

美联储降息路径分歧加剧

市场分析

国内政策预期升温。国内8月经济压力边际增加，一是中国8月经济数据有所转弱，显现“工业缓、投资弱、消费淡”等特征；另一方面是外部关税压力有所增加，墨西哥拟对贸易伙伴加征关税，据英国《金融时报》和路透社披露，特朗普鼓动欧盟对中国和印度加征“二级关税”；为了应对边际增加的外部压力，国内近期频提稳增长政策。9月10日，财政部长明确表示，“持续发力、适时加力实施更加积极有为的宏观政策”；发改委也表示“不断释放内需潜力”“推进重点行业产能治理”。关注后续更具体的政策内容。中美双方在西班牙马德里举行经贸会谈，就以合作方式妥善解决TikTok问题、减少投资障碍、促进有关经贸合作等达成了基本框架共识。9月19日晚，中美元首通电话，就当前中美关系和共同关心的问题坦诚深入交换意见，就下阶段中美关系稳定发展作出战略指引。国务院召开新闻发布会，介绍“十四五”时期金融业的发展情况，此次会议不涉及短期政策调整，关于“十五五”以及下一步金融改革内容，将在中央统一部署后做进一步沟通。央行表示，当前中国货币政策立场是支持性的，实施适度宽松的货币政策；证监会表示，将深化科创板、创业板、北交所改革，完善发行上市等制度机制，培育壮大耐心资本。我国7、8月份连续两个月全社会用电量超万亿千瓦时，这在全球也是首次。9月23日，A股市场全天探底回升，三大指数涨跌互现，个股跌多涨少，沪深京三市超4200股飘绿，创业板指探底回升涨0.21%，半导体芯片股午后走强。

美国通胀前景更明朗。美国8月ISM制造业指数连续第六个月萎缩，新订单改善，价格指数再回落。美国8月CPI同比增2.9%，前值2.7%，PPI增速则有所回落，且美国8月新增非农和失业率均不及预期，并且前值也有所下修，进一步支持美联储降息。美国8月零售销售月率录得0.6%，高于预测中值0.2%，连续第三个月超预期增长。美联储降息25个基点，联邦基金利率目标区间现在为4.00%-4.25%，符合市场预期。点阵图显示，美联储预计2025年还将降息50个基点，明年和后年大概各会降息一次，比市场预期更加保守。决议声明称，就业面临的下行风险加重，失业率略有上升但仍处于低位，并重申关税对通胀的暂时性影响。随着美联储重启降息，且我们认为市场对于特朗普对美联储的影响计价仍不充分，后续美联储的降息周期将较为顺畅。美联储内部关于未来货币政策路径的裂痕正在加深。美联储理事米兰表示，中性利率估计值约为2.5%，年内应再降息125个基点。在劳动力市场走弱的背景下，理事鲍曼敦促采取果断的降息行动；而芝加哥联储主席古尔斯比则因通胀担忧而主张谨慎。美参议院否决两党各自短期支出议案，政府停摆风险迫近，特朗普取消与国会民主党领导人的会谈计划。面对阿根廷近期严峻的市场抛售浪潮，美国已承诺提供全面的稳定方案，阿根廷美元债大涨。由于德法拖后腿，欧元区9月制造业PMI初值49.5，意外落回萎缩区间。欧元区9月企业活动增速为16个月来最快，但新订单在8月短暂扩张后停滞不前，可能引发对欧元区经济增长可持续性的担忧。分国别来看，德国服务业增长达到今年最快水平之一，抵消了法国因政府再度倒台和预算削减谈判僵局带来的负面影响。美国9月Markit制造业PMI初值52，预期52.2，前值53；服务业PMI初值53.9，预期54，前值54.5。数据公布后，美元指数和10年期国债收益率短线波动不大，现货黄金短线小幅走低。OECD表示，全球经济韧性强于预期，但仍将遭受特朗普关税的重大冲击。

商品分板块。国内供给侧最敏感的是黑色板块和新能源金属；海外通胀预期可以关注贵金属和农产品等标的。基本面的来看，黑色板块仍受下游需求预期拖累，重点关注“反内卷”事实。有色板块长期供给受限仍未缓解，但近期边际供给略增。能源中期基本面供给偏宽松看待：欧佩克+代表们表示，欧佩克+原则上同意10月再次增产。化工板块中，甲醇、PVC、烧碱、尿素等品种的“反内卷”空间也值得关注。农产品短期受关税和通胀预期驱动，尽管海外目前通胀上升路径更顺畅，但农产品仍需等待基本面呼应的信号，并且需要关注中美谈判带来的扰动。贵金属方面，尽管美联储降息靴子落地后黄金出现“卖事实”，但去美元化和降息周期的趋势延续，我们认为黄金仍有望继续走强。9月23日，现货黄金日内涨幅达1.0%，报3786美元/盎司。支撑金价持续走强的核心驱动力，源于市场对美国将迅速降息的预期，以及黄金作为避险资产的吸引力。

策略

商品和股指期货：工业品和贵金属逢低多配。

风险

地缘政治风险（能源板块上行风险）；全球经济超预期下行（风险资产下行风险）；美联储超预期收紧（风险资产下行风险）；海外流动性风险冲击（风险资产下行风险）。

要闻

国家能源局：8月份，全社会用电量10154亿千瓦时，同比增长5.0%。7、8月份连续两个月全社会用电量超万亿千瓦时，这在全球也是首次。（华尔街见闻）

整体走势：市场全天探底回升，三大指数涨跌互现。个股跌多涨少，沪深京三市超4200股飘绿，今日成交逾2.51万亿。截止收盘沪指跌0.18%，深成指跌0.29%，创业板指涨0.21%。半导体芯片股午后走强，德明利、立昂微等多股涨停。（华尔街见闻）

美联储理事米兰：当前利率非常有限制性。适当的联邦基金利率大约在2%-2.5%。预计中性利率将接近零。美国总统特诸多政策正在压低中性利率。现阶段（的美联储）政策对劳动力市场“构成实质性风险”。失业率面临上行风险。预计住房租赁通胀率将于2027年从（当前的）3.5%降低至1.5%以下。（美联储）在让通胀率持续地回落至2%方面恪守承诺。（华尔街见闻）

美联储理事鲍曼表示，随着劳动力市场走弱，决策者正面临落后于形势的风险，有必要果断行动下调利率。鲍曼还警告称，联邦公开市场委员会（FOMC）可能需要在未来几个月更快降息。鉴于我们已经看到劳动力市场状况持续数月恶化，现在委员会应该果断、主动采取行动，以应对劳动力市场活力下降和正在显露的脆弱迹象。在我看来，近期数据，包括就业人数基准修订，显示我们在应对劳动力市场恶化时已面临严重落后的风险，如果这种情况持续下去，我担心我们将需要更快、更大幅度地调整政策。越来越相信关税对通胀的影响“很小且短暂”。不要过度强调最新数据，这可能会妨碍决策进程。（华尔街见闻）

美国芝加哥联储主席Goolsbee（2025年FOMC票委）：美联储的通胀目标仍为2%，必须回归目标。我认为美联储的政策具有温和的限制性。中性利率比当前利率低100-125个基点。目前，我没有考虑降息50个基点。我认为我们需要小心通货膨胀的上升。美联储保持独立性至关重要。劳动力市场继续以温和、适度的速度降温。（华尔街见闻）

美国总统特朗普表示，在审阅了民主党高层提出的“毫无诚意且荒谬”的要求细节后，将取消原定进行的一场会晤。特朗普在Truth Social上发帖：“如果他们认真对待我们国家的未来，我期待与他们会面。我们必须保持政府运转”。特朗普对民主党人表示，“球在你们那边”。（华尔街见闻）

欧元区9月制造业PMI初值 49.5，预期50.7，前值50.7。欧元区9月综合PMI初值 51.2，预期51.1，前值51。欧元区9月服务业PMI初值 51.4，预期50.5，前值50.5。（金十数据）

美国9月Markit制造业PMI初值52，预期52.2，前值53。美国9月Markit服务业PMI初值53.9，预期54，前值54.5。美国9月Markit综合PMI初值53.6，预期54，前值54.6。（华尔街见闻）

经济合作与发展组织(OECD)表示，尽管全球经济近几个月表现出超出预期的更大韧性，但仍将遭受唐纳德 特朗普贸易措施的重大冲击。总部位于巴黎的OECD在周二发布的新预测中，上调了对2025年全球经济及多数国家经济前景的预期，理由是关税预期所带来的前置效应。美国在人工智能领域的投资也表现强劲，而中国则受益于财政支持。但OECD基本没有调整2026年的预测，预计在进口关税提高和不确定性高企的背景下，全球经济增速将从今年的3.2%降至2.9%，美国经济增速也将从1.8%放缓至1.5%。（华尔街见闻）

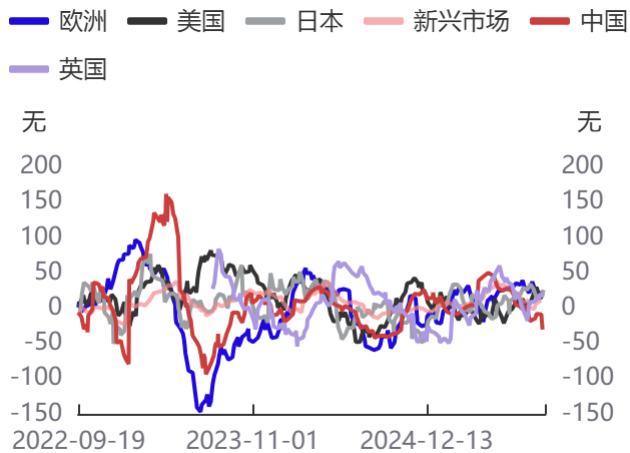
现货黄金日内涨幅达1.0%，报3784.29美元/盎司。（华尔街见闻）

图表

图1：花旗经济意外指数	4
图2：30大中城市商品房成交面积（周度）	4
图3：30大中城市城市商品房成交面积（日度）	4
图4：五大上市钢材消费量	4
图5：10Y中美国债利差	5
图6：2Y中美国债利差	5
图7：美元兑主要汇率周环比	5
图8：美元指数走势	6
图9：利率走廊	6

宏观经济

图1：花旗经济意外指数



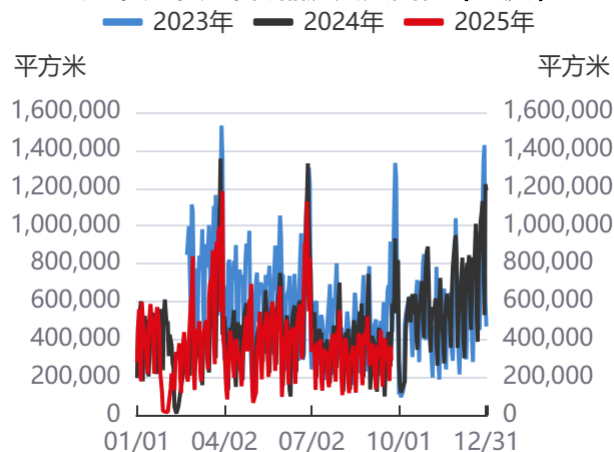
资料来源：同花顺，华泰期货研究院

图2：30大中城市商品房成交面积（周度）



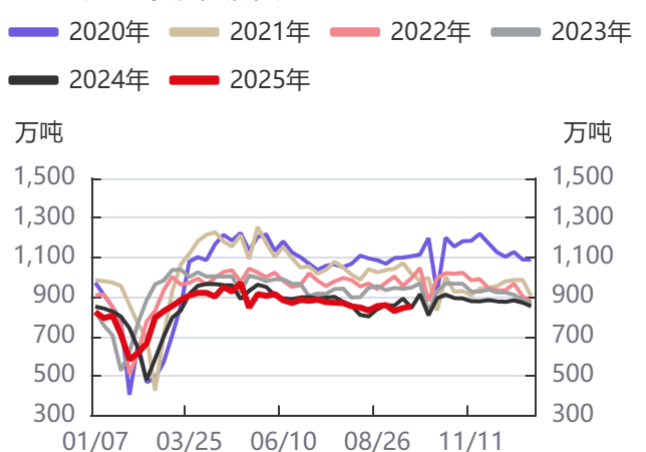
资料来源：同花顺，华泰期货研究院

图3：30大中城市城市商品房成交面积（日度）



资料来源：同花顺，华泰期货研究院

图4：五大上市钢材消费量

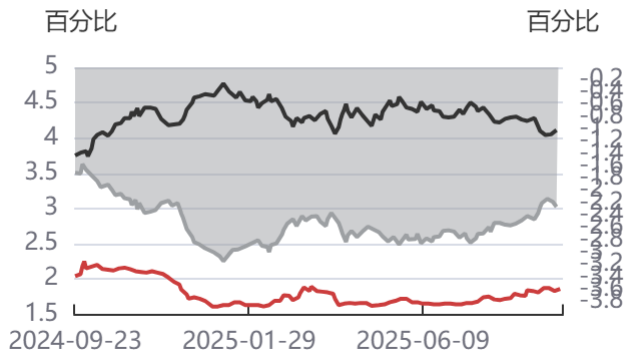


资料来源：同花顺，华泰期货研究院

利率

图5：10Y中美国债利差

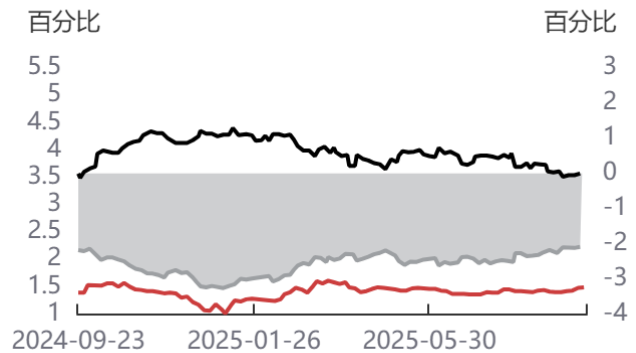
— 10Y中国国债利率(左轴) — 10Y美国国债利率(左轴)
— 10Y中-美国债利差(右轴)



资料来源：同花顺，华泰期货研究院

图6：2Y中美国债利差

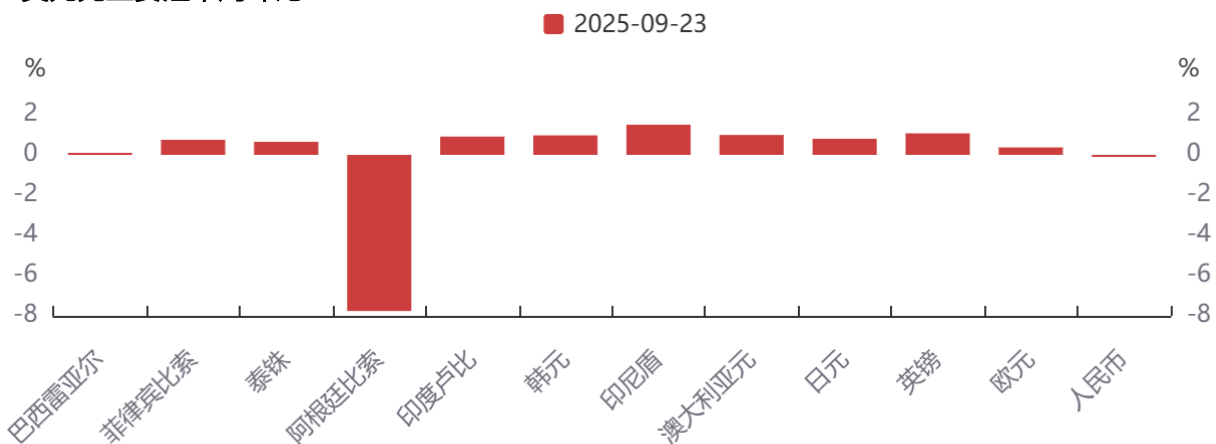
— 2Y美国国债利率(左轴) — 2Y中国国债利率(左轴)
— 2Y中-美国债利差(右轴)



资料来源：同花顺，华泰期货研究院

外汇

图7：美元兑主要汇率周环比



资料来源：同花顺，华泰期货研究院

图8：美元指数走势



资料来源：同花顺，华泰期货研究院

图9：利率走廊



资料来源：同花顺，华泰期货研究院

本期分析研究员


蔡劭立

 从业资格号: F3063489
 投资咨询号: Z0014617

高聪

 从业资格号: F3063338
 投资咨询号: Z0016648

汪雅航

 从业资格号: F03099648
 投资咨询号: Z0019185

联系人


朱风芹

从业资格号: F03147242


朱思谋

从业资格号: F03142856

投资咨询业务资格:
证监许可【2011】1289号

免责声明

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、结论及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，投资者并不能依靠本报告以取代行使独立判断。对投资者依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰期货研究院”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

华泰期货有限公司版权所有并保留一切权利。

公司总部

广州市天河区临江大道1号之一2101-2106单元 | 邮编: 510000

电话: 400-6280-888

网址: www.htfc.com



华泰期货
HUATAI FUTURES



**华泰期货
研究院**
Huatai Futures Research Institute



客服热线：400-628-0888

官方网址：www.htfc.com

公司总部：广州市南沙区横沥镇明珠三街1号10层1001-1004、1011-1016房