



美债黄金均上行，美国财政压力如何影响全球资产？

2026 年 08 月 23 日

核心观点

- 本周主要事件：**（1）美伊冲突进入新阶段，地缘风险继续上升。本周美伊矛盾焦点在于谈判窗口到期未续，面临制裁、军事压力以及海峡控制权的长期拉锯，航运和供应扰动风险仍支撑原油风险溢价。若后续冲突外溢并影响能源设施或油轮运输，油价仍有进一步上行压力。（2）7 月 FOMC 会议纪要显示委员会内部偏鹰范围或更广，委员会内部对通胀风险仍保持谨慎。部分委员仍担忧能源价格、关税等因素可能推动通胀反复，但若价格冲击持续时间有限，美联储仍可选择观察。整体来看，纪要并未显著强化政策进一步收紧预期，市场关注重点在于数据层面对后续政策路径的影响。（3）美国财政部宣布扩大长端美债回购规模，释放稳定市场信号但难改财政约束。这一举措显示政策部门关注长端收益率快速上行和流动性压力，短期有助于缓解债市波动，但回购更多属于流动性管理工具，财政赤字、债务供给、长期通胀风险和期限溢价仍是长端利率的核心约束。（4）日本经济增长放缓但通胀保持韧性，市场继续交易日本央行正常化路径。日本二季度 GDP 环比折年率为 1.1%，消费和企业投资偏弱，CPI 同比上涨 1.9%，工资上涨和成本压力延续，使日本央行继续退出宽松仍具基础。后续政策节奏取决于工资至通胀循环能否延续以及能源价格对消费的影响。
- 本周主要资产表现及下周关注点：**8 月 17 日至 8 月 21 日当周，全球大类资产主要围绕美伊冲突长期化风险、美国财政风险重新定价、长端利率压力展开交易。美伊冲突进入新阶段，霍尔木兹通航和能源供应风险支撑原油上涨；美国财政部扩大长端美债回购规模，释放出稳定债券市场和缓解流动性压力的信号，但未改变财政赤字、债务供给和期限溢价对长端利率的约束，美债收益率仍维持高位。与此同时，财政风险担忧削弱高收益率对美元的支撑，美元走弱，黄金受益于避险需求和信用风险担忧明显上涨；权益市场则受到高利率和风险偏好回落影响整体承压。整体来看，本周市场定价逻辑由降息预期交易进一步转向地缘风险、美国财政风险与长端利率压力。**下周全球资本市场重点在于美联储政策路径、AI 盈利韧性与地缘风险溢价的再平衡。**下周值得关注的重点事件主要包括：1) 8 月 27 日至 8 月 29 日举行的杰克逊霍尔全球央行年会，关注美联储政策信号；2) 8 月 26 日前后发布美国 7 月 PCE 通胀、GDP 修正值；3) 8 月 24 日公布的美国对伊朗极限制裁的具体措施；4) 预计 8 月 28 日发布的英伟达 2026 财年二季度财报。当前市场一方面交易美国就业和通胀数据带来的短期内美联储加息预期降温，另一方面又面临能源价格上涨、财政赤字和长端美债收益率高位带来的通胀与期限溢价压力。杰克逊霍尔会议和美国通胀数据将成为判断利率方向的关键，若政策信号未见进一步转鹰且通胀继续回落，短端美债、黄金和风险资产或获得支撑；若美伊局势超预期紧张，能源价格进一步上涨并向通胀预期传导，长端利率仍可能维持高位。同时，英伟达财报将验证 AI 资本开支周期和科技股盈利韧性，在高利率环境下影响美股成长主线延续性。
- 风险提示：**地缘因素扰动风险；特朗普政策不确定性风险；海外降息不及预期风险；国内政策落地效果传导不及预期风险。

分析师

杨超

☎：010-80927696

✉：yangchao_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130522030004

吴佳文

✉：wujiawen_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130526040002

袁世麟

✉：yuanshilin_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130526080003

相关研究

2026-07-30, 动能转换提速、政策合力加码、市场韧性重塑——7 月政治局会议释放三大关键信号

2026-07-30, 7 月 FOMC 会议点评：三票转鹰，市场走在美联储前面？

2026-07-27, 强基织网，稳中有新——“六张网”的政策逻辑与投资主线

2026-07-22, 公募基金 2026Q2 持仓有哪些看点？

2026-07-19, 一张表看中报业绩预期

2026-07-17, 逐新而行，顺势而兴——2026 年大类资产中期投资展望

2026-06-20, 洼地迷局，长坡蓄力——2026 年港股中期投资展望

2026-06-18, 向新求质，驭势而行——2026 年 A 股中期投资展望

2026-05-19, 金融板块怎么看：是否偏离了β属性？

2026-05-15, 恒生科技“掉队”拆解：困兽还是潜龙？

2026-05-13, 创业板还有多少上行的空间？——创新高背后的逻辑

2026-05-04, 五一假期期间哪些事件值得关注？

2026-05-03, 财报会说话：A 股基本面全景扫描

2026-05-01, 黑金之殇：高油价冲击下行业生存法则与投资映射

目录

Catalog

一、 周内主要经济事件	3
(一) 美伊 60 日谈判窗口到期，进入“微妙博弈新阶段”	3
(二) 7 月 FOMC 会议纪要公布，委员会内部对通胀风险仍保持谨慎	3
(三) 美国财政部宣布扩大长端美债回购规模，释放稳定市场信号	5
(四) 日本经济增长放缓但通胀保持韧性，日本央行正常化或渐进式推进	6
二、 全球主要资产表现及下周关注	7
(一) 贵金属	9
(二) 原油市场	9
(三) 债券市场	10
(四) 外汇市场	12
(五) 权益市场	13
三、 风险提示	14

一、周内主要经济事件

（一）美伊 60 日谈判窗口到期，进入“微妙博弈新阶段”

随着《谅解备忘录》到期，美伊博弈框架呈现出三个需持续关注的实质变化。一是 60 日谈判窗口到期，原有停火框架事实上失去约束力。6 月 17 日，美伊签署的《伊斯兰堡谅解备忘录》设置了最长 60 天的最终协议谈判期。8 月 17 日期满后，特朗普表示美国不会寻求延长这 60 日窗口，同时认为伊朗不会接受美国认为必要的协议条件。伊朗方面表示，由于永久结束战争的外交努力停滞，伊朗将转向“全面进攻”的军事姿态。双方短期内都更倾向于通过增加对方成本来改善未来谈判筹码，而非立即寻求妥协。二是霍尔木兹海峡的矛盾核心仍在于海峡通航管理权。美国坚持国际水道自由通航，伊朗则要求将海峡开放与解除港口封锁、石油制裁、释放冻结资产及停止军事威胁等条件挂钩，并试图把其对海峡的地缘控制优势转化为制度性管理权。从实际航运看，本周商船通行量仍处低位，政治层面的“开放”并未转化为商业航运正常化。三是美国的主要施压工具从新一轮大规模军事行动转向“海上封锁+极限制裁”。美国财长贝森特表示，将于 8 月 24 日公布“史上最严厉的对伊制裁”具体措施。若美国进一步打击伊朗石油出口、航运和金融交易链条，叠加现有封锁，伊朗原油外运和海上浮仓或受压制。伊朗方面态度强硬，表示面对新威胁，伊朗武装部队实施“粉碎性、惩罚性、毁灭性”的回击。

整体上看，美伊冲突或正在进入一种持续性相对更长的高压均衡。美伊正式外交暂时冻结，全面战争尚非基准情形，但经济战持续升级、局部军事摩擦和海峡低效率通航将使地缘风险溢价更难快速消退，其对市场的影响也更可能由短期事件冲击转化为持续性的能源供应、航运成本与通胀压力。原油风险溢价短期内快速消退的概率下降，而能源通胀向美国等地区通胀的传导概率上升，美联储政策宽松空间进一步受限；黄金有望继续受益于地缘和信用风险，但长端美债未必受益于传统避险倾向，反而可能因为能源再通胀而继续承压。

图1：霍尔木兹海峡过境船舶数仍显著低于冲突前水平



资料来源：Wind, 中国银河证券研究院

注：截至时间为 2026 年 8 月 16 日

图2：原油价格与黄金价格



资料来源：Wind, 中国银河证券研究院

（二）7 月 FOMC 会议纪要公布，委员会内部对通胀风险仍保持谨慎

8 月 19 日公布的美联储 7 月 FOMC 会议纪要显示偏鹰范围或更广泛。此前的会议声明显示，7 月 FOMC 会议最终以 9 票赞成、3 票反对维持利率不变，其中 3 名委员主张加息 25BP。本次公布的纪要则显示委员会内部对通胀持续性的担忧扩大，数位与会者支持在 7 月会议上将联邦基金利

率目标区间上调 25 个基点，也就是说可能并非只有最终投反对票的三名有投票权委员支持 7 月加息，此外，许多与会者认为，如果通胀未能继续下降，进一步收紧货币政策可能是必要的。同时，有委员担心当前金融条件可能仍不足以确保通胀持续回到 2% 目标，部分支持加息的委员还提出“预防性紧缩”的逻辑。因此，7 月 FOMC 票委实际上可能更接近“3 名立即加息+数位等待数据确认后可能加息+部分偏中性”的结构。

通胀担忧正从一次性能源和关税冲击转向对持续性、广泛性和二阶效应的警惕。纪要显示，多数委员仍预计随着此前关税和能源冲击逐步消退，年内通胀将继续下降，但对中东局势带来的持续性影响担忧升温，尤其关注能源和供应链冲击是否会在通胀连续多年高于 2% 目标的背景下进一步影响企业定价、工资和居民通胀预期。部分委员表示连续出现的供给冲击已经反复推迟通胀回归 2% 的时间，并加剧了对通胀持续偏高的担忧。与此同时，部分委员认为即使剔除能源和关税影响，潜在通胀仍偏高，核心服务价格黏性尚未明显缓解。整体上本次纪要反映出，相对一次性供给冲击，美联储的关注重心更偏向关税、能源、航运等成本持续叠加后，企业由压缩利润率转向提价，进而形成更广泛的通胀扩散。如果此前能源价格上涨的影响逐步消退，美联储仍有空间观察等待更多数据确认；但若中东冲突长期化，使能源和供应链成本持续承压，并进一步向更广泛的价格、工资及通胀预期传导，则供给冲击可能由一次性价格扰动转化为更具持续性的通胀压力。结合多位委员认为若通胀不能继续下降，进一步收紧货币政策可能是必要的，能源冲击的持续时间及二阶传导将成为决定年内是否需要再次加息的重要变量。

但需要注意的是，纪要反映的是基于 7 月底数据的判断，最新数据削弱了美联储加息预期。7 月会议时，美联储仍判断劳动力市场基本平衡、经济保持稳健扩张，就业和增长韧性为鹰派政策提供了空间。但近期公布的最新数据显示，美国 7 月就业、通胀和消费数据降温，市场对年内美联储加息的预期已有所减弱。基准情形下，我们维持年内美联储政策利率不变的判断，但同时加息选项也并未退出。后续若能源价格持续高企、核心通胀重新抬升，而就业未进一步恶化，年内加息概率仍可能重新上升。

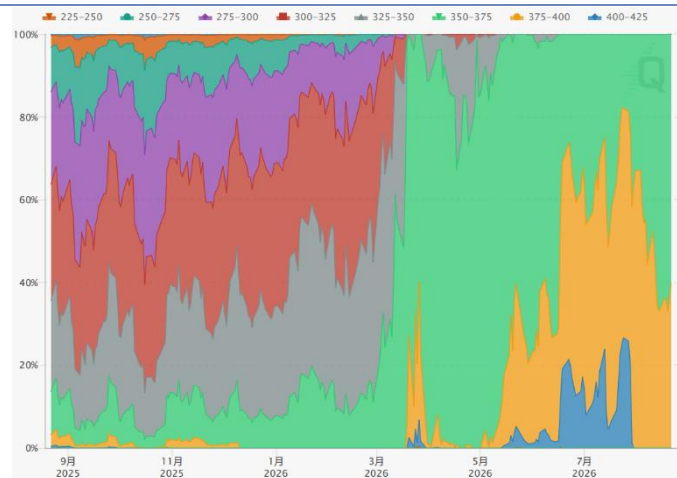
此外，制度层面，本次纪要显示沃什考虑将目前每年 8 次 FOMC 例会减少至 6 次、约每两个月召开一次，以增加会议间信息积累并强化战略性政策讨论，目前尚未作出正式决定，且暂不影响 2026 年剩余会议安排。若未来落地，FOMC 政策调整频率可能下降、单次会议的信息集更加充分，政策判断或更加侧重中期趋势而非单月数据；与此同时，会议间隔延长也可能提高非农、CPI、PCE 等关键宏观数据自身的市场定价权重。

图3: CME 美联储政策利率变化概率

CME FEDWATCH TOOL - CONDITIONAL MEETING PROBABILITIES								
MEETING DATE	325-350	350-375	375-400	400-425	425-450	450-475	475-500	500-525
2026/9/16	0.0%	60.1%	39.9%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	
2026/10/28	0.0%	46.8%	44.3%	8.8%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
2026/12/9	0.0%	28.4%	45.3%	22.8%	3.5%	0.0%	0.0%	0.0%
2027/1/27	0.0%	22.5%	41.8%	27.5%	7.5%	0.7%	0.0%	0.0%
2027/3/17	0.0%	16.4%	36.6%	31.4%	12.9%	2.5%	0.2%	0.0%
2027/4/28	0.0%	14.3%	34.0%	32.0%	15.3%	3.9%	0.5%	0.0%
2027/6/9	0.0%	12.3%	31.3%	32.3%	17.6%	5.4%	1.0%	0.1%
2027/7/28	0.0%	12.1%	30.9%	32.3%	17.9%	5.7%	1.1%	0.1%
2027/9/15	0.0%	12.0%	30.8%	32.3%	17.9%	5.8%	1.1%	0.1%
2027/10/27	0.3%	12.5%	30.8%	31.9%	17.7%	5.6%	1.1%	0.1%
2027/12/8	1.3%	13.9%	30.9%	30.8%	16.7%	5.3%	1.0%	0.1%

资料来源: CME, 中国银河证券研究院

图4: 美联储 9 月加息概率变化



资料来源: CME, 中国银河证券研究院

（三）美国财政部宣布扩大长端美债回购规模，释放稳定市场信号

美国财政部宣布将长端美债回购规模至少翻倍，政策信号比回购规模本身更值得关注。8月19日，美国财政部宣布，将针对10—20年期和20—30年期名义付息国债的流动性支持回购规模，由此前每次最高20亿美元提高至至少40亿美元，并计划于9月9日至11月4日期间实施。财政部表示，希望在长久期名义国债领域提供更强的流动性支持，因为此前相关回购持续收到大量高质量报价和较强的市场参与。美国财政部回购计划早在2024年5月已经启动，其主要目的是改善老券流动性、为交易商提供稳定退出渠道，并释放其资产负债表容量。本次财政回购计划是在季度再融资窗口之间临时调整规模，并把新增支持集中投向长久期国债。这一时点体现美国财政部对长端利率上行压力的关注。此前30年期美债收益率一度升至5.31%的高位，10年期收益率也升至4.7%以上，长端融资成本快速抬升影响金融条件。消息公布后，30年期收益率一度快速回落近10BP，随后收益率重新回升，表明市场并未认为这一操作足以逆转长期利率趋势。整体上看，本次政策动作最大的意义在于美国财政部对长端收益率和市场流动性的敏感度上升，而不是40亿美元本身能够对数万亿美元规模的长债市场形成的直接供需影响。

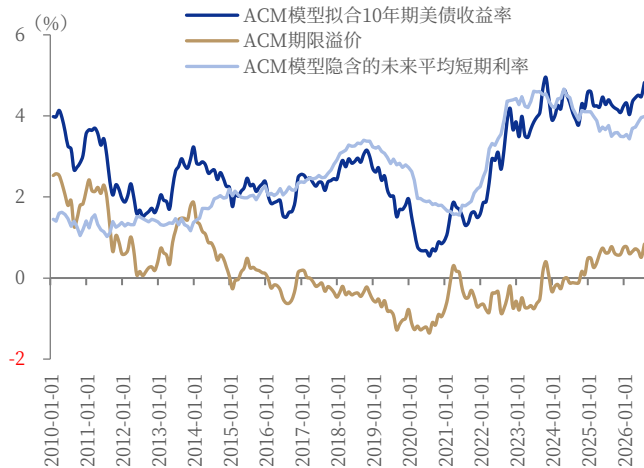
财政部回购本质上仍属于债务管理和流动性支持工具，不是QE，也不能减少美国政府的结构性融资需求，更多是调整债务久期。财政部主要回购流动性较弱的老券，以释放交易商资产负债表、改善市场深度和二级交易效率，但财政部本身不能像美联储一样通过创造准备金购买资产，因此不存在传统QE意义上的基础货币扩张。只要财政赤字没有下降，财政部用于回购长期国债的资金最终仍需要通过税收、现金余额或其他期限国债发行来满足。如果未来财政部持续扩大长债回购，同时增加短债发行，那么更接近于缩短政府债务久期，即减少私人部门需要吸收的长久期资产，从而一定程度压低长端期限溢价，但短端融资压力可能有所上升。从结果上看，财政回购可能影响美债收益率曲线结构，但无法解决财政赤字。从本周市场表现看，30年期收益率在消息公布后明显回落、随后又重新走高，实际上也体现了这一操作短期可压低流动性溢价和局部供需压力，但无法凭借当前规模解决财政风险溢价、通胀补偿和长期国债供给压力。

图5：10年期、30年期美国国债收益率



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图6：ACM模型拟合10年期美债期限溢价



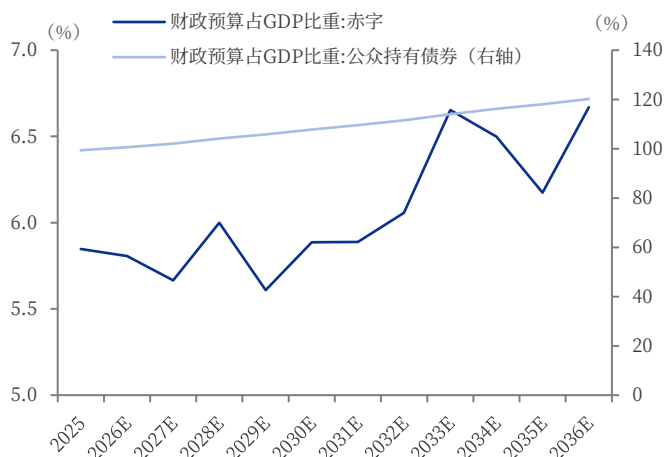
资料来源：纽约联储，中国银河证券研究院

进一步来看，此时宣布财政回购加码本质上反映长端美债定价逻辑的深刻变化。当前长端美债的核心矛盾不再只是美联储政策利率预期，而是期限溢价、财政供给与长期通胀风险共同上升。近期美国就业、通胀和消费数据边际降温，市场一度下调9月加息概率，但30年期美债收益率仍连续创新高，短端政策预期已无法充分解释长端变化。当前长端美债利率持续上行或由多股力量同时作用：一是能源再通胀风险。美伊冲突持续、霍尔木兹海峡通航受限，油价和成品油价格上涨，市场或计入更高的中长期通胀补偿。二是美国财政风险推高期限溢价。美国联邦债务规模突破40万亿

美元，同时财政赤字维持高位，持续较高的赤字意味着未来美债供给和利息负担可能长期偏高，投资者因而需要更高的收益率补偿长期财政和债务风险，推动长端美债期限溢价上升。三是长久期资产供给竞争加剧。AI 数据中心、芯片、电力基础设施等资本开支推动高评级企业债发行增加，这些债券与国债均面向养老金、保险公司和大型资管机构等长久期资金，因而投资者对价格更敏感，或推高美国长久期资产整体融资成本。四是全球多个主要经济体面临长债期限溢价的共同上升。除美国外，日本、欧洲长债收益率也一度走高，反映市场或在全球性重定价财政赤字、能源冲击和长期通胀风险。

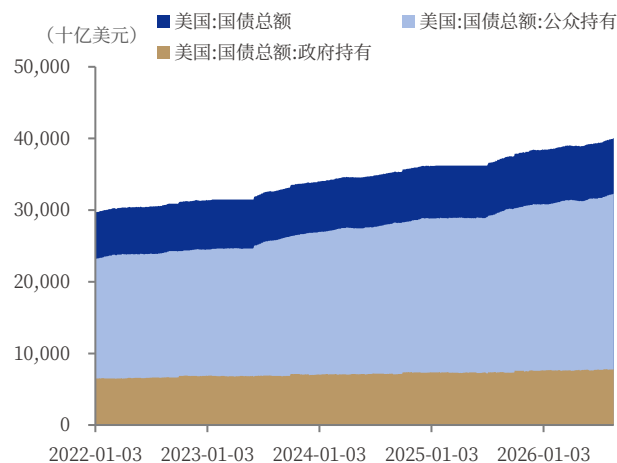
对长端美债而言，本次财政回购更多体现短期托底信号，长端利率结构性上行压力尚未解除。短期看，财政部加码回购表明政策部门已经开始对长端收益率快速上冲保持警惕，5.3%以上的 30 年期收益率也具有一定的配置吸引力，长端利率继续无序上行的斜率可能受到抑制。中长期看，决定长端美债方向的仍是财政赤字、债务供给、通胀风险和期限溢价，这些因素没有出现明显改善前，即使美联储当前选择不加息甚至未来逐步转宽，也未必能够带动长端收益率同步大幅下行。总的来说，财政部回购更多在于短期缓和长端市场压力，难以改变长债利率高位震荡的中长期格局。若财政纪律整顿取得可信进展、能源冲击明显缓解、通胀稳定下行或经济出现更显著的走弱，长端利率下行空间则可能打开。对大类资产而言，长端美债收益率高位运行意味着全球无风险利率中枢仍较高，或对高估值成长股和利率敏感资产形成一定压制；美元方面，高美债收益率可提供利差支撑，但若收益率上行主要由财政风险和期限溢价驱动，美元未必同步走强；黄金则可能受益于财政信用与政策不确定性；若能源价格持续高位，则可能进一步强化长债压力。

图7：美国未来十年财政预算中赤字、公众持有债券占 GDP 比例



资料来源：美国国会 CBO, 中国银河证券研究院

图8：美国未偿公共债务总额



资料来源：Wind, 中国银河证券研究院

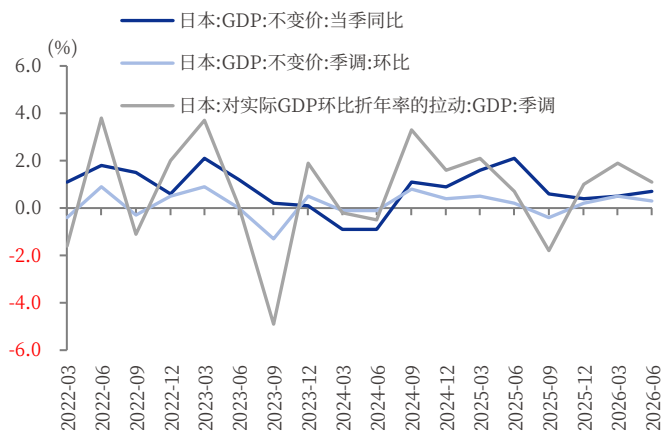
（四）日本经济增长放缓但通胀保持韧性，日本央行正常化或渐进式推进

日本二季度经济增长低于预期，通胀韧性仍在。8月17日，日本公布二季度实际GDP初值，同比增长0.7%，环比增长0.3%，环比折年率1.1%，较一季度修正后的1.9%明显放缓，显示经济复苏动能有所减弱。分项来看，私人消费环比基本持平，结束此前连续八个季度增长，企业设备投资环比下降1.2%，反映高成本、外部不确定性以及实际收入压力仍在制约国内需求。相比之下，外需成为二季度增长的重要支撑，净出口对GDP增长贡献约0.5个百分点，其中出口环比增长0.5%，主要受运输设备以及全球AI资本开支扩张带动的半导体设备、相关零部件出口支撑。但净出口改善也部分源于进口下降，尤其是能源进口受到中东局势和供应链扰动影响，外需对经济增长支撑作用的持续性待进一步观察。通胀方面，7月日本CPI、核心CPI分别同比上涨1.9%、1.8%，剔除新鲜食品和能源后的CPI同比上涨1.9%，均较上月进一步提升，显示基础通胀压力仍然存在。在日元偏弱、能源价格上涨背景下，能源通胀或进一步向工资、商品和服务终端价格传导，日本通胀

有望延续回升态势，回落空间有限。整体来看，日本经济仍主要依赖出口和政府支出，消费和投资短期疲弱，而通胀韧性仍为货币政策正常化提供支撑。

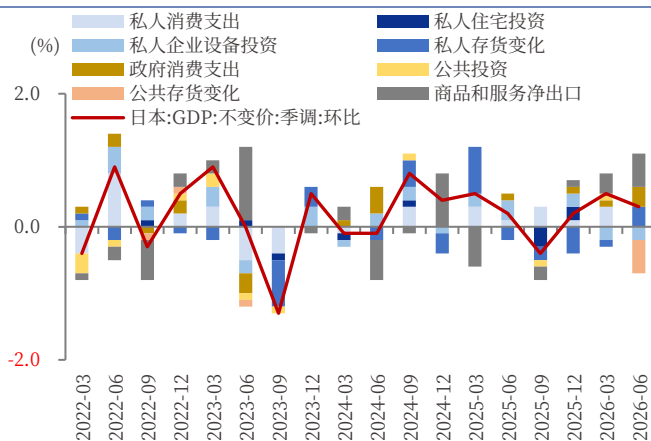
展望未来，日本经济或延续“弱增长+渐进加息”的组合。GDP 增长放缓可能限制日本央行收紧节奏，但政策正常化方向预计不变。当前日本劳动力市场仍偏紧，工资上涨趋势延续，同时核心通胀接近 2% 目标，叠加日元贬值和能源价格上升带来的进口成本压力，如果成本压力进一步向工资和服务价格传导，日本央行仍有继续退出宽松政策的动力。但同时，私人消费疲弱、企业投资放缓也意味着政策空间受到约束，如果能源成本持续上升进一步侵蚀居民购买力，可能拖累经济修复。整体来看，后续日本央行更可能渐进式推动货币政策正常化。日本利率正常化预期有望为日债收益率带来上行压力，并对日元形成一定支撑；但如果全球能源冲击持续推升通胀并带动欧美长端利率继续走高，日本央行政策正常化带来的日元升值空间可能受到限制。

图9：日本 GDP 增速



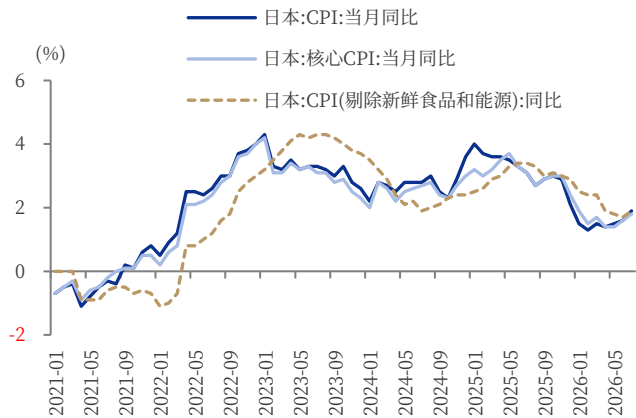
资料来源：Wind, 中国银河证券研究院

图10：日本实际 GDP 环比增速贡献拆分



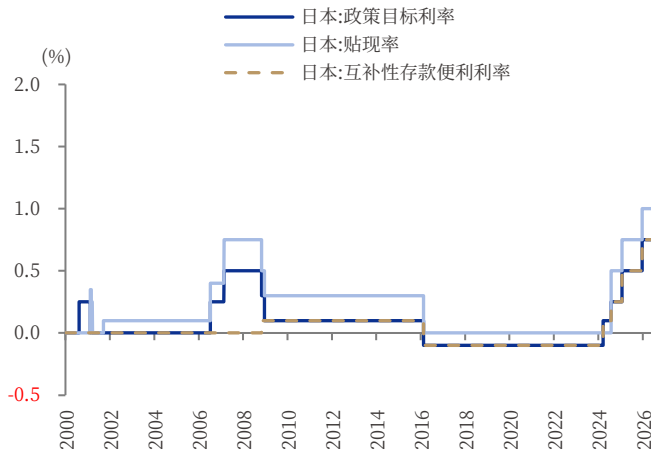
资料来源：Wind, 中国银河证券研究院

图11：日本 CPI 同比变化



资料来源：Wind, 中国银河证券研究院

图12：日本货币政策利率



资料来源：Wind, 中国银河证券研究院

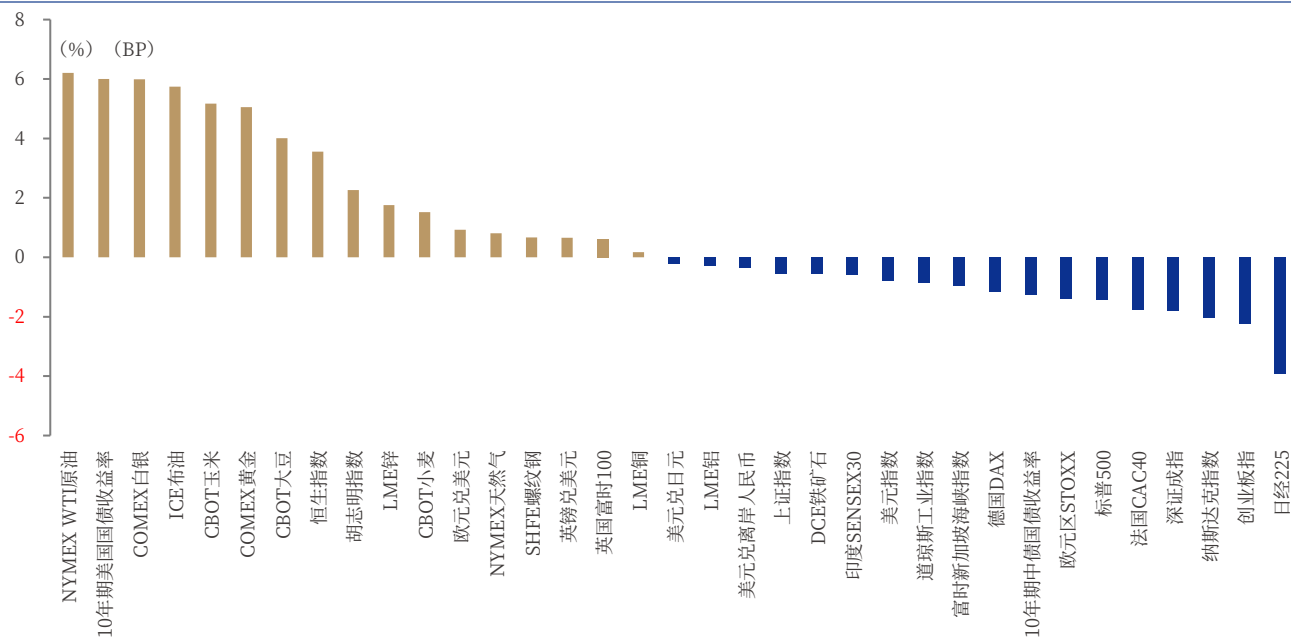
二、全球主要资产表现及下周关注

8 月 17 日至 8 月 21 日当周，全球大类资产主要围绕“美伊局势趋紧、能源风险溢价回升、美国财政风险重新定价、长端利率压力上升”展开交易。美伊谈判窗口到期且未续期，双方表态强硬，局势逐渐转向新阶段对峙格局，推动原油价格继续上涨，能源风险溢价重新回升。美国方面，财政

部宣布扩大长端美债回购规模后，美国财政赤字、债务供给、期限溢价关注度上升，长端美债收益率维持高位，美元也受到财政风险担忧压制。黄金在地缘避险、美元走弱以及财政信用担忧支撑下明显上涨。权益市场整体承压，高利率环境、能源成本上升以及估值压力压制风险偏好，美欧股市多数回落；亚洲市场表现也较弱，预计受到外部利率环境和风险偏好下降影响。整体来看，本周市场定价逻辑由此前的降息预期交易转向地缘风险、美国财政风险与长端利率压力，原油和黄金受益于避险需求，而权益资产和长长期资产承压。

从具体表现看，债券市场中，10 年期美国国债收益率上行 6.00BP，10 年期中国国债收益率下行 1.25BP。全球权益市场多数下跌，恒生指数涨 3.55%，胡志明指数涨 2.26%，印度 SENSEX30 指数跌 0.60%，德国 DAX 指数跌 1.15%，法国 CAC40 指数跌 1.76%，纳斯达克指数跌 1.81%，英国富时 100 指数涨 0.62%，标普 500 指数跌 1.43%，道琼斯工业指数跌 0.85%，富时新加坡海峡指数跌 0.95%，欧元区 STOXX 指数跌 1.39%，上证指数跌 0.56%；日经 225 指数跌 3.93%，深证成指跌 1.81%，创业板指跌 2.23%。外汇市场中，欧元兑美元涨 0.92%，英镑兑美元涨 0.66%，美元指数跌 0.80%，美元兑离岸人民币跌 0.35%，美元兑日元跌 0.22%。商品市场整体上涨，LME 锌涨 1.76%、LME 铜涨 0.18%、LME 铝跌 0.29%；ICE 布油涨 5.74%，NYMEXWTI 原油涨 6.20%，NYMEX 天然气涨 0.80%；COMEX 黄金涨 5.05%、白银涨 5.99%；SHFE 螺纹钢涨 0.66%，DCE 铁矿石跌 0.56%；CBOT 玉米涨 5.17%、大豆涨 4.00%、小麦涨 1.52%。

图13：2026 年 8 月 17 日至 8 月 21 日全球主要大类资产表现（债券收益率变动单位为 BP，其余资产为%）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

下周全球资本市场重点在于美联储政策路径、AI 盈利韧性与地缘风险溢价的再平衡。下周值得关注的重点事件主要包括：1) 8 月 27 日至 8 月 29 日举行的杰克逊霍尔全球央行年会，关注美联储政策信号；2) 8 月 26 日前后发布美国 7 月 PCE 通胀、GDP 修正值；3) 8 月 24 日公布的美国对伊朗极限制裁的具体措施；4) 预计 8 月 28 日发布的英伟达 2026 财年二季度财报。当前市场一方面交易美国就业和通胀数据带来的短期内美联储加息预期降温，另一方面又面临能源价格上涨、财政赤字和长端美债收益率高位带来的通胀与期限溢价压力。杰克逊霍尔会议和美国通胀数据将成为判断利率方向的关键，若政策信号未见进一步转鹰且通胀继续回落，短端美债、黄金和风险资产或获得支撑；若美伊局势超预期紧张，能源冲击强化通胀约束，长端利率仍可能维持高位。与此同时，英伟达财报将验证 AI 资本开支周期和科技股盈利韧性，在高利率环境下影响美股成长主线延续性。

(一) 贵金属

8月17日至8月21日当周，黄金价格走强。截至8月21日，COMEX黄金期货收于4611.80美元/盎司，较周前上涨5.44%；伦敦金现收于4602.66美元/盎司，较周前上涨5.18%。

本周美伊局势不确定性延续，霍尔木兹海峡通航风险和中东地缘紧张局势推动市场避险情绪升温，此外，美国财政部扩大长端美债回购规模引发市场对财政风险和美元信用的关注，黄金避险属性和对冲美元信用稀释的吸引力增强。叠加市场对美联储后续加息预期降温，美元指数走弱，也降低了黄金持有成本并提供上涨支撑。不过，供给压力、期限溢价以及能源价格上涨带来的通胀担忧，推动美国长端美债收益率继续上行，一定程度抑制了实际利率下降空间，或对金价上涨斜率形成一定约束。

中长期看，黄金仍具备较强的战略配置价值，但短期上行空间仍受到实际利率高位和长端美债收益率压力的制约。当前美联储进一步收紧政策的必要性下降，如果后续就业与核心通胀持续走弱，且能源冲击未演变为持续性通胀压力，美联储政策边际转宽预期回升，推动实际利率回落，将改善黄金的利率定价环境。但考虑到本轮长端美债收益率上行更多受到财政赤字、债务供给和期限溢价抬升影响，美元与黄金的传统负相关关系可能阶段性弱化。与此同时，全球财政赤字和政府债务扩张、贸易摩擦、地缘冲突以及全球储备体系多元化趋势，仍将支撑黄金的避险和长期配置需求。短期需重点关注美债实际利率、长端期限溢价、美联储政策预期以及中东能源风险之间的博弈；中长期看，黄金价格中枢仍具支撑，进一步打开上行空间仍需等待实际利率出现更明确、持续的回落。

图14：美国10年期TIPS收益率与伦敦金现



资料来源：Wind, 中国银河证券研究院

图15：美元指数与COMEX黄金



资料来源：Wind, 中国银河证券研究院

(二) 原油市场

8月17日至8月21日当周，原油价格继续上行。截至8月21日，WTI原油期货收于87.06美元/桶，较周前涨5.66%；布伦特原油期货收于94.39美元/桶，较周前涨6.63%。

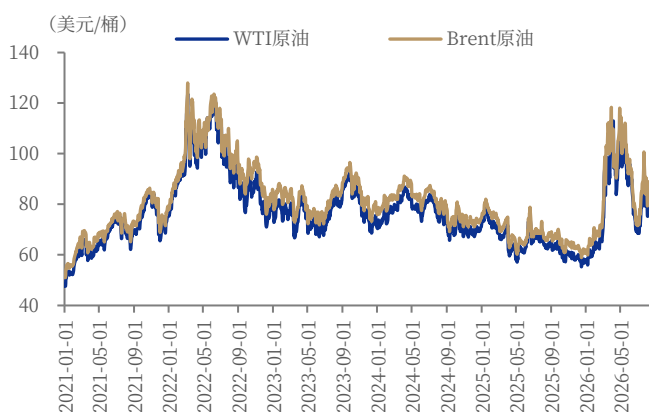
原油价格涨势延续，继续受到美伊局势僵持、霍尔木兹海峡通航受限带来的供应风险溢价推动，但全球需求疲弱和供给端弹性仍限制油价进一步上行空间。伊朗与美国围绕制裁、赔偿及海峡管理等问题分歧持续，并且谈判窗口到期未延续，市场对中东原油供应受扰时间延长的担忧升温，推动地缘风险溢价重新定价。与此同时，霍尔木兹海峡通航受限，但尚未出现大规模原油供应中断，且主要产油国供应弹性以及全球需求预期偏弱仍对油价形成约束。整体来看，本周油价上涨主要反映美伊冲突再收紧，后续需关注霍尔木兹通航是否持续恶化以及地缘风险是否由进一步预期层面转向实际供应扰动。

本周原油、黄金延续同涨，反映市场定价体系呈现地缘风险、美联储政策预期与宏观经济不确

定性等多重逻辑交织，9 月加息预期仍相对较低以及市场对美元信用的担忧利好黄金，地缘风险溢价抬升继续提高黄金避险属性的吸引力，但同时也推高油价，强化了通胀风险以及对经济贸易的扰动。后续金油同涨局面是否能够持续，核心将取决于油价上涨是否由地缘风险定价进一步演化为持续的通胀与货币紧缩压力。

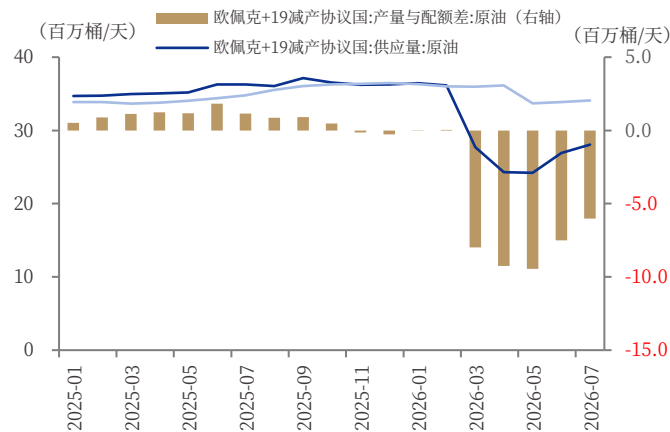
中长期看，原油仍将呈现地缘风险支撑下的高波动运行。如果航运扰动逐步缓解、替代供给释放，价格中枢仍存在回落压力，但地缘风险溢价消退速度可能慢于此预期。若美伊冲突再次扩大、主要航道持续受到干扰，全球原油及成品油物流瓶颈可能加剧，油轮运费、战争保险和炼化利润上升仍会推动油价阶段性冲高；当前中东炼厂恢复偏慢、俄罗斯炼化设施持续受扰，柴油等成品油供应偏紧，也将使油价下行过程伴随反复。但从中长期供需看，OPEC 和 IEA 下调 2026 年石油需求预期，美国及其他主要产油国产量增长仍对供应形成支撑；如果美伊局势出现缓和、航运逐步恢复，全球原油市场仍可能重新回归供需宽松格局。

图16: WTI 与 Brent 原油价格



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图17: 欧佩克+19 减产协议国原油产量与配额



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

（三）债券市场

8 月 17 日至 8 月 21 日当周，美债收益率整体震荡上行。截至 8 月 21 日，2 年期美国国债收益率收于 4.24%，较周前上升 7 个基点；10 年期美国国债收益率收于 4.74%，较周前上升 6 个基点。

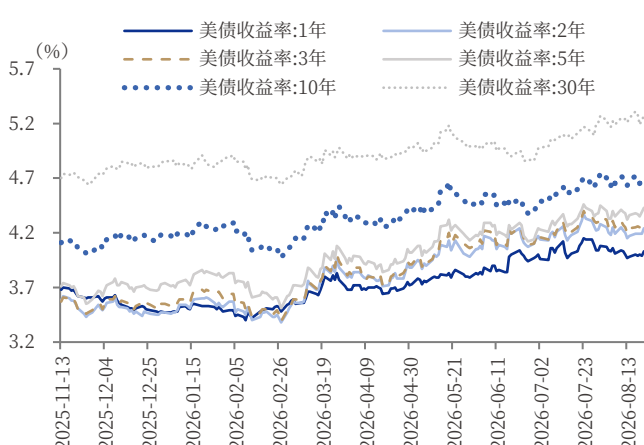
本周美债收益率曲线呈现小幅平坦化，主要反映在美国财政部回购加码之下，对财政风险、通胀不确定性和美债供给压力及期限结构的重新定价。短端方面，2 年期美债收益率本周上行 7BP，主要受到 FOMC 会议纪要显示委员会内部偏鹰范围或更广泛的影响，加息预期边际回升，不过 CME 数据显示市场仍定价 9 月政策利率不变的概率超过 60%。长端方面，10 年期美债收益率震荡上行 6BP，涨幅与短端接近，背后驱动更多来自期限溢价抬升。一方面，美伊局势趋紧推动能源价格上涨并强化通胀尾部风险；另一方面，美国财政赤字、债务供给压力以及财政部回购事件引发市场对长期融资压力的关注，虽然在财政部宣布回购加码后长端利率短期出现明显下行，但此后又重新回升，显示投资者对持有长期美债所要求的风险补偿仍较高。

图18: 10 年期美债收益率与 TIPS 收益率



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图19: 美债主要期限收益率



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

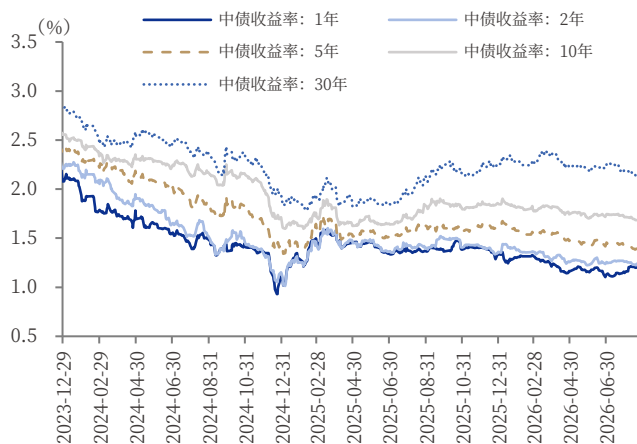
中长期看，美债收益率曲线仍存在由平坦化转向再陡峭化的可能，但短期内受通胀风险、财政压力和期限溢价影响，长端调整可能更具韧性。随着就业和消费降温信号增多、核心通胀边际缓和，短期内美联储收紧政策的必要性下降，若后续就业、消费和核心通胀逐步降温态势延续，短端收益率仍具备的下行空间；但关税成本、能源价格和服务通胀仍可能反复，短端下行过程不会一帆风顺。10 年期收益率短期仍可能处于高位震荡区间，财政部扩大长端国债回购规模释放出政策部门关注长端融资压力和市场流动性的信号，或阶段性缓解收益率快速上行压力，但回购主要属于流动性管理工具，并未改变财政赤字、国债供给和期限溢价对长端利率的中长期约束；如果经济增速和通胀中枢逐步回落，10 年期收益率仍有望向我们中期判断的 4.00%-4.30% 区间回归，但回落节奏预计慢于 2 年期，且需关注财政风险是否推动期限溢价维持高位。

8 月 17 日至 8 月 21 日当周，中债收益率整体下行。截至 8 月 21 日，1 年期中国国债收益率收于 1.2028%，较周前下降 0.37 个基点；10 年期中国国债收益率收于 1.6839%，下降 1.25 个基点。

本周资金面保持平稳，基本面修复偏弱以及宽松预期延续对债市形成支撑。短端方面，本周央行公开市场操作保持灵活，维护流动性保持合理充裕。长端方面，受经济基本面偏弱和宽松政策预期支撑，市场对内需修复和信用扩张力度仍保持谨慎，推动长端收益率小幅回落。与此同时，债市收益率已处于较低水平，后续财政发力节奏、政府债供给以及稳增长政策效果仍可能限制收益率进一步下行空间。

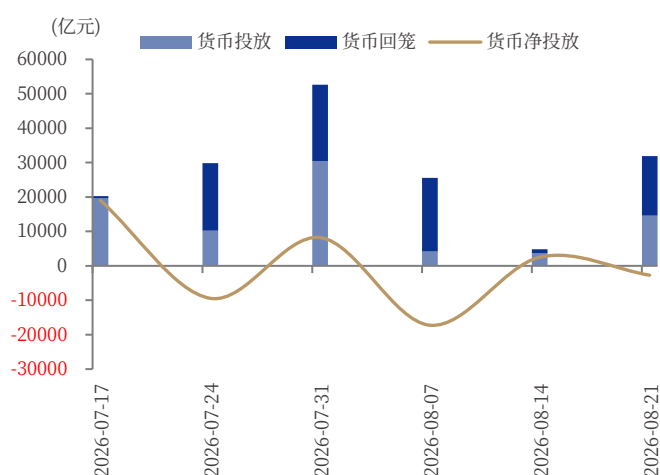
中长期看，中债收益率预计维持低位震荡，收益率曲线可能阶段性延续平坦化。短端主要由资金利率和货币政策操作决定，央行继续保持银行体系流动性合理充裕，有助于稳定 1 年期收益率；但在政策利率保持稳定的背景下，短端进一步下行空间也受到约束。长端则取决于经济修复与政策落地的相对强弱，财政支出加快、“两重”“两新”项目推进以及政府债供给放量可能阶段性推升收益率，但当前内需修复仍偏弱、信用扩张不足、低通胀环境和机构配置需求继续支撑长端。预计 10 年期中债收益率仍以 1.60%-1.80% 区间运行为主，财政发力和风险偏好改善决定上沿，基本面偏弱、低通胀和配置力量支撑下沿。

图20: 中国主要期限国债到期收益率



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图21: 中国公开市场操作 (周度)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

(四) 外汇市场

8月17日至8月21日当周，美元指数震荡走弱，主要非美货币涨跌有所分化。截至8月21日，美元指数收于98.8461，较周前跌0.80%；欧元兑美元收于1.1677，较周前涨0.92%；英镑兑美元收于1.3645，较周前涨0.82%；美元兑日元收于158.98，较周前跌0.22%，美元兑人民币中间价收于6.7817，较周前跌0.09%。

本周美元指数走势主要反映市场对美国财政风险担忧升温以及非美经济体政策预期改善。财政部宣布扩大长端美债回购规模，市场对关注美国财政可持续性和美元信用问题关注度提升，叠加长端美债收益率维持高位，美元受到财政风险担忧拖累。非美货币方面，欧元兑美元延续上涨，主要受美元走弱以及市场对欧洲央行货币政策预期改善支撑；英镑同样受益于美元回落和英国经济韧性预期，表现相对偏强。日元方面，美元兑日元小幅回落至159附近，日本通胀数据保持韧性、市场对日本央行继续推进政策正常化预期升温，对日元形成一定支撑，但美日利差仍处高位，限制日元升值空间。人民币方面，美元兑人民币继续小幅走低，主要受美元整体偏弱、国内稳汇率政策以及出口和外汇供需韧性支撑。

图22: 美元指数和欧元兑美元



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图23: 美日债利差与美元兑日元



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

中长期看，美元指数预计仍以99为中枢震荡，短期关税和通胀风险、美联储政策纪律以及地缘避险需求可能使美元阶段性运行在中枢上方，但美联储进一步加息的必要性下降、美国财政风险以

及长端收益率上升对美元信用的扰动限制美元持续走强空间；美联储自身仍认为通胀高于 2% 目标，意味着美元回落过程同样难以单边化。欧元兑美元预计以 1.11 为中枢，能源风险、低增长和贸易摩擦限制上行空间；英镑兑美元中枢预计在 1.30 附近，财政约束和经济低增速仍是主要压制因素，若欧洲地区经济温和修复韧性延续，欧元与英镑或存在中枢走强空间。美元兑日元预计继续以 160 为中枢，日本央行后续加息、美联储加息预期降温均有利于日元逐步修复，而更重要的变化在于美日联合干预已经从潜在风险转变为现实政策工具，美国财政部参与买入日元意味着当美元兑日元触及 165 以上尤其接近前期极端水平时，市场将对美日再次联合干预赋予更高概率，这将明显约束美元兑日元的上行空间。美元兑人民币预计仍以 6.8 为中枢，出口韧性、贸易顺差和汇率稳定政策形成支撑。

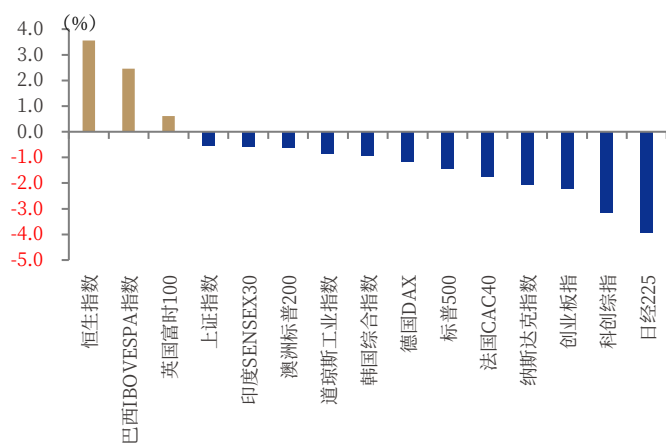
（五）权益市场

本周全球权益市场整体承压，主要交易逻辑围绕“美联储政策预期边际变化、AI 交易降温以及长端利率约束”展开。美国方面，尽管就业、通胀和消费数据降温进一步降低美联储加息预期，但市场此前已较充分计入，并且 FOMC 纪要显示委员会内部偏鹰范围或更广，叠加 AI 高估值板块面临盈利兑现和投资回报压力，美股科技股出现调整；同时，美国财政部扩大长期国债回购规模，释放稳定长端利率的政策信号，短期缓解估值压力，但难以改变市场对财政和盈利的长期关注。行业层面，能源、医疗保健和材料板块相对占优，而信息技术、工业等前期强势板块调整明显。亚洲方面，港股受资金流入和科技板块修复支撑表现较强，日本、韩国市场则受前期涨幅较高后的估值调整影响走弱。A 股成长板块调整压力较大，创业板和科创综指跌幅高于上证指数，市场进入政策预期与基本面验证的再平衡阶段。

从具体表现看，全球权益市场多数下跌，区域间表现分化。A 股方面，上证指数跌 0.56%，创业板指跌 2.23%，科创综指跌 3.15%；美股方面，标普 500 指数跌 1.43%，纳斯达克指数跌 2.05%，道琼斯工业指数跌 0.85%。欧洲市场整体偏弱，德国 DAX 指数跌 1.15%，法国 CAC40 指数跌 1.76%，英国富时 100 指数涨 0.62%；日经 225 指数跌 3.93%，印度 SENSEX30 指数跌 0.60%，澳洲标普 200 指数跌 0.62%。新兴市场表现分化，恒生指数涨 3.55%，巴西 IBOVESPA 指数涨 2.45%，韩国综合指数跌 0.93%。美股行业方面多数下跌，医疗保健、能源和材料板块相对抗跌，分别上涨 4.30%、2.51% 和 2.33%；可选消费、房地产、日常消费、金融、通讯服务、信息技术、工业和公用事业分别跌 0.23%、0.50%、0.99%、1.19%、1.45%、3.21%、3.40% 和 3.61%。

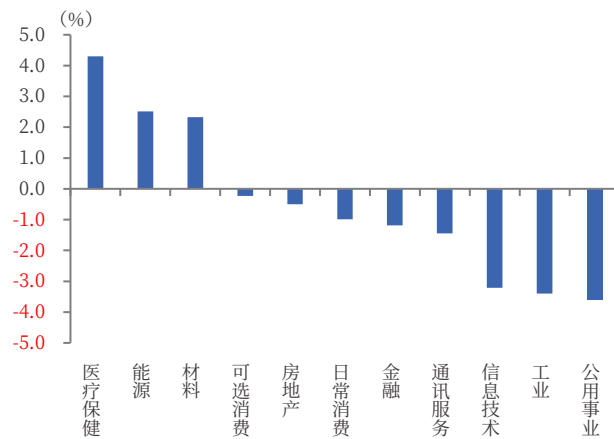
中长期看，美股仍具备盈利增长和 AI 产业革命支撑，但市场将逐步从估值扩张阶段进入盈利验证阶段。短期内，美联储加息概率虽边际上升但仍处于相对较低水平，有利于缓解高利率对成长股估值的压制；若后续核心通胀继续回落，美联储政策转向将为权益市场提供流动性支持。同时，人工智能产业仍处于资本开支扩张周期，云计算、半导体、数据中心、电力基础设施等领域的投资需求仍然较强，科技龙头盈利增长同时美股盈利整体仍强，有望继续支撑指数表现，根据 FactSet，截至 8 月 7 日，2026Q2 标普 500 成分股中已有 86% 的公司 EPS 超预期。不过，随着 AI 投资规模不断扩大，市场关注点将由“投入规模”逐步转向“投入回报”，企业 AI 收入兑现速度、资本开支转化效率以及自由现金流改善情况将成为决定科技股估值的重要因素。短期来看，美债收益率高位、关税政策扰动以及美联储政策路径仍可能带来市场波动；中长期看，美股仍有望保持结构性行情，科技龙头、AI 基础设施、能够实现商业化兑现的软件应用以及受益于生产率提升的行业仍是主要方向，同时也建议关注盈利景气向非科技行业扩散带来的轮动机会。

图24：全球主要权益市场周度涨跌幅（20260817-20260821）



资料来源：Wind, 中国银河证券研究院

图25：美国主要行业周度涨跌幅（20260817-20260821）



资料来源：Wind, 中国银河证券研究院

三、风险提示

地缘因素扰动风险；特朗普政策不确定性风险；海外降息不及预期风险；国内政策落地效果传导不及预期风险。

图表目录

图 1: 霍尔木兹海峡过境船舶数仍显著低于冲突前水平	3
图 2: 原油价格与黄金价格	3
图 3: CME 美联储政策利率变化概率	4
图 4: 美联储 9 月加息概率变化	4
图 5: 10 年期、30 年期美国国债收益率	5
图 6: ACM 模型拟合 10 年期美债期限溢价	5
图 7: 美国未来十年财政预算中赤字、公众持有债券占 GDP 比例	6
图 8: 美国未偿公共债务总额	6
图 9: 日本 GDP 增速	7
图 10: 日本实际 GDP 环比增速贡献拆分	7
图 11: 日本 CPI 同比变化	7
图 12: 日本货币政策利率	7
图 13: 2026 年 8 月 17 日至 8 月 21 日全球主要大类资产表现（债券收益率变动单位为 BP，其余资产为%）	8
图 14: 美国 10 年期 TIPS 收益率与伦敦金现	9
图 15: 美元指数与 COMEX 黄金	9
图 16: WTI 与 Brent 原油价格	10
图 17: 欧佩克+19 减产协议国原油产量与配额	10
图 18: 10 年期美债收益率与 TIPS 收益率	11
图 19: 美债主要期限收益率	11
图 20: 中国主要期限国债到期收益率	12
图 21: 中国公开市场操作（周度）	12
图 22: 美元指数和欧元兑美元	12
图 23: 美日债利差与美元兑日元	12
图 24: 全球主要权益市场周度涨跌幅（20260817-20260821）	14
图 25: 美国主要行业周度涨跌幅（20260817-20260821）	14



分析师承诺及简介

本人承诺以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

杨超，中国银河研究院策略首席分析师。清华大学理论经济学博士，8年大类资产配置策略研究经验。

吴佳文，中国银河研究院策略分析师。袁世麟，中国银河研究院策略分析师。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

评级标准

评级标准	评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 到 12 个月行业指数（或公司股价）相对市场表现，其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准，北交所市场以北证 50 指数为基准，香港市场以恒生指数为基准。	行业评级	推荐：相对基准指数涨幅 10% 以上
		中性：相对基准指数涨幅在 -5%~10% 之间
		回避：相对基准指数跌幅 5% 以上
	公司评级	推荐：相对基准指数涨幅 20% 以上
		谨慎推荐：相对基准指数涨幅在 5%~20% 之间
		中性：相对基准指数涨幅在 -5%~5% 之间
		回避：相对基准指数跌幅 5% 以上

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 层

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 层

北京市丰台区西营街 8 号院 1 号楼青海金融大厦

机构请致电：

深广地区：

上海地区：

北京地区：

苏一耘 0755-83479312 suyiyun_yj@chinastock.com.cn

程曦 0755-83471683 chengxi_yj@chinastock.com.cn

林程 021-60387901 lincheng_yj@chinastock.com.cn

李洋洋 021-20252671 liyangyang_yj@chinastock.com.cn

田薇 010-80927721 tianwei@chinastock.com.cn

褚颖 010-80927755 chuying_yj@chinastock.com.cn

公司网址：www.chinastock.com.cn