下载日志已记录，仅供内部参考

研究所
分析师:李起
SAC 登记编号:S1340524110001
Email:liqi2@cnpsec.com
分析师:高晓洁
SAC 登记编号:S1340526020001
Email:gaoxiaojie@cnpsec.com

近期研究报告

《海外宏观周报：欧央行按兵不动，静待美联储议息会议》 - 2026.07.28

宏观观点

海外宏观周报：非农意外转负，加息预期降温

核心观点

上周五公布的美国 7 月非农就业数据大幅弱于预期，加息担忧有所缓解。7 月非农就业人数减少 2.3 万人，明显低于市场预期的增加 8 万人，5 月和 6 月新增就业人数合计被下修 10.3 万人。失业率虽然小幅回落，但劳动参与率也进一步下降，表明失业率下降部分源于劳动力退出，并不代表就业状况改善。整体来看，美国就业市场明显降温，但裁员规模仍然有限，继续呈现低招聘、低裁员的紧平衡状态。数据公布后，美债收益率回落，美股进一步上涨。

我们认为，美国经济正处于增长仍有韧性、就业边际降温的阶段，劳动力市场不足以支持美联储收紧货币政策。在就业动能减弱、工资增速放缓的背景下，再次加息可能会给劳动力市场带来额外的下行压力。尽管通胀仍高于政策目标，但 6 月数据已明显降温，当前的通胀趋势尚不足以推动美联储加息。我们判断美联储年内不会加息，若中东局势不再升级、通胀压力不再回升，美联储仍有可能降息一次。

资产配置方面，政策利率见顶和潜在降息预期对美债构成支撑，但美联储反应函数不够清晰，期限溢价可能继续处于高位。随着加息预期降温，美元的利差支撑趋于减弱，过去几个月的升值趋势可能面临逆转。

风险提示：

若中东局势再度升级并推升油价，通胀预期可能重新抬升，市场对美联储加息及高利率维持更久的定价可能再次升温，带动美债收益率上行，并对美元构成支撑。

下载日志已记录，仅供内部参考

目录

1 海外宏观事件与数据跟踪 4
2 美联储观点跟踪 7
3 风险提示 8

下载日志已记录，仅供内部参考

图表目录

图表 1： 美国新增非农就业人数（千人） 5
图表 2： 美国失业率（%） 5
图表 3： 美国劳动力参与率（%） 5
图表 4： 美国平均时薪增速（%） 5
图表 5： 美国各细分行业新增非农就业人数（千人） 5
图表 6： 美国初请失业金人数（万人） 6
图表 7： 美国续请失业金人数（万人） 6
图表 8： 美国 ISM 制造业 PMI 持续位于荣枯线以上 6
图表 9： 美国密歇根大学通胀预期（%） 6
图表 10： 市场预期美联储加息的概率有所降低 8

下载日志已记录，仅供内部参考

1 海外宏观事件与数据跟踪

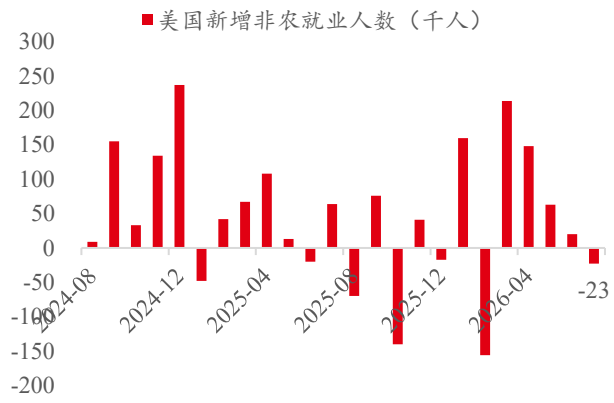
上周海外市场主要围绕科技企业盈利、美国就业数据和中东局势展开。此前AI 交易去杠杆带来的技术性压力有所缓解，强劲的企业盈利重新为科技板块提供支撑。标普500指数全周上涨3.6%并创历史新高，纳斯达克100指数上涨5.1%，罗素2000指数上涨3.5%。从市场结构看，资金由前期较为拥挤的芯片和存储板块向云计算、软件及互联网企业扩散，显示市场对AI 的关注点逐步转向企业能否利用AI 实现收入增长和利润改善。半导体板块内部明显分化，部分热门存储股票在财报后大幅下跌，说明高估值和过度拥挤的交易仍容易受到盈利预期调整的冲击。

上周WTI 原油下跌约9%，中东局势继续主导能源市场。周初，伊朗与阿曼就霍尔木兹海峡通航安排取得进展，拟议方案包括由伊朗管理进入波斯湾的航道、阿曼管理驶出航道，并向船舶收取服务费，推动国际油价快速回落。此后，货轮遇袭、红海航运风险以及协议细节的不确定性促使油价反弹。周末伊朗进一步提出重新开放海峡的前置条件，美伊之间仍存在明显分歧。

经济数据方面，美国7月非农就业人数减少2.3万人，明显低于市场预期的增加8万人；5月和6月新增就业人数合计下修10.3万人。失业率小幅下降至4.1%，但劳动参与率也进一步下降至61.4%，较年初下降0.7个百分点，表明失业率下降部分源于劳动力退出，并不代表就业状况改善。未来若劳动参与率出现反弹，可能带动失业率上升。同时平均时薪环比增速下降到0.1%，意味着相关性较高的核心服务通胀或将进一步降温。7月ISM 制造业PMI 升至55.6，为2022年5月以来最高；服务业PMI 为54.1，经济活动和新订单仍保持扩张，但服务业就业指数降至47.4，价格指数升至70.3。整体来看，美国整体需求和生产活动仍具韧性，但企业招聘明显放缓。疲软的非农数据显著降低了市场对美联储9月加息的预期，美债收益率出现回落。

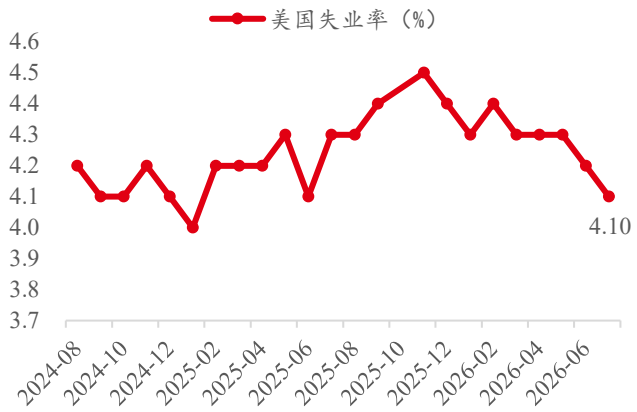
下载日志已记录，仅供内部参考

图表1：美国新增非农就业人数（千人）



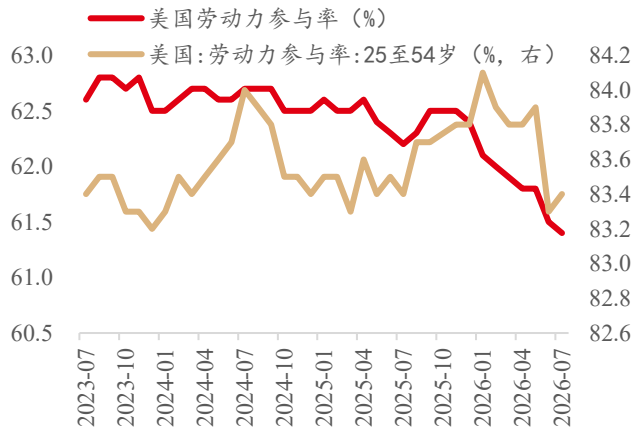
资料来源：iFinD，中邮证券研究所

图表2：美国失业率（%）



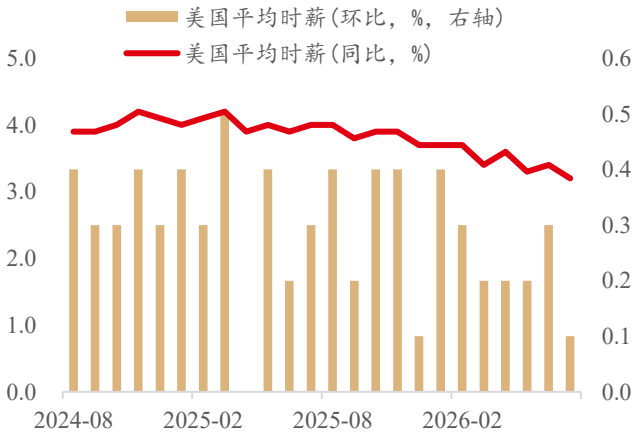
资料来源：iFinD，中邮证券研究所

图表3：美国劳动力参与率（%）



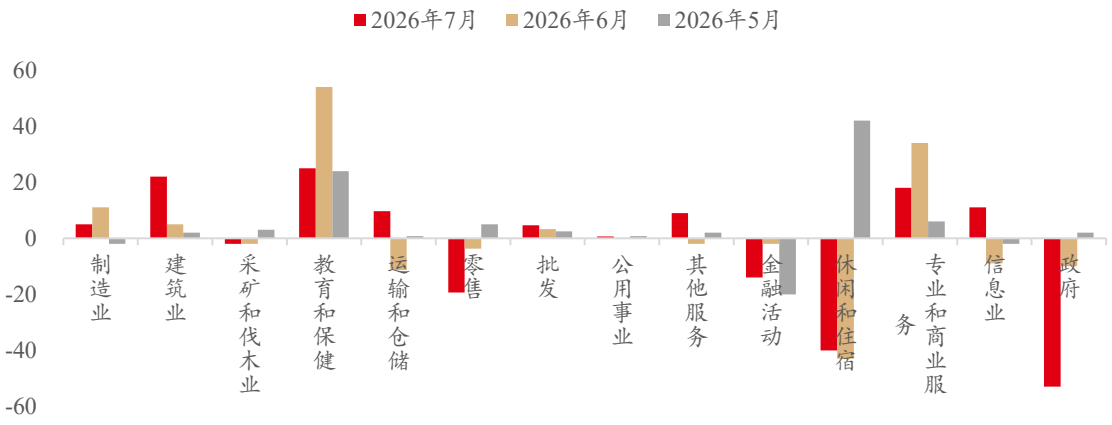
资料来源：iFinD，中邮证券研究所

图表4：美国平均时薪增速（%）



资料来源：iFinD，中邮证券研究所

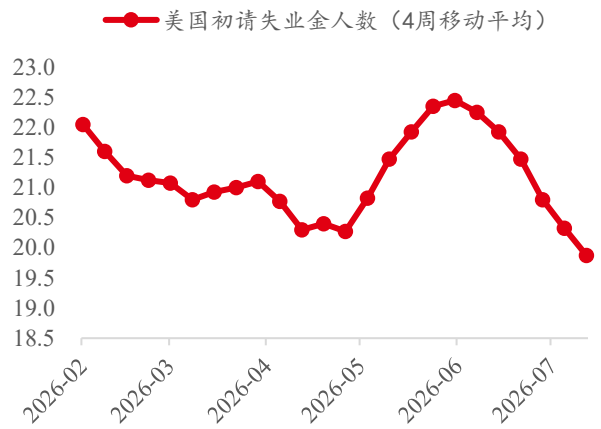
图表5：美国各细分行业新增非农就业人数（千人）



资料来源：iFinD，中邮证券研究所

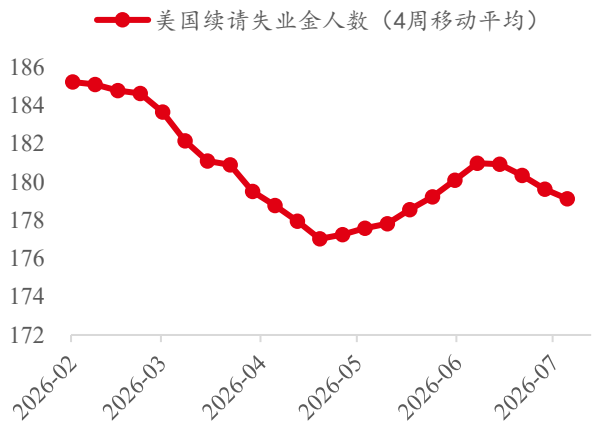
下载日志已记录，仅供内部参考

图表6：美国初请失业金人数（万人）



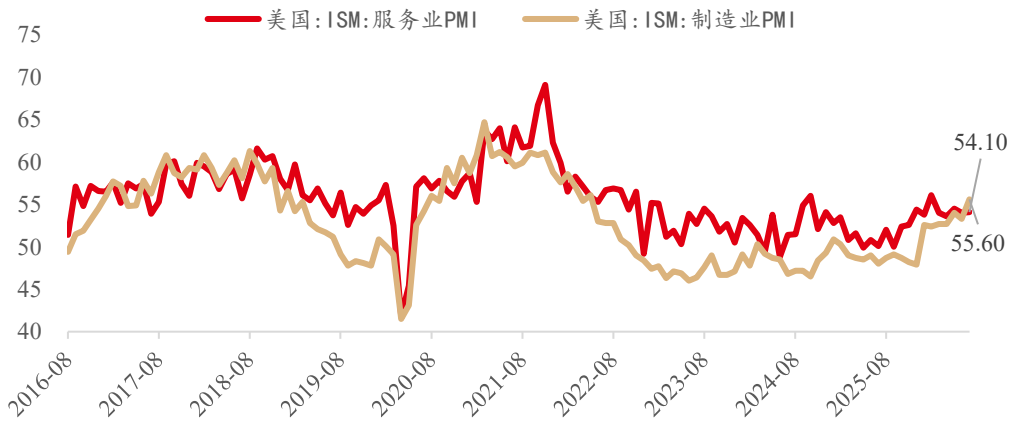
资料来源：Wind，中邮证券研究所

图表7：美国续请失业金人数（万人）



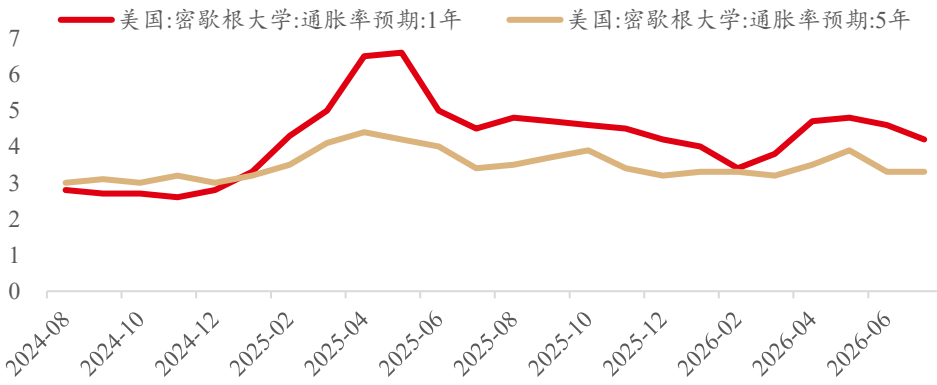
资料来源：Wind，中邮证券研究所

图表8：美国 ISM 制造业 PMI 持续位于荣枯线以上



资料来源：Wind，中邮证券研究所

图表9：美国密歇根大学通胀预期（%）



资料来源：Wind，中邮证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

2 美联储观点跟踪

1.纽约联储主席威廉姆斯：

威廉姆斯表示，目前货币政策立场总体处于合适位置，其基准判断是能源价格、关税传导和其他暂时性因素将逐渐减弱，推动通胀继续回落，并在 2028 年前后恢复至 2%的目标水平。因此，他支持美联储在当前阶段保持耐心。不过，他同时强调，如果通胀未能按照预期下降，美联储将准备通过加息确保价格稳定。威廉姆斯还指出，政策决定不会受金融市场预期约束，美联储将根据经济数据和通胀前景独立作出判断。

2.费城联储主席保尔森：

保尔森表示，她对未来政策路径保持开放态度。虽然近期通胀数据出现初步改善，但单月数据不足以确认通胀已经恢复下降趋势。她估计当前潜在通胀率仍在 2.4%-2.8%左右，高于美联储目标。保尔森认为，当前政策利率具有一定限制性，但如果基础通胀持续偏高，美联储可能需要在更长时间内维持利率不变，甚至进一步收紧政策。与此同时，她指出货币政策不宜对石油等短期供应冲击作出过度反应，应重点关注其是否扩散至工资、服务价格和通胀预期。

3.美联储理事库克：

库克表示，美国经济仍具韧性，就业市场处于低招聘、低裁员状态，但通胀风险已经高于就业风险。6 月整体 PCE 和核心 PCE 同比分别为 3.7%和 3.3%，明显高于 2%的目标。她认为，关税影响逐渐退出同比计算、油价可能回落以及 AI 供应链扩张，有可能在未来带来一定的通缩力量，因此支持 7 月会议暂不调整利率。但是，如果未来几个月未能看到持续的通胀回落，她将支持加息。库克强调，通胀高于目标的时间越长，其固化于工资和价格的风险越大，美联储已经没有长期等待的空间，整体表态明显偏鹰。

4.明尼阿波利斯联储主席卡什卡利：

卡什卡利重申支持通过渐进式加息应对持续高于目标的通胀。他认为，中东冲突等供应冲击推高了能源和商品价格，而 AI 资本开支则从需求端增加了价格

下载日志已记录，仅供内部参考

压力，因此适度、较早采取行动的成本可能低于未来被迫大幅加息。卡什卡利同时强调，美联储应当更加清晰地解释其政策反应函数，即在不同通胀和就业情景下可能采取何种政策行动。这并不等同于承诺未来的具体利率路径，但能够降低政策不确定性并改善市场沟通。

图表10：市场预期美联储加息的概率有所降低

	CME FEDWATCH TOOL - CONDITIONAL MEETING PROBABILITIES							
MEETING DATE	300-325	325-350	350-375	375-400	400-425	425-450	450-475	475-500
2026/9/16	0.0%	0.0%	54.0%	46.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
2026/10/28	0.0%	0.0%	40.2%	48.1%	11.7%	0.0%	0.0%	0.0%
2026/12/9	0.0%	0.0%	22.2%	44.5%	28.0%	5.3%	0.0%	0.0%
2027/1/27	0.0%	0.0%	18.6%	40.9%	30.7%	8.9%	0.8%	0.0%
2027/3/17	0.0%	0.0%	13.9%	35.3%	33.3%	14.5%	2.9%	0.2%
2027/4/28	0.0%	0.0%	12.7%	33.4%	33.5%	16.1%	3.9%	0.4%
2027/6/9	0.0%	0.0%	11.6%	31.7%	33.5%	17.5%	4.9%	0.7%
2027/7/28	0.0%	0.3%	12.1%	31.8%	33.1%	17.2%	4.8%	0.7%
2027/9/15	0.0%	0.8%	12.9%	31.8%	32.4%	16.7%	4.6%	0.7%
2027/10/27	0.1%	1.5%	14.0%	31.8%	31.5%	16.0%	4.4%	0.6%
2027/12/8	0.3%	3.5%	16.9%	31.8%	29.0%	14.1%	3.8%	0.6%

资料来源：Fed Watch，中邮证券研究所

3 风险提示

若中东局势再度升级并推升油价，通胀预期可能重新抬升，市场对美联储加息及高利率维持更久的定价可能再次升温，带动美债收益率上行，并对美元构成支撑。

下载日志已记录，仅供内部参考

中邮证券投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准：报告发布日后的6个月内的相对市场表现，即报告发布日后的6个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	预期个股相对同期基准指数涨幅在20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在10%与20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在5%与10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，中邮证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

中邮证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于2017年7月1日起正式实施，本报告仅供中邮证券签约客户使用，若您非中邮证券签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为签约客户。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本申明具有最终解释权。

下载日志已记录，仅供内部参考

公司简介

中邮证券有限责任公司于2002年9月经中国证券监督管理委员会批准设立,公司注册资本61.68亿元人民币，是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司，公司是中邮创业基金管理股份有限公司的第二大股东。

公司经营范围包括:证券经纪，证券自营，证券投资咨询，证券资产管理，融资融券，证券投资基金销售，证券承销与保荐，代理销售金融产品，与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问，具备展业的各项资格。截至2025年10月底，公司在全国设有58家分支机构(含29家分公司、29家营业部)，1家资产管理分公司和1家另类投资子公司。

中邮证券紧密依托中国邮政集团有限公司的雄厚实力，通过强化“自营+协同”发展模式，实现快速发展，当前服务的经纪客户已超过260万人。公司始终坚持诚信经营、践行金融为民，为社会大众提供全方位专业化的证券投融资服务，努力成为员工自豪、股东放心、客户信赖、社会尊重的优秀企业，打造契合中国邮政资源禀赋和市场地位的特色精品券商。

中邮证券研究所

北京
邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com
地址：北京市丰台区北甲地路2号院6甲1号，玺萌大厦南塔
邮编：100050

上海
邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com
地址：上海市虹口区东大名路1080号邮储银行大厦3楼
邮编：200000

深圳
邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com
地址：深圳市福田区滨河大道9023号国通大厦二楼
邮编：518048