

2025 年 9 月 15 日

美联储议息会议的三大悬念

民银国际研究团队

应习文

电 话: +852 3728 8180

Email: xiwenying@cmbcint.com

相关报告:

- 海外宏观周报 (9/8): 就业数据再次走弱, 美联储该降息 50bp 吗?
- 海外宏观周报 (9/1): 9 月主要央行利率决议前瞻
- 海外宏观周报 (8/25): 短期转鸽, 长期中性, 评鲍威尔杰克逊霍尔讲话
- 海外宏观周报 (8/18): 通胀数据反复如何影响美联储降息
- 海外宏观周报 (8/11): 盘点美联储主席候选人

主要大类资产走势:

	2025-09-12	周变动
美国国债收益率10Y	4.06	-4.0 bp
美国国债收益率2Y	3.56	5.0 bp
日本国债收益率10Y	1.59	-2.3 bp
日本国债收益率2Y	0.86	0.7 bp
德国国债收益率10Y	2.70	-1.0 bp
德国国债收益率2Y	2.02	6.0 bp
标普500指数	6584.29	1.59 %
纳斯达克指数	22141.10	2.03 %
道琼斯工业指数	45834.22	0.95 %
日经225指数	44768.12	4.07 %
伦敦富时100指数	9283.29	0.82 %
巴黎CAC40指数	7825.24	1.96 %
德国DAX指数	23698.15	0.43 %
伦敦现货黄金	3651.10	1.57 %
英国布伦特原油现货	67.81	3.69 %
美元指数	97.6178	-0.12 %
欧元兑美元	1.1736	17 pips
英镑兑美元	1.3555	46 pips
美元兑日元	147.6600	2510 pips
美元兑人民币	7.1224	-154 pips

【一周焦点】

美联储将北京时间 9 月 18 日凌晨 2 点发布利率决议, 目前看仍存在三大悬念。一是**美联储将降息 50bp 还是 25bp**。上周数据分歧增加决策难度, CPI 显示美国通胀的结构性差异依旧明显, 关税升温与薪资通胀螺旋减弱继续构成相互制约, **预计降息 25bp 仍是大概率事件**。二是**美联储官员的投票结果以及点阵图分布**。丽莎·库克仍能参加投票, 而斯蒂芬·米兰也有望在会议前成为理事, 克里斯托福·沃勒仍领跑下任美联储主席胜选概率, 预计点阵图将较大幅下移, 支持 50 到 100bp 各档的官员数量分布十分关键。三是**经济前瞻及鲍威尔讲话及如何引导预期**, 预计美联储将小幅上调未来两年的失业率及核心 PCE 物价预测, 鲍威尔则将**维持谨慎鸽派, 但同时也会把把握力度, 为预防通胀超预期上行留出后手**。

【交易模式】

市场围绕通胀和降息进行交易

【关键数据】

美国: 核心 CPI 与上月持平, PPI 超预期下行, 消费信贷平稳增长, 批发商销售回暖, 财政支出减速, 密歇根大学信心指数全面下调, 通胀预期上升。**欧洲:** 德国对美出口持续下滑。**日本:** 二季度 GDP 大幅上修, 私人消费上修贡献最大, 前景指数小幅下降。

【重要事件】

美国: 非农就业年度大修, 保守派政治新星被枪杀。**欧洲:** 欧央行按兵不动, 法国债务压力及政局动荡。**日本:** 自民党将于 10 月初选举新总裁。**其他地区:** 黄金成全球最大储备, 俄罗斯土耳其降息。

【本周关注】

美英日央行利率决议, 英国与日本 CPI, 美国零售数据

目 录

【一周焦点】	1
美联储议息会议的三大悬念	1
【交易模式】	3
市场围绕通胀和降息进行交易	3
【关键数据】	4
美国：核心 CPI 与上月持平，PPI 超预期下行	4
欧洲：德国对美出口持续下滑	6
日本：二季度 GDP 大幅上修	7
【重要事件】	9
美国：非农就业年度大修，保守派政治新星被枪杀	9
欧洲：欧央行按兵不动，法国债务压力及政局动荡	10
日本：自民党将于 10 月初选举新总裁	12
其他地区：黄金成全球最大储备，俄罗斯土耳其降息	12
【本周关注】	14
美英日央行利率决议，英国与日本 CPI，美国零售数据	14

【一周焦点】

美联储议息会议的三大悬念

本周全球市场即将迎来有一个超级央行周。从时间顺序来看，美联储将在9月17日（北京时间9月18日凌晨2点）发布利率决议。随后，英国央行和日本央行将分别在在北京时间9月18日晚间和9月19日依次发布利率决议。尽管市场预期美国9月降息已成定局，但议息会议仍存在三大悬念。

第一个悬念是美联储将降息 50bp 还是 25bp。在9月疲软的非农数据发布之前，市场的基准预测仍是9月预防式降息25bp，并在年内再降息1到2次。然而9月非农就业大幅弱于预期，燃起了市场关于是否应该直接降息50bp的大讨论。美联储理事克里斯托弗·沃勒9月6日在最新就业报告发布后表示，就如他曾大力主张在2022年通胀加速时提前加息一样，当前如果合适的话将支持提前降息。而纽约联邦储备银行行长威廉姆斯也在同日表示，最近的数据是一个美国经济持续变冷的信号。

上周数据分歧增加决策难度。美国劳工部9月11日发布的数据显示，8月CPI同比上涨2.9%，预期2.9%，前值2.7%；季调环比上涨0.4%，略高于预期的0.3%，前值0.2%。核心CPI同比上涨3.1%，预期3.1%，前值3.1%；季调环比上涨0.3%，预期0.3%，前值0.3%。美国通胀的结构性差异依旧明显，关税升温与薪资通胀螺旋减弱继续构成相互制约。

一方面，关税影响下核心商品、耐用品涨幅扩大。8月特朗普对各主要国家对等关税先后落地，核心商品环比上涨0.3%，同比涨幅扩大至1.5%，估算推动核心CPI同比较上月升高0.07pp；耐用品环比上涨0.4%，同比涨幅扩大至1.9%，估算推动核心CPI同比较上月升高0.1pp。从今年2-4月的关税加征向物价传导所耗费时长来看，8月尚不是新一轮关税影响的爆发期，9-11月还将陆续体现，或进一步推升核心商品涨幅。

另一方面，由于就业转冷薪资增速回落，部分服务行业价格涨幅出现放缓。8月CPI中医疗、休闲和金融服务分别环比下降0.1%、0.2%和0.7%。此外，周内的另两项数据也支持经济趋冷，其中8月PPI远低于预期，环比意外下滑0.1%，同比仅2.6%，7月PPI也遭到下修，降低了市场对于企业因承受关税而

进一步向消费者传导通胀压力的预期；周度首次申领失业金人数也大幅升高至 26.3 万，是近四年来的最高水平，或导致工资—通胀螺旋转弱。

预计降息 25bp 仍是大概率事件。上周由于美联储官员已进入噤声期，被誉为“美联储传声筒”的宏观记者尼克·蒂米劳斯（Nick Timiraos）备受关注，他表示数据“打架”将让美联储陷入两难，并倾向于降息 25bp。同时，芝商所 FedWatch 工具也显示 9 月降息 25bp 的概率仍达九成，年内将降息 75bp。

第二个悬念是美联储官员的投票结果以及点阵图分布。9 月美联储议息会议将不仅发布利率决议，还将对未来经济、失业率和通胀给出预测，同时召开发布会并发布点阵图。近期特朗普对于美联储独立性的干预愈演愈烈，因此美联储官员的投票结果备受关注。一是美国法院已暂时阻止特朗普罢免丽莎·库克，使其能够参加 9 月的投票；二是斯蒂芬·米兰有望在投票前获得参议院认可，当前共和党人正迅速采取行动，争取在利率制定会议前让米兰就任，而民主党则在力图阻挠；三是美联储出席候选人范围进一步缩小，现任理事及票委克里斯托福·沃勒当选概率正排名第一，现任票委中还有鲍曼等人较为鸽派，他们的投票将对点阵图分布产生影响。在 6 月点阵图中，认为 2025 年全年降息幅度为 0、25、50、75bp 的官员数量分别是 7、2、8、2 名，**本次点阵图显然将有重大变化，预计票数将集中在全年降息 50 和 75bp，并可能出现支持降息 100bp 的官员，2026 年的点阵图也将相对下移。**

第三个悬念是经济前瞻及鲍威尔讲话及如何引导预期。在 6 月会议上，美联储对 2025、2026 年的失业率预计分别为 4.5% 和 4.5%，核心 PCE 分别为 3.1% 和 2.4%，预计本次将小幅上调上述预测。随后的发布会也将成为市场焦点，鲍威尔在杰克逊霍尔会议上的讲话成功引导了市场向鸽派方向转移，若本次降息 25bp 而非 50bp，向市场传达何等信息进行弥补非常关键。**预计鲍威尔将维持谨慎鸽派，暗示市场美联储的重心仍在防止就业恶化，但同时也将把握力度，为预防通胀超预期上行留出后手。**另一方面，若意外降息 50bp，鲍威尔将会把重心放在政策解释上，并适度削弱鸽派预期的引导。

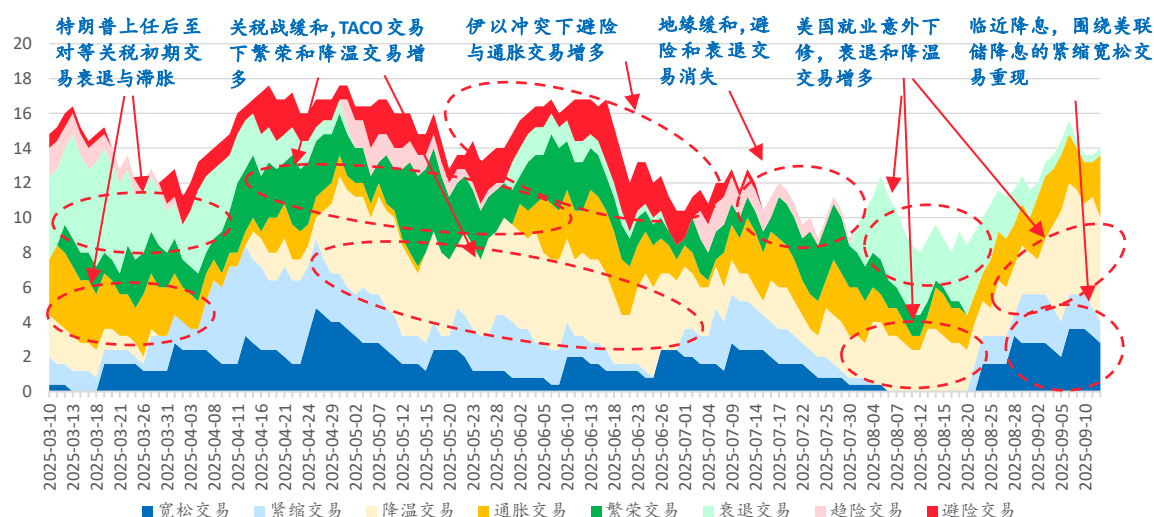
【交易模式】

市场围绕通胀和降息进行交易

表 1：近两周各交易日交易模式

9 月 1 日	9 月 2 日	9 月 3 日	9 月 4 日	9 月 5 日
不确定	通胀交易	降温交易	降温交易	降温交易
9 月 8 日	9 月 9 日	9 月 10 日	9 月 11 日	9 月 12 日
宽松交易	不确定	不确定	降温交易	通胀交易

图 1：全球市场各类交易模式的月含量（最近 20 个交易日内发生频次，权重根据日期远近调整）



资料来源：民银国际测算

表 2：交易模式判定规则

交易种类	股市	债市	商品
宽松（降息）交易	上涨	上涨	上涨或不显著
紧缩（加息）交易	下跌	下跌	下跌或不显著
降温交易	上涨或不显著	上涨	下跌
通胀交易	下跌或不显著	下跌	上涨
繁荣（软着陆）交易	上涨	下跌或不显著	上涨
衰退交易	下跌	上涨或不显著	下跌
趋险交易	上涨	下跌	下跌
避险交易	下跌	上涨	上涨
不确定（特征不明显）	其余情况		

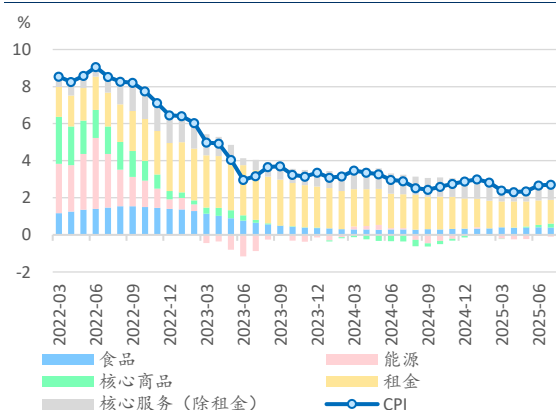
具体规则详见研报：《全球市场的交易模式：框架构建》（民银证券，2024 年 9 月 4 日）

【关键数据】

美国：核心 CPI 与上月持平，PPI 超预期下行

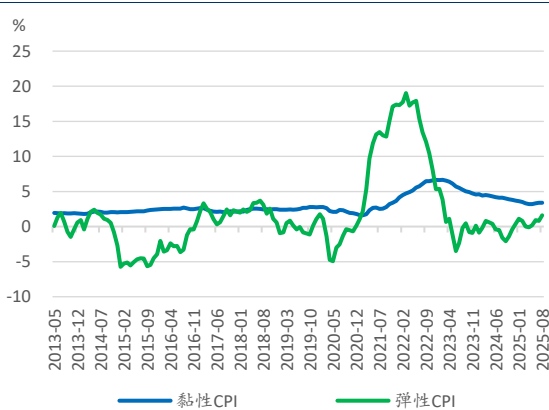
美国 8 月 CPI 基本符合预期。8 月 CPI 同比+2.9%（预期+2.9%，前值+2.7%），季调环比+0.4%（预期+0.3%，前值+0.2%）。核心 CPI 同比+3.1%（预期+3.1%，前值+3.1%），季调环比+0.3%（预期+0.3%，前值+0.3%）。亚特兰大联储弹性 CPI 同比+1.6%（前值+0.8%），黏性 CPI 同比+3.4%（前值+3.4%）。

图 2：美国月度 CPI 同比及结构分解



数据来源：美国劳工部，Wind

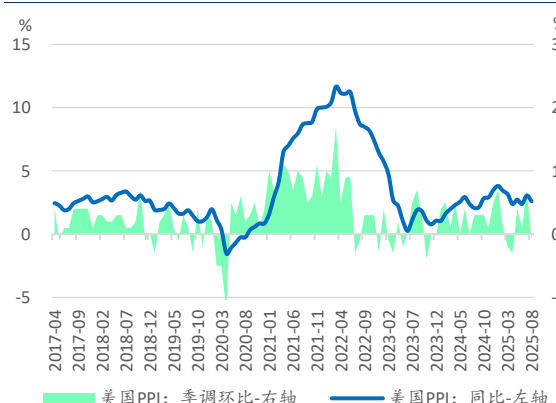
图 3：亚特兰大联储的黏性与弹性通胀指标



数据来源：亚特兰大联储，Wind

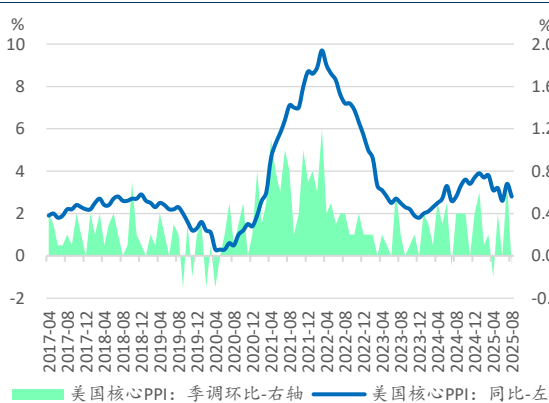
PPI 低于预期且前值下修。8 月 PPI 同比+2.6%（预期+3.3%，前值下修至+3.1%），季调环比-0.1%（预期+0.3%，前值+0.7%）；核心 PPI 同比+2.8%（预期+3.5%，前值下修至+3.4%），季调环比-0.1%（预期+0.3%，前值+0.7%）。

图 4：美国 PPI：同比与季调环比



数据来源：美国劳工部，Wind

图 5：美国核心 PPI：同比与季调环比



数据来源：美国劳工部，Wind

其他数据：消费信贷平稳增长，批发商销售回暖，财政支出减速，密歇根大学信心指数全面下调，通胀预期上升。7 月末未偿消费信贷余额季调环比折年

+3.8%（前值+2.3%），季调同比+0.3%（前值+0.3%）。批发商销售季调环比初值+1.4%（前值+0.3%），其中耐用品+1.3%（前值+0.7%），非耐用品+1.6%（前值-1.0%）。8月财政收入3443亿美元，滚动12个月（TTM）同比+7.4%（前值+7.1%），财政支出6891亿美元，TTM同比+2.7%（前值+10.5%），财政赤字3448亿美元（前值盈余2911亿），近12个月合计财政赤字1.89万亿美元（前值1.93万亿），TTM同比-8.5%（前值+20.6%）。9月密歇根大学消费者信心指数初值55.4（预期58.0，前值58.2），现状指数初值61.2（前值61.7），预期指数初值51.8（前值55.9），1年通胀预期+4.8%（前值+4.8%），5年通胀预期+3.5%（前值+3.9%）。

表3：美国最近一周宏观数据周度更新汇总

美国宏观数据汇总										
大类	月份	2025年								短期趋势
		2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	
消费	批发商销售-季调环比	2.0	0.8	0.0	-0.4	0.3	1.4			↗
	批发商销售-耐用品-季调环比	3.2	1.2	0.1	0.2	0.7	1.3			↗
	批发商销售-非耐用品-季调环比	0.9	0.4	-0.1	-1.0	0.6	1.6			↗
	未偿消费信贷余额-季调环比年率	-0.4	1.8	4.2	1.9	2.3	3.8			↗
	未偿消费信贷余额-季调同比	-1.1	0.2	0.5	0.5	0.3	0.3			→
通货膨胀	CPI-同比	2.8	2.4	2.3	2.4	2.7	2.7	2.9		↗
	CPI-季调环比	0.2	-0.1	0.2	0.1	0.3	0.2	0.4		↗
	核心CPI-同比	3.1	2.8	2.8	2.8	2.9	3.1	3.1		→
	核心CPI-季调环比	0.2	0.1	0.2	0.1	0.2	0.3	0.3		→
	亚特兰大联储黏性CPI-同比	3.5	3.3	3.2	3.2	3.3	3.4	3.4		→
	亚特兰大联储弹性CPI-同比	0.8	0.0	-0.1	0.2	0.9	0.8	1.6		↗
	PPI-同比	3.4	3.2	2.4	2.7	2.4	3.1	2.6		↘
	PPI-季调环比	0.1	-0.2	-0.3	0.4	0.1	0.7	-0.1		↘
	核心PPI-同比	3.7	3.8	3.1	3.2	2.6	3.4	2.8		↘
	核心PPI-季调环比	0.1	0.2	-0.2	0.4	0.0	0.7	-0.1		↘
财政	财政收入（TTM）-同比	8.6	9.0	7.4	8.0	8.2	7.1	7.4		↗
	财政支出（TTM）-同比	11.5	13.0	11.5	9.7	11.0	10.5	2.7		↘
	财政赤字（TTM）-万亿美元	2.14	2.06	2.01	1.98	1.88	1.93	1.89		↘
经济前景指数	密歇根大学消费者信心指数	64.7	57.0	52.2	52.2	60.7	61.7	58.2	55.4	↘
	现状指数	65.7	63.8	59.8	58.9	64.8	68.0	61.7	61.2	↘
	预期指数	64.0	52.6	47.3	47.9	58.1	57.7	55.9	51.8	↘
	1年通胀预期	4.3	5.0	6.5	6.6	5.0	4.5	4.8	4.8	→
	5年通胀预期	3.5	4.1	4.4	4.2	4.0	3.4	3.5	3.9	↗
周		25 Jul.	1 Aug.	8 Aug.	15 Aug.	22 Aug.	29 Aug.	5 Sep.	12 Sep.	
周度数据	GDPNow-GDP季调环比折年增速预测	2.4	2.1	2.5	2.5	2.2	3.5	3.1	3.1	→
	纽约联储周度经济指数	2.58	2.59	2.50	2.53	2.61	2.19	2.24		↗
	红皮书商业销售-同比	4.9	6.5	5.7	5.9	6.5	6.5	6.6		↗
	当周初次申请失业金人数-万人	21.9	22.7	22.4	23.4	22.9	23.6	26.3		↗
	持续领取失业金人数-万人	196.8	194.2	196.1	194.4	193.9	193.9			→
	美联储资产负债表周变动-亿美元	-151.37	-17.35	27.72	-252.00	-150.31	-13.13	38.91		↗
	联储银行准备金周变动-亿美元	-586.86	306.76	-20.26	-307.11	-807.84	-489.46	-169.92		↗
	财政部一般账户（TGA）周变动-亿美元	859.08	448.69	511.54	105.94	697.35	661.41	56.46		↘
	存款机构逆回购协议周变动-亿美元	-413.25	-798.06	-436.74	-31.35	-59.11	-244.24	142.25		↗

数据来源：Wind，民银国际汇总整理

说明1：黄色单元格为新发布，绿色为下修，红色为上修，深灰色为修正值持平于初值

说明2：箭头方向表示较上期变化，红色箭头表示升温（经济回暖，通胀上升，失业下降），绿色表示降温

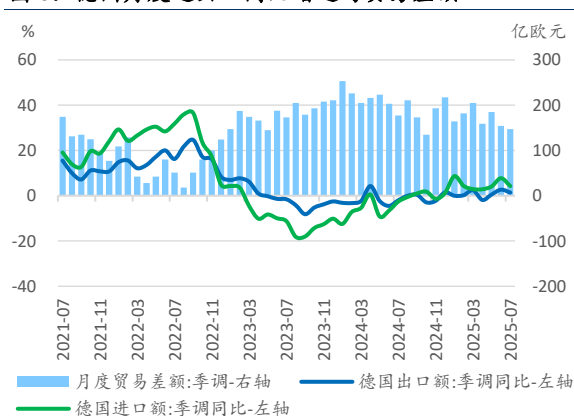
周度数据：亚特兰大联储9月10日更新的GDPNow预测数据显示，2025年三季度美国GDP预计季调年化环比+3.1%（上周为+3.1%）。9月6日当周纽约联储周度经济指数（WEI）为+2.24%（前值由+2.52%上修至+2.19%），当周红皮书商业零售同比+6.6%（前值+6.5%），当周初领失业金26.3万人（前值由23.7万下修至23.6万），前周续领失业金193.9万人（前值由194.0万下修至

193.9 万)。9 月 5 日美联储资产负债表较上周+38.91 亿美元（前值-13.13 亿），联储银行准备金周较上周-169.92 亿美元（前值-489.46 亿），财政部一般账户（TGA）较上周+56.46 亿（前值+661.41 亿），逆回购协议+142.25 亿美元（前值-244.24 亿）。

欧洲：德国对美出口持续下滑

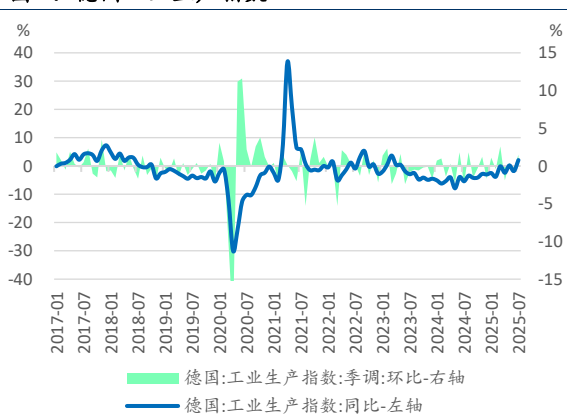
德国进出口增速下滑，对美出口大幅下降。德国 7 月出口季调同比+1.4%（前值+2.7%），进口季调同比+4.2%（前值+7.7%），贸易差额+147 亿欧元（前值+154 亿）。其中，对美出口环比下降 7.9%，降至 2021 年来最低水平。

图 6：德国月度进出口同比增速与贸易差额



数据来源：德国统计局，Wind

图 7：德国工业生产指数



数据来源：欧盟统计局，Wind

其他数据：德国工业生产回暖，法国英国减速。德国 7 月工业产出指数季调环比+1.5%（前值-0.3%），同比+2.1%（前值-1.8%），法国季调环比-1.1%（前值+3.7%），同比+1.3%（前值+2.2%），英国季调环比-0.9%（前值+0.7%），同比+0.1%（前值+0.2%）。

表 4：欧元区与英国最近一周宏观数据更新汇总

欧元区与英国宏观数据汇总										
大类	月份	2024 年	2025 年							短期趋势
进出口	德国出口金额-季调同比	1.5	1 月	2 月	3 月	4 月	5 月	6 月	7 月	
	德国进口金额-季调同比	1.2	8.7	4.3	2.9	2.9	4.1	7.7	4.2	
	德国商品贸易差额季调-亿欧元	217.0	164.0	182.0	205.0	159.0	185.0	154.0	147.0	
工业生产	德国工业产出指数-季调环比	-1.7	1.1	-0.4	2.6	-1.9	0.4	-0.3	1.5	
	德国工业产出指数-同比	-3.0	-2.5	-3.8	-0.1	-2.4	0.2	-1.8	2.1	
	法国工业产出指数-季调环比	-0.2	-0.4	1.1	0.3	-1.4	-0.6	3.7	-1.1	
	法国工业产出指数-同比	-1.3	-1.1	-0.3	0.4	-1.9	-1.0	2.2	1.3	
	英国工业产出指数-季调环比	1.0	-0.3	1.7	-0.2	-0.1	-1.3	0.7	-0.9	
	英国工业产出指数-同比	-1.1	-0.3	0.5	-0.1	0.8	-0.2	0.2	0.1	

数据来源：Wind，民银国际汇总整理

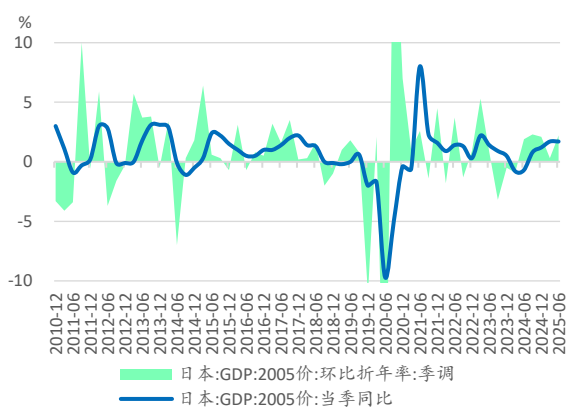
说明 1：黄色单元格为新发布，绿色为下修，红色为上修，深灰色为修正值持平于初值

说明 2：箭头方向表示较上期变化，红色箭头表示升温（经济回暖，通胀上升，失业下降），绿色表示降温

日本：二季度 GDP 大幅上修

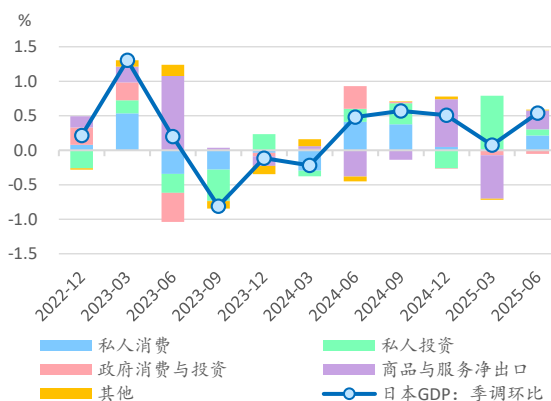
二季度 GDP 大幅上修，私人消费上修贡献最大。日本二季度 GDP 修正值同比+1.7%（初值+1.2%，前值+1.7%），季调环比+0.5%（初值+0.3%，前值+0.1%），按年率季调环比+2.2%（初值+1.0%，前值+0.3%）。从支出法分项看，经修正后私人消费季调环比贡献+0.21pp（初值+0.08pp），私人投资贡献+0.09pp（初值-0.05pp），政府支持贡献-0.05pp（初值-0.05pp），商品与服务净出口贡献+0.28pp（初值+0.29pp）。

图 8：日本 GDP 季度同比与季调环比折年率



数据来源：日本内阁府，Wind

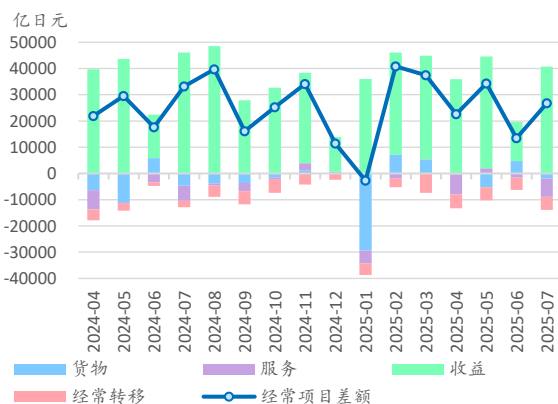
图 9：日本季度 GDP 环比贡献分解



数据来源：日本内阁府，Wind

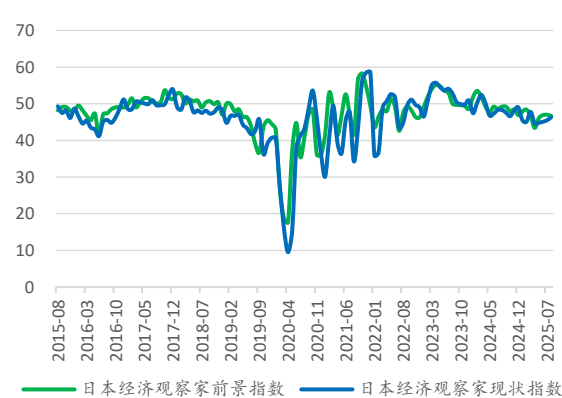
经常账户顺差扩大，但贸易转为逆差。7 月日本国际收支经常账户差额+26843 亿日元（前值+13482 亿），其中货物贸易差额-1894 亿日元（前值+4696 亿），服务贸易差额为-6956 亿日元（前值-1542 亿），收益差额+15007 亿日元（前值+40746 亿），经常转移-5054 亿日元（前值-4680 亿）。

图 10：日本月度经常账户差额及组成



数据来源：日本内阁府，Wind

图 11：日本经济观察家前景与现状指数



数据来源：日本内阁府，Wind

其他数据：前景指数小幅下降，营建订单下滑，工业生产小幅上修。8月日本经济观察家前景指数 46.7（前值 47.0），现状指数 46.3（前值 45.5）。7月营建订单同比-2.5%（前值+3.3%）。工业生产指数修正值季调环比-1.2%（初值-1.7%，前值-0.1%），同比-0.4%（初值-0.9%，前值+4.4%）；产能利用率指数环比+4.8%（前值+6.3%），同比-0.5%（前值+3.9%）。

表 5：日本最近一周宏观数据更新汇总

日本宏观数据汇总										
		2025年								
大类	月份	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	短期趋势
整体经济	GDP-季调环比折年			0.3			2.2			↗
	GDP-同比			1.7			1.7			↗
进出口	经常账户差额-亿日元	-2481	40607	36781	22580	34364.0	13482.0	26843.0		↗
	经常账户-货物差额-亿日元	-29379	7129	5165	-328	-5223.0	4696.0	-1894.0		↘
	经常账户-服务差额-亿日元	-4766	-1755	-192	-7681	2011.0	-1542.0	-6956.0		↘
	经常账户-收益-亿日元	36111	38817	39202	35899	42555.0	15007.0	40746.0		↗
	经常账户-经常转移-亿日元	-4447	-3584	-7394	-5311	-4979.0	-4680.0	-5054.0		↘
工业生产	工业产出指数-季调环比	-1.1	2.3	0.2	-1.1	-0.1	2.1	-1.2		↘
	工业产出指数-同比	2.2	0.1	1.0	0.5	-2.4	4.4	-0.4		↘
	产能利用率指数-环比	-3.3	0.4	6.6	-2.2	-5.4	6.3	4.8		↘
	产能利用率指数-同比	4.3	1.3	0.9	2.4	-1.1	3.9	-0.5		↘
	营建订单-同比	26.1	8.1	19.7	-1.4	-1.9	3.3	-2.5		↘
景气指数	经济观察家前景指数	47.9	48.4	46.6	43.4	46.1	46.9	47.0	46.7	↘
	经济观察家现状指数	45.5	45.1	47.8	44.6	44.8	45.1	45.5	46.3	↗

数据来源：Wind，民银国际汇总整理

说明 1：黄色单元格为新发布，绿色为下修，红色为上修，深灰色为修正值持平于初值

说明 2：箭头方向表示较上期变化，红色箭头表示升温（经济回暖，通胀上升，失业下降），绿色表示降温

【重要事件】

美国：非农就业年度大修，保守派政治新星被枪杀

美国政府公布初步基准修订数据，截至今年3月的一年间，美国非农就业人数被下修91.1万，相当于每月平均少增近7.6万人。按1.71亿劳动力总数计算，本次修订约占0.6%。这是自2000年以来的最大下修幅度，比市场普遍预期的还要糟糕。更多的就业市场疲软迹象可能为美联储最早从下周开始的一系列降息奠定基础。分行业来看，几乎所有行业的就业人数均被下调。下修幅度最大的行业包括：休闲和酒店业-17.6万，专业和商业服务业-15.8万，零售贸易-12.62万，制造业的就业人数也显著下调。只有交通运输与仓储以及公用事业小幅上调。几乎所有修订都集中在私营部门；政府部门的就业数据则下修了3.1万。本次公布的数据还会在2026年2月BLS发布最终基准修订时进一步调整。

美国劳工部启动针对就业和通胀数据统计的审查。美国劳工部监察长办公室正在启动一项审查，主要针对劳工统计局在收集和发布关键经济数据方面所面临的“挑战”。此次审查将聚焦于CPI与PPI信息的收集，以及“对月度就业数据的收集、发布及修订”等方面的问题。

特朗普称美联储主席鲍威尔应立即大幅降息。美国总统特朗普在疲软的PPI数据发布后，再次发文批评美联储主席鲍威尔，称其是“彻头彻尾的灾难”，必须立即大幅降息，美国“没有通胀”。**美国财政部长贝森特也公开呼吁美联储重新评估其政策立场**，理由是最新修正的就业数据表明，特朗普政府上任时继承的经济状况远比此前报告的要疲弱。

美联邦最高法院定于11月首周口头辩论关税合法性。美国联邦最高法院宣布，将快速审议特朗普政府征收的多数关税的合法性，定于11月首周听取口头辩论。在作出终审判决前，特朗普政府仍可继续施行相关关税政策。诉讼所涉关税包括特朗普援引1977年《国际紧急经济权力法》面向全球征收的10%“基准关税”，对未与美国达成贸易协议的贸易伙伴征收的更高额度关税，以及所谓“芬太尼关税”。美国财政部长斯科特·贝森特等官员多次强调，如果最高法院作出不利于政府的判决，到明年6月，特朗普政府需返还的关税税款据估算最高可达1万亿美元。

特朗普的政治盟友查理·柯克被枪杀，全美降半旗。美国知名保守派活动人士、总统特朗普的政治盟友查理·柯克 10 日在犹他州奥勒姆市的犹他山谷大学演讲时遭枪击身亡，终年 31 岁。事发后特朗普下令全国降半旗致哀。柯克是当前美国非常活跃的政治活动人士。他是保守派非营利性组织“美国转折点”的联合创始人，也是特朗普“让美国再次伟大(MAGA)”支持者阵营最具影响力的网红之一。

美国以国家安全为由将 23 家中国实体列入出口管制清单。当地时间 9 月 12 日，美国商务部工业与安全局（BIS）发布公告，以存在“违背美国国家安全或外交政策利益”的行为为由，宣布将 23 家中国实体列入实体清单，涉及半导体与集成电路相关企业 13 家，生物技术与生命科学企业 3 家，航天遥感、量子、授时系统相关科研院所 2 家，工业软件/工程软件企业 2 家，供应链与物流服务企业 3 家。被列入实体清单的实体，所有受 EAR 管辖的物项对其出口均须申请许可证；许可证审查政策为“推定拒绝”。上海复旦微电子还被标注了脚注，认定其涉及高性能计算（HPC）及人工智能（AI）芯片应用，因此相关的外国生产的包含美国技术的物项也将被纳入出口管制。作为回应，**中国商务部决定自 9 月 13 日起就美国对华集成电路领域相关措施发起反歧视立案调查，并对原产于美国的进口相关模拟芯片进行反倾销立案调查。**

经中美双方商定，国务院副总理何立峰将于 9 月 14 日至 17 日率团赴西班牙与美方举行会谈。双方将讨论美单边关税措施、滥用出口管制及 TikTok 等经贸问题。对于 TikTok 问题，商务部新闻发言人表示，中方维护本国企业合法权益的决心坚定不移，将依法依规审批 TikTok 问题。

美国总统特朗普在白宫回答记者提问时称，已准备对俄罗斯实施第二阶段制裁。但他并未明确表示将采取具体行动或详细说明所谓“第二阶段制裁”的具体内容，只是在被记者问及“是否准备对俄罗斯实施第二阶段制裁”时作出了肯定的回答。

欧洲：欧央行按兵不动，法国债务压力及政局动荡

欧洲央行连续第二次会议按兵不动。9 月 11 日欧洲央行连公布利率决议，将存款机制利率维持在 2% 不变，符合市场预期，主要再融资利率和边际贷款利率维持在 2.15% 和 2.40% 不变。欧央行认为，通胀压力已得到有效遏制，且欧元区经济保持稳健态势。欧洲央行行长拉加德称，欧元区降通胀过程现已结束，

贸易不确定性已明显减弱。交易员削减对该行宽松政策的押注，暗示降息周期已经结束。不过随后法国央行行维勒鲁瓦（F. Villeroy De Galhau）表示，通胀上行风险低于下行风险，未来几次会议中有可能再次降息。

法国总统马克龙任命国防部长勒科尔尼接替贝鲁担任新总理，法国财政赤字和债务问题引发担忧。9月10日，法国总统马克龙任命现任国防部长塞巴斯蒂安·勒科尔尼接替贝鲁，担任政府总理一职。法国媒体称，勒科尔尼被视作马克龙的忠实追随者。去年12月巴尼耶政府下台后，马克龙原计划任命勒科尔尼为总理，但在最后时刻改变想法任命了贝鲁。此前两天，法国总理贝鲁领导的政府在国民议会（议会下院）举行的信任投票中未能过关，随后代表政府向总统马克龙递交辞呈，马克龙于9日接受其辞呈。马克龙去年6月解散国民议会，提前举行议会选举。新一届议会呈现左翼、中间派、极右翼“三足鼎立”格局，政府在议会缺乏稳定多数派支持。去年12月，时任总理巴尼耶在任仅3个月即遭国民议会弹劾辞职，贝鲁继任不足9个月又被迫下台。今年7月，时任总理的贝鲁公布2026年预算草案，计划削减财政支出438亿欧元，以防范公共债务风险进一步加剧，具体举措包括把两个公共假日改为工作日、医保支出增幅减半等。这一草案引发巨大争议，遭到民众普遍反对，也引发了全法的抗议示威活动。

法国的借贷成本历史性地首次超过意大利，法德国债息差扩大。一项衡量法国借贷成本的指标——法国短期国债收益率已超过意大利同期国债收益率。不过这一变化部分原因在于技术因素，用于衡量法国10年期基准国债收益率的债券到期日比同等意大利国债稍晚。多年来信用评级较低的意大利一直是欧元区财政挥霍的“典型代表”，如今投资者担心的却是法国的财政赤字规模。作为市场压力晴雨表的法国与德国10年期国债收益率差目前已达0.82个百分点，创年内最高纪录。

瑞士央行表示不排除再次实施负利率。瑞士央行行长施莱格尔（M. Schlegel）表示，如果确有必要，央行不会回避将借贷成本降至零以下。在距离季度利率决议仅剩两周之际，施莱格尔强调，他和同事已做好准备。多数经济学家预测，瑞士央行将在9月25日的会议上维持利率不变，少数人则预计会下调25个基点至-0.25%。目前瑞士的CPI已接近0附近，且仍面临高达39%的特朗普关税压力。据报道，为化解与美国的贸易争端，瑞士正提出一项涵盖多个领域的综合方案，其核心举措包括建议本国黄金产业在美国建立一家精炼厂，旨在直接解决导致两国关系紧张的贸易失衡问题。

日本：自民党将于 10 月初选举新总裁

日本自民党将于 10 月 4 日选举新总裁。日本执政党自民党总裁选举管理委员会 9 月 9 日) 下午正式宣布，自民党新一任总裁选举日程将于 9 月 22 日发布，10 月 4 日进行投计票。日本首相、自民党总裁石破茂 9 月 7 日宣布决定辞去自民党总裁职务。这意味着他也将辞任日本首相。自民党新任总裁选出后，还需要经过国会两院首相指名选举，才能当选首相。**截至 9 月 13 日，已有 5 人表明参选意向，竞争格局初显。**其中，日本农林水产大臣小泉进次郎 9 月 13 日表示，他将参加自民党总裁选举。自民党前干事长茂木敏充已于 8 日正式宣布参选。此外，现任内阁官房长官林芳正、曾任经济安全保障担当大臣的高市早苗和小林鹰之均已确定参选意向。这 5 人都曾参加去年 9 月的自民党总裁选举，最终败给石破茂。

东京房地产投资创历史新高。2025 年上半年日本房地产投资额达 3.19 万亿日元，同比增长 22%，创下自 2007 年开始统计以来的上半年历史新高。上半年海外资本对日本房地产的投资额激增至 3.7 倍，达到 1.09 万亿日元，占整体投资额的 34%。

日本经济再生担当相赤泽亮正表示，美国特朗普政府对日下调汽车关税以及减轻“对等关税”负担的特例措施预计将在 16 日前实施。

其他地区：黄金成全球最大储备，俄罗斯土耳其降息

全球央行储备中的黄金占比自 1996 年以来首次超越美国国债。资管机构 Crescat Capital 宏观策略师塔维·科斯塔近日发布一组数据显示，除美联储外，全球央行储备中黄金占比自 1996 年以来首次超越美国国债，这宣告了黄金正式登顶全球央行储备资产。数据显示，中国央行已连续第 10 个月增持黄金，今年 6 月，世界黄金协会发布的《2025 年全球央行黄金储备调查》(CBGR) 显示，超过九成 (95%) 的受访央行认为，未来 12 个月内全球央行将继续增持黄金，且近 43% 的央行计划在未来一年内增加自身黄金储备。

印度总理莫迪表示正致力于尽早完成与美国的贸易谈判。他表示谈判将释放两国伙伴关系的“无限潜力”，并期待与美国总统特朗普会晤。面对特朗普对印度征收高达 50% 的关税，印度政府经济顾问警告称，此举可能拖累该国 GDP 增长 0.5 个百分点，但政府仍坚持维持 6.3%-6.8% 的年度增长预期不变。

土耳其央行大幅降息。9月11日，土耳其央行将一周回购利率从43%下调至40.5%，降幅超过投资者预期的200个基点。土耳其央行还从声明中删除了“追求里拉实际升值”的表述。

俄罗斯央行将基准利率下调100个基点。9月12日，俄罗斯央行将基准利率从18%下调至17%，而市场普遍预期降息200基点。俄央行强调，未来是否下调将取决于通胀是否继续放缓。

以色列空袭卡塔尔首都多哈。当地时间9月9日，卡塔尔首都多哈北部地区发生爆炸事件。爆炸发生后，以色列国防军与以色列国家安全总局（辛贝特）发表联合声明，证实其对哈马斯高级领导层实施了一次精确打击。美国总统特朗普在其社交平台“真实社交”发文表示，卡塔尔是一个主权国家，也是美国的亲密盟友，单方面轰炸卡塔尔境内不利于推进以色列或美国的目标，但“消灭哈马斯是一个值得追求的目标”。

【本周关注】

美英日央行利率决议，英国与日本 CPI，美国零售数据

9 月 15 日	欧元区 7 月贸易账
9 月 16 日	欧元区 9 月 ZEW 景气指数 美国 8 月零售销售 美国 8 月进口物价指数
9 月 17 日	日本 8 月贸易账 英国 8 月 CPI 美国 8 月新屋开工与营建许可 美联储利率决议
9 月 18 日	英国央行利率决议
9 月 19 日	日本 8 月 CPI 日本央行利率决议

免责声明

此报告只提供给阁下作参考用途，并非作为或被视为出售或购买或认购证券的邀请或向任何特定人士作出邀请。此报告内所提到的证券可能在某些司法管辖区不能出售或分发。

此报告由民生商银国际控股有限公司（“民银国际”）的附属公司民银证券有限公司（“民银证券”）编写和发布。民银证券持有香港证券及期货监察委员会第1，4类牌照。此报告所载资料的来源皆被民银证券认为可靠。此报告所载的见解、分析、预测、推断和期望都是以这些可靠数据为基础，只是代表观点的表达。民银国际和任何附属公司（包括民银证券，统称“民银集团”）或任何个人不能担保其准确性或完整性。

此报告所载的资料、意见及推测反映民银证券于最初发表此报告日期当日的判断，可随时更改而毋须另行通知。

此报告内所提到的任何投资都可能涉及相当大的风险，包括但不限于市场波动、流动性限制及汇率波动等。若干投资可能不易变卖，而且也可能不适合所有的投资者。

此报告中所提到的投资价值或从中获得的收入可能会受汇率影响而波动。过去的表现不能代表未来的业绩。此报告没有把任何投资者的投资目标，财务状况或特殊需求考虑进去。

民银证券及其高级职员、董事、员工，可能不时地，在相关的法律、规则或规定的许可下（1）持有或买卖此报告中所提到的公司的证券，（2）进行与此报告内容相异的仓盘买卖，（3）与此报告所提到的任何公司存在顾问、投资银行或其他金融服务业务关系，（4）又或可能已经向此报告所提到的公司提供了大量的建议或投资服务。（5）民银集团的投资银行或资产管理团队可能作出与此报告相反投资决定或持有与此报告不同或相反意见。（6）此报告的意见亦可能与销售人员、交易员或其他民银集团成员专业人员的意见不同或相反。（7）民银集团的一位或多位董事，高级职员和/或员工可能是此报告提到的证券发行人的董事或高级人员，及（8）可能涉及此报告所提到的公司的证券进行自营或庄家活动。投资者应注意其可能存在影响本报告客观性的潜在利益冲突，并独立判断相关信息。

投资者不应仅依靠此报告，而应按照自己的判断作出投资决定。投资者依据此

报告的建议而作出任何投资行动前，应咨询独立的专业意见。民银集团不会对因使用此报告内之材料而引致任何人士的直接或间接或相关之损失负上任何责任。

此报告对于收件人来说是完全机密的文件。此报告的全部或任何部分均严禁以任何方式再分发予任何人士，尤其（但不限于）此报告及其任何副本均不可被带往或传送至日本、加拿大或美国，或直接或间接分发至美国或任何美国人士（根据 1933 年美国证券法 S 规则的解释），民银证券也没有任何意图派发此报告给那些居住在法律或政策不允许派发或发布此报告的地方的人。

报告受到版权和资料全面保护。除非获得民银证券的授权，任何人不得以任何目的的复制、派发或出版此报告。民银证券保留一切权利。