下载日志已记录，仅供内部参考

9 月 FOMC 将至，TACO 会来吗？

专题报告

目前市场对美联储 9 月是否加息的判断落脚至 9 月 11 日公布的 8 月美国 CPI 数据。但，9 月加息的门槛并不取决于 9 月本身可得的有限信息，首次加息决策或有更高维度考量，包括中期选举、通胀指标更换和美联储反应函数。7 月底 FOMC 一个有趣的现象是特朗普在会议前一周 TACO，不排除油价对通胀影响削弱是美联储不加息的理由之一。近期美伊局势升温，若未来一周特朗普再度 TACO 压油价，叠加中期选举约束，美联储可能会获得更多不加息的理由。

一、9 月美联储是否加息？

通胀衡量指标会否更换？7 月 FOMC 沃什曾提到更偏好比 PCE 更全面的通胀衡量指标，但 8 月 JH 会议沃什并未再提及，并表示美联储 2%的 PCE 通胀目标坚定不移，因此该因素评估沃什似乎在给 Q4 加息一个选项。目前，尽管无法判断沃什是否决心更换通胀指标，但加息与否本身也是市场反向理解沃什的窗口。

政治约束无法窥知，但不可忽视。独立性本是无法窥知的政治产物，但从 1994 年和 2018 年经验可知，即便联储处于连续加息周期，但在当年 9-10 月均选择暂停加息行动。也就是说，在通胀压力并非大到不得不加息时，联储通常会选择观望回避政治敏感期。

美联储需要保持反应函数的前后一致性。在“充分就业”的大前提下，美联储的反应函数只剩通胀一个变量。本轮美国通胀上行驱动力已非核心服务，而是能源、AI 相关产品等商品，单次 25BP 加息的去通胀效果相对有限。不考虑美联储政策因素，我们预计 9 月加息 25BP 非但不能看到通胀趋势的降温，反而在未来几期通胀读数公布后将美联储置于尴尬境地，为保持联储反应函数的前后一致性，美联储可能还需要继续加息，但，每次加息都意味着此后暂停加息的门槛在上升。

- **9 月欧日加息板上钉钉，日元汇率更关键。**日元过度升值会推升套息交易平仓风险传导至美股市场引发流动性风险，日元过度贬值会加剧日本抛售美债稳定日元的风险。由于近期日元升值加速，市场更担心前者。但套息交易平仓风险需要两点因素配合：一是日本央行足够鹰派+美联储转鸽，二是套息交易规模累积到一定水平。目前评估，即便发生套息交易平仓，对流动性冲击影响或不及 2024 年 7-8 月。
- **欧日加息对美联储的检验：稳定美元汇率是 KPI 之一吗？**9 月欧日加息令美元汇率承压，此时美联储唯有保持相对鹰派或美伊冲突再度升级才能守住跨境资金的护城河，目前看后者似乎在酝酿之中。三点逻辑表明美联储晚加息性价比优于早加息，若 9 月美联储落地加息，市场或反推美联储的 KPI 之一可能是稳定美元汇率或维持美元资产信用。美联储可以观察市场，市场也可以反向理解美联储。近期贝森特多轮干预收效甚微与美联储政策职能回收有关，但在财政赤字上升的背景下也只有美联储与财政部保

相关报告

1、《量缩价稳，财政接力——9 月流动性月报》2026-09-06
2、《高增之后，出口还有什么支撑？》2026-09-02
3、《1995-2002 年，全球资产如何分化？》2026-08-31

张静静 S1090522050003
zhangjingjing@cmschina.com.cn
王泺宾 S1090523070007
wangluobin@cmschina.com.cn
宋渊萍 研究助理
songyuanping@cmschina.com.cn

下载日志已记录，仅供内部参考

持相对独立才能重塑美元信用，用时间换空间。

- **欧日加息落地后流动性或阶段性转松，但中选后风险上升。**当下稳定美元资产价格仍是中选的政治要求，但中选后高度警惕美国选择性释放风险。9 月下旬至 10 月全球或迎来流动性边际缓和窗口。尽管全球流动性仍处收紧周期，但 9 月美联储加息概率有限，10 月又处中选冲刺阶段，欧日加息落地后不排除短期利空出尽、全球流动性阶段性转松；中选结束后，流动性收紧风险或再度上升。

- **风险提示：全球经济和政策超预期，地缘风险超预期。**

下载日志已记录，仅供内部参考

正文目录

一、 9 月美联储是否加息？ 4
1、 通胀衡量指标会否更换？ 4
2、 政治约束无法窥知，但不可忽视 4
3、 美联储需要保持反应函数的前后一致性 5
二、 欧日加息有何影响？ 6
1、 9 月欧日加息板上钉钉，日元汇率更关键 6
2、 欧日加息对美联储的检验：稳定美元汇率是 KPI 之一吗？ 8
三、 欧日加息落地后流动性或阶段性转松，但中选后风险上升 8

图表目录

图 1：沃什通胀工作小组成员 4
图 2：1994 年美联储加息时点与通胀走势 5
图 3：2018 年美联储加息时点与通胀走势 5
图 4：美国 CPI 与核心 CPI 价格指数同比预测 6
图 5：美国 PCE 与核心 PCE 价格指数同比预测 6
图 6：日本央行加息预期（9 月 10 日） 7
图 7：美元兑日元汇率 7
图 8：日元净空头头寸数量 8
图 9：美国中期选举重要节点 9



下载日志已记录，仅供内部参考

一、9 月美联储是否加息？

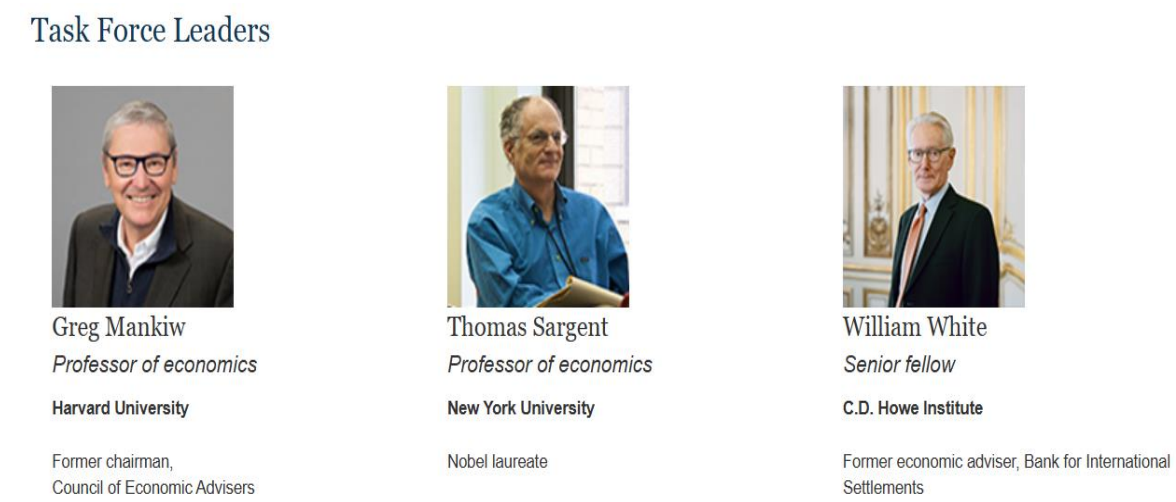
目前市场对美联储 9 月是否加息的判断落脚至 9 月 11 日公布的 8 月美国 CPI 数据，若核心 CPI 环比小于市场预期 0.2%，则 9 月大概率不加息，若大于或等于 0.2%，则有可能落地加息。但，美联储首次加息决策或有更高维度考量。

1、通胀衡量指标会否更换？

7 月 FOMC 沃什曾提到更偏好比 PCE 更全面的通胀衡量指标，若该说法成立，则更合理的加息决策是等年底通胀工作组的研究结论，而相关结果或在 12 月或更晚公布；但 8 月 JH 会议沃什并未再提及，并表示美联储 2%的 PCE 通胀目标坚定不移，因此该因素评估沃什似乎在给 Q4 加息一个选项。目前，尽管无法判断沃什是否决心更换通胀指标，但加息与否本身也是市场反向理解沃什的窗口。

此外，通胀工作组建议的新通胀框架可能更加多元。曼昆作为新凯恩斯学派代表人物，主张央行将 2%通胀目标设定为灵活区间，认为 1.6~2.4%的通胀就是合理区间，不必对小数点后一位过于纠结；萨金特强调通胀本质上是财政现象，货币政策的可信度取决于财政可持续性，可信的货币和财政协同调整可以带来几乎无成本的去通胀。怀特作为金融周期理论的长期倡导者，指出通胀目标制忽略了信贷和资产价格泡沫的积累，并将货币总量、信贷增速、资产价格等金融指标纳入决策框架。

图 1：沃什通胀工作小组成员



资料来源：FED，招商证券

2、政治约束无法窥知，但不可忽视

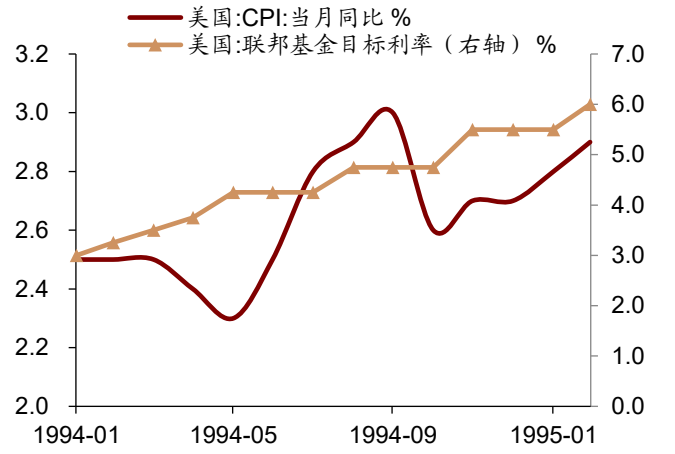
特朗普和贝森特并不希望美联储在中期选举前加息，近期特朗普和万斯均呼吁美联储降息，因此美联储加息也面临一定约束。仅从该因素考虑，10 月加息也会比 9 月加息容错更高，10 月 FOMC 在 28 日，届时中选投票也基本结束。独

下载日志已记录，仅供内部参考

立性本是无法窥知的政治产物，但从 1994 年和 2018 年经验可知，即便联储处于连续加息周期，但在当年 9-10 月均选择暂停加息行动。也就是说，在通胀压力并非大到不得不加息时，联储通常会选择观望回避政治敏感期。

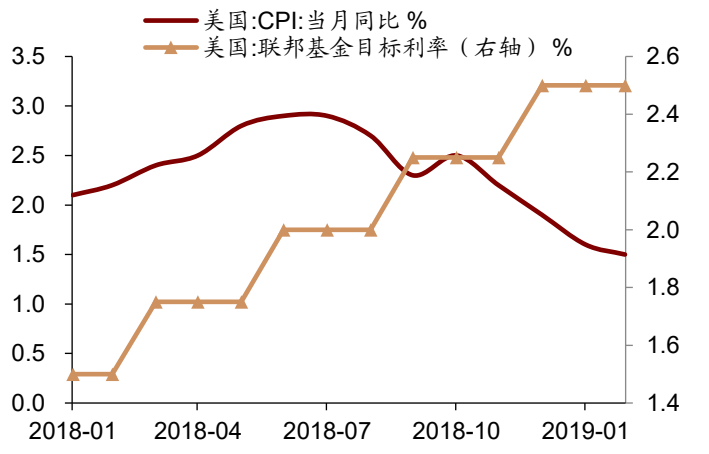
此外，7 月底 FOMC 一个有趣的现象是特朗普在会议前一周 TACO，不排除油价对通胀影响削弱是美联储不加息的理由之一。近期美伊局势升温，若未来一周特朗普再度 TACO 压油价，叠加中期选举约束，美联储可能会获得更多不加息的理由。

图 2：1994 年美联储加息时点与通胀走势



资料来源：Wind，招商证券

图 3：2018 年美联储加息时点与通胀走势



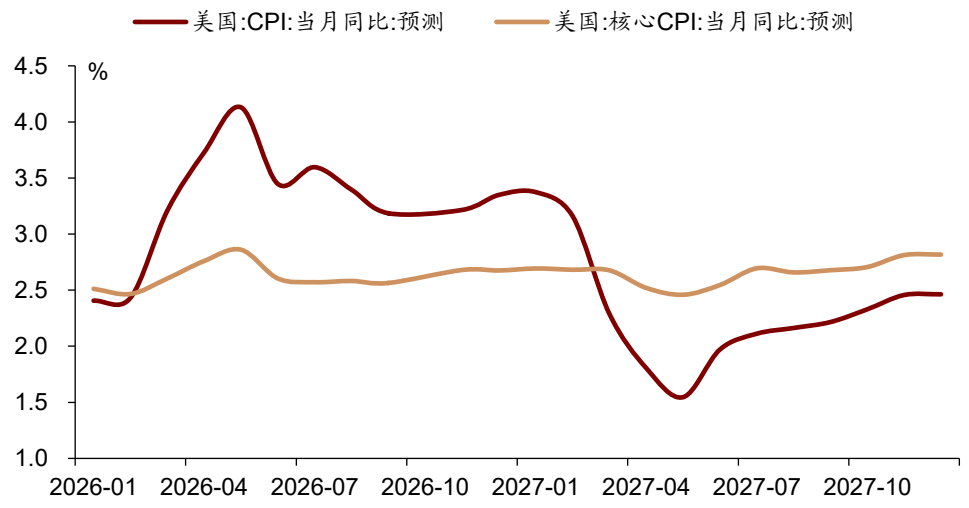
资料来源：Wind，招商证券

3、美联储需要保持反应函数的前后一致性

7 月 FOMC 沃什已提出美联储的反应函数：当就业大致均衡时，只要潜在通胀上行，就更倾向于收紧政策，只要潜在通胀下行，就更倾向于放松政策。8 月 Jackson Hole 全球央行会议沃什已定调美国目前接近“充分就业”，在这一大前提下，美联储的反应函数只剩通胀一个变量。但，本轮美国通胀上行驱动力已非核心服务，而是能源、AI 相关产品等商品，单次 25BP 加息的去通胀效果相对有限。不考虑美联储政策因素，我们预计今年 9 月到明年 2 月美国总体 CPI 和 PCE 同比仍在 3.0%以上区间，3 月油价基数通胀切换后或开启下行。也就是说，9 月加息 25BP 非但不能看到通胀趋势的降温，反而在未来几期通胀读数公布后将美联储置于尴尬境地，为保持联储反应函数的前后一致性，美联储可能还需要继续加息，但，每次加息都意味着此后暂停加息的门槛在上升。相反，晚加息的好处在于，加息过后通胀降温趋势得到确认，美联储可获得“暂停加息”的期权。综合来看，9 月加息的门槛并不取决于 9 月本身可得的有限信息，而在于未来两个季度的通胀趋势。

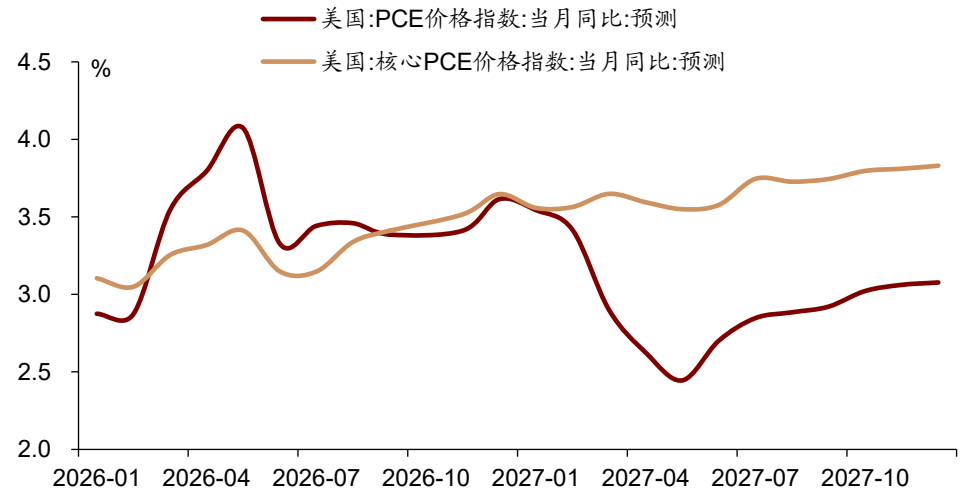
下载日志已记录，仅供内部参考

图 4：美国 CPI 与核心 CPI 价格指数同比预测



资料来源：Wind，招商证券

图 5：美国 PCE 与核心 PCE 价格指数同比预测



资料来源：Wind，招商证券

二、欧日加息有何影响？

1、9 月欧日加息板上钉钉，日元汇率更关键

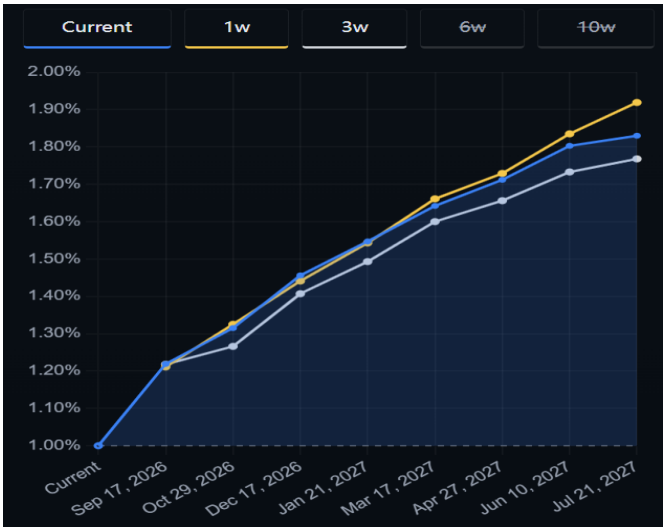
9 月欧央行已落地 25BP 加息，目前市场对日本央行加息 25BP 的预期已基本定价。事实上，自 7 月底美日联合干预后，美国财长贝森特多次“公开背书”日本尽早加息。日本央行在 7 月会议后明确将日元贬值列为推动通胀上行的核心因素之一，与原油、AI 需求并列，指出 2026 下半年核心通胀可能明显高于 2%。9 月 2 日植田和男称货币条件仍宽松，暗示 9 月会议存在加息选项，9 月 3 日日本央行最鹰派官员高田创称加息幅度未必是 25BP，该表态也令汇率从 159 暴力拉

下载日志已记录，仅供内部参考

升至 155。

理论上看，日元过度升值会推升套息交易平仓风险传导至美股市场引发流动性风险，日元过度贬值会加剧日本抛售美债稳定日元的风险。套息交易平仓风险需要两点因素配合：第一，日本央行足够鹰派+美联储转鸽，类似 24 年 7-8 月，所以这就要求 9 月两次会议的结果是日本央行超预期加息（要么加息 25BP 并给出连续加息预期，要么单次加息 50BP），美联储不加息。第二，套息交易规模累积到一定水平。历史经验表明，日元净空头头寸累积至极值水平（15 万张以上）后容易发生逆转，而 7 月底日美联合干预后日元净空头头寸减少至 10 万张以下，套息交易规模已明显下降。即便发生套息交易平仓，对流动性冲击影响或不及 2024 年 7-8 月。出于防止两头风险，近期美日财长配合便是希望日元维持在 150-160 区间，但中选后该风险或将释放。

图 6：日本央行加息预期（9 月 10 日）



资料来源：Rateprobability，招商证券

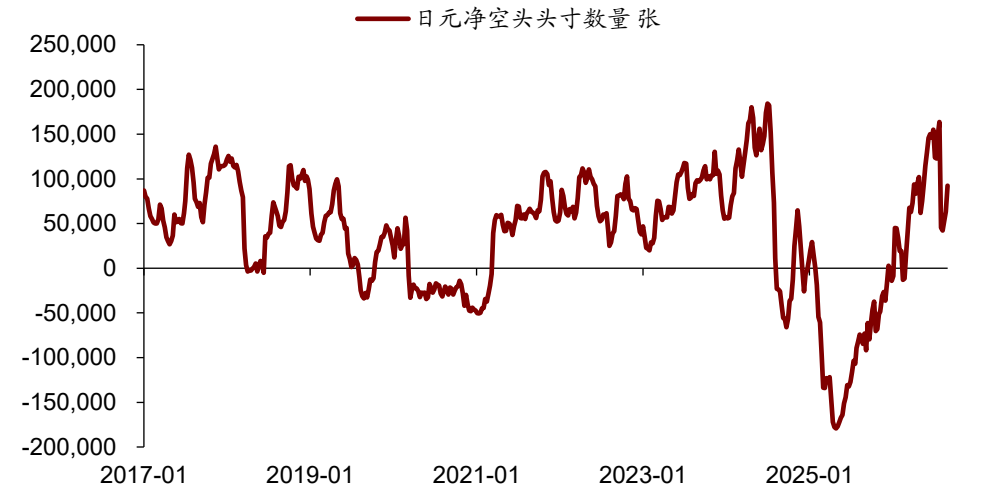
图 7：美元兑日元汇率



资料来源：Wind，招商证券

下载日志已记录，仅供内部参考

图 8：日元净空头头寸数量



资料来源：Wind，招商证券

2、欧日加息对美联储的检验：稳定美元汇率是 KPI 之一吗？

9 月欧日加息令美元汇率承压，此时美联储唯有保持相对鹰派或美伊冲突再度升级才能守住跨境资金的护城河，目前看后者似乎在酝酿之中。如前文所述，我们认为三点逻辑表明美联储晚加息性价比优于早加息，若 9 月美联储落地加息，市场或反推美联储的 KPI 之一可能是稳定美元汇率或维持美元资产信用。美联储可以观察市场，市场也可以反向理解美联储。

此外，我们在 2026 年 2 月 1 日报告《沃什：全球“财政开源”“脱虚向实”的选择》中指出，沃什当选美联储主席是时代的选择，QE 是私人部门去杠杆、政府加杠杆的产物，而“脱虚向实”意味着私人部门开始加杠杆。近期贝森特多轮干预收效甚微与美联储政策职能回收有关，但在财政赤字上升的背景下也只有美联储与财政部保持相对独立才能重塑美元信用，用时间换空间。

三、欧日加息落地后流动性或阶段性转松，但中选后风险上升

当下稳定美元资产价格仍是中选的政治要求，但中选后高度警惕美国选择性释放风险。9 月下旬至 10 月全球或迎来流动性边际缓和窗口。尽管全球流动性仍处收紧周期，但 9 月美联储加息概率有限，10 月又处中选冲刺阶段，欧日加息落地后不排除短期利空出尽、全球流动性阶段性转松；中选结束后，流动性收紧风险或再度上升，不排除出现地缘和加息风险的集中释放，进而引发美股、美债等资产集体调整。

下载日志已记录，仅供内部参考

图 9：美国中期选举重要节点



资料来源：NCSL，招商证券

下载日志已记录，仅供内部参考

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，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。

投资评级定义

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中， A 股市场以沪深 300 指数为基准；中国香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。 具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超基准指数 20%以上
增持：预期公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间
中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。