



流动性边际收紧风险

核心观点

市场分析

国内：经济环比放缓。1) 货币政策：9月LPR维持不变。2) 宏观政策：《求是》杂志发表《纵深推进全国统一大市场建设》；国家外汇局允许外商FDI项下外汇利润境内再投资；汽车工业协会发布《汽车整车企业供应商账款支付规范倡议》；上海首套房免征房产税。3) 经济数据：8月“工业缓、投资弱、消费淡”，社会消费品零售放缓至+3.4%，规模以上工业增加值+5.2%，1-8月固定资产投资增长+0.5%。4) 地产数据：1-8月房地产开发投资下降-12.9%；70城一线房价二手房环比降幅-1%持平上月，新房环比下降-0.1%收窄0.1个百分点。5) 财政数据：1-8月全国一般公共预算收入同比+0.3%，支出同比+3.1%。6) 风险因素：中美元首通话；中方已要求终止涉英伟达RTX Pro 6000D芯片订单；中美就妥善解决TikTok问题达成基本框架共识。

海外：美联储鹰派降息。1) 货币政策：美联储降息25基点，强调就业下行风险，维持缩表不变，预计明年降息一次；加拿大央行降息25基点，删除“可能需要进一步降息”表述；英国央行维持利率不变，放缓量化紧缩步伐；日本央行维持利率不变，启动ETF减持，每年抛售规模达3300亿日元。2) 宏观政策：SEC大幅降低“数字货币ETF”申请门槛。3) 经济数据：美国8月零售销售环比增0.6%，超预期；首申失业金人数回落至23.1万。4) 风险因素：美参议院否决两党各自短期支出议案；海外投资者7月美债持仓创新高；美银基金经理调查显示投资者情绪升至七个月高点；美国下调日本汽车进口关税至15%。

策略

美联储9月降息如期落地，但是全球央行整体而言呈现鹰派的基调，市场乐观状态下货币流动性收紧的风险继续上升。一方面，美联储虽然降息25个基点，但是下调2026年降息次数至1次，同时维持当前缩表政策不变。另一方面，其他非美央行9月货币政策基调也是偏鹰的，欧洲央行联系连续两个月暂停降息，日本央行启动量化紧缩，加拿大央行进一步降息概率下降。

全球：美元看多 (+ DXY)，美债看空 (- TU)；

国内：战略性做陡收益率曲线 (+2×TS2512-1×T2512)。

风险

地缘冲突升级，欧美债务风险，日元升值风险

目录

一、一周宏观关注	3
1.1一周宏观图表	3
1.2 一周宏观日历	4
二、全球宏观图表	5
2.1总量	5
2.2结构	6
2.3宏观流动图表	9

图表

图1：美联储9月SEP展望 单位：%	3
图2：一周宏观交易日历	4
图3：景气和预期周期	5
图4：美欧通胀超预期	5
图5：中国库存周期	5
图6：美国库存周期	5
图7：中国产能周期	6
图8：美国产能周期	6
图9：全球主要经济体景气横向对比 单位：STD	6
图10：全球主要经济体通胀横向对比 单位：STD	7
图11：全球主要经济体消费横向对比 单位：STD	7
图12：全球主要经济体进口横向对比 单位：STD	8
图13：全球主要经济体出口横向对比 单位：STD	8
图14：全球主要经济体货币横向对比 单位：STD	9
图15：加减息概率	9
图16：美联储隐含利率变动	9
图17：盈亏平衡通胀	10
图18：5Y5Y通胀掉期	10
图19：港币FRA	10
图20：港币掉期	10
图21：HKD存款	10
图22：HIBOR	10
图23：R	11
图24：DR	11
图25：主要货币XCCY基差	11
图26：主要货币1Y3M利差	11

一、一周宏观关注

1.1一周宏观图表

9月18日，美联储如期将联邦基金利率目标区间下调25个基点至4.00%-4.25%，这是今年九个月以来的首次降息。声明内容相比7月有明显变化，美联储删除了“劳动力市场状况稳健”的表述，新增“就业增长放缓、失业率小幅上升，就业下行风险增加”，显示对劳动力市场的担忧加剧。此次降息被定位为“风险管理型”降息，主要是为了应对就业市场恶化的风险，而非通胀压力。FOMC点阵图显示，今年内预计还将降息两次，但内部分歧较大。

图1：美联储9月SEP展望 | 单位：%

	中值					集中趋势					范围				
	2025	2026	2027	2028	长期	2025	2026	2027	2028	长期	2025	2026	2027	2028	长期
实际GDP	1.6	1.8	1.9	1.8	1.8	1.4-1.7	1.7-2.1	1.8-2.0	1.7-2.0	1.7-2.0	1.3-2.0	1.5-2.6	1.7-2.7	1.6-2.6	1.7-2.5
6月预测	1.4	1.6	1.8		1.8	1.2-1.5	1.5-1.8	1.7-2.0		1.7-2.0	1.1-2.1	0.6-2.5	0.6-2.5		1.5-2.5
失业率	4.5	4.4	4.3	4.2	4.2	4.4-4.5	4.4-4.5	4.2-4.4	4.0-4.2	4.0-4.3	4.2-4.6	4.0-4.6	4.0-4.5	4.0-4.5	3.8-4.5
6月预测	4.5	4.5	4.4		4.2	4.4-4.5	4.3-4.6	4.2-4.6		4.0-4.3	4.3-4.6	4.3-4.7	4.0-4.7		3.5-4.5
PCE	3	2.6	2.1	2	2	2.9-3.0	2.4-2.7	2.0-2.2	2	2	2.5-3.2	2.2-2.8	2.0-2.4	2	2
6月预测	3	2.4	2.1		2	2.8-3.2	2.3-2.6	2.0-2.2		2	2.5-3.3	2.1-3.1	2.0-2.8		2
核心PCE	3.1	2.6	2.1	2		3.0-3.2	2.5-2.7	2.0-2.2	2		2.7-3.4	2.2-2.9	2.0-2.4	2.0-2.2	
6月预测	3.1	2.4	2.1			2.9-3.4	2.3-2.7	2.0-2.2			2.5-3.5	2.1-3.2	2.0-2.9		
加息路径															
利率	3.6	3.4	3.1	3.1	3	3.6-4.1	2.9-3.6	2.9-3.6	2.8-3.6	2.8-3.5	2.9-4.4	2.6-3.9	2.4-3.9	2.6-3.9	2.6-3.9
6月预测	3.9	3.6	3.4		3	3.9-4.4	3.1-3.9	2.9-3.6		2.6-3.6	3.6-4.4	2.6-4.1	2.6-3.9		2.5-3.9

资料来源：FED 华泰期货研究院

1.2 一周宏观日历

下周关注美国8月经济数据。在美联储9月鹰派降息的情况下，8月的劳动力市场呈现出压力，但8月的消费市场仍保持活力，未来需要关注的是从劳动力的压力向消费市场的收入传导，以及由于降息驱动的消费端的对冲空间。下周美国8月个人收支报告将发布，对于核心通胀的状态、家庭收支的预期等带来影响。国内关注国务院新闻办公室于星期一下午3时举行的“高质量完成‘十四五’规划”系列主题新闻发布会。

图2：一周宏观交易日历

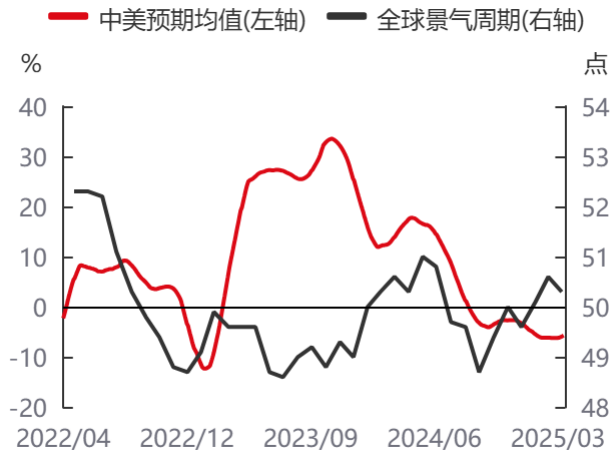
日期	时间	地区	数据名称	周期	前值	预期值	货币/财政动态
9/22	20:30	美国	8月芝加哥联储全国活动指数	月	-0.2	-	9:00 中国9月LPR报价 / 21:45 美联储威廉姆斯讲话
	15:15	法国		月	50.4	-	
	15:30	德国		月	49.8	50.0	
9/23	16:00	欧元区	9月制造业PMI	月	50.7	51.0	0:00 美联储巴尔金讲话 / 2:00 英国央行贝利讲话 / 22:00 美联储博斯帝克讲话
	16:30	英国		月	47.0	-	
	21:45			月	53.0	-	
	22:00	美国	9月里士满联储制造业指数	月	-7.0	-	
9/24	8:30	日本	9月制造业PMI	月	49.7	-	
	19:00		30年固定抵押贷款利率	周	6.39%	-	
	20:30	美国	8月营建许可(万户)	月	136.2	131.2	
	20:30		8月新屋销售(万户)	月	65.2	65.0	
9/25	14:00	德国	10月消费者信心指数	月	-23.6	-	4:10 美联储戴利讲话 / 15:30 瑞士央行议息会议 / 21:00 美联储威廉姆斯讲话 / 22:00 美联储鲍曼讲话
	20:30		首申失业金人数(万人)	周	23.1	-	
	20:30	美国	8月耐用品订单(环比)	月	-2.8%	-	
	22:00		8月成屋销售(万户)	月	401.0	398.0	
	7:30	日本	9月东京CPI(同比)	月	2.6%	-	
9/26			8月核心PCE通胀(同比)	月	2.9%	-	3:30 美联储戴利讲话
	20:30	美国	8月个人收入(环比)	月	0.4%	0.3%	
			8月个人支出(环比)	月	0.5%	0.4%	
	22:00		9月密歇根大学消费者信心指数	月	55.4	55.4	
9/27	9:30	中国	7规模以上工业企业利润(累计同比)	月	-1.7%	-	-

资料来源: investing, 华泰期货研究院

二、全球宏观图表

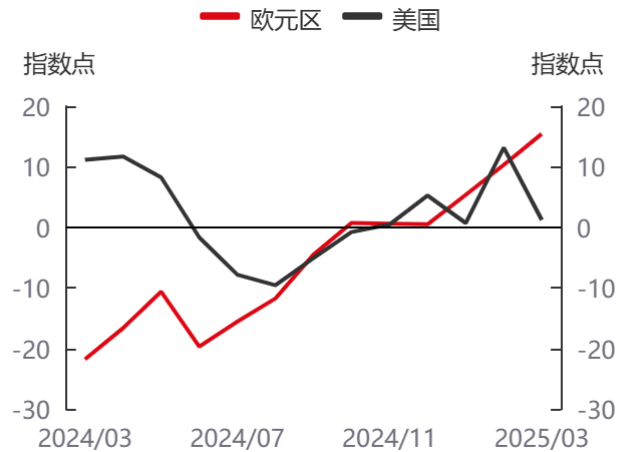
2.1 总量

图3：景气和预期周期



资料来源：同花顺，华泰期货研究院

图4：美欧通胀超预期



资料来源：同花顺，华泰期货研究院

图5：中国库存周期



资料来源：同花顺，华泰期货研究院

图6：美国库存周期



资料来源：同花顺，华泰期货研究院

图7：中国产能周期



资料来源：同花顺，华泰期货研究院

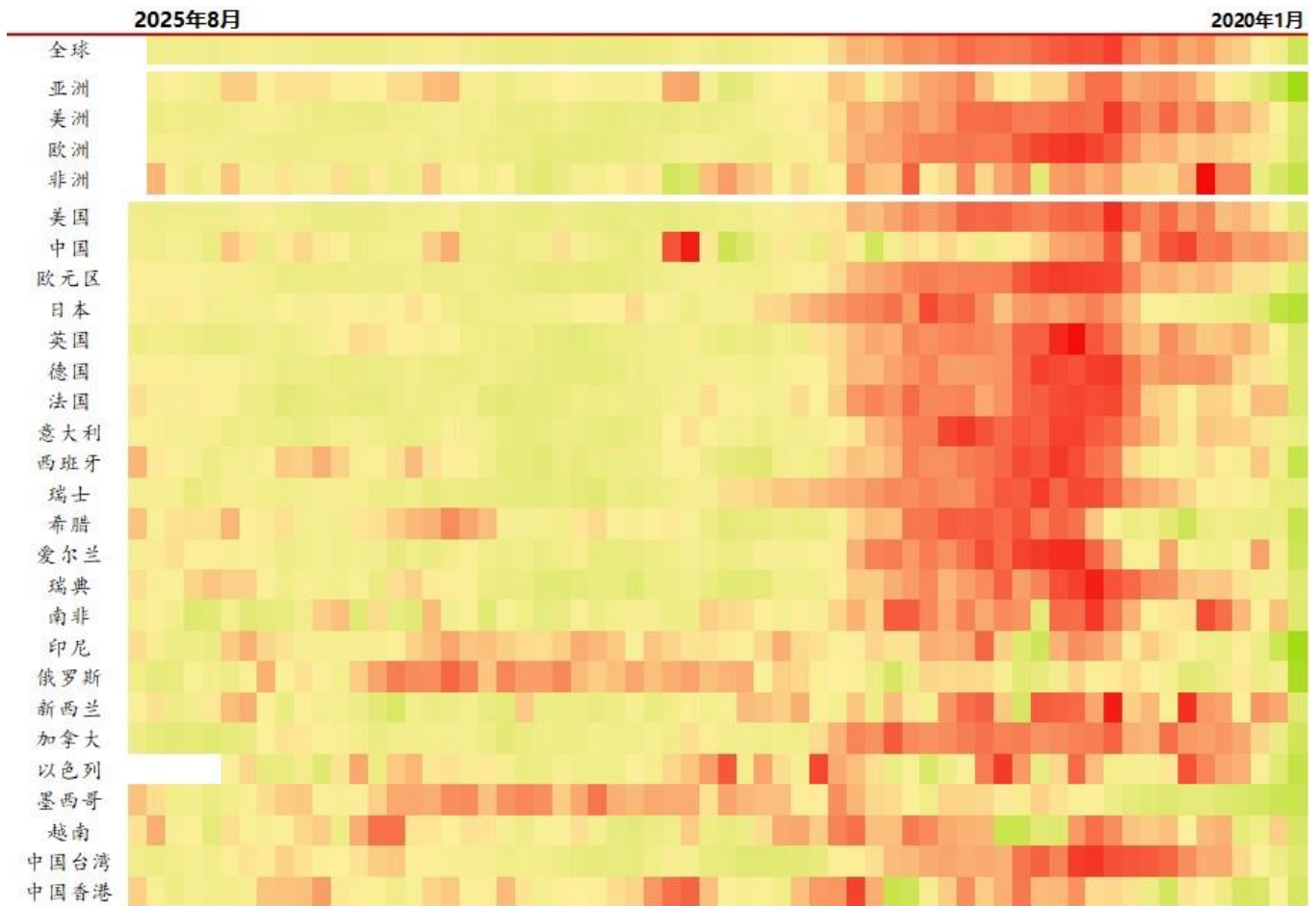
图8：美国产能周期



资料来源：同花顺，华泰期货研究院

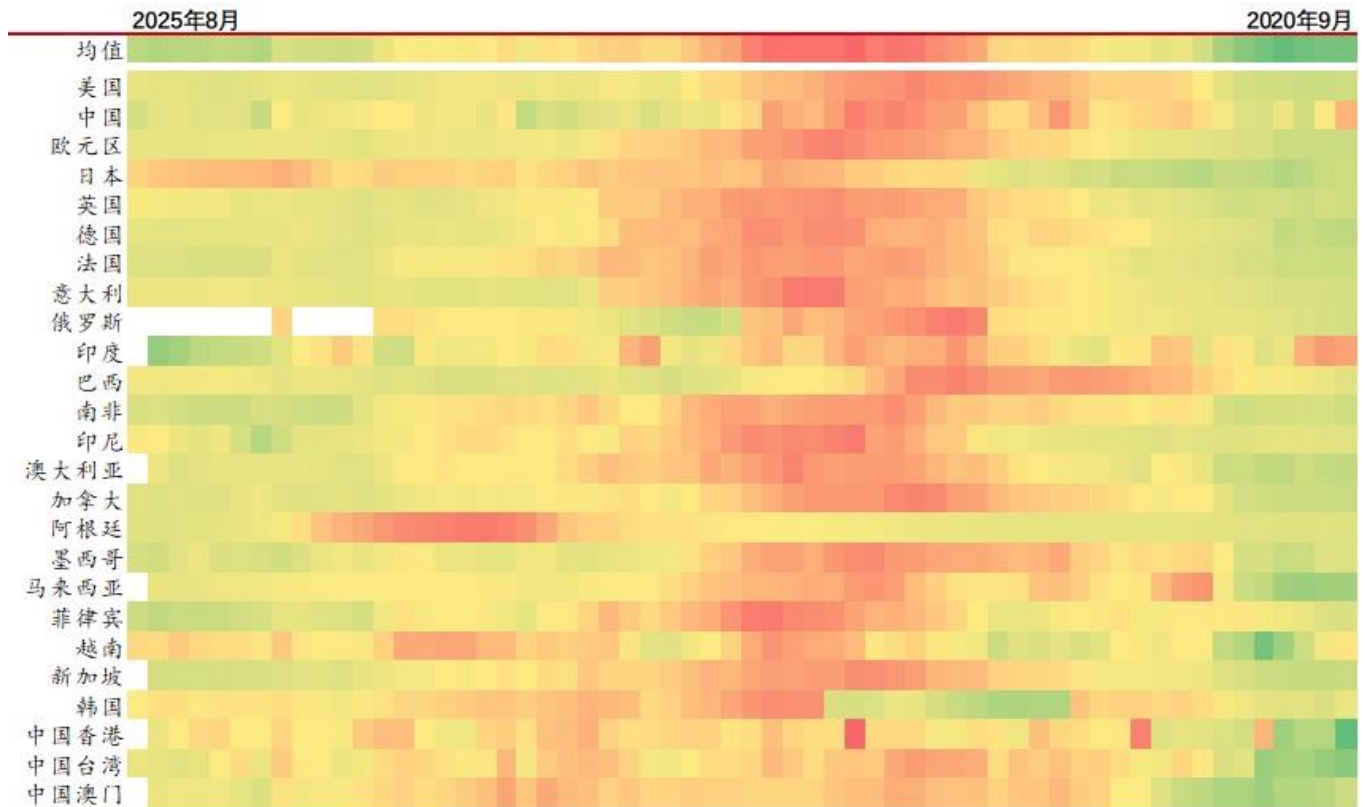
2.2结构

图9：全球主要经济体景气横向对比 | 单位：STD



资料来源：同花顺，华泰期货研究院

图10：全球主要经济体通胀横向对比 | 单位：STD



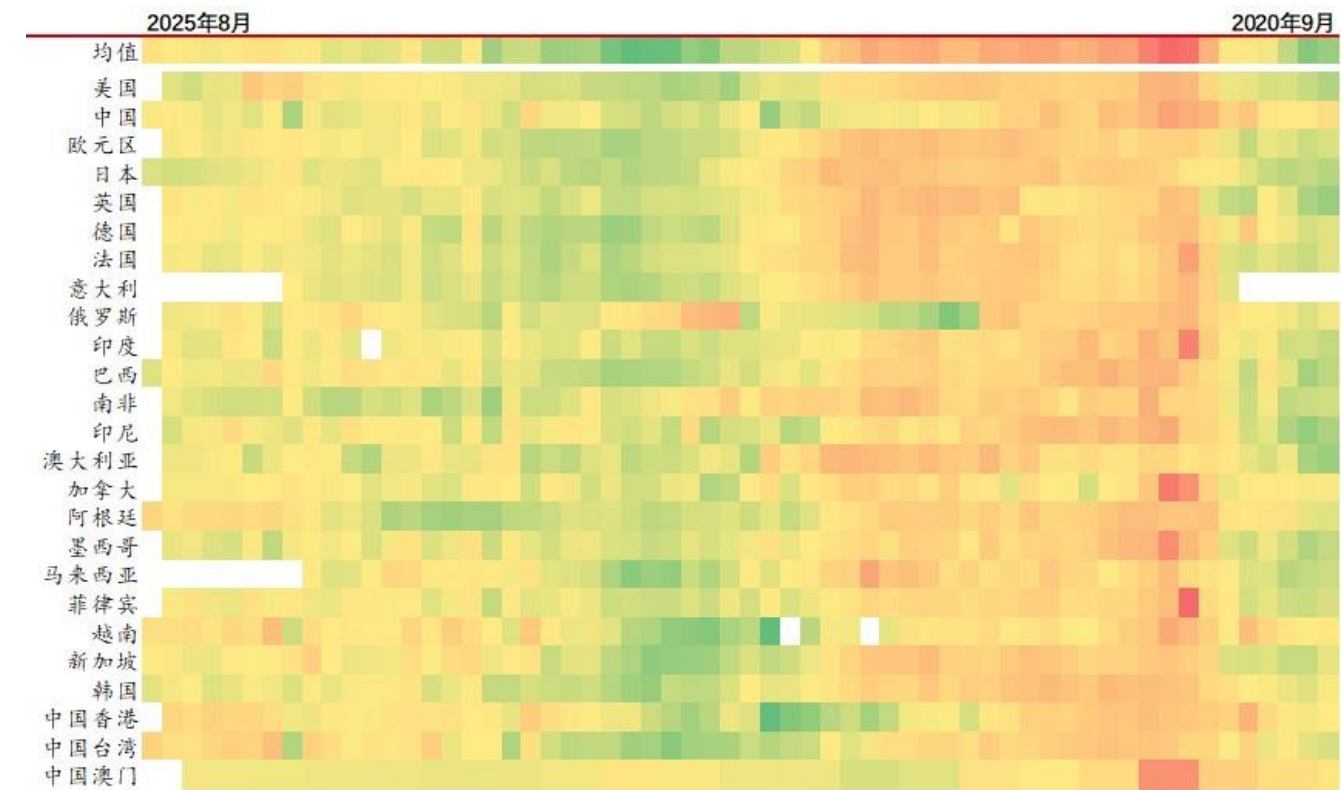
资料来源：同花顺，华泰期货研究院

图11：全球主要经济体消费横向对比 | 单位：STD



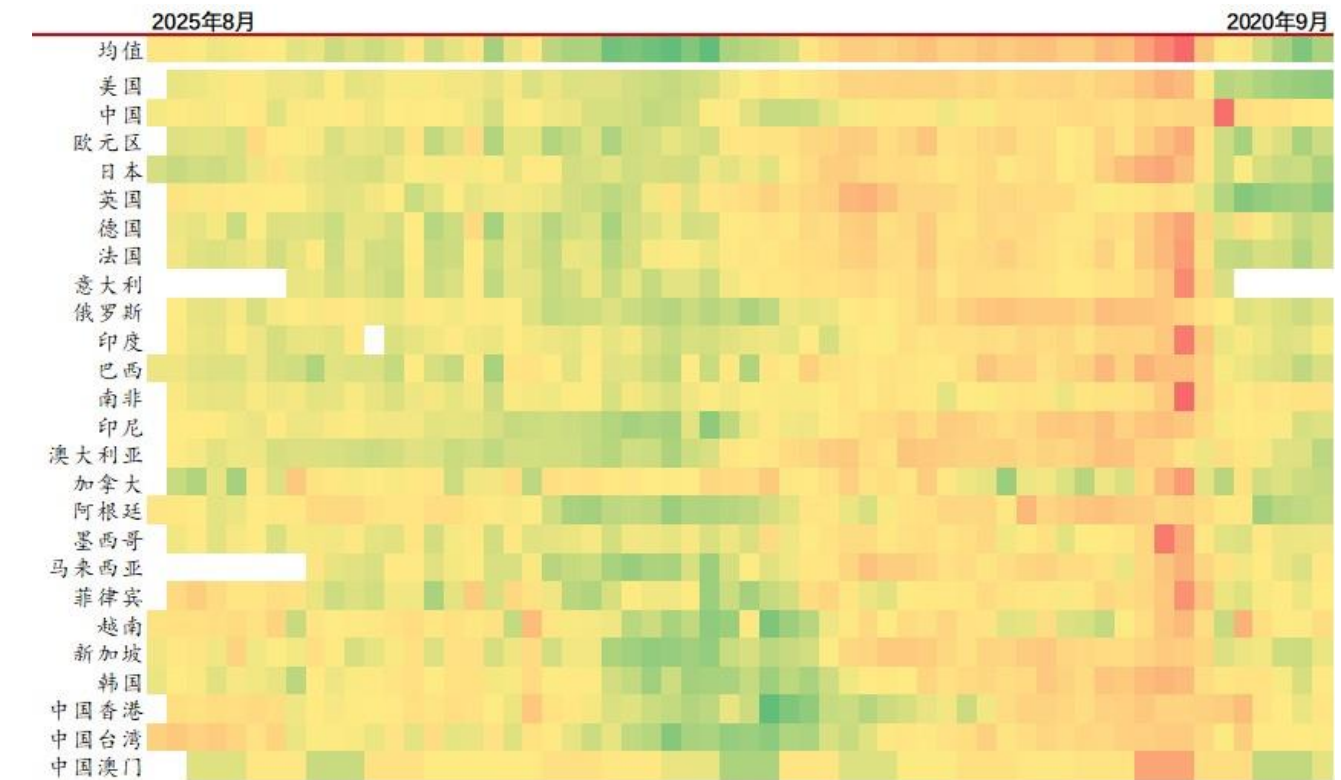
资料来源：同花顺，华泰期货研究院

图12：全球主要经济体进口横向对比 | 单位：STD



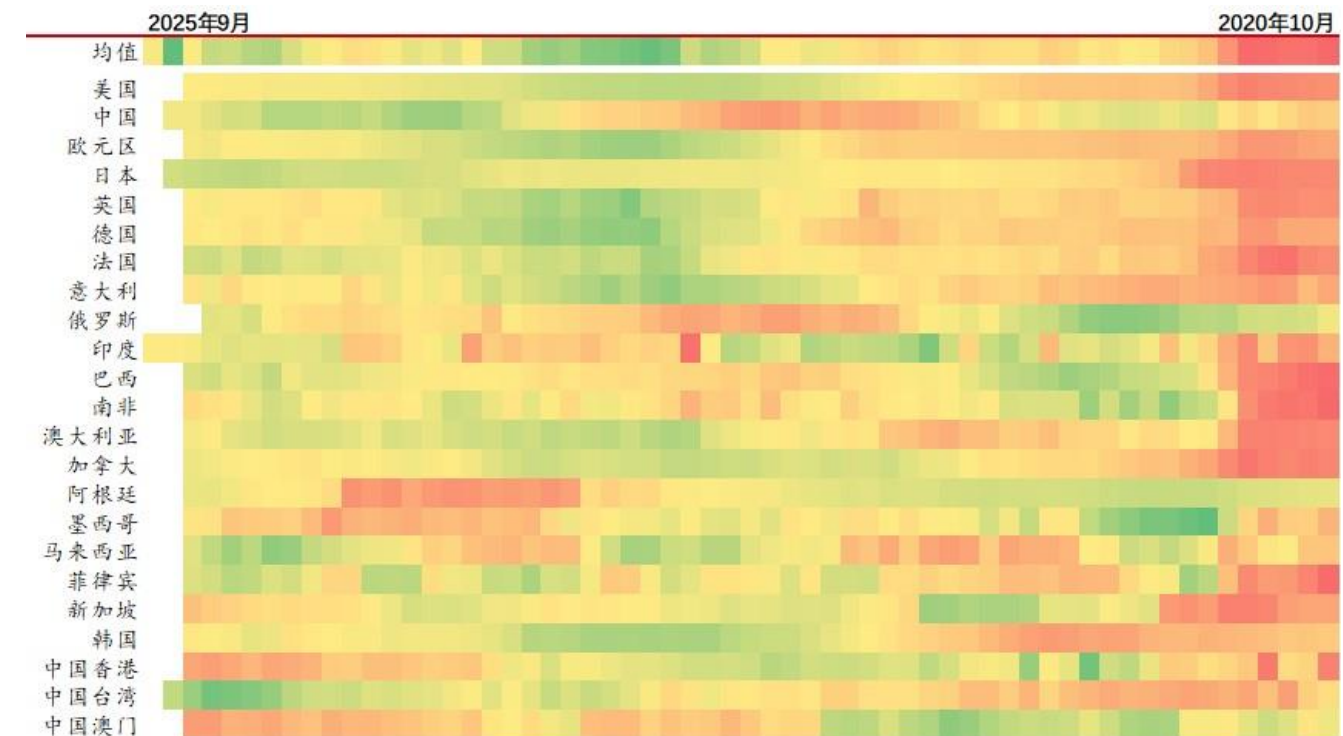
资料来源：同花顺，华泰期货研究院

图13：全球主要经济体出口横向对比 | 单位：STD



资料来源：同花顺，华泰期货研究院

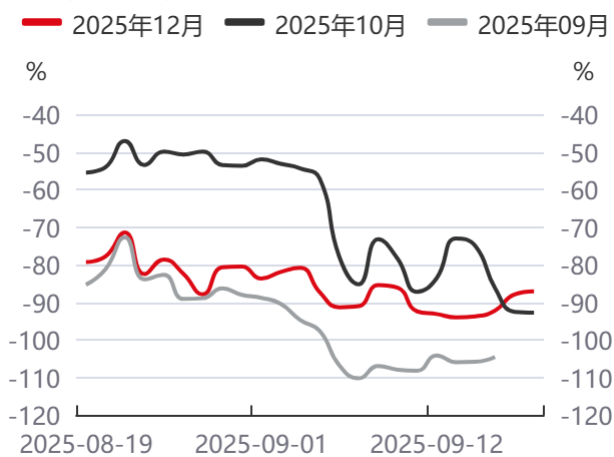
图14：全球主要经济体货币横向对比 | 单位：STD



资料来源：同花顺，华泰期货研究院

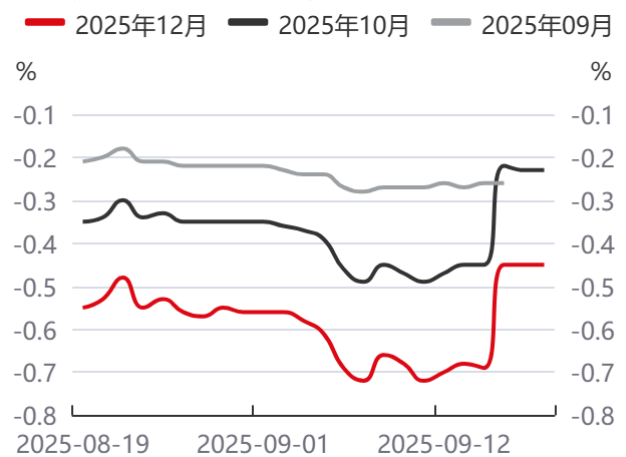
2.3宏观流动图表

图15：加降息概率



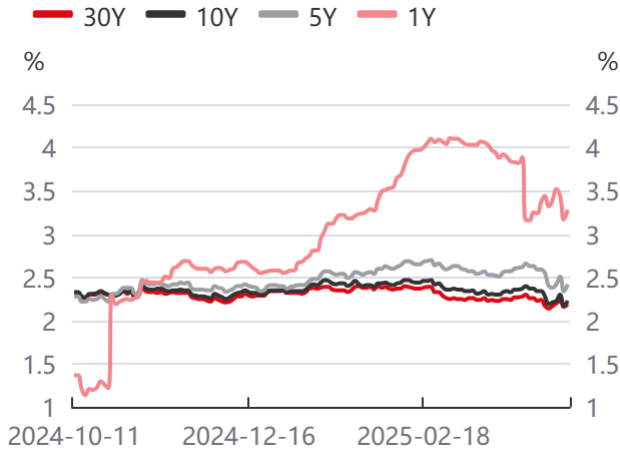
资料来源：同花顺，华泰期货研究院

图16：美联储隐含利率变动



资料来源：同花顺，华泰期货研究院

图17：盈亏平衡通胀



资料来源：同花顺，华泰期货研究院

图18：5Y5Y通胀掉期



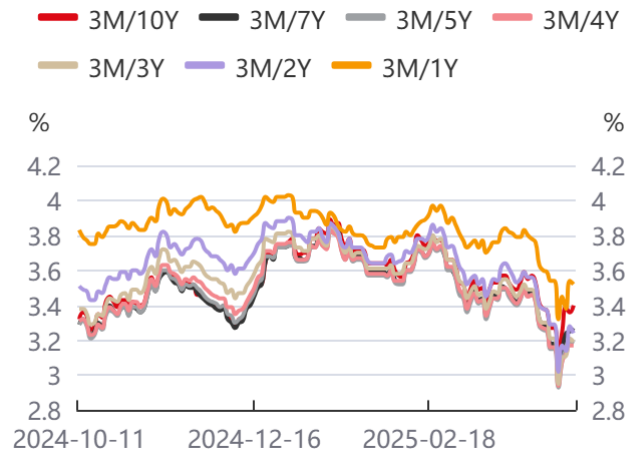
资料来源：同花顺，华泰期货研究院

图19：港币FRA



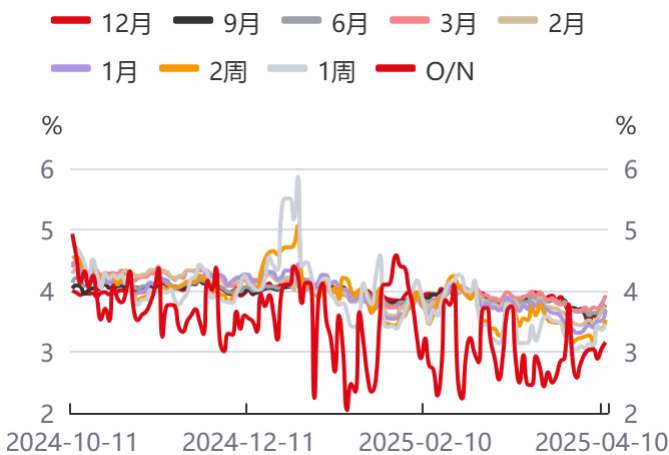
资料来源：同花顺，华泰期货研究院

图20：港币掉期



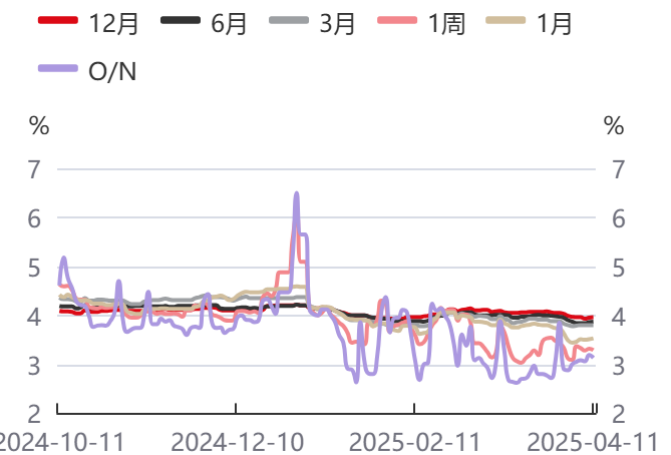
资料来源：同花顺，华泰期货研究院

图21：HKD存款



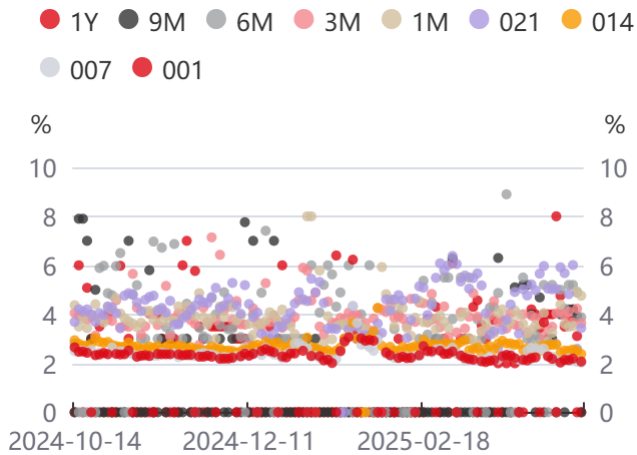
资料来源：同花顺，华泰期货研究院

图22：HIBOR



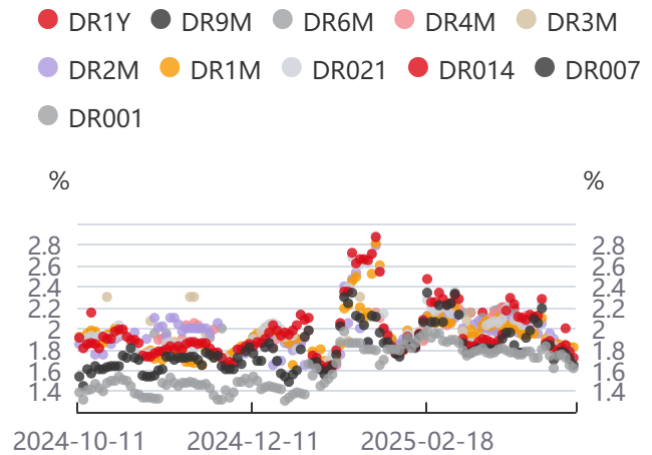
资料来源：同花顺，华泰期货研究院

图23: R



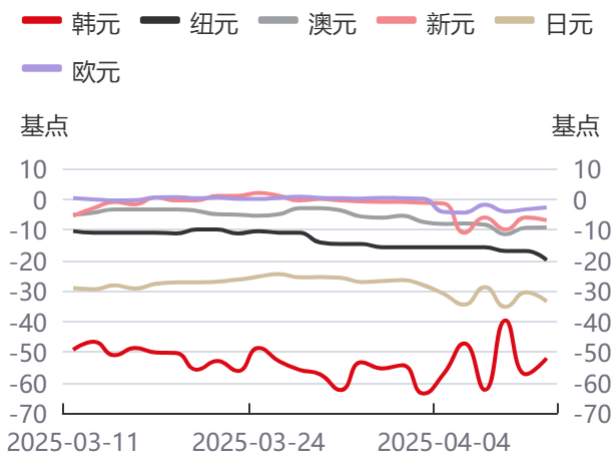
资料来源: 同花顺, 华泰期货研究院

图24: DR



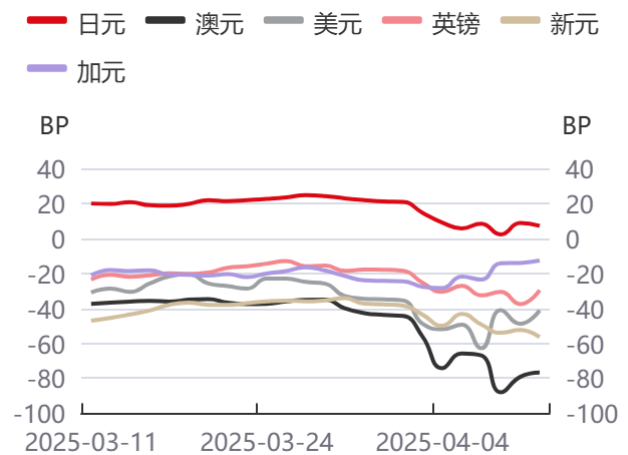
资料来源: 同花顺, 华泰期货研究院

图25: 主要货币XCCY基差



资料来源: 同花顺, 华泰期货研究院

图26: 主要货币1Y3M利差



资料来源: 同花顺, 华泰期货研究院

本期分析研究员



徐闻宇

从业资格号: F0299877

投资咨询号: Z0011454

联系人

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