仅供内部参考，请勿外传！

2026 年 09 月 01 日

联储与市场：镜中之镜

宏观经济点评

证券研究报告

宏观经济组
分析师：钟天（执业 S1130526020001）
zhongtian@gjzq.com.cn
分析师：宋雪涛（执业 S1130525030001）
songxuetao@gjzq.com.cn

联储与市场的镜中之镜

基本内容：

如果美国当前长端利率高企主要来自真实资本需求，如果油价与 AI 又分别是供给和结构问题，那么用更高的短端利率去压低长端、压制 AI，结果只会先伤害非 AI 经济。

AI 产业已经成为美国不能轻易停下来的国家投资，因此高融资需求和高实际利率仍会持续。联储今天真正面对的是短期只有利率工具的情况下，如果做出有信号意义的政策转向，未来可能又需要通过数量工具重新为美债和整个美元计价的金融体系提供流动性；这种不协调性以及厚此薄彼的政策结果才是加息路径中真正的本末倒置。

沃什评判经济的种种维度都只为塑造鹰派硬汉形象，联储与市场的“镜中之镜”还在自强化：市场先猜联储，联储又根据市场反馈调整表达，市场再根据联储的应对再次交易，最后讲话本身就变成新的波动来源。

但政策工具无法代替结构改革，压制产业周期无法改善资本缺口；当前环境下，如果政策本身都是“治标不治本”，那联储要做的是“少说少错”，市场要做的是“减少猜测”。

下一次议息会议，美联储大概率还是会延续 7 月的表述框架：2%的长期通胀目标不变，但需要区别短期价格冲击和长期通胀；市场仍然可能像 6 月、7 月一样，对这些措辞进行新一轮鹰鸽交易。但真正的核心不在这里，而仍然在“分子端”，也就是 AI 能否尽快实现收入和变现。如果 AI 收入增长足够快，那么今天高资本开支、高融资和非 AI 经济承压都可以被解释成技术革命初期的资源重新配置；如果 AI 收入不能兑现，那么此前所有所谓“代价”才会迅速转化为债务、流动性和估值风险。

风险提示

1）宏观经济数据频率较低，对于跨境行业数据估计存在滞后。2）美国产业政策受党派影响明显，执政党派的更换可能引发产业政策变动。3）AI 科技发展与产业投资存在较大不确定性。

内容目录

风险提示 9

图表目录

图 1：从通胀扩散比例的视角看，2025 年第一季度便停止了改善 3
图 2：抑制金融服务通胀需要限制美股上涨，以及干预保费的补偿式涨价 4
图 3：哪怕在“大缓和”时期，联储对于经济数据的估计都存在明显偏误 4
图 4：长端美债利率上行并非由通胀风险推动，潜在加息也就难以压制 5
图 5：AI 企业债券融资规模与占比正在快速增长 6
图 6：AI 企业债券融资规模在 2026 年已经接近 3000 亿美元（单位:十亿美元） 6
图 7：美国失业者的就业动态 7
图 8：PDFP 的贡献结构体现出明显的 AI 拉动，总量持平（甚至略低） 7
图 9：部分 AI 投资依赖进口，因此只关注 PDFP 或高估了实际增长幅度 8
图 10：美国银行业的未实现损失占总资产与可投资证券比重 8

如果美国当前长端利率高企主要来自真实资本需求，如果油价与 AI 又分别是供给和结构问题，那么用更高的短端利率去压低长端、压制 AI，结果只会先伤害非 AI 经济。

AI 产业已经成为美国不能轻易停下来的国家投资，因此高融资需求和高实际利率仍会持续。联储今天真正面对的是短期只有利率工具的情况下，如果做出有信号意义的政策转向，未来可能又需要通过数量工具重新为美债和整个美元计价的金融体系提供流动性；这种不协调性以及厚此薄彼的政策结果形成了潜在加息路径中的本末倒置。

沃什评判经济的种种维度都只为塑造鹰派硬汉形象，联储与市场的“镜中之镜”还在自强化：市场先猜联储，联储又根据市场反馈调整表达，市场再根据联储的应对再次交易，最后讲话本身就变成新的波动来源。但政策工具无法代替结构改革，压制产业周期无法改善资本缺口；当前环境下，如果政策本身都是“治标不治本”，那联储要做的是“少说少错”，市场要做的是“减少猜测”。

下一次议息会议，美联储大概率还是会延续 7 月的表述框架：2%的长期通胀目标不变，但需要区别短期价格冲击和长期通胀；市场仍然可能像 6 月、7 月一样，对这些措辞进行新一轮鹰鸽交易。

但真正的核心不在这里，而仍然在“分子端”，也就是 AI 能否尽快实现收入和变现。如果 AI 收入增长足够快，那么今天高资本开支、高融资和非 AI 经济承压都可以被解释成技术革命初期的资源重新配置；如果 AI 收入不能兑现，那么此前所有所谓“代价”才会迅速转化为债务、流动性和估值风险。

一、新增信息有限，看轻鹰派“框架”

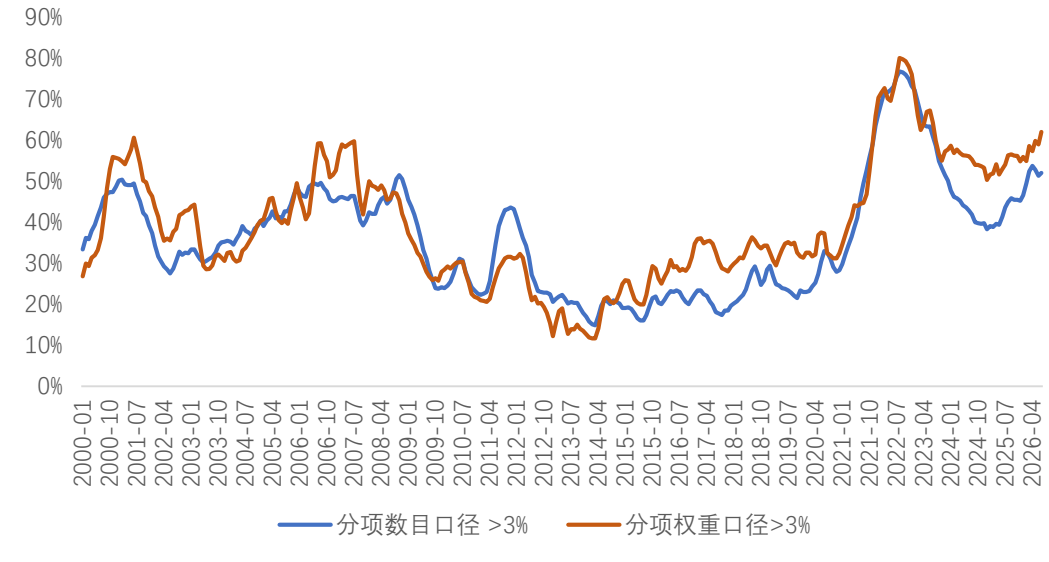
从内容看，沃什在杰克逊霍尔的发言显然偏鹰，但整体新增的政策信息依然有限：重申 2%的 PCE 通胀目标更像是例行流程。最核心的判断标准：“清晰且以足够快的速度回归目标”，则依然无法定量衡量。沃什最后承诺的是“纪律，而不是某个决定”；因此，这次更像是对政策方法的定调，而不是一次会议指引。

更重要的是可以相对“看轻”他所提出的鹰派框架，在这个框架的审视之下，不仅当下需要紧缩，甚至 2025 年的宽松亦毫无必要：通胀趋势从去年初就停止改善，企业利润（率）仍在走强，就业问题又可以归功于供给变化，在去年降息前金融条件甚至更加宽松。

沃什提到过去 12 个月有 54%的 PCE 分项涨幅高于 3%，6 个月年化口径则为 49%。但是数量本身没有意义，权重才更能说明问题。将每个分项按照当月实际支出权重加总后，过去 12 个月涨幅高于 3%的分项对应约 63.7%的消费篮子，6 个月年化口径仍有 60.8%。2000（2015）至 2019 年，这两个权重指标的均值分别只有 34.3%(30.4%)和 35.9%(32.4%)。

如果我们关注沃什提到的“趋势”，无论是简单的数量，还是加权的权重视角，美国通胀的改善在 2025 年第一季度就已经见顶，随后持续“恶化”——如此尺度，去年的 75bp 降息都不该发生，自然在当前也没有留下腾挪空间。

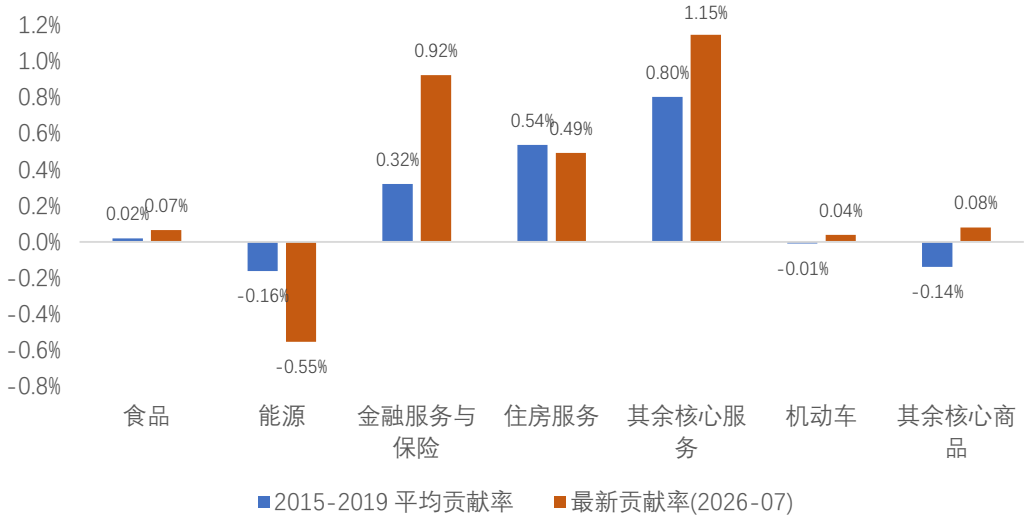
图 1：从通胀扩散比例的视角看，2025 年第一季度便停止了改善



来源：BLS，国金证券研究所（取三个月的平均水平以平滑波动）

进一步的，如果我们从“超额通胀”的角度看，选取能代表趋势的三个月折年增速视角，超额部分（相较于此前的均值水平），来自于金融服务与保险，其余核心服务（机票，医疗服务以及通信）以及部分核心商品。换言之，压制超额通胀水平，要么依靠美股的下跌（以及干预补偿式涨价的保险费用），要么依靠油价降温，要么行政干预美国医疗价格水平，要么回溯关税并重新接纳全球商品通缩力量。

图 2：抑制金融服务通胀需要限制美股上涨，以及干预保费的补偿式涨价



来源：BLS，国金证券研究所（取三个月的平均水平以平滑波动）

以上种种，都不是简单的利率工具可以解决的；因此，沃什引用这些维度是天然地把自己包装成了鹰派形象，但这并不代表着他未来的实际行动。

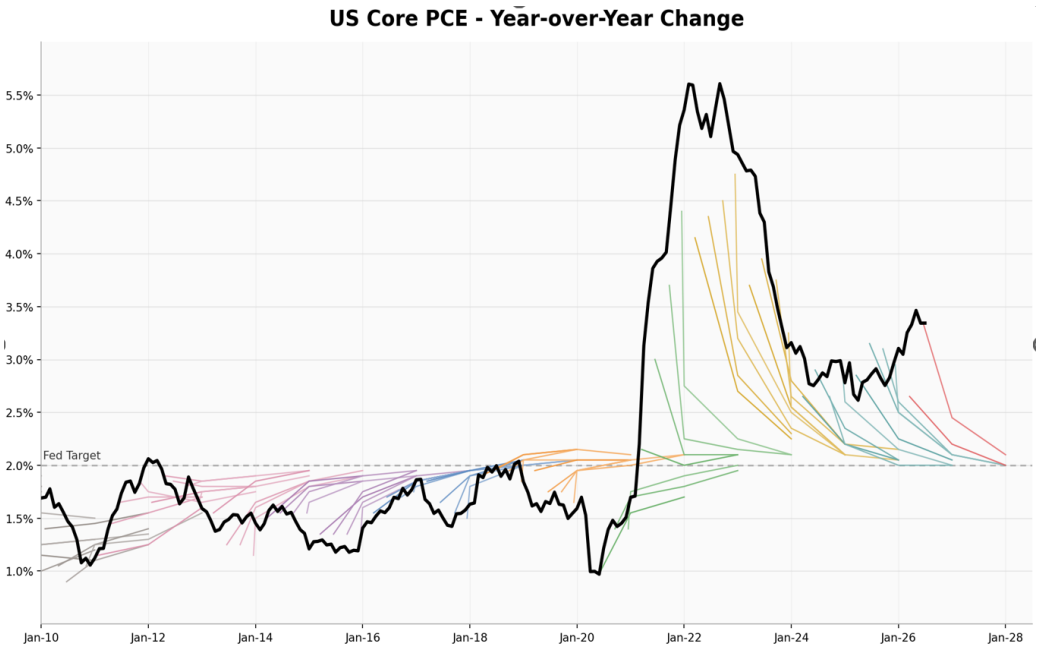
二、“镜中之镜”的联储与市场

另一个问题是，市场也并未把沃什当一位“新主席”看待：他已经不断告诉市场“不要把发言当前瞻指引”，但市场仍延续过往肌肉记忆。沃什所说的“镜中之镜”正是这种困境：市场猜美联储，美联储又把市场价格作为经济信号，市场再根据美联储对市场的反应进行交易。若双方都把对方当作信息源，价格最终反映的只是彼此的猜测，而不是经济本身。讲话越频繁，噪声反而越可能被误认为信号。

过去长期的前瞻指引让市场形成了一种依赖：央行说什么，资产价格就提前反映什么，在一个相对稳定的经济环境中是有效果的。但当前经济环境变化太快，战争、供应链、AI 投资和国际秩序都可能在几个月，甚至几周内改变通胀和增长路径。如果联储提前给出一个明确承诺，环境变化后又无法兑现，市场反而会质疑其信用。如果环境已经发生变化，美联储仍然坚持旧承诺，同样是对政策目标的不负责任。

因此，在今天这种环境下，政策工具无法代替结构改革，压制产业周期无法改善资本缺口；如果政策本身都是“治标不治本”，那联储要做的是“少说少错”，市场要做的是“减少猜测”。

图 3：哪怕在“大缓和”时期，联储对于经济数据的估计都存在明显偏误



来源：FRED，国金证券研究所（图中黑色线条为核心 PCE 同比读数，其余线条对应每一次点阵图中核心 PCE 的年度预测中值对应路径）

主席心里怎么想、公开怎么说、最终怎么做，本就是三件不同的事。真正做政策时，他还要面对通胀、就业、股市、中期选举、流动性、非 AI 经济、日本外汇干预、美债和财政等多重约束，甚至还要面对来自行政部门的政治压力，因此公开场合的措辞很难直接等同于未来行动。

三、“加息救长端”在今天很难成立

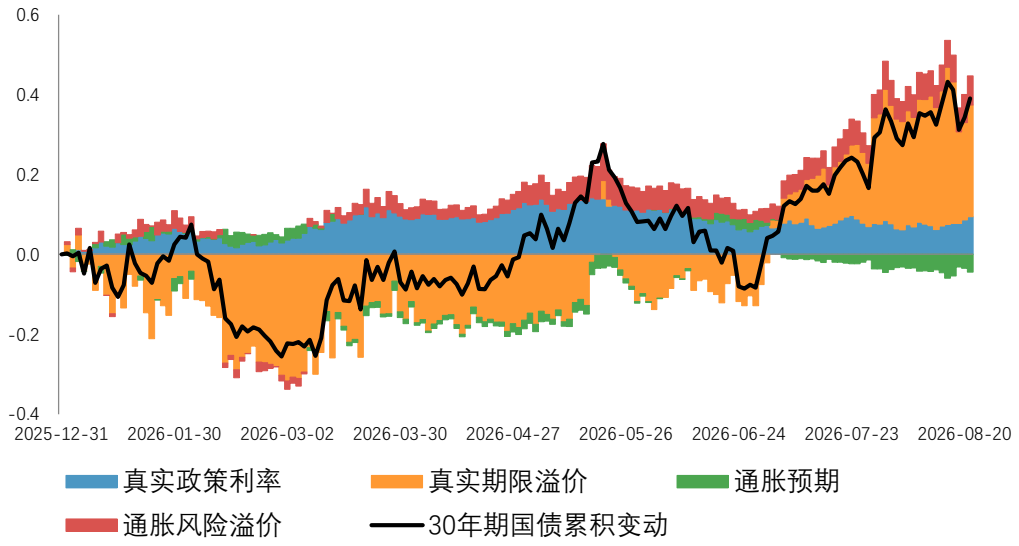
当前市场一个常见观点是：如果美联储再加息，市场就会相信其更有控制通胀的决心，通胀预期和通胀风险溢价下降，最终反而能够压低长期国债收益率。这一逻辑在通胀预期明显失锚的周期中成立，但它并不准确描述今天的美债结构。

当下 10 年期美债名义收益率约 4.75%，10 年期实际利率约 2.44%，10 年盈亏平衡通胀率约 2.3%。而在 2022 年 8 月 26 日鲍威尔发表“痛苦讲话”时，10 年期名义利率约 3.03%，盈亏平衡通胀率约 2.57%，实际利率仅约 0.5%。与当时相比，今天名义利率高 170 个基点，实际利率却高约 200 个基点，盈亏平衡通胀并未抬升。

所以如果当前长端利率高企的主要原因是实际利率，那么单纯通过加息去“证明央行有信用”，并不能解决问题。

进一步的，如果我们从日度的变化来看，长端并没有真正交易通胀预期风险（inflation risk premium），其上升的幅度极其有限，更多依然是交易实际期限溢价的变化。如果沃什继续展现鹰派形象，反而可能使得市场推导出更高的潜在利率中枢；此消彼长之下，长端利率更可能被小幅推升，这也是沃什发言后市场最终交易的结果。

图 4：长端美债利率上行并非由通胀风险推动，潜在加息也就难以压制



来源：FRED，国金证券研究所（ACM 模型分解，单位：%，图中数值为累积变动；数据截止 2026 年 8 月 21 日）

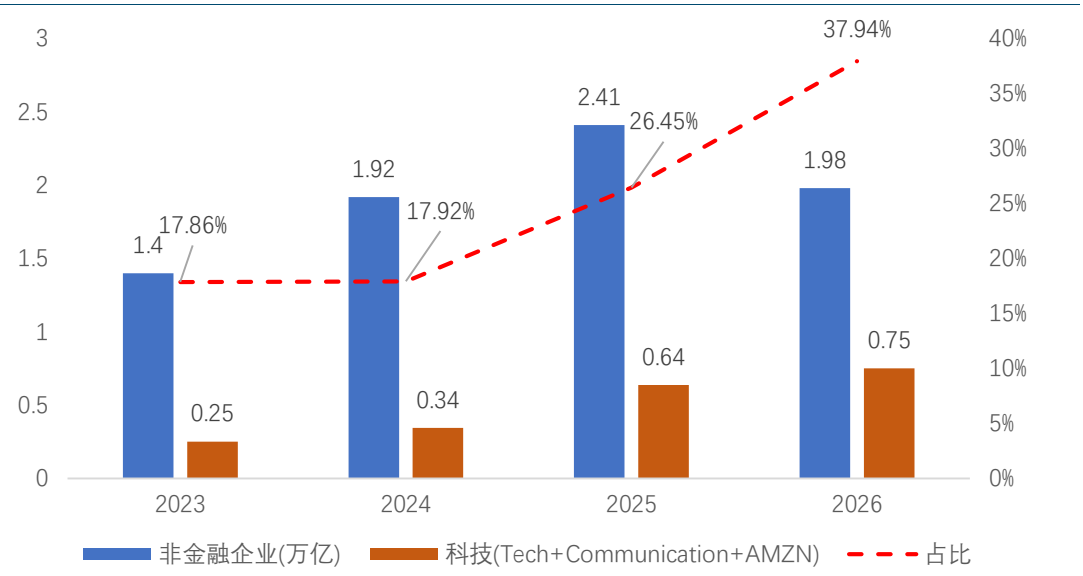
更鹰的联储当然可以继续压低通胀预期，但在预期已经大体锚定时，收益更多来自压制需求，成本则是进一步抬高短端真实融资压力。

若长期资金供求没有变化，长端实际利率未必随之下降，其核心原因是油价和 AI 是货币政策难以直接处理的供给与结构问题。假如供给风险来自战争和航运安全，那么加 25 个基点并不能让油轮恢复通行，也无法提高导弹库存和军事能力。真正决定油价能否下降的，是地缘冲突是否缓和以及美国能否重新建立对关键航道的控制，而不是货币政策。

四、货币政策需服务于 AI，需要关注流动性多寡

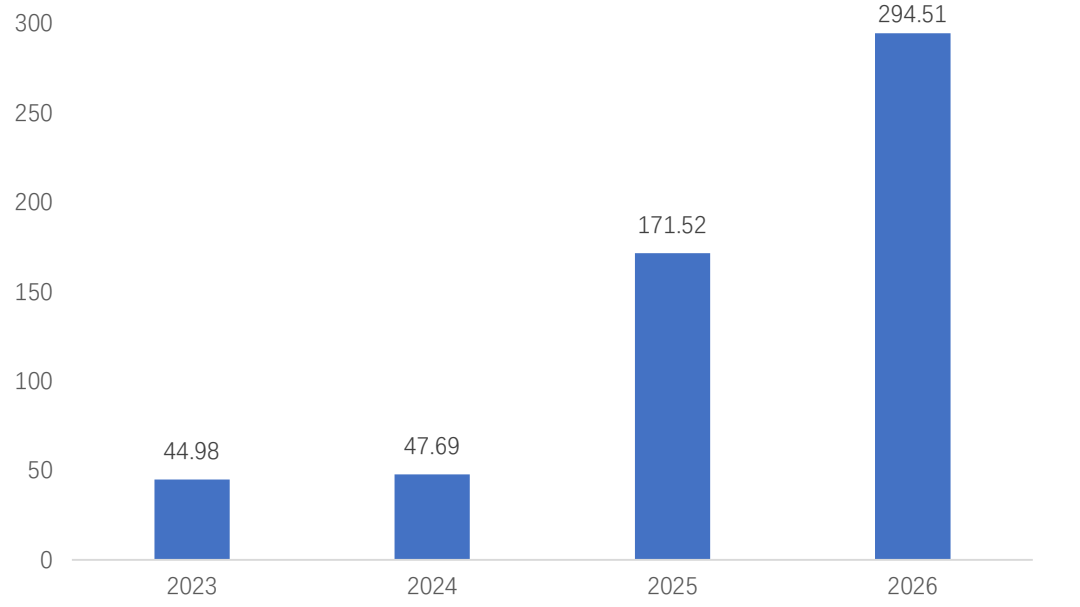
如果我们聚焦美国 AI 链的科技企业，其占美国非金融企业（1 年及以上期限）发债的比重从 2023 年的 17.9%上行至 37.9%；在 2026 年前 8 个月的发债规模已经达到近 3000 亿美元，是过去三年的总和还多。

图 5：AI 企业债券融资规模与占比正在快速增长



来源：Bloomberg，国金证券研究所（只选取发行期限在 1 年及以上的债券，数据截至 2026 年 8 月 26 日；选取美国公司，并不包含软银等非美主体）

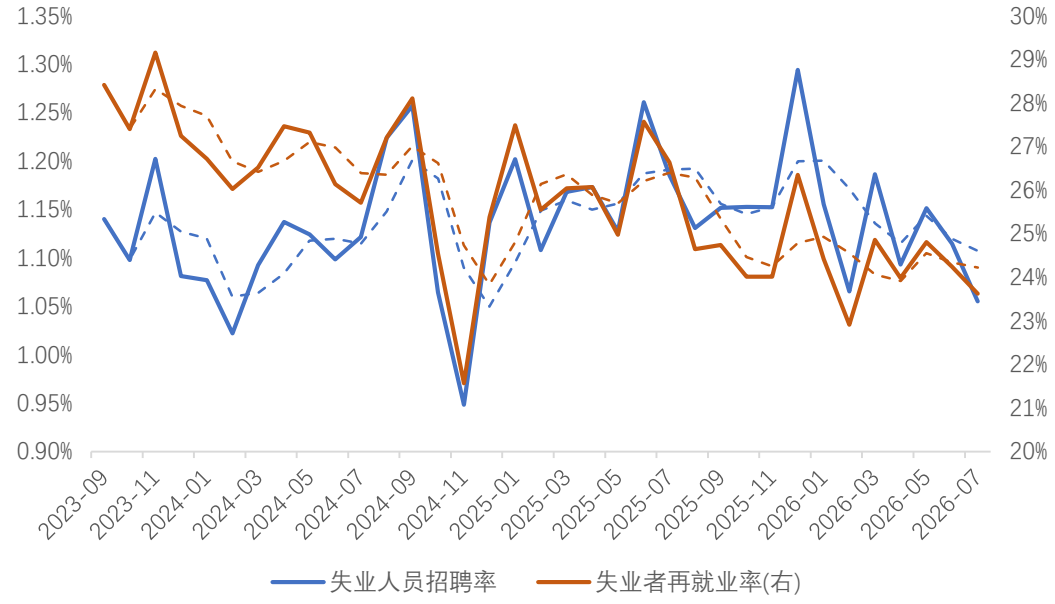
图 6：AI 企业债券融资规模在 2026 年已经接近 3000 亿美元（单位：十亿美元）



来源：Bloomberg，国金证券研究所（只选取发行期限在 1 年及以上的债券，数据截至 2026 年 8 月 26 日；选取美国公司，并不包含软银等非美主体）

这意味着，今天的高利率首先压制的不是 AI，而是房地产、制造业、消费和其他周期性、利率敏感型部门。AI 加一点息，AI 企业仍然能够轻松融资，非 AI 经济却会更弱；如果一直加到连 AI 都承受不了，那么传统经济大概率已经先进入严重衰退。

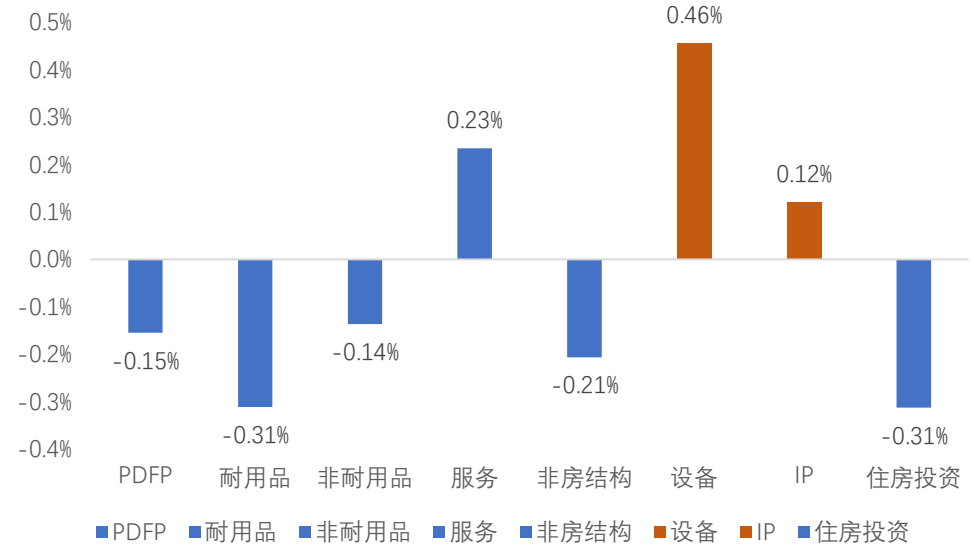
图 7：美国失业者的就业动态



来源：Bloomberg，国金证券研究所

哪怕是沃什认为相对更强劲的美国私人部门最终购买(PDFP)，最新增长率也略弱于此前的均值水平；从分项贡献的角度看，设备投资的超额贡献与住房投资的疲软几乎对冲。同时，由于 AI 投资进口含量很高，联储最近五个季度的估算显示，净进口平均抵消约三分之一的毛贡献(2026Q1，毛贡献为 1.18 个百分点，扣除净进口后为 0.73 个百分点)，因此 PDFP 对美国国内经济热度的刻画又比通常情况下更加乐观。

图 8：PDFP 的贡献结构体现出明显的 AI 拉动，总量持平（甚至略低）



来源：FRED，国金证券研究所

图 9：部分 AI 投资依赖进口，因此只关注 PDFP 或高估了实际增长幅度

季度	软件投资	数据中心投资	能源设备投资	电脑及周边设备	AI相关毛贡献率	计算机净出口调整	AI相关净贡献率	被抵消比例
2025Q1	0.42%	0.01%	0.07%	0.49%	0.99%	-0.49%	0.50%	49.00%
2025Q2	0.59%	0.05%	0.00%	0.38%	1.02%	-0.01%	1.01%	1.00%
2025Q3	0.09%	0.01%	-0.01%	0.34%	0.43%	-0.01%	0.42%	2.00%
2025Q4	0.12%	0.03%	0.03%	0.57%	0.75%	-0.61%	0.14%	81.00%
2026Q1	0.53%	0.03%	0.03%	0.59%	1.18%	-0.45%	0.73%	38.00%

来源：FED，国金证券研究所

很重要的一点是，无论联储如何如何表态，有一个趋势不会改变：AI 投资和融资还会继续增长。

因为 AI 今天已经不仅是一项商业投资，而是与美元体系、美国债务、国家竞争力和全球话语权绑定在一起。科学家可以没有国界，但 AI 已经明显具有国界。美国不会因为短期融资成本高、非 AI 部门承压，就主动停止 AI 投资。相反，货币、财政、外交甚至军事政策都会越来越围绕 AI 竞争展开；这些超越经济层面的约束是当前美联储表现出明显无力感的原因。

高实际利率并不是一次短周期现象，AI 融资需求越大，全球资本越优先流向高回报的科技部门，其他经济部门和政府就越需要用更高利率才能获得资金。这些都属于 AI 革命的代价。如果最终 AI 成功实现高收入和生产率，这些代价可以被未来增长消化；如果 AI 没有成功，那么今天的高利率、非 AI 经济走弱和财政压力才会真正从“代价”变成“风险”，美债长期利率也未必因此明显下降。

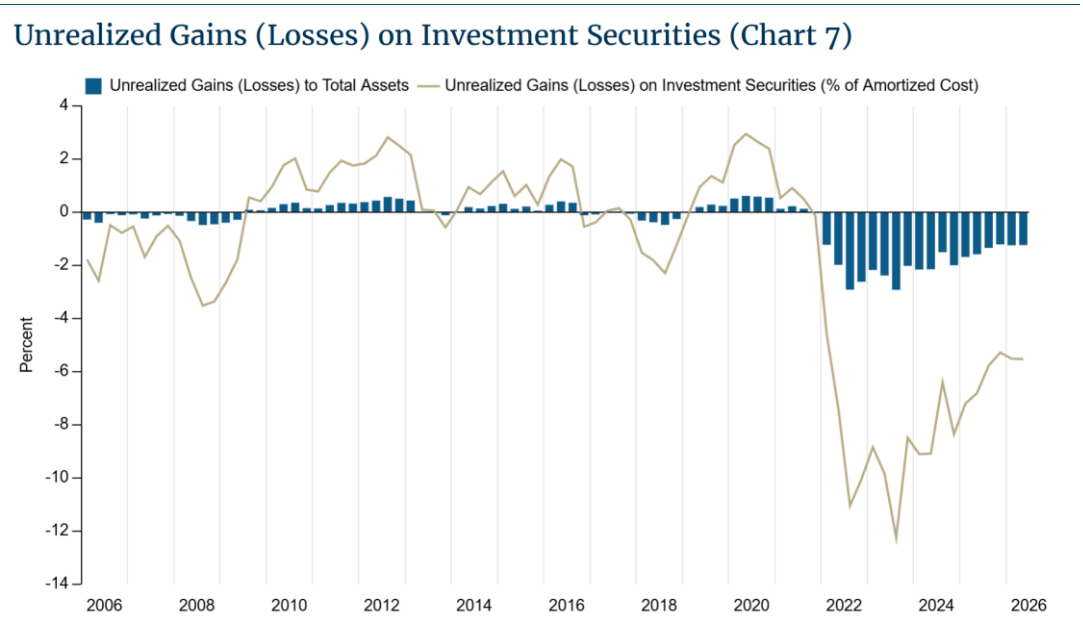
五、9 月 FOMC 可能再造波动，真正变量仍是 AI 收入能力

沃什过去长期强调缩表和控制美联储资产负债表，但站在今天的环境下，这种既有标签反而使政策空间更加受限。财政部目前可以依靠财政存款账户、调整债务期限结构以及国债回购等方式暂时降低压力，美联储也可以通过增加短债操作给予一定配合，但真正涉及长期资产负债表扩张的问题，短期很难迅速逆转。

问题在于，这种逆转的迫切性正在上升。如果 AI 融资继续增长，而财政发债也不能停，市场最终需要更多基础货币和流动性支持。届时，美联储可能不得不重新讨论停止缩表甚至扩表，而这恰恰与沃什过去的政策形象存在明显冲突。

进一步的，类似硅谷银行危机时的脆弱性背景正在重新积累。美国银行业依然肩负着近 3200 亿美元的未实现损失，虽然占总资产的比重有所下降，但高利率维持得足够久（利率上的更快），也可能最终把原本静态的账面损失转化为流动性问题；再加上这轮海外经济体面对更多的美元需求（进口/逆差）也可能通过抛售美债获取流动性，这些都可能打破当前的平衡。

图 10：美国银行业的未实现损失占总资产与可投资证券比重



来源：FDIC，国金证券研究所

下一次议息会议，美联储大概率还是会延续 7 月的表述框架：2%的长期通胀目标不变，但需要区别短期价格冲击和长期通胀趋势。不会只盯着一个 PCE 或核心 PCE，而会观察一篮子指标；如果通胀长期趋势仍然向下，就不必过度纠结小数点后面一位，同时还需要综合财政、流动性、就业和经济基本面。

市场仍然可能像 6 月、7 月一样，对这些措辞进行新一轮鹰鸽交易。但真正的核心不在这里，而仍然在“分子端”，也

就是 AI 能否尽快实现收入和变现。如果 AI 收入增长足够快，那么今天高资本开支、高融资和非 AI 经济承压都可以被解释成技术革命初期的资源重新配置；如果 AI 收入不能兑现，那么此前所有所谓“代价”才会迅速转化为债务、流动性和估值风险。

风险提示

1）宏观经济数据频率较低，对于跨境行业数据估计存在滞后性；2）美国产业政策受党派影响明显，执政党派的更换可能引发产业政策回溯；3）AI 技术发展与产业投资存在较大不确定性。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海
电话：021-80234211
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn
邮编：201204
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 5 楼

北京
电话：010-85950438
邮箱：researchbj@gjzq.com.cn
邮编：100005
地址：北京市东城区建内大街 26 号新闻大厦 8 层南侧

深圳
电话：0755-86695353
邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：518000
地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806

【小程序】
国金证券研究服务

【公众号】
国金证券研究