

9月FOMC前看点：非农校准与8月通胀

2025年09月07日

■ **核心观点：**本周全面降温的美国就业数据令9月降息几无悬念，降息交易带动美债收益率降至4月以来的低位。而叠加欧元区财政担忧引发的国债市场动荡，黄金价格在本周迎来两轮大涨，突破3600美元/盎司关口、再创新高。下周关注美国非农就业数据年度校准，以及8月PPI、CPI数据，二者将决定9月FOMC会议的基调，即9月降息幅度以及点阵图指引的年内降息空间。基准情形下，预计9月降息25bps，点阵图指引全年额外1-2次降息。但近期密集的就业与通胀数据令市场波动性加大，全年降息预期仍存在调整空间。

■ **大类资产：**财政担忧、避险情绪与降息预期推动黄金大涨、再创新高；降息交易令美债收益率大跌。本周，先后受欧洲国债市场动荡、美联储降息交易两股因素拉动，伦敦现货黄金突破3600美元/盎司关口，再创新高。前半周，对政局和财政前景的担忧引致英债收益率飙升，30年期英国国债收益率创1998年以来新高，英镑单日贬值逾1%；避险情绪的蔓延令法、德等欧元区多国国债收益率飙升，黄金大涨。与此同时，本周陆续公布的美国就业数据普遍降温，周五非农就业再度遇冷，令市场完全定价9月降息，并推动黄金上涨、美元与美债收益率大跌；美股则受大幅走弱的非农数据影响，先因“坏消息是好消息（非农差→降息→软着陆）”而高开，随后切换至“坏消息是坏消息（非农差→降息→仍不能缓解经济压力）”并下跌。全周（9月1日至9月5日）来看，10年期美债利率降15.4bps至4.07%，2年期美债利率降10.8bps至3.51%，均为4月以来新低；标普500、纳斯达克指数分别收涨0.3%、1.1%；现货黄金价格大涨4%至3586.7美元/盎司。

■ **海外经济：**美国就业供需双弱、全面降温，9月降息几无悬念。本周公布的美国景气数据喜忧参半，就业数据则进一步降温。**景气指数方面**，8月美国ISM制造业PMI录得48.7，略逊于预期的49，好于前值的48；其中，新订单指数升至51.4，前值47.1；价格指数降至63.7，前值64.8。ISM服务业PMI升至52，预期51，前值50.1；其中，新订单升至56，前值50.3。**就业数据方面**，本周公布的周度首申失业金、职位空缺、ADP就业数据均差于预期，周五公布的非农就业数据更是进一步走弱：8月新增非农2.2万，预期7.5万，前两月累计下修2.1万，修正后的6月新增非农由初值的14.7万下调至-1.3万，为2021年以来首次转负。失业率4.324%，预期4.3%，前值4.248%。且从数据结构来看，行业结构、3个月均趋势、扩散指数等均走弱，鲍威尔所称“就业的下行风险”突显。而劳务市场供需双弱的局面导致非农的走弱程度较失业率的走高程度更明显。**总量方面**，截至9月4日，亚特兰大联储GDPNow模型对25Q3美国GDP最新预测值为+3.0%；截至9月5日，纽约联储Nowcast模型对25Q3美国GDP预测值为+2.1%。

■ **非农年度校准与8月CPI前瞻：**就业与通胀的变数将决定9月FOMC会议基调。**就业数据方面**，北京时间9月9日22点，BLS将根据当日公布的25Q1美国季度就业与薪资普查数据（QCEW）对非农数据进行年度初步校准，然后将在2026年2月进行最终校准。QCEW中的失业税收记录为普查数据，覆盖97%的企业，相较于月度的非农问卷调查覆盖面更广、客观性更高。2024年8月，BLS将2024年3月的非农总就业人数下修81.8万，为1979年以来第二大下修，一定程度上促成了2024年9月美联储50bps的降息。根据已公布的24Q2-24Q4的QCEW数据，非农或被高估85.7万，而考虑到一季度QCEW数据一般会有所改善，预期50万以上的下修幅度可能令市场加码押注就业的疲软。**通胀数据方面**，北京时间9月10日20:30，BLS将公布美国8月PPI数据。7月大超预期的美国PPI曾一度令关税对通胀的上行风险再度引发市场关注，而此次PPI数据在CPI数据之前公布，将给8月CPI数据一定的指引。9月11日20:30，BLS将公布美国8月CPI数据。①当前彭博分析师一致预期8月CPI/核心CPI环比+0.3%，前值+0.2%/+0.3%，同比+2.9%/+3.1%，前值+2.7%/+3.1%；②美联储Inflation Nowcasting预

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 韦伟

执业证书：S0600525040002

weiy@dwzq.com.cn

研究助理 王茁

执业证书：S0600124120013

wangzhuo@dwzq.com.cn

相关研究

《9月FOMC前的主角团——2025年8月美国非农就业数据点评》

2025-09-06

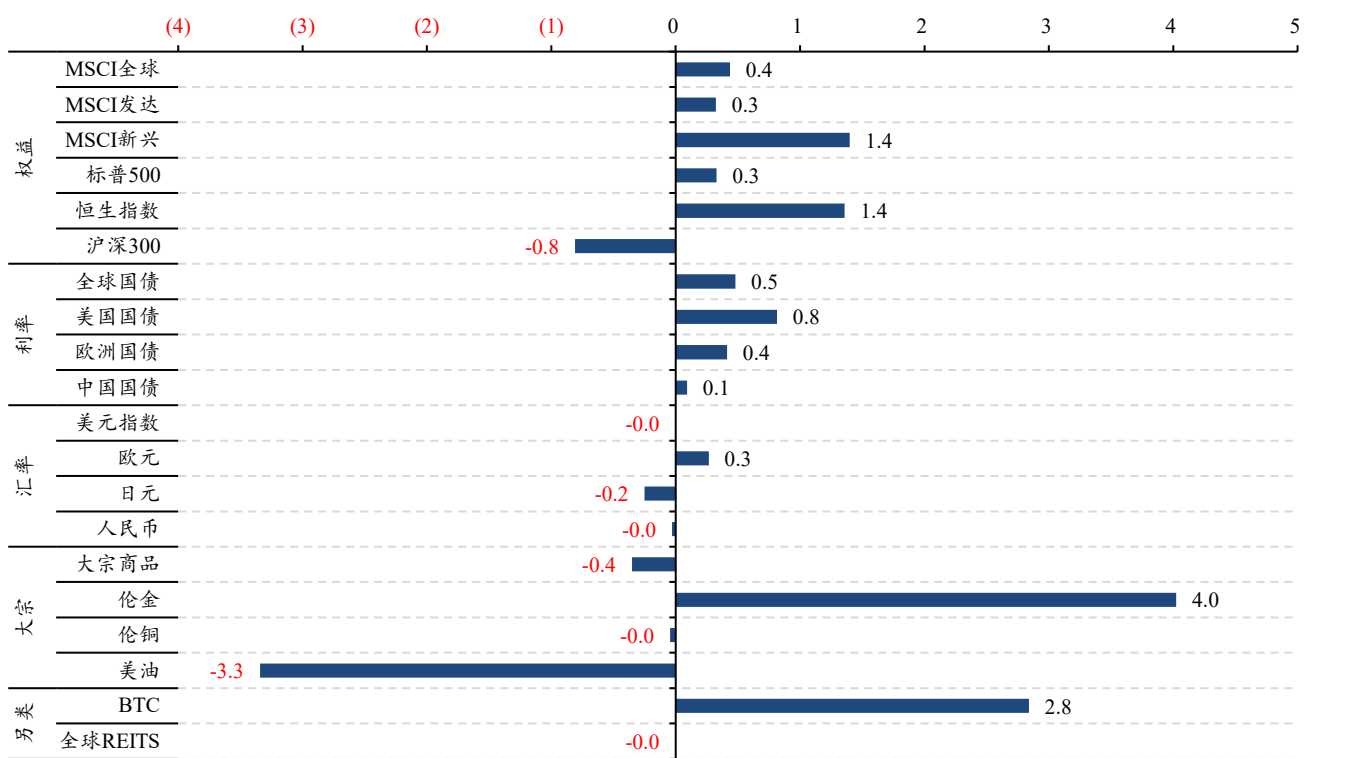
《每周宏观经济和资产配置研判——20250902》

2025-09-02

测 8 月 CPI/核心 CPI 环比+0.3%/+0.25%，同比+2.84%/+3.05%；③交易员预期 8 月 CPI 同比+2.9%，环比+0.31%。**整体来看**，市场各方预期 8 月核心 CPI 环比保持在+0.3%左右的温和但仍有黏性的路径，即认为关税对核心 CPI 的影响将逐步显现、但幅度相对温和。**向前看**，根据论文<Tracking the Short-Run Price Impact of U.S. Tariffs>截至 8 月 31 日的数据，高频数据显示自 8 月 20 日以来，美国商品价格经历了一次性的显著下行，近期仅略有反弹。综合来看，考虑到特朗普的“对等关税 2.0”于 8 月 7 日起开始生效，8 月进口商品价格对核心商品通胀的影响预计将进一步显现；而另一方面，美国就业数据的进一步走弱显示国内需求延续下行，对工资通胀乃至服务通胀也施加了下行压力，一定程度上或可对冲关税对核心通胀的上行影响。**对于市场策略而言**，由于全年降息预期接近 3 次、已较为乐观，这意味着通胀超预期的风险大于通胀不及预期的风险。

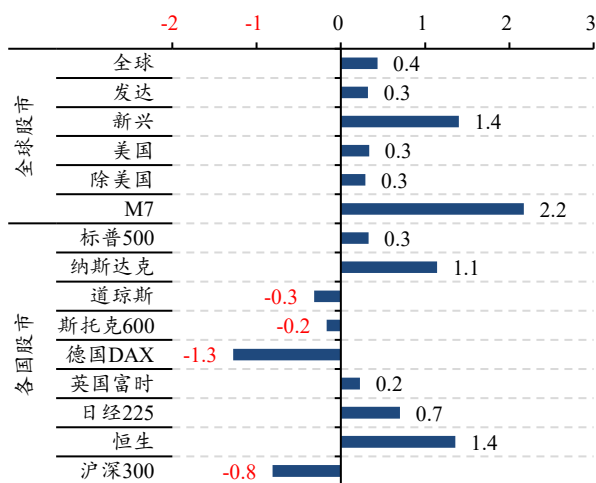
- **风险提示：**特朗普政策超预期；美联储降息幅度过大引发通胀反弹甚至失控；美联储维持高利率水平时间过长，引发金融系统流动性危机。

图1：过去一周全球大类资产回报率



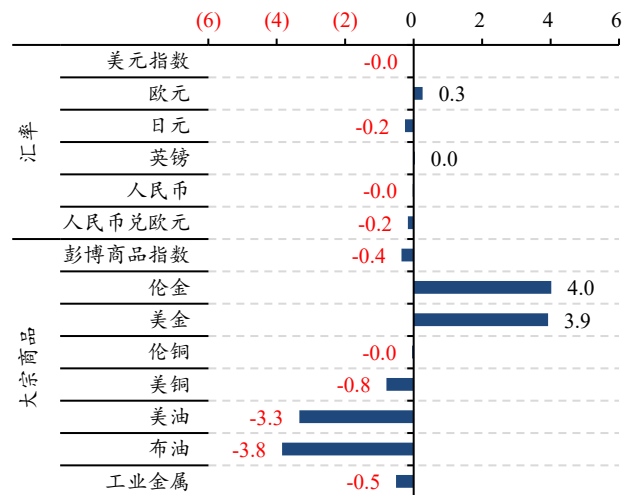
数据来源：彭博、东吴证券研究所；单位%，利率为彭博美债指数，汇率为对美元升值幅度

图2：过去一周全球股市回报率



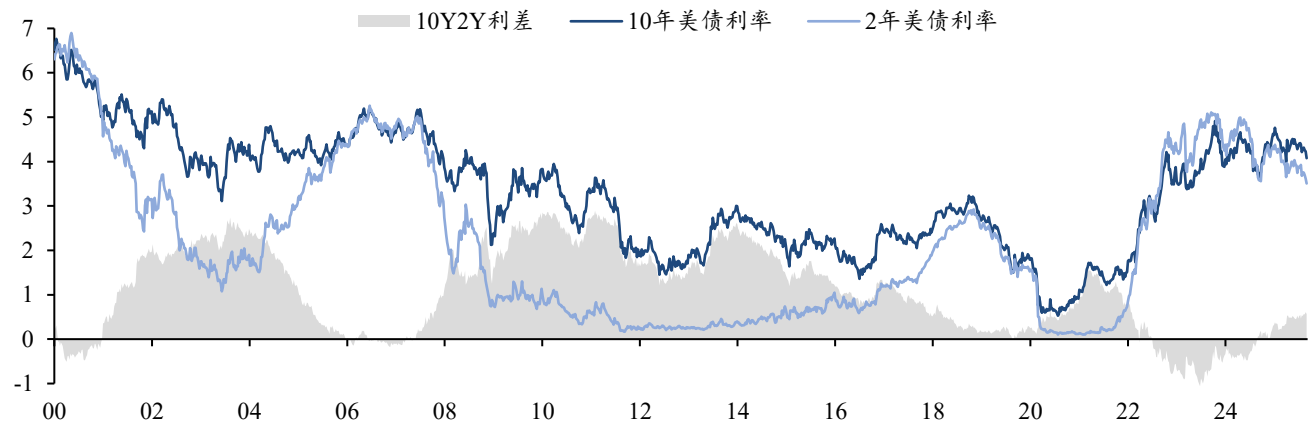
数据来源：彭博、东吴证券研究所；单位%

图3：过去一周汇率与大宗商品回报率



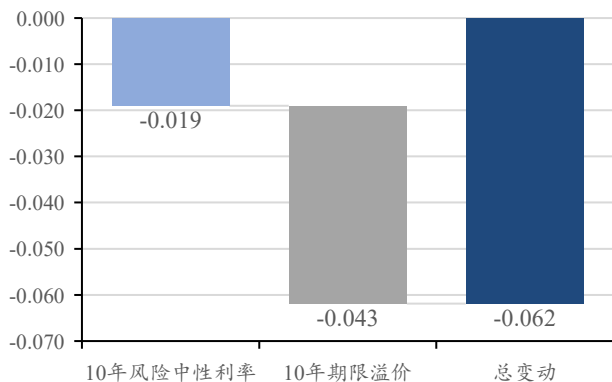
数据来源：彭博、东吴证券研究所；单位%

图4: 10年、2年美债利率与利差



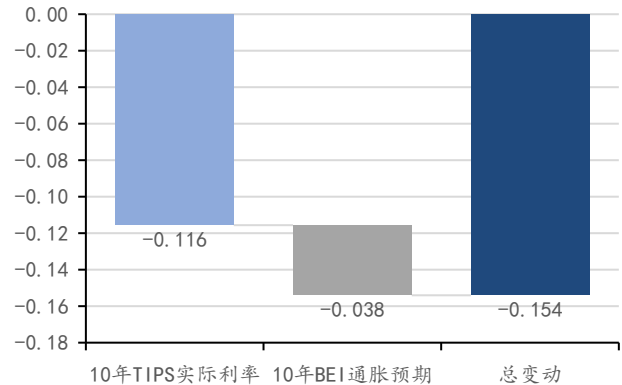
数据来源: 彭博、东吴证券研究所; 横轴单位为年份后两位, 下同; 纵轴单位%

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)



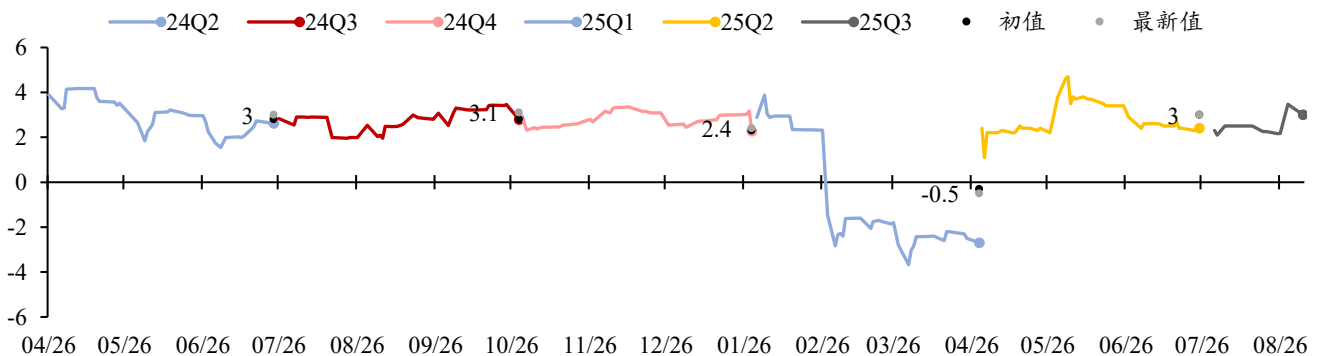
数据来源: 彭博、东吴证券研究所; 单位%

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)



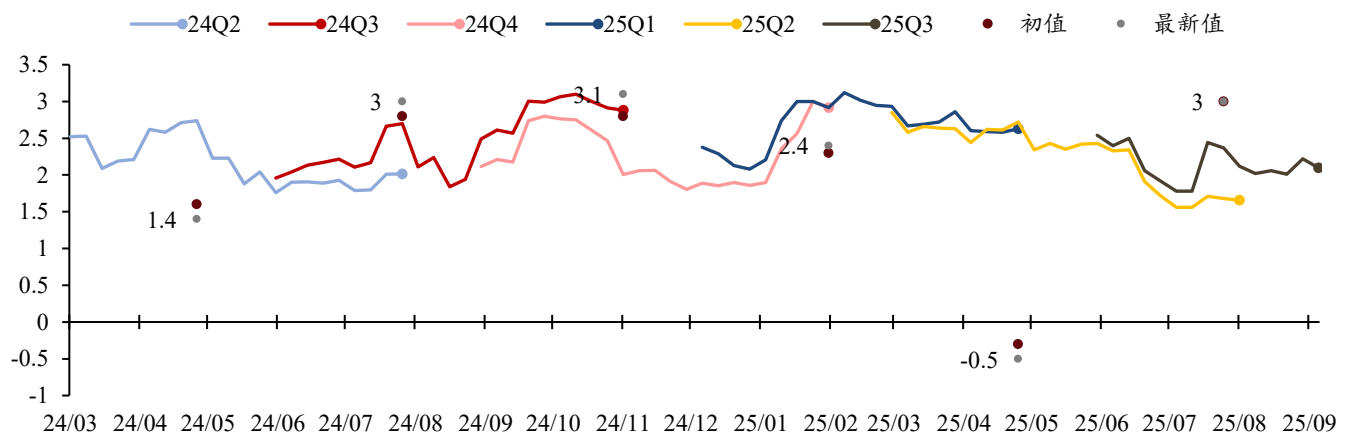
数据来源: 彭博、东吴证券研究所; 单位%

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



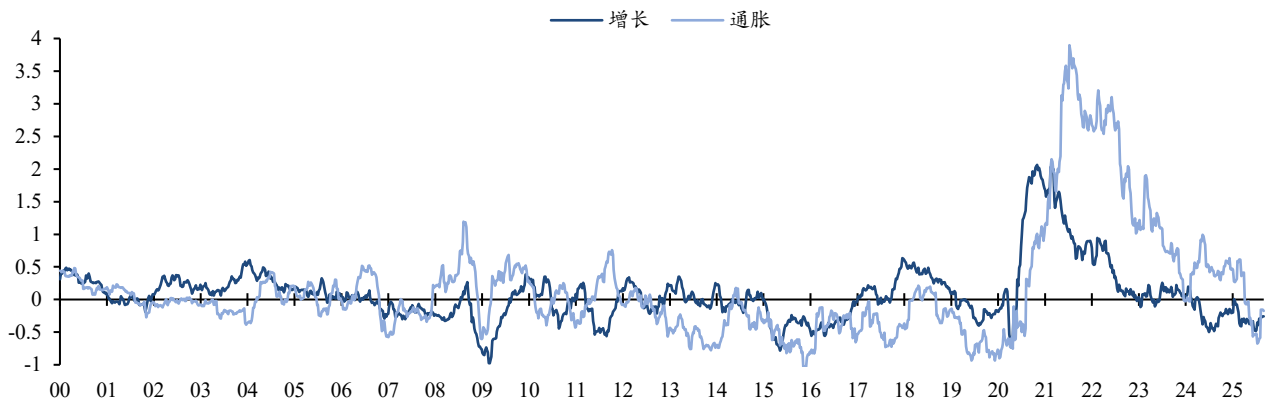
数据来源: 彭博、东吴证券研究所; 纵轴单位%, 季调环比年率

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



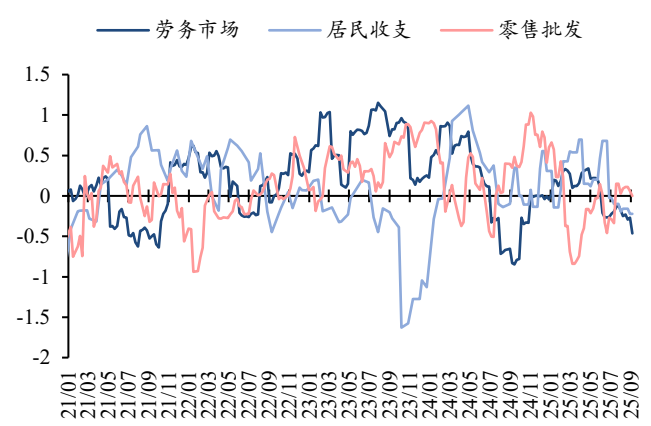
数据来源：彭博、东吴证券研究所；纵轴单位%，季调环比年率

图10: 美国经济意外指数企业部门分项



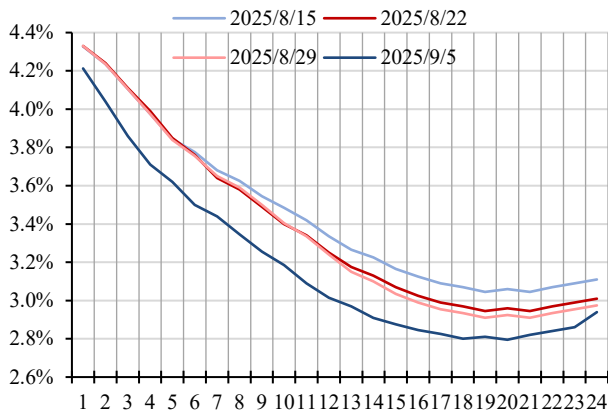
数据来源：彭博、东吴证券研究所

图11: 美国经济意外指数家庭部门分项



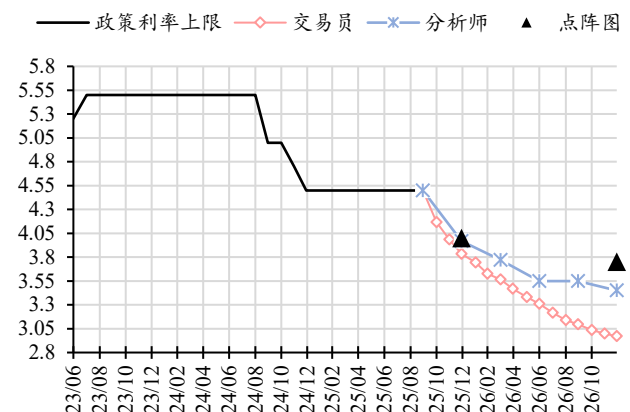
数据来源：彭博、东吴证券研究所

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



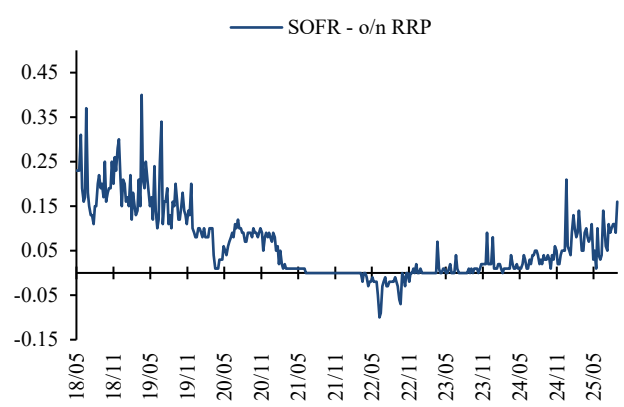
数据来源: 彭博、东吴证券研究所; 单位%

图14: 纽约联储每日回购情况



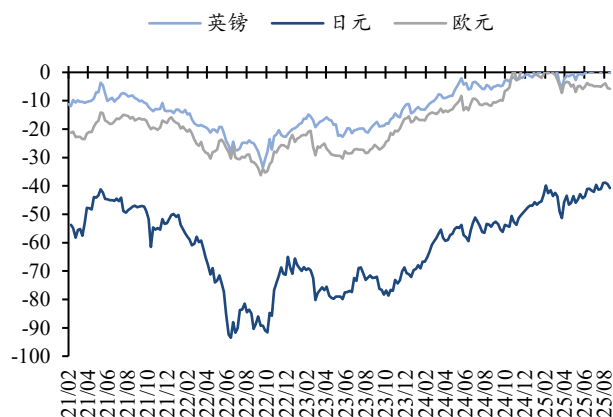
数据来源: 彭博、东吴证券研究所; 单位十亿美元

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



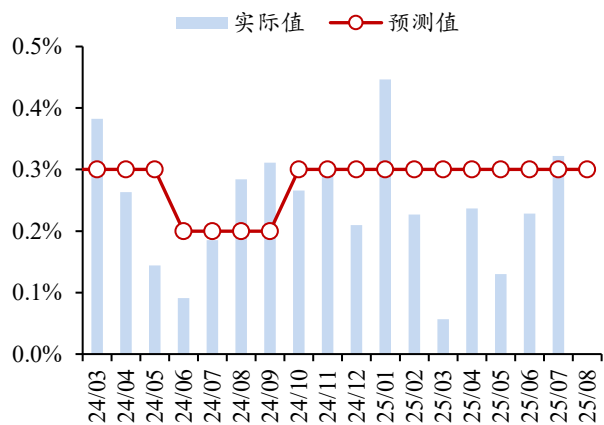
数据来源: 彭博、东吴证券研究所; 单位 bps

图17: 彭博金融条件指数



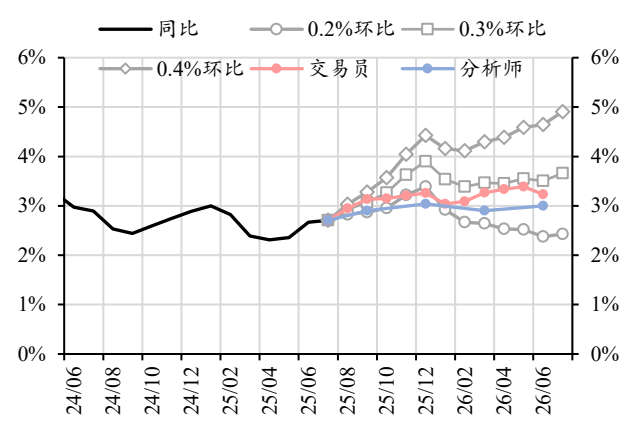
数据来源: 彭博、东吴证券研究所

图18: 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19: 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

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>