

研究报告

欢迎扫码关注
工银亚洲研究



中国工商银行 (亚洲)

东南亚研究中心

李卢霞 兰澜 杨童舒

美联储 9 月议息会议前后的预期差： 短期“变”与中长期“不变”

阅读摘要

9 月 FOMC 会议加息 25BP、整体较市场预期更为鹰派，释放强烈抗通胀信号：1) 加息 25BP 至 3.75%-4.00%，12 位票委全票赞成加息；2) 关注通胀的二次传导效应，强调当前通胀偏高且持续时间过长、潜在趋势未有实质性改善；3) 点阵图中位数指向年内或再加息一次，委员会对于 2027 年的利率预期分歧显著。

根据我们的“四边形模型”，增长短期仍呈韧性，中长期需关注“K 型分化”下动能边际趋弱问题；劳动力市场整体延续“弱平衡”，中长期需关注结构性失衡问题。通胀受“外生冲击”及“内生结构”粘性扰动、回落路径受阻但趋势料不变。政策模糊、财政压力推升期限溢价、长债利率“飙升”。整体看，短期小幅加息重塑抗通胀公信力压力可控。

往后看，短期内增长与就业暂未构成掣肘，外生冲击对通胀路径的扰动主导利率决策，10 月连续加息可能性不高，12 月视中期选举、地缘形势与通胀数据变化相机决策。中长期看，基准情形下，增长端约束或有所显化、通胀失控可能性较低，叠加政策框架改革重塑通胀度量规则，不具备连续加息基础，政策料呈“小步、间隔、可逆”节奏。

注：本报告的预测及建议只作为一般的市场评论，仅供参考，不构成任何投资建议。

本报告版权归中国工商银行 (亚洲) 东南亚研究中心所有，并保留一切法律权利。任何机构或个人未经授权，不得以任何形式修改、复制、刊登、引用或向其他人分发。

【核心观点】

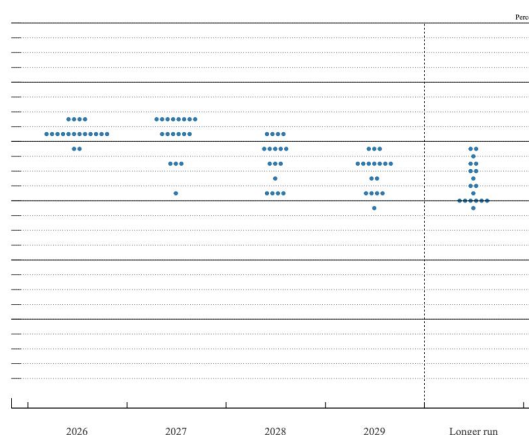
9月FOMC会议加息25BP、整体较市场预期更为鹰派，释放强烈抗通胀信号：1）加息25BP至3.75%-4.00%，12位票委全票赞成加息；2）关注通胀的二次传导效应，强调当前通胀偏高且持续时间过长、潜在趋势未有实质性改善；3）点阵图中位数指向年内或再加息一次，委员会对于2027年的利率预期分歧显著（见图表1）。

根据我们的“四边形模型”（见图表2），增长短期仍呈韧性，中长期需关注“K型分化”下动能边际趋弱问题；劳动力市场整体延续“弱平衡”，中长期需关注结构性失衡问题。通胀受“外生冲击”及“内生结构”粘性扰动、回落路径受阻但趋势料不变。政策模糊、财政压力推升期限溢价、长债利率“飙升”。整体看，短期小幅加息重塑抗通胀公信力压力可控。

往后看，短期内增长与就业暂未构成掣肘，外生冲击对通胀路径的扰动主导利率决策，10月连续加息可能性不高，12月视中期选举、地缘形势与通胀数据变化相机决策。中长期看，基准情形下，增长端约束或有所显化、通胀失控可能性较低，叠加政策框架改革重塑通胀度量规则，不具备连续加息基础，政策料呈“小步、间隔、可逆”节奏。

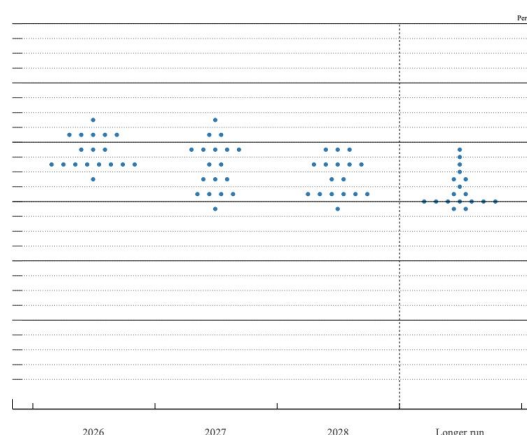
图表 1：9 月点阵图指引的 2026、2027 年利率水平较 6 月上修（左图为 9 月、右图为 6 月）

Figure 2. FOMC participants' assessments of appropriate monetary policy: Midpoint of target range or target level for the federal funds rate



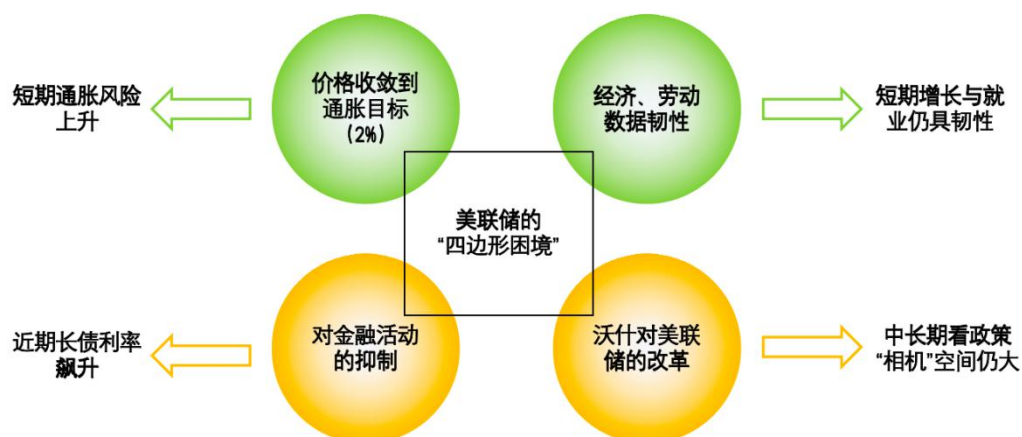
数据来源：美联储、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

Figure 2. FOMC participants' assessments of appropriate monetary policy: Midpoint of target range or target level for the federal funds rate



数据来源：美联储、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

图表 2：“四边形”模型指向短期加息重塑抗通胀公信力压力可控，不具备持续加息基础



数据来源：中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

正文：

一、增长：短期仍呈韧性，中长期需关注“K型分化” 下动能边际趋弱问题，美联储预期更乐观、暂未构成政策掣肘

1. 短期：数据反映增长仍呈韧性，美联储预期更乐观。

2026 年二季度 GDP 环比折年率（二次估值）为 1.5%，增速较一季度放缓（2.1%）。拆解结构看，拖累主要来自外需与政策退坡相关的波动项：净出口对 GDP 的拖累由一季度的约-0.4%扩大至-1.1%，库存去化拖累约 0.7 个百分点，政府支出拉动转负。内需动能仍较具韧性，私人国内最终购买（PDFP，主要包含个人消费支出与私人固定投资的核心部分）年化增速由一季度 1.7%升至 4.2%，同期消费支出对 GDP 拉动由 0.4%升至 2.3%，企业利润单季大幅增加 4,009 亿美元（一季度增加 744 亿美元）。8 月零售销售环比增 1.2%，超出市场预期值 0.8%。

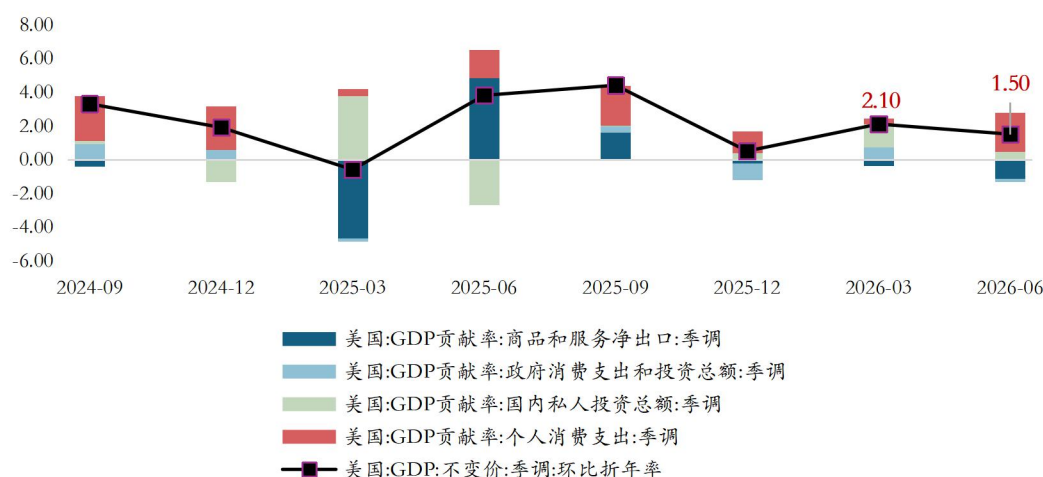
总体看，高利率环境对总量增长的抑制尚未显化为内需收缩。在此背景下，本次会议经济预测（SEP）上调经济增速预期，将 2026 年、2027 年 GDP 增速预期上调至 2.3%、2.4%（6 月预测值：2.2%、2.3%，下同），维持 2028 年 GDP 增速预期在 2.2%不变。

2. 中长期：“K 型分化”增长动能呈边际减弱迹象。

消费端：当前韧性仍存，后续面临一定放缓压力。消费动能受外部成本冲击与内部收入放缓双重约束：能源价格高位波动叠加通胀粘性，就业市场动能不足、非农薪资增速放缓，实际购买力承压——2026 年 1-7 月实际可支配收入同比增速接近零，收入端对消费的支撑料有所减弱。个人储蓄率上半年持续下行，7 月小幅反弹至 3.0%、仍处低位，居民消费更多依赖储蓄消耗，缓冲垫变薄、难以形成增量购买力。往后看，二季度退税、世界杯等短期提振因素消退后，年内消费动能或有所减弱。

投资端：AI 链条仍是关键支撑，但边际贡献趋于回落。二季度投资对 GDP 的拉动由一季度的 1.4% 降至 0.5%，其中 AI 相关投资（信息处理设备及软件）拉动由一季度的 1.3 个百分点降至 0.5 个百分点，前期高基数影响显现。往后看，企业扩张意愿与资本开支动能仍在，AI 投资链条对增长的支撑延续，但投资增速或由脉冲式转向平稳增长，对单季 GDP 的拉动相应回落。前期去库存过程接近尾声，部分行业或进入补库阶段，对短期增长拖累有望转为支撑。但与此同时，AI 投资增长的物理与财务约束开始显化，数据中心土建、电力配套建设周期较长，供给释放节奏受限；厂商在前期高速扩张后现金流空间收窄，投资对债务融资的依赖加深，高利率环境下继续提速的空间承压。

图表 3：数据反映美国经济仍呈韧性



数据来源：WIND、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

二、就业：整体延续弱平衡，中长期需关注结构及 AI 商用影响显现，美联储预期更乐观、短期暂未成为政策关注重点

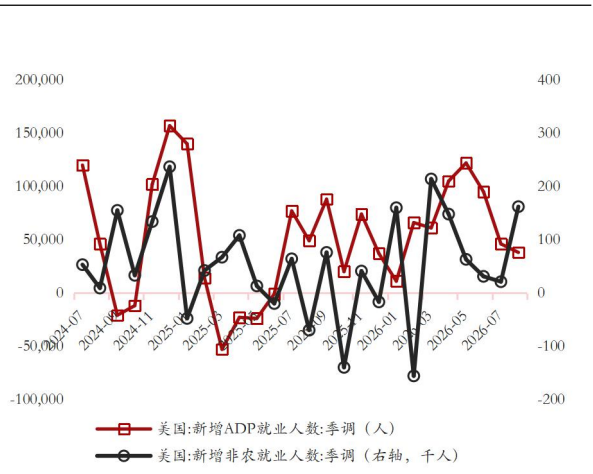
1. 短期：就业数据整体好于预期，就业扩张在总量上仍具韧性。8 月非农新增就业 16.2 万人，大幅超出市场预期；7 月数据亦由初值的-2.3 万人上修至+2.1 万人。1—8 月新增非农累计净增 64.3 万人，月度波动较大，月均约 8.0 万人，略低于 2025 年月均水平（9.7 万人），仍处温和扩张区间；同期 ADP 新增就业呈先增后降走势，月均新增 6.8 万人、高于 2025 年水平。年初以来失业率总体稳中有降，8 月回落至 4.1%。

2. 中长期看：劳动力市场隐忧仍存。一是“弱平衡”特征未有改变。7 月 JOLTS 职位空缺与失业人数之比为 1.05:1，供需缺口基本弥合，劳动力市场紧张程度显著缓解。二是低

失业率部分源于供给收缩而非需求改善。劳动参与率 1-7 月持续下降，8 月小幅反弹至 61.6%、仍处历史较低区间。三是薪资增速延续放缓。年初以来非农名义薪资增速波动下行，8 月同比为 3.09%（7 月：3.24%）。在增长预期偏弱、融资成本仍高的背景下，企业控制用工与薪酬成本的意愿有所上升。四是行业结构失衡较为突出。1-8 月超过半数的新增非农就业、约四分之三的 ADP 新增就业集中于教育与保健服务行业，就业扩张对单一行业的依赖度较高（见图表 4-5）。

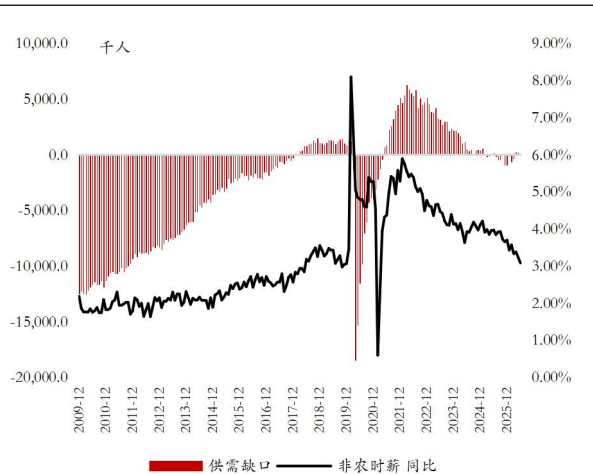
综合看，就业市场整体稳定，政策向劳动力市场方向倾斜的紧迫性不大，本次会议经济预测（SEP）对就业市场预期乐观，2026、2027、2028 年失业率预期均下调至 4.1%（6 月预测值：4.3%、4.3%、4.2%）。中长期，需关注结构性失衡问题，也需关注 AI 商用对劳动力替代范围与强度的潜在深化影响。

图表 4：就业扩张在总量上仍具一定韧性



数据来源：WIND、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

图表 5：劳动市场平衡呈“弱平衡”特征



数据来源：WIND、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

三、通胀：短期回落进程出现反复、美联储重塑“抗通胀”公信力压力提升，中长期回落路径仍存不确定性，

1. 短期：通胀回落进程出现反复，美联储提高通胀预期。

CPI 同比由 5 月高点 4.2% 回落至 6 月的 3.5% 后，7、8 两月连续持平于 3.4%；核心 CPI 同比则由 5 月的 2.9% 延续回落至 8 月的 2.4%。但环比数据显示一定边际升温迹象：8 月 CPI 环比上涨 0.4%（7 月：0.1%），其中能源价格同比涨幅达 16.3% 为主要贡献；核心 CPI 环比亦由 7 月的 0.2% 加速至 0.3%、高于预期。

通胀结构看，商品通胀相对平稳，服务通胀粘性仍强。涨价广度有所走阔，向交通、通信、教育、酒店住宿等领域扩散，住房价格环比亦由 0.1% 回升至 0.3%。政策目标口径看，7 月 PCE 同比上涨 3.7%、核心 PCE 上涨 3.3%，距离 2% 目标仍然有一定距离。通胀预期亦偏高，9 月密歇根大学一年期通胀预期升至 4.6%。

本次会议经济预测（SEP）上调通胀预期，2026、2028 年 PCE 预测值分别上调至 3.7%、2.1%（3.6%、2.0%），核心 PCE 预测值同步上调至 3.4%、2.2%，维持 2027 年 PCE、核心 PCE 在 2.3%、2.5% 不变。

2. 中长期：“外生冲击”及“内生结构”粘性影响下，通胀回落路径仍存不确定性。

外部冲击因素仍存不确定性，中东冲突持续推升油价，能源价格回落料偏缓。始于 2 月的中东冲突范围呈现多线扩

散迹象，美伊对峙持续，黎（真主党）以冲突升温，也门胡塞武装、沙特、约旦等多方围绕曼德海峡博弈复杂化。美国能源信息署（EIA）在9月发布的《短期能源展望》¹（STEO）中预计，油价将维持高位震荡，2026年下半年布伦特原油现货均价约90美元/桶，且大部分产量和贸易流量将至2027年二季度才能恢复至战前水平²。中东局势缓和路径波折，供应正常化时点推迟，是构成通胀风险上升、政策重心向通胀倾斜的重要外生变量。此外，能源成本向运输、商品价格的传导通常滞后数个季度，市场担心本轮冲击向核心商品的传导或延续显现。

内生结构性驱动因素延续，短中期通胀粘性还来源于服务项与AI相关商品价格。住房、交通、教育通信价格上行推升服务通胀黏性。拆解8月CPI核心服务项，住房服务价格指数环比增0.3%（7月+0.1%）、其中酒店住宿价格大幅反弹（从-3.3%至2.7%），交通运输服务价格指数环比增0.5%（7月+0.3%），教育和通信服务价格指数环比增1.8%（7月+0.5%）。此外，AI投资周期通过“算力瓶颈—硬件涨价—资本品扩散”路径嵌入价格体系，8月CPI细项数据显示计算机软件及配件价格同比大涨25.4%，芯片涨价经服务器、数据中心设备向中游传导，带动信息处理、通信设备价格同步抬升。

¹ 详见链接：<https://www.eia.gov/outlooks/steo/>。

² 随着管道绕行、船对船转运增加及阿联酋新绕行管道2027年中投运，大部分产量和贸易流量要到2027年二季度才能恢复至战前水平，对应布油价格2027年二季度降至77美元、下半年降至67美元。

整体看，加息难以直接缓解供给冲击引致的通胀，但两点变化仍值得关注：一是能源冲击持续性超出预期，油价高位运行及其二次传导效应或延续显现；二是服务通胀粘性、AI 相关价格传导并存，掣肘核心通胀回落路径（见图表 6）。

图表 6：能源驱动的外生冲击反复，核心服务粘性仍强（CPI 同比拉动率）

	权重	2026-08	2026-07	2026-06	2026-05	2026-04	2026-03	2026-02	2026-01	2025-12
CPI同比增速	100	3.40	0.12	0.12	0.14	0.13	0.11	0.08	0.08	0.09
核心CPI	79.5	1.91	1.99	2.07	2.31	2.23	2.07	1.99	1.99	2.07
食品	13.5	0.36	0.41	0.41	0.42	0.43	0.36	0.42	0.39	0.42
家庭食品	8.7	0.18	0.23	0.23	0.23	0.26	0.17	0.23	0.19	0.20
非家用食品	4.8	0.16	0.16	0.16	0.17	0.17	0.18	0.19	0.19	0.20
能源	7	1.14	1.03	1.10	1.65	1.25	0.88	0.04	-0.01	0.16
能源类商品	3.6	1.01	0.89	0.97	1.46	1.05	0.70	-0.19	-0.26	-0.10
燃油和其他燃料	0.1	0.03	0.02	0.02	0.03	0.03	0.02	0.00	-0.01	0.00
发动机燃料	3.4	0.95	0.84	0.92	1.39	0.99	0.65	-0.19	-0.25	-0.11
能源服务	3.4	0.14	0.15	0.13	0.18	0.18	0.17	0.21	0.24	0.26
电力	2.6	0.10	0.11	0.10	0.15	0.16	0.12	0.12	0.16	0.17
公共事业(管道)燃气服务	0.8	0.04	0.03	0.02	0.02	0.02	0.05	0.09	0.08	0.09
核心商品	21.3	0.15	0.17	0.17	0.23	0.23	0.26	0.21	0.23	0.30
二手汽车和卡车	2.6	-0.06	-0.05	-0.05	-0.05	-0.07	-0.08	-0.08	-0.05	0.04
医疗护理商品	1.5	-0.04	-0.04	-0.03	-0.03	-0.01	0.00	0.00	0.00	0.02
休闲商品	2.6	0.08	0.08	0.08	0.07	0.08	0.09	0.07	0.04	0.03
核心服务	58.2	1.75	1.75	1.80	1.98	1.92	1.75	1.69	1.75	1.75
住房租金	34.5	1.04	1.10	1.10	1.14	1.14	1.04	1.00	1.04	1.07
运输服务	5.8	0.15	0.17	0.19	0.23	0.24	0.24	0.13	0.08	0.09
医疗服务	6.5	0.13	0.16	0.16	0.19	0.17	0.16	0.14	0.14	0.12
休闲服务	3.1	0.07	0.07	0.08	0.08	0.06	0.05	0.07	0.10	0.12
教育和通讯服务	4.9	0.15	0.06	0.05	0.09	0.05	0.05	0.05	0.06	0.05

数据来源：WIND、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

四、市场：美元流动性延续整体宽松、边际趋紧，长债利率飙升、降低政策不确定性压缩期限溢价必要性上升

1. 流动性：短期压力不大，“缓冲垫”明显缩窄。

整体流动性风险可控，隔夜 SOFR 与 EFFR 运行于政策区间中枢且低于准备金利率（IORB），反映短期融资供给充裕。同时，准备金率在 12%左右，属于“轻度充裕”状态；9 月上旬 TGA 账户余额约 9500 亿-9600 亿美元，高出近 5 年均值

（约 6250 亿美元）。但是，隔夜逆回购（ON RRP）余额降至 50 亿美元附近、接近枯竭，流动性“缓冲垫”明显缩窄。

2. 债市：利率路径不确定性叠加扰动下，期限溢价驱动长债利率大幅飙升。

7 月以来美债长端利率快速上行，9 月 10 年、30 年期美债收益率一度突破 5% 和 5.4%。从影响美债利率的三因子拆解角度看：2026 年至今实际利率上行仍是 10 年期美债利率上升的主要贡献项，美国经济韧性及货币政策预期转紧构成主要支撑，中性利率中枢预测有所上修；三季度后，期限溢价成为长端利率快速上行的重要因素，美国债务突破 40 万亿美元触发财政可持续性担忧，AI 基础设施投资促使科技巨头转向债务融资，全球财政扩张与美联储政策不确定性亦抬升风险补偿（详见前期报告《美债长端利率再定价——实际利率抬升与期限溢价上行》）。

五、展望：短期利率路径仍存一定不确定性，基准情形下，中长期不具备持续加息基础

本次会议亦凸显出前瞻指引缺位下的预期管理难题：8 月 CPI 公布前，市场对 9 月加息的定价仅为六成左右，CPI 公布后迅速升至九成以上，预期在短期内剧烈波动。在通胀数据超预期、市场“自主加息”的背景下，“按兵不动”的公信力成本显著上升，构成本次加息的重要约束。

短期看，在增长与就业暂未构成政策掣肘的背景下，外生冲击对通胀回落路径的扰动，是影响美联储利率决策的最重要变量。我们认为 10 月连续加息的可能性不高：一是 9 月至 10 月仅六周数据窗口，政策传导与通胀演进难以充分验证；二是“市场替代紧缩”仍在起效，政策利率连续加力的必要性下降。12 月的政策决定仍存不确定性：中期选举结果尚存变数，地缘冲突缓和路径或仍波折，通胀二次传导效应亦有不不确定性，有一定概率再次加息 25BP。

中长期看，需持续关注“K 型分化”深化对增长、就业与通胀的结构性影响，以及美联储政策框架改革的成效。一方面，增长端约束或持续显现：消费面临储蓄率低位、实际收入放缓的制约，AI 投资对增长的边际贡献趋于回落，高利率对总需求的抑制作用将进一步显现；劳动力市场结构性隐忧仍存，AI 的替代效应仍需关注。在此背景下，持续紧缩不仅冲击企业融资、居民消费与地产交投，进而带来经济下行风险。另一方面，通胀再度失控的可能性不大：基准情形下，随着能源价格逐步回落、AI 涨价效应减弱，前期外生性价格冲击有望边际缓和。此外，政策框架改革方面，五大工作组力争年底前完成评估，其在通胀度量方式、沟通机制与政策反应函数上等的重塑方向，可能影响政策路径，需密切跟踪。综合研判，中长期不具备连续加息的基础，政策更可能呈现“小步、间隔、可逆”的节奏。



香港中資銀行業協會
Chinese Banking Association
of Hong Kong

本文章版权属撰稿机构及/或作者所有，不得转载。

本文章发表的内容均为撰稿机构及/或作者的意见及分析，并不代表香港中资银行业协会意见。