表 40：当周，巴西、土耳其 10Y 收益率走势



资料来源：Wind，申万宏源研究

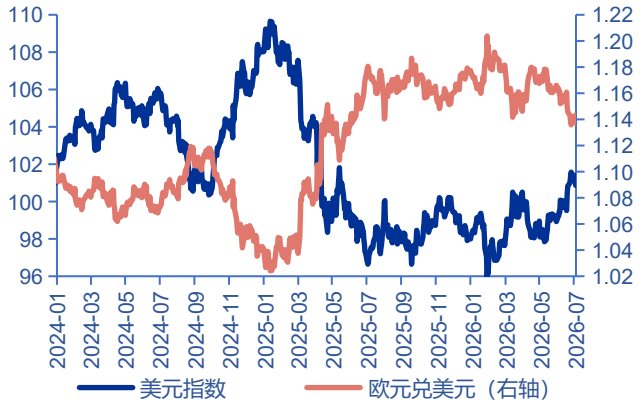
当周，美元指数下跌，其他货币兑美元多数上涨。美元指数下跌至 100.87，欧元兑美元升值 0.4%，英镑兑美元升值 1.2%，日元兑美元升值 0.2%，加元兑美元持平。主要新兴市场货币兑美元多数上涨，巴西雷亚尔兑美元升值 0.3%，菲律宾比索兑美元贬值 0.4%，韩元兑美元升值 0.6%，印尼卢比兑美元贬值 0.2%，埃及镑兑美元升值 0.8%，墨西哥比索兑美元升值 0.2%，土耳其里拉兑美元贬值 0.4%。

图表 41：美元指数下跌，其他货币兑美元多数上涨



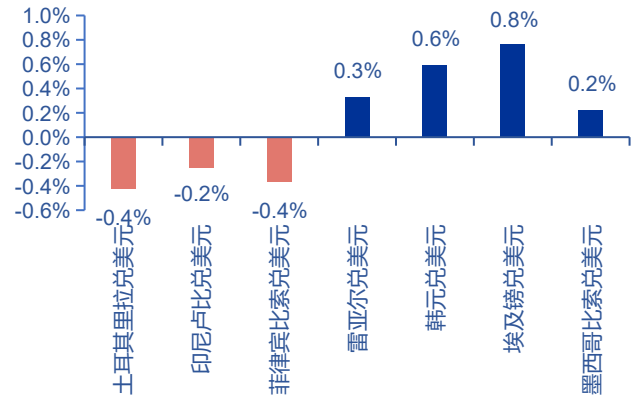
资料来源：Wind，申万宏源研究

图表 42：当周，欧元兑美元走势



资料来源：Wind，申万宏源研究

图表 43：当周，主要新兴市场兑美元多数上涨



资料来源：Wind，申万宏源研究

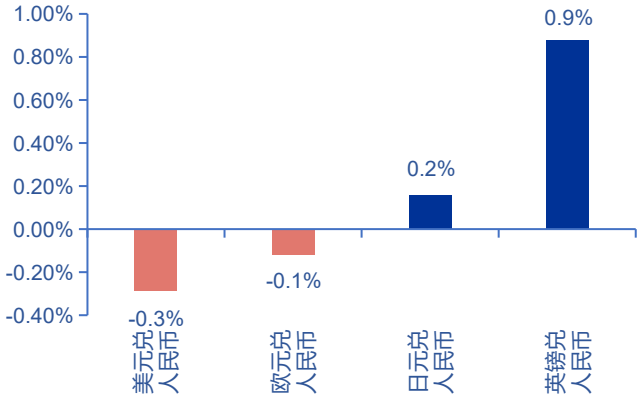
图表 44：当周，美元兑雷亚尔和韩元走势



资料来源：Wind，申万宏源研究

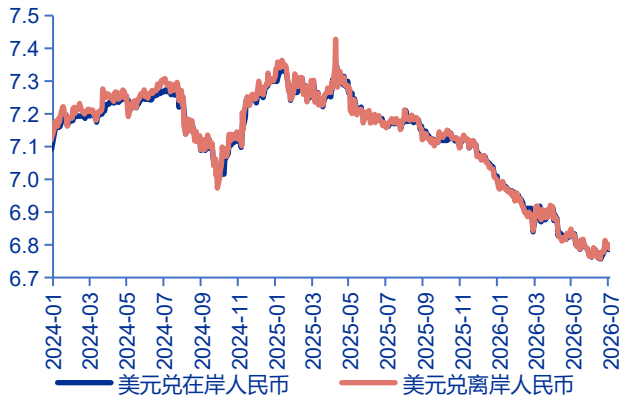
当周，人民币兑美元升值。美元兑在岸、离岸人民币汇率分别变动至 6.7866 和 6.7882，日元兑人民币升值 0.2%，英镑兑人民币升值 0.9%，欧元兑人民币贬值 0.1%。

图表 45：当周，美元兑人民币下跌至 6.7882



资料来源：Wind，申万宏源研究

图表 46：当周，美元兑在岸人民币下跌至 6.7866



资料来源：Wind，申万宏源研究

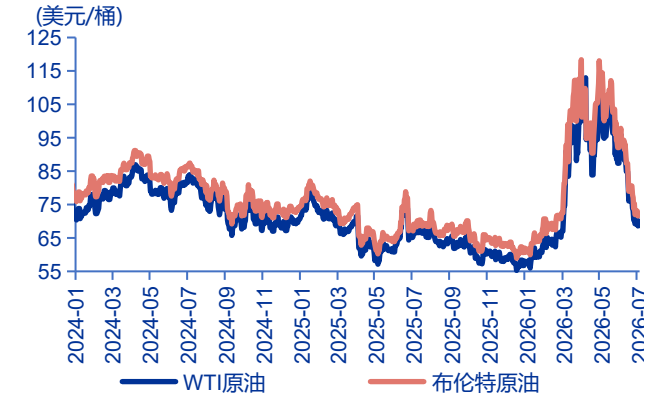
当周，大宗商品价格多数上涨。布伦特原油价格上涨 0.2%至 72.1 美元/桶，WTI 原油价格下跌 0.6%至 68.8 美元/桶，LME 镍价格下跌 3.5%至 16320 美元/吨，玻璃价格上涨 0.5%至 973 元/吨，生猪价格上涨 3.2%至 12315 元/吨。

图表 47：当周，大宗商品价格多数上涨

类别	品种	2026-07-03	2026-06-26	2026-06-19	2026-06-12	2026-06-05
原油	WTI原油	-0.6%	-9.6%	-9.8%	-6.3%	3.6%
	布伦特原油	0.2%	-10.6%	-7.7%	-6.2%	1.1%
贵金属	COMEX黄金	2.4%	-3.4%	0.4%	-2.6%	-4.9%
	COMEX银	3.8%	-10.7%	-2.4%	-1.9%	-7.9%
有色	LME铜	0.1%	-2.1%	-0.4%	-0.8%	0.8%
	LME铝	-2.5%	-6.6%	-3.8%	-3.8%	-0.4%
	LME镍	-3.5%	-5.8%	-0.4%	-4.7%	-2.1%
	LME锌	1.2%	-4.0%	0.8%	-0.9%	1.1%
黑色	玻璃	0.5%	-1.0%	-0.9%	-2.3%	-4.4%
	焦煤	2.7%	-1.8%	-7.3%	-6.1%	13.5%
	沥青	2.6%	-4.8%	-11.5%	2.7%	3.6%
	铁矿石	-1.9%	0.1%	-2.2%	-0.3%	-2.2%
	螺纹钢	-1.0%	-1.2%	-1.5%	0.4%	0.2%
农产品	生猪	3.2%	2.4%	-4.0%	3.1%	10.1%
	棉花	3.7%	-1.9%	1.6%	-0.9%	-1.1%
	豆粕	-0.4%	1.1%	0.0%	0.8%	-2.4%
	豆油	-0.4%	1.1%	0.0%	-1.0%	-1.3%

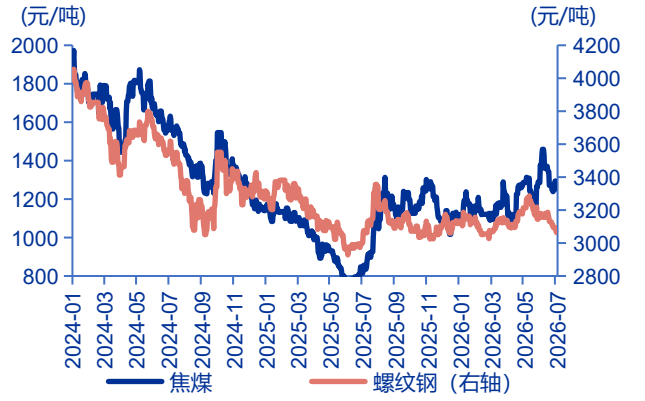
资料来源：Wind，申万宏源研究

图表 48：当周，WTI 原油价格下跌、布伦特原油价格上涨



资料来源：Wind，申万宏源研究

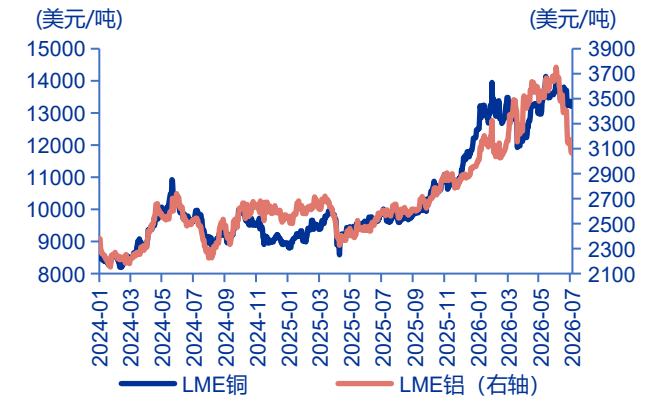
图表 49：当周，焦煤价格上涨、螺纹钢价格下跌



资料来源：Wind，申万宏源研究

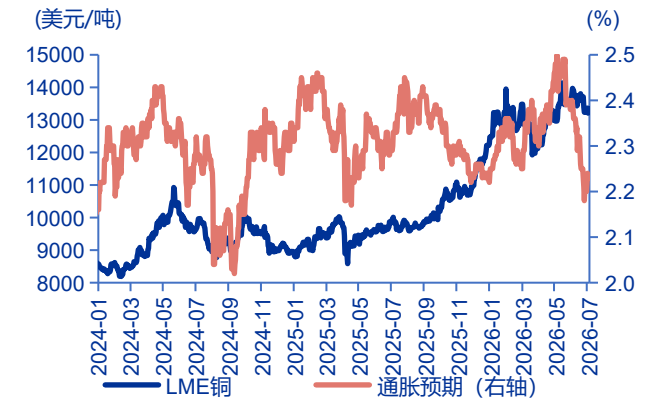
当周，有色金属价格涨跌互现、贵金属价格悉数上涨。LME 铝下跌 2.5%至 3086 美元/吨，LME 铜上涨 0.1%至 13342 美元/吨；通胀预期上行 3bp 至 2.23%；COMEX 银价格上涨 3.8%至 60.6 美元/盎司，COMEX 金价格上涨 2.4%至 4113.2 美元/盎司；10Y 美债实际收益率上行 7bp 至 2.26%。

图表 50：当周，LME 铜价格上涨、LME 铝价格下跌



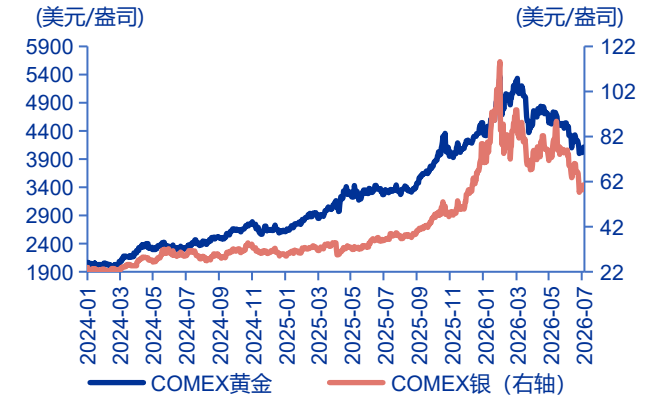
资料来源：Wind，申万宏源研究

图表 51：当周，通胀预期上行 3bp 至 2.23%



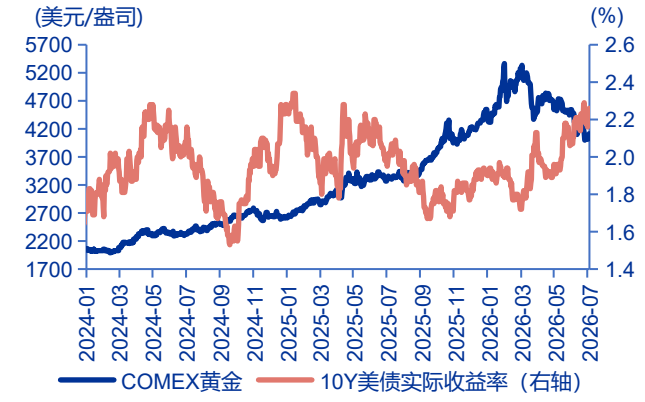
资料来源：Wind，申万宏源研究

图表 52：当周，COMEX 金、COMEX 银价格上涨



资料来源：Wind，申万宏源研究

图表 53：当周，10Y 美债实际收益率上行至 2.26%

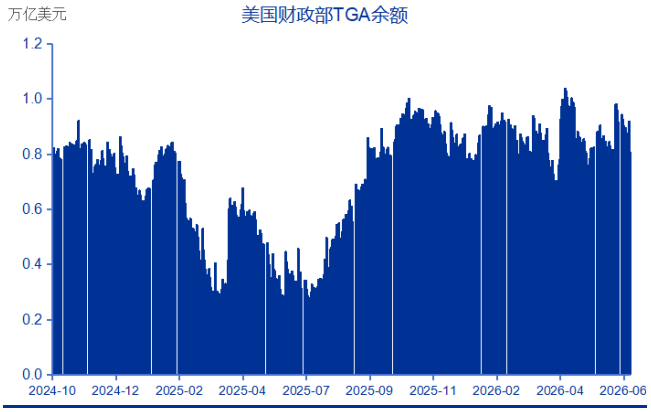


资料来源：Wind，申万宏源研究

（二）美债：TGA 规模下降，美债净发行上升

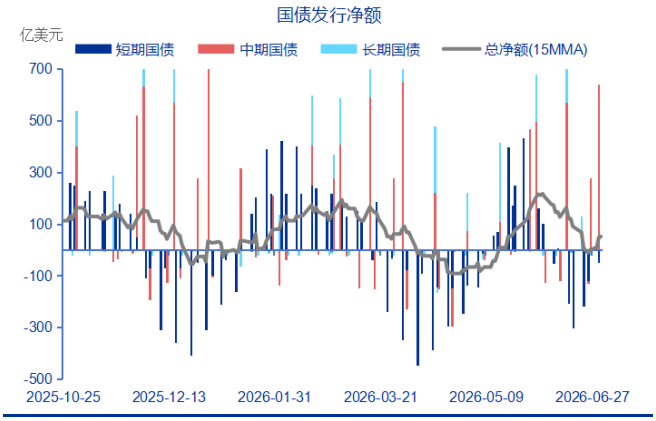
截至 2026 年 7 月 1 日，美国 TGA 余额降至 8074 亿美元，较上周下降；本周（2026 年 6 月 29 日-2026 年 7 月 1 日），短期国债赎回压力明显缓解，美债 15 日滚动净发行额最新升至 51.5 亿美元。

图表 54：美国 TGA 规模下降



资料来源：CEIC，申万宏源研究

图表 55：美债净发行规模本周上升

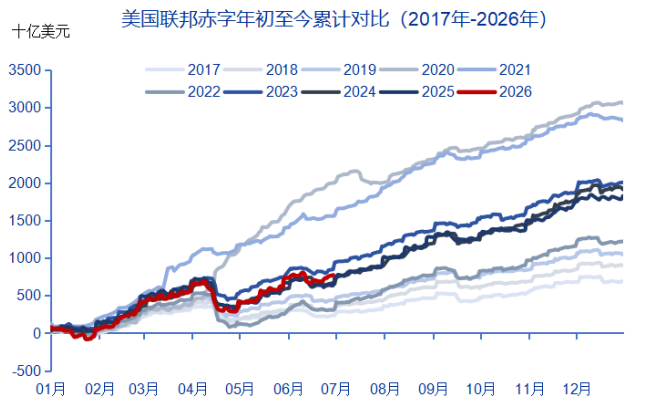


资料来源：CEIC，申万宏源研究

（三）美国财政：美国赤字规模高于去年同期水平

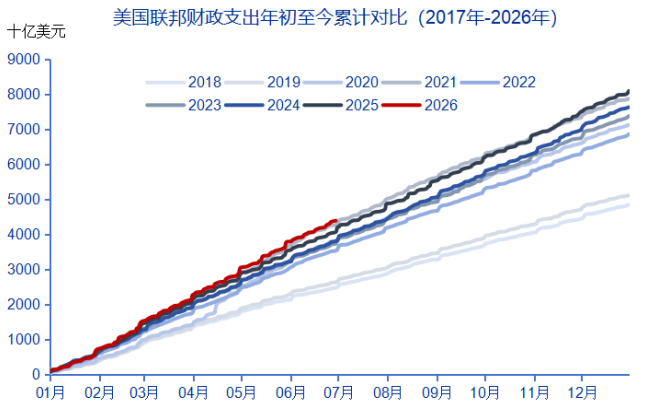
截至 2026 年 6 月 30 日，美国 2026 日历年累计财政赤字规模 7710 亿美元，去年同期为 6336 亿美元；累计支出规模 43988 亿美元，去年同期 40752 亿美元；累计财政税收收入 27986 亿美元，去年同期 26979 亿美元；关税收入规模 1573 亿美元，去年同期 969 亿美元。

图表 56：美国 2026 财政赤字高于去年同期水平



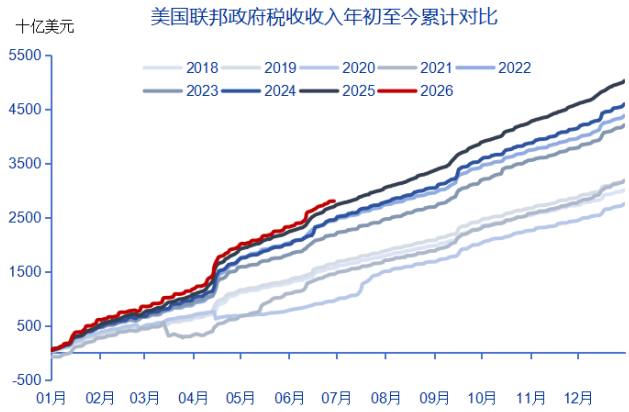
资料来源：美国财政部，申万宏源研究

图表 57：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 58：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 59：美国 2026 年关税收入大幅高于去年同期

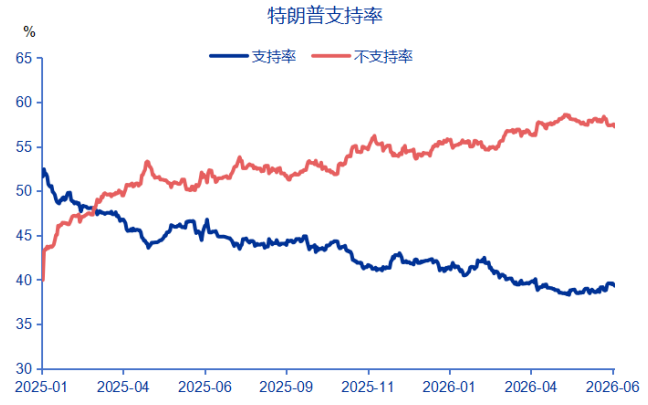


资料来源：美国财政部，申万宏源研究

（四）中期选举：特朗普净支持率-18%

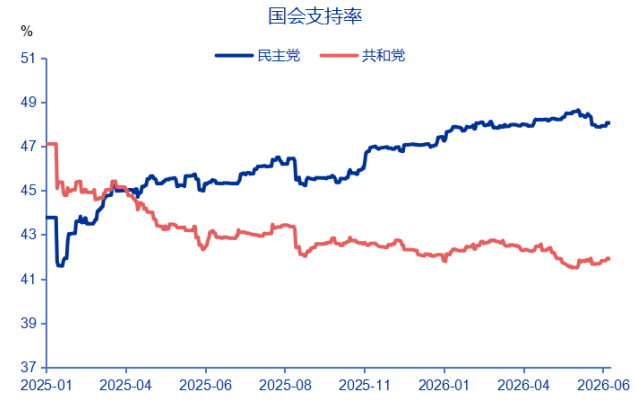
截至 2026 年 7 月 2 日，特朗普支持率 39%，反对率 57%，净支持率为-18%；国会层面，民主党支持率 48%，共和党支持率 42%，民主党领先 6 个百分点。特朗普移民政策净支持率-11%，经济政策净支持率-26%，贸易政策净支持率-24%，通胀政策净支持率-44%。截至 7 月 3 日，polymarket 市场显示民主党夺取参议院控制权的概率为 45%，共和党为 56%。

图表 60：特朗普总统职位支持率



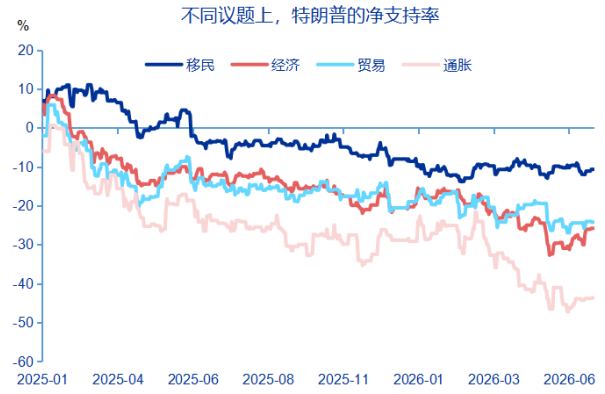
资料来源：西尔弗观察、申万宏源研究

图表 61：国会支持率



资料来源：西尔弗观察、申万宏源研究

图表 62：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

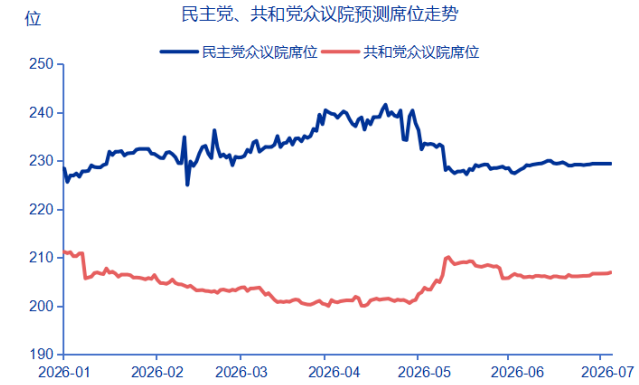
图表 63：polymarket 参议院概率



资料来源：彭博、申万宏源研究

截至 2026 年 7 月 3 日，众议院方面，民主党预测席位为 229 位，共和党预测席位为 207 位，民主党领先 22 位；参议院方面，民主党预测席位为 50 位，共和党预测席位为 50 位。

图表 64：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 65：民主党、共和党参议院预测席位走势

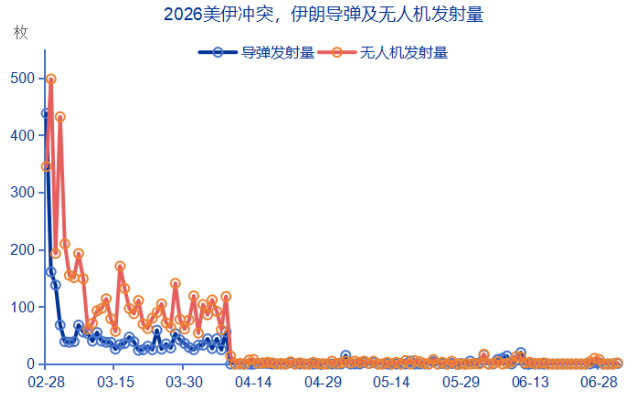


资料来源：Kalshi、申万宏源研究

（五）美伊冲突：霍尔木兹海峡通航改善

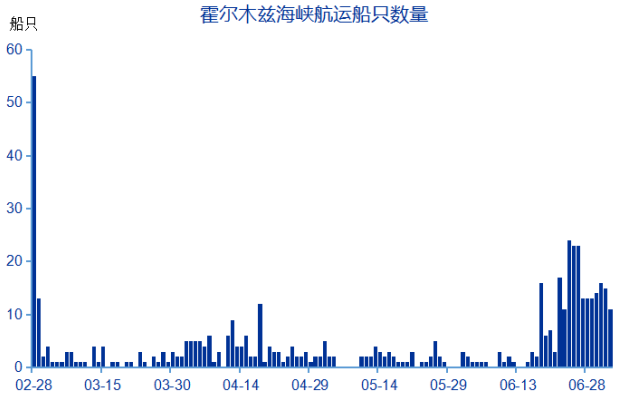
自冲突开始以来，伊朗每日弹道导弹发射总量由 2 月 28 日的 438 枚下降至 6 月 28 日的 2 枚，无人机发射数量由 2 月 28 日的 345 架降至 6 月 28 日的 8 架。美伊谅解备忘录签署后，霍尔木兹海峡油轮船只通过数量提升至 7 月 2 日的 15 艘。

图表 66：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 67：霍尔木兹海峡航运船只数量



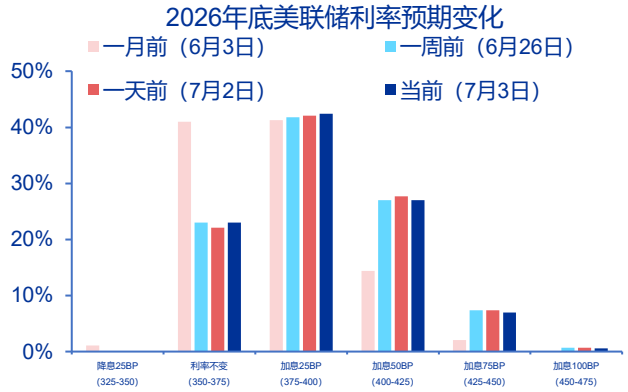
资料来源：彭博、申万宏源研究

下载日志已记录，仅供内部参考

（六）海外央行：市场对美联储加息时点预期后移

本周公布的弱非农数据使得市场对美联储加息预期小幅收敛，但总体而言，年内加息 25BP 概率仍较高，加息 50BP 概率略有下降。欧央行方面，市场普遍预期 7 月将按兵不动。

图表 68：本周，美联储远期利率不变概率有所上升



资料来源：芝商所（CME），申万宏源研究

图表 69：市场预期欧央行在年内不加息(7 月 3 日)

欧央行会议	2.25%	2.50%	2.75%
23-Jul-26	95.0%	5.0%	
10-Sep-26	53.2%	44.6%	2.2%
29-Oct-26	49.5%	45.2%	5.2%

资料来源：欧央行观察(ECB Watch)，申万宏源研究

图表 70：市场预期美联储 2026 年 10 月加息（BP，截止 7 月 3 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%	82.4%	17.6%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
2026/9/16	0.0%	0.0%	0.0%	46.2%	46.1%	7.8%	0.0%	0.0%	0.0%
2026/10/28	0.0%	0.0%	0.0%	36.4%	46.1%	15.8%	1.6%	0.0%	0.0%
2026/12/9	0.0%	0.0%	0.0%	22.8%	42.5%	27.2%	7.0%	0.6%	0.0%
2027/1/27	0.0%	0.0%	0.0%	20.2%	40.2%	28.9%	9.3%	1.3%	0.1%
2027/3/17	0.0%	0.0%	0.0%	16.2%	36.2%	31.2%	13.2%	2.9%	0.3%
2027/4/28	0.0%	0.0%	0.0%	15.8%	35.8%	31.3%	13.6%	3.1%	0.4%
2027/6/9	0.0%	0.0%	1.1%	17.2%	35.5%	30.0%	12.8%	2.9%	0.4%
2027/7/28	0.0%	0.1%	2.7%	19.0%	34.9%	28.3%	11.8%	2.7%	0.3%
2027/9/15	0.0%	0.4%	4.8%	21.1%	34.1%	26.2%	10.7%	2.4%	0.3%
2027/10/27	0.1%	0.9%	6.5%	22.4%	33.3%	24.6%	9.8%	2.2%	0.3%
2027/12/8	0.2%	1.7%	8.8%	24.0%	32.0%	22.4%	8.7%	1.9%	0.2%

资料来源：芝商所（CME），申万宏源研究

图表 71：联储官员倾向（截止 7 月 3 日）

		鸽派		中性		鹰派
2026	主席		沃什			
	理事	鲍曼（2034） 杰斐逊（2036）	鲍威尔（2028） 库克（2038）	巴尔（2032） 沃勒（2030）		
	行长		威廉姆斯（纽约，’26） 保尔森（费城，’26） 戴利（旧金山，’27）	柯林斯（波士顿，’28） 维纳布尔（亚特兰大，’27） 古尔斯比（芝加哥，’27） 巴尔金（里士满，’27）	穆塞勒姆（圣路易斯，’28）	洛根（达拉斯，’26） 哈马克（克利夫兰，’26） 卡什卡利（明尼阿波利斯，’26） 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 72：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
库克（Lisa Cook）	理事	√	6月29日	美国最高法院6月29日的裁决重申了一项支撑数代稳健经济管理的原则：**美联储必须在不受政治干预的情况下，完全基于证据和独立判断作出所有政策决策。**	中性
哈马克（Beth Hammack）	克利夫兰联储主席	√	6月30日	就业市场正处于充分就业水平附近，经济增长形势良好。**通胀依然过高，美联储可能需要考虑加息。**将以开放的心态参加美联储会议，不会预先对结果下定论。**核心通胀一直处于高位，这不仅仅是能源价格的问题。**高通胀呈现出广泛蔓延的态势。核心服务通胀一直处于高位。担忧更高的利率会对经济其他领域产生何种影响。消费领域展现出了韧性。**并没有在经济中看到大量政策限制的影响。**	鹰
沃什（Kevin Warsh）	主席	×	7月1日	**AI是否具有通胀效应，应由央行来决定。**货币政策会在我们的经济体之间产生溢出效应。AI的蓬勃发展在美国表现得最为突出。**供给扩张将对政策产生重大影响。美国不惧怕生产力驱动的经济增长。**AI模型改进的变化率是指数级的。关于AI对就业影响的时间节点，存在严重疑问。**必须在就业和物价稳定方面都取得成效。过去四周通胀风险有所下降。美联储的独立性不会有任何改变。**美国经济的供给侧强劲。已重新致力于实现价格稳定。不想就过去两周的数据提供新的信息。我们能做的最重要的事就是制定正确的政策。如果模型阻碍了良好政策的制定，那就舍弃它们。**有关特别工作组任命的消息可能下周公布。**前四周一直专注于货币政策。这对美国来说是一个充满巨大机遇的时代。潜在增长率看上去已呈上升趋势 。**有理由对生产力感到乐观。前瞻性指引并非当前形势下的正确政策。**不知道生产力是否存在短期政策影响。我希望美联储的资产负债表规模缩小，这已不是什么秘密。资产负债表主要通过资产价格运作。任何资产负债表决策都将经过公开审议。对资产负债表规模问题持开放态度。如果过去四个季度的表现能作为参考（或预示），那么我们有理由保持乐观。**最近四周，对资产负债表的看法没有改变。如果对这方面的政策有变化，相关决定将经过充分审议并清晰地（与外界）沟通。**在库克（Cook）案裁决后，美联储将继续履行其职责。希望数据工作组将帮助我们利用实时数据。**希望数据工作组能在9-12个月内取得成果。至少在短时间内仍将有点阵图。将选择美国财长贝森特的幕僚萨曼莎·施瓦布(Samantha Schwab)担任顾问。**	中性
戴利（Mary Daly）	旧金山联储主席	×	7月2日	**美国强劲的投资增长不太可能回落。**具有韧性的消费者是美国经济的一个好迹象。美联储政策仍处于略微限制性的状态。**我们可能需要更加积极地应对持续的通胀。**	鹰

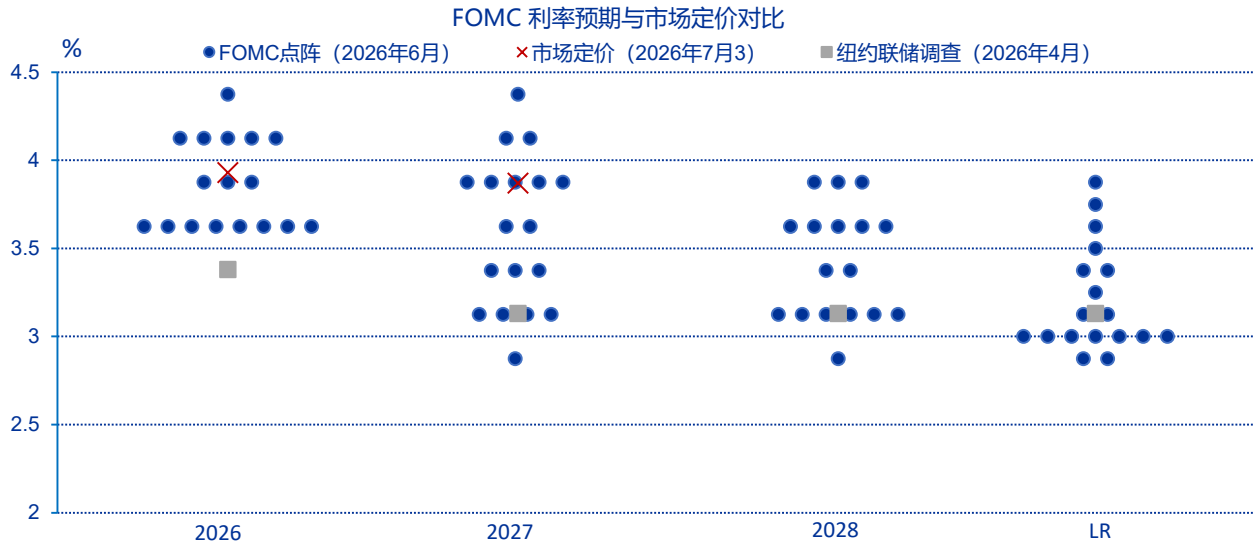
资料来源：美联储，申万宏源研究

图表 73：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
卡扎克斯（Mārtiņš Kazāks）	管理委员会委员	×	6月29日	目前欧洲央行**没有必要仓促地多次提高利率。**负面情景发生的概率已大幅下降。截至目前，冲击和持续性均较小。	鸽
拉加德（Christine Lagarde）	行长	√	6月30日	欧元区经济似乎已经建立起了**抵御经济冲击的更大韧性，这使得欧洲央行可以更轻松地提高利率，而不必担心引发金融压力。**政策制定者可能会面临两难境地：是仅仅忽略价格波动，还是采取强有力的行动。尽管更有可能面临导致通胀偏离目标的冲击，但欧洲已建立的韧性意味着这些冲击对经济的影响会更为有限。因此，**可能更常发现处于一个中间地带，介于可以忽略的冲击和必须强力应对的冲击之间。**在这个灰色地带做出正确的应对需要欧洲央行进行创新，而该行在未来的决策中将依赖过去几年的创新成果。**该银行目前利用先进的数据获取经济和价格发展的实时图景**，并在改善预测方面投入了大量资金，事实证明这些预测在过去几个月的波动中是可靠的。这两者相辅相成：可以不断用新数据交叉核对预测，以验证它们是否保持在正轨上，这样就不会依赖过时的预测。**这样的政策框架甚至为欧洲央行赢得了采取行动的时间**，因为金融市场往往在实际政策改变之前很久就开始将行动计入价格。因此，欧洲央行没有被迫匆忙干预的时间压力。早在欧洲央行6月实际加息之前，市场就已经预期到了这一举措，这给了政策制定者时间去仔细筛选数据，从而做出更自信的决策。	鹰
莱恩（Philip R. Lane）	执行委员会委员	√	6月30日	当前油价已回到战前水平。**2027年、2028年的油价仍预计高于战前水平。**补库行为可能使油价保持在高位。油价可能在未来几年内超过战前水平。**由于油价已连续四个月处于高位，加息是合理的。**6月决策并非决定性转折，也非保险性加息。油价带来的第二轮效应可能需要一段时间才能显现。需要观察油价对食品通胀的影响。致力于逐次会议作出决策。**欧洲央行不会被束缚在一条利率路径上。**欧洲已做好充分准备采用AI。**AI是生产力和投资的积极因素。**	鹰
斯莱彭（Olaf Sleijpen）	管理委员会委员	√	6月30日	油价下跌，但充满不确定性。能源价格回落将对价格产生影响。**将在7月利率决议时获得新数据。仍需观察价格方面的后续变化。**市场理解欧洲央行的反应机制。欧洲结构性增长数据仍然相当低。欧洲央行不想让市场感到意外。**人工智能在短期内具有通胀效应。**	中性
内格尔（Joachim Nagel）	管理委员会委员	×	6月30日	通胀可能会持续高企，可能仍将显著高于目标。能源冲击仍存在于经济体系之中。**利率政策必须保持警惕。中东局势仍不明朗，我们必须等待。**	中性
温施（Pierre Wunsch）	管理委员会委员	√	6月30日	预计通胀将在数个季度内高于目标。**可能还需要再加息一次。**如果欧洲央行需要再次加息，宁愿迅速采取行动。迅速行动不一定意味着在7月行动。此次加息在所有情景下都是稳健的。将看到一些第二轮效应。	鹰
雷恩（Olli Rehn）	管理委员会委员	√	6月30日	中东冲突正推高通胀，同时拖累经济增长。**这场能源冲击具有滞胀效应。**虽然不像20世纪70年代那样——当时是严重的滞胀——但性质非常相似。**没有看到任何重大的第二轮效应正在形成**，通胀预期依然锚定。因此，**不要操之过急，看看下个月数据会表现出什么。**	中性
多伦茨（Primož Dolenc）	管理委员会委员	×	7月1日	下次货币政策会议之前，**形势可能会瞬息万变。**与中东相关的不确定性仍然偏高。**鉴于当前数据，央行在7月按兵不动可能是适宜的。**如果能源价格持续受抑，不急于加息。	鸽
卡扎克斯（Mārtiņš Kazāks）	管理委员会委员	×	7月1日	继续加息的紧迫性已经显著下降。**当前无需采取强有力的通胀应对手段。**难以判断央行将在7月、9月采取什么行动。	鸽
德马科（Alexander Demarco）	管理委员会委员	×	7月1日	**欧洲央行可以等到下一轮经济预测再决定是否需要进一步收紧政策。**在油价下跌后，欧洲央行不应仓促推进下一次加息。未看到第二轮效应、薪资压力过高或通胀预期脱锚。	中性
内格尔（Joachim Nagel）	管理委员会委员	×	7月1日	现在判断第二轮效应已经结束还为时过早。六月的行动从来就不是一次保险性加息。今年通胀将维持在高位。**2027年通胀仍将高于目标水平。高通胀可能引发第二轮效应。对于7月和9月的决策，我将保持开放选项。仍需观望和平协议会带来什么影响。**目前尚未看到（通胀）向工资的传导效应。德国经济预测尚可，但还能做得更多。养老金改革对德国来说是好消息。德国央行具备管理养老金的知识和专业能力。**养老金改革（有利于）欧洲资本市场。人工智能在初期会略微推高通胀。非常乐观地认为人工智能将为我们带来更高的生产率。**	中性
温施（Pierre Wunsch）	管理委员会委员	√	7月1日	需要更强的第二轮效应才会进一步收紧政策。**如果没有重大的第二轮效应，一次加息可能就足够了。**	鹰
科赫尔（Martin Kocher）	管理委员会委员	×	7月1日	**接下来的决策要么加息，要么维持不变。**工资协议可能使通胀持续处于高位。通胀威胁有所降低，**但尚未完全遏制住。**	鹰
卡西克(Ülo Kaasik)	管理委员会委员	√	7月1日	**“再加息一次”是合理的预期。**美国与以色列对伊朗发动的战争可能会造成长期性的影响。**可能会在秋季围绕薪资问题获得更多透明度。**	鹰
斯托纳拉斯（Yannis Stournaras）	管理委员会委员	×	7月2日	不认为7月份会发生任何与货币政策调整有关的事。**央行继续加息的可能性降低。在一段时期内维持现状可能是适宜的。**必须监控美国与以色列对伊朗发动的战争对于价格的间接影响。	鸽
拉加德（Christine Lagarde）	行长	√	7月2日	**欧洲央行上个月决定加息是正确的。**确信自己做出了正确的决定，早在4月，管理委员会的绝大多数成员就已准备好做出决定，但当时还没有掌握所有必要的信息。**尽管第二轮通胀效应尚未显现，但供应冲击的影响仍持续向整个经济体扩散。**正面临一场正在向经济其他领域蔓延的外部供应冲击，目前也已观察到其间接影响，**也在密切关注第二轮效应的风险，尽管迄今为止尚未出现这种情况。**	鹰
穆兰（Emmanuel Moulin）	管理委员会委员	×	7月3日	通胀数据将使工作变得更容易一些。在油价方面得到了好消息。处于有利位置。风险平衡处于合适水平。油价下跌将缓和服务业通胀的影响。**6月加息是正确的决定。**将在9月获得新的预测。对基准情景感到满意。**确保没有发出新的加息周期信号。对接下来的会议没有做出承诺。**看到了非常疲软的增长。不预期第二季度增长会大幅上升。**AI将在很大程度上具有通胀效应。目前尚未看到第二轮效应。**	中性
马赫鲁夫（Gabriel Makhlouf）	管理委员会委员	×	7月3日	央行“绝对愿意”实现2%的通胀。	鹰

资料来源：欧央行，申万宏源研究

图表 74：美联储点阵图及市场预期（截止 7 月 3 日）



资料来源：美联储、芝商所（CME），申万宏源研究

（七）就业：美国 6 月非农大幅弱于预期

美国 6 月非农就业大幅弱于预期，但失业率回落至 4.2%。机构调查方面，美国 6 月非农新增 5.7 万人，市场预期 11.3 万人。4 月、5 月新增就业均被下修。6 月私人部门时薪环比 0.3%，符合预期；家庭调查方面，美国 6 月失业率回落至 4.2%，劳动参与率回落 0.3 个百分点至 61.5%。

图表 75：6 月非农新增 5.7 万人

行业	就业总人数占比(%)	新增非农就业人数_季调(千人)																			
		26-06	预期值		环比变化(1M)		过去3M均值	过去6M均值	过去12M均	26-05	26-04	26-03	26-02	26-01	25-12	25-11	25-10	25-09	25-08	25-07	25-06
非农	100.0%	57.0	113.0	↓	-72.0	↓	163.7	79.7	35.8	129.0	148.0	214.0	-156.0	160.0	-17.0	41.0	-140.0	76.0	-70.0	64.0	-20.0
私人部门	85.3%	49.0	107.0	↓	-48.0	↓	149.7	79.0	52.3	97.0	150.0	202.0	-148.0	180.0	-7.0	72.0	13.0	68.0	-20.0	65.0	-45.0
商品生产	13.5%	10.0			3.0	↑	15.3	8.2	-1.0	7.0	6.0	33.0	-21.0	45.0	-21.0	25.0	-20.0	11.0	-35.0	-23.0	-19.0
自然资源和采矿业	0.4%	-4.0			-7.0	↓	3.3	1.0	-0.6	3.0	4.0	3.0	-1.0	-2.0	-1.0	-1.0	1.0	-2.0	-3.0	-6.0	-2.0
建筑业	5.2%	11.0			5.0	↑	8.0	6.8	4.3	6.0	3.0	15.0	-21.0	45.0	-7.0	36.0	-12.0	16.0	-22.0	-6.0	-2.0
制造业	7.9%	3.0	3.0	→	5.0	↑	4.0	0.3	-4.7	-2.0	-1.0	15.0	1.0	2.0	-13.0	-10.0	-9.0	-3.0	-10.0	-11.0	-15.0
耐用消费品	4.9%	6.0			-3.0	↓	7.7	5.3	-0.9	9.0	1.0	13.0	8.0	6.0	-5.0	-3.0	-9.0	-5.0	-15.0	1.0	-12.0
非耐用消费品	3.0%	-3.0			8.0	↑	-3.7	-5.0	-3.8	-11.0	-2.0	2.0	-7.0	-4.0	-8.0	-7.0	0.0	2.0	5.0	-12.0	-3.0
服务业	71.8%	39.0			-51.0	↓	134.3	70.8	53.3	90.0	144.0	169.0	-127.0	135.0	14.0	47.0	33.0	57.0	15.0	88.0	-26.0
批发贸易	3.8%	2.4			-1.2	↓	0.8	1.2	-1.0	3.6	0.6	-1.7	8.4	2.1	-5.7	-6.4	2.8	8.8	-8.6	-5.7	-10.4
零售贸易	9.7%	-7.5			-15.7	↓	13.8	5.0	2.3	8.2	23.5	9.6	-0.3	12.7	-23.6	-0.9	-15.4	13.1	10.1	4.7	-14.5
交通运输和仓储	4.2%	2.3			-2.1	↓	23.0	6.9	-4.5	4.4	39.4	25.1	-45.5	22.6	-4.8	-58.9	0.6	-39.3	-1.6	3.9	0.0
公用事业	0.4%	-0.8			-1.6	↓	0.4	0.6	0.5	0.8	1.0	-0.5	1.6	0.2	0.7	1.9	0.5	0.0	-1.2	0.4	0.5
信息	1.7%	-9.0			-5.0	↓	-3.0	-10.8	-6.8	-4.0	-6.0	1.0	-23.0	-27.0	-6.0	-5.0	-6.0	-1.0	-1.0	-2.0	-1.0
金融活动	5.7%	0.0			22.0	↑	-15.0	-13.5	-8.9	-22.0	-6.0	-17.0	2.0	-39.0	1.0	1.0	-5.0	4.0	-19.0	0.0	-7.0
专业及商业服务	14.2%	36.0			25.0	↑	19.7	13.3	1.8	11.0	20.0	28.0	4.0	36.0	-19.0	56.0	-24.0	-16.0	-28.0	-16.0	-31.0
教育及健康服务	17.6%	69.0			24.0	↑	69.0	52.5	52.3	45.0	67.0	95.0	-49.0	119.0	38.0	56.0	44.0	54.0	23.0	87.0	49.0
休闲和酒店业	10.7%	-61.0			-101.0	↓	25.7	12.7	14.4	40.0	-7.0	44.0	-31.0	5.0	25.0	-12.0	41.0	37.0	22.0	11.0	-2.0
其他服务	3.8%	8.0			5.0	↑	0.0	2.8	3.2	3.0	11.0	-14.0	6.0	3.0	8.0	16.0	-6.0	-3.0	19.0	5.0	-10.0
政府	14.7%	8.0			-24.0	↓	14.0	0.7	-16.5	32.0	-2.0	12.0	-8.0	-20.0	-10.0	-31.0	-153.0	8.0	-50.0	-1.0	25.0
联邦政府	1.7%	2.0			-1.0	↓	-1.7	-8.2	-22.3	3.0	-1.0	-7.0	4.0	-37.0	-11.0	-15.0	-166.0	-2.0	-19.0	-9.0	-8.0
州及地方政府	13.0%	6.0			-23.0	↓	15.7	8.8	5.8	29.0	-1.0	19.0	-12.0	17.0	1.0	-16.0	13.0	10.0	-31.0	8.0	33.0

资料来源：CEIC，申万宏源研究

图表 76：6 月美国私人部门时薪环比 0.3%

行业	平均时薪_季调_同比(%)										平均时薪_季调_环比(%)									
	26-06	预期值	环比变化(1M)	过去12M均	26-05	26-04	26-03	26-02	26-01	25-12	26-06	预期值	环比变化(1M)	过去12M均	26-05	26-04	26-03	26-02	26-01	25-12
私人部门	3.5	**3.5** →	0.1 ↑	3.7	3.4	3.6	3.4	3.7	3.7	3.7	0.3	**0.3** →	0.1 ↑	0.3	0.3	0.2	0.2	0.3	0.4	0.1
商品生产	4.1		-0.1 ↓	4.1	4.1	4.3	3.9	4.2	4.0	4.1	0.2		-0.1 ↓	0.3	0.3	0.3	0.4	0.5	0.3	0.3
自然资源和采矿业	3.8		0.2 ↑	2.0	3.6	3.6	2.5	1.5	1.5	2.1	0.3		-0.5 ↓	0.3	0.7	0.5	1.0	0.0	0.1	0.0
建筑业	4.3		0.0 →	4.0	4.4	4.3	4.3	4.0	3.7	3.9	0.4		-0.1 ↓	0.4	0.5	0.2	0.5	0.4	0.2	0.4
制造业	3.8		-0.1 ↓	4.1	3.9	4.3	3.6	4.3	4.2	4.4	0.1		-0.1 ↓	0.3	0.1	0.3	0.4	0.5	0.3	0.3
耐用消费品	3.8		0.0 →	4.2	3.8	4.4	3.5	4.5	4.1	4.3	0.1		0.0 →	0.3	0.0	0.3	0.4	0.8	0.3	0.3
非耐用消费品	3.7		-0.4 ↓	4.0	4.0	4.3	3.9	4.1	4.6	4.5	0.0		-0.2 ↓	0.3	0.2	0.4	0.3	0.0	0.5	0.2
服务业	3.4		0.2 ↑	3.7	3.2	3.4	3.3	3.6	3.6	3.7	0.4		0.1 ↑	0.3	0.2	0.2	0.2	0.3	0.4	0.0
批发贸易	2.8		-0.2 ↓	3.5	3.0	3.5	3.8	3.8	4.3	3.7	-0.2		-0.1 ↓	0.2	-0.1	0.2	0.4	0.0	0.7	0.2
零售贸易	3.9		0.3 ↑	4.1	3.6	3.6	3.9	4.3	4.4	4.6	0.5		0.4 ↑	0.3	0.1	0.0	0.3	0.1	0.2	0.4
交通运输和仓储	3.6		0.2 ↑	3.4	3.4	3.3	3.7	4.0	3.9	3.8	0.4		0.2 ↑	0.3	0.2	0.1	0.1	0.2	0.4	0.1
公用事业	7.6		0.6 ↑	3.9	7.0	6.4	5.3	5.1	4.2	3.5	1.1		0.5 ↑	0.6	0.6	0.6	0.4	0.8	0.6	0.3
信息	6.0		0.7 ↑	5.0	5.3	5.6	5.4	5.1	4.6	5.1	1.1		0.8 ↑	0.4	0.3	0.5	0.5	0.8	0.1	0.8
金融活动	4.5		0.7 ↑	4.2	3.8	3.9	3.8	4.1	4.2	4.1	0.7		0.2 ↑	0.3	0.5	0.3	0.3	0.2	0.5	-0.1
专业及商业服务	3.4		-0.2 ↓	4.3	3.6	3.8	3.7	3.8	3.7	3.8	0.3		0.0 →	0.3	0.4	0.3	0.1	0.4	0.2	0.1
教育及健康服务	2.4		0.2 ↑	3.0	2.2	2.5	2.4	2.7	2.8	2.7	0.2		0.1 ↑	0.2	0.1	0.1	-0.1	0.2	0.5	-0.5
休闲和酒店业	3.9		-0.1 ↓	3.6	4.0	3.7	3.3	3.6	3.6	3.7	0.2		-0.1 ↓	0.3	0.3	0.2	0.3	0.4	0.2	0.3
其他服务	3.2		0.0 →	3.7	3.3	3.2	3.2	3.7	3.6	4.1	0.4		-0.1 ↓	0.3	0.5	0.2	-0.6	0.3	0.2	0.4

资料来源：CEIC，申万宏源研究

图表 77：6 月美国失业率回落至 4.2%

失业/就业_季调(%)														
指标	26-06	预期	环比变化(1M)	环比变化(3M)	环比变化(6M)	5年分位数	10年分位数	26-05	26-04	26-03	26-02	26-01	25-12	25-11	25-09
失业率（U3）	4.2	4.3 ↓	-0.1	-0.1	-0.2	62.7	53.7	4.3	4.3	4.3	4.4	4.3	4.4	4.5	4.4
U3：全职	4.1		-0.1	-0.1	-0.2	59.3	52.1	4.2	4.3	4.2	4.3	4.2	4.3	4.5	4.4
U3：兼职	4.5		-0.2	-0.1	-0.1	64.4	52.1	4.7	4.6	4.6	5.1	4.8	4.6	4.8	4.5
U1	1.8		0.0	0.0	0.0	76.2	70.5	1.8	1.7	1.8	1.8	1.8	1.8	1.8	1.8
U2	1.9		-0.1	-0.1	-0.1	42.3	37.8	2.0	2.1	2.0	2.1	2.1	2.0	2.1	2.1
U4	4.5		-0.1	0.0	-0.1	67.7	56.3	4.6	4.6	4.5	4.6	4.6	4.6	4.9	4.7
U5	5.2		-0.1	-0.1	-0.1	74.5	61.3	5.3	5.3	5.3	5.3	5.2	5.3	5.5	5.4
U6	7.9		-0.2	-0.1	-0.5	71.1	52.9	8.1	8.2	8.0	7.9	8.1	8.4	8.7	8.1
劳动参与率	61.5	61.8 ↓	-0.3	-0.4	-0.9	0.0	4.2	61.8	61.8	61.9	62.0	62.1	62.4	62.5	62.5
男性	66.8		-0.4	-0.2	-0.9	0.0	1.6	67.2	67.0	67.0	67.2	67.3	67.7	67.7	67.8
女性	56.6		-0.3	-0.5	-0.7	13.5	18.4	56.9	57.0	57.1	57.2	57.2	57.3	57.4	57.4
就业率	59.0		-0.2	-0.2	-0.7	6.7	15.1	59.2	59.1	59.2	59.3	59.4	59.7	59.6	59.7
男性	63.9		-0.3	-0.3	-0.9	1.6	12.6	64.2	64.1	64.2	64.3	64.4	64.8	64.7	64.8
女性 (美国)	54.4		-0.1	-0.3	-0.4	10.1	23.5	54.5	54.5	54.7	54.7	54.7	54.8	54.8	54.8

资料来源：CEIC，申万宏源研究

（八）PMI：美国 6 月 ISM 制造业 PMI 回落至 53.3

美国 6 月 ISM 制造业 PMI 为 53.3，新订单指数从 5 月的 56.8 小幅回落至 56.0，但仍处于强劲扩张区间，表明需求基础稳固，但是产出指数回落 2.1 至 52.2。此外，物价指数回落，显示通胀压力缓解。

图表 78：美国 6 月 ISM 制造业 PMI 小幅回落至 53.3

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:制造业PMI	↓ -0.7	53.3	54	52.7	52.7	52.4	52.6	47.9	48.2	48.7	49.1	48.7	48	49	48.5
新订单	↓ -0.8	56	56.8	54.1	53.5	55.8	57.1	47.7	47.4	49.4	48.9	51.4	47.1	46.4	47.6
产出	↓ -2.1	52.2	54.3	53.4	55.1	53.5	55.9	51	51.4	48.2	51	47.8	51.4	50.3	45.4
就业	↑ 1.1	49.7	48.6	46.4	48.7	48.8	48.1	44.9	44	46	45.3	43.8	43.4	45	46.8
供应商交付	↓ -3.2	57.4	60.6	60.6	58.9	55.1	54.4	50.8	49.3	54.2	52.6	51.3	49.3	54.2	56.1
自有库存	↑ 1.5	51.4	49.9	49	47.1	48.8	47.6	45.2	48.9	45.8	47.7	49.4	48.9	49.2	46.7
客户库存	↓ -0.4	42.3	42.7	39.1	40.1	38.8	38.7	43.3	44.7	43.9	43.7	44.6	45.7	46.7	44.5
物价	↓ -9.1	73	82.1	84.6	78.3	70.5	59	58.5	58.5	58	61.9	63.7	64.8	69.7	69.4
订单库存	↓ -1.7	50.5	52.2	51.4	54.4	56.6	51.6	45.8	44	47.9	46.2	44.7	46.8	44.3	47.1
新出口订单	↓ -2.1	48.5	50.6	47.9	49.9	50.3	50.2	46.8	46.2	44.5	43	47.6	46.1	46.3	40.1
进口	↓ -0.1	52.9	53	50.3	52.6	54.9	50	44.6	48.9	45.4	44.7	46	47.6	47.4	39.9

资料来源：Wind，申万宏源研究

（九）高频：失业金申领人数低于市场预期

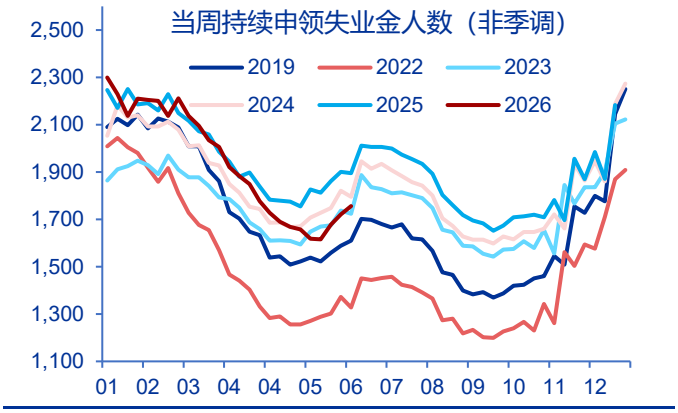
截止 6 月 27 日当周，美国失业金初申领人数 21.5 万人，低于市场 21.8 万人的预期。截止 6 月 20 日当周，续请失业金人数 181.4 万人，低于市场 182 万人的预期（均为季调口径）。从非季调口径来看，美国两口径失业金申领人数数据均符合历史规律。

图表 79：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

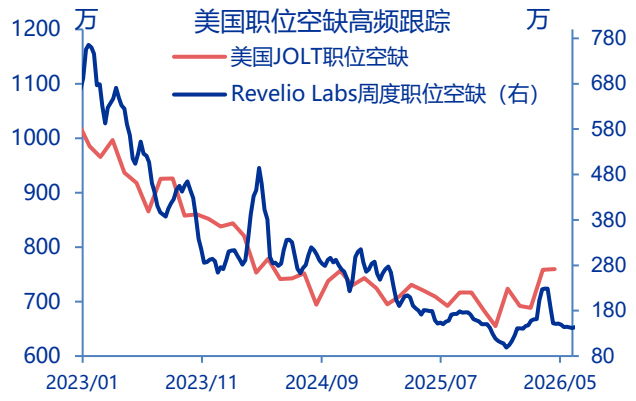
图表 80：当周持续申领失业金人数（非季调）



资料来源：CEIC、申万宏源研究　注：单位为千人

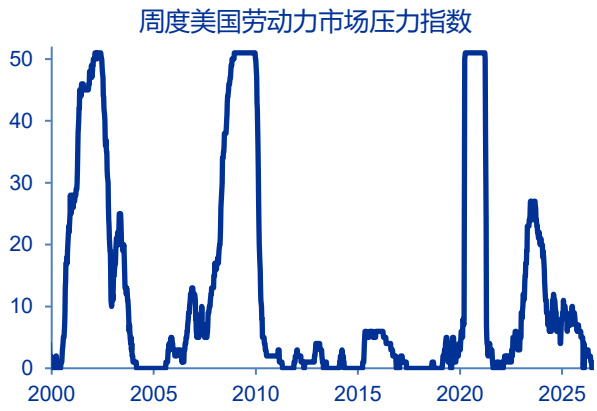
下载日志已记录，仅供内部参考

图表 81：周度职位空缺数持续回落



资料来源：CEIC、申万宏源研究

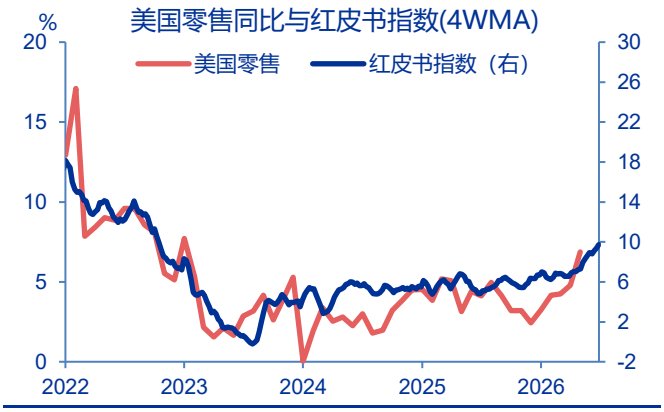
图表 82：美国州层面的失业压力不大



资料来源：美联储、申万宏源研究

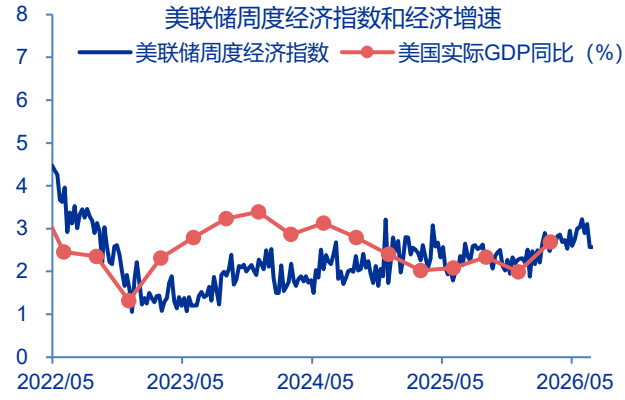
注：数据为美国各州中失业加速的州数统计

图表 83：美国红皮书零售指数回升



资料来源：CEIC、申万宏源研究

图表 84：美国经济增速高频指标回落



资料来源：CEIC、申万宏源研究

三、全球宏观日历：关注美国 6 月 ISM 服务业 PMI

图表 85：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
7月	6 22:00 6月ISM非制造业PMI	7	8	9 9:30 CN 6月CPI、PPI	10	11	12
	13	14 20:30 US 6月CPI	15 10:00 CN 6月经济数据 20:30 US 6月PPI	16 20:30 US 6月零售销售	17	18	19

下载日志已记录，仅供内部参考

资料来源：各国统计局，申万宏源研究

风险提示

1、地缘政治冲突升级。俄乌冲突尚未终结，地缘政治冲突可能加剧原油价格波动，扰乱全球“去通胀”进程和“软着陆”预期。

2、美国经济放缓超预期。关注美国就业、消费走弱风险。

3、美联储超预期转“鹰”。若美国通胀展现出更大韧性，可能会影响美联储未来降息节奏。

下载日志已记录，仅供内部参考

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@swhysc.com
华北团队	肖霞	15724767486	xiaoxia@swhysc.com
华南团队	王维宇	0755-82990590	wangweiyu@swhysc.com
华北创新团队	潘烨明	15201910123	panyeming@swhysc.com
华东创新团队	朱晓艺	18702179817	zhuxiaoyi@swhysc.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，任何人均无权在任何情况下使用他们。