下载日志已记录，仅供内部参考



海外宏观研究专题之一

如何从需求角度理解美国通胀压力？

年内美国居民收入水平有望维持韧性，叠加居民消费意愿仍然较强，美国消费端通胀压力仍存。AI 投资将进一步支撑美国通胀压力韧性。考虑到年内地缘政治不确定性仍存，且年内美国需求有望维持韧性，我们认为，四季度美联储或仍存在加息空间。

- 若仅从美国 PCE、CPI 等通胀数据看，当下美国的通胀压力主要来自地缘政治因素的扰动，核心通胀数据回升压力不大。因此报告从美国消费、投资两个经济增长点出发，深入理解美国当通胀压力。
- **年内美国居民收入水平有望维持韧性，叠加居民消费意愿仍然较强，美国消费端通胀压力仍存。**

  着眼美国居民收入结构，2026 年 1-8 月，美国个人收入名义同比增长 4.3%，其中劳动者报酬贡献 2.7 个百分点，同期业主收入、个人资产收入及个人转移支付收入的贡献分别为 0.4、0.6 和 0.8 个百分点，以薪资为主的劳动者报酬仍是美国个人收入的主要来源及贡献项，且年内表现相对稳健；此外，个人转移支付收入在美国居民个人收入中的占比不容忽视。

  服务业薪酬水平对美国物价的影响或较明显，据我们测算，2024 年-2026 年 8 月，服务生产薪资增速与滞后 3 个月的 CPI 服务的相关系数为 0.3，具备一定的相关性。且需注意的是，当前服务业景气度表现相对较好，服务业收入下行趋势不明确。2026 年 8 月，美国 ISM 服务业 PMI 就业指数为 47.8%，较 7 月环比回升 0.4 个百分点，仍处于收缩区间。但需注意的是，当期 ISM 服务业 PMI 和服务业新订单指数均处于较高景气度区间，且环比分别上升 1.3 和 3.7 个百分点，美国服务业的较高景气度或将使得从业人员整体收入水平维持韧性。我们认为，服务业高景气度或是居民收入端的重要通胀推手，服务业薪酬或难出现明显的下滑趋势。

  美国政府社会福利也将对后续美国物价水平形成支撑。2026 年 1-8 月，美国社会保障类财政支出 14.5 万亿美元，同比增速 13.5%，年内美国财政向社保、医疗等领域的支出投入或难有较为明显的变化。
- **AI 投资将进一步支撑美国通胀压力韧性。**

  AI 同时作用于美国经济的总需求与总供给两侧，AI 叙事在供给、需求两侧如何演绎，是决定我们如何理解其对通胀影响的核心。

  从需求角度看，年内 AI 产业高速发展直接作用于美国私人投资增速，进而推动美国总需求曲线右移，在增加产出的同时，推升美国的价格水平（通胀压力）。

  而在供给侧，尽管 AI 对美国劳动生产率已有提振，但其对 TFP 的提振作用仍需观察，供给增加带来的通胀压力缓解短期或难以看到。
- 尽管 9 月美联储 FOMC 会议已经加息，但我们认为，下半年美国居民收入、消费意愿均仍有望维持韧性，AI 投资短期难以降温。在这一经济环境下，沃什此前在全球央行年会给出的“不加息”条件——“基础通胀正在清晰地、以足够快的速度向我们的目标迈进”，或难以实现。

  据 IMF 世界经济展望 4 月预测，美国 2026 年全年 CPI 同比增速约为 3.2%，考虑到年内地缘政治不确定性仍存，且年内美国需求有望维持韧性，我们认为，四季度美联储或仍存在加息空间。
- **风险提示：**地缘关系不确定性仍存；美联储预防性加息意愿较强；国内市场主体预期修复缓慢。

相关研究报告

《宏观和大类资产配置周报》20260927
《美伊继续博弈、美股保持乐观》20260927
《资产配置月报》20260924

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

宏观经济

证券分析师：陈琦
qi.chen@bocichina.com
证券投资咨询业务证书编号：S1300521110003

证券分析师：朱启兵
(8610)66229359
Qibing.Zhu@bocichina.com
证券投资咨询业务证书编号：S1300516090001

下载日志已记录，仅供内部参考

目录

一．通胀数据本身反映出的信息.....4
二、美国的内需结构浅析.....6
三、消费端通胀压力仍存.....8
3.1 美国居民人均收入或将维持韧性.....8
3.2 年内美国居民消费意愿较强，对美国通胀形成压力.....9
四、AI 叙事决定其对通胀的影响.....11
4.1 短期影响：需求端推升通胀压力.....11
4.2 对 TFP 的长期影响仍待观察.....12
结论.....14
风险提示.....15
地缘关系不确定性仍存.....15
美联储预防性加息意愿较强.....15
国内市场主体预期修复缓慢.....15

下载日志已记录，仅供内部参考

图表目录

图表 1.美国 PCE 及核心 PCE 同比增速及预测值表现 4
图表 2. 截尾 PCE 同比增速 4
图表 3.美国 CPI 及核心 CPI 同比增速及预测值表现 4
图表 4. 弹性 CPI 及油价的同比增速表现 4
图表 5.各分项对美国 CPI 同比增速的贡献（pct） 5
图表 6.美国 GDP 实际增速表现 6
图表 7 .美国 GDP 物量指数（三驾马车） 6
图表 8. 美国 GDP 物量指数（重要分项） 6
图表 9.美国 GDP 环比贡献率（pct） 7
图表 10. 美国居民个人收入同比增速贡献项（pct） 8
图表 11. 美国居民个人收入同比增速贡献细分项（pct） 8
图表 12. 美国服务业 PMI 数据表现 9
图表 13. 美国服务生产薪资对服务价格的推动作用 9
图表 14. 美国向社会保障局财政支出累计同比增速表现 9
图表 15. 美国向劳工部财政支出累计同比增速表现 9
图表 16.美国居民储蓄持续下滑 10
图表 17.美国人均收入与消费支出增速 10
图表 18. 美国未偿消费信贷余额 10
图表 19.各行业分项对美国投资的贡献（pct） 11
图表 20. 美国计算机相关产品出货、存货及新订单表现 12
图表 21.美国信息技术产品出货、存货及新订单表现 12
图表 22. 美国半导体及电子元器件 PPI 同比增速 12
图表 23. 美国计算机、外围设备和半导体进口价格指数环比增速 12
图表 24. 美国劳动生产率表现 13
图表 25. 美国单位劳动力成本同比增速 13



下载日志已记录，仅供内部参考

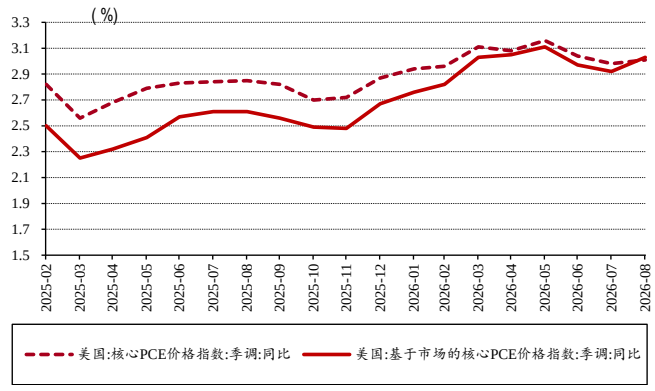
沃什接任美联储主席后，着重强调其对于美国通胀水平的担忧，倒逼市场更加专注于通胀数据本身。8 月 28 日，沃什作为新任美联储主席，首次在杰克逊霍尔全球央行年会上发表题为《我们所处的时代》演讲，讲话中沃什释放较为明确的鹰派信号，表态“我们必须确信，基础通胀正在清晰地、以足够快的速度向我们的目标迈进。否则，我们就还有工作要做”。9 月 16 号美国 FOMC 议息会议声明公布，会议将联邦基金利率区间上调 25bp，至 3.75%—4.00%；此外，在声明中，美联储表示通胀依然高企，此次货币政策决定将为通胀更快回落到联邦公开市场委员会 2.00%的目标提供支持。

通胀数据作为当下美联储的核心关切，市场关注度有望进一步提升。本文除对通胀数据做出解析外，也从美国需求的角度上诠释当下美国的通胀压力。

一. 通胀数据本身反映出的信息

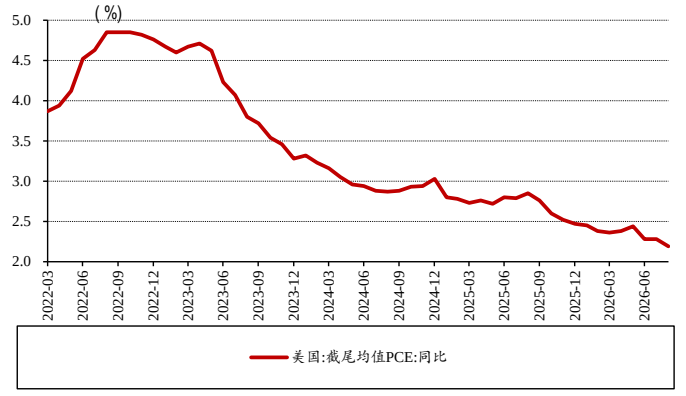
今年以来，美国各主要通胀数据震荡较为明显，截至 8 月美国核心 PCE 及截尾均值 PCE 同比增速均为 3.0%，并未出现较为明显的上行压力，PCE 数据显示当前美国通胀形势已基本趋稳。

图表 1.美国 PCE 及核心 PCE 同比增速及预测值表现



资料来源：Wind，中银证券

图表 2. 截尾 PCE 同比增速

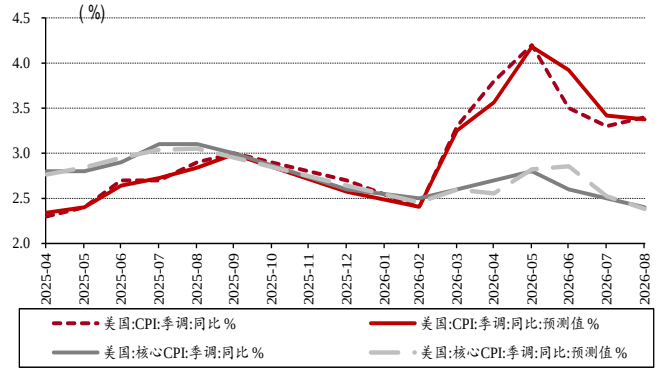


资料来源：Wind，中银证券

2026 年 8 月，美国 CPI、核心 CPI 同比增速分别为 3.4%和 2.4%，较 7 月分别变动+0.1 和-0.1 个百分点，核心 CPI 同比增速维持下滑趋势。

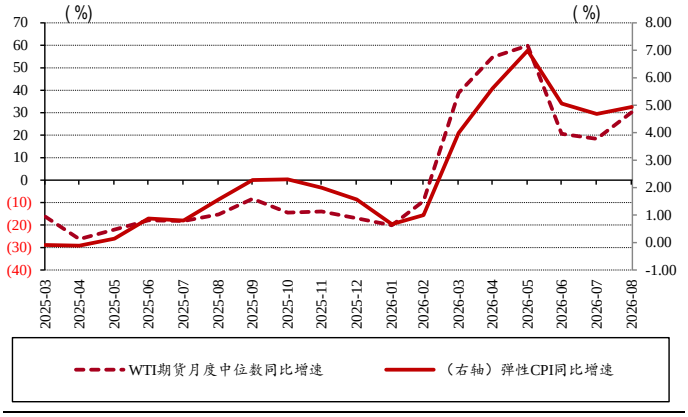
而从结构上看，8 月美国弹性、粘性 CPI 同比分别增长 4.9%和 2.7%，其中弹性 CPI 较 7 月回升 0.3 个百分点，弹性 CPI 仍是主要贡献项。8 月 WTI 期货结算价中位数为 83.2 美元/桶，同比增长 30.2%；2025 年至 2026 年 8 月，WTI 期货结算价与美国弹性 CPI 同比增速的相关系数为 0.9，相关性较为显著，地缘政治因素对美国通胀数据的扰动较为明显。

图表 3.美国 CPI 及核心 CPI 同比增速及预测值表现



资料来源：Wind，中银证券

图表 4. 弹性 CPI 及油价的同比增速表现



资料来源：Wind，中银证券

下载日志已记录，仅供内部参考

图表 5.各分项对美国 CPI 同比增速的贡献（pct）

种类	2026-08	2025-12	较年初变化
住房	1.39	1.59	-0.20
交通运输	1.03	0.06	0.96
能源	1.08	0.14	0.94
机动车燃料	0.91	(0.10)	1.01
住所租金	1.06	1.09	-0.03
食品和饮料	0.38	0.44	-0.06
家庭食品	0.18	0.19	-0.01
医疗护理	0.13	0.26	-0.13
其他商品和服务	0.12	0.12	-0.00
娱乐	0.14	0.16	-0.02
服装(不包括鞋类)	0.06	0.01	0.06
家用家具和供给	0.02	0.12	-0.10
教育和通信	0.13	0.03	0.10
燃油和其他燃料	0.04	0.00	0.04
鞋	0.02	0.01	0.02
新交通工具	0.02	0.01	0.01
计算机、外围设备和智能居家助手	0.03	(0.00)	0.03
电脑软件及配件	0.01	0.00	0.01
家用电器	(0.00)	(0.00)	0.00
信息技术产品	(0.03)	(0.03)	-0.00
电话硬件、计算器和其他消费信息类商品	(0.06)	(0.03)	-0.04

资料来源：Wind，中银证券

从各种类消费对月度 CPI 同比增速的贡献看，相比于 2025 年 12 月，食品、住房、租金、医疗护理及娱乐等项目对 8 月 CPI 同比增速的贡献均有下滑，核心商品、服务价格对美国通胀的压力正在缓解。

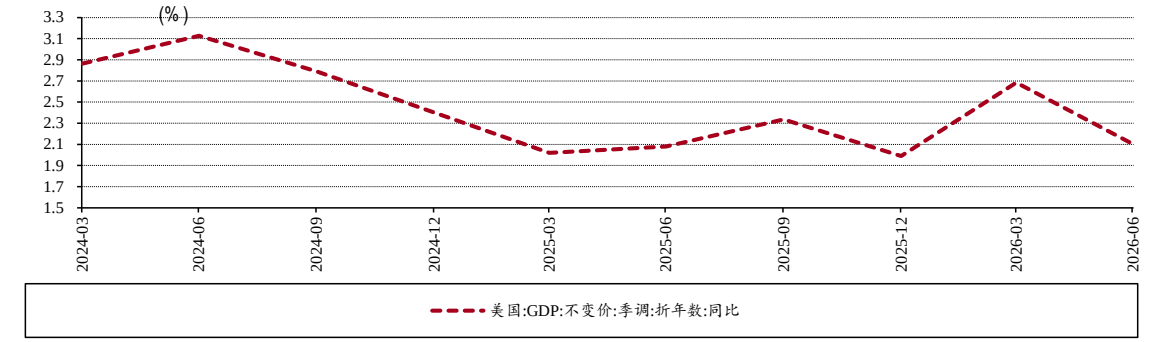
此外，8 月家用家具对当期 CPI 同比增速的贡献有所下滑，鞋、新交通工具及电脑软件配件对当期 CPI 同比增速的正贡献仅微幅走扩，关税等政策因素对美国本土物价的影响或已有效缓解。

因此，若仅从美国 PCE、CPI 等通胀数据看，当下美国的通胀压力主要来自地缘政治因素的扰动，核心通胀数据回升压力不大。

下载日志已记录，仅供内部参考

二、美国的内需结构浅析

图表 6.美国 GDP 实际增速表现

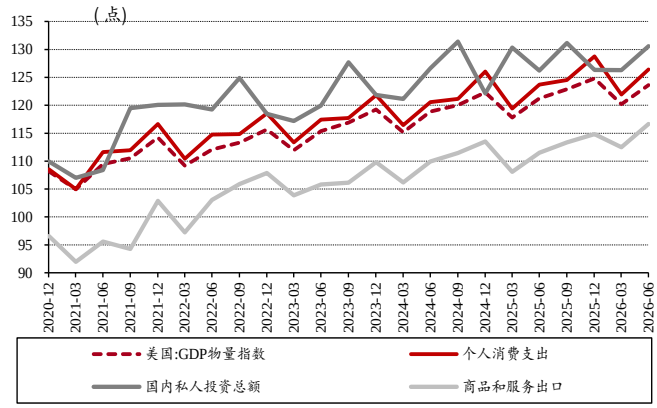


资料来源：Wind，中银证券

2026 年上半年，美国 GDP 实际同比增长 2.1%，美国经济维持相对稳定增长。我们从 GDP 物量指数角度出发，观测三驾马车对美国经济的影响：

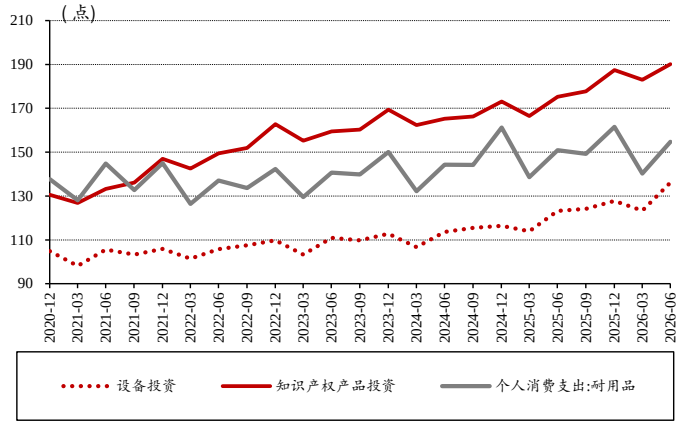
上半年美国 GDP 物量指数为 123.8，较一季度环比上升 3.6，其中，个人消费指数和固定投资指数分别为 126.7 和 134.9，较一季度环比上升 4.7 和 10.9 点，国内消费、投资均对美国国内需求有所支撑；同期商品服务出口、进口指数分别为 116.6 和 134.1，较一季度环比上升 4.2 和 11.0 点，进口指数的较高增速同样印证当前美国国内需求的韧性。

图表 7.美国 GDP 物量指数（三驾马车）



资料来源：Wind，中银证券

图表 8. 美国 GDP 物量指数（重要分项）



资料来源：Wind，中银证券

从环比表现看，美国 GDP 二季度环比折年率为 1.5%，其中个人消费支出环比贡献率为 2.3 个百分点，消费仍是当前美国经济的主要增长动能。二季度国内私人投资总额环比贡献率仅为 0.5 个百分点，但其中设备投资、知识产权产品投资环比贡献率分别为 0.7 和 0.5 个百分点，正贡献仍相对明显，或主要得益于近年 AI 等高技术产业发展，高技术投资正在为美国经济增长贡献着重要增量。

下载日志已记录，仅供内部参考

图表 9.美国 GDP 环比贡献率（pct）

贡献项	2026-06	2025-12	2024-12
美国 GDP 不变价环比折年率	1.5	0.5	1.9
个人消费支出	2.3	1.3	2.6
商品消费	0.9	0.1	1.4
耐用品消费	0.4	0.0	0.9
非耐用品消费	0.5	0.1	0.5
服务消费	1.4	1.2	1.2
国内私人投资总额	0.5	0.4	-1.3
固定投资非住宅	1.2	0.3	-0.5
固定投资	1.2	0.3	-0.3
固定投资非住宅建筑	-0.1	-0.2	-0.3
设备投资	0.7	0.2	-0.2
知识产权产品投资	0.5	0.3	0.0
固定投资住宅	0.1	-0.1	0.2
私人存货变化	-0.7	0.1	-0.9
商品和服务净出口	-1.1	-0.2	-0.1
商品出口	0.6	-0.1	-0.3
商品和服务出口	0.5	-0.4	-0.1
服务出口	-0.1	-0.2	0.2
商品和服务进口	-1.6	0.1	0.0
商品进口	-1.6	0.3	0.4
服务进口	0.0	-0.1	-0.3
政府消费支出和投资总额	-0.2	-1.0	0.6

资料来源：Wind，中银证券

下文将从消费、投资两个增长点出发，理解美国当通胀压力。

下载日志已记录，仅供内部参考

三、消费端通胀压力仍存

3.1 美国居民人均收入或将维持韧性

图表 10. 美国居民个人收入同比增速贡献项（pct）

产品种类	2026-08	2026-07	2026-06	2026-05	2026-04	2026-03	2026-02
个人收入	4.3	4.5	4.7	4.8	3.7	4.4	4.5
劳动者报酬	2.7	2.7	2.9	2.9	2.8	2.7	2.7
业主收入	0.4	0.5	0.5	0.7	0.1	0.4	0.3
个人资产收入	0.6	0.6	0.6	0.5	0.5	0.5	0.5
个人转移支付收入	0.8	1.0	0.9	1.0	0.6	1.0	1.2

资料来源：Wind，中银证券

图表 11. 美国居民个人收入同比增速贡献细分项（pct）

收入种类	2026-08	2026-07	2026-06	2026-05	2026-04	2026-03	2026-02
劳动者报酬	2.7	2.7	2.9	2.9	2.8	2.7	2.7
商品生产行业	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4
制造业	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.1	0.2
服务生产行业	1.5	1.6	1.7	1.7	1.6	1.6	1.6
贸易,运输和公用事业	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
其它服务生产行业	1.3	1.4	1.5	1.5	1.4	1.4	1.4
薪资:政府企业	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
薪资的补充:雇主为雇员养老金和保险基金缴款	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5
薪资的补充:雇主为政府社会保险缴款	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.1	0.1
业主收入:农业	-0.1	0.0	0.0	0.2	-0.1	0.1	0.0
业主收入:非农业	0.5	0.5	0.5	0.4	0.2	0.3	0.3
个人租金收入	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.1
个人资产收入:个人利息收入	0.3	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4
个人资产收入:个人股息收入	0.3	0.2	0.2	0.1	0.1	0.2	0.1
个人转移支付收入	0.8	1.0	0.9	1.0	0.6	1.0	1.2
个人转移支付收入:政府社会福利	0.9	0.9	0.9	1.0	0.6	1.0	1.3
政府社会福利:社会保障	0.4	0.4	0.2	0.3	-0.2	0.3	0.4
政府社会福利:医疗保险	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5	0.4	0.4
政府社会福利:医疗补助	0.2	0.2	0.3	0.4	0.4	0.4	0.4
政府社会福利:失业保险	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
政府社会福利:退伍军人福利	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
政府社会福利:其它	-0.3	-0.3	-0.3	-0.3	-0.2	-0.2	-0.2
个人转移支付收入:其它商业转移支付(净值)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	-0.1
国内政府社会保险缴款	0.4	0.4	0.5	0.4	0.4	0.4	0.4

资料来源：Wind，中银证券

着眼美国居民收入结构，2026 年 1-8 月，美国个人收入名义同比增长 4.3%，其中劳动者报酬贡献 2.7 个百分点，同期业主收入、个人资产收入及个人转移支付收入的贡献分别为 0.4、0.6 和 0.8 个百分点，以薪资为主的劳动者报酬仍是美国个人收入的主要来源及贡献项，且基本维持稳健；此外，个人转移支付收入在美国居民个人收入中的占比不容忽视。

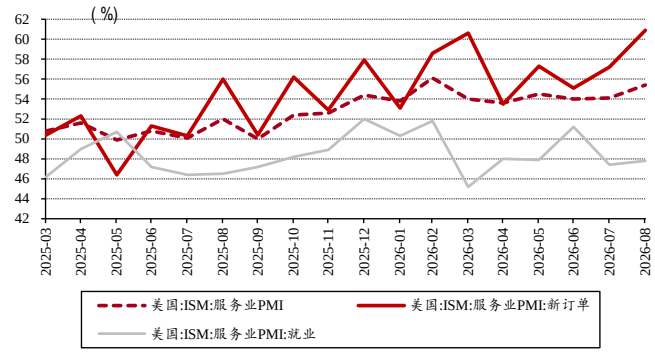
服务业薪酬是美国居民收入的关键变量之一。从细分行业表现看，1-8 月商品生产行业与服务生产行业薪资贡献分别为 0.4 和 1.5 个百分点，其中服务业是美国居民薪资的主要贡献项，2026 年 1-8 个月均维持较明显的正贡献

服务业薪酬水平对美国物价的影响或较明显，据我们测算，2024 年-2026 年 8 月，服务生产薪资增速与滞后 3 个月的 CPI 服务的相关系数为 0.3，具备一定的相关性。且需注意的是，当前服务业景气度表现相对较好，服务业收入下行趋势不明确，2026 年 8 月，美国 ISM 服务业 PMI 就业指数为 47.8%，较 7 月环比回升 0.4 个百分点，仍处于收缩区间。但需注意的是，当期 ISM 服务业 PMI 和服务业新订单指数均处于较高景气度区间，且环比分别上升 1.3 和 3.7 个百分点，美国服务业的较高景气度或将使得从业人员整体收入水平维持韧性。

下载日志已记录，仅供内部参考

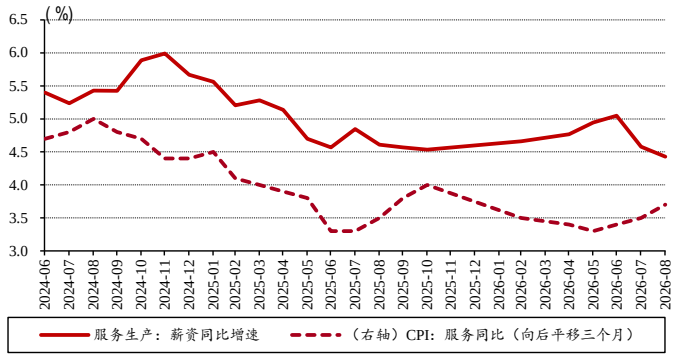
我们认为，服务业高景气度或是居民收入端的重要通胀推手，**服务业薪酬或难出现明显的下滑趋势。**

图表 12. 美国服务业 PMI 数据表现



资料来源：Wind，中银证券

图表 13. 美国服务生产薪资对服务价格的推动作用

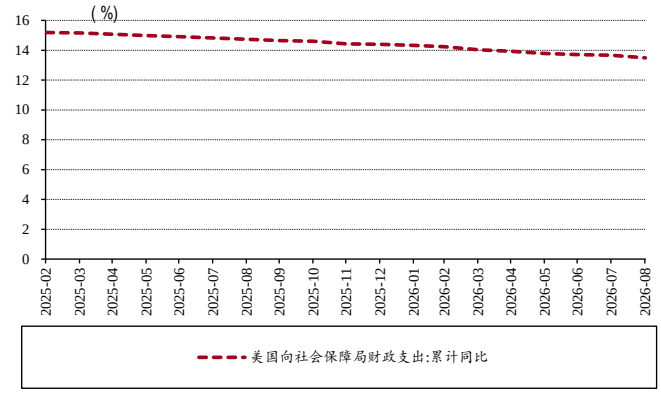


资料来源：Wind，中银证券

美国政府社会福利也将对后续美国物价水平形成支撑。社会福利是美国个人收入中的重要贡献项，1-8 月社会保障、医疗保险和医疗补助对当前居民收入同比增速的贡献分别为 0.4、0.5 和 0.2 个百分点，对美国居民消费能力及意愿有所支撑。

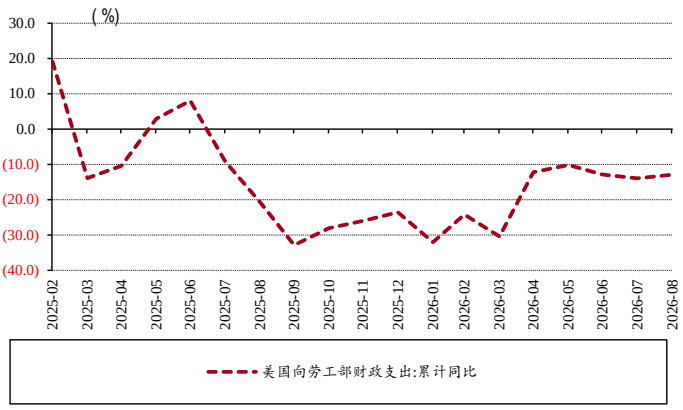
2026 年 1-8 月，美国社会保障类财政支出 14.5 万亿美元，同比增速 13.5%，年内美国财政向社保、医疗等领域的支出投入或难有较为明显的变化，**短期难以对美国居民消费能力及意愿产生明显影响。**

图表 14. 美国向社会保障局财政支出累计同比增速表现



资料来源：Wind，中银证券

图表 15. 美国向劳工部财政支出累计同比增速表现



资料来源：Wind，中银证券

3.2 年内美国居民消费意愿较强，对美国通胀形成压力

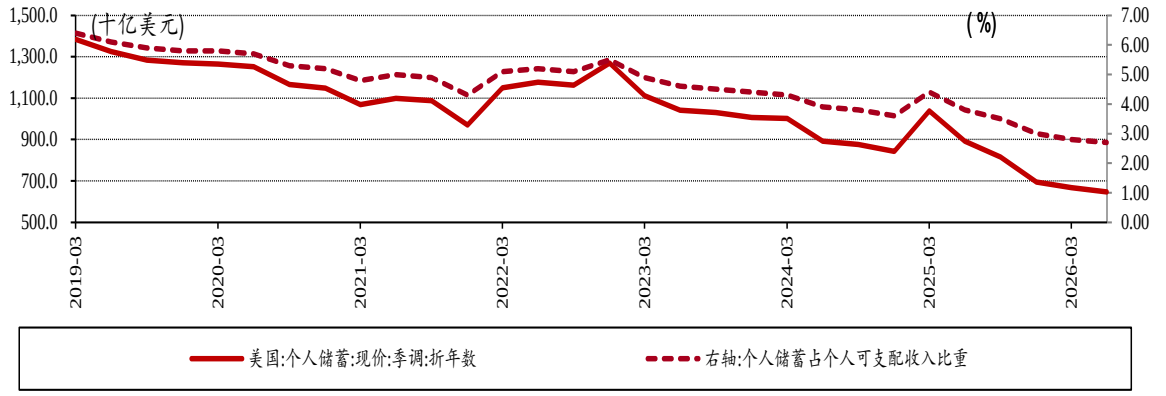
2026 年以来，美国居民消费意愿较强，或对美国通胀水平有所支撑。从美国人均收入和消费的同比增速看，2026 年上半年，美国人均个人收入同比增长 4.2%，较一季度环比下滑 0.6 个百分点，但同期美国人均个人消费支出同比增长 7.1%，较一季度加快 1.3 个百分点，收入增速收窄的同时，消费增速扩大，反映出当下美国居民较高的消费意愿。

年内收入、支出同比增速的剪刀差并未造成美国居民储蓄的持续消耗消耗，2026 年 7 月美国储蓄占比反而有所回升，当期个人储蓄在个人可支配收入占比为 3.0%，虽然处于 2014 年以来较低水平，但较 4-6 月水平有所回升。此外，截至 2026 年 7 月美国未偿消费信贷余额为 5.19 万亿元，同比增长 2.6%；未偿付消费信贷余额处于历史最高位置，且年内同比增速水平明显高于往年；储蓄、信贷数据均显示年内美国居民消费意愿明显较强。

我们认为，年内美国居民收入水平有望维持韧性，叠加居民消费意愿仍然较强，美国消费端通胀压力仍存。

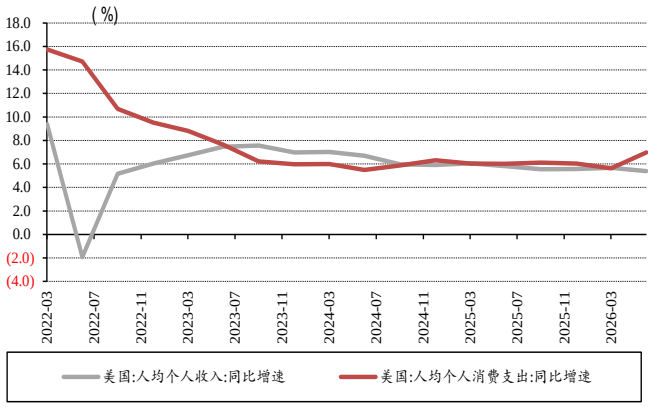
下载日志已记录，仅供内部参考

图表 16.美国居民储蓄持续下滑



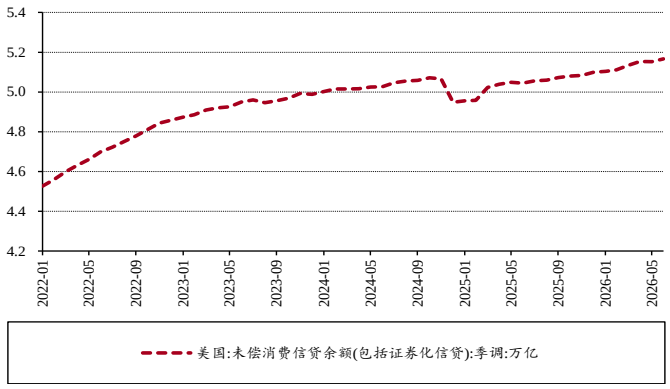
资料来源：Wind，中银证券

图表 17.美国人均收入与消费支出增速



资料来源：Wind，中银证券

图表 18. 美国未偿消费信贷余额



资料来源：Wind，中银证券

下载日志已记录，仅供内部参考

四、AI 叙事决定其对通胀的影响

8 月 28 日，沃什全球央行年会演讲的另一突破，是提升了对于人工智能技术（下文简称：“AI”）的重视程度，关注其将“把经济带向何方”。从 AD—AS（总需求——总供给曲线）模型的角度看，AI 同时作用于美国经济的总需求与总供给两侧，AI 叙事在供给、需求两侧如何演绎，是决定我们如何理解其对通胀影响的核心。

4.1 短期影响：需求端推升通胀压力

总需求方面，以数据中心和算力基础设施等为核心的 AI 资本开支（固定资产投资）增速较快，或从投资端推动总需求曲线右移。

从宏观数据的传导看，AI 产业的高速发展直接作用于美国私人投资增速，进而推动美国总需求曲线右移，在增加产出的同时，推升美国的价格水平（通胀压力）。

从具体美国固定资产投资数据看，今年上半年高技术产业投资是美国国内个人投资的重要增量。首先，美国传统建筑业投资表现较弱势，对上半年美国国内个人投资的贡献为-0.03 个百分点，其中，制造业建筑投资负贡献 0.7 个百分点，非住宅类建筑投资整体表现弱势。其次，设备投资整体表现较好，对上半年美国国内个人投资的贡献为 4.2 个百分点，已为连续第三个季度维持正贡献。从结构上看，信息处理设备投资、其他未列明信息处理设备投资、工业设备投资及运输设备投资的正贡献分别为 0.9、1.5、1.6 和 1.5 个百分点，其中前两项投资贡献已连续三个月为正。此外，知识产权产品投资对上半年美国国内个人投资的贡献为 2.8 个百分点，软件、研发分别正贡献 1.7 和 1.1 个百分点。

上半年美国投资结构数据呈现出“K 型分化”特点：其一，传统项目投资表现相对弱势；其二，AI 投资旺盛，且向多产业扩散；信息处理相关设备和软件投资依然维持正贡献，但正贡献较一季度收窄；同期工业设备和运输设备正贡献均较一季度改善，以 AI 为代表的高技术投资或正在向其他产业扩张。

图表 19.各行业分项对美国投资的贡献（pct）

收入种类	2026-06	2026-03	2025-12	2024-12
建筑	-0.03	-2.5	-1.5	-0.6
非住宅投资	6.7	8.2	1.9	-2.9
非住宅类建筑投资	-0.3	-0.7	-1.1	-1.5
制造业建筑投资	-0.7	-1.1	-1.2	-0.4
商业和医疗保健建筑投资	0.3	0.2	-0.3	-0.5
动力和通信建筑投资	0.1	0.2	0.2	0.1
矿业勘探、竖井和油气井建筑投资	0.2	0.0	0.2	-0.4
其他建筑投资	-0.1	0.0	0.0	-0.3
设备投资	4.2	4.7	1.3	-1.2
信息处理设备和软件	2.6	7.4	4.4	0.4
信息处理设备投资	0.9	4.4	3.8	0.1
信息处理计算机和周边设备投资	-0.6	3.4	3.2	-0.2
信息处理其他未列明信息处理设备投资	1.5	1.0	0.5	0.3
工业设备投资	1.6	0.3	-0.2	0.0
运输设备投资	1.5	-0.7	-2.1	-0.8
其他未列明设备投资	0.2	0.6	-0.1	-0.5
知识产权产品	2.8	4.2	1.7	-0.2
软件	1.7	3.0	0.7	0.4
研发	1.1	1.2	1.1	-0.6
娱乐、文学、艺术原件	0.0	0.1	-0.1	0.0
住宅	0.3	-1.7	-0.4	1.0
住建投资	0.2	-1.7	-0.4	0.9
住建投资：固定地址	0.2	-0.8	-0.5	-0.3
住建投资:多户住宅	-0.1	-0.1	0.0	-0.6
住建投资:独户住宅	0.3	-0.7	-0.5	0.3
住建投资：其他	0.0	-1.0	0.1	1.3

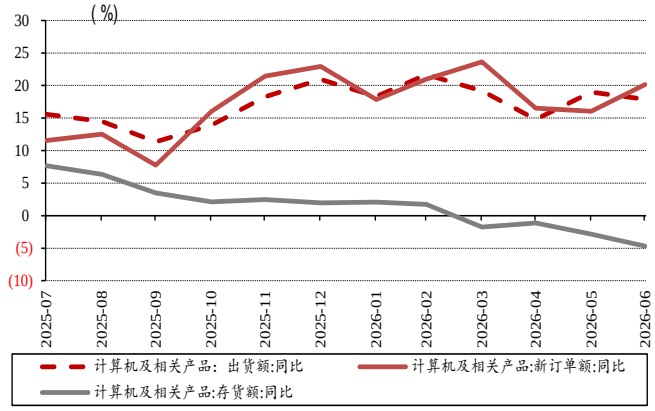
资料来源：Wind，中银证券

下载日志已记录，仅供内部参考

此外，当前美国高技术产业“被动去库存”的迹象相对明显，拉升相关产品价格。一方面，计算机、信息技术相关产品需求活跃，7 月两行业新订单同比分别增长 16.8%和 14.3%，仍然维持较快增速；另一方面，计算机、信息技术相关产品库存加速消化，7 月两行业库存额同比增速分别为-2.9%和 0.9%，存货同比增速均维持相对低位。

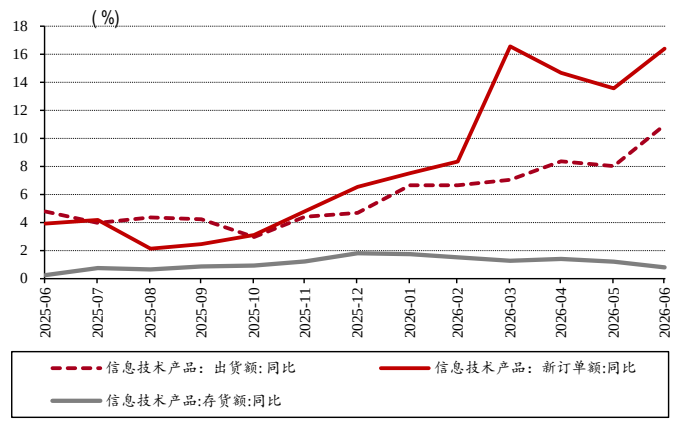
投资需求带动的行业去库存直接对价格端产生压力，例如 8 月美国计算机、外围设备和半导体进口价格指数环比增长 2.3%。

图表 20. 美国计算机相关产品出货、存货及新订单表现



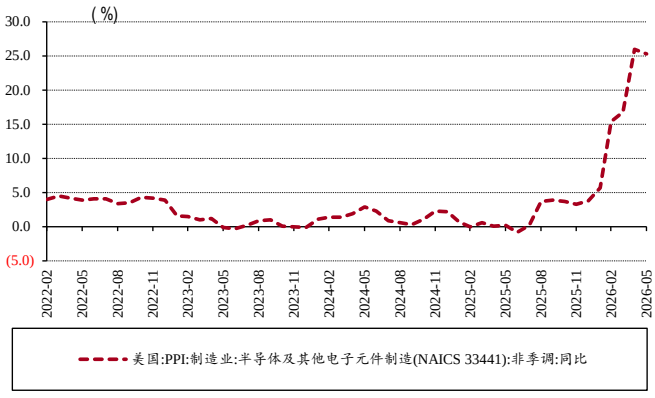
资料来源：Wind，中银证券

图表 21.美国信息技术产品出货、存货及新订单表现



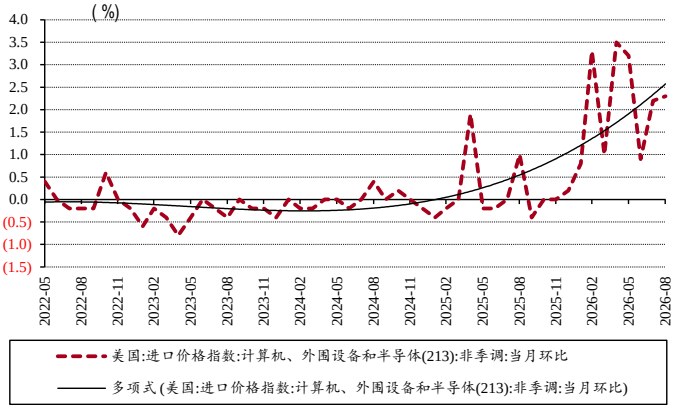
资料来源：Wind，中银证券

图表 22. 美国半导体及电子元器件 PPI 同比增速



资料来源：Wind，中银证券

图表 23. 美国计算机、外围设备和半导体进口价格指数环比增速



资料来源：Wind，中银证券

4.2 对 TFP 的长期影响仍待观察

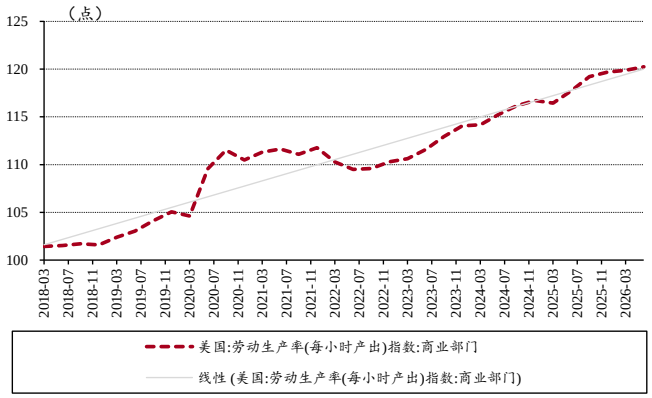
在总供给方面，AI 技术有望通过全要素生产率（TFP）提升，推动短、长期总供给曲线同步右移，以此提高潜在产出水平。2026 年上半年，美国劳动生产率为 120.2，较 2024 年和 2025 年分别上升 3.5 和 0.6 个百分点；此外，上半年美国商业部门单位劳动成本同比增长 1.4%，为 2024 年以来次低水平（最低水平为一季度 0.3%），AI 或已经对美国的劳动生产率有所提振。

需要注意的是，圣路易斯联储在 2026 年关于《AI 与总量生产率》的分析中强调，“美国较为快速的 AI 投资或将提升人均资本，从而推高劳动生产率，但其是否能够转化为 TFP，仍取决于最终产出增长能否超越前期庞大的投资规模”。因此，尽管 AI 对美国劳动生产率已有提振，但其对 TFP 的提振作用仍需观察，短期或难以看到供给增加带来的通胀压力缓解。此外，芝加哥联储主席古尔斯比也表示，美联储当下仍在警惕 AI 投资引发的“通胀性”过热。

综上所述，我们认为，年内美国 AI 投资或将使 AD 曲线右移速度继续快于短期 AS 曲线，AI 投资将进一步支撑美国通胀压力韧性。

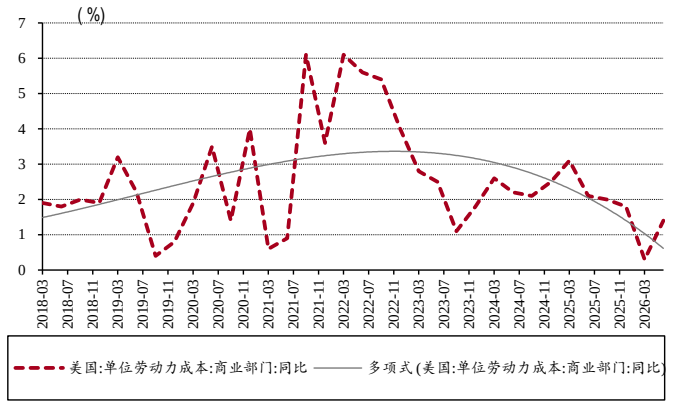
下载日志已记录，仅供内部参考

图表 24. 美国劳动生产率表现



资料来源：Wind，中银证券

图表 25. 美国单位劳动力成本同比增速



资料来源：Wind，中银证券

下载日志已记录，仅供内部参考

结论

尽管 9 月美联储 FOMC 会议已经加息，但我们认为，下半年美国居民收入、消费意愿均仍有望维持韧性，AI 投资短期难以降温。在这一经济环境下，沃什此前在全球央行年会给出的“不加息”条件——“基础通胀正在清晰地、以足够快的速度向我们的目标迈进”，或难以实现。

据 IMF 世界经济展望 4 月预测，美国 2026 年全年 CPI 同比增速约为 3.2%，考虑到年内地缘政治不确定性仍存，且年内美国需求有望维持韧性，我们认为，美联储仍存在加息空间。

下载日志已记录，仅供内部参考

风险提示

地缘关系不确定性仍存

尽管当前中美关系趋于缓和，但后续关税政策的不确定仍然存在，中东地区、俄乌冲突不确定性仍然较多，地缘关系或仍对外需有所制约。

美联储预防性加息意愿较强

沃什作为新任美联储主席，首次在杰克逊霍尔全球央行年会上发表题为《我们所处的时代》演讲，讲话中沃什释放明确鹰派信号，表态若无法确认核心通胀正以清晰、稳健的速度向 2%目标回落，美联储“还有工作要做”，并将保留加息的政策空间。

国内市场主体预期修复缓慢

2026 年 7 月中国制造业 PMI 数据仍位于荣枯线以下，市场主体预期修复缓慢，或影响逆周期政策实施效果。

下载日志已记录，仅供内部参考

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

买　　入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20%以上；

增　　持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；

中　　性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；

减　　持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10%以上；

未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；

中　　性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；

弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数；

未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

下载日志已记录，仅供内部参考

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司
中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构：

中银国际证券有限公司
香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话:(852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打：10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打：10800 1521065
新加坡客户请拨打：800 852 3392
传真:(852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处
中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编:100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司
2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司
美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司
注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371