仅供内部参考，请勿外传！

申万宏源研究 SWS RESEARCH

2026 年 08 月 23 日

选民反对，AI 叙事的“逆风”？

——“AI 泡沫”系列之四

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
赵宇 A0230524080007
zhaoyu2@swsresearch.com

过去一年，美国民众对数据中心基建的态度由支持转向反对，从地方争议演变为全国性、跨党派的民意。民众反对是否会中断 AI 基础设施投资扩张的进程、进而影响 AI 的“叙事”？

一、热点思考：选民反对，AI 叙事的“逆风”？

（一）数据中心争议为何快速升级？电费成本上升，就业回报不足

美国居民对建设数据中心的净支持率在过去一年下滑 68 个百分点，民众反对已发展为全国性力量。截至 2026 年 4 月，净支持率已降至-17%。两党选民立场一致，均以反对为主。与此同时，民众反对正演变成有组织的行动，数据中心反对组织数量已上升至 2026 年一季度的 833 个。

数据中心建设热潮的背后，是 AI 技术的快速渗透。美国的 AI 渗透率仍在提高，企业任意业务职能使用 AI 的比例由 2025 年 11 月的 17.3%升至 2026 年 8 月的 21.8%。付费使用 AI 产品的企业占比从 2023 年 1 月的 7.5%提高到 2026 年 5 月的 54.2%，累计提高约 47 个百分点。

居民反对的核心在于电费成本上升，而长期就业回报却相对有限。数据中心的建设会导致当地居民电费平均上涨 18%左右。就业方面，数据中心的本地就业创造能力较差。以 25 万平方英尺项目计算，数据中心长期就业仅约 50 人，就业密度只有配送中心的 13%、办公物业的 5%左右。

（二）民意如何影响数据中心建设？审批环节最易受阻，项目仍可迁址或重启

数据中心从建设到运营可以拆分成五个阶段，建设耗时约 3-6 年。第一阶段是选址和可行性研究；第二阶段取得许可审批；第三阶段是电力接入与配套基础设施建设，由于电力紧张，电网接入排队中位数约 5 年；第四阶段是土建安装；第五阶段完成通电、调试和正式运营。

民意主要作用于审批环节，93%的数据中心受阻发生在选址和审批阶段。居民可以通过听证发言、请愿和对议员施压等方式影响审批结果。受阻项目也并非消失，部分项目修改设计或迁往其他地区。截至 2026 年 8 月，已开工、运营的数据中心尚无一例被直接否决。

数据中心受阻数量正在上升，但受影响投资额不能直接理解为被取消的投资。2025 年，美国共 1560 亿美元计划投资受到民众反对阻断或延期；2026 年一季度达到 1300 亿美元。需要注意的是，这两组金额均为公开披露的计划投资规模，不代表已经实际投入的资本或实际投资损失。

（三）居民反对会打断 AI 基建扩张吗？投资总量仍在增长，供给兑现进一步延后

民意或非 AI 投资扩张的决定性力量。美国五大云服务商 2026 年资本开支规模预计达 7882 亿美元，2027 年或进一步达到 1.09 万亿美元，居民反对未导致资本开支出现系统性下修。数据中心需求仍旺盛，空置率已经降至 1.4%的历史低位，在建项目预租率达到 80.1%。

选民的反对可能抬升 AI 的单位建设成本。被地方否决的项目可迁往其他地区，2026 年，77%的数据中心建设位于传统成熟市场之外。居民反对引发的重新选址、审批延期以及自备电源等妥协方案会增加项目综合成本。2025 年，单位建设成本已达 1106.2 万美元/MW。

美国数据中心面临的主要问题仍是供给交付偏慢，居民反对可能进一步放大延期风险。美国数据中心的短缺可能在 2027 年进一步加剧，供需平衡的时间可能被推迟到 2030 年。部分人工智能收入可能无法按原计划确认，年度经常性收入（ARR）的兑现节奏仍可能继续被推迟。

二、大类资产&海外事件&数据：“美债风波”叠加油价大涨，海外市场股债汇三杀

“美债风波”叠加油价大涨，海外市场股债汇三杀。当周，标普 500 下跌 1.40%；10Y 美债收益率上行 6.0bp；美元指数下跌至 98.85，美元兑离岸人民币贬值至 6.7212；布油价格上涨 6.60%至 94.4 美元/桶，COMEX 金价格上涨 5.40%，COMEX 银价格上涨 7.20%。

关键航道通行仍处低位，美国财政赤字高于去年同期。8 月 20 日，霍尔木兹海峡油轮船只通过数量为 3 艘，通航仍处低点。曼德海峡流量较上周有所恢复，8 月 20 日过境 19 艘油轮；截至 2026 年 8 月 20 日，美国 2026 日历年累计财政赤字规模 13283 亿美元，高于去年同期水平。

8 月美欧日英 Markit 服务业 PMI 均上升，沃什考虑减少每年 FOMC 例会次数。8 月美国、英国 Markit 制造业 PMI 分别小幅回落至 53.2、51.5；8 月美欧日英服务业 PMI 均出现上升，美国提升幅度最大；7 月 FOMC 纪要显示，沃什在会上讨论将一年 8 次议息会议缩减为 6 次。

风险提示：美国金融条件收紧；地缘政治冲突升级；美联储超预期转“鹰”

申万宏源研究微信服务号

目录

一、热点思考：选民反对，AI 叙事的“逆风”？ 6

（一）数据中心争议为何快速升级？电费成本上升，就业回报不足.....6

（二）民意如何影响数据中心建设？审批环节最易受阻，项目仍可迁址或重启.....7

（三）AI 基建进展受到民意影响了吗？总量继续扩张，供给交付时点正在后移.....9

二、大类资产&海外事件&数据： 11

（一）大类资产：“美债风波”叠加油价大涨，海外市场股债汇三杀 11

（二）美债：TGA 规模下降，美债净发行下降 16

（三）美国财政：美国赤字规模高于去年同期水平 16

（四）中期选举：特朗普净支持率-20% 17

（五）美伊冲突：霍尔木兹海峡通航仍处低点 18

（六）关税：美国对进口石英表面制品实施保障措施 19

（七）海外央行：沃什考虑减少每年 FOMC 例会次数 20

（八）PMI：8 月美欧日英 Markit 服务业 PMI 均上升 23

（九）高频：失业金初申领人数低于市场预期 24

三、全球宏观日历：关注沃什杰克逊霍尔讲话 25

风险提示 25

图表目录

图表 1：美国选民对数据中心的态度快速逆转.....6
图表 2：民主党、共和党和独立选民均以反对为主.....6
图表 3：美国企业 AI 使用率仍在提高.....7
图表 4：企业付费使用 AI 的比例持续上升.....7
图表 5：数据中心建设导致居民月度电费明显上升.....7
图表 6：数据中心就业密度显著低于多数其他业态.....7
图表 7：美国数据中心建设流程，电力接入通常耗时最长.....8
图表 8：反对结果包括终止、撤回、迁址和继续推进.....8
图表 9：约 93%的受阻发生在选址和许可审批阶段.....8
图表 10：受阻或延期项目数量快速增加.....9
图表 11：2026Q1 受影响投资额已接近 2025 全年.....9
图表 12：前五大云服务商资本开支仍在加速.....9
图表 13：预租率高、空置率仍处历史低位.....9
图表 14：数据中心建设加速向传统核心市场之外扩散.....10
图表 15：美国数据中心单位建设成本持续上升.....10
图表 16：已宣布容量明显高于进入在建阶段的容量.....10
图表 17：预计美国数据中心在 2030 年转为供需平衡.....10
图表 18：当周，发达市场股指多数下跌.....11
图表 19：当周，新兴市场股指多数上涨.....11
图表 20：当周，美国标普 500 行业多数下跌.....11
图表 21：当周，欧元区行业多数下跌.....11
图表 22：当周，恒生指数悉数上涨.....12
图表 23：当周，行业方面悉数上涨.....12
图表 24：当周，发达国家 10Y 国债收益率多数上行.....12
图表 25：当周，美、英、德 10Y 国债收益率走势.....12
图表 26：当周，新兴市场 10Y 国债收益率多数上行.....13
图表 27：当周，巴西、土耳其 10Y 收益率走势.....13
图表 28：美元指数下跌，其他货币兑美元悉数升值.....13
图表 ：当周，欧元兑美元走势.....

图表 30：当周，主要新兴市场兑美元多数上涨.....13
图表 31：当周，美元兑雷亚尔和韩元走势.....13
图表 32：当周，美元兑在岸人民币贬值至 6.7205.....14
图表 33：当周，美元兑离岸人民币贬值至 6.7212.....14
图表 34：当周，大宗商品价格多数上涨.....14
图表 35：当周，WTI 原油、布伦特原油价格上涨.....15
图表 36：当周，焦煤价格、螺纹钢价格上涨.....15
图表 37：当周，LME 铜价格上涨、LME 铝价格下跌.....15
图表 38：当周，通胀预期上行至 2.34%.....15
图表 39：当周，COMEX 金、COMEX 银价格上涨.....15
图表 40：当周，10Y 美债实际收益率下行至 2.40%.....15
图表 41：美国 TGA 规模下降.....16
图表 42：美债净发行规模本周下降.....16
图表 43：美国 2026 财政赤字高于去年同期水平.....16
图表 44：今年财政支出高于去年同期水平.....16
图表 45：美国 2026 年财政收入高于去年同期.....17
图表 46：美国 2026 年关税收入大幅高于去年同期.....17
图表 47：特朗普总统职位支持率.....17
图表 48：国会支持率.....17
图表 49：特朗普总统的净支持率.....18
图表 50：polymarket 参议院概率.....18
图表 51：民主党、共和党众议院预测席位走势.....18
图表 52：民主党、共和党参议院预测席位走势.....18
图表 53：伊朗日度导弹与无人机发射量.....19
图表 54：霍尔木兹海峡油轮过境数量.....19
图表 55：曼德海峡油轮过境数量.....19
图表 56：10Y 美债收益率与原油价格.....19
图表 57：美国对各国/各地区关税税率.....20
图表 58：美联储 7 月 FOMC 会议纪要重点.....21
图表 59：本周美联储年底利率不变概率有所下降.....21
图表：市场预期欧央行在 月加息(月 日).....

图表 61：市场预期美联储 2026 年 9 月维持利率不变（BP，截止 8 月 21 日）.22
图表 62：联储官员倾向（截止 8 月 21 日）.....22
图表 63：本周美联储官员发言.....22
图表 64：本周欧央行官员发言.....23
图表 65：美联储点阵图及市场预期（截止 8 月 21 日）.....23
图表 66：美国 8 月 Markit 制造业 PMI 回落.....24
图表 67：8 月美欧日英 Markit 服务业 PMI 均上升.....24
图表 68：当周初申领失业金人数（非季调）.....24
图表 69：当周持续申领失业金人数（非季调）.....24
图表 70：周度职位空缺数小幅回落.....24
图表 71：美国州层面的失业压力不大.....24
图表 72：美国红皮书零售指数回落.....25
图表 73：美国经济增速高频指标回落.....25
图表 74：全球主要宏观经济数据日历.....25

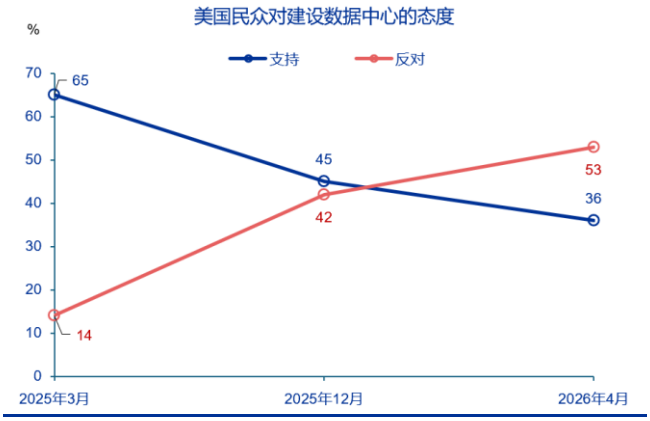
过去一年，美国居民对数据中心的态度快速逆转，反对已从地方争议演变为跨党派的全国性力量。民意升温是否会打断 AI 基础设施投资扩张，进而影响 AI 叙事？

一、热点思考：选民反对，AI 叙事的“逆风”？

（一）数据中心争议为何快速升级？电费成本上升，就业回报不足

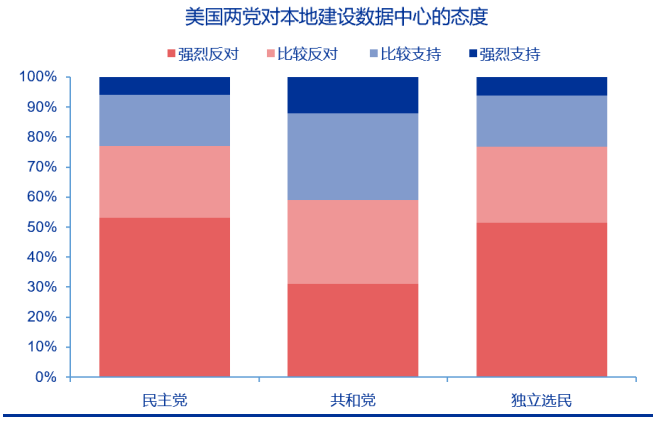
美国居民对数据中心的态度在一年内快速逆转，民众反对已发展为全国性力量。美国民调数据显示，美国民众对数据中心的态度一年内快速转变。2025 年 3 月美国民众对建设数据中心的态度仍为支持 65%、反对 14%，净支持达到 51 个百分点；到 2026 年 4 月，支持率已下降至 36%、反对率升至 53%，净支持转为-17 个百分点。十三个月内，净支持率下降 68 个百分点。两党选民对数据中心的立场高度一致。2026 年 7 月的福克斯民调显示，民主党选民中，76%反对在本地建设 AI 数据中心，共和党选民也达到 60%；与此同时，民众反对正演变成有组织的行动，数据中心反对组织数量由 2025 年末的 396 个上升至 2026 年一季度的 833 个，三个月增长约 110%，覆盖 49 个州。

图表 1：美国选民对数据中心的态度快速逆转



资料来源：变革研究公司，申万宏源研究

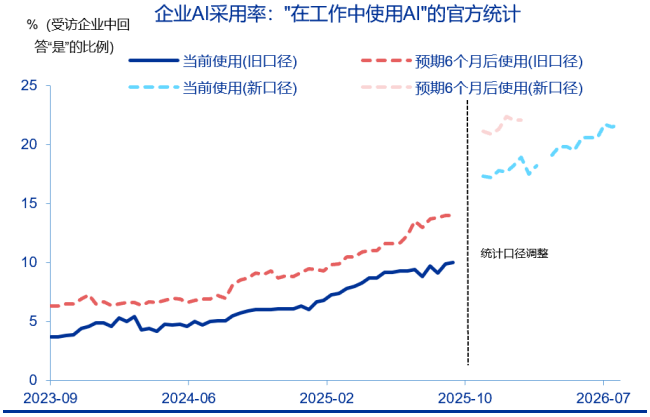
图表 2：民主党、共和党和独立选民均以反对为主



资料来源：福克斯新闻，申万宏源研究

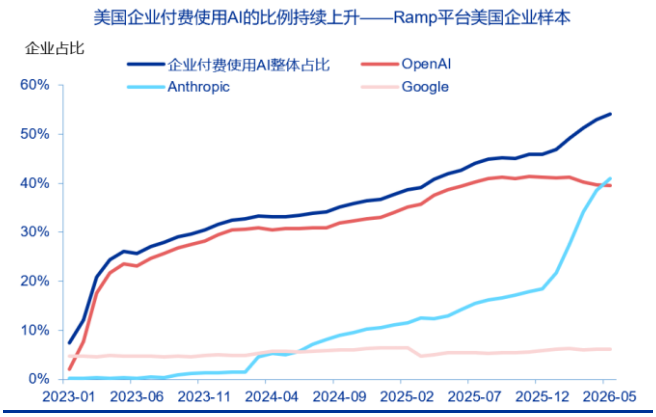
反对数据中心，并不等于反对使用 AI。美国的 AI 使用率仍在提高，美国人口普查局数据显示，企业任意业务职能使用 AI 的比例由 2025 年 11 月的 17.3%升至 2026 年 8 月的 21.8%。企业付费数据给出了相同信号，付费使用 AI 产品的企业占比从 2023 年 1 月的 7.5%提高到 2026 年 5 月的 54.2%，累计提高约 47 个百分点，其中仅 2026 年前五个月便提高 8 个点。居民反对升温的同时，AI 的渗透率和付费率仍在提高，说明当前主要矛盾集中在数据中心这一物理基础设施上。

图表 3：美国企业 AI 使用率仍在提高



资料来源：美国人口普查局，申万宏源研究

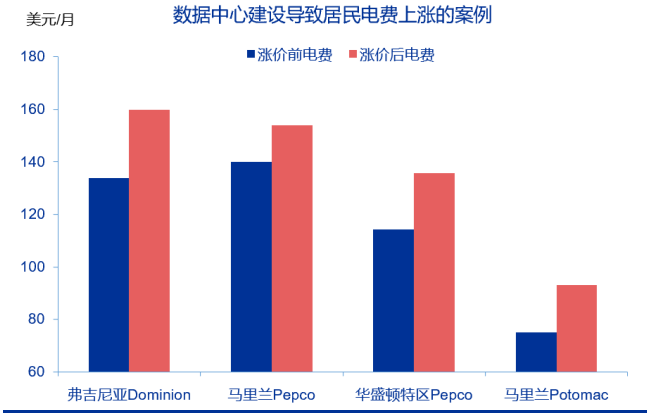
图表 4：企业付费使用 AI 的比例持续上升



资料来源：企业支出管理平台（Ramp），申万宏源研究

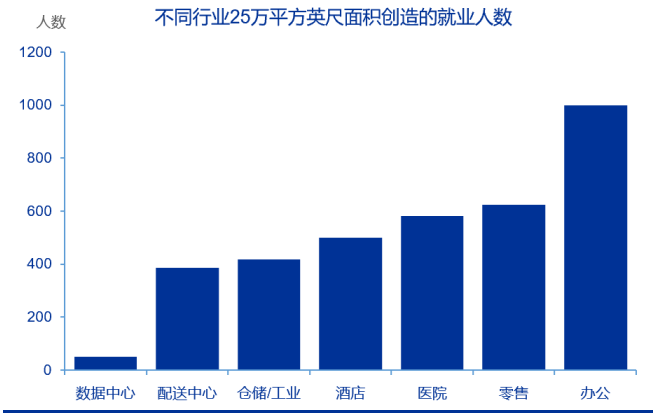
居民反对数据中心的原因是其导致电费等生活成本上升，带来的就业回报却相对有限。大型数据中心用电需求大，会增加电网扩建和电力保障成本，其中部分成本最终会通过电价调整传导至居民电费。平均而言，参考典型案例，数据中心的建设会导致当地居民电费上涨 18%左右。例如，华盛顿特区波托马克电力公司（Pepco）服务区，典型居民月度电费从约 114.3 美元升至 135.7 美元，增加 21.4 美元、涨幅约 18.7%；马里兰州阿勒格尼电力系统（APS）服务区，居民月度电费增加约 18 美元、增幅约 24%；弗吉尼亚多米尼能源公司服务区，居民平均月电费由 133.7 美元升至 149.9 美元，涨幅 12%。就业方面，数据中心的本地就业创造能力较差。以 25 万平方英尺项目计算，数据中心长期就业仅约 50 人，办公物业可以达 1000 人。数据中心就业密度只有配送中心的 13%左右、办公物业的 5%左右。当居民承担的外部成本上升，而本地就业补偿有限时，单纯强调投资规模，越来越难以形成稳定的地方支持。

图表 5：数据中心建设导致居民月度电费明显上升



资料来源：华盛顿特区公共服务委员会，马里兰州人民法律顾问办公室，弗吉尼亚联合立法审计评估委员会，申万宏源研究

图表 6：数据中心就业密度显著低于多数其他业态



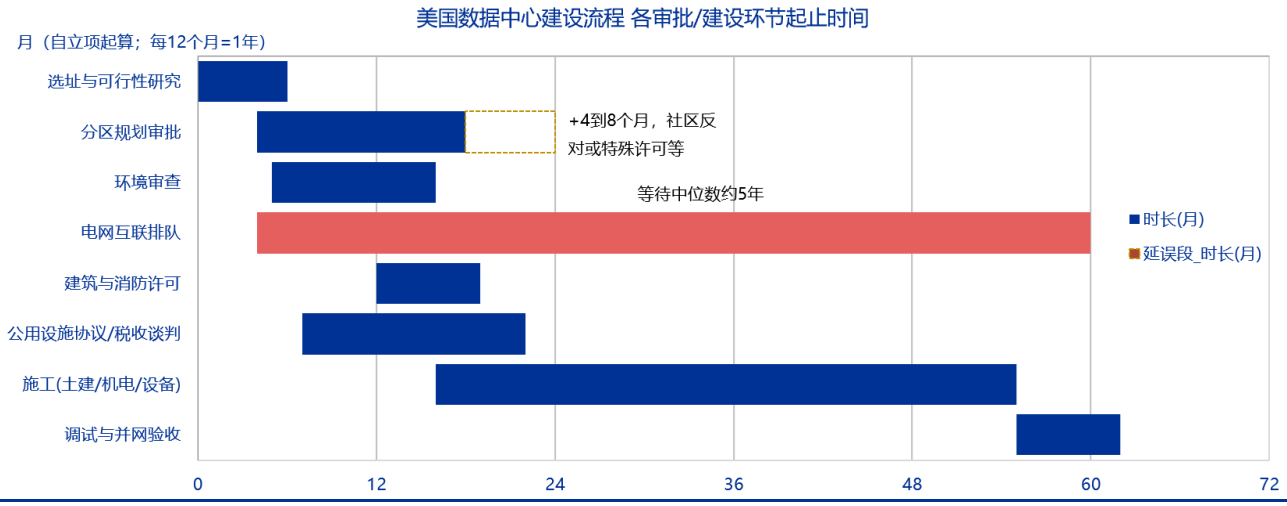
资料来源：《商业联动费评估研究》，申万宏源研究

（二）民意如何影响数据中心建设？审批环节最易受阻，项目仍可迁址或重启

数据中心从立项、建设到运营可以拆成五个阶段，一般耗时约 3-6 年，各环节一般并行推进。第一阶段是选址和可行性研究；第二阶段取得开发权和许可审批，包括土地重新分区、规划审批、环境审查等，审批环节通常耗时 到 个月左右；第三

阶段是电力接入与配套基础设施建设。由于美国电力紧缺，电网接入排队耗时最久，等待中位数约为 5 年；第四阶段是土建、机电和设备安装。由于电力设备供给紧张，整个建设过程可能拉长到约 3 年；第五阶段完成通电、调试和正式运营。

图表 7：美国数据中心建设流程，电力接入通常耗时最长



资料来源：尼克松·皮博迪律师事务所，申万宏源研究

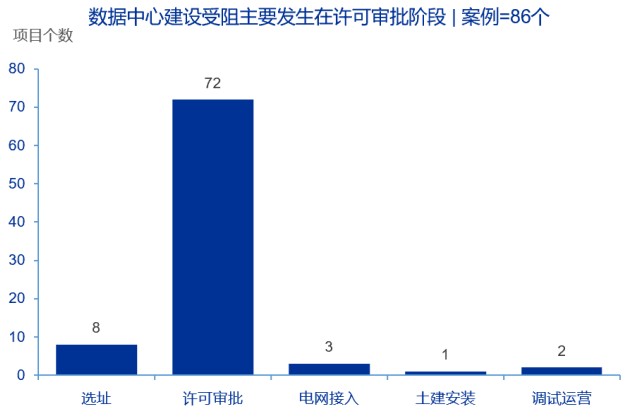
居民反对本身不具备直接否决权，但可以影响审批环节，93%的数据中心受阻发生在选址和审批阶段。民意最容易影响的是地方审批，数据中心审批通常需要经过公开听证、规划委员会审议以及地方议会表决，居民可以通过听证发言、请愿、社区组织和向地方议员施压等方式直接影响审批结果，部分地区在反对集中后还会出台临时暂停令。在我们统计的 86 个明确受阻的项目中，72 个发生在许可审批阶段，占 84%；8 个发生在选址阶段，占 9%，两者合计达到 80 个，占样本的 93%。相比之下，电网接入阶段仅 3 个，土建安装阶段 1 个，调试运营阶段 2 个。一旦审批通过，进入施工和设备安装阶段，地方反对的影响明显下降。从最终结果看，受阻项目也并非全部消失：部分项目被终止或撤回，部分项目调整规模、修改设计或迁往其他辖区。截至目前（26 年 8 月），已开工、已订设备的大型项目尚无一个被地方直接否决。

图表 8：反对结果包括终止、撤回、迁址和继续推进

时间	项目	地址	规模（公告投资额）	触发因素	最终结果	受阻环节
2026年7月	探戈项目	佛罗里达	未披露	噪声、用水、学校距离	被否决	许可审批
2026年5月	比尔基础设施数据中心	堪萨斯	未披露	居民反对及政府拒绝提供支持	项目撤回	许可审批
2026年5月	山路科技园	弗吉尼亚	未披露	用水、噪声、交通	被否决	许可审批、电网
2026年4月	深绿数据中心	密歇根	1.2亿美元	环境影响、土地出售	当前选址终止	选址、许可审批
2026年4月	蒙特雷帕克LAX1数据中心	加利福尼亚	未披露	电费、用水、柴油机排放	项目撤回	选址、许可审批
2026年4月	奥基一号数据中心	佛罗里达	未披露	居民请愿	项目终止	许可审批
2026年4月	黑石/QTS、康帕斯	弗吉尼亚	247亿美元	居民诉讼	项目终止	选址、许可审批
2026年4月	摩根士丹利基础设施	北卡	未披露	用电、用水、土地	尚待最终批准	许可审批
2026年3月	新山数字园区	北卡	未披露	农地工业化	项目撤回	选址、许可审批

资料来源：数据中心观察，申万宏源研究

图表 9：约 93%的受阻发生在选址和许可审批阶段

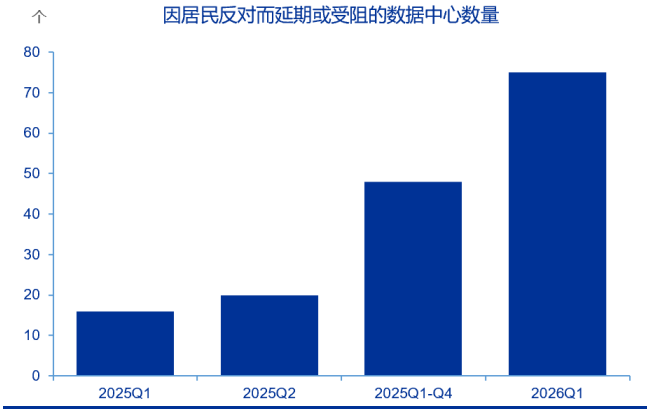


资料来源：彭博，申万宏源研究

数据中心受阻数量正在上升，但受影响投资额不能直接理解为被取消的投资。数据中心观察（Data Center Watch）统计显示，2025 年全年，美国 48 个数据中心项目、共 1560 亿美元计划投资受到民众反对阻断或延期；2026 年一季度 75 个项目、约 亿美元计划投资被取消或延期。单季受影响项目数量已经超过 年全年。

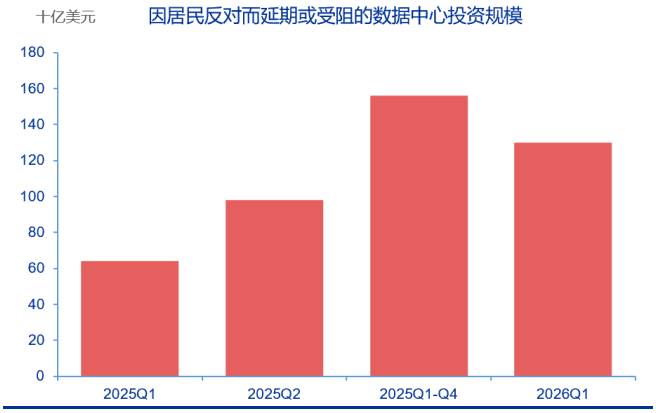
需要注意的是，这两组金额均为公开披露的计划投资规模，不代表已经投入的资本或实际投资损失。

图表 10：受阻或延期项目数量快速增加



资料来源：数据中心观察，申万宏源研究

图表 11：2026Q1 受影响投资额已接近 2025 全年

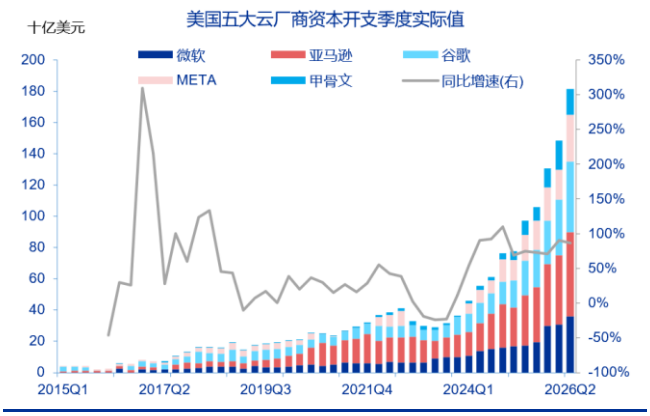


资料来源：数据中心观察，申万宏源研究

（三）AI 基建进展受到民意影响了吗？总量继续扩张，供给交付时点正在后移

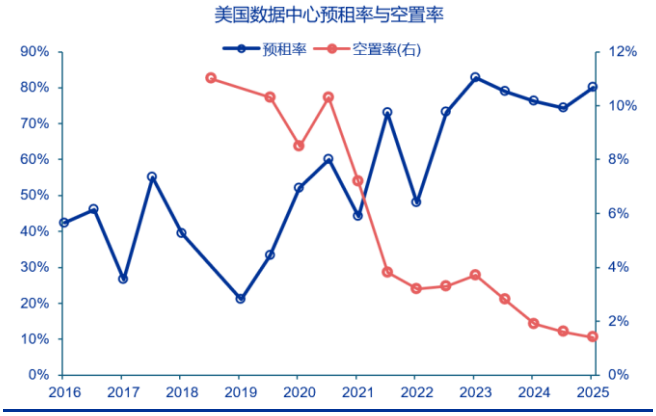
从资本开支看，居民反对没有改变 AI 基建扩张的总方向。美国五大云服务商 2026 年上半年资本开支达到 3299 亿美元，较 2025 年上半年的 1751 亿美元增长 88%。预计 2026 年全年资本开支规模达 7882 亿美元，2027 年或进一步达到约 1.09 万亿美元，居民反对未导致资本开支出现系统性下修。当前数据中心供给仍明显偏紧，需求侧仍未触及总量拐点。美国数据中心空置率已经降至 1.4%的历史低位，在建项目预租率达到 80.1%。供给尚未交付，大部分容量已经被客户提前锁定，表明现实市场仍处于较强的供给约束状态。

图表 12：前五大云服务商资本开支仍在加速



资料来源：彭博，申万宏源研究

图表 13：预租率高、空置率仍处历史低位

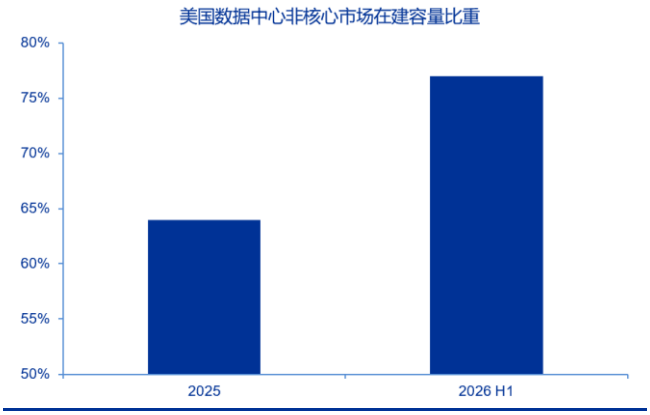


资料来源：世邦魏理仕（CBRE），申万宏源研究

居民反对难以压降全国 AI 投资，但可能抬升单位建设成本。被地方否决的项目可迁往其他地区，数据中心建设正在向传统核心市场以外扩散。2025 年，64%的数据中心建设位于传统成熟市场之外，到 2026 年，进一步上升至 77%。居民反对引发的重新选址、诉讼、审批延期以及隔音、节水和自备电源等妥协方案会增加项目综合成本。根据美国八大数据中心市场口径衡量，数据中心单位建设成本由 年的 892.5 万美元/MW 升至 2025 年的 1106.2 万美元/MW，四年累计上涨约 24%。需要

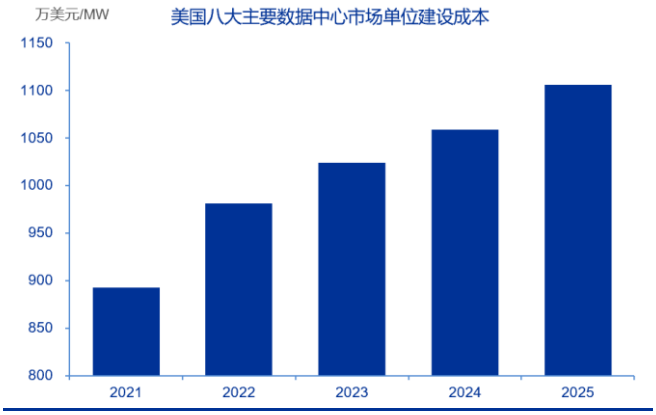
注意的是，这组成本数据未包含土地、外部电力工程、服务器和专业服务费用，不能将全部成本上涨都归因于居民反对。

图表 14：数据中心建设加速向传统核心市场之外扩散



资料来源：仲量联行，申万宏源研究

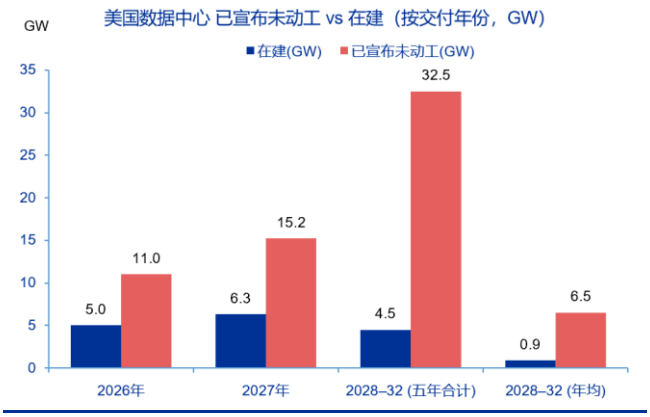
图表 15：美国数据中心单位建设成本持续上升



资料来源：彭博，申万宏源研究

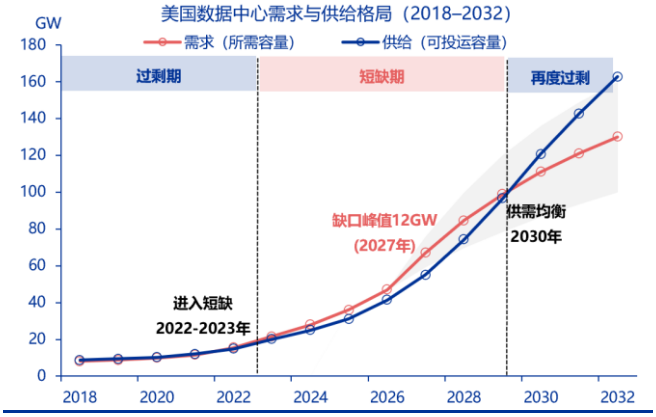
美国数据中心面临的主要问题仍是供给交付偏慢，居民反对可能进一步放大延期风险。电网排队、电力设备供给是数据中心建设的主要瓶颈，在此基础上，地方反对，审批不确定性可能进一步加剧供给紧张。截至 2026 年 4 月，原计划在 2026 年交付的数据中心总容量约 16GW，其中已经在建的为 5GW，仍有约 11GW 尚未动工；2027 年已宣布 21.5GW，在建约 6.3GW，尚未动工约 15.2GW。2028-2032 年合计宣布 37GW，在建约 4.5GW。美国数据中心的短缺可能在 2027 年进一步加剧。数据中心市场在 2023 年前后进入短缺状态，供需缺口从 2024 年的 3GW 扩大至 2025 年的 5GW。基准情景下，2026 年需求约 46.9GW、供给约 41.4GW，缺口 5.5GW；2027 年缺口进一步扩大至约 11.9GW，为本轮缺口的峰值，供需平衡的时间可能被推迟到 2030 年。这意味着，部分人工智能收入可能无法按原计划确认，年度经常性收入（ARR）的兑现节奏仍可能继续被推迟。

图表 16：已宣布容量明显高于进入在建阶段的容量



资料来源：《数据中心展望》，申万宏源研究

图表 17：预计美国数据中心在 2030 年转为供需平衡



资料来源：彭博，申万宏源研究

综合来看，美国民众反对未改变 AI 投资的总体方向，但可能拖累数据中心落地效率，导致算力供给兑现时间进一步后移。短期看，美国 AI 基建仍处于供需紧张阶段，五大云厂商资本开支仍在加速。公开案例中，93%的数据中心受阻发生在选址与许可审批阶段，受阻的项目可延期、调整方案或转移到美国其他地区，不能直接视为全国算力供给永久退出。电力供给仍是数据中心建设的主要瓶颈，居民反对通过审批延迟、诉讼和迁址等进一步降低数据中心建设速度，可能使 年的供给缺口进一

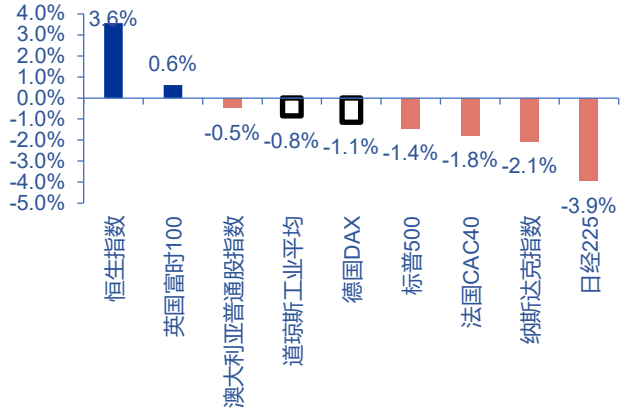
步扩大，算力不足对 AI 收入的制约可能持续至 2028 年，2029 年前后随着新增容量陆续运营而逐步缓解，供需平衡的时点推迟至 2030 年。

二、大类资产&海外事件&数据：

（一）大类资产：“美债风波”叠加油价大涨，海外市场股债汇三杀

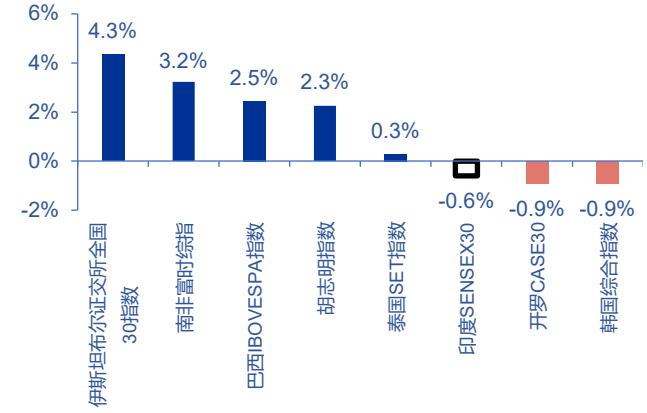
当周，发达市场股指多数下跌，新兴市场股指多数上涨。发达市场股指方面，日经 225、纳斯达克指数、法国 CAC40 分别下跌 3.90%、2.10%、1.80%；新兴市场股指方面，伊斯坦布尔证交所全国 30 指数、南非富时综指、巴西 IBOVESPA 指数分别上涨 4.30%、3.20%、2.50%。

图表 18：当周，发达市场股指多数下跌



资料来源：Wind，申万宏源研究

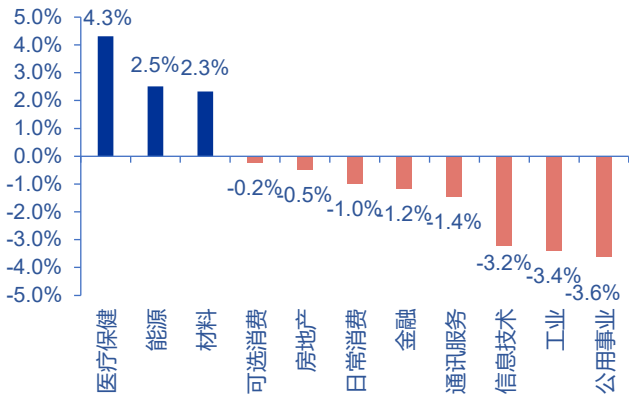
图表 19：当周，新兴市场股指多数上涨



资料来源：Wind，申万宏源研究

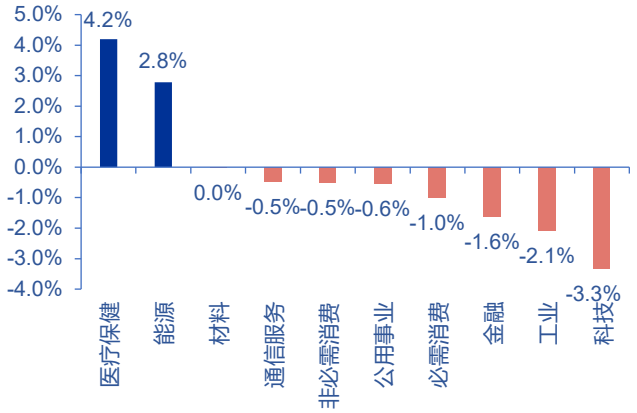
当周，美国标普 500 行业多数下跌。公用事业、工业、信息技术分别下跌 3.60%、3.40%、3.20%；欧元区行业多数下跌，科技、工业、金融分别下跌 3.30%、2.10%、1.60%。

图表 20：当周，美国标普 500 行业多数下跌



资料来源：Wind，申万宏源研究

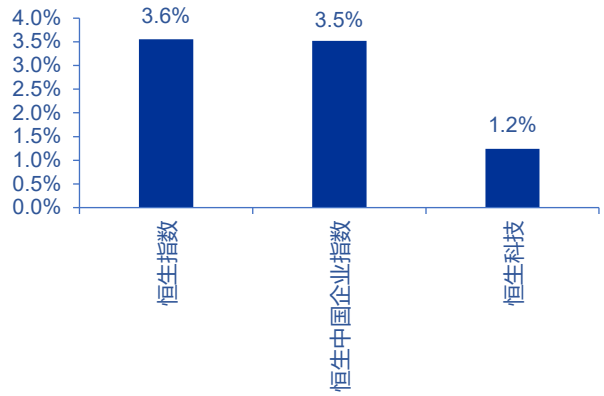
图表 21：当周，欧元区行业多数下跌



资料来源：Wind，申万宏源研究

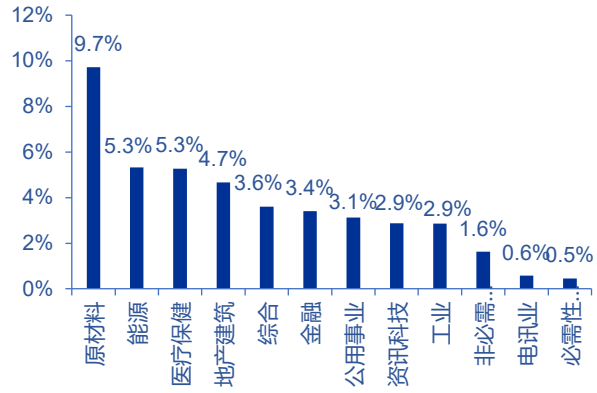
当周，恒生指数悉数上涨，行业方面悉数上涨。恒生指数上涨 3.60%，恒生中国企业指数上涨 3.50%，恒生科技上涨 1.20%。行业方面，原材料、能源、医疗保健分别上涨 9.70%、5.30%、5.30%。

图表 22：当周，恒生指数悉数上涨



资料来源：Wind，申万宏源研究

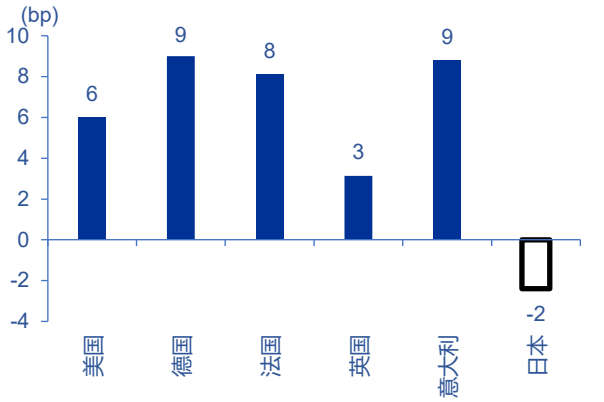
图表 23：当周，行业方面悉数上涨



资料来源：Wind，申万宏源研究

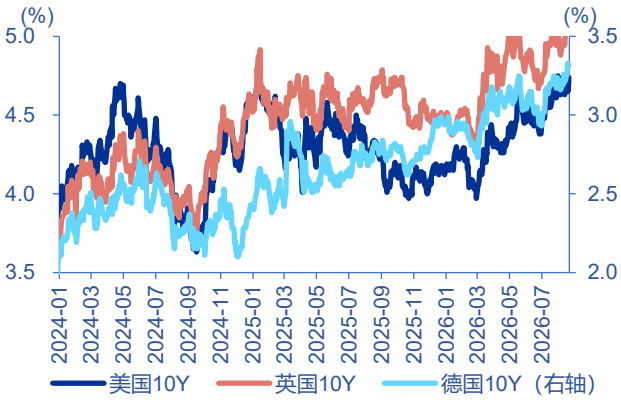
当周，发达国家 10 年期国债收益率多数上行。德国 10 年期国债收益率上行 9.0bp 至 3.31%，意大利 10 年期国债收益率上行 8.8bp 至 4.09%，法国 10 年期国债收益率上行 8.1bp 至 4.12%，美国 10 年期国债收益率上行 6.0bp 至 4.74%，英国 10 年期国债收益率上行 3.1bp 至 5.04%，日本 10 年期国债收益率下行 2.4bp 至 2.85%。

图表 24：当周，发达国家 10Y 国债收益率多数上行



资料来源：Wind，申万宏源研究

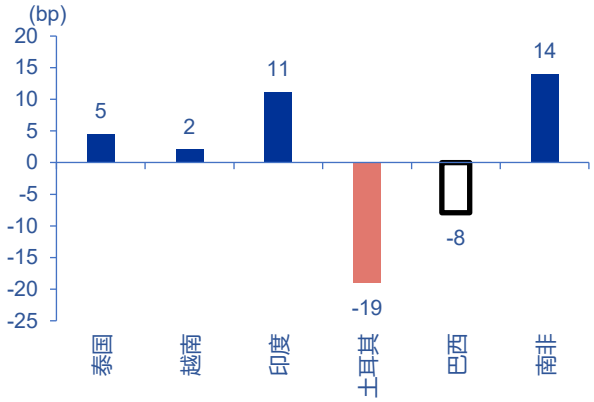
图表 25：当周，美、英、德 10Y 国债收益率走势



资料来源：Wind，申万宏源研究

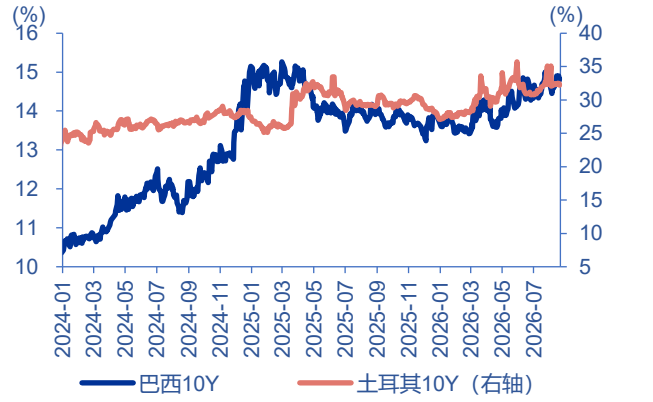
当周，新兴市场 10 年期国债收益率多数上行。土耳其 10 年期国债收益率下行 19.0bp 至 32.22%，南非 10 年期国债收益率上行 14.0bp 至 8.74%，印度 10 年期国债收益率上行 11.1bp 至 6.87%，巴西 10 年期国债收益率下行 7.9bp 至 14.83%，泰国 10 年期国债收益率上行 4.5bp 至 2.10%，越南 10 年期国债收益率上行 2.2bp 至 4.56%。

图表 26：当周，新兴市场 10Y 国债收益率多数上行



资料来源：Wind，申万宏源研究

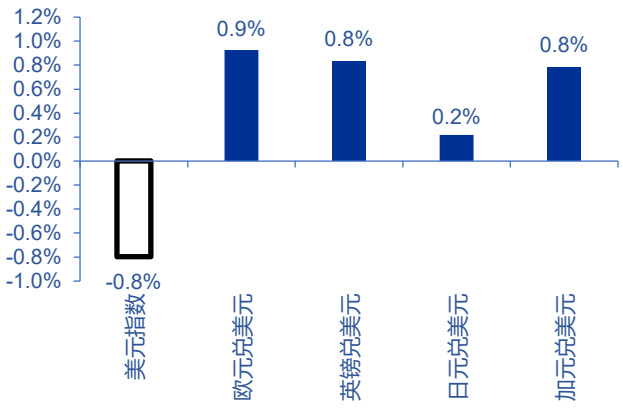
图表 27：当周，巴西、土耳其 10Y 收益率走势



资料来源：Wind，申万宏源研究

当周，美元指数下跌，其他货币兑美元悉数升值。美元指数下跌至 98.85，欧元兑美元升值 0.90%，英镑兑美元升值 0.80%，日元兑美元升值 0.20%，加元兑美元升值 0.80%。主要新兴市场货币兑美元多数上涨，土耳其里拉兑美元贬值 0.30%，印尼卢比兑美元升值 0.70%，菲律宾比索兑美元贬值 0.40%，雷亚尔兑美元升值 1.60%，韩元兑美元升值 2.20%，埃及镑兑美元贬值 1.20%，墨西哥比索兑美元升值 0.60%。

图表 28：美元指数下跌，其他货币兑美元悉数升值



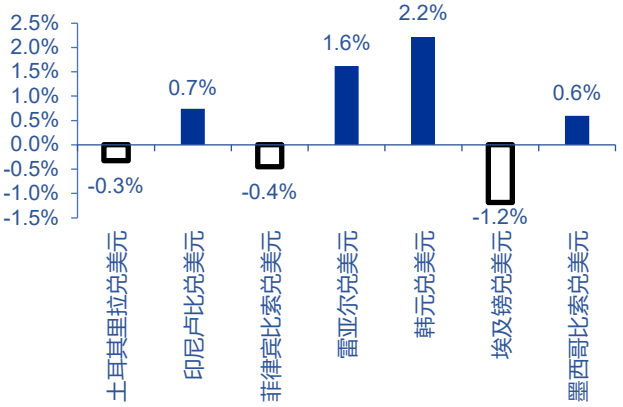
资料来源：Wind，申万宏源研究

图表 29：当周，欧元兑美元走势



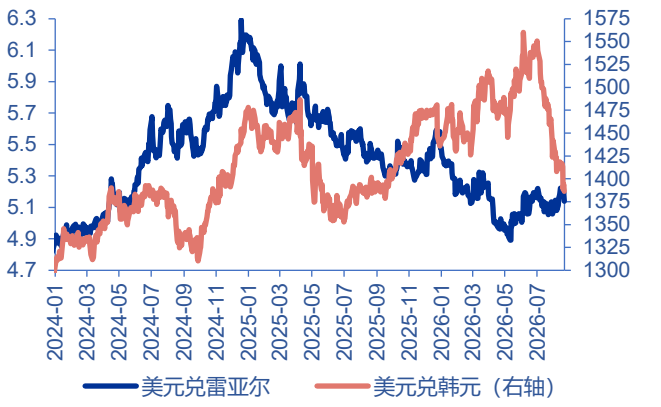
资料来源：Wind，申万宏源研究

图表 30：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

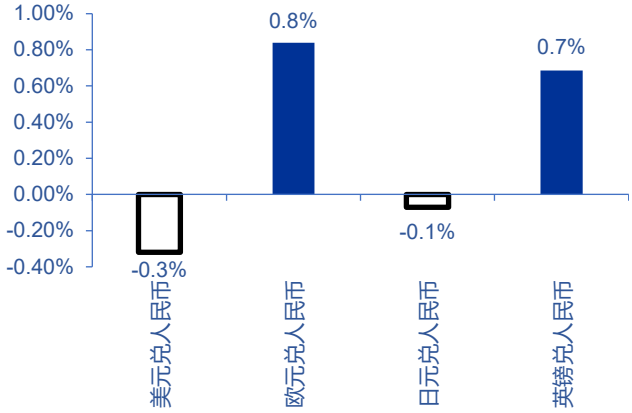
图表 31：当周，美元兑雷亚尔和韩元走势



资料来源：Wind，申万宏源研究

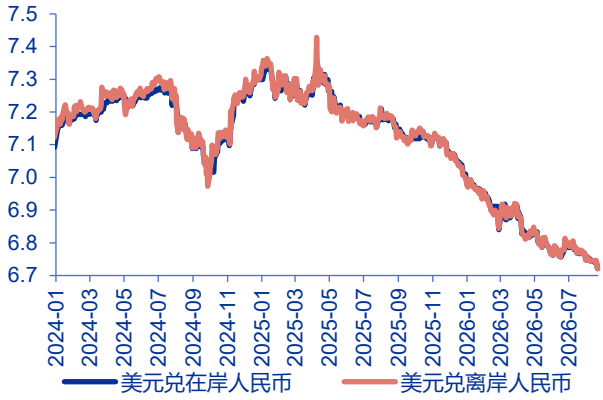
当周，美元兑人民币贬值。美元兑在岸人民币贬值至 6.7205，离岸人民币升值至 6.7212，欧元兑人民币升值 0.80%，日元兑人民币贬值 0.10%，英镑兑人民币升值 0.70%。

图表 32：当周，美元兑在岸人民币贬值至 6.7205



资料来源：Wind，申万宏源研究

图表 33：当周，美元兑离岸人民币贬值至 6.7212



资料来源：Wind，申万宏源研究

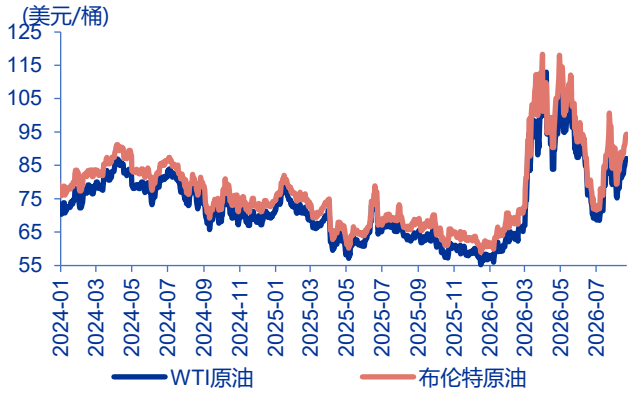
当周，大宗商品价格多数上涨。焦煤价格上涨 15.10%至 1581.5 元/吨，COMEX 银价格上涨 7.20%至 69.7 美元/盎司，布伦特原油价格上涨 6.60%至 94.4 美元/桶，生猪价格下跌 0.50%至 12250.0 元/吨，铁矿石价格下跌 0.40%至 707.5 元/吨，LME 铝价格下跌 0.10%至 3242.0 美元/吨。

图表 34：当周，大宗商品价格多数上涨

类别	品种	2026-08-21	2026-08-14	2026-08-07	2026-07-31	2026-07-24
原油	WTI原油	5.7%	5.4%	-7.7%	-5.2%	8.3%
	布伦特原油	6.6%	5.9%	-7.3%	-6.9%	9.9%
贵金属	COMEX黄金	5.4%	0.6%	7.3%	-0.5%	1.3%
	COMEX银	7.2%	2.3%	10.5%	-2.0%	6.6%
有色	LME铜	0.7%	0.3%	2.1%	1.3%	1.5%
	LME铝	-0.1%	-1.1%	3.2%	0.6%	0.4%
	LME镍	1.2%	-0.9%	-2.3%	-0.5%	3.3%
	LME锌	1.6%	0.9%	2.8%	1.1%	1.8%
黑色	玻璃	4.6%	-2.0%	1.1%	-3.6%	0.9%
	焦煤	15.1%	8.4%	7.3%	-8.1%	1.9%
	沥青	3.8%	4.0%	1.4%	-3.6%	3.8%
	铁矿石	-0.4%	-0.8%	0.1%	-4.0%	-2.1%
	螺纹钢	0.8%	0.2%	0.1%	-2.3%	-1.2%
农产品	生猪	-0.5%	2.3%	12.7%	-3.5%	-5.9%
	棉花	1.9%	3.3%	3.0%	-1.6%	1.6%
	豆粕	2.0%	2.0%	1.0%	-4.8%	5.4%
	豆油	3.3%	1.2%	0.6%	-2.7%	1.0%

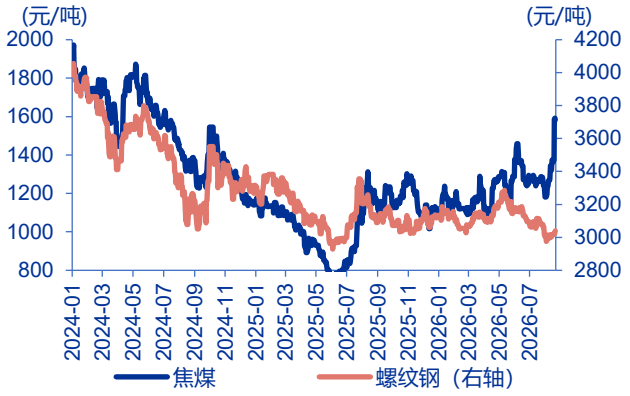
资料来源：Wind，申万宏源研究

图表 35：当周，WTI 原油、布伦特原油价格上涨



资料来源：Wind，申万宏源研究

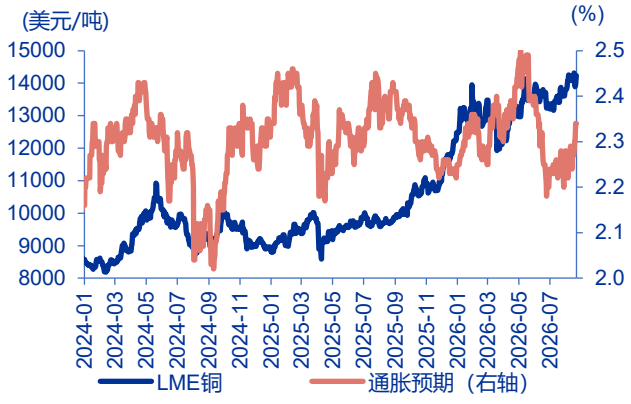
图表 36：当周，焦煤价格、螺纹钢价格上涨



资料来源：Wind，申万宏源研究

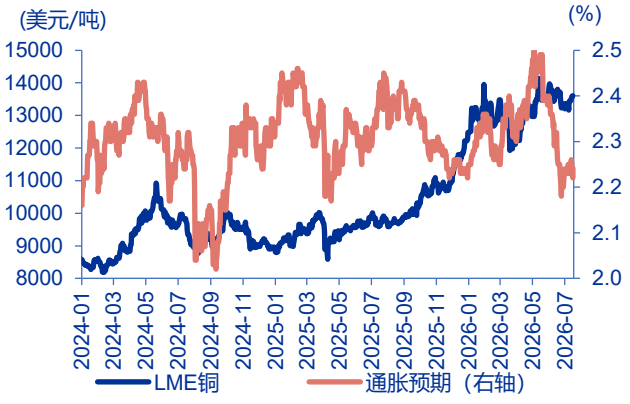
当周，有色金属价格多数上涨、贵金属价格悉数上涨。LME 锌上涨 1.60%至 3823.0 美元/吨，LME 镍上涨 1.20%至 16975.0 美元/吨；通胀预期上行至 2.34%；COMEX 黄金价格上涨 5.40%至 4611.8 美元/盎司，COMEX 银价格上涨 7.20%至 69.7 美元/盎司；10Y 美债实际收益率下行 1.0bp 至 2.40%。

图表 37：当周，LME 铜价格上涨、LME 铝价格下跌



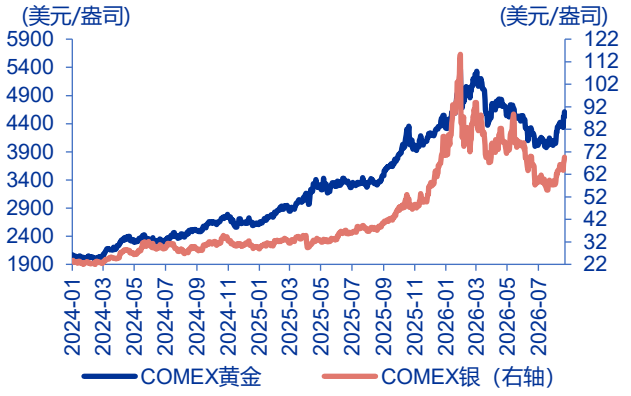
资料来源：Wind，申万宏源研究

图表 38：当周，通胀预期上行至 2.34%



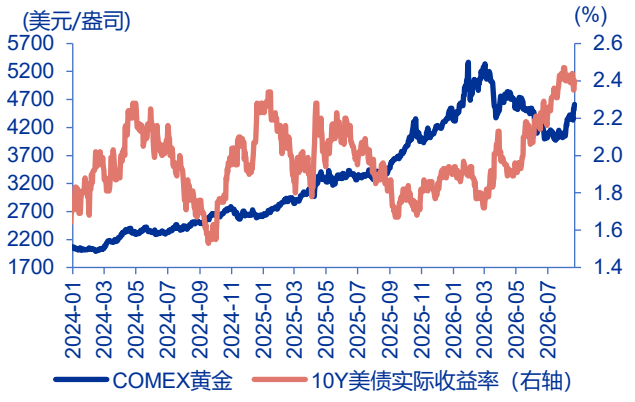
资料来源：Wind，申万宏源研究

图表 39：当周，COMEX 金、COMEX 银价格上涨



资料来源：Wind，申万宏源研究

图表 40：当周，10Y 美债实际收益率下行至 2.40%



资料来源：Wind，申万宏源研究

（二）美债：TGA 规模下降，美债净发行下降

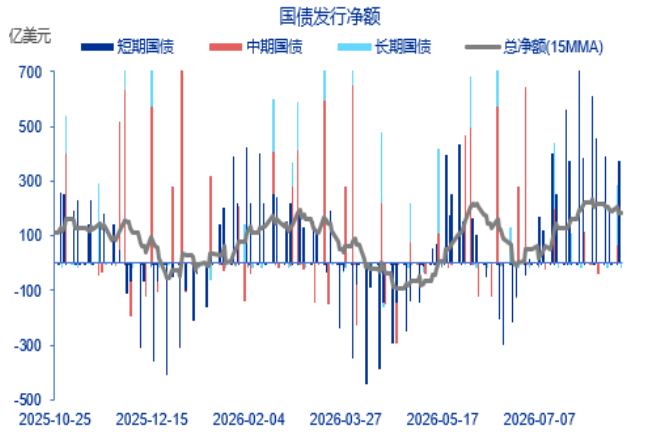
截至 2026 年 8 月 19 日，美国 TGA 余额降至 9364 亿美元，较上周下降；本周（2026 年 8 月 13 日-2026 年 8 月 18 日），短期国债出现多日较高规模赎回，美债 15 日滚动净发行额最新降至 182.98 亿美元。

图表 41：美国 TGA 规模下降



资料来源：CEIC，申万宏源研究

图表 42：美债净发行规模本周下降

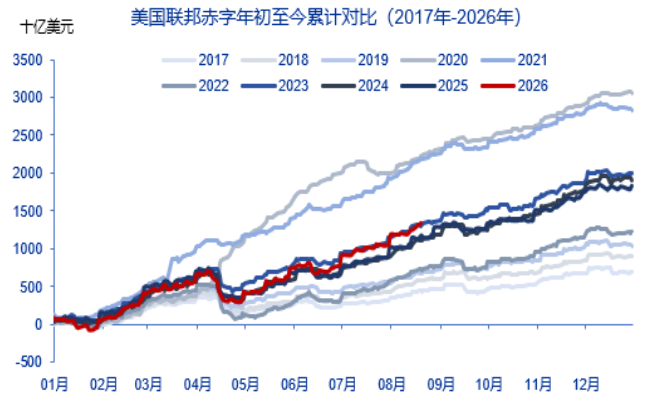


资料来源：CEIC，申万宏源研究

（三）美国财政：美国赤字规模高于去年同期水平

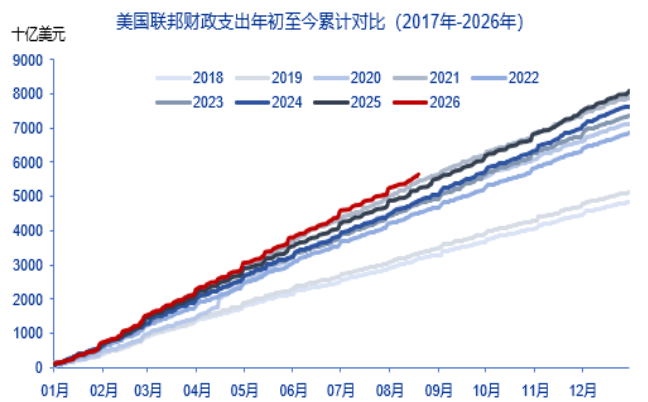
截至 2026 年 8 月 20 日，美国 2026 日历年累计财政赤字规模 13283 亿美元，去年同期为 11537 亿美元；累计支出规模 56443 亿美元，去年同期 52480 亿美元；累计财政税收收入 33507 亿美元，去年同期 32238 亿美元；关税收入规模 1883 亿美元，去年同期 1331 亿美元。

图表 43：美国 2026 财政赤字高于去年同期水平



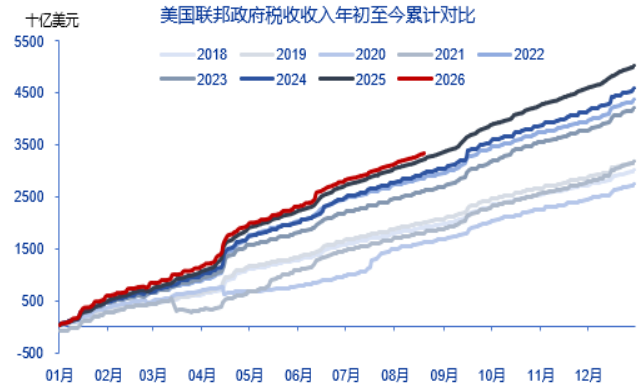
资料来源：美国财政部，申万宏源研究

图表 44：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 45：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 46：美国 2026 年关税收入大幅高于去年同期

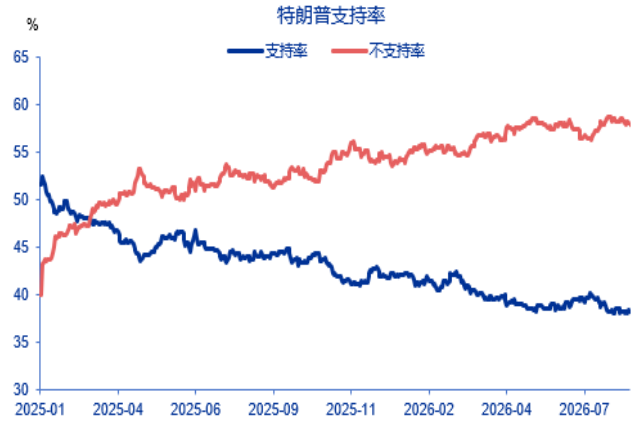


资料来源：美国财政部，申万宏源研究

（四）中期选举：特朗普净支持率-20%

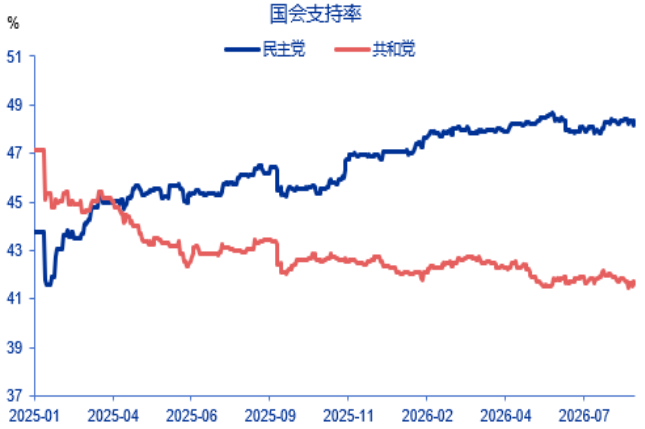
截至 2026 年 8 月 20 日，特朗普支持率 38%，反对率 58%，净支持率为-20%；国会层面，民主党支持率 48%，共和党支持率 42%，民主党领先 6 个百分点。特朗普移民政策净支持率-11%，经济政策净支持率-29%，贸易政策净支持率-24%，通胀政策净支持率-43%。截至 8 月 20 日，polymarket 市场显示民主党夺取参议院控制权的概率为 51%，共和党为 50%。

图表 47：特朗普总统职位支持率



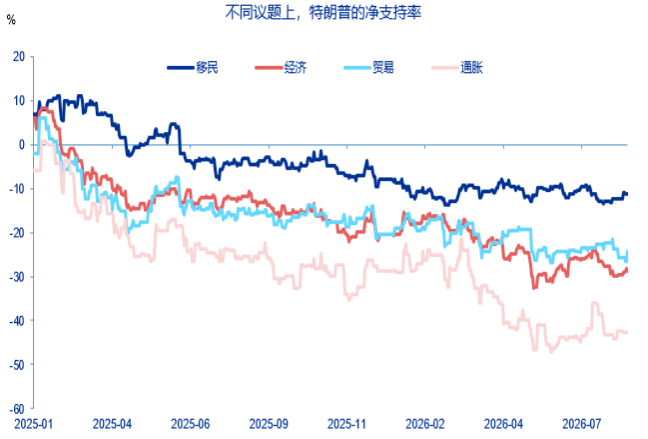
资料来源：西尔弗观察、申万宏源研究

图表 48：国会支持率



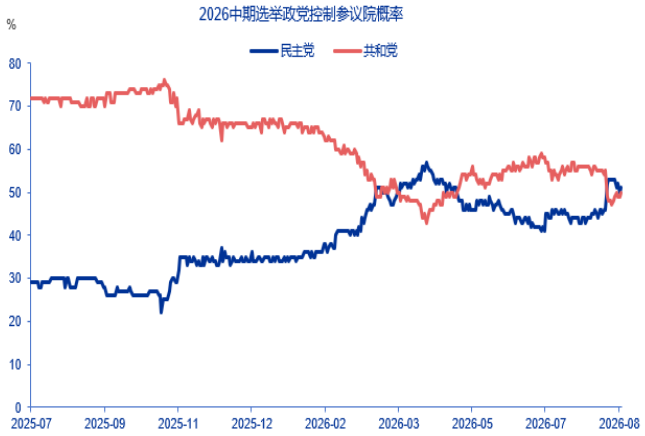
资料来源：西尔弗观察、申万宏源研究

图表 49：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

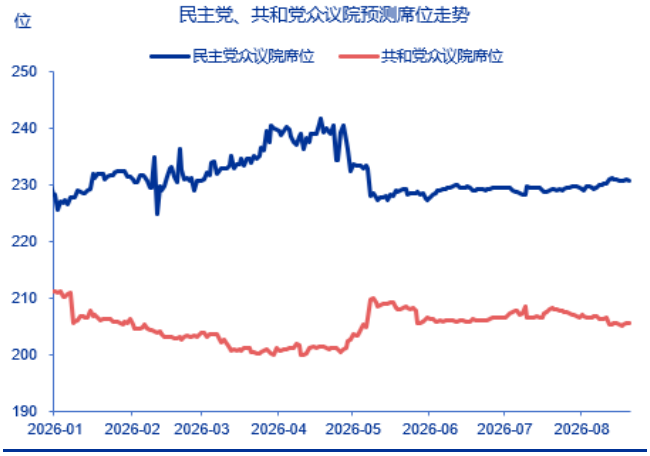
图表 50：polymarket 参议院概率



资料来源：彭博、申万宏源研究

截至 2026 年 8 月 20 日，众议院方面，民主党预测席位为 231 位，共和党预测席位为 206 位，民主党领先 25 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 51：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 52：民主党、共和党参议院预测席位走势

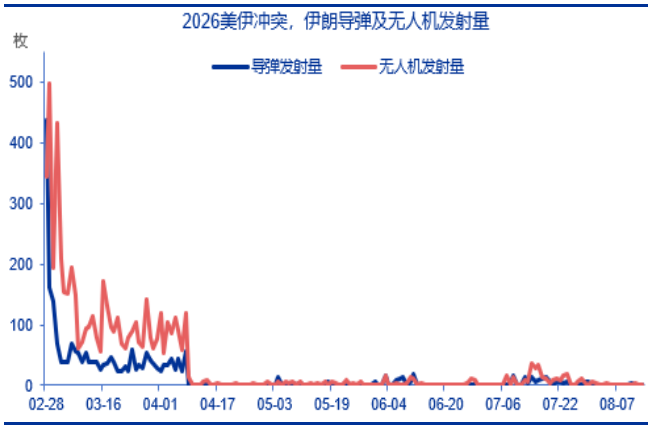


资料来源：Kalshi、申万宏源研究

（五）美伊冲突：霍尔木兹海峡通航仍处低点

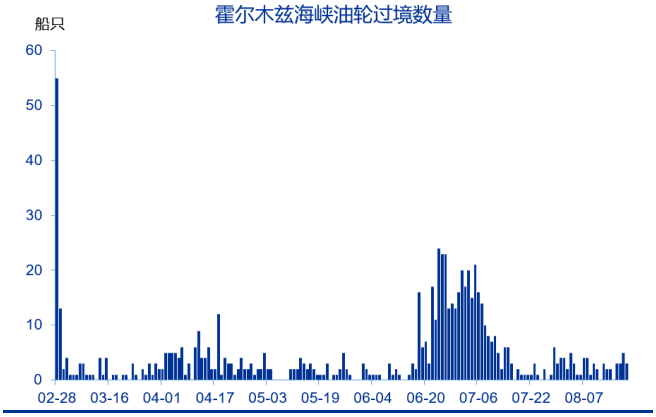
自冲突开始以来，伊朗弹道导弹日发射总量由 2 月 28 日的 438 枚下降至 8 月 14 日的 0 枚，无人机发射数量由 2 月 28 日的 345 架降至 8 月 14 日的 2 架。8 月 20 日，霍尔木兹海峡油轮船只通过数量为 3 艘，通航仍处低点。曼德海峡流量较上周有所恢复，8 月 20 日过境 19 艘油轮；截止 8 月 20 日，布伦特原油 93.78 美元/桶，10 年美债收益率 4.69%。

图表 53：伊朗日度导弹与无人机发射量



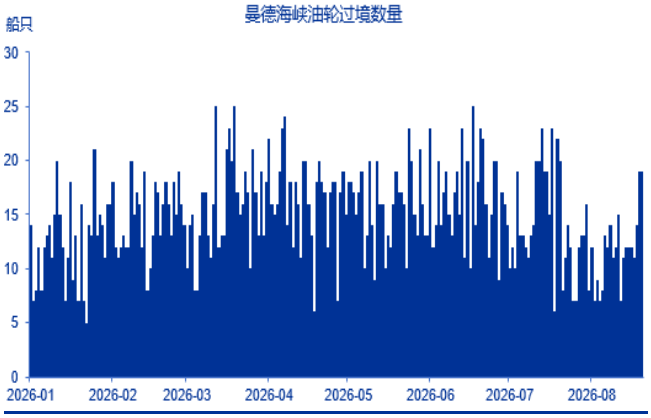
资料来源：彭博、申万宏源研究

图表 54：霍尔木兹海峡油轮过境数量



资料来源：彭博、申万宏源研究

图表 55：曼德海峡油轮过境数量



资料来源：彭博、申万宏源研究

图表 56：10Y 美债收益率与原油价格



资料来源：wind、申万宏源研究

（六）关税：美国对进口石英表面制品实施保障措施

8 月 15 日，美国开始对进口石英表面制品实施为期四年的关税配额措施，首年配额内税率为 25%，超出配额部分税率为 50%，相关税率将在现有反倾销税、反补贴税等税费基础上叠加征收。加拿大、墨西哥、韩国等部分贸易伙伴获得豁免，中国不在豁免名单内。此后配额将逐年增加，税率逐步下调。

图表 57：美国对各国/各地区关税税率

美国对各国/各地区关税税率(截至6月)	最新值	1个月变动	6个月移动平均	12个月移动平均	25年平均	关税收入（百万美元）	占比（%；关税占总额）	进口金额（百万美元）	占比（%；进口占总额）
孟加拉国	23.68%	0.27%	24.85%	28.61%	15.60%	216.2	1.0%	912.9	0.3%
中国大陆	21.69%	-0.23%	23.75%	29.90%	6.53%	5,200.0	24.3%	23,800.0	7.6%
柬埔寨	20.97%	0.20%	21.97%	24.27%	14.25%	291.4	1.4%	1,400.0	0.4%
阿拉伯联合酋长国	16.59%	1.12%	17.17%	15.93%	2.94%	59.5	0.3%	358.8	0.1%
印度尼西亚	14.53%	-0.26%	15.66%	17.87%	6.19%	408.6	1.9%	2,800.0	0.9%
土耳其	12.04%	-1.46%	13.90%	15.61%	4.28%	187.1	0.9%	1,600.0	0.5%
巴西	10.89%	0.25%	11.80%	14.34%	1.82%	329.6	1.5%	3,000.0	1.0%
日本	9.92%	-1.57%	10.67%	12.96%	2.24%	1,300.0	5.9%	12,700.0	4.0%
意大利	9.70%	-0.20%	10.12%	10.20%	3.00%	669.0	3.1%	6,900.0	2.2%
西班牙	9.33%	-0.65%	10.27%	10.87%	2.67%	190.2	0.9%	2,000.0	0.7%
印度	9.06%	0.66%	9.62%	14.47%	3.28%	726.0	3.4%	8,000.0	2.6%
德国	8.87%	-0.73%	9.63%	10.26%	1.97%	1,200.0	5.6%	13,500.0	4.3%
韩国	7.55%	-1.13%	8.28%	10.06%	1.55%	1,200.0	5.4%	15,300.0	4.9%
美国所有贸易伙伴	6.81%	-0.08%	7.15%	8.78%	2.11%	21,300.0	100.0%	312,500.0	100.0%
越南	6.44%	-0.24%	7.71%	10.12%	7.60%	1,600.0	7.6%	25,100.0	8.0%
荷兰	6.32%	-0.03%	6.05%	6.49%	1.10%	126.8	0.6%	2,000.0	0.6%
英国	6.24%	-0.26%	6.22%	6.17%	1.17%	361.1	1.7%	5,800.0	1.9%
法国	5.83%	0.46%	5.61%	6.19%	1.30%	333.1	1.6%	5,700.0	1.8%
阿根廷	5.80%	-1.60%	5.92%	5.64%	1.46%	54.4	0.3%	938.2	0.3%
俄罗斯	5.58%	3.06%	2.39%	1.24%	0.74%	8.9	0.0%	159.5	0.1%
泰国	5.37%	-0.35%	5.99%	7.75%	2.28%	641.7	3.0%	11,900.0	3.8%
菲律宾	4.94%	-0.53%	5.67%	8.81%	3.03%	103.2	0.5%	2,100.0	0.7%
澳大利亚	4.93%	1.04%	4.18%	5.05%	0.68%	75.0	0.4%	1,500.0	0.5%
瑞士	4.91%	0.43%	4.85%	6.32%	1.18%	186.4	0.9%	3,800.0	1.2%
沙特阿拉伯	4.46%	2.25%	2.23%	1.93%	0.33%	15.0	0.1%	336.2	0.1%
马来西亚	3.71%	0.20%	4.35%	6.69%	1.05%	274.8	1.3%	7,400.0	2.4%
南非	3.66%	1.61%	3.28%	4.07%	0.43%	41.2	0.2%	1,100.0	0.4%
哥伦比亚	3.48%	0.07%	3.13%	3.60%	0.39%	46.9	0.2%	1,400.0	0.4%
墨西哥	3.43%	-0.26%	3.57%	3.97%	0.35%	1,900.0	8.8%	54,900.0	17.6%
比利时	3.42%	-0.22%	3.79%	3.90%	1.01%	79.2	0.4%	2,300.0	0.7%
智利	3.35%	-0.20%	3.66%	4.27%	0.38%	64.6	0.3%	1,900.0	0.6%
以色列	3.05%	-0.30%	3.67%	4.46%	0.29%	64.5	0.3%	2,100.0	0.7%
加拿大	2.85%	-0.22%	3.09%	3.33%	0.25%	1,100.0	5.0%	37,200.0	11.9%
中国台湾	2.79%					544.5	2.6%	19,500.0	6.3%
中国香港	2.47%	-0.64%	3.15%	4.23%	3.68%	8.2	0.0%	331.9	0.1%
新加坡	2.03%	0.02%	2.03%	2.41%	0.39%	58.6	0.3%	2,900.0	0.9%
爱尔兰	1.59%	0.29%	1.53%	1.51%	0.19%	74.5	0.4%	4,700.0	1.5%

资料来源：彭博，申万宏源研究

（七）海外央行：沃什考虑减少每年 FOMC 例会次数

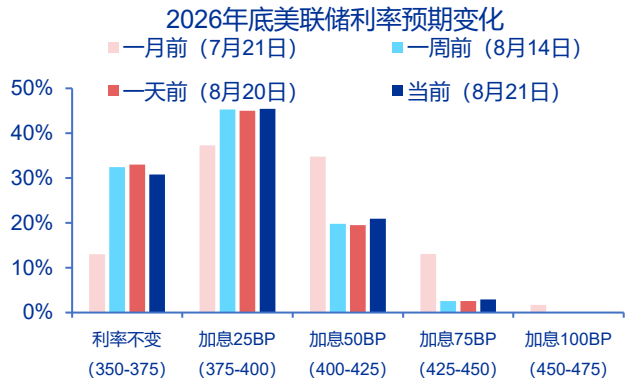
本周，美联储公布了 7 月 FOMC 会议纪要。纪要显示，大多数与会者预计，通胀将在今年剩余时间里回落。但是，多名参会者认为，如果通胀不下降，未来可能需要收紧货币政策。一些与会者称，目前的金融状况可能还不足够具有限制性，无法推动通胀回落至 2%。此外，沃什在会上讨论将一年 8 次议息会议缩减为 6 次，但决策尚未落地，也不会影响 2026 年剩余会议安排。

图表 58：美联储 7 月 FOMC 会议纪要重点

对比维度	6月纪要	7月纪要	主要变化
通胀现状	通胀进一步上升，显著高于2%目标。核心与总通胀双双走高，主要受关税残留、霍尔木兹海峡关闭导致的供应链扰动以及AI投资拉动的需求影响。	通胀仍处高位。6月因能源价格大幅回落，总通胀下行、核心通胀小幅回落。涨价范围仍广，核心服务（剔除住房）偏高，剔除关税与能源后的潜在通胀依然偏高。数据中心材料、智能手机、软件、电力等价格压力突出。	**从“进一步上升”转为“仍高但部分数据回落”；潜在通胀与AI相关品类的压力描述更具体。**
通胀预期与前景	中长期预期仍与2%目标一致。预计近期保持高位后，随关税、能源及海峡效应消退而回落。上行风险仍存，AI需求可能继续推升科技与电力价格。	中长期预期与2%一致，但短期调查预期因中东冲突上升。多数预计年内会回落，但许多人指出通胀可能更持久。过去关税传导已基本完成，新关税影响有限。对AI价格影响的看法出现分化。	**短期预期上行被明确提及；“可能更持久”的表述增强；中东再升级成为核心上行风险。**
通胀风险判断	风险仍偏上行。商品价格与供应链扰动可能持续更久。企业面临明显成本压力，但部分企业因担心需求而谨慎提价。	风险明确偏上行。中东冲突再升级显著加剧不确定性。连续多年高通胀可能开始影响预期与工资-价格设定行为。	**中东冲突被提升为主要上行风险；对预期脱锚的担忧更加直接。**
劳动力市场	失业率过去一年相对稳定，接近长期水平。就业增长加强，与劳动力增长大致匹配。多数指标稳定，指向平衡状态。求职成功率下降反映市场活力偏低。整体并非通胀压力来源。	供需基本平衡，失业率稳定在长期水平附近。就业增长加强，与劳动力增长匹配。部分指标显示温和走强。AI不确定性使招聘与裁员双低，相关技能岗位工资明显上升。仍存在求职成功率低、长期失业率偏高等软点。	**新增“温和走强”判断及AI对技能工资的具体影响；软点仍被提及，但整体描述更趋稳定。**
经济活动	以扎实速度扩张。商业投资强劲且集中于AI，资本支出计划超出此前预期。消费韧性。股市上涨与退税支持高收入家庭，低收入家庭更依赖信贷并受汽油、食品价格挤压。	以扎实速度扩张。商业投资仍强劲且集中于AI。消费近期有所加强。股市上涨支持高收入家庭，中低收入家庭实际可支配收入受通胀侵蚀。	**消费从“有韧性”转为“近期加强”；低收入家庭压力的表述更宽泛。**
主要风险	中东冲突推高不确定性。AI投资有望提升潜在产出，但时点与幅度仍不确定。	中东冲突再升级显著推高不确定性。AI投资若不及预期，可能导致股市大幅重估并拖累消费。AI基建融资（高估值、借贷增加、非银与区域银行暴露、私人信贷）成为新的金融稳定关注点。	**中东风险升级；新增AI融资与私人信贷的讨论。**
政策立场	全体支持维持利率不变。价格稳定的上行风险仍高，就业的下行风险有所缓和。少数认为有加息理由，但最终支持维持。部分认为当前立场不具限制性。	多数支持维持利率，希望会间数据进一步厘清通胀前景。数位明确主张本次加息25个基点，认为价格压力广泛，需要更紧立场，以避免日后更陡峭、更昂贵的紧缩。	**从“全体维持、仅口头提及加息理由”转为“多数维持、已有明确加息主张”。**

资料来源：美联储，申万宏源研究

图表 59：本周美联储年底利率不变概率有所下降



资料来源：芝商所（CME），申万宏源研究

图表 60：市场预期欧央行在 9 月加息(8 月 21 日)

欧央行会议	2.25%	2.50%	2.75%	3.00%
10-Sep-26	4.00%	**96.00%**		
29-Oct-26	3.20%	**76.70%**	20.20%	
17-Dec-26	1.50%	37.00%	**50.70%**	10.90%

资料来源：欧央行观察(ECB Watch)，申万宏源研究

图表 61：市场预期美联储 2026 年 9 月维持利率不变（BP，截止 8 月 21 日）

FOMC会议	325-350	350-375	375-400	400-425	425-450	450-475	475-500
2026/9/16	0.00%	**61.40%**	38.60%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
2026/10/28	0.00%	**49.20%**	43.10%	7.70%	0.00%	0.00%	0.00%
2026/12/9	0.00%	30.70%	**45.40%**	21.00%	2.90%	0.00%	0.00%
2027/1/27	0.00%	25.00%	**42.70%**	25.50%	6.20%	0.50%	0.00%
2027/3/17	0.00%	18.20%	**37.90%**	30.20%	11.50%	2.10%	0.10%
2027/4/28	0.00%	16.30%	**35.80%**	31.00%	13.50%	3.10%	0.40%
2027/6/9	0.00%	14.40%	**33.50%**	31.60%	15.50%	4.30%	0.70%
2027/7/28	0.00%	13.90%	**32.90%**	31.60%	16.10%	4.70%	0.80%
2027/9/15	0.00%	13.90%	**32.80%**	31.60%	16.10%	4.70%	0.80%
2027/10/27	0.20%	14.10%	**32.80%**	31.50%	16.00%	4.70%	0.80%
2027/12/8	0.90%	15.10%	**32.70%**	30.60%	15.40%	4.40%	0.80%

资料来源：芝商所（CME），申万宏源研究

图表 62：联储官员倾向（截止 8 月 21 日）

		鸽派		中性			鹰派
2026	主席		沃什（2040）				
	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 63：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
戴利（Mary Daly）	旧金山联储主席	×	8月20日	没有看到需要**先发制人加息**的证据。债券收益率上升并不发出政策方面的信号。美联储政策处于良好状态。正在寻找更令人担忧的通胀迹象，但目前尚未看到。担心**多重通胀冲击的叠加效应**。 未有迹象显示劳动力市场正在推高通胀。无论财政部采取何种行动，美联储都将坚守其职责。未见任何劳动力市场疲软的迹象。未见**AI建设热潮引发广泛的通胀溢出效应**。 两份较温和的通胀数据并未使通胀形势变得明朗。劳动力市场稳定，我关注的是通货膨胀。	中性
穆萨勒姆（Alberto Musalem）	圣路易联储主席	×	8月20日	资本竞争正在影响债券市场。债券市场抛售是由政府借贷以及人工智能建设相关的融资需求增加所驱动，而不是对美联储信誉的质疑。	中性

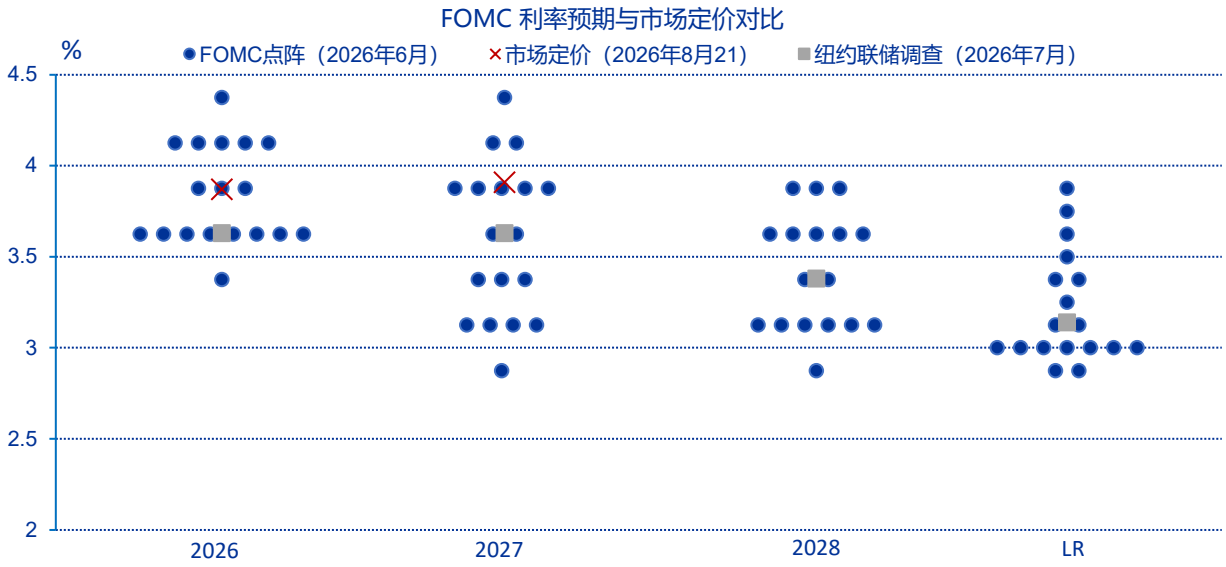
资料来源：美联储，申万宏源研究

图表 64：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
雷恩(Olli Rehn)	管理委员会委员	×	8月18日	**前瞻性指引应继续保留。**	中性
莱恩(Philip R. Lane)	欧洲央行执委	√	8月18日	通胀将在年内剩余时间**维持在3%左右水平。**局势确实充满不确定性。目前食品通胀相对较低。**天气事件**对通胀造成上行压力。天气事件的影响将主要体现在**2027年。**食品通胀将成为2027年通胀的主要驱动因素。欧洲经济正在增长。欧洲经济增长不算太差。各国政府需要避免“**过于笼统**”的补贴方案。	中性
雷恩(Olli Rehn)	管理委员会委员	×	8月19日	目前‘没有明显迹象’表明出现**第二轮效应。**	中性
拉加德（Christine Lagarde）	行长	√	8月19日	欧洲绝不能错过**AI革命**带来的机遇。	中性
卡扎克斯（Mārtiņš Kazāks）	管理委员会委员	×	8月21日	欧洲央行具备充分条件，**必要时可采取行动以推动通胀率回归2%。**我们将在**9月**根据数据做出决定。进一步加息有利有弊。我们看到工资增长逐渐放缓。在**不确定环境**下，前瞻性指引适得其反。	中性

资料来源：欧央行，申万宏源研究

图表 65：美联储点阵图及市场预期（截止 8 月 21 日）



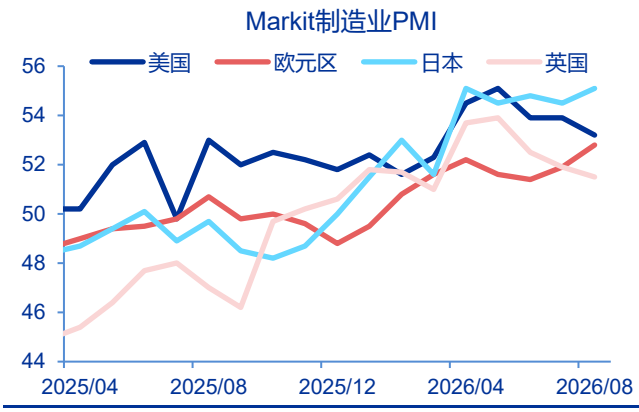
资料来源：美联储、芝商所（CME），申万宏源研究

（八）PMI：8 月美欧日英 Markit 服务业 PMI 均上升

Markit 制造业 PMI 方面，8 月美国、英国制造业 PMI 分别小幅回落至 53.2、51.5，而欧元区、日本制造业 PMI 分别反弹至 52.8、55.1。综合而言，发达经济体制造业 PMI 仍处于景气区间。

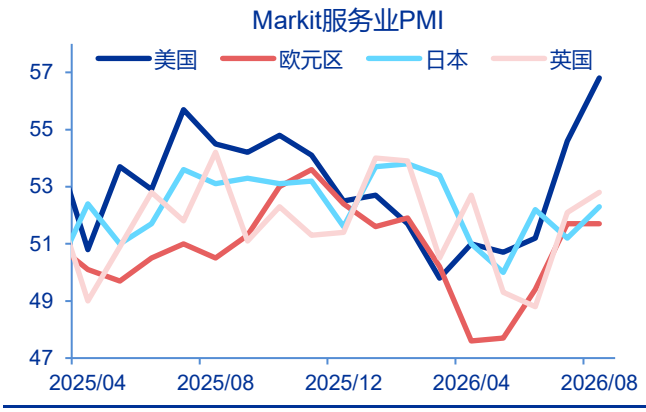
Markit 服务业 PMI 方面，8 月美欧日英服务业 PMI 均出现上升，其中美国提升幅度最大，由 7 月的 54.6 提升至 56.8，相较其他发达经济体差距拉大，或对应美国就业预期改善。

图表 66：美国 8 月 Markit 制造业 PMI 回落



资料来源：Wind、申万宏源研究

图表 67：8 月美欧日英 Markit 服务业 PMI 均上升



资料来源：Wind、申万宏源研究

（九）高频：失业金初申领人数低于市场预期

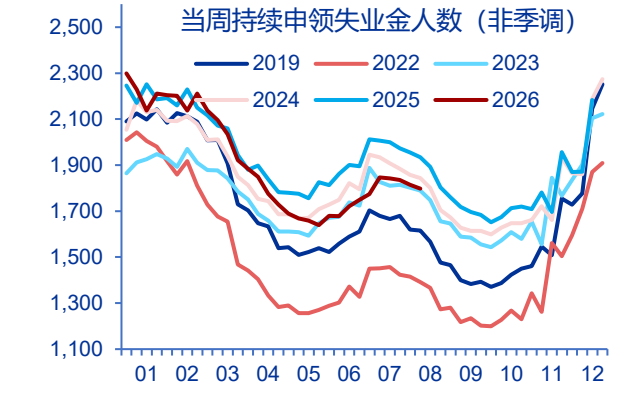
截止 8 月 15 日当周，美国失业金初申领人数 20.6 万人，低于市场 21 万人的预期。截止 8 月 8 日当周，续请失业金人数 179.9 万人，高于市场 178.8 万人的预期（均为季调口径）。从非季调口径来看，美国两口径失业金申领人数数据均符合历史规律。

图表 68：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 69：当周持续申领失业金人数（非季调）



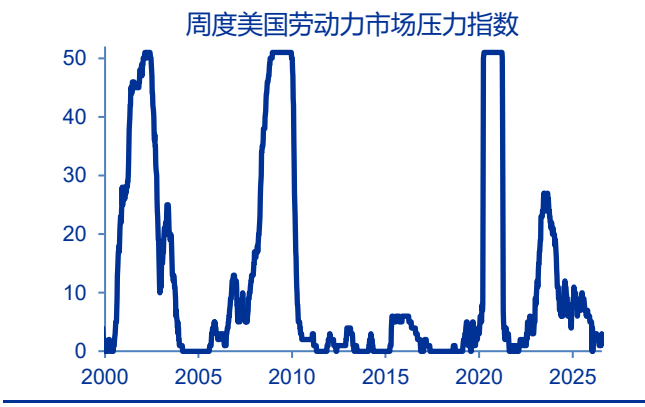
资料来源：CEIC、申万宏源研究　注：单位为千人

图表 70：周度职位空缺数小幅回落



资料来源：CEIC、申万宏源研究

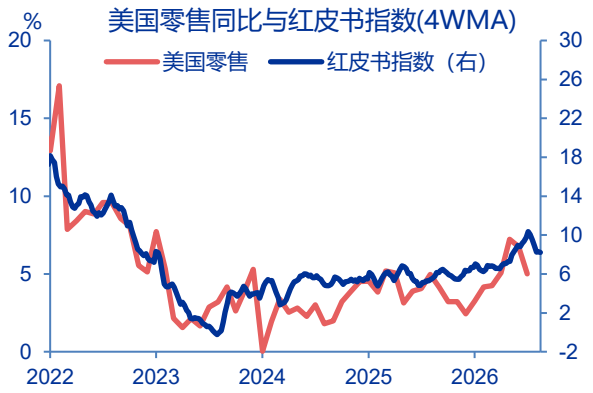
图表 71：美国州层面的失业压力不大



资料来源：美联储、申万宏源研究

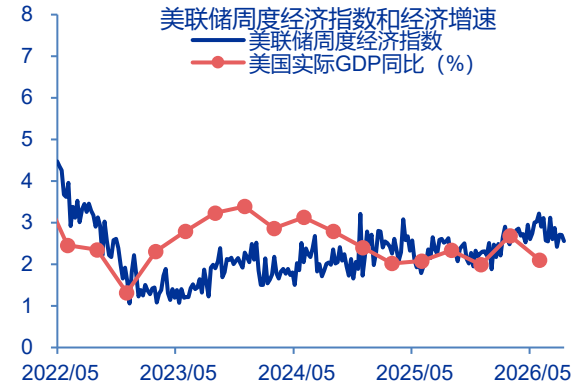
注：数据为美国各州中失业加速的州数统计

图表 72：美国红皮书零售指数回落



资料来源：CEIC、申万宏源研究

图表 73：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：关注沃什杰克逊霍尔讲话

图表 74：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
8月	24	25	26 20:30 US 7月PCE、个人收入	27 9:00 CN 7月工业企业利润	28 22:00 US 沃什 杰克逊霍尔年会讲话	29	30
	31 9:30 CN 8月中采PMI						
9月		1 17:00 EU 8月CPI 22:00 US 8月ISM制造业PMI 7月JOLT职位空缺	2 20:15 US 美国8月ADP就业	3 22:00 US 8月ISM非制造业PMI	4 20:30 US 8月非农就业	5	6

资料来源：各国统计局，申万宏源研究

风险提示

1、美国金融条件超预期收紧。若美国利率、汇率及资产价格波动加大，居民和企业部门可能面临一定调整压力。

2、地缘政治冲突升级。美伊冲突尚未终结，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。

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。



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。