

宏观方向的转变与考验

— 2026 年 9 月宏观经济与资产走势分析报告

【内容摘要】

如果说科技的走弱体现在科技公司自由现金流下滑对股价的压制,那么传统领域经济韧性的转弱体现在美国劳动力市场连续的下修和不及超预期上。美国经济产出端、消费端和投资端均仍有韧性,但劳动力市场走弱隐映出美国经济走弱的未来。市场也在 8 月明显交易加息预期退潮和美元资产溢价下降的逻辑。

沃什在 2026 年杰克逊霍尔会议“谨慎偏鹰”的讲话,保护了美联储政策信誉,扭转了市场前期由于财政部“隐性 YCC”对美元资产溢价的担忧,但放弃前瞻指引,意味着每一次宏观数据公布都会驱动预期调整,增加市场波动。

目前看,海外仍是金融市场波动的主要因素。美国劳动力市场的走势和 AI 资本开支对经济的支撑均受到长期高利率的影响,高利率持续时间拉长,也会抬升后续经济的尾部风险。美联储和财政部目标显示出分歧,财政部对利率的控制和美联储对通胀的控制也使得美联储政策存在变化可能,而且市场一旦尝试过加息预期退潮,就无法再回到单边紧货币的状态中。因此,倾向于未来的宏观主线依然是 K 型分化下,目前仍处于加息预期退潮和美元资产溢价下降趋势的拐点确认阶段。沃什偏鹰表态增加的是拐点确认的难度和市场波折的过程,并未改变方向。

高利率持续时间加长导致科技板块承压及市场新的主线短期聚焦难度加大,市场可能延续风格快速切换特征,非美资产吸引力下降,大宗商品需求或承压,低估值特征对资金的吸引力可能增强。

美元中枢得到政策层面支撑,可能再度进入区间震荡,但美国财政赤字问题仍是美元中长期压制因素。黄金受双重逻辑拉扯,单边趋势难度增加,中长期依然看好。

美股进入盈利韧性 VS 流动性收紧的博弈。AI 板块分化,高估值承压,指数没有崩盘条件,但风险增加,进一步向上空间也受高利率约束。盈利能力强、现金流好的资产将进一步受关注,防御板块价值提升。A 股外部流动性支撑减弱,行情更多由科技板块和国内政策和数据主导。

风险提示: 全球经济变化超预期、国际政策冲突加剧、国内政策不及预期。

研究员: 王 鹏

邮 箱:

wangpeng_qh@chinastock.com.cn

期货从业资格证号: F03127257

投资咨询资格证号: Z0020170

作者承诺

本人具有中国期货业协会授予的期货从业和期货投资咨询资格。本人承诺以勤勉的职业态度,独立、客观地出具本报告。作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道,分析逻辑均基于本人的职业理解,通过合理判断得出结论,本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用,并不构成对客户投资建议。

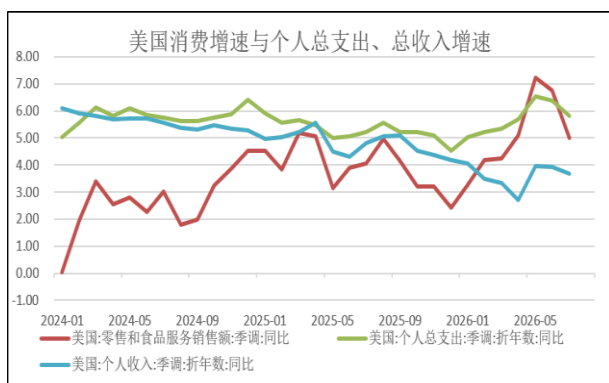
当全球投资者仍在关注美伊 6 月 MOU 到期后将如何演变,美联储 9 月加息的影响之时,伴随美国劳动力市场数据超预期走弱和美国财政部调整美债收益率,宏观方向出现较大转变。美联储加息预期迅速退潮,美元资产溢价有所消退。当市场沿此方向展开交易,黄金价格大幅反弹之时,沃什在 2026 年杰克逊霍尔会上的讲话却又给市场泼了冷水,市场 9 月加息预期又起,金融市场陷入波折。

一、美国经济“K”型结构基础削弱

如果说科技的走弱体现在科技公司自由现金流下滑对股价的压制,那么传统领域经济韧性的转弱体现在美国劳动力市场连续的下修和不及超预期上。

7 月美国 ADP 数据不及预期,非农数据也在下修且 7 月仅为-23 万。劳动力市场走弱不仅改变美国经济韧性的基础,也带动市场加息预期迅速退潮。8 月数据公布后,市场对 9 月议息会议的预期从铁定加息一次,变成铁定不加息。尽管 7 月非农数据走弱被归因于地方政府就业岗位下降和“世界杯”透支酒店和服务业岗位等季节性因素,但数据走弱导致的降息预期退潮仍明显支撑以黄金为代表的利率敏感资产,黄金价格重回 4600 美元/盎司。

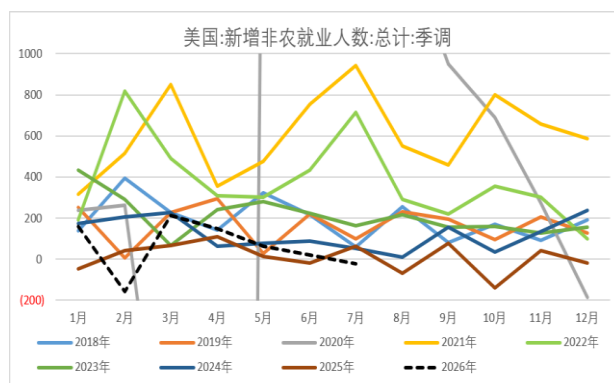
图 1：美国消费增速



数据来源：银河期货, ifind

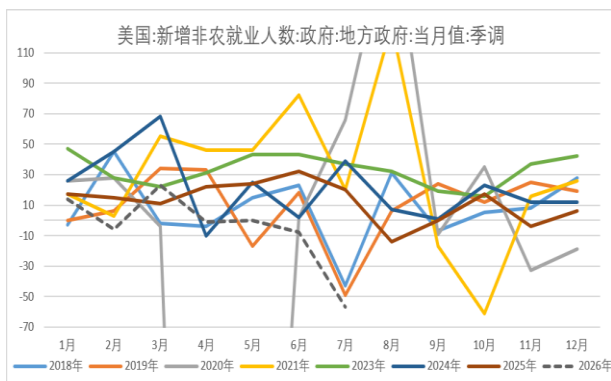
图 3：美国非农就业中的地方政府分项

图 2：美国非农就业数据

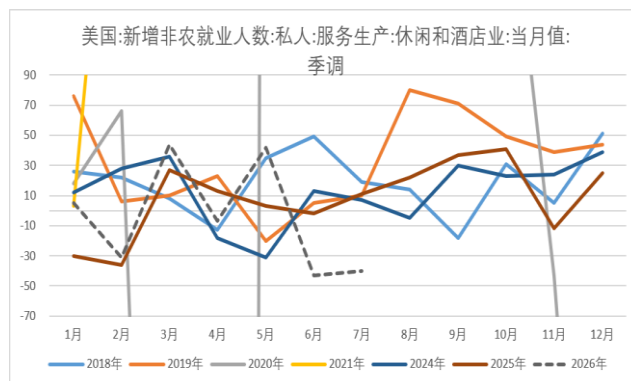


数据来源：银河期货, ifind

图 4：美国非农就业中的休闲与酒店业分项



数据来源：银河期货，ifind

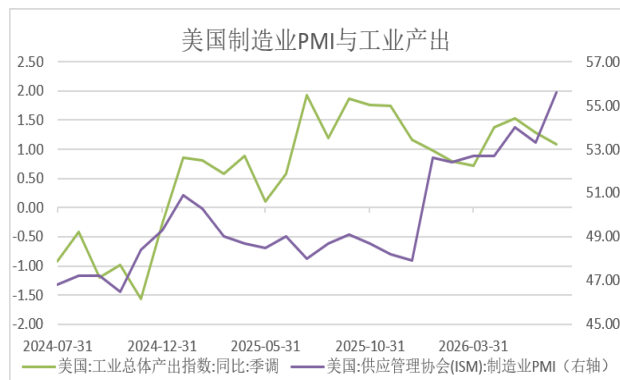


数据来源：银河期货，ifind

从美国经济基本面的产出端、私人投资端以及消费增速的先行指标看，美国经济转弱程度加深、更谈不上衰退的程度，这也成为沃什 8 月 28 日在杰克逊霍尔年会上鹰派讲话的基础，但数据的走势和长期高利率环境对经济的影响是不能回避的现实。目前大概率处于货币政策转向的确认阶段，尽管确认的过程很波折，但大概率将不断确认此宏观方向，如果美伊冲突缓解进一步压制油价，此方向的确定性也相对升高。

图 5：美国产出走势

图 6：美国私人投资增速



数据来源：银河期货，ifind

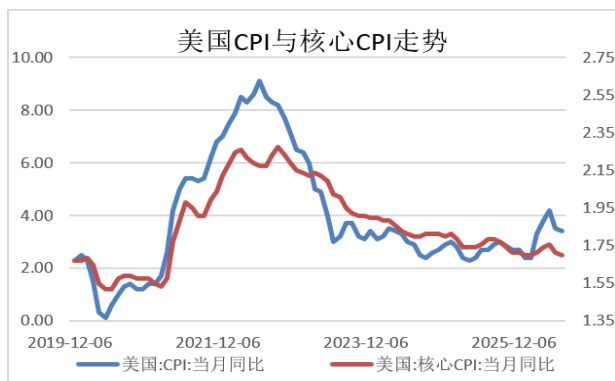


数据来源：银河期货，ifind

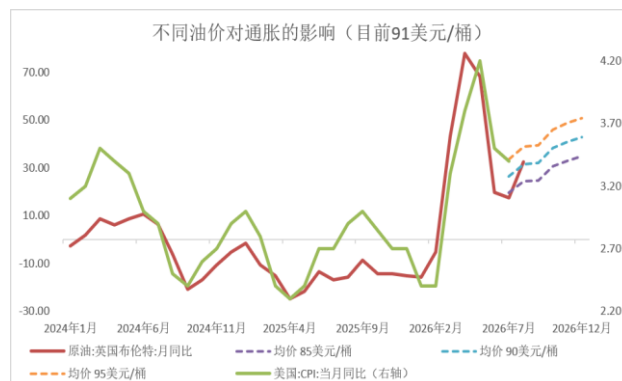
油价是美国通胀最大的不确定因素之一。8 月布伦特油价均值在 91 美元/桶附近，如果 9 月起，油价不能出现更为显著的下行，基数因素对通胀的支撑将逐步加大，加息预期可能得到加持，但对经济并不是非常有利的影响。

图 7：美国通知走势

图 8：油价对美国通胀的影响



数据来源：银河期货，ifind



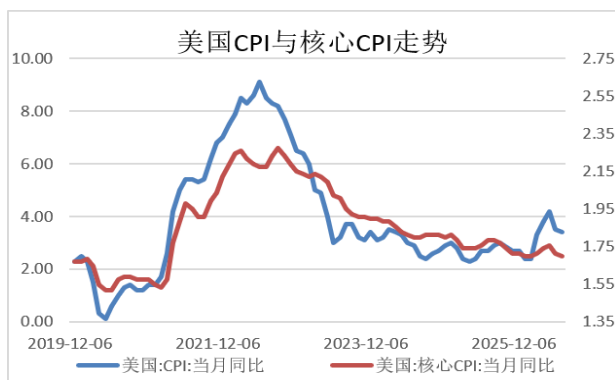
数据来源：银河期货，ifind

二、美国财政部压利率与美联储控通胀的矛盾

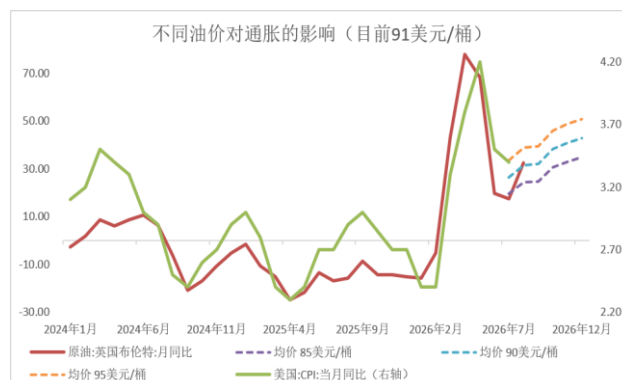
美国 40 万亿美元的存量国债与每月 3000 亿美元的利息支出显示出美国财政的捉襟见肘，通胀带动的利率高企和美国科技公司融资规模的增加都推升美债收益率达到多年历史高位。8 月 18 日，美国 10 年期国债收益率达到 4.71%，30 年期国债收益率突破 5.3%。8 月 19 日贝森特表示翻倍回购规模以控制长端利率，但效果仅仅维持一天。贝森特再度表态提升回购规模，效果依然有限，但这已经清晰的表现出美国财政部对压制的利率的目标。

图 9：美国国债余额与利息支出

图 10：美国国债收益率与名义 GDP 增速



数据来源：银河期货，ifind

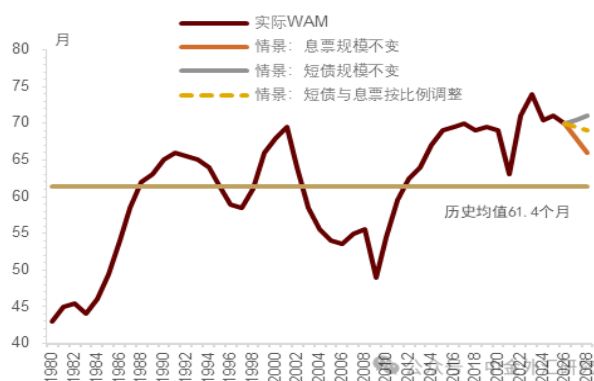


数据来源：银河期货，ifind

降低美国债务成本通常有两条途径，一是通过增发短期国债，降低长期国债发行规模，缩短市场美债久期，从而降低美国债务成本。另一种方式是美国财政部人为压低国债利率，降低融资成本。目前测算，单纯通过增加短债发行规模降低存量债务期限需要发行的规模较大，时间较久，很难短期达到效果。从财政部出手压制利率的角度，一方面 TGA 账户尽管规

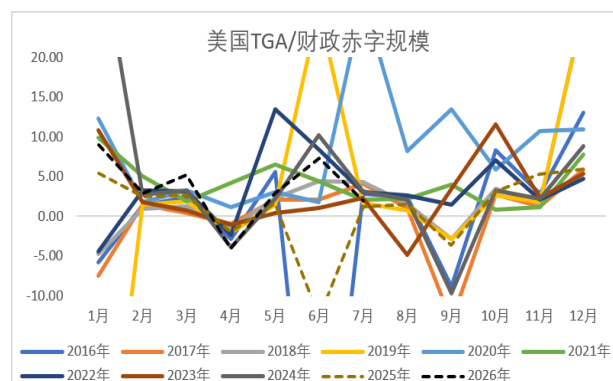
模不低，但与赤字规模相比并不高，也就是都说财政部可以动用的资金规模有限，另一方面，美联储“鹰派”的表态又在支撑债券收益率上行，削弱国债投资者的需求。目前看财政部压利率和美联储压通胀的矛盾恐难以短期解决。

图 11：存量债务期限调整恐短期难以改变平均久期



数据来源：银河期货，中金

图 12：美国国债收益率与名义 GDP 增速



数据来源：银河期货，ifind

8 月 28 日沃什在 2026 年杰克逊霍尔会议发表讲话，本次讲话是沃什 5 月就任美联储主席之后，在杰克逊霍尔年后的首次完整政策演讲，也是沃什上任美联储主席第 100 天为保护美联储信誉和重塑美联储货币政策框架发布的“独立宣言”。本次讲话核心围绕美国经济和金融条件、货币政策沟通框架和原则、AI 中长期影响三个维度展开，讲话整体基调“谨慎偏鹰”对市场造成明显影响。

1. 沃什讲话主要内容

AI 议题：明确 AI 是潜在新型生产要素，AI 资本开支爆发，但不能成为当前调整利率的依据。美联储专门设立生产力与就业工作组研究 AI 对生产率、就业、收入分配、市场结构的长期影响，工作组结论尚未完成，结论将用于未来政策储备，不会影响当下货币政策决策。

货币政策沟通范式转变与政策原则：继续强调弱化前瞻指引；拒绝提供机械的、公式化的反应函数；未来政策高度依赖数据，不预先承诺利率路径；重申“短期利率是核心政策工具”，非常规工具仅用于真正危机；重新重视货币总量指标的分析价值。沃什继续强调 2% 通胀目标是刚性目标，物价稳定是美联储法定职责；物价和就业双重使命不冲突，中期维度物价稳定与充分就业可以兼顾。

美国经济判断：经济整体韧性突出，整体金融条件并不具备紧缩约束效果，通胀仍是主

要矛盾。大宗商品上涨带来通胀上行风险，中期通胀预期虽暂时锚定，但不可掉以轻心。

2. 金融市场的反应及意义

沃什讲话落地后资产反应的逻辑：加息预期上行 → 美债长短端利率上行、美元走强、贵金属回调、美股分化、美债曲线熊平。

讲话前市场认为 9 月加息 25bp 的概率约 30%，讲话后概率升至 58.7%。2 年美债收益率上行约 12bp，触及 7 月以来新高的 4.34%；10 年美债收益率上行约 6bp，达到 4.73%；30 年美债上行 3bp，达到 5.22%；10-2 利差下降 8bp，30-10 利差下降 3bp。美债市场变动反映出投资者在修正此前美联储将转向降息的定价，同时在重新定价美联储政策信誉对美元资产溢价的保护，长端美债相对淡定说明投资者对连续加息可能性仍有保留，但在财政扩张和 AI 融资等因素影响下，其他信息表达不清晰。

美元指数和黄金走势更清晰的表现出投资者对美联储政策信誉保护美元资产溢价的重新定价。讲话后，美元指数冲高至近两周高位的 99.67，恢复到 8 月 19 日贝森特宣布扩大美债回购规模之前的位置。贵金属快速跳水，COMEX 黄金跌幅接近 3.4%，站稳 4500 支撑。也抹掉了 8 月 19 日以来的涨幅。

加息预期提升导致美股承压，标普跌 0.25%，纳指跌 0.52%，道指微跌 0.02%，费城半导体指数明显下行。英伟达、迈威尔等 AI 标的跌幅居前。美股整体没有出现系统性大跌，反映市场没有交易衰退，只是在调整流动性宽松预期，高估值成长板块承受估值压制。

沃什在杰克逊霍尔会议上的讲话强化了美联储政策信誉，扭转了市场前期由于财政部“隐性 YCC”对美元资产溢价的担忧，但放弃前瞻指引，意味着每一次宏观数据公布都会驱动预期调整，增加市场波动。

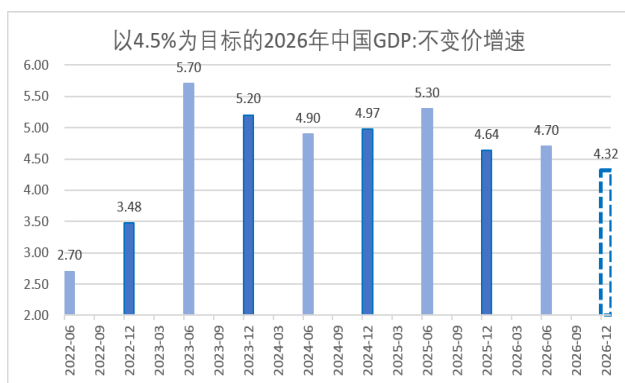
三、国内内外需劈叉达到历史最大

国内经济保持韧性，政策保持定力，外需强内需弱的特点也未发生很大变化。

结合上半年的经济数据，以 2026 年经济增长 4.5% 为目标，2026 年 H2 需要的经济增速仅为 4.32%。以 2026 年经济增长 5% 为目标，2026 年 H2 需要的经济增速仅为 5.26%，比较历史走势和 2025 年 H2 低基数影响，预计实现全年经济增长目标的难度不大。以 2026

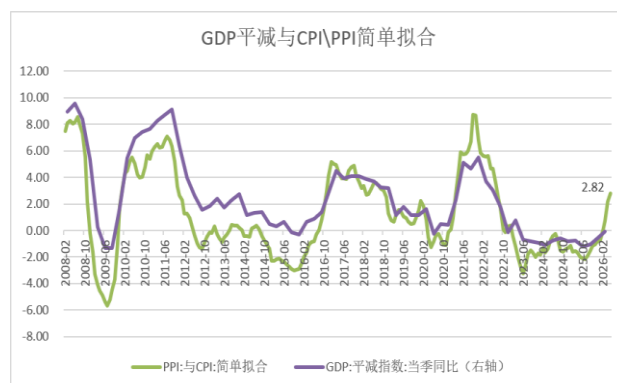
年加权平均通胀 0%为目标, 预计完成全年通胀目标也没有难度。在完成 2026 年全年经济目标压力不大情况下, 预计 2026 年全年国内政策将保持定力, 即使 2026 年 7 月政治局会议推出一定的消费促进政策, 整体政策的力度和广度均将维持一定克制。

图 13: 2026 年中国经济目标测算



数据来源: 银河期货, ifind

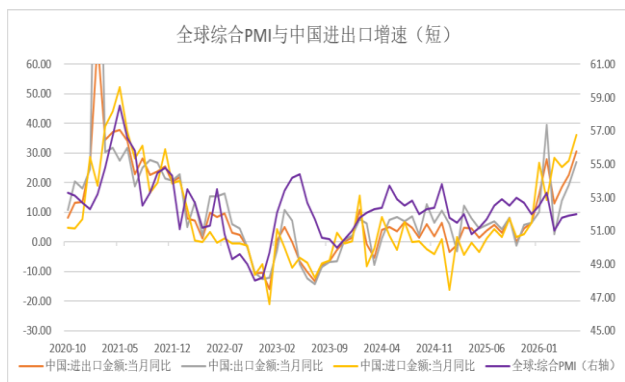
图 14: 2026 年中国通胀走势



数据来源: 银河期货, ifind

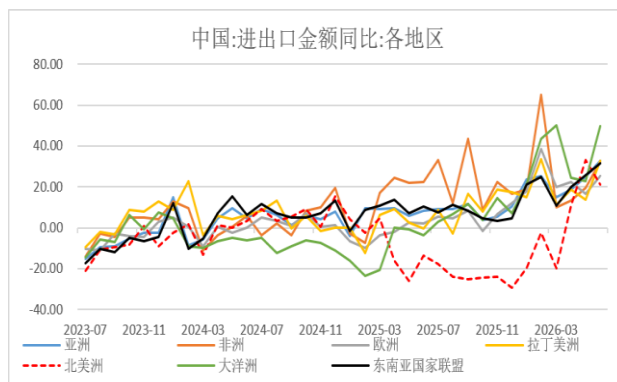
美伊冲突趋缓, 全球经济保持韧性情况下, 中国进出口可能保持韧性, 但预计亮点有限。

图 15: 中国进出口增速与全球 PMI 走势



数据来源: 银河期货, ifind

图 16: 中国进出口分地区增速

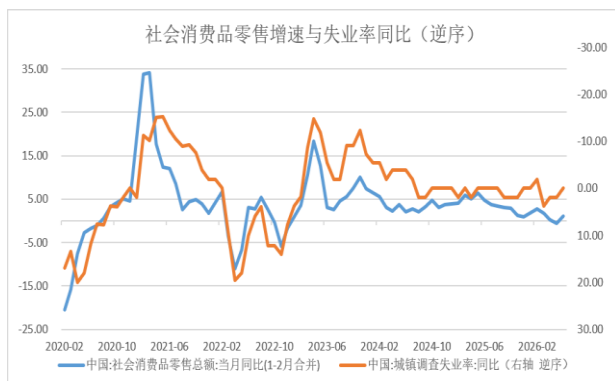


数据来源: 银河期货, ifind

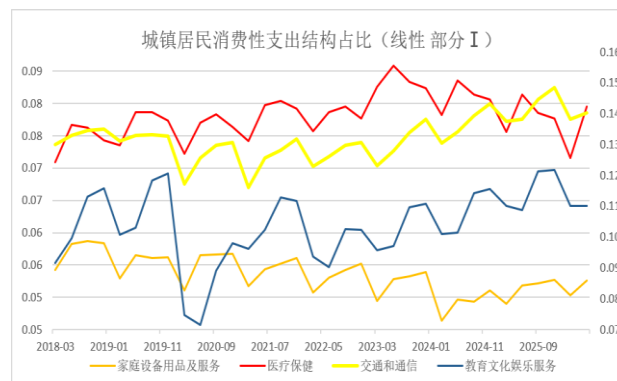
在就业问题、内需不足、预期谨慎等因素影响下, 国内消费增速可能较为顽固。从消费支出结构变化看, 服务和娱乐消费是亮点。

图 17: 中国消费增速与失业率同比

图 18: 中国支出占比变化



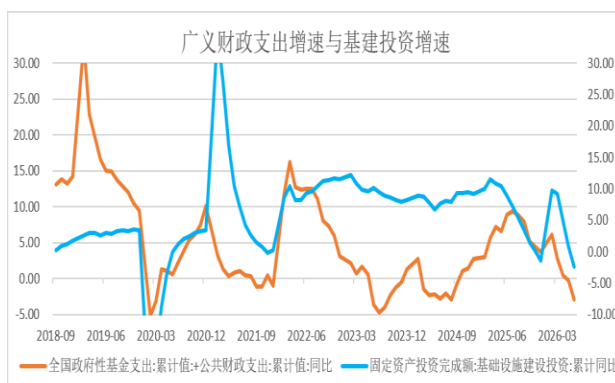
数据来源：银河期货，ifind



数据来源：银河期货，ifind

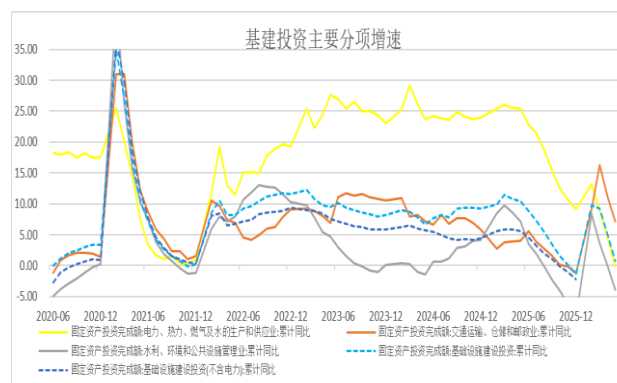
财政能力有限或是积极财政政策的约束，因此“六张网”（水网、新型电网、算力网、新一代通信网、城市地下管网、物流网等）等规划重点是基建投资亮点。

图 19：中国基建增速与广义财政支出



数据来源：银河期货，ifind

图 20：基建投资分项增速



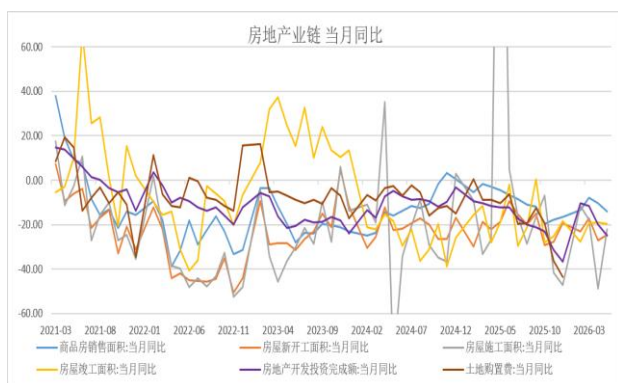
数据来源：银河期货，ifind

政策进一步放松、刚性需求释放使得上海等部分城市房地产成交回升、价格企稳，但在整体房价继续下降、库存仍大、去库力度有限、单月规模数据未见明显改善情况下，个别城市对房地产整体走势的带动力量有限。地产产业链相关数据仍是规模企稳，增速回升的筑底趋势。个别城市量价回升是地产亮点。

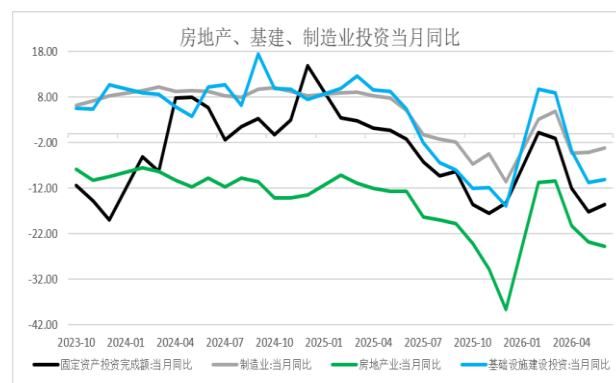
2025 年以来，贸易冲突、反内卷等内外部因素导致制造业投资与相关指标劈叉。3 月增速短暂回正后，4 月和 5 月制造业投资增速持续处于负值区间，结构特点突出：通用设备；计算机、通信和电子设备以及高科技行业所代表的先进制造业、半导体等新质生产力相关领域是制造业亮点。

图 21：中国房地产产业链增速

图 22：中国固投增速



数据来源：银河期货，ifind



数据来源：银河期货，ifind

四、未来的宏观方向和资产运行主线

目前看，海外仍是金融市场波动的主要因素。美国劳动力市场的走势和 AI 资本开支对经济的支撑均受到长期高利率的影响，高利率持续时间拉长，也会抬升后续经济的尾部风险。美联储和财政部目标显示出分歧，财政部对利率的控制和美联储对通胀的控制也使得美联储政策存在变化可能，而且市场一旦尝试过加息预期退潮，就无法再回到单边紧货币的状态中。因此，倾向于未来的宏观主线依然是 K 型分化下，目前仍处于加息预期退潮和美元资产溢价下降趋势的拐点确认阶段。沃什偏鹰表态增加的是拐点确认的难度和市场波折的过程，并未改变方向。

高利率持续时间加长导致科技板块承压及市场新的主线短期聚焦难度加大，市场可能延续风格快速切换特征，非美资产吸引力下降，大宗商品需求或承压，低估值特征对资金的吸引力可能增强。

美元中枢得到政策层面支撑，可能再度进入区间震荡，但美国财政赤字问题仍是美元中长期压制因素。黄金受双重逻辑拉扯，单边趋势难度增加，中长期依然看好。

美股进入盈利韧性 VS 流动性收紧的博弈。AI 板块分化，高估值承压，指数没有崩盘条件，但风险增加，进一步向上空间也受高利率约束。盈利能力强、现金流好的资产将进一步受关注，防御板块价值提升。A 股外部流动性支撑减弱，行情更多由科技板块和国内政策和数据主导。

免责声明

本报告由银河期货有限公司（以下简称银河期货，投资咨询业务许可证号 30220000）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河期货。未经银河期货事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

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建议。银河期货认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容以及数据的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河期货在最初发表本报告日期当日的判断，银河期货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，但银河期货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。银河期货不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河期货不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河期货建议客户独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

银河期货版权所有并保留一切权利。

联系方式

银河期货有限公司 / 研究所

北京：北京市朝阳区建国门外大街 8 号北京 IFC 国际财源中心 A 座 31/33 层

上海：上海市虹口区东大名路 501 号上海白玉兰广场 28 层

网址：www.yhqh.com.cn

电话：400-886-7799