

海外周报 20250914

9月FOMC前瞻：降息已成定局，关注点阵图指引与美联储独立性

2025年09月14日

证券分析师 芦哲

执业证书：S0600524110003

luzhe@dwzq.com.cn

证券分析师 张佳炜

执业证书：S0600524120013

zhangjw@dwzq.com.cn

证券分析师 韦祎

执业证书：S0600525040002

weiy@dwzq.com.cn

研究助理 王茁

执业证书：S0600124120013

wangzhuo@dwzq.com.cn

■ **核心观点：**本周大幅下修的非农就业与温和的通胀数据令9月降息基本“板上钉钉”，美股上行；但提前“抢跑”的降息预期令美债利率下行幅度有限，10年期美债利率降0.99bps至4.064%。本周四公布的美国8月CPI数据除核心环比其余均符合预期。从结构上看，核心商品中对关税更敏感，6、7月大幅上涨的家具、服饰、休闲商品在本次表现不佳，进一步强化了“关税的冲击是一次性”的论点。本月发布的大幅不及预期的新增非农、大幅下修的非农就业总数和较为温和的通胀数据令当前市场充分定价美联储9月25bps的降息。向前看，由于特朗普新提名的美联储理事米兰将参加本次FOMC会议，因此预计公布的点阵图将出现更鸽派的点阵图指引，2025年全年降息次数的指引将在2次和3次之间角逐。此外由于明年3月所有地方联储主席都将经过美联储理事会批准，开启新的5年任期，因此理事会中“特朗普派”的成员数量的增加也将进一步加剧市场对美联储独立性的担忧。

■ **大类资产：**大幅下修的非农就业与温和的通胀数据令9月降息基本“板上钉钉”，美股上行；但提前“抢跑”的降息预期令美债利率下行幅度有限。本周发布的非农就业年度修正数据下修幅度大超预期，叠加意外转负的PPI环比和基本符合预期的CPI数据令9月降息基本“板上钉钉”，美股因此再度上行。但由于此前降息预期已处在高位，因此美债利率下行幅度有限，短端美债利率甚至不降反升。整体来看，全周（9月8日至9月12日）10年期美债利率降0.99bps至4.064%，2年期美债利率升4.64bps至3.555%，美元指数降0.22%至97.55；标普500、纳斯达克指数分别收涨1.59%、2.03%；现货黄金价格收涨1.57%至3643美元/盎司。

■ **海外经济：**非农就业修正与首申失业金人数显示劳务市场存在持续走弱的风险。**景气指数方面**，美国9月密歇根大学调查消费者信心指数初值55.4，预期58，前值58.2；1年通胀预期初值4.8%，预期4.8%，前值4.8%；5年通胀预期初值3.9%，预期3.4%，前值3.5%。**劳务市场方面**，美国年度（基期为2025年3月）非农总就业人数下修91.1万，预期下修68.2万，为1979年以来最大下修幅度；截至9月6日美国周度首申失业金人数录得26.3万，预期23.5万，前值由23.7万下修至23.6万。**通胀方面**，美国8月PPI环比-0.1%，预期0.3%，前值由0.9%下修至0.7%；核心环比-0.1%，预期0.3%，前值由0.9%下修至0.7%。从结构上看，贸易服务PPI环比拉动率由0.221%跌至-0.335%，是最大的负贡献项。**增长方面**，截至9月10日，亚特兰大联储GDPNow模型对25Q3美国GDP最新预测值为+3.1%；截至9月12日，纽约联储Nowcast模型对25Q3美国GDP预测值为+2.08%。

■ **美国8月CPI：**基本符合预期，关税冲击影响渐弱。本周四公布的美国8月CPI同比+2.9%，预期+2.9%，前值+2.7%；环比+0.4%，预期+0.3%，前值+0.2%。核心同比+3.1%，预期+3.1%，前值+3.1%；核心环比+0.3%，预期+0.3%，前值+0.3%。数据公布后，市场押注降息加码，美债利率与美元指数下降，黄金、美股与美铜上涨。**从结构上看**，①核心商品中对关税更敏感，6、7月大幅上涨的家具、服饰、休闲商品在本次表现不佳，进一步强化了“关税的冲击是一次性”的论点。②高利率环境下美国房价保持低位震荡，这意味着居住通胀未来的趋势亦是低位震荡，而本期居住通胀的主要分项自住房折算OER和租金RPR的反弹更像是震荡趋势中的“插曲”。③剔除掉机票酒店后的超核心通胀本次基本没有增长，反映出需求的疲软，也与近期劳务市场的下行相对应。**向前看**，在不同通胀环比中枢路径下，未来2个月美国CPI、核心CPI同比增速大概率延续反弹。美联储即将重启的降息周期也意味着未来通胀的上行压力将再度加大，但增长放缓与劳务市场走弱俨然已经成为美联储当前更为担心的内容。

相关研究

《M2增速或见顶——2025年8月金融数据点评》

2025-09-13

《9月FOMC前看点：非农校准与8月通胀》

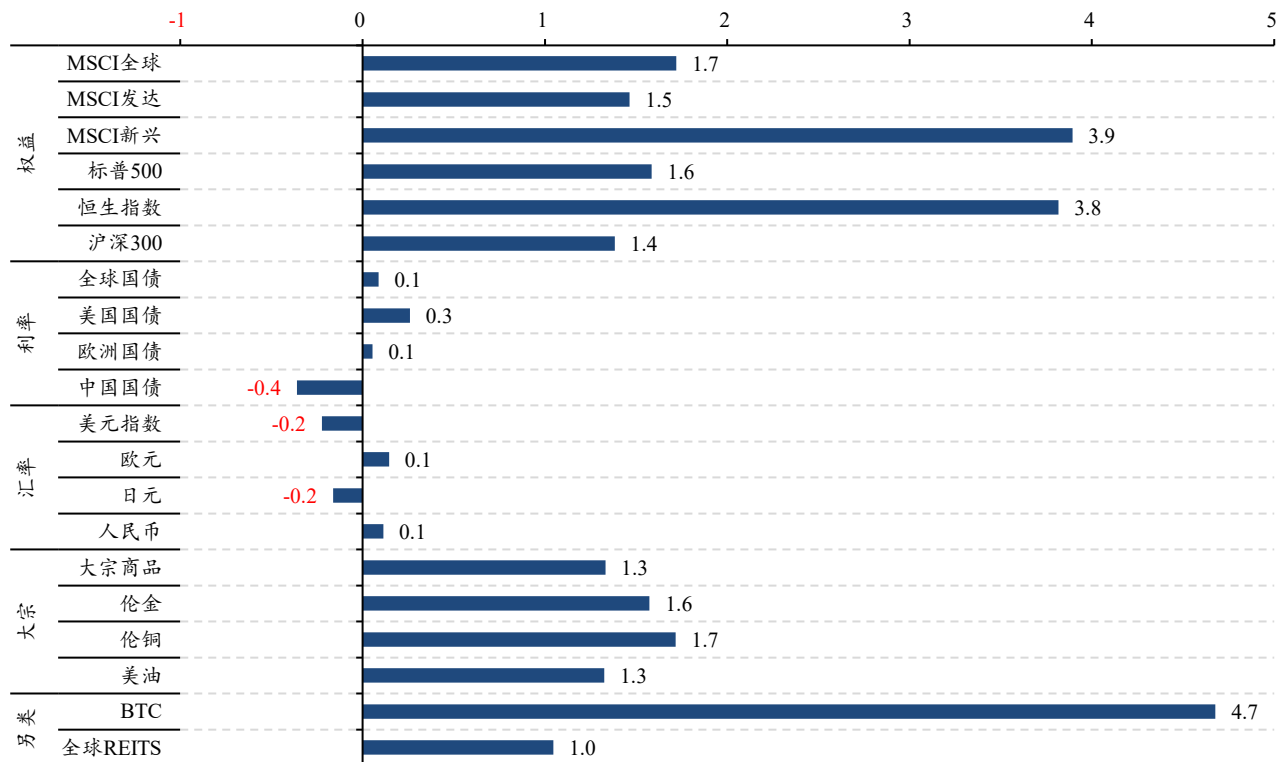
2025-09-07

■ 9 月 FOMC 前瞻：降息已成定局，关注点阵图指引与美联储独立性。

本周 9 月 FOMC 会议前所有重要的经济数据已全部发布，大幅不及预期的新增非农、大幅下修的非农就业总数和较为温和的通胀数据令当前市场充分定价美联储 9 月 25bps 的降息。截至最新联邦基金期货市场预期 9 月降息 1.04 次/26.1bps，全年降息 2.81 次/70.3bp。因此下周的 FOMC 会议应更加关注点阵图对未来的降息指引。此前特朗普提名美联储新理事米兰已于 9 月 10 日通过参议院银行委员会提名，并将于 9 月 16 日由参议院全体投票表决。由于目前参议院多数席位仍由共和党控制，因此米兰以理事身份参与 9 月 17 日的 FOMC 会议已无大碍。这也意味着 9 月 FOMC 公布的点阵图将出现更鸽派的点阵图指引。预计对 2025 年全年降息次数的指引将在 2 次和 3 次之间角逐，而考虑到 2026 年 5 月美联储新主席上台后，7 名美联储理事将可能有 4 人来自特朗普提名，2026 年的降息指引可能因此更加鸽派。由于明年 3 月所有地方联储主席都将经过美联储理事会批准，开启新的 5 年任期，因此理事会中“特朗普派”的成员数量的增加也将进一步加剧市场对美联储独立性的担忧。

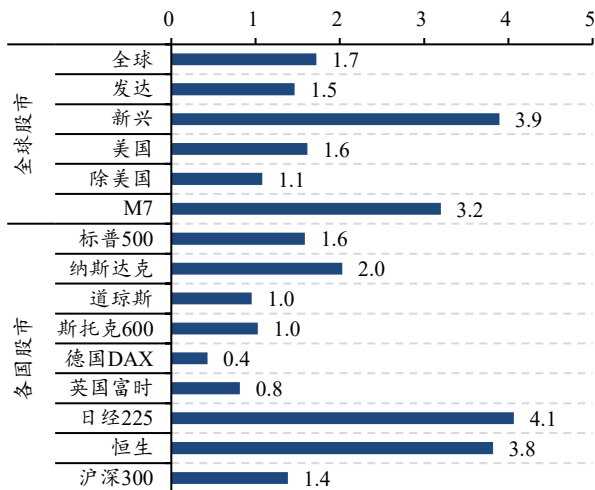
■ 风险提示：特朗普政策超预期；美联储降息幅度过大引发通胀反弹甚至失控；美联储维持高利率水平时间过长，引发金融系统流动性危机。

图1: 过去一周全球大类资产回报率



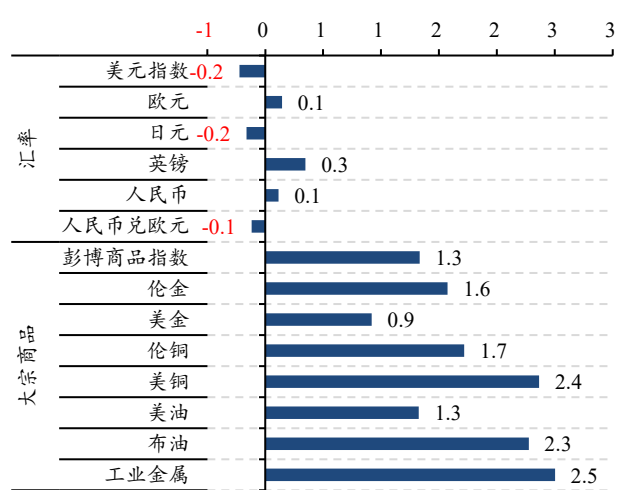
数据来源: 彭博、东吴证券研究所; 单位%, 利率为彭博美债指数, 汇率为对美元升值幅度

图2: 过去一周全球股市回报率



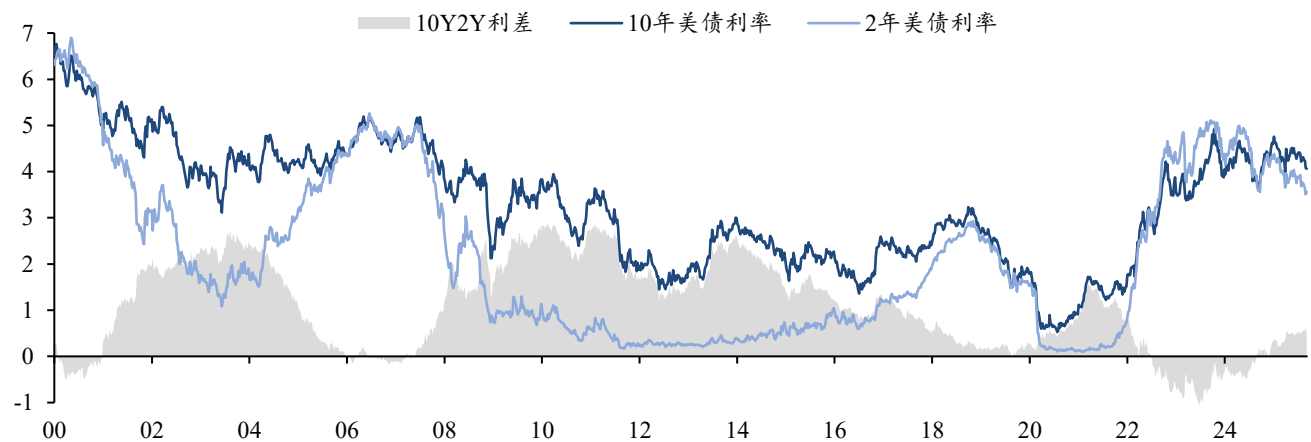
数据来源: 彭博、东吴证券研究所; 单位%

图3: 过去一周汇率与大宗商品回报率



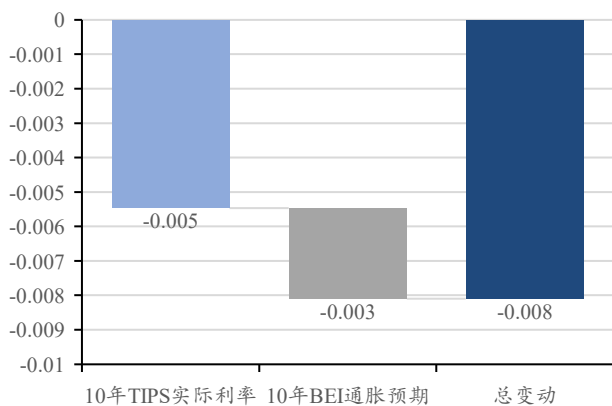
数据来源: 彭博、东吴证券研究所; 单位%

图4: 10年、2年美债利率与利差



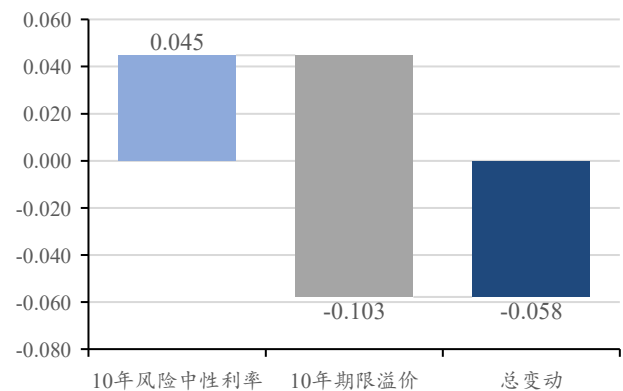
数据来源: 彭博、东吴证券研究所; 横轴单位为年份后两位, 下同; 纵轴单位%

图5: 10年美债利率周度变动及贡献度拆分 (风险中性利率与期限溢价视角)



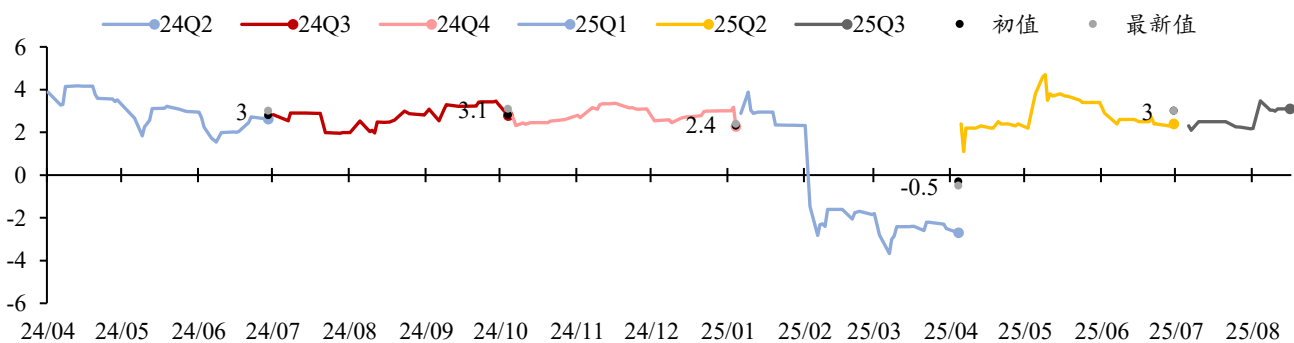
数据来源: 彭博、东吴证券研究所; 单位%

图6: 10年美债利率周度变动及贡献度拆分 (实际利率与通胀预期视角)



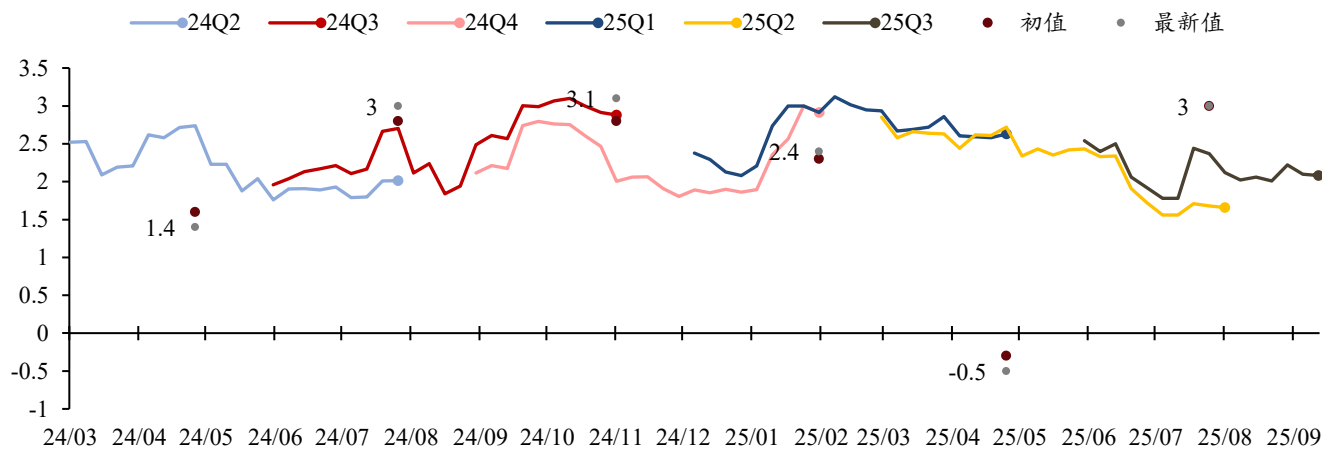
数据来源: 彭博、东吴证券研究所; 单位%

图7: 亚特兰大联储 GDPNow 模型对最近 6 个季度美国 GDP 实时预测值 vs 实际值



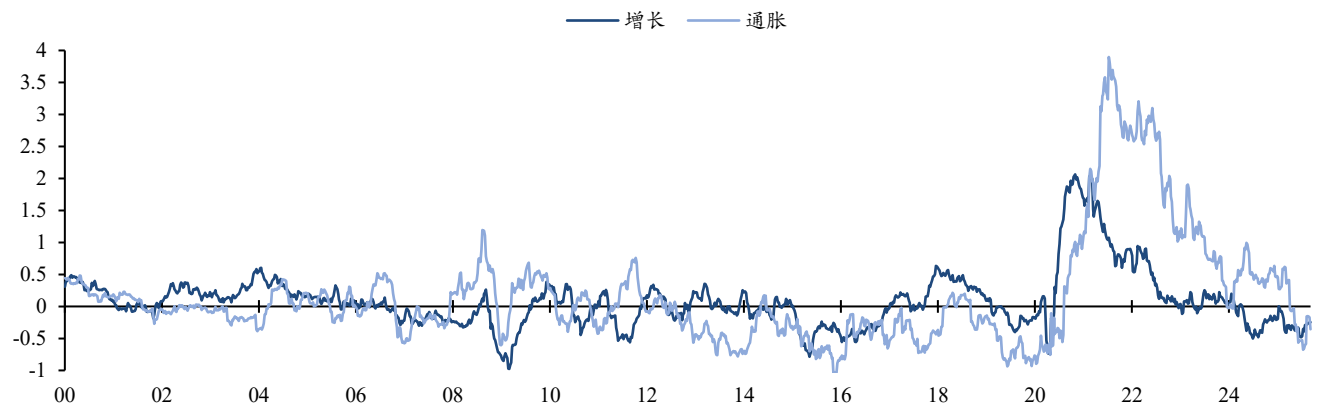
数据来源: 彭博、东吴证券研究所; 纵轴单位%, 季调环比年率

图8: 纽约联储 Nowcasting 模型对最近五个季度美国 GDP 实时预测值 vs 实际值



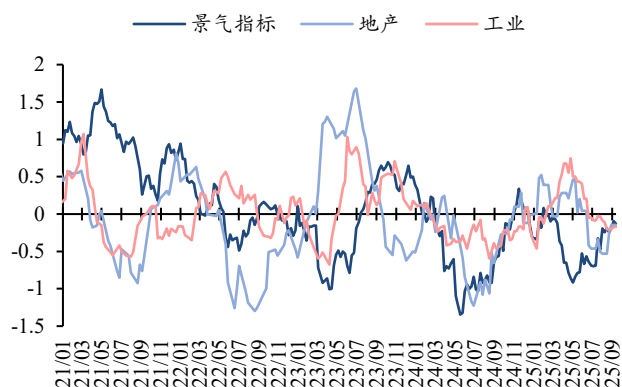
数据来源: 彭博、东吴证券研究所; 纵轴单位%, 季调环比年率

图9: 美国经济意外指数增长与通胀分项



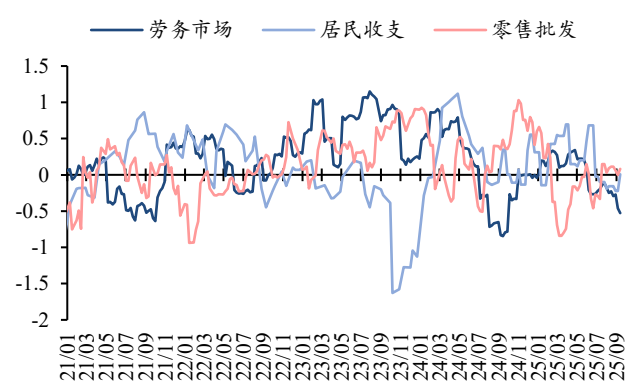
数据来源: 彭博、东吴证券研究所; 纵轴单位%, 季调环比年率

图10: 美国经济意外指数企业部门分项



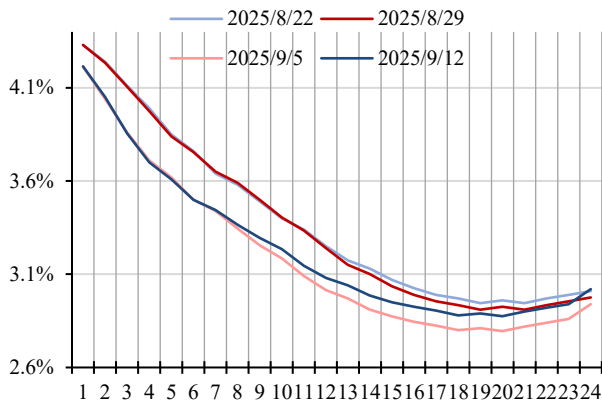
数据来源: 彭博、东吴证券研究所

图11: 美国经济意外指数家庭部门分项



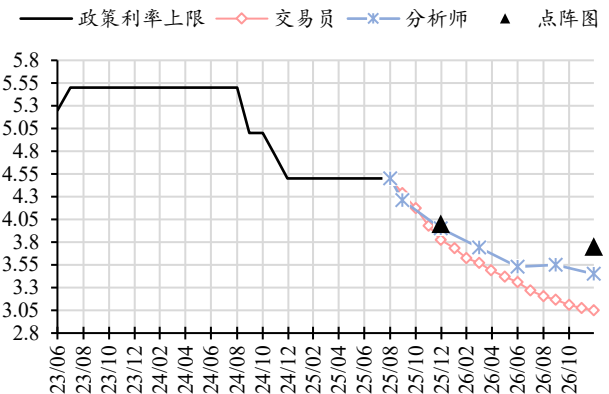
数据来源: 彭博、东吴证券研究所

图12: 联邦基金期货隐含未来 24 个月政策利率



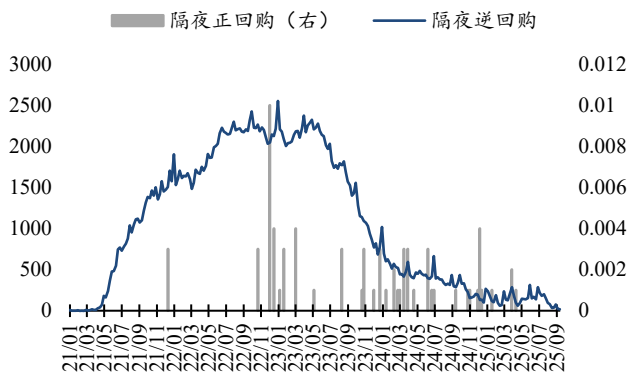
数据来源: 彭博、东吴证券研究所

图13: 各方对美国政策利率路径预测



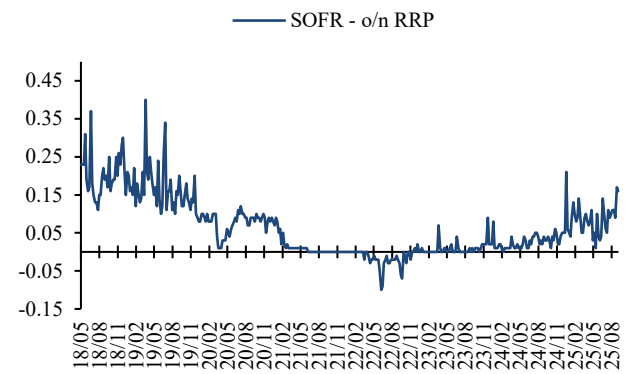
数据来源: 彭博、东吴证券研究所; 单位%

图14: 纽约联储每日回购情况



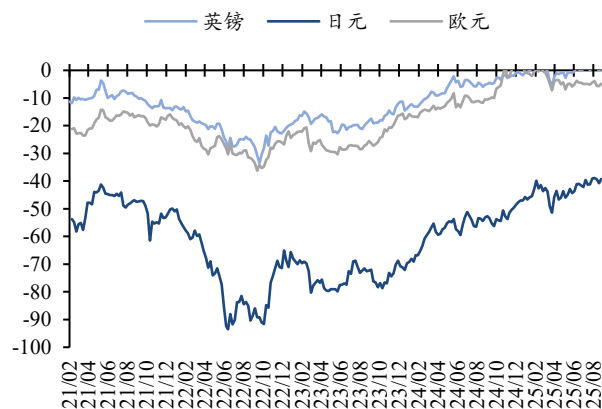
数据来源: 彭博、东吴证券研究所; 单位十亿美元

图15: 美国 SOFR 与 o/n RRP 利差



数据来源: 彭博、东吴证券研究所; 单位 bps

图16: 主要货币互换掉期点差



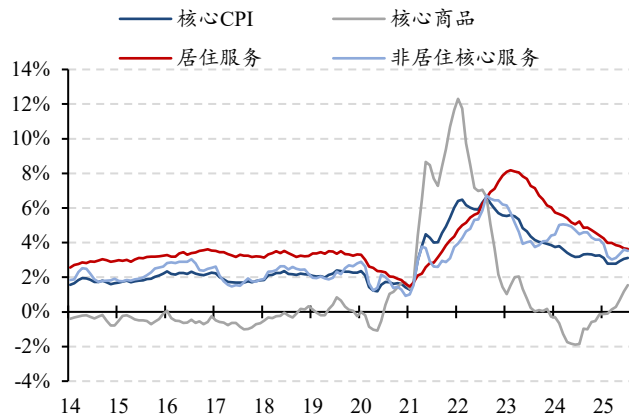
数据来源: 彭博、东吴证券研究所; 单位 bps

图17: 彭博金融条件指数



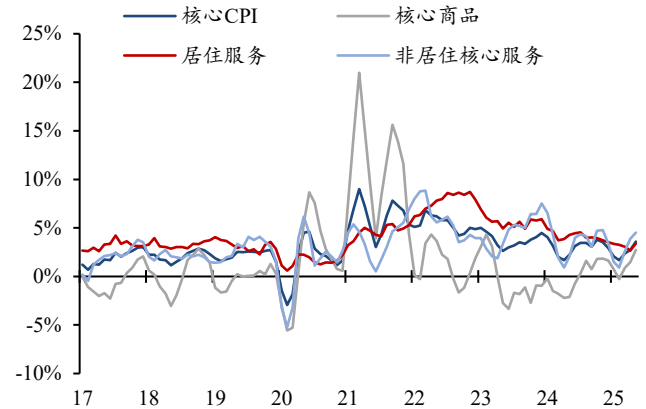
数据来源: 彭博、东吴证券研究所

图18: 美国核心 CPI 及三大分项同比增速



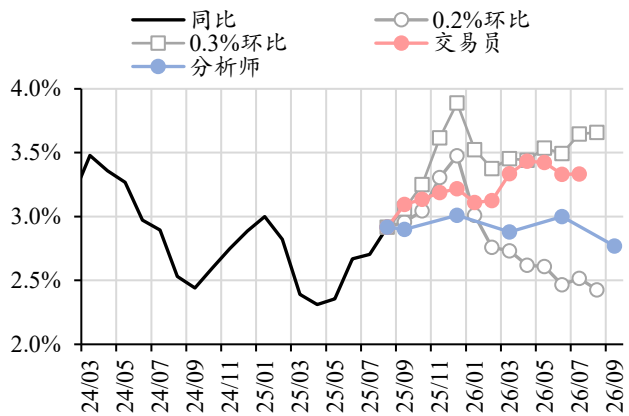
数据来源: 彭博、东吴证券研究所

图19: 美国核心 CPI 及三大分项环比三个月均年率



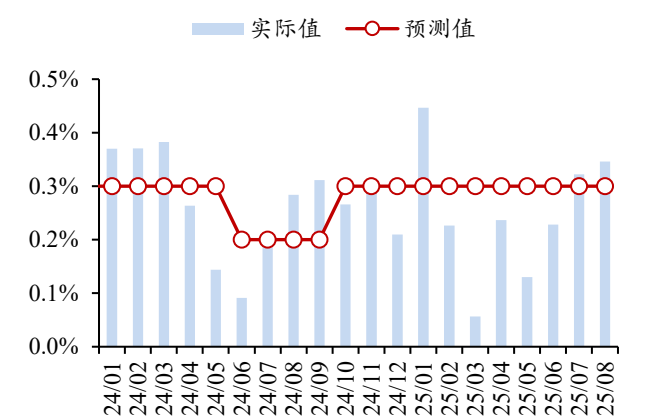
数据来源: 彭博、东吴证券研究所

图20: 研究机构对 2025-26 年各月美国 CPI 同比预测



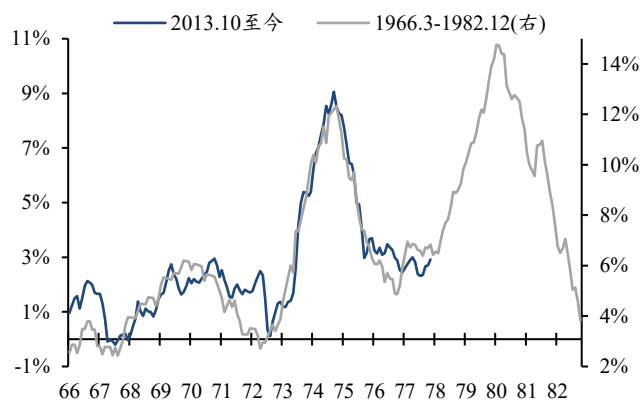
数据来源: 彭博、东吴证券研究所

图21: 分析师对美国核心 CPI 环比增速预期



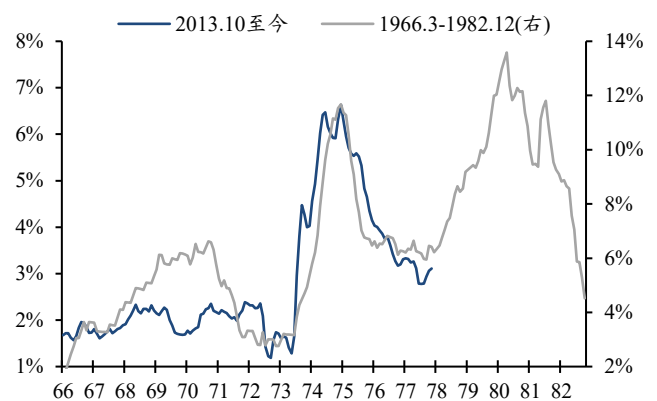
数据来源: 彭博、东吴证券研究所

图22: 本轮与 1970s 大滞胀美国 CPI 同比增速比较



数据来源: 彭博、东吴证券研究所

图23: 本轮与 1970s 大滞胀美国核心 CPI 同比增速比较



数据来源: 彭博、东吴证券研究所

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5%以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准-5%与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5%以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>