下载日志已记录，仅供内部参考

Jackson Hole 释放鹰派信号，美国经济还能承受更高利率吗?

2026 年 08 月 30 日

核心观点

- **本周主要事件及下周关注点：**8 月 24 日至 8 月 28 日当周，（1）Jackson Hole 释放偏鹰信号，美联储重新强化通胀纪律。8 月 28 日，沃什在 Jackson Hole 全球央行年会上重申 2%的 PCE 通胀目标“固定且坚定”，并表示如果基础通胀不能清晰且足够快速地向 2%回落，美联储仍“有工作要做”，讲话后市场明显上调 9 月及年内加息概率，短端美债收益率和美元走强，黄金等无息资产承压。本次会议，沃什进一步明确了未来美联储的政策反应函数：通胀仍是当前政策约束的核心，AI 资本开支持续支撑企业投资和经济韧性，使美国短期缺乏迫切降息需求；与此同时，财政赤字、国债供给和 AI 企业融资共同推高长期资本需求，10 年期和 30 年期美债收益率维持高位，房地产和长久期融资成本持续承压，进一步收紧的边际成本正在上升。就业市场目前仍接近充分就业，但已经呈现“低招聘、低裁员、低流动”的特征，三四季度需要重点观察是否进一步转向招聘冻结和裁员增加。综合来看，我们仍将维持利率作为基准情景，同时保留一次加息的风险判断；未来政策路径可概括为“AI 决定经济韧性、长端利率决定金融约束、就业决定政策拐点”。（2）美伊谈判边际推进，霍尔木兹海峡风险溢价回落。8 月 27 日，卡塔尔推动伊朗与阿曼围绕临时航运通道、扫雷和通航管理展开磋商，海峡船舶通行量边际回升；8 月 28 日，伊朗仍强调对霍尔木兹海峡的控制，美国则继续扩大对伊朗航运、黄金、技术和数字资产等领域的制裁。短期市场更倾向交易谈判推进和通航改善，原油地缘溢价明显压缩；中期仍需观察美国是否放松港口封锁和部分制裁、伊朗是否稳定开放航道。（3）美加贸易摩擦转向实质反制。8 月 25 日，加拿大宣布自 9 月 8 日起对约 200 亿美元美国商品加征 15%、25%或 50%的报复性关税，并推出 75 亿加元援助计划；特朗普进一步提出自 2027 年起将加拿大汽车、卡车、零部件和钢铁关税提高至 50%。美加在汽车、钢铝、能源和木材等领域供应链高度融合，双向关税将提高北美制造业中间投入成本，并可能通过汽车、建筑材料和食品价格向美国通胀传导。（4）下周重点关注 9 月 1 日美国 7 月 JOLTS 职位空缺和 8 月 ISM 制造业 PMI、9 月 3 日 ISM 服务业 PMI，以及 9 月 4 日公布的 8 月非农就业报告。若就业继续降温，美联储 9 月加息预期可能回落，短端美债和黄金有望获得支撑，美元上行动能减弱；若就业与服务通胀保持韧性，短端利率和美元仍有进一步上行风险。

- **本周主要资产表现：**（1）黄金价格明显下跌，COMEX 黄金期货收于 4453.80 美元/盎司，较周前下跌 3.43%。Jackson Hole 后美联储加息风险重新升温，美元走强、短端实际利率预期抬升，叠加美伊谈判缓和带动避险溢价回吐，共同压制金价。中长期看，财政赤字、央行储备多元化和地缘风险仍支撑黄金中枢，下一轮趋势性上行需要等待就业降温、实际利率回落和美元转弱进一步兑现。（2）原油价格明显回落，WTI 和布伦特原油分别收于 83.40 美元/桶和 89.31 美元/桶，较周前下跌 4.20%和 5.38%。美伊停火及海峡通航谈判释放积极信号，叠加美国原油库存增加和消费边际降温，推动前期地缘风险溢价快速回吐。中长期看，基准情形仍偏向地缘溢价逐步回落、价格中枢震荡下移，但海峡通航和制裁变化仍可能带来较大事件性波动。（3）美债收益率曲线明显分化，2 年期美国国债收益率收于 4.34%，较周前上行 10BP；10 年期收益率收于 4.73%，下行 1BP。短端主要交易 Jackson Hole 后的加息风险，长端

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

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，稳中育新——“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，循势而兴—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

下载日志已记录，仅供内部参考

则受到消费降温、油价回落和配置需求支撑；但 30 年期收益率仍处 5%以上，财政赤字、国债供给和 AI 企业融资对长期资本的争夺使市场对长端高利率的担忧持续发酵。中期短端下行弹性预计高于长端，曲线最终仍可能重新陡峭化。（4）中债收益率小幅上行，10 年期中国国债收益率收于 1.6949%，较周前上行 1.10BP。工业企业利润改善、权益市场回暖和政策预期边际转强，对债市形成一定分流；同时 MLF 当月净回笼 1000 亿元带来资金面扰动，但央行后续隔夜逆回购继续呵护月末流动性。中长期看，低通胀、适度宽松货币政策与机构配置需求仍将约束收益率持续上行。（5）美元指数小幅走强，收于 99.6831，较周前上涨 0.29%。Jackson Hole 偏鹰信号和核心通胀黏性强化高利率预期，欧元和英镑分别下跌 0.23%和 0.40%；美元兑日元上涨 0.19%至 160.11，美日利差仍压制日元，但美日联合干预预期限制进一步贬值空间；美元兑人民币中间价基本稳定在 6.7811。（6）美股震荡收涨，科技板块继续占优。纳斯达克、道琼斯和标普 500 分别上涨 0.85%、0.53%和 0.49%，英伟达业绩继续验证 AI 资本开支与盈利韧性，信息技术和通讯服务分别上涨 1.80%和 1.56%；Jackson Hole 后的利率压力则限制估值进一步扩张。中长期看，美股仍有盈利和 AI 产业支撑，但长端利率高位将约束估值，行情将进一步从资本开支预期转向收入、利润和自由现金流兑现。

- **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。

下载日志已记录，仅供内部参考

目录
Catalog

一、 Jackson Hole 全球央行年会点评：沃什偏鹰 4
（一） 沃什重申通胀纪律，但更重要的是重新定义美联储的政策反应函数 4
（二） AI 正在改变美国经济的抗压能力，也是沃什能够继续偏鹰的重要底气 4
（三） 真正的压力集中在房地产和长久期融资，长端利率正成为新的金融约束 5
（四） 就业仍处“充分就业”，真正的风险在于三四季度可能进入就业冻结 6
（五） 本周其他重要事件与下周主要关注 7
二、 全球主要资产表现 8
（一） 贵金属 8
（二） 原油市场 9
（三） 债券市场 10
（四） 外汇市场 12
（五） 权益市场 12
三、 风险提示 13

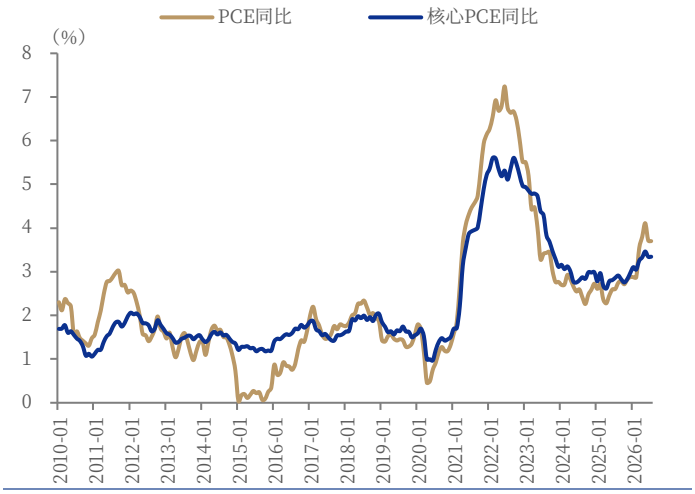
下载日志已记录，仅供内部参考

一、Jackson Hole 全球央行年会点评：沃什偏鹰

（一）沃什重申通胀纪律，但更重要的是重新定义美联储的政策反应函数

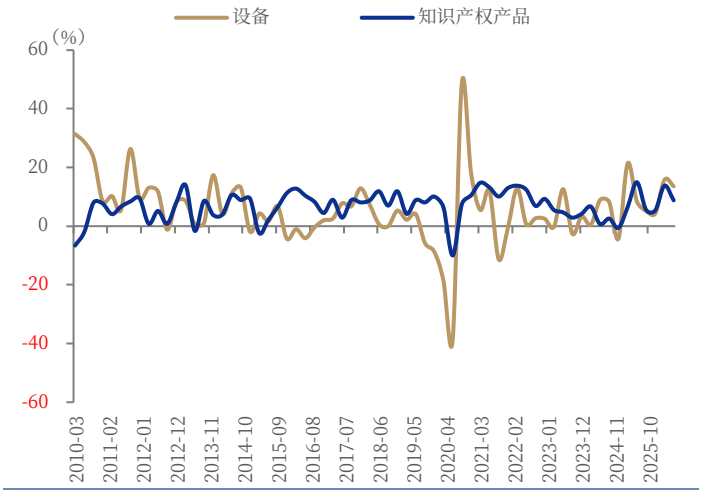
8 月 28 日，沃什在 Jackson Hole 年会上释放了就任以来最清晰的一次政策信号。沃什明确表示，美联储 2%的 PCE 通胀目标是“固定且坚定”的目标，如果基础通胀不能清晰、足够快地向 2%回落，美联储仍“有工作要做”；同时，他在演讲结尾特别强调，自己承诺的是一种“纪律”，未来每一次具体决策都将取决于当时的经济数据和金融条件。**因此，这次讲话的核心在于重新打开加息这一政策选项，同时强化美联储的通胀信誉和政策威慑**。讲话后，市场迅速上调 9 月加息概率，短端美债收益率明显上行，美元走强，黄金、白银和高估值科技成长资产受到压制，反映市场此前对沃什政策倾向的定价出现明显修正。

图1：美国通胀仍高于目标，沃什重申 2%通胀纪律



资料来源：Wind,中国银河证券研究院

图2：AI 资本开支持续扩张，美国企业投资保持韧性



资料来源：Wind,中国银河证券研究院

注释：指标为美国非住宅固定投资分项数据的环比折年率

从当前经济条件看，我们认为一次加息仍属于需要防范的重要风险情景，但经济层面暂时缺乏必须立即加息的充分必要性。沃什此次最强的鹰派论据来自通胀。当前美国核心 PCE 同比仍在 3%以上，整体 PCE 也明显高于 2%目标，服务价格、关税和能源冲击仍可能造成价格压力反复。近期部分 CPI 和 PCE 数据虽然低于预期，但沃什更关注通胀的底层趋势和价格上涨的广度，希望看到多个连续月份的改善，而非依赖单月数据判断政策转向。换句话说，美联储现在更加重视“通胀是否真正重新锚定在 2%附近”，这也是沃什反复强调政策纪律的原因。

与此同时，当前数据更支持美联储保持限制性利率并继续观察。7 月核心 PCE 环比仅上涨 0.2%，实际个人消费支出环比持平，消费增速较 5 月和 6 月已经明显降温；就业市场也逐步由此前的高热状态转向低流动状态。如果 8 月就业继续放缓、服务通胀没有再次加速，同时能源价格随着美伊局势缓和而回落，那么进一步加息能够带来的边际通胀改善可能有限，而地产、企业融资和财政利息负担将进一步上升。**因此，我们更倾向于将沃什此次讲话理解为：美联储希望重新建立“通胀反复就会采取行动”的可信威慑，一次加息是通胀重新加速情况下保留的重要政策工具，当前基准情景仍偏向维持利率观察**。

（二）AI 正在改变美国经济的抗压能力，也是沃什能够继续偏鹰的重要底气

这次讲话中一个容易被忽视、但对未来政策框架更加重要的变化，是沃什把 AI 放到了潜在增长、生产率、就业和通胀的统一框架中讨论。**沃什明确指出，美国正处于一个可能改变长期增长潜**

下载日志已记录，仅供内部参考

力的“历史转折点”，AI 可能成为新的生产要素。当前美国设备与无形资产投资保持较快增长，今年相当大一部分资本开支增量可能来自 AI 基础设施建设；标普 500 企业盈利也保持较高增速。即使传统地产、部分制造业和居民消费已经感受到高利率压力，美国经济总量仍没有明显失速，AI 资本开支正在成为这一轮经济韧性的核心来源。

英伟达 8 月 26 日公布的第二财季业绩进一步验证了这一趋势：公司营收达到 962 亿美元，同比增长 106%，数据中心业务收入达到 890 亿美元，同比增长 117%，下一财季营收指引达到 1080 亿美元。 这说明数据中心、GPU、高带宽存储、网络设备、电力系统和相关基础设施仍处于强劲扩张阶段。AI 正在形成一股明显的逆周期力量，使企业资本开支在高利率环境下仍保持较强增长。

这也是为什么我们认为，当前美国经济缺乏迫切降息的必要性。过去的高利率周期通常通过房地产投资下滑、企业资本开支收缩和失业率上升实现需求降温，而这一轮 AI 建设明显对冲了传统利率敏感部门的下行压力。大型科技企业持续建设数据中心、采购 GPU 和 HBM，电网、天然气发电、核电以及软件和模型研发也同步扩张，美国企业投资因此能够在较高利率环境下维持韧性。

更深一层看，AI 对通胀存在明显的阶段性差异。短期内，AI 建设需要大量芯片、电力、铜、土地、工程建设和高技能劳动力，会提高资本品和资源品需求，也可能抬升均衡实际利率；中长期如果 AI 真正推动全要素生产率提升，则潜在 GDP 增速可能提高，在相同需求水平下，单位产出成本下降，有助于缓解通胀。因此，沃什目前更加谨慎地评估 AI 对于供需两端的影响，也意味着未来美联储越来越需要重新评估传统的产出缺口和中性利率模型。

这背后的一个重要含义是：AI 可能让美国在更高利率下维持更高的增长，也可能意味着中性利率中枢较过去十年的低利率时代有所抬升。如果这一趋势成立，美联储未来降息空间可能低于过去几个周期，市场对长期利率中枢的判断也需要相应调整。

（三）真正的压力集中在房地产和长久期融资，长端利率正成为新的金融约束

沃什在讲话中提到，美国企业债信用利差仍接近历史低位，杠杆贷款发行保持较强，银行商业与工业贷款标准总体并不紧张，因此大型企业尤其是优质科技公司的融资能力仍然较强。**但这一平均状态掩盖了明显的结构分化：房地产、农业、部分中小企业以及其他长久期资产已经面临持续高企的资金成本，美国 30 年期按揭贷款利率、商业地产融资利率和企业长期债务成本均处于偏高水平。这里恰好可以解释近期短端政策利率和长端市场利率越来越分离的现象。**美国当前存在两类越来越大的长期融资需求。

第一类来自财政。美国财政赤字仍处高位，国防支出、利息支出以及中期选举前的财政政策意味着国债供给仍然较大。美国财政部甚至开始讨论利用接近万亿美元的财政部一般账户余额扩大国债回购，以改善长端市场流动性和期限结构。**第二类来自 AI。**数据中心、GPU、电力设施和网络建设都属于资本密集型项目，科技企业正在越来越多地利用债券市场支持长期资本开支。于是，一个新的资本市场结构正在形成：美国财政部和 AI 科技企业正在同时争夺长期资本。这会提高长期资金需求，抬升期限溢价，使 10 年期和 30 年期收益率持续受到供给端压力。

因此，AI 在这里呈现出很有意思的双重作用：AI 一方面支撑经济增长和企业盈利，另一方面通过高强度资本开支和债券融资推高长期资金价格。这也是为什么美联储即使维持联邦基金利率不变，美国经济仍可能面临“市场自主收紧”的金融环境。这一变化对于地产尤其重要。住房和商业地产的融资成本更多取决于长端利率，而长端利率当前受到财政赤字、AI 资本开支和期限溢价共同影响。因此，继续加息会进一步增加地产和长久期资产的压力，同时对抑制 AI 和高端制造投资的效果可能有限。这会让美联储未来的政策权衡更加复杂。

这也与沃什弱化前瞻指引的政策方向有关。他希望让市场更多依靠经济数据自主形成价格，但更高的政策不确定性也可能要求投资者获得更高的期限溢价。因此，未来即使政策利率保持稳定，长端收益率仍可能保持较大波动。对资产定价而言，这意味着短端看美联储，长端越来越需要看财

下载日志已记录，仅供内部参考

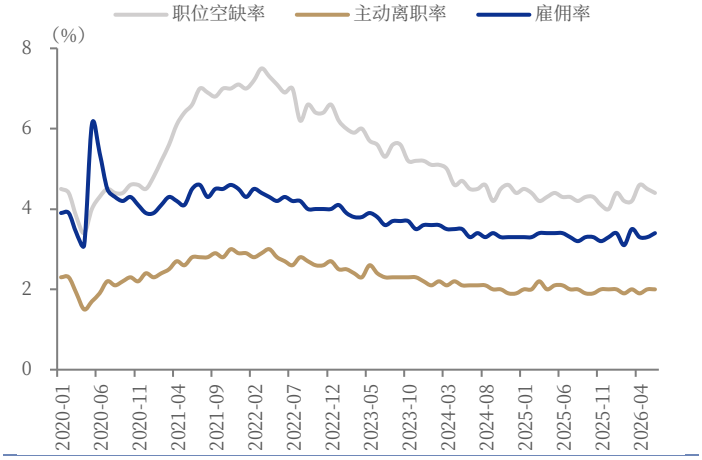
政、AI 融资和期限溢价。

图3：长端融资成本维持高位，房地产成为主要承压部门



资料来源：Wind,中国银河证券研究院

图4：美国就业进入低招聘、低离职阶段，劳动力市场流动性下降



资料来源：Wind,中国银河证券研究院

（四）就业仍处“充分就业”，真正的风险在于三四季度可能进入就业冻结

沃什目前仍然认为美国就业市场与充分就业基本一致。失业率仍在 4%左右，初请失业金人数没有持续快速上升，企业也没有出现大规模裁员。在劳动力供给增长明显放缓的背景下，美国每个月维持失业率稳定所需要的新增就业本身已经下降，因此较低的非农新增就业未必意味着经济已经进入衰退。**但当前美国劳动力市场已经呈现非常明显的“低招聘、低裁员、低流动”状态**。企业暂时不愿意大规模裁员，同时也不愿意明显增加招聘；员工主动离职意愿下降，应届毕业生、新进入劳动力市场的人群以及主动换工作者寻找岗位的难度上升。这样的劳动力市场在经济稳定时期可以维持一段时间，但一旦企业盈利预期下降或者 AI 资本开支边际放缓，低招聘状态可能快速演化为招聘冻结，并进一步向裁员扩散。

本周美国劳工统计局公布的初步基准修正显示，截至 2026 年 3 月的一年内，非农就业人数需要下修约 7.9 万人，其中私营部门下修 17.8 万人。这一调整幅度虽然远低于上一年度，但仍意味着就业增长的真实强度略弱于此前公布的数据。**因此，三四季度就业数据的重要性可能超过单月 CPI。下一阶段可以重点观察三个指标：新增就业能否重新稳定在正增长区间、职位空缺和招聘率是否继续下降、初请失业金人数是否开始连续抬升**。如果新增就业保持低位，但失业率和初请失业金仍然稳定，美联储仍有空间将通胀放在政策优先位置；如果招聘持续下滑，并开始伴随初请失业金上升，就业市场就可能进入“招聘冻结+裁员增加”的阶段。届时，美联储进一步加息的空间会明显缩小，政策反应函数也会更快转向增长和就业风险。

综合来看，沃什此次 Jackson Hole 讲话进一步强化了美联储的通胀纪律，同时提高了一次加息的政策可信度。当前美国经济可以概括为三方面特征：

第一，AI 资本开支持续支撑增长韧性。企业投资、科技盈利和数据中心建设仍保持较快增长，美国经济短期缺乏迫切降息需求。同时，AI 资本开支本身也会增加芯片、电力、资源品和高技能劳动力需求，使短期通胀存在一定韧性。第二，长端金融条件已经明显收紧。财政赤字、国债供给和 AI 企业融资共同增加长期资本需求，房地产和其他利率敏感部门正承受更高融资成本。美联储即使保持政策利率不变，长期市场利率也可能继续发挥收紧金融条件的作用。第三，就业仍处充分就业附近，但低招聘和低流动特征越来越明显。三四季度就业数据可能成为政策路径变化的关键变量。如果就业维持稳定，美联储仍有时间观察通胀；如果就业市场进一步进入冻结状态，政策重心将更快向增长风险倾斜。

因此，我们目前仍将维持利率作为基准情景，同时保留一次加息的风险判断。一次加息更可能

下载日志已记录，仅供内部参考

出现在能源价格重新大幅上涨、关税推动商品价格广泛上升、服务通胀重新扩散或者通胀预期明显抬升的情景下。当前增长、就业与金融条件的组合，使 9 月直接加息仍需要更充分的数据确认。对资产定价而言，Jackson Hole 之后最值得关注的是四个变量：短端看美联储，长端看财政与 AI 融资；就业决定政策拐点，AI 决定经济韧性。未来即使美联储维持利率不变，美国金融条件也可能通过长端收益率继续自行调整。

（五）本周其他重要事件与下周主要关注

除了 Jackson Hole，本周另外两条值得单独展开的是美伊谈判和美加贸易摩擦：

美伊关系继续在外交缓和与经济施压之间反复。8 月 27 日，卡塔尔总理访问德黑兰，相关磋商集中于分阶段外交框架，其中包括伊朗与阿曼建立临时航运通道、推进海峡扫雷与通航管理等安排；同日霍尔木兹海峡可观察到的商品船舶通行量由前一日的 8 艘回升至 10 艘，但仍明显低于过去 10 日约 15 艘的平均水平，说明航运正在边际恢复，距离正常化仍有较大差距。8 月 28 日，伊朗革命卫队海军再次强调对霍尔木兹海峡拥有“完全控制”，并表示现有通航限制将持续至美国停止军事行动并履行相关承诺；与此同时，美国继续扩大对伊朗数字资产、技术、黄金、航空和航运领域的制裁，并将次级制裁作为压迫伊朗谈判的重要工具。伊朗国内经济压力也在明显上升，过去半年战争与制裁导致其外贸规模下降约 35%、通胀升至较高水平，这使恢复此前短期缓和安排具有更强经济动机，但伊朗仍坚持将海峡管理权作为谈判核心筹码。 因此，本周油价虽然在停火协议传闻、船舶通行改善以及市场获利了结推动下明显回落，但当前地缘溢价更多表现为“压缩而未消失”。 后续如果美国愿意以解除港口封锁、放松部分制裁交换稳定通航，油价仍有进一步回吐空间；如果谈判重新停滞、伊朗收紧航道或美国扩大次级制裁，供给风险将迅速重新进入定价。

美加关税战转向实质反制，北美供应链摩擦明显升级。8 月 25 日，加拿大政府宣布自 9 月 8 日起对约 200 亿美元美国商品实施报复性关税，涉及约 700 类产品，税率分别为 15%、25%和 50%，并同步推出 75 亿加元支持计划，为受美国关税影响的企业和工人提供融资与缓冲。此次措施直接回应美国此前对加拿大木材、钢铝以及其他产品加征关税，也意味着此前围绕豁免、配额和行业谈判的摩擦开始进入更系统的双向反制阶段。与此同时，特朗普进一步表示，自 2027 年 1 月 1 日起将加拿大汽车、卡车、汽车零部件和钢铁进口关税提高至 50%，并继续强化“在美国本土生产即可享受零关税”的产业回流导向。这一轮美加摩擦的经济含义高于一般双边贸易争端，因为美国和加拿大在汽车、钢铝、能源、木材和农产品等领域形成了高度一体化的跨境供应链，零部件甚至可能在最终组装前多次跨越边境。高关税会直接提高北美制造业中间投入成本，也可能通过汽车、建筑材料和食品价格向美国通胀传导。加拿大方面则希望通过“等额反制”和针对美国关键州的商品选择，提高特朗普政府在中期选举前的政治成本。中期看，如果双方继续扩大反制范围，USMCA 框架本身也可能面临更大压力，加拿大对美国单一市场依赖较高的产业将承受更明显增长压力，美国则需要面对供应链回流成本上升和终端价格走高之间的权衡。

下周全球资本市场重点在于美国就业数据对 Jackson Hole 鹰派定价的验证、美伊谈判进展与北美贸易摩擦的进一步演化。下周值得关注的重点事件主要包括：（1）9 月 1 日公布的美国 7 月 JOLTS 职位空缺及 8 月 ISM 制造业 PMI，观察劳动力市场是否继续向“低招聘、低流动”演变，以及制造业景气能否维持韧性；（2）9 月 3 日公布的美国 8 月 ISM 服务业 PMI，以及 9 月 4 日公布的 8 月非农就业报告，后者将成为判断 9 月 FOMC 政策路径的核心数据；（3）美伊围绕霍尔木兹海峡通航、港口封锁与制裁安排的后续谈判，重点关注临时航运机制能否升级为可执行的正式协议；（4）9 月 8 日加拿大对约 200 亿美元美国商品加征报复性关税前的最后谈判窗口，关注汽车、钢铝等北美高度一体化产业链是否获得豁免。当前市场一方面正在消化沃什在 Jackson Hole 重申 2%通胀目标、重新提高一次加息风险的政策信号，另一方面美国就业和消费已出现边际降温迹象，后续数据将决定高利率维持更久的预期能否延续。若非农、职位空缺和工资增速继续走弱，美联储

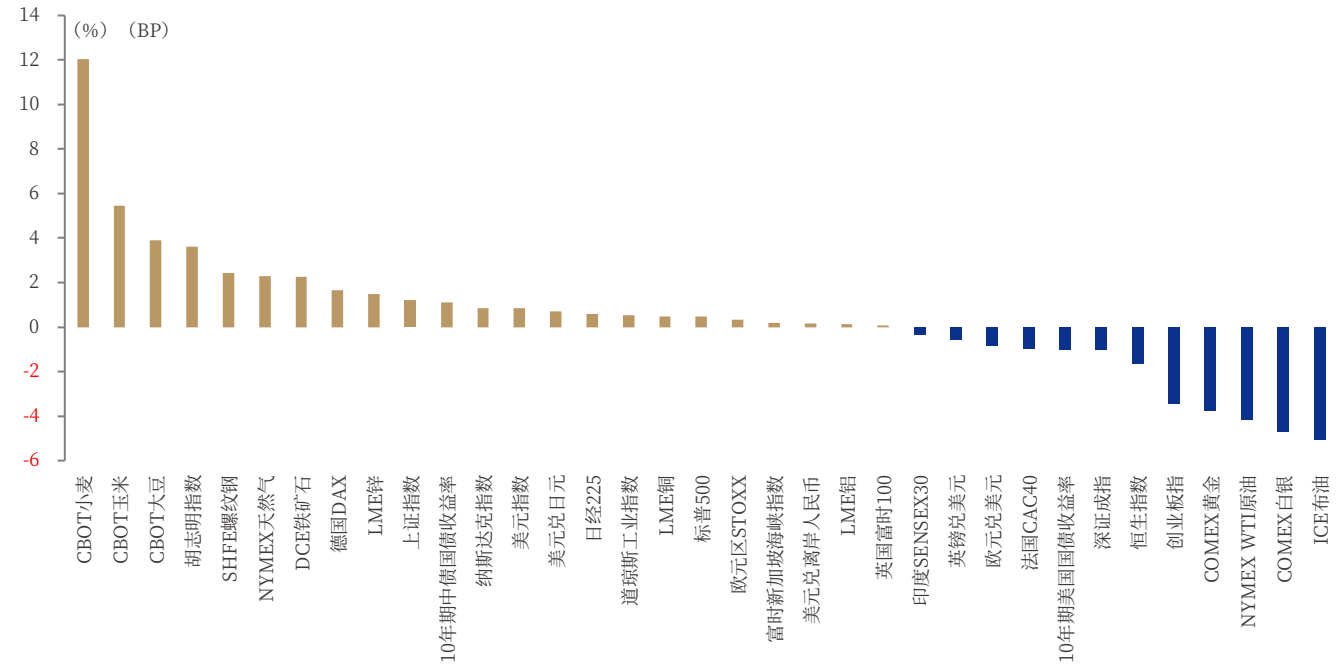
下载日志已记录，仅供内部参考

9 月加息预期可能回落，短端美债和黄金有望获得支撑，美元上行动能减弱，高估值成长资产的利率压力也将缓和；若就业保持较强、服务通胀韧性延续，短端利率和美元仍有重新上行风险。与此同时，美伊谈判若推动霍尔木兹海峡通航进一步恢复，原油地缘溢价或继续回落，并缓解全球再通胀压力；若谈判再度受阻，能源价格可能重新冲高。美加贸易摩擦则更多影响北美制造业成本与美国商品通胀预期，若关税如期落地，汽车、钢铝和工业链条面临成本压力，也可能进一步抬升长端通胀与期限溢价。

二、全球主要资产表现

8 月 24 日至 28 日当周，全球大类资产主要围绕“Jackson Hole 鹰派信号、美伊谈判反复、AI 盈利韧性与天气扰动”展开定价。沃什在杰克逊霍尔会议上重申 2%通胀目标，并保留进一步收紧政策的可能，推动市场重新上调高利率维持时间和短端政策利率预期，美元随之走强；但 10 年期美国国债收益率全周仍小幅下行 1BP，反映长端同时受到美国消费边际降温、实际支出放缓、地缘风险反复以及期限资金配置需求的支撑，市场更多表现为“政策端偏鹰、增长端偏弱”的对冲。商品方面，美伊停火与霍尔木兹海峡通航谈判一度取得进展，市场对原油供应中断的担忧明显缓和，叠加库存因素，国际油价明显回落；黄金和白银则受到美元走强、实际利率高位以及避险溢价边际回吐的共同压制。农产品成为周内最强方向，CBOT 小麦、玉米和大豆明显上涨，除前期低位补涨和部分产区供应预期收紧外，厄尔尼诺相关天气异常重新扰动全球作物产量预期，高温、降水分布不均及部分主产区土壤墒情变化提高了市场对北美、南美及黑海地区粮食单产的担忧，推动天气风险溢价快速回升。权益市场整体偏震荡，美股在英伟达财报继续验证 AI 资本开支韧性的支撑下保持小幅上涨，但高利率和科技股高估值限制上行斜率；欧洲股市分化，德国 DAX 相对偏强，法国市场承压。A 股内部继续呈现结构性分化，上证指数上涨，而创业板、深证成指和港股明显回落，反映资金继续在高股息、周期与科技成长之间轮动。

图5：2026 年 8 月 24 日至 8 月 28 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

（一）贵金属

8 月 24 日至 8 月 28 日当周，黄金价格震荡下跌，核心压力来自美联储鹰派预期重新升温、美

下载日志已记录，仅供内部参考

元走强以及地缘避险溢价回吐。截至 8 月 28 日，COMEX 黄金期货收于 4453.80 美元/盎司，较周前下跌 3.43%；伦敦金现收于 4453.67 美元/盎司，较周前下跌 3.24%。

8 月 28 日，沃什在 Jackson Hole 重申 2%的通胀目标“坚定不移”，并明确表示如果基础通胀不能足够快速地回落，美联储仍有进一步行动空间，市场上调 9 月加息概率，短端利率和实际利率预期抬升，对无息资产黄金形成明显压制。同期美元指数上涨，进一步提高非美元投资者持有黄金的成本。与此同时，美国 7 月核心 PCE 同比仍为 3.3%，虽然实际消费有所降温，但通胀黏性强化了“高利率维持更久”的定价。地缘方面，美伊围绕霍尔木兹海峡通航和停火框架一度传出积极进展，市场对原油供应中断和中东局势进一步失控的担忧下降，WTI 和布伦特同步大跌，黄金此前积累的部分避险溢价随之回吐。此外，金价前期快速上涨后处于高位，Jackson Hole 会议前后部分资金集中兑现收益，也放大了周内调整幅度。

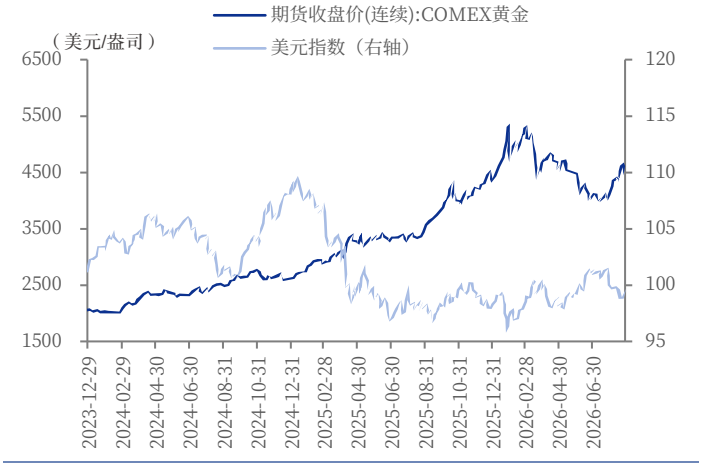
中长期看，黄金的战略配置逻辑仍然成立，但短期需要等待实际利率和美元重新转弱后，趋势性上行动能才会进一步增强。当前最大的约束仍来自沃什领导下美联储对通胀纪律的重新强化，只要核心通胀维持在 3%以上、AI 资本开支和企业投资继续支撑经济韧性，美联储就具备维持高利率甚至保留一次加息的空间，黄金仍可能经历较大波动。中期随着高利率对消费、房地产和就业的压力逐步显现，如果三四季度劳动力市场由“低招聘、低流动”进一步转向就业明显降温，美联储加息必要性将下降，实际利率回落有望重新改善黄金定价环境。与此同时，美国财政赤字和政府债务持续扩张、全球央行储备多元化、贸易摩擦和地缘冲突常态化仍构成黄金中长期支撑。综合来看，短期黄金仍处于高位调整和政策预期再定价阶段，中长期价格中枢仍有支撑；重新打开上行空间需要看到就业降温、实际利率回落以及美元走弱三个条件逐步兑现。

图6：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7：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

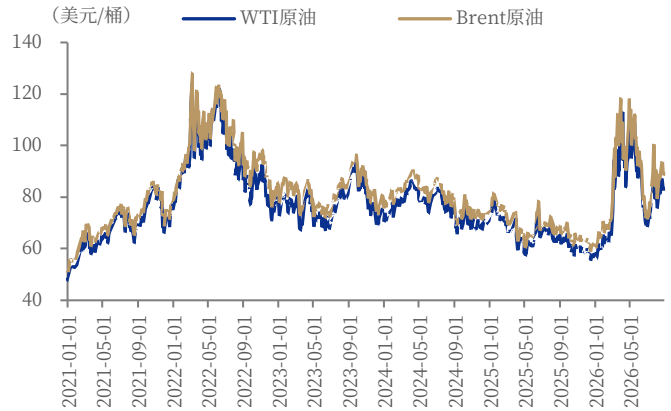
8 月 24 日至 8 月 28 日当周，原油价格震荡回落，驱动来自美伊谈判释放缓和信号、霍尔木兹海峡通航预期改善以及库存端压力上升。截至 8 月 28 日，WTI 原油期货收于 83.40 美元/桶，较周前跌 4.20%；布伦特原油期货收于 89.31 美元/桶，较周前跌 5.38%。

周内传出美国与伊朗已就停火框架、海峡航行自由和后续谈判安排取得进展，市场对极端供给中断的担忧明显下降，前期累积的地缘风险溢价快速回吐。与此同时，美国 API 原油库存增加，进一步强化短期供应相对宽松的预期。虽然伊朗方面仍强调对霍尔木兹海峡的控制权，美国也继续扩大针对伊朗航运、黄金、技术和数字资产等领域的制裁，意味着地缘风险并未完全消退，但市场当前更倾向于交易“谈判推进、通航改善”的基准情景。此外，美国消费数据边际降温，也令市场重新评估高油价对终端需求的抑制作用，需求侧担忧进一步压制油价表现。

下载日志已记录，仅供内部参考

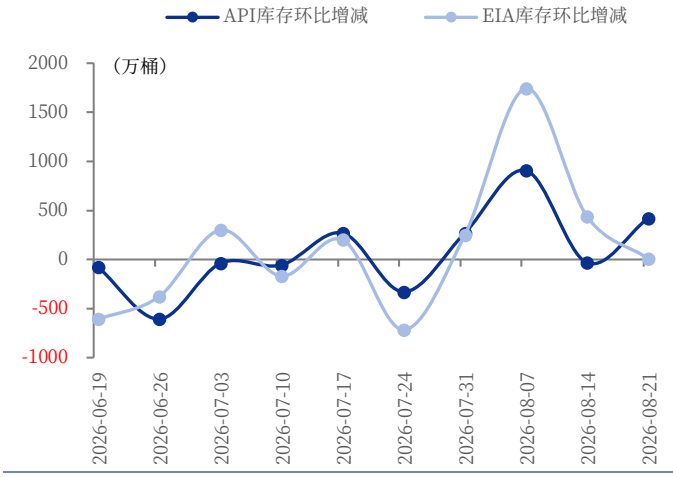
中长期看，原油仍将维持高波动，但价格中枢继续大幅上移需要看到实际供应中断重新扩大。若美伊后续能够形成可执行的海峡通航安排，并同步缓和港口封锁和部分制裁，原油地缘溢价仍有进一步回落空间；美国及其他主要产油国较高的供给能力，也会对价格形成约束。与此同时，高油价本身已经开始压制交通、工业和居民消费需求，全球经济增速放缓也限制需求端继续扩张。不过，伊朗若再次收紧通航、美国扩大制裁，或中东局势重新转向军事升级，油价仍可能快速反弹。综合来看，短期油价仍由美伊谈判和海峡通航进展主导，中长期基准情形偏向地缘溢价逐步回落、价格中枢震荡下移，但下行过程仍会伴随较大的事件驱动波动。

图8：WTI 与 Brent 原油价格



资料来源：Wind,中国银河证券研究院

图9：美国 API 与 EIA 原油库存环比增减变化



资料来源：Wind,中国银河证券研究院

（三）债券市场

8 月 24 日至 8 月 28 日当周，美债收益率曲线呈现明显的“短端上行、长端下行”扭转式平坦化。截至 8 月 28 日，2 年期美国国债收益率收于 4.34%，较周前上行 10 个基点；10 年期美国国债收益率收于 4.73%，较周前下行 1 个基点。

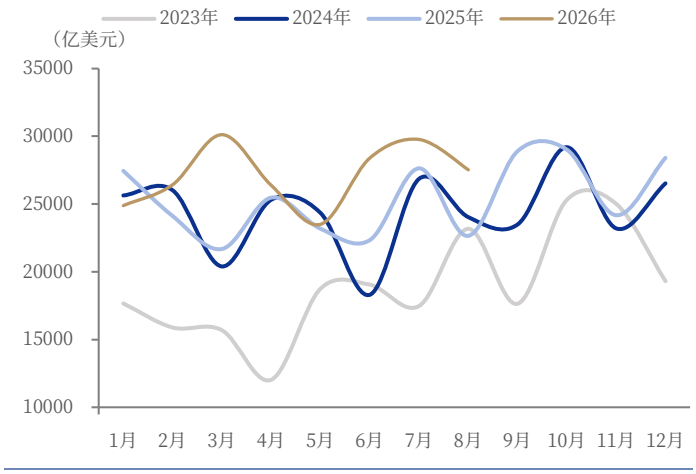
短端上行主要受到 Jackson Hole 后美联储鹰派预期重新强化的推动，沃什重申 2%通胀目标并保留进一步加息空间，市场重新上调 9 月及年内加息概率，1-3 年期收益率对政策利率预期最为敏感。长端周内虽小幅回落，但市场对长期利率高位的担忧仍在持续发酵。一方面，美国财政赤字、国债供给和利息支出压力仍处高位，财政部融资需求使期限溢价难以明显回落；另一方面，AI 基础设施投资和大型科技企业债券融资持续扩张，进一步增加长期资本需求，市场开始更加关注财政部与科技企业同时争夺长期资金可能带来的“挤出效应”。此外，近期 G7 超长端国债收益率普遍处于高位，也强化了全球主权债务风险溢价重估的担忧。本周 30 年期收益率从高位回落，更多反映美国消费边际降温、美伊谈判缓和带动油价下跌以及养老金、保险等配置资金逢高增配，而 5.22%的绝对水平本身仍说明市场对长期通胀、财政可持续性和债券供给保持较高风险补偿，长端压力并未真正解除。

中长期看，美债收益率曲线仍可能维持较强的期限分化，短端主要由美联储政策路径决定，长端则越来越受到财政赤字、国债供给、AI 融资需求和期限溢价共同影响。若 9 月前就业和通胀数据继续显示核心通胀黏性，美国经济维持韧性，1-3 年期收益率仍有上行压力；若就业进一步降温，短端随后可能率先回落。10 年期和 30 年期方面，增长放缓和油价回落可以带来阶段性下行，但市场对美国财政可持续性和长期债券供给的担忧已经成为更持久的约束，尤其是在 30 年期收益率长期运行于 5%以上的情况下，住房按揭、商业地产和长期企业融资成本都会持续受到压制。未来即使美联储维持政策利率不变，美国金融条件也可能通过长端收益率保持偏紧。综合判断，短期曲线可能继续偏平，中期随着美联储政策重心逐步转向增长和就业，短端下行弹性预计高于长端，收益率曲

下载日志已记录，仅供内部参考

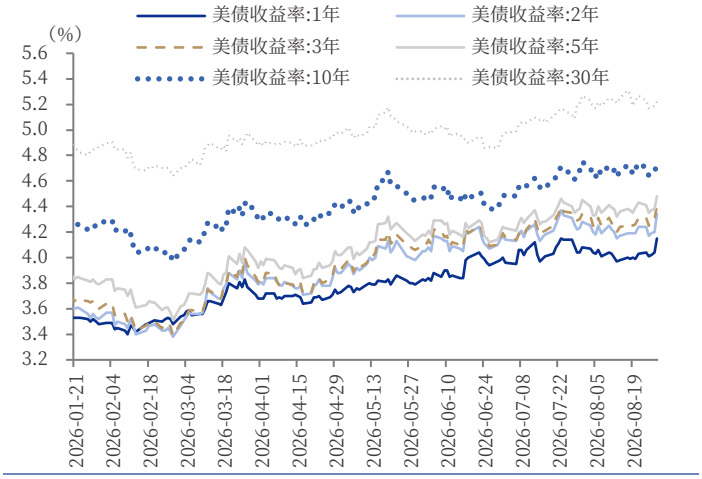
线最终仍有重新陡峭化的可能；但长端利率中枢下移的空间将明显受到财政赤字、供给压力和 AI 资本争夺的限制。

图10：美国国债发行规模



资料来源：Wind,中国银河证券研究院

图11：美债主要期限收益率



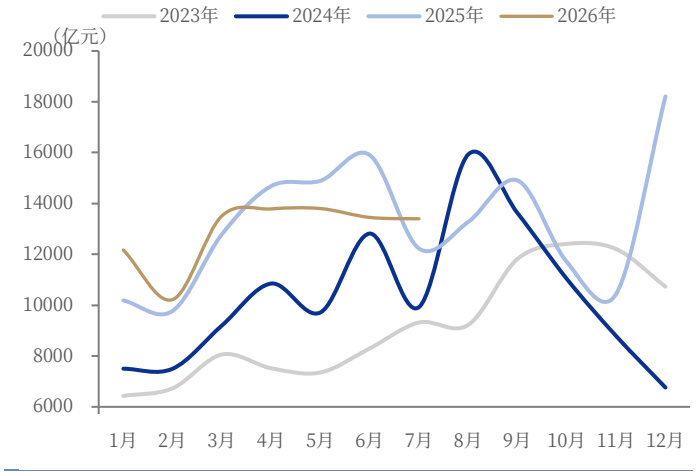
资料来源：Wind,中国银河证券研究院

8 月 24 日至 8 月 28 日当周，中债收益率小幅上行。截至 8 月 28 日，1 年期中国国债收益率收于 1.2132%，较周前上行 1.04 个基点；10 年期中国国债收益率收于 1.6949%，上行 1.10 个基点。

周内国内经济与产业数据整体偏积极，前 7 月规上工业企业利润同比增长 17.6%，其中集成电路行业利润大幅增长，叠加“十五五”新型工业化、人工智能和新兴产业政策持续推进，市场对经济修复和结构性增长的预期有所增强。与此同时，权益市场阶段性回暖、黑色商品和部分工业品上涨，也对债市形成一定分流压力。资金面方面，央行 8 月 25 日开展 5000 亿元 1 年期 MLF 操作，当月 MLF 净回笼 1000 亿元；虽然随后宣布 8 月 27 日至 9 月 1 日开展隔夜逆回购、每日操作量不超过 6000 亿元以呵护月末流动性，但短期资金价格和政府债供给仍对债市形成一定扰动。整体来看，本周中债收益率上行幅度有限，更多体现经济预期边际改善和资金面阶段性扰动，尚未形成明显的趋势性上行压力。

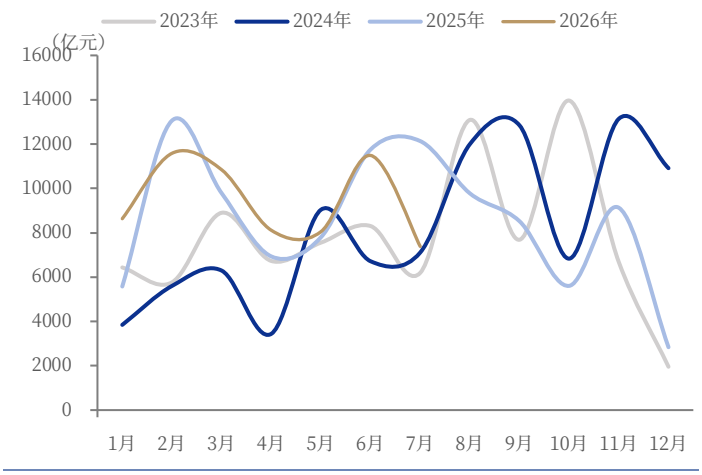
中长期看，10 年期中债收益率预计仍以低位震荡为主。财政支出提速、政府债发行放量、“两重”“两新”和新型工业化项目推进，可能阶段性改善增长预期并推动收益率向上；权益市场风险偏好修复也会削弱部分债券配置需求。但国内低通胀环境尚未根本改变，房地产和居民融资恢复仍需时间，货币政策继续保持适度宽松，银行、保险等机构对中长期利率债的配置需求仍将支撑收益率下沿。

图12：中国国债发行规模



资料来源：Wind,中国银河证券研究院

图13：中国地方债发行规模



资料来源：Wind,中国银河证券研究院

下载日志已记录，仅供内部参考

（四）外汇市场

8 月 24 日至 8 月 28 日当周，美元小幅走强、欧元和英镑回落、日元偏弱和人民币基本稳定的格局。截至 8 月 28 日，美元指数收于 99.6831，较周前涨 0.29%；欧元兑美元收于 1.1582，较周前跌 0.23%；英镑兑美元收于 1.3534，较周前跌 0.40%；美元兑日元收于 160.11，较周前涨 0.19%，美元兑人民币中间价收于 6.7811，较周前涨 0.03%。

美元指数的核心支撑来自 Jackson Hole 后美联储鹰派预期重新升温。沃什重申 2%通胀目标并保留进一步收紧政策的空间，市场重新上调 9 月及年内加息概率，短端美债收益率明显上行，美元利差优势得到强化。与此同时，美国 7 月核心 PCE 同比仍在 3%以上，也使市场维持对高利率延续的定价。欧元下跌主要受到美元走强和欧洲自身增长约束影响，欧元区仍面临能源成本、制造业偏弱和贸易摩擦等压力；英镑类似。日元继续偏弱，主要由于美日利差仍处高位，日本央行政策正常化节奏相对缓慢；此前美日联合干预汇率一度推动日元快速升值，但随着干预冲击边际消退，利差重新成为主导。人民币整体基本稳定，美元阶段性走强带来的压力被国内出口韧性、贸易顺差、外汇储备以及稳汇率政策部分对冲。

中长期看，美元指数预计仍以 98-100 为中枢震荡，短期 Jackson Hole 后的鹰派定价和通胀黏性仍可对美元形成支撑，但如果后续美国就业继续降温、核心通胀逐步回落，美联储进一步加息的必要性下降，美元持续上行空间有限。欧元兑美元预计仍以 1.11 附近为中枢，欧洲央行政策相对谨慎有利于欧元保持韧性，但低增长、能源依赖和贸易摩擦将限制升值空间。英镑兑美元中枢预计在 1.30 附近，较高利率提供一定支撑，财政约束和增长放缓仍是主要压制因素。美元兑日元预计围绕 160 中枢高波动运行，短期美日利差仍支持美元偏强，但日本央行后续加息、美联储政策转向以及美日联合干预汇率的潜在约束都会限制美元兑日元进一步上行。美元兑人民币预计继续以 6.8 为中枢双向波动，出口韧性、贸易顺差和汇率稳定政策构成支撑，美元周期、中美利差和国内经济修复节奏决定阶段性方向。

图14：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

图15：美元指数和美元兑人民币



资料来源：Wind,中国银河证券研究院

（五）权益市场

8 月 24 日至 28 日当周，全球主要权益市场整体震荡偏强，但区域和行业分化明显，核心交易线索集中在英伟达业绩验证 AI 资本开支韧性、Jackson Hole 重塑利率预期以及能源价格回落带来的行业轮动。美股方面，英伟达第二财季营收同比增长 106%、数据中心业务增长 117%，并给出较强的下一季度指引，继续验证 AI 基础设施需求，带动科技和软件板块走强；但 8 月 28 日沃什在 Jackson Hole 重申 2%通胀目标并保留进一步加息空间，使市场重新上调 9 月加息概率，限制指数

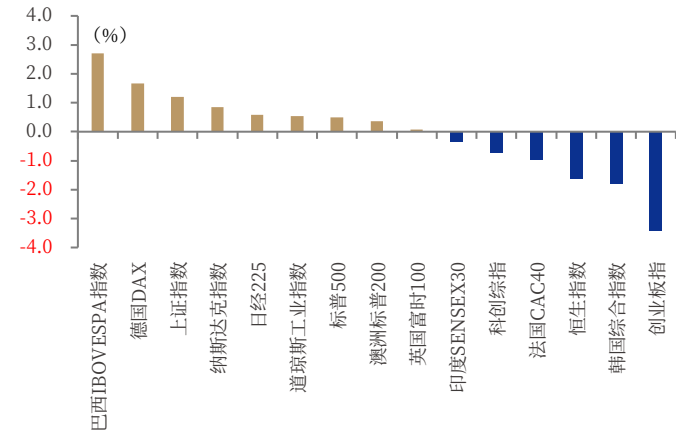
下载日志已记录，仅供内部参考

进一步上行。最终纳斯达克、道琼斯和标普 500 分别上涨 0.85%、0.53%和 0.49%。欧洲市场表现分化，德国 DAX 上涨 1.66%，英国富时 100 上涨 0.07%，法国 CAC40 下跌 0.98%；巴西 IBOVESPA 指数上涨 2.71%，主要受到前期超跌修复、铁矿石等资源品价格上涨以及部分权重股走强支撑，但周末沃什讲话后涨幅有所收窄。亚洲市场方面，日经 225 上涨 0.59%，上证指数上涨 1.20%；科创综指下跌 0.71%、创业板指下跌 3.42%，国内成长板块在前期快速上涨后继续消化估值和交易拥挤；恒生指数下跌 1.63%，韩国综合指数下跌 1.79%，高贝塔科技市场整体承受一定资金兑现压力。

美股行业方面，本周资金继续向 AI、互联网平台和金融集中。信息技术板块上涨 1.80%，通讯服务上涨 1.56%，成为指数上涨的主要贡献来源，英伟达强劲业绩以及 Salesforce、CrowdStrike 等软件企业较好的盈利和指引改善了市场对 AI 商业化和企业 IT 支出的预期。金融板块上涨 1.06%，主要受经济韧性和较高利率环境支撑；可选消费上涨 0.06%，整体接近持平。防御和周期板块相对偏弱，公用事业下跌 0.20%，材料下跌 0.39%，日常消费下跌 0.50%，房地产下跌 1.28%，工业下跌 1.73%，能源下跌 1.96%，医疗保健下跌 2.00%。其中，房地产继续受到长端融资成本高企的压制，能源板块则跟随 WTI 和布伦特原油明显回落；公用事业等高股息板块在 Jackson Hole 后利率预期重新上修的背景下吸引力下降。

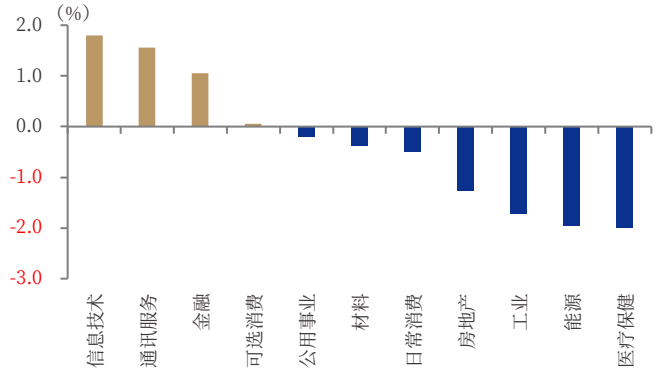
中长期看，美股仍具备企业盈利和 AI 资本开支扩张的基本面支撑，但市场运行将更加依赖盈利兑现和长端利率约束之间的平衡。英伟达本周业绩说明算力、数据中心和软件投资仍处于扩张周期，AI 仍是支撑纳斯达克和标普 500 盈利增长的重要主线；同时，标普 500 二季度企业盈利仍保持较快增长，也为指数提供基本面基础。 但沃什重新强化通胀纪律后，美联储高利率维持时间可能延长，而 10 年期、30 年期美债收益率仍分别处于 4.7%和 5%以上的高位，财政赤字、国债供给以及 AI 企业融资需求又持续抬升长期资金成本。因此，美股后续更可能延续结构性行情：AI 硬件、云计算、软件和具备现金流兑现能力的平台企业仍有支撑，高估值且盈利兑现较远的公司对利率变化更加敏感；同时，金融等受益于经济韧性的行业有望形成补充。指数层面仍有韧性，但估值进一步扩张的空间受到长端利率约束，未来上涨将更多依赖盈利增长而非估值提升。

图16：全球主要权益市场周度涨跌幅（20260824-20260828）



资料来源：Wind,中国银河证券研究院

图17：美国主要行业周度涨跌幅（20260824-20260828）



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。

下载日志已记录，仅供内部参考

图表目录

图 1：美国通胀仍高于目标，沃什重申 2%通胀纪律 4
图 2：AI 资本开支持续扩张，美国企业投资保持韧性 4
图 3：长端融资成本维持高位，房地产成为主要承压部门 6
图 4：美国就业进入低招聘、低离职阶段，劳动力市场流动性下降 6
图 5：2026 年 8 月 24 日至 8 月 28 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 6：美国 10 年期 TIPS 收益率与伦敦金现 9
图 7：美元指数与 COMEX 黄金 9
图 8：WTI 与 Brent 原油价格 10
图 9：美国 API 与 EIA 原油库存环比增减变化 10
图 10：美国国债发行规模 11
图 11：美债主要期限收益率 11
图 12：中国国债发行规模 11
图 13：中国地方债发行规模 11
图 14：美日债利差与美元兑日元 12
图 15：美元指数和美元兑人民币 12
图 16：全球主要权益市场周度涨跌幅（20260824-20260828） 13
图 17：美国主要行业周度涨跌幅（20260824-20260828） 13

下载日志已记录，仅供内部参考

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。

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

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：苏一耘 0755-83479312 suyiyun_yj@chinastock.com.cn

程 曦 0755-83471683 chengxi_yj@chinastock.com.cn

上海地区：林 程 021-60387901 lincheng_yj@chinastock.com.cn

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

北京地区：田 薇 010-80927721 tianwei@chinastock.com.cn

褚 颖 010-80927755 chuying_yj@chinastock.com.cn