

2025 年 09 月 12 日

证券研究报告|策略研究|策略点评

从美联储重启降息到美联储独立性风险，资源品牛市或正在酝酿

报告摘要

核心观点：

- ◆ 国内基本面方面，8 月 PPI 数据同比、环比均边际改善，显示“反内卷”政策逐步见效。后续市场关注 10 月底四中全会的“十五五”规划《建议》，而在此之前的 9 月缺乏政策发力时间窗口。本周 A 股震荡走高，沪指一度再创近十年新高，全 A 周量能延续回落，A 股整体仍处于震荡之中，延续轮动态势，符合我们此前判断。
- ◆ 9 月由于刚刚结束中报季，下旬部分资金常为规避长假期间的不确定性而倾向于持币观望，这导致 9 月市场情绪较难形成合力上攻，行业轮动速度也逐步回升。今年 9 月以来市场轮动有所提速，此前热门的光模块、芯片等主线出现大幅波动，符合日历效应。
- ◆ 相对于国内当前偏政策观察期，海外方面美联储或将迎来巨大变化，近期已成为全球资金焦点。一方面，美国就业市场持续疲软下，美联储或将重启降息周期；另一方面，近期特朗普通过解雇美联储理事、施压美联储主席，以实现其更为激进降息的诉求。但若如此，美国或将面临再通胀压力，同时这也严重影响了美联储货币政策制定的独立性。
- ◆ 美国劳动力市场的持续降温与通胀的降温进一步推升了美联储降息的可能性，市场预期年内三次议息会议将连续降息三次 25BP。虽然近期美国失业率呈现出较明显的下行压力，但预计未来经济增速稳中有降，整体可控，更可能是预防式降息。

作者

董忠云	分析师
SAC 执业证书：S0640515120001	
联系电话：010-59562478	
邮箱：dongzy@avicsec.com	
刘庆东	分析师
SAC 执业证书：S0640520030001	
联系电话：010-59219572	
邮箱：liuqd@avicsec.com	
庞晨	研究助理
SAC 执业证书：S0640124040009	
联系电话：	
邮箱：pangc@avicsec.com	
王警仪	研究助理
SAC 执业证书：S0640123090015	
联系电话：	
邮箱：wangjybj@avicsec.com	
杨子萌	研究助理
SAC 执业证书：S0640124060008	
联系电话：	
邮箱：yangzm@avicsec.com	

相关研究报告

中航策略周报：《阶段性震荡有利于 A 股回归慢牛趋势》

中航策略周报：《政策见效，产业趋势确认，短期波动不改牛市趋势》

中航策略周报：《本轮行情来慢牛特征显著，近期波动或增加》

中航策略周报：《当前流动性与预期好转驱动的牛市仍较为健康》

中航策略周报：《新一轮“五年规划”下的市场择时——十五五系列专题（一）》

中航策略周报：《震荡调整是为了更稳步的突破》

股市有风险 入市需谨慎

中航证券研究所发布 证券研究报告

请务必阅读正文之后的免责声明部分

联系地址：北京市朝阳区望京街道望京东园四区2号楼中航产融大厦
中航证券有限公司
公司网址：www.avicsec.com
联系电话：010-59219558 传真：010-59562637

◆ 复盘历次美联储预防式降息前后大类资产表现，全球权益类资产表现更为亮眼。降息前后万得全 A 多数时间跑赢新兴市场，但与美股走势相互独立，而港股与美股更相关。降息前一个月港股胜率更高，降息后 3 个月万得全 A 小幅跑输恒生指数，显著跑输恒生科技。美债、美元和黄金均呈现出明显的抢跑特征。铜和原油等大宗商品价格则或受基本面牵制，降息后 3 个月多数呈现下跌。

市场走势：



◆ 结构上，预防式降息后小盘跑赢大盘，成长跑赢价值，科技跑赢消费和红利，市场普涨推升金融的相对优势。降息后三个月，计算机、电子、传媒等行业领涨。资源品行业走势与万得全 A 更为相关，与商品价格相关性较弱。

◆ 进一步看，全球市场对美联储独立性表示担忧。据路透社 9 月 5 日报道，特朗普称候选名单已缩小至三人，包括现任理事沃勒、白宫国家经济委员会主任哈塞特及前理事沃什。

◆ 三位候选人货币政策立场均偏鸽，强化了市场对未来宽松的预期，在全球关税战背景下，未来三人无论谁当选美联储主席，美国经济或将再通胀甚至滞涨，并或将推升全球资源品价格。三人核心差异在于对美联储独立性的态度。沃勒更强调维持政策独立，在降息节奏上较为谨慎，若其当选，利率路径或仍主要由经济基本面驱动。而哈塞特与沃什相较而言更加可能迎合特朗普的政策意图，尤其是沃什，则未来降息节奏可能更快，并引发市场对美联储和美元的信用担忧，资源品价格上涨同时，黄金或最为受益。目前政策预测网站显示，市场预测沃勒在三人中获胜的概率明显更高。

◆ 综上，9 月美联储若重启降息周期，此后三个月恒生科技或更为受益，对 A 股相对更利好小盘、成长风格，科技板块有望跑赢。但与以往不同点在于，全球关税战下，本轮美联储降息或仍具备持续性，这或将引发滞涨，资源品或正在酝酿牛市。同时，市场或将进一步关注美联储独立性风险，黄金作为替代美元的重要配置资产，将迎来新一轮做多窗口。

◆ 中航证券军工组继续强调“大军工”及新质新域领域为传统军工行业带来的市场增量及估值空间的提升。在市场对军工的“强预期”

作用下，军工板块的估值水平已经较 2024 年底提升至一个新阶段。军工板块当前正处于一个向上空间广阔、向下有底的状态，短期急涨的子领域和个股或有波动风险，但结构性深度调整的可能性相对较低。

投资建议：

- ◆ 往后看，9 月缺乏政策发力时间窗口，A 股整体或仍处于震荡阶段。“反内卷”政策逐步见效，中期牛市方向不变。9 月以来市场轮动有所提速，符合日历效应，或将延续。相比之下，美联储重启降息周期和独立性风险更受到全球市场关注，中期看，资源品或正在酝酿牛市，黄金作为替代美元的重要配置资产，将迎来新一轮做多窗口。

本周市场回顾：

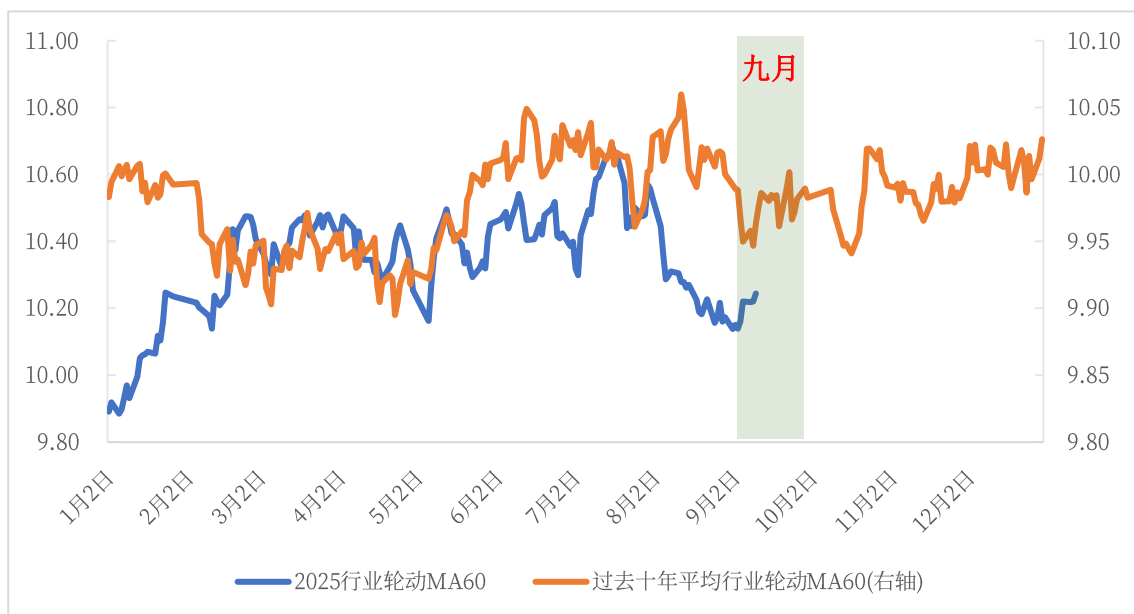
根据同花顺数据，本周市场整体上涨，上证指数（1.52%）、深证成指（2.65%）、沪深 300（1.38%）、科创 50（5.48%）、创业板指（2.10%）、中证 500（3.38%）、中证 1000（2.45%），均表现较强。行业风格上，成长风格表现较强，上涨 3.56%。分行业来看，申万一级行业中电子、房地产、农林牧渔表现较强，分别上涨 6.15%、5.98%、4.81%；综合、银行、石油石化表现较弱，分别下跌 1.43%、0.66%、0.41%。市场情绪方面，本周市场活跃度有所下降，日均成交金额为 23264.15 亿元，较上周减少 2767.86 亿元。估值方面，A 股整体市盈率为 22.26 倍，较上周上涨 1.63%。

正文：

国内基本面方面，8 月 PPI 数据同比、环比均边际改善，显示“反内卷”政策逐步见效。其中，8 月 PPI 同比-2.9%，为今年 3 月以来降幅首次收窄；PPI 环比持平，为年内首次告别负增长。后续市场关注 10 月底四中全会的“十五五”规划《建议》，而在此之前的 9 月缺乏政策发力时间窗口。本周 A 股震荡走高，沪指一度再创近十年新高，全 A 周量能延续回落，A 股整体仍处于震荡之中，延续轮动态势，符合我们此前判断。

9 月由于刚刚结束中报季，同时又即将迎来中秋节和国庆长假，因此具有较为显著的日历效应，9 月下旬部分资金常为规避长假期间的不确定性而倾向于持币观望，这导致 9 月市场情绪较难形成合力上攻。结构上，行业轮动速度也逐步回升。我们复盘近十年的 A 股行业轮动情况，8 月 A 股行业轮动速度持续下降，显示为市场形成较为持续的主线。直到 8 月底、9 月初开始，市场轮动速度开始逐步提升。今年 9 月以来市场轮动有所提速，此前热门的光模块、芯片等主线出现大幅波动，符合日历效应。

图1 日历效应看，九月行业轮动速度往往提升





资料来源：Wind，中航证券研究所整理（注：行业轮动速度计算方法为 31 个申万一级行业的日涨跌幅排名的日环比变化的绝对值之和，数据截至 2025 年 9 月 11 日）

相对于国内当前偏政策观察期，海外方面美联储或将迎来巨大变化，近期已成为全球资金焦点。一方面，美国就业市场持续疲软下，美联储或将重启降息周期；另一方面，近期特朗普通过解雇美联储理事、施压美联储主席，以实现其更为激进降息的诉求。但若如此，美国或将面临再通胀压力，同时这也严重影响了美联储货币政策制定的独立性。

美国劳动力市场的持续降温与通胀的降温进一步推升了美联储降息的可能性，市场预期年内三次议息会议将连续降息三次 25BP。8 月非农数据不及预期，8 月新增 2.2 万人，预期 7.5 万人，9 月 9 日发布修订数据，将截至 2025 年 3 月的 12 个月非农就业人数下修 91.1 万，此前的纪录是前一年的下修 81.8 万。9 月 10 日发布的 8 月 PPI 数据全面不及预期，环比下降 0.1% 意外转负，为四个月来的首次，前值为 0.9%。8 月 PPI 同比增长 2.6%，低于预期的 3.3%，前值为 3.3%。截至 9 月 12 日，据 CME 美联储观察工具，9 月降息 25BP 的概率为 92.5%，较一个月前上升 6.6%，降息 50BP 的概率为 7.5%，较一个月前上升 7.5%。

图2 9月12日美联储观察工具预测的降息路径

	CME FEDWATCH TOOL - CONDITIONAL MEETING PROBABILITIES									
MEETING DATE	175-200	200-225	225-250	250-275	275-300	300-325	325-350	350-375	375-400	400-425
2025/9/17						0.0%	0.0%	0.0%	7.5%	92.5%
2025/10/29	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	6.4%	80.2%	13.4%
2025/12/10	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	5.9%	74.4%	18.6%	1.0%
2026/1/28	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	2.9%	40.0%	46.6%	9.9%	0.5%
2026/3/18	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	1.6%	23.4%	43.7%	26.4%	4.7%	0.2%
2026/4/29	0.0%	0.0%	0.0%	0.4%	7.5%	28.8%	39.0%	20.5%	3.5%	0.2%
2026/6/17	0.0%	0.0%	0.3%	4.7%	20.3%	35.0%	27.9%	10.3%	1.5%	0.1%
2026/7/29	0.0%	0.1%	1.5%	9.2%	24.5%	32.9%	22.8%	7.8%	1.1%	0.0%
2026/9/16	0.0%	0.6%	4.3%	14.8%	27.6%	29.2%	17.3%	5.3%	0.7%	0.0%
2026/10/28	0.1%	1.1%	5.8%	16.7%	27.8%	27.5%	15.6%	4.7%	0.6%	0.0%
2026/12/9	0.2%	1.7%	7.2%	18.1%	27.8%	26.0%	14.2%	4.1%	0.5%	0.0%

资料来源：CME，中航证券研究所整理

虽然近期美国失业率呈现出较明显的下行压力，但预计其未来经济增速稳中有降，整体可控。美国二季度 GDP 增速较前值回升，最新的 8 月制造业 PMI、服务业 PMI 双双提升，其中服务业 PMI 超过媒体调查的几乎所有经济学家的预测，以六个月来最快的速度扩张。往后看，预计美国经济下行趋势整体可控，因此本次降息更可能是预防式降息。

复盘历次美联储预防式降息前后大类资产表现，权益类资产表现更为亮眼。降息前一个月至降息后三个月，MSCI 全球胜率均较高。其中，发达市场大多数时间跑赢新兴市场。美股在美联储降息前胜率较高，预防式降息前 1 个月至降息后 3 个月美股呈现明显的上涨趋势。降息前后万得全 A 多数时间跑赢新兴市场，但与美股走势相互独立，而港股与美股更相关。降息前一个月港股胜率更高，降息后 3 个月万得全 A 小幅跑输恒生指数，显著跑输恒生科技。美债、美元和黄金均呈现出明显的抢跑特征。预防式降息前一个月，美债上行，美元指数走弱，黄金上涨，但降息后均表现无明显规律。铜和原油等大宗商品价格则或受基本面牵制，降息后 3 个月多数呈现下跌。

表 1 美联储预防式降息前后大类资产表现（单位：%；bp）

		-1M						+1M						+3M					
		1995.7	1998.9	2019.8	2024.9	平均	胜率	1995.7	1998.9	2019.8	2024.9	平均	胜率	1995.7	1998.9	2019.8	2024.9	平均	胜率
权益	标普500	3.43	2.13	1.31	1.15	2.01	100.00%	2.13	3.55	-2.88	4.08	1.72	75.00%	6.44	18.42	0.81	4.22	7.47	100.00%
	纳斯达克	7.94	5.76	2.11	-0.33	3.87	75.00%	5.23	1.03	-3.76	4.89	1.85	75.00%	7.45	25.45	0.23	10.01	10.78	100.00%
	罗素2000	4.42	2.02	0.51	3.01	2.49	100.00%	4.74	1.76	-5.72	3.28	1.01	75.00%	5.99	11.52	-1.46	1.18	4.31	75.00%
	恒生指数	1.42	0.69	-3.42	3.34	0.51	75.00%	-0.62	29.57	-7.39	17.80	9.84	50.00%	5.30	29.14	-2.44	11.85	10.96	75.00%
	恒生科技			0.08	5.56	2.82	100.00%			-4.27	30.09	12.91	50.00%			11.30	25.53	18.41	100.00%
	万得全A	-1.97	9.48	-0.78	-3.84	0.72	25.00%	10.74	0.01	-0.74	26.48	9.12	75.00%	11.93	-6.35	2.19	33.43	10.30	75.00%
	创业板指			4.13	-2.83	0.65	50.00%			2.58	43.15	22.86	100.00%			7.43	44.35	25.89	100.00%
	英国富时100	2.45	-3.52	2.14	0.21	0.32	75.00%	2.81	6.45	-5.00	1.27	1.38	75.00%	4.08	15.15	-3.75	-1.80	3.42	50.00%
	德国DAX	0.43	-10.39	-1.17	3.71	-1.86	50.00%	6.31	2.03	-2.05	5.06	2.84	75.00%	3.08	9.26	6.33	6.73	6.35	100.00%
	日经225	3.53	-3.66	1.25	-2.38	-0.32	50.00%	8.90	-1.86	-3.80	7.15	2.60	50.00%	21.30	0.15	6.18	6.69	8.58	100.00%
	MSCI全球	0.49	1.20	0.17	1.09	0.74	100.00%	2.86	4.89	-3.26	3.38	1.97	75.00%	3.35	17.96	1.20	2.02	6.13	100.00%
	MSCI新兴市场	-1.25	7.89	-1.69	-0.54	1.10	25.00%	2.65	3.28	-5.64	5.92	1.55	75.00%	-2.21	12.28	-0.11	0.44	2.60	50.00%
	MSCI发达市场	0.58	0.98	0.42	1.27	0.81	100.00%	2.88	4.86	-2.94	3.09	1.97	75.00%	3.63	18.07	1.37	2.19	6.31	100.00%
债券	美债十年期 (bp)	-3.00	-50.00	2.00	-19.00	-17.50	75.00%	45.00	-5.00	-52.00	38.00	6.50	50.00%	1.00	12.00	-33.00	80.00	15.00	25.00%
	美债两年期 (bp)	-1.00	-46.00	14.00	-45.00	-19.50	75.00%	35.00	-47.00	-39.00	34.00	-4.25	50.00%	17.00	13.00	-37.00	74.00	16.75	25.00%
	中债十年期 (bp)			-7.67	-13.66	-10.67	100.00%			-9.14	7.59	-0.77	50.00%			12.70	-30.33	-8.81	50.00%
外汇	美元指数	-1.27	-4.39	2.47	-1.43	-1.16	25.00%	0.86	-2.40	0.78	2.42	0.41	75.00%	3.50	-1.77	-0.77	7.17	2.03	50.00%
	美元兑离岸人民币			0.60	-0.95	-0.18	50.00%			3.95	0.10	2.03	100.00%			2.28	3.01	2.64	100.00%
商品	伦敦金现	0.16	7.40	0.33	2.07	2.49	100.00%	-0.05	-0.74	6.26	5.89	2.84	50.00%	-0.23	-3.26	5.74	0.60	0.71	50.00%
	伦敦银现	-3.93	15.01	6.12	3.63	5.20	75.00%	2.17	-3.78	10.88	9.82	4.77	75.00%	6.10	-4.64	9.03	-4.40	1.53	50.00%
	LME铜	3.94	0.56	-2.14	4.65	1.75	75.00%	0.66	-2.94	-4.64	2.36	-1.14	50.00%	-4.52	-10.43	-1.10	-5.48	-5.38	0.00%
	LME铝			-1.28	7.38	3.05	50.00%			-2.33	3.04	0.35	50.00%			-0.56	-0.85	-0.70	0.00%
	WTI原油	-9.77	18.37	-0.99	-8.46	-0.21	25.00%	1.78	-8.95	-4.98	-3.30	-3.86	25.00%	-2.13	-25.06	-6.74	-2.44	-9.09	0.00%

资料来源：Wind，中航证券研究所整理（注：指定区间内的表现，债券为收益率的变化，其余指标为价格的涨跌幅；胜率统一统计标的价格的上涨概率）

具体 A 股风格和行业来看，美联储预防式降息为国内打开货币政策空间，主要风格在降息前呈现普跌，2019 年预防式降息后表现逐渐跑赢降息前 1 个月，2024 年预防式降息后叠加国内资本市场政策共振，市场大幅转好。结构上，预防式降息后小盘跑赢大盘，成长跑赢价值，科技跑赢消费和红利，市场普涨推升金融的相对优势。

行业方面，预防式降息前国内呈现以我为主，具备产业趋势的行业较为抗跌，如 2019 年的电子，2024 年的汽车。降息后三个月，计算机、电子、传媒等行业领涨。资源品行业走势与万得全 A 更为相关，与商品价格相关性较弱。

表2 预防式降息前后 A 股涨跌幅和风格变化 (单位: %)

	-1M			+1M			+3M		
	2019.7	2024.9	平均	2019.7	2024.9	平均	2019.7	2024.9	平均
万得全 A	-0.78	-3.84	-2.31	-0.74	26.48	12.87	2.19	33.43	17.81
大盘指数(申万)	-0.29	-4.09	-2.19	-0.39	24.15	11.88	3.60	24.74	14.17
小盘指数(申万)	-2.49	-3.82	-3.15	-0.36	29.77	14.71	1.37	38.14	19.76
国证价值	-1.32	-4.66	-2.99	-3.97	18.37	7.20	-0.44	18.15	8.86
国证成长	-0.07	-4.12	-2.09	1.09	28.42	14.75	5.70	30.05	17.87
周期	-2.75	-4.59	-3.67	-3.21	17.71	7.25	-3.84	21.73	8.94
先进制造	-1.07	-1.12	-1.10	-1.23	24.85	11.81	-2.70	34.21	15.75
消费	-1.39	-5.34	-3.36	3.26	21.91	12.59	6.29	30.24	18.26
医药医疗	-0.97	-7.06	-4.01	6.58	21.86	14.22	12.83	23.15	17.99
科技(TMT)	1.13	-4.47	-1.67	1.88	41.56	21.72	8.77	54.83	31.80
金融地产	-1.81	-2.14	-1.98	-4.77	29.21	12.22	0.41	29.83	15.12
中证红利	-1.97	-6.43	-4.20	-3.54	14.31	5.38	-1.77	16.16	7.20

数据来源: Wind, 中航证券研究所整理

表3 预防式降息前后申万一级行业、商品涨跌幅 (单位: %)

	-1M			+1M			+3M		
	2019.7	2024.9	平均	2019.7	2024.9	平均	2019.7	2024.9	平均
农林牧渔(申万)	9.21	-9.82	-0.31	0.83	18.74	9.78	2.91	24.04	13.48
基础化工(申万)	-0.13	-1.43	-0.78	-2.96	19.33	8.18	-1.36	26.42	12.53
钢铁(申万)	-6.39	-6.19	-6.29	-5.72	24.81	9.55	-7.74	33.35	12.80
有色金属(申万)	-6.53	-2.26	-4.39	2.14	21.13	11.63	-5.16	19.13	6.99
电子(申万)	7.03	-7.20	-0.08	4.38	42.60	23.49	13.92	52.29	33.10
家用电器(申万)	-0.83	4.04	1.61	-1.75	18.76	8.50	9.91	20.43	15.17
食品饮料(申万)	-3.93	-9.80	-6.87	8.99	24.40	16.70	9.28	29.16	19.22
纺织服饰(申万)	-4.22	-2.34	-3.28	-1.23	17.31	8.04	-1.52	32.76	15.62
轻工制造(申万)	-3.62	-2.61	-3.11	-1.58	21.19	9.80	1.47	39.28	20.38
医药生物(申万)	-0.87	-6.99	-3.93	6.65	21.51	14.08	12.93	22.72	17.83
公用事业(申万)	-2.54	-7.89	-5.21	-2.40	9.21	3.40	-2.90	11.80	4.45
交通运输(申万)	-2.19	-5.29	-3.74	-3.27	13.42	5.07	-4.14	20.15	8.00
房地产(申万)	-3.02	0.81	-1.11	-6.72	29.35	11.31	-2.05	35.34	16.64
商贸零售(申万)	-5.39	-1.21	-3.30	-1.44	23.09	10.83	-2.15	61.06	29.45
社会服务(申万)	0.31	-2.98	-1.34	1.95	27.89	14.92	-1.14	47.46	23.16
综合(申万)	-3.55	0.28	-1.63	-1.15	24.17	11.51	0.94	56.44	28.69
建筑材料(申万)	-4.44	-6.11	-5.27	-3.51	26.04	11.27	2.88	31.55	17.21
建筑装饰(申万)	-3.29	-9.17	-6.23	-5.69	29.22	11.77	-6.04	39.36	16.66
电力设备(申万)	0.16	0.67	0.41	-1.40	24.58	11.59	-2.04	31.91	14.93
国防军工(申万)	3.58	-6.43	-1.42	4.56	32.41	18.48	-6.98	33.26	13.14
计算机(申万)	-1.65	-0.32	-0.99	3.14	51.08	27.11	9.02	66.53	37.77

传媒(申万)	-2.92	-2.04	-2.48	0.34	29.38	14.86	5.56	55.28	30.42
通信(申万)	-4.24	-3.55	-3.89	-5.31	30.72	12.70	-1.08	43.00	20.96
银行(申万)	-1.16	-6.55	-3.85	-5.66	19.27	6.80	3.65	18.53	11.09
非银金融(申万)	-2.19	2.30	0.05	-3.30	39.79	18.24	-1.63	40.78	19.58
汽车(申万)	-1.78	2.00	0.11	-1.57	17.87	8.15	-2.58	28.73	13.08
机械设备(申万)	-0.53	-2.14	-1.33	-4.63	25.07	10.22	-3.02	38.67	17.83
煤炭(申万)	-2.57	-6.91	-4.74	-5.14	13.76	4.31	-8.07	14.43	3.18
石油石化(申万)	-5.33	-7.29	-6.31	-4.82	11.31	3.25	-0.99	12.78	5.89
环保(申万)	-7.71	-5.75	-6.73	-4.26	25.42	10.58	-4.59	35.51	15.46
美容护理(申万)	0.49	-9.22	-4.36	2.98	31.16	17.07	6.89	33.70	20.29
伦敦金现	0.33	2.07	1.20	6.26	5.89	6.08	5.74	0.60	3.17
黄金(申万)	-6.42	-7.83	-7.13	10.37	16.11	13.24	-7.24	-0.73	-3.98
LME 铜	-2.14	4.65	1.26	-4.64	2.36	-1.14	-1.10	-5.48	-3.29
铜(申万)	-5.88	-2.36	-4.12	-0.88	17.76	8.44	-4.22	6.77	1.28
WTI 原油	-0.99	-8.46	-4.73	-4.98	-3.30	-4.14	-6.74	-2.44	-4.59
综合性石油天然气	-5.39	-6.84	-6.12	-5.79	5.89	0.05	-7.06	4.33	-1.37

数据来源：Wind, 中航证券研究所整理

进一步看，特朗普近期通过解雇美联储理事、施压美联储主席，以实现其更为激进降息的诉求，这导致全球市场对美联储独立性表示担忧，或将进一步推动弱美元、强黄金的大趋势。

联邦公开市场委员会（FOMC）是美联储的主要货币政策制定机构，共设 12 个投票席位，由 8 名“永久投票成员”和 4 名“轮值投票成员”组成。其中，8 名“永久投票成员”分别为联邦储备理事会的全部七名理事和纽约联储行长，4 名“轮值投票成员”从 11 位联邦储备银行行长中轮换。联邦储备理事会的七名理事由总统提名、参议院确认，任期 14 年，不得连任。美联储主席从理事中产生，由总统提名、参议院确认，任期 4 年，可连任。根据《联邦储备法》规定，总统只能“出于正当理由”单方面解雇美联储理事的权力，虽然法律没有明确什么是“正当理由”，但此前它一直被理解为渎职或玩忽职守。

当地时间 8 月 25 日，特朗普宣布解雇美联储理事丽莎·库克（Lisa D. Cook）。现任美联储主席鲍威尔的任期将于 2026 年 5 月 15 日届满。鉴于总统特朗普多次公开表达对鲍威尔强烈不满，鲍威尔大概率不会连任。据路透社 9 月 5 日报道，特朗普称候选名单已缩小至三人，包括现任理事沃勒（Christopher Waller）、白宫国家经济委员会主任哈塞特（Kevin Hassett）及前理事沃什（Kevin Warsh）。

从货币政策立场看，三位候选人均偏鸽。沃勒在 7 月便主张应立即降息，会议上投票反对维持利率不变决策，并在 8 月底警示劳动力市场走弱可能性加剧，支持 9 月降息 25 基点，预计未来 3-6 个月仍有进一步降息。哈塞特则批评美联储在关税与通胀评估上“严重失误”，支持降

息。沃什在担任理事期间以鹰派著称，但今年转向支持降息，认为特朗普对美联储施压是正确的，并批评美联储在降息问题上的犹豫损害了其公信力。

在美联储独立性方面，沃勒强调美联储独立性至关重要，应不受政治干扰行事；哈塞特虽也在近期强调美联储独立性不应受政治力量影响，但作为特朗普的核心幕僚，其能否在实操中保持独立性仍然存疑；沃什虽肯定货币政策独立性重要性，但强调美联储独立性是有限的，且认可特朗普对美联储施压。

三位候选人货币政策立场均偏鸽，强化了市场对未来宽松的预期，在全球关税战背景下，未来三人无论谁当选美联储主席，美国经济或将再通胀甚至滞涨，并或将推升全球资源品价格。三人核心差异在于对美联储独立性的态度。沃勒更强调维持政策独立，在降息节奏上较为谨慎，若其当选，利率路径或仍主要由经济基本面驱动。而哈塞特与沃什相较而言更加可能迎合特朗普的政策意图，尤其是沃什，则未来降息节奏可能更快，并引发市场对美联储和美元的信用担忧，资源品价格上涨同时，黄金或最为受益。

目前政策预测网站显示，市场预测沃勒在三人中获胜的概率明显更高。Polymarket 政治预测网站中关于谁将被特朗普提名为下一任美联储主席的预测中，自 8 月以来沃勒领先优势明显。截至北京时间 9 月 12 日，三位候选人中目前沃勒获 31% 支持率，而哈塞特与沃什目前均为 14%。

图3 政治预测网站中，关于特朗普将提名谁作为下一任美联储主席的情况



资料来源：Polymarket，中航证券研究所整理（注：数据截至 2025 年 9 月 12 日 21: 33）

综上，9 月美联储若重启降息周期，此后三个月恒生科技或更为受益，对 A 股相对更利好小盘、成长风格，科技板块有望跑赢。但与以往不同点在于，全球关税战下，本轮美联储降息或仍具备持续性，这或将引发滞涨，资源品或正在酝酿牛市。同时，市场或将进一步关注美联储独立性风险，黄金作为替代美元的重要配置资产，将迎来新一轮做多窗口。

中航证券军工组认为，抛开短期市场情绪扰动，军工行业的长期逻辑依旧坚实且清晰。行业的核心驱动力源于“把人民军队建成世界一流军队”这一战略定性，这构成 2027、2035、2050 年三阶段目标的底层逻辑，标志着军工又一个黄金时代的序幕开启。在这一战略指引下，军工行业或将彻底告别此前单纯依靠事件驱动的周期性波动模式。

在此，“大军工”及新质新域领域为传统军工行业带来的市场增量及估值空间的提升。尤其是“大军工”方面，随着政策、技术、资本等众多方面的支持，低空经济、商业航天等领域在“十五五”期间内，将开始进行从“1”到“100”的快速发展。综合来看，在市场对军工的“强预期”作用下，军工板块的估值水平已经较 2024 年底提升至一个新阶段。军工板块当前正处于一个向上空间广阔、向下有底的状态，短期急涨的子领域和个股或有波动风险，但结构性深度调整的可能性相对较低。

投资建议：

往后看，9月缺乏政策发力时间窗口，A股整体或仍处于震荡阶段。“反内卷”政策逐步见效，中期牛市方向不变。9月以来市场轮动有所提速，符合日历效应，或将延续。相比之下，美联储重启降息周期和独立性风险更受到全球市场关注，中期看，资源品或正在酝酿牛市，黄金作为替代美元的重要配置资产，将迎来新一轮做多窗口。

风险提示：

- 1.国内政策推行不及预期；
- 2.地缘政治事件超预期；
- 3.海外流动性宽松不及预期；

公司的投资评级如下：

买入：未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅 10%以上。
增持：未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅 5%~10%之间。
持有：未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅-10%~+5%之间。
卖出：未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

行业的投资评级如下：

增持：未来六个月行业增长水平高于同期沪深 300 指数。
中性：未来六个月行业增长水平与同期沪深 300 指数相若。
减持：未来六个月行业增长水平低于同期沪深 300 指数。

研究团队介绍汇总：

中航证券策略团队：站在总量研究的高度，以大类资产配置作为基础进行 A 股策略研究。研究方向涉及量化、固收、商品、外汇等。输出观点立足买方思维，对实际投资更具指导意义。

销售团队：

陈艺丹, 18611188969, chenyd@avicsec.com, S0640125020003
李裕淇, 18674857775, liyuq@avicsec.com, S0640119010012
李友琳, 18665808487, liyoul@avicsec.com, S0640521050001
李若熙, 17611619787, lirx@avicsec.com, S0640123060013

分析师承诺：

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，再次申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示：投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

免责声明：

本报告由中航证券有限公司（已具备中国证券监督管理委员会批准的证券投资咨询业务资格）制作。本报告并非针对意图送发或为任何就送发、发布、可得到或使用本报告而使中航证券有限公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使中航证券受制于法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示，否则此报告中的材料的版权属于中航证券。未经中航证券事先书面授权，不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复印本给予任何其他人。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用，并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其他金融票据的邀请或向他人作出邀请。中航证券未有采取行动以确保于本报告中所指的证券适合个别的投资者。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议，而中航证券不会因接受本报告而视他们为客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被中航证券认为可靠，但中航证券并不能担保其准确性或完整性。中航证券不对因使用本报告的材料而引致的损失负任何责任，除非该等损失因明确的法律或法规而引致。投资者不能仅依靠本报告以取代行使独立判断。在不同时期，中航证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告仅反映报告撰写日分析师个人的不同设想、见解及分析方法。为免生疑，本报告所载的观点并不代表中航证券及关联公司的立场。

中航证券在法律许可的情况下可参与或投资本报告所提及的发行人的金融交易，向该等发行人提供服务或向他们要求给予生意，及或持有其证券或进行证券交易。中航证券于法律容许下可于发送材料前使用此报告中所载资料或意见或他们所依据的研究或分析。

联系地址：北京市朝阳区望京街道望京东园四区 2 号楼中航产融大厦中航证券有限公司

公司网址：www.avicsec.com

联系电话：010-59219558

传 真：010-59562637