下载日志已记录，仅供内部参考

沃什重建政策信用，仍难以扭转美债收益率上行压力

——海外札记 20260831

报告发布日期 2026 年 09 月 03 日

证券分析师
王仲尧 执业证书编号：S0860518050001
香港证监会牌照：BQJ932
wangzhongyao1@orientsec.com.cn
021-63326320
吴泽青 执业证书编号：S0860524100001
wuzeqing@orientsec.com.cn
021-63326320
孙金霞 执业证书编号：S0860515070001
香港证监会牌照：BXO238
sunjinxia@orientsec.com.cn
021-63326320

相关报告
海外长债风险开始发酵，关注风险偏好与美元信用的再定价：——海外札记 20260824 2026-08-28
期限溢价重估：本轮美债调整的症结与解药 2026-08-24
通胀无意外，巩固美联储按兵不动：——2026 年 7 月美国 CPI 数据点评 2026-08-14

研究结论

- **沃什在 Jackson Hole 会议上的讲话释放出超预期的鹰派信号，引发去美元化交易阶段性回撤。**

  沃什对美国经济的判断明显偏乐观，更担忧通胀风险。他认为美国经济面对地缘、能源和金融市场冲击仍表现出较强韧性。就业方面，沃什强调失业率维持在 4.1%的历史低位，当前劳动力市场仍与充分就业状态相一致。相比之下，沃什对通胀的评价明显更加谨慎，认为物价水平仍然偏高，当前 CPI 和 PCE 数据不足以证明潜在通胀趋势已经出现实质改善。

  本次讲话最重要的增量信息，是沃什虽然仍拒绝提供前瞻指引和机械式的政策反应函数，却首次给出了相对清晰的货币政策判断标准：美联储必须确信潜在通胀正在“清晰且以足够快的速度”回归 2%的目标，否则就仍有工作要做。尽管这并不是对 9 月加息的直接承诺，但实际上提高了美联储维持利率不变的门槛。

  沃什的鹰派表态短期有效修复了市场对美联储抗通胀的信心。市场重新定价货币政策路径，9 月加息概率由讲话前的约 36%升至约 58%，当天 2 年期和 10 年期美债收益率分别上升 14bp 和 6bp，美元指数上涨约 0.6%，黄金下跌约 3.4%。

- **仅靠沃什的讲话并不足以解决美债利率上行的根源性压力。**

  会前美债收益率上行、黄金走强的去美元化交易受到货币政策公信力、地缘风险、债务供给等多方面因素推动，即使沃什可以通过明确政策函数重建美联储信用，但当前美元资产面临的长期信用问题，并非美联储能够通过货币政策解决的。

  主要风险一方面来自地缘局势扰动，美国仍难以从根本上解决霍尔木兹海峡和伊朗问题。短期内，选举、油价和长端利率会约束冲突升级，但美国在军事升级、经济制裁和控制油价之间存在明显矛盾，能源供给中断和通胀反复的尾部风险难以消除，将抬升美债期限溢价，削弱美元资产的安全溢价。

  另一方面，AI 公司债正在成为美元长久期债券市场的重要边际供给，对长端美债形成挤出压力。经测算五大云厂商 2026 年 AI 相关债券的 10 年期等价净供给约 2200 亿美元，相当于 5 年及以上美债久期净供给的约 16%。AI 债与美债共享保险、养老金等投资者的久期预算，持续大规模发行可能挤出美债需求并推高市场收益率。

  中长期来看，上述两个风险持续存在，美联储重建信用虽然能够影响预期政策利率，鹰派沟通也可以在边际上暂时压低通胀风险溢价，却无法消除地缘风险或减少长期债券供给。因此，我们预计预期利率将随经济数据波动，期限溢价仍将维持高位，美债利率高位震荡，美元资产的风险评价持续上行。

- **9 月 FOMC 是美债利率走势的下一个观察节点。**

  我们仍倾向于美联储 9 月不加息。虽然沃什将当前就业市场描述为接近充分就业，但新增就业、工资仍然疲软，核心通胀也没有形成持续、广泛的上行压力，只要 8 月经济数据不出现全面反弹，那么当前的经济现实并不足以支撑美联储 9 月加息。

  不过，沃什本次讲话已经明显抬高了市场对美联储行动的要求，9 月会议是检验美联储政策信用能否真正重建的关键节点，市场需要看到实际的货币政策行动兑现。如果 9 月 FOMC 继续按兵不动，市场可能再次认为美联储的行动落后于通胀和市场定价，Jackson Hole 带来的政策信用修复也会迅速消退。届时，长端期限溢价可能进一步上行，市场重新回到“美债承压、美元走弱、黄金走强”的去美元化交易。而如果经济数据超预期，加息落地，市场也将进一步上修政策利率路径，推动美债收益率上升。因此，9 月 FOMC 将决定美债利率上行压力更多来自预期利率还是期限溢价，但总体来看影响具有不对称性，美债收益率易上难下，上侧风险持续存在。

风险提示 地缘形势发展的不确定性。经济基本面大幅恶化的风险。全球央行超预期加息的风险。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

下载日志已记录，仅供内部参考

目 录

1. 周观点：沃什重建政策信用，仍难以扭转美债收益率上行压力 4
沃什讲话超预期鹰派，引发去美元化交易阶段性回撤 4
仅靠沃什的讲话并不足以解决美债利率上行的根源性压力 4
9 月 FOMC 是美债利率走势的下一个观察节点 5
2. 大类资产表现（2026/8/21-2026/8/28）：沃什讲话偏鹰强化加息交易，美股在 AI 盈利支撑下仍小幅上涨 6
3. 海外宏观经济数据跟踪 8
通胀 8
美国 7 月 PCE：整体和核心通胀环比有所回升，同比增速保持稳定 8
投资 9
7 月耐用品订单：运输设备反弹带动美国耐用品订单重新走强，核心资本开支仍保持温和增长 9
4. 外资流向：主动外资本周小幅净流出 A 股和港股 10
港股：主动外资小幅流出港股 10
A 股：主动外资小幅净流出 11
中概股：主动外资小幅净流出 11
风险提示 12

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

下载日志已记录，仅供内部参考

图表目录

图 1：沃什发言后去美元化交易回撤.....4
图 2：10y 期限溢价持续高位（%）.....5
图 3：油价（美元/桶）回升带动 10y 走高（%）.....5
图 4：9 月加息预期定价明显上升.....6
图 5：美股大盘温和上涨，但中小盘及亚洲市场相对偏弱.....7
图 6：美国收益率曲线明显趋平.....7
图 7：商品整体偏弱.....7
图 8：美股行业表现分化，超大盘科技相对占优.....7
图 9：美国经济数据日历（2026/8/22-2026/8/28）.....8
图 10：PCE 同比维持稳定（%）.....9
图 11：7 月美国核心资本开支仍保持温和增长（%）.....10
图 12：主动外资净流出港股（百万美元）.....10
图 13：主动外资净流出 A 股（百万美元）.....11
图 14：主动外资小幅净流出中概股（百万美元）.....12

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

下载日志已记录，仅供内部参考

1. 周观点：沃什重建政策信用，仍难以扭转美债收益率上行压力

沃什讲话超预期鹰派，引发去美元化交易阶段性回撤

沃什在 Jackson Hole 会议上的讲话释放出了超预期的鹰派信号。沃什对美国经济的判断明显偏乐观，更担忧通胀风险。他认为美国经济面对地缘、能源和金融市场冲击仍表现出较强韧性。就业方面，沃什强调失业率维持在 4.1%的历史低位，当前劳动力市场仍与充分就业状态相一致。相比之下，沃什对通胀的评价明显更加谨慎，认为物价水平仍然偏高，当前 CPI 和 PCE 数据不足以证明潜在通胀趋势已经出现实质改善。

本次讲话最重要的增量信息，是沃什虽然仍拒绝提供前瞻指引和机械式的政策反应函数，却首次给出了相对清晰的货币政策判断标准：美联储必须确信潜在通胀正在“清晰且以足够快的速度”回归 2%的目标，否则就仍有工作要做。尽管这并不是对 9 月加息的直接承诺，但实际上提高了美联储维持利率不变的门槛。

沃什的鹰派表态短期有效修复了市场对美联储抗通胀的信心。市场重新定价货币政策路径，9 月加息概率由讲话前的约 36%升至约 58%，当天 2 年期和 10 年期美债收益率分别上升 14bp 和 6bp，美元指数上涨约 0.6%，黄金下跌约 3.4%。

图 1：沃什发言后去美元化交易回撤



数据来源：Bloomberg

仅靠沃什的讲话并不足以解决美债利率上行的根源性压力

会前美债收益率上行、黄金走强的去美元化交易受到货币政策公信力、地缘风险、债务供给等多方面因素推动，即使沃什可以通过明确政策函数重建美联储信用，但当前美元资产面临的长期信用问题，并非美联储能够通过货币政策解决的。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

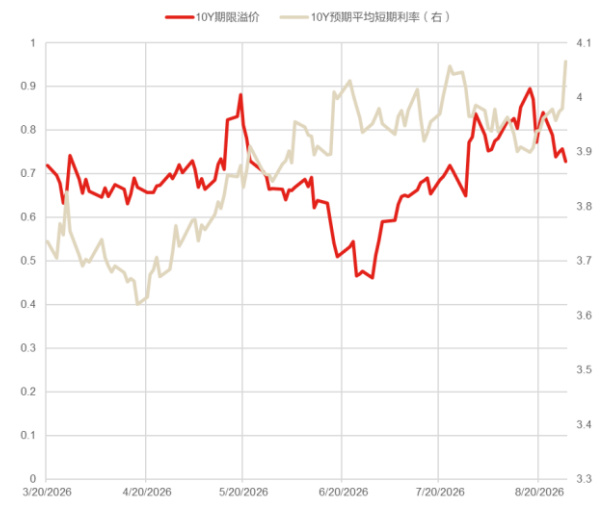
下载日志已记录，仅供内部参考

主要风险一方面来自地缘局势扰动，美国仍难以从根本上解决霍尔木兹海峡和伊朗问题。短期内，选举、油价和长端利率会约束冲突升级，但美国在军事升级、经济制裁和控制油价之间存在明显矛盾，能源供给中断和通胀反复的尾部风险难以消除，将抬升美债期限溢价，削弱美元资产的安全溢价。

另一方面，AI 公司债正在成为美元长久期债券市场的重要边际供给，对长端美债形成挤出压力。经测算五大云厂商 2026 年 AI 相关债券的 10 年期等价净供给约 2200 亿美元，相当于 5 年及以上美债久期净供给的约 16%。AI 债与美债共享保险、养老金等投资者的久期预算，持续大规模发行可能挤出美债需求并推高市场收益率。

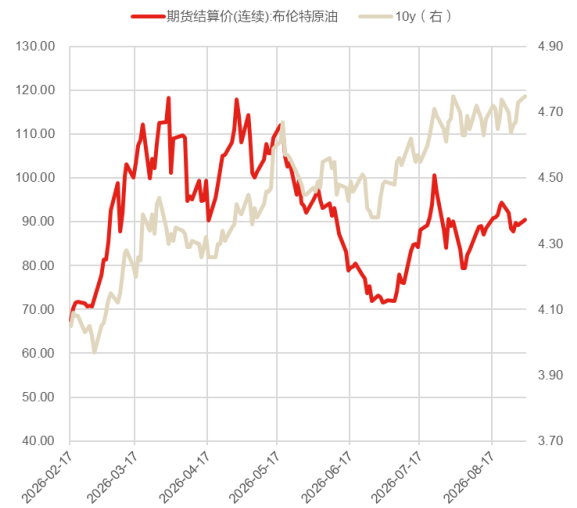
中长期来看，上述两个风险持续存在，美联储重建信用虽然能够影响预期政策利率，鹰派沟通也可以在边际上暂时压低通胀风险溢价，却无法消除地缘风险或减少长期债券供给。因此，我们预计预期利率将随经济数据波动，期限溢价仍将维持高位，美债利率高位震荡，美元资产的风险评价持续上行。

图 2：10y 期限溢价持续高位（%）



数据来源：Bloomberg，东方证券研究

图 3：油价（美元/桶）回升带动 10y 走高（%）



数据来源：wind，东方证券研究

9 月 FOMC 是美债利率走势的下一个观察节点

我们仍倾向于美联储 9 月不加息。虽然沃什将当前就业市场描述为接近充分就业，但新增就业、工资仍然疲软，核心通胀也没有形成持续、广泛的上行压力，只要 8 月经济数据不出现全面反弹，那么当前的经济现实并不足以支撑美联储 9 月加息。

不过，沃什本次讲话已经明显抬高了市场对美联储行动的要求，9 月会议是检验美联储政策信用能否真正重建的关键节点，市场需要看到实际的货币政策行动兑现。如果 9 月 FOMC 继续按兵不动，市场可能再次认为美联储的行动落后于通胀和市场定价，Jackson Hole 带来的政策信用修复也会迅速消退。届时，长端期限溢价可能进一步上行，市场重新回到“美债承压、美元走弱、黄金走强”的去美元化交易。而如果经济数据超预期，加息落地，市场也将进一步上修政策利率路径，推动美债收益率上升。因此，9 月 FOMC 将决定美债利率上行压力更多来自预期利率还是期限溢价，但总体来看对美债利率的影响具有不对称性，美债收益率易上难下，上侧风险持续存在。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

下载日志已记录，仅供内部参考

图 4：9 月加息预期定价明显上升

	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%	40.1%	59.9%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	
2026/10/28	0.0%	29.4%	54.7%	15.9%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
2026/12/9	0.0%	12.1%	39.8%	38.8%	9.4%	0.0%	0.0%	0.0%
2027/1/27	0.0%	9.3%	33.4%	39.0%	16.1%	2.2%	0.0%	0.0%
2027/3/17	0.0%	6.2%	25.4%	37.1%	23.8%	6.8%	0.7%	0.0%
2027/4/28	0.0%	5.5%	23.3%	35.9%	25.2%	8.6%	1.4%	0.1%
2027/6/9	0.0%	4.9%	21.2%	34.4%	26.5%	10.6%	2.3%	0.2%
2027/7/28	0.1%	5.0%	21.3%	34.3%	26.3%	10.5%	2.2%	0.2%
2027/9/15	0.2%	5.6%	21.7%	34.0%	25.8%	10.3%	2.2%	0.2%
2027/10/27	0.5%	6.5%	22.4%	33.5%	24.9%	9.8%	2.1%	0.2%
2027/12/8	0.5%	5.8%	20.5%	32.2%	26.0%	11.6%	3.0%	0.4%

数据来源：CME

2. 大类资产表现（2026/8/21-2026/8/28）：沃什讲话偏鹰强化加息交易，美股在 AI 盈利支撑下仍小幅上涨

利率：美国收益率曲线明显趋平，短端大幅上行、长端小幅回落。美国 2y 和 10y 国债收益率全周分别变动 +10.75bps 和 -1.59bps，2s10s 利差收窄 12.33bps；美国高收益债利差收窄 9.00bps。海外方面，10y 德债和 10y 日债收益率分别上行 2.04bps 和 4.30bps。周五沃什在 Jackson Hole 讲话强化抗通胀立场，市场明显提高近期加息预期，主要推动短端利率上行。

股票：美股大盘温和上涨，但中小盘及亚洲市场相对偏弱。标普 500、纳指和道指分别上涨 0.49%、0.85% 和 0.53%，罗素 2000 下跌 1.51%；MSCI 全球除美国基本持平、下跌 0.03%，欧洲 STOXX50 和日经 225 分别上涨 0.36% 和 0.59%。韩国股市下跌 1.79%，沪深 300 和创业板指分别下跌 0.21% 和 3.42%，恒生指数和恒生科技分别下跌 1.63% 和 3.38%。美股前半周受到英伟达乐观业绩指引和 AI 预期支撑，但 Jackson Hole 偏鹰表态对周末风险偏好形成压制。

大宗商品：商品整体偏弱。WTI 原油全周下跌 4.20%，COMEX 黄金和 COMEX 铜分别下跌 2.80% 和 0.38%；CRB 商品指数上涨 0.73%，南华工业品指数上涨 1.32%，南华农产品指数下跌 0.15%，波罗的海干散货指数大涨 12.14%。油价回落主要源于霍尔木兹海峡替代运输渠道增加、区域供应改善，市场进一步回吐前期地缘风险溢价。

外汇：美元明显走强。美元指数全周上涨 0.91%，EURUSD 下跌 0.80%，USDJPY、USDCHF、USDCAD 和 USDAUD 分别上涨 0.72%、0.99%、1.05% 和 0.09%。人民币中间价下跌 0.01%，

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

下载日志已记录，仅供内部参考

在岸和离岸人民币分别上涨 0.13% 和 0.15%，对应人民币小幅走弱。美元走强与 Jackson Hole 之后加息交易升温、美国短端利率大幅上行相一致。

行业板块：美股行业表现分化，超大盘科技相对占优。MAG7 上涨 2.44%，而剔除 MAG7 的标普 500 下跌 0.54%；费城半导体指数下跌 2.31%，但信息技术和通信服务分别上涨 1.80% 和 1.56%。其他板块中，金融上涨 1.06%，非核心消费品小幅上涨 0.06%；核心消费品、房地产、公用事业、医疗保健、能源、原材料和工业分别下跌 0.50%、1.28%、0.20%、2.00%、1.96%、0.39% 和 1.73%。风格上看，防御板块和周期板块分别下跌 0.56% 和 0.97%，整体仍以大型科技股表现相对占优。

图 5：美股大盘温和上涨，但中小盘及亚洲市场相对偏弱

类别		单位	涨跌幅：周度	YTD
美股	标普500	%	0.49	12.65
	道琼斯工业	%	0.53	11.44
	纳斯达克综合	%	0.85	13.60
	罗素2000	%	-1.51	19.76
全球非美	MSCI全球（除美国）	%	-0.03	12.42
	欧洲STOXX50	%	0.36	11.99
	日经225	%	0.59	31.92
	韩国	%	-1.79	61.10
	沪深300	%	-0.21	-0.45
	创业板指	%	-3.42	6.91
	恒生指数	%	-1.63	-0.18
	恒生科技	%	-3.38	-16.51

数据来源：Bloomberg，东方证券研究

图 6：美国收益率曲线明显趋平

类别		单位	涨跌幅：周度	YTD
利率	2y美债	bp	10.75	87.04
	10y美债	bp	-1.59	55.10
	期限利差：2s10s	bp	-12.33	-31.94
	美国高收益债利差	bp	-9.00	-8.00
	10y德债	bp	2.04	42.39
	10y日债	bp	4.30	86.50
汇率	美元指数	%	0.91	1.40
	EURUSD	%	-0.80	-1.37
	USDJPY	%	0.72	2.13
	USDCHF	%	0.99	2.06
	USDCAD	%	1.05	1.37
	USDAUD	%	0.09	-6.90
	人民币中间价	%	-0.01	-3.52
	在岸人民币	%	0.13	-3.69
	离岸人民币	%	0.15	-3.51

数据来源：Bloomberg，东方证券研究

图 7：商品整体偏弱

类别		单位	涨跌幅：周度	YTD
商品/衍生品	WTI原油	%	-4.20	45.25
	COMEX黄金	%	-2.80	3.54
	COMEX铜	%	-0.38	15.49
	比特币	%	0.58	-11.33
	CRB商品指数	%	0.73	36.01
	南华工业品指数	%	1.32	11.99
	南华农产品指数	%	-0.15	3.23
	波罗的海干散货指数	%	12.14	69.74
	美股波动率VIX	%	-4.63	-3.48
	美债波动率MOVE	%	-3.31	10.96

数据来源：Bloomberg，东方证券研究

图 8：美股行业表现分化，超大盘科技相对占优

类别		单位	涨跌幅：周度	YTD
美股行业	MAG 7	%	2.44	4.81
	S&P500（除MAG 7）	%	-0.54	14.47
	费城半导体指数	%	-2.31	61.93
	标普500信息技术指数	%	1.80	22.08
	标普500电信服务指数	%	1.56	1.34
	标普500核心消费品指数	%	-0.50	8.29
	标普500非核心消费品指数	%	0.06	0.32
	标普500金融指数	%	1.06	5.88
	标普500房地产指数	%	-1.28	10.99
	标普500公用事业指数	%	-0.20	-0.43
	标普500保健指数	%	-2.00	10.34
	标普500能源指数	%	-1.96	38.47
	标普500原材料指数	%	-0.39	16.53
	标普500工业指数	%	-1.73	14.02
	防御板块	%	-0.56	8.78
	周期板块	%	-0.97	12.93

数据来源：Bloomberg，东方证券研究

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

下载日志已记录，仅供内部参考

3. 海外宏观经济数据跟踪

图 9：美国经济数据日历（2026/8/22-2026/8/28）

数据发布日期	指标名称	期间	调查值	实际值	前值	修正值
8/24/2026	芝加哥联储全美活动指数	Jul	-0.09	-0.08	-0.02	0.06
8/25/2026	建筑许可	Jul F	1443000	1433000	1443000	--
8/25/2026	建设许可月环比	Jul F	--	4.30%	5.00%	--
8/25/2026	ADP周度新增就业	8-Aug	--	11750	9500	--
8/25/2026	费城联储非制造业活动	Aug	360.00%	-10.6	7.4	--
8/25/2026	FHFA房价指数月环比	Jun	0.20%	0.00%	0.30%	--
8/25/2026	FHFA住宅价格指数季环比	2Q	--	0.40%	0.50%	0.60%
8/25/2026	里士满联储制造业指数	Aug	700.00%	4	5	--
8/25/2026	里士满联储商业环境	Aug	-3	-12	-5	--
8/25/2026	新建住宅销量年率	Jul	620000	607000	628000	678000
8/25/2026	新建住宅销售 月环比	Jul	-1.40%	-10.50%	1.60%	7.60%
8/25/2026	世界大型企业研究会消费者信心指数	Aug	9020.00%	89.4	90.8	90.2
8/25/2026	经济咨商局当前状况	Aug	11470.00%	121.2	114.9	114.4
8/25/2026	经济咨商局预期	Aug	7420.00%	68.2	74.7	74
8/26/2026	周度MBA抵押贷款申请指数环比	21-Aug	--	-1.00%	-0.40%	--
8/26/2026	个人收入环比	Jul	0.20%	0.40%	0.20%	--
8/26/2026	个人支出环比	Jul	0.10%	0.20%	0.30%	--
8/26/2026	实际个人支出	Jul	0.00%	0.00%	0.40%	--
8/26/2026	PCE价格指数月环比	Jul	0.10%	0.20%	-0.10%	--
8/26/2026	PCE价格指数同比	Jul	3.60%	3.70%	3.70%	--
8/26/2026	核心PCE价格指数月环比	Jul	0.20%	0.20%	0.10%	--
8/26/2026	核心PCE价格指数同比	Jul	3.30%	3.30%	3.30%	--
8/26/2026	耐用品订单环比	Jul P	0.50%	1.10%	0.50%	--
8/26/2026	耐用消费品(除运输类)	Jul P	0.60%	0.40%	0.70%	1.10%
8/26/2026	非国防资本货物订单(飞机除外)	Jul P	0.70%	0.20%	1.20%	1.70%
8/26/2026	非国防资本货物出货(飞机除外)	Jul P	1.00%	1.40%	2.00%	2.40%
8/26/2026	GDP环比折合年率	2Q S	1.50%	1.50%	1.50%	--
8/26/2026	个人消费	2Q S	3.20%	3.40%	3.20%	--
8/26/2026	GDP价格指数	2Q S	6.20%	6.40%	6.20%	--
8/26/2026	核心PCE价格指数季环比	2Q S	3.40%	3.60%	3.40%	--
8/27/2026	零售库存月环比	Jul	0.20%	0.70%	0.00%	-0.20%
8/27/2026	批发库存月环比	Jul P	0.20%	1.30%	0.20%	0.30%
8/27/2026	周度首次申领失业救济人数	22-Aug	208000	203000	206000	207000
8/27/2026	持续领取失业救济人数	15-Aug	1792000	1778000	1799000	1796000
8/27/2026	堪萨斯城联储制造业活动指数	Aug	10	10	9	--
8/28/2026	MNI芝加哥PMI	Aug	57.9	47.1	57.6	--
8/28/2026	密歇根大学消费者信心指数	Aug F	51	51.7	51	--
8/28/2026	密歇根大学现况	Aug F	52	51.9	51.8	--
8/28/2026	密歇根大学预期	Aug F	51.4	51.5	50.6	--
8/28/2026	密歇根大学1年通胀	Aug F	4.40%	4.00%	4.30%	--
8/28/2026	密歇根大学5-10年通胀	Aug F	3.30%	3.30%	3.30%	--
8/28/2026	堪萨斯城联储服务业活动	Aug	10	-3	14	--

数据来源：Bloomberg，东方证券研究

通胀

美国 7 月 PCE：整体和核心通胀环比有所回升，同比增速保持稳定

7 月美国 PCE 物价指数环比增长 0.2%，同比增长 3.7%，同比与 6 月持平；核心 PCE 物价指数环比增长 0.2%，同比增长 3.3%，同比同样与 6 月持平。相比 6 月名义 PCE 环比下降 0.1%、核心 PCE 环比增长 0.1%，7 月价格增速边际回升，但尚未表现为同比通胀中枢进一步上移。消费方面，名义 PCE 环比增长 0.2%，但实际 PCE 基本持平，服务消费增加而商品消费下降，显示居民实际消费动能仍偏弱。整体来看，7 月 PCE 现实通胀并未继续明显恶化，但核心 PCE 仍维持

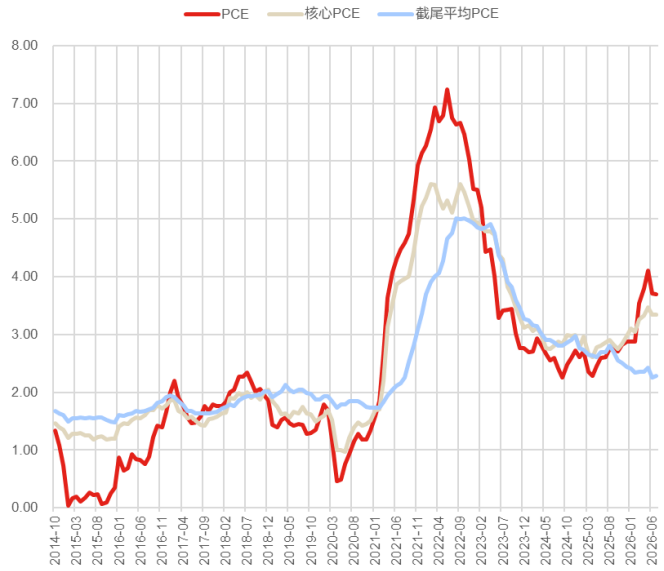
人在草木间

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

下载日志已记录，仅供内部参考

3%以上，意味着潜在通胀压力下降较慢。此外，截尾 PCE 维持 2.3%的低位，在就业和消费边际走弱的同时，当前通胀数据更支持美联储继续观察通胀趋势。

图 10：PCE 同比维持稳定（%）



数据来源：wind，东方证券研究

投资

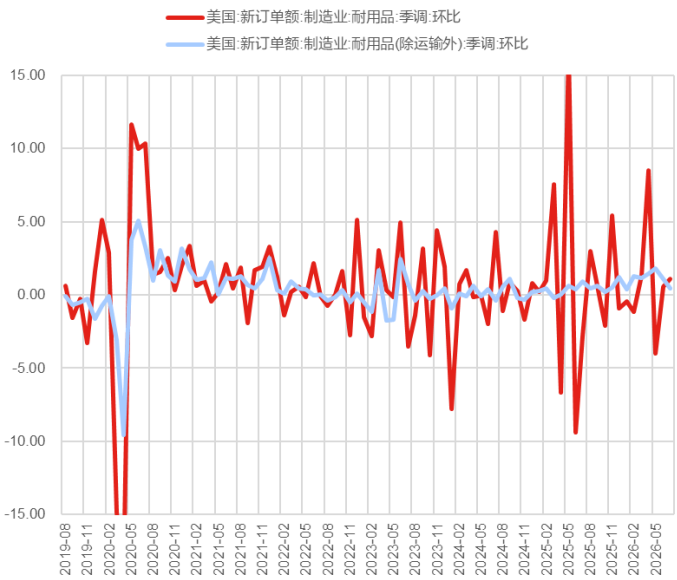
7 月耐用品订单：运输设备反弹带动美国耐用品订单重新走强，核心资本开支仍保持温和增长

7 月美国耐用品新订单环比增长 1.1%，较 6 月修正后的+0.5%进一步改善；其中，运输设备订单环比增长 2.3%，结束此前连续两个月下降，是本月主要拉动项。剔除运输后的耐用品订单环比增长 0.4%，显示制造业需求整体仍保持扩张。更能反映企业设备投资意愿的核心资本品订单（非国防资本品扣除飞机）环比增长 0.2%，较 6 月的+1.7%明显放缓，但仍保持正增长；同期核心资本品出货环比增长 1.4%，说明当期设备投资落地仍较强。7 月耐用品订单显示企业投资温和增长，但核心订单增速放缓也表明资本开支进一步加速的动力有限。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

下载日志已记录，仅供内部参考

图 11：7 月美国核心资本开支仍保持温和增长（%）



数据来源：wind，东方证券研究

4. 外资流向：主动外资本周小幅净流出 A 股和港股

本周主动外资小幅净流出 A 股、港股和中概股。

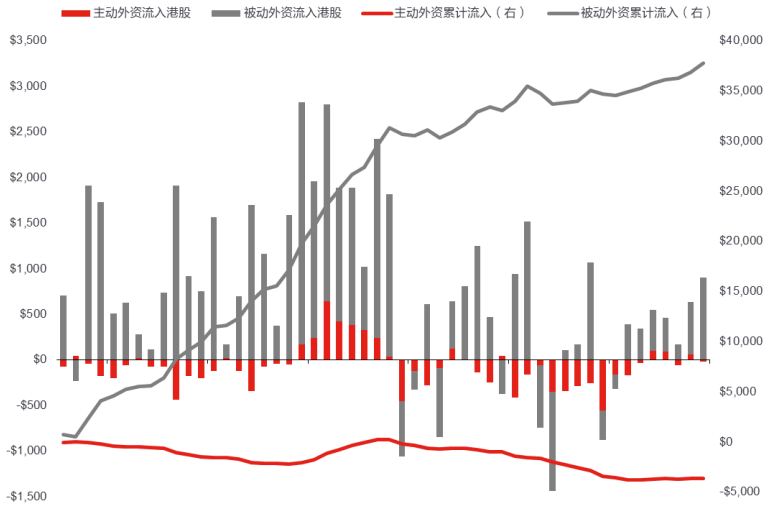
港股：主动外资小幅流出港股

本周外资净流入港股，规模 8.8 亿美元，其中主动资金净流出 0.2 亿美元，被动型外资净流入 9.0 亿美元。近一年来，主动外资累计流出港股 36.7 亿美元，被动外资累计流入港股 377.4 亿美元。

图 12：主动外资净流出港股（百万美元）

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

下载日志已记录，仅供内部参考

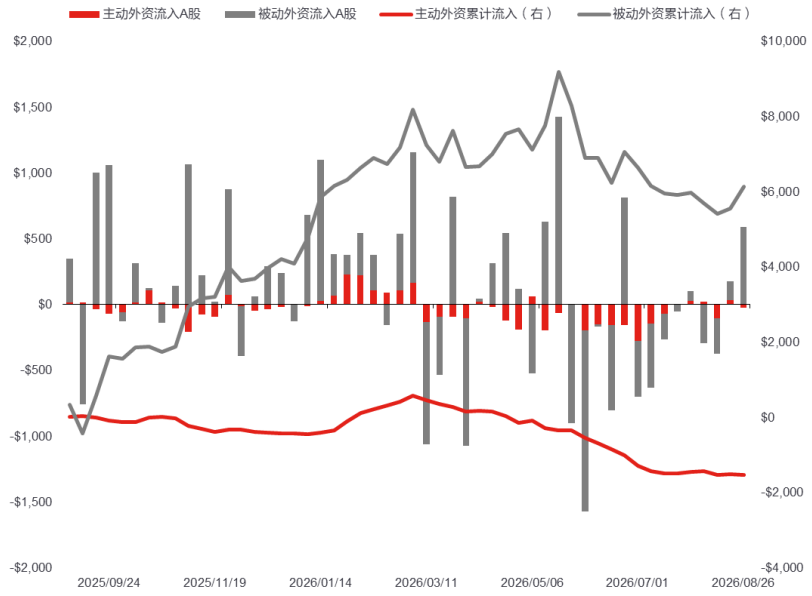


数据来源：EPFR，东方证券研究

A 股：主动外资小幅净流出

主动外资本周净流出 A 股，规模 0.2 亿美元，被动外资净流入 A 股，规模 5.9 亿美元。近一年来，主动外资累计流出 A 股 15.2 亿美元，被动外资累计流入 A 股 61.5 亿美元。

图 13：主动外资净流出 A 股（百万美元）



数据来源：EPFR，东方证券研究

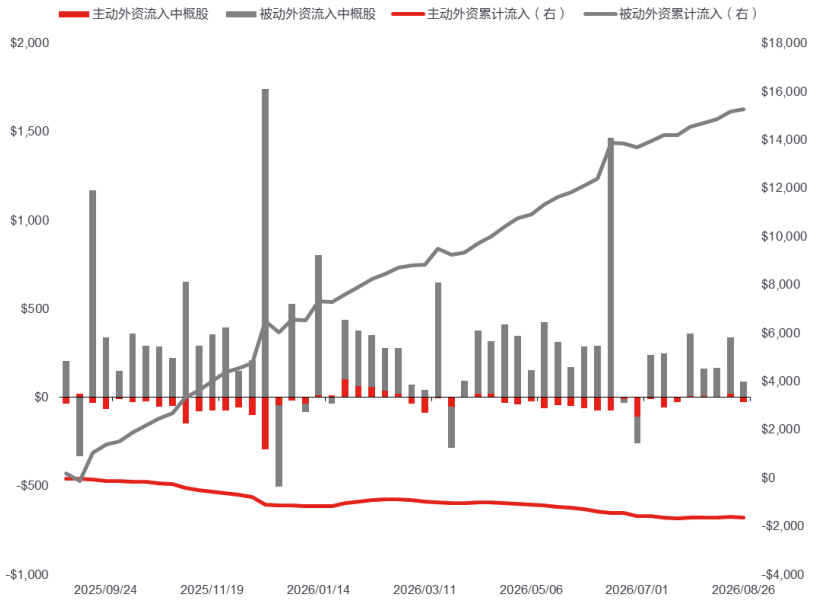
中概股：主动外资小幅净流出

主动外资小幅净流出中概股，规模 0.3 亿美元，被动外资净流入中概股，规模 0.9 亿美元。近一年来，主动外资累计流出中概股 16.4 亿美元，被动外资累计流入中概股 152.7 亿美元。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

下载日志已记录，仅供内部参考

图 14：主动外资小幅净流出中概股（百万美元）



数据来源：EPFR，东方证券研究

风险提示

地缘形势发展的不确定性。伊朗局势发展仍存在一定不确定性，若局势进一步升级，国际油价仍存在进一步上行风险，进而可能推升通胀压力、压缩美联储降息空间，并对全球风险偏好形成扰动。

经济基本面大幅恶化的风险。美国经济基本面目前受到科技和前置生产的支撑，尚具有韧性，不排除在高利率的持续压力之下，经济滞后于利率出现大幅走弱的风险。

全球央行超预期加息的风险。如果地缘与能源冲击持续时间较长，推升通胀预期，主要央行可能进入加息周期，全球流动性将进一步收紧，风险资产或面临更大调整压力；此外，利率水平上移也会抑制投资与消费，全球经济陷入衰退的风险上升。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

下载日志已记录，仅供内部参考

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内行业或公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数）；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5%～15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%～+5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%～+5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。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或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者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。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。
东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。