下载日志已记录，仅供内部参考

宏观点评

独立性的测试—美联储重启加息的信号与前景

事件：北京时间 9 月 17 日凌晨 2 点，美联储公布 9 月议息会议决议。决议将基准利率从 3.50%-3.75%上调至 3.75%-4.00%，加息 25bps，符合市场预期；会议以 12-0 的票比通过利率决定。

核心结论：美联储 9 月如期加息，虽面临中期选举和特朗普的压力，沃什依旧维持鹰派框架、重塑联储信誉，关注 4 大信号：1）声明最大变化是指出本次加息将支持通胀“更及时地”回到 2%，通胀趋势的重要性得到进一步确认；2）点阵图中值指向年内还有 1 次加息，且多数官员支持再加（4 人支持再+2 次、12 人支持再+1 次）；3）经济预测对增长更乐观、对通胀更担忧，中性利率上调；4）发布会时长缩短，沃什表态偏鹰，关注重点仍在通胀持久度和广度、数据趋势而非单点。会议过后，市场对美联储加息的预期小幅升温，定价年内 100%再加 1 次、到 2027 年 6 月累计加息 3 次，美债利率、美元走强，美股、黄金下跌。往后看，沃什将本次加息描述为“撤回”部分宽松政策，加息的空间与节奏将成为后续重点，结合三大视角（历史周期、中性利率、货币政策规则），以及点阵图指引、联邦基金利率期货预期、分析师预期等信息，我们预计本轮更可能是一轮温和、间歇式的加息，而非传统意义上的连续大幅紧缩周期。空间看，当前数据支撑的累计加息理论上限区间在 50-75bps 左右；节奏看，中期选举压力之下，10 月大概率暂停、12 月加息概率较大；若美伊短期能达成新的协议，则 12 月也有可能不加；2027 年基准情形为按兵不动、但不确定性较大。对资产，1983 年以来的历史中位数显示：美股短期偏弱，一个季度后明显转强；美债短期方向不一，中长期收益率偏上行；黄金短期承压，中期表现明显改善；美元季度至半年偏弱，1 年后修复。倾向于认为，本轮大概率只能加 1-2 次，当前过激的加息预期应会回摆，届时股、债、金压力均会减小。继续提示：鉴于本轮 AI 驱动的科技行情具备较强的产业趋势和业绩支撑，叠加美联储事实上较难连续且大幅加息，科技股调整过后、应是再次布局的机会。短期关注 4 点：1）美伊局势演变和油价变化；2）9/18 日央行议息会议；3）9 月非农（10/2）与 9 月 CPI（10/14）；4）9/30 8 月 PCE 通胀，届时美国经济分析局（BEA）将对 PCE 进行年度修正，此举可能会技术性压低 8 月和历史数据读数。

1、加息“靴子落地”，鹰派点阵图指向年内还有 1 次加息、2027 年不动。

>声明：美联储以 12:0 全票加息 25bps，将基准利率从 3.50%-3.75%上调至 3.75%-4.00%，符合市场预期。会议声明有 3 大变化：1）删除“供给冲击”解释，仅强调通胀高企；2）更强调通胀回归目标的速度，指出本次行动将支持通胀“更及时地”（timelier return）回到 2%；3）新增国内支出（domestic spending）保持韧性的表述，对经济更加乐观。

>点阵图：相比 2026 年 6 月，9 月点阵图明显偏鹰。点阵图中值指向 2026 年还有 1 次加息。在 18 名提交预测的官员中，16 人预计 2026 年仍需加息（4 人预期再加息 2 次、12 人预期再加息 1 次）；其余 2 人预期本次加

作者

分析师 熊园
执业证书编号：S0680518050004
邮箱：xiongyuan@gszq.com
分析师 戴琨
执业证书编号：S0680525120004
邮箱：daikun@gszq.com

相关研究

1、《美联储不加息，美债为何不买账？》 2026-07-30
2、《通胀尚有余地，加息应无退路—兼评美国 8 月 CPI》 2026-09-12
3、《一文读懂 2026 年美国中期选举》 2026-08-28
4、《“救市”管用吗？—美日欧债券收益率飙升的 4 点理解》 2026-08-19
5、《美国 CPI 持续下降，为何加息预期不降？》2026-08-13

下载日志已记录，仅供内部参考

息后暂停。2026 年后，点阵图中值指向 2027 年维持利率不变、2028 年降息 25bps、2029 年再降 25bps，长期利率预期由 3.1%上修至 3.2%。另外，本次点阵图仍然少一“点”，主席沃什仍未提交预测。

>经济预测：相比 2026 年 6 月，9 月 SEP 对美国经济增长与劳动市场的看法更加乐观，但预计通胀降温进程将更加缓慢。具体而言，1）通胀看，2026 年 PCE 通胀中值预测由 3.6%上修至 3.7%、核心 PCE 通胀由 3.3%上修至 3.4%，2027 年预测不变，2028 年分别由 2%、2.1%上修至 2.1%、2.2%；2）增长看，2026 年实际 GDP 增速中值由 2.2%上修至 2.3%，2027 年由 2.3%上修至 2.4%，2028 年维持 2.2%不变；3）就业看，2026 年、2027 年、2028 年失业率中值分别由 4.3%、4.3%、4.2%共同下修至 4.1%。4）新增 2029 年预测，9 月 SEP 对 2029 年 PCE 通胀、核心 PCE 通胀、实际 GDP 增速、失业率的中值预测分别为 2%、2%、2.1%、4.1%。

>发布会：本次发布会时长缩短至仅约 30 分钟，有 5 大关注点：1）关于利率，沃什将本次加息描述为撤回部分宽松政策（remove some accommodation），认为当前金融条件并不具有限制性，不认为必须损害劳动力市场才能实现目标。此外，他还指出中性利率不会对政策决定产生实际操作影响；2）关于通胀，沃什认为通胀过高且持续时间已太长，太多商品价格在 6 个月和 12 个月维度上涨幅超 3%。美联储无法阻止石油等供给冲击，但可以遏制价格冲击的“二阶、三阶效应”；3）关于经济，沃什认为美国经济具有韧性，失业率仍然较低，基本上达到充分就业状态；3）关于美债，沃什将近期美债收益率上升归因于经济强劲、资本竞争、地缘政治 3 大因素；4）关于 AI，沃什表示他关心 AI 的发展及其对供需的影响；5）关于数据，沃什强调趋势的重要性，认为单个数据点存在噪音，不会依赖单一数据点来作判断。

2、会议过后，美债利率、美元走强，美股、黄金下跌，加息预期升温。

>资产价格表现：会议过后，美债利率、美元走强，美股、黄金下跌。截至 9/16 收盘，标普 500、纳斯达克、道琼斯指数分别跌 0.45%、0.01%、1.21%；10Y 美债收益率上行 2.48bp 至 5.02%，美元指数上涨 0.7%至 100.33，现货黄金下跌 0.69%至 4263.53 美元/盎司。

>降息预期变化：会议过后，市场对美联储加息的预期小幅升温。截至 9/16 收盘，利率期货隐含的 2026 年 12 月加息次数由 1.2 次升至 1.3 次，即定价年内 100%再加 1 次；到 2027 年 6 月累计加息 3 次。

3、如何看待美联储后续加息空间与节奏？

1）历史周期视角：2025 年美联储三次降息的核心逻辑，是随着劳动力市场持续降温、就业下行风险上升，双重使命的风险平衡发生变化，因此通过降息向中性利率靠拢，以降低劳动力市场进一步恶化的风险。2026 年以来，美国劳动力市场表现稳健，沃什也认为其接近“充分就业”状态；正因如此，9 月加息被沃什定义为“撤回部分宽松政策”。从这个角度看，美联储还有 2 次降息可以“撤回”，对应本轮加息空间≤75bps、加息次数不超 3 次。因此，本轮加息大概率介于 1983 年以来的 3 次微调式加息（平均+31bps）和 8 轮大型加息周期（平均+303bps）之间，整体空间较小。

2）中性利率视角：克利夫兰联储 Zaman 模型计算的中性利率显示，截至 26Q2，美国名义中性利率（实际中性利率+趋势通胀率）为 3.67%，而季均有效联邦基金利率（EFFR）为 3.63%，这意味着政策利率处在“松”和

下载日志已记录，仅供内部参考

“紧”的边缘。随着 9 月 SEP 上调长期利率预期，对应美国 26Q3 中性利率（r*）可能已进一步上升，那么政策利率的上调也是“顺势而为”。往后看，政策立场需要收至多紧，取决于名义中性利率的回升速度和高度。

3）货币政策规则视角：包括泰勒规则（Taylor Rule）在内的简单货币政策规则也是美联储调节政策利率的重要参考，但规则只是政策反应函数的一种参照值，美联储不会照公式执行，尤其是在 r*和供给冲击不确定性较高的时候，但其可以提供一个较量化的上限区间。基于 7 条货币政策规则、3 类经济数据预测以及美联储 9 月 SEP，中位结果指向到 27Q4 的理论加息空间还剩 62-101bps、剩余加息次数在 2.5 次-4 次左右。

综合看，结合上述三大视角，以及点阵图指引、联邦基金利率期货预期、分析师预期等信息，我们预计本轮更可能是一轮温和、间歇式的加息，而非传统意义上的连续大幅紧缩周期。空间看，当前数据支撑的累计加息理论上限区间在 50-75bps 左右；节奏看，中期选举压力之下，10 月大概率暂停、12 月加息概率较大；但若美伊短期能达成新的协议，则 12 月也可能不加；2027 年基准情形为按兵不动、不确定性较大。

3、美联储加息如何影响大类资产价格？

1983 年以来，美联储加息启动后大类资产表现具有较明显的阶段性。我们统计 11 次加息样本，分别考察加息后 5、20、60、120 和 250 个交易日，即约 1 周、1 个月、1 季度、半年和 1 年内的资产表现：

1）美股：短期偏弱，一个季度后明显转强。加息后 20、60 个交易日，标普 500 涨跌幅中位数分别为-0.8%、-2.2%；120、250 个交易日则升至+5.1%、+7.7%，上涨概率均为 83%。

2）美债：短期方向不一，中长期收益率偏上行。10 年期美债收益率在加息后 60 个交易日变化中位数为-9.1bp，但 120、250 个交易日分别升至+40.8bp、+27.5bp，显示长端利率上行更多体现在半年以后。

3）黄金：短期承压，中期表现明显改善。加息后 20 个交易日黄金涨跌幅中位数为-0.6%，但 60、120、250 个交易日分别升至+2.7%、+8.4%、+6.6%，半年附近表现最强。

4）美元：季度至半年偏弱，1 年后修复。加息后 60、120 个交易日美元指数涨跌幅中位数分别为-2.0%、-3.4%，但 250 个交易日重新升至+4.0%，显示美元并不存在加息后持续走强的规律。

>短期关注：1）美伊局势演变和油价变化；2）9/18 日央行议息会议；3）9 月非农（10/2）与 9 月 CPI（10/14）；4）9/30 8 月 PCE 通胀，届时美国经济分析局（BEA）将对 PCE 进行年度修正，此举可能会技术性压低 8 月和历史数据读数。

风险提示：美国经济与通胀、美联储货币政策、地缘冲突持续超预期。

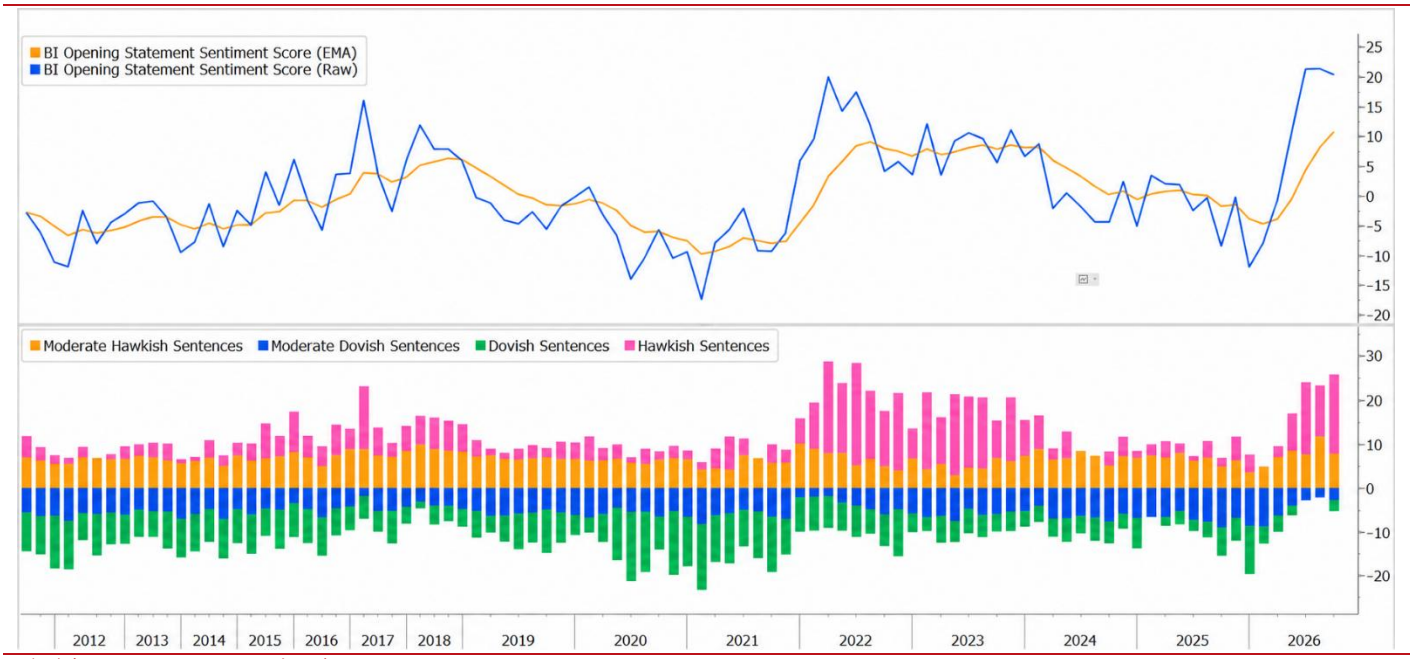
下载日志已记录，仅供内部参考

图表1：近 3 次 FOMC 声明对比

	2026 年 6 月	2026 年 7 月	2026 年 9 月
利率	维持政策利率不变，以支持美联储的双重使命。 委员会重申了其在银行体系中保持充足储备的政策。	维持政策利率不变，以支持美联储的双重使命。 委员会将继续奉行维持银行体系充足储备的政策。	将联邦基金利率目标区间上调 0.25 个百分点至 3.75%至 4%
经济	尽管中东冲突等因素导致不确定性加剧，但经济活动仍保持稳健扩张。 生产率增长和资本投资强劲。 就业增长与劳动力增长保持同步，失业率变化不大。	尽管中东冲突等因素导致不确定性加剧，但经济活动仍保持稳健增长。 生产率增长和资本投资强劲。 就业增长与劳动力增长保持同步，失业率变化不大。	经济活动正稳步扩张。尽管地缘政治局势发展等因素导致不确定性依然较高，但国内支出依然保持韧性。 生产率增长强劲，资本投资也十分活跃。 就业增长与劳动力增长保持同步，失业率变化不大。
通胀	通胀率仍高于 2%的目标，部分原因是供给冲击推高了包括能源在内的某些行业的价格。	通胀率仍高于 2%的目标，部分原因是供给冲击推高了包括能源在内的某些行业的价格。	通胀依然高企。 政策行动将有助于更及时地实现委员会设定的 2%的目标。

资料来源：Fed，国盛证券研究所

图表2：9 月 FOMC 发布会开场白情绪偏鹰



资料来源：Bloomberg，国盛证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

图表3：2026 年 9 月 FOMC 点阵图变化



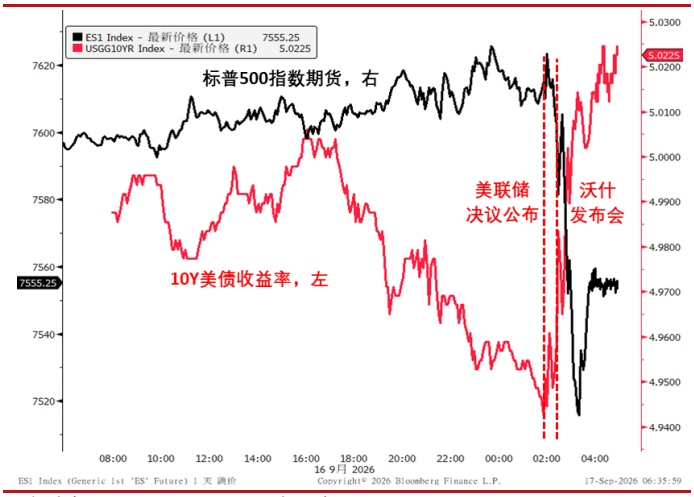
资料来源：Bloomberg，国盛证券研究所
注：蓝色圆点为 6 月、9 月的共同预测点；黄色加号、红色减号分别为 9 月较 6 月新增、减少的预测点

图表4：2026 年 9 月经济预测（SEP）中位数变化

指标	2026 年	2027 年	2028 年	2029 年	长期
实际 GDP 增速	2.2%→**2.3%**	2.3%→**2.4%**	2.2%不变	2.10%	2%不变
失业率	4.3%→**4.1%**	4.3%→**4.1%**	4.2%→**4.1%**	4.10%	4.2%不变
PCE 通胀	3.6%→**3.7%**	2.3%不变	2.0%→**2.1%**	2%	2%不变
核心 PCE 通胀	3.3%→**3.4%**	2.5%不变	2.1%→**2.2%**	2%	-
联邦基金利率	3.8%→**4.1%**	3.6%→**4.1%**	3.4%→**3.9%**	3.6%	3.1%→**3.2%**

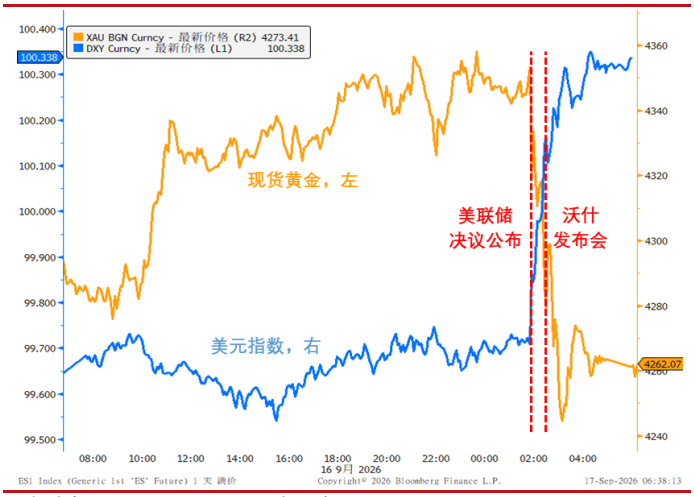
资料来源：Fed，国盛证券研究所

图表5：9 月 FOMC 会议前后，美股和美债表现



资料来源：Bloomberg，国盛证券研究所

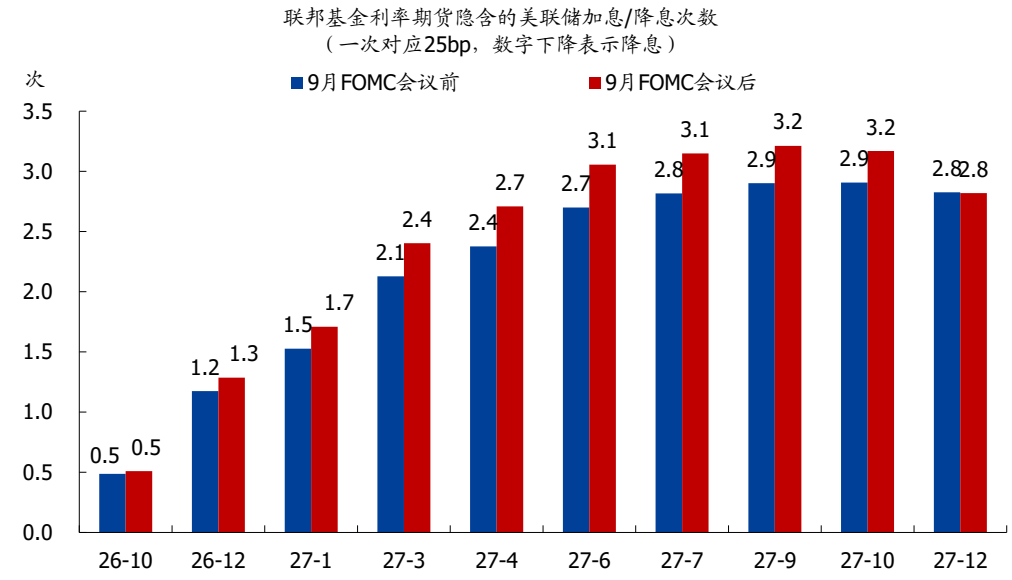
图表6：9 月 FOMC 会议前后，美元和黄金表现



资料来源：Bloomberg，国盛证券研究所

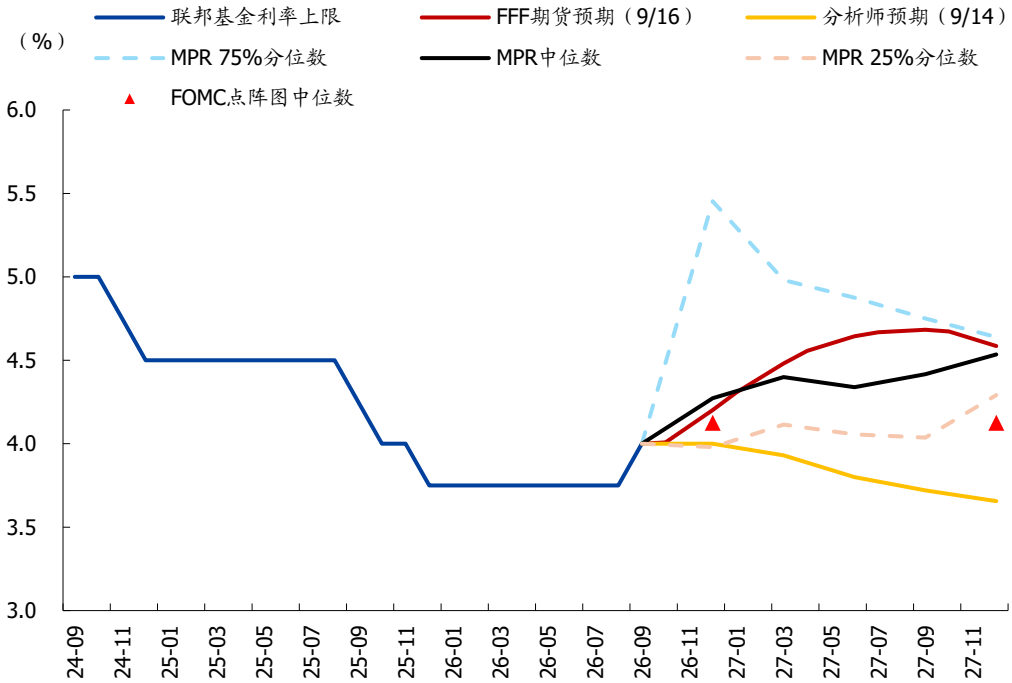
下载日志已记录，仅供内部参考

图表7：9 月 FOMC 会议过后，市场加息预期升温



资料来源：Bloomberg，国盛证券研究所

图表8：9 月 FOMC 会议过后，市场加息预期升温



资料来源：Bloomberg，Fed，Cleveland Fed，Wind，国盛证券研究所
注：FFF 为联邦基金利率期货（Fed Funds Futures）、MPR 为货币政策规则（Monetary Policy Rule）

下载日志已记录，仅供内部参考

图表9：基于 7 条简单货币政策规则的联邦基金利率指引

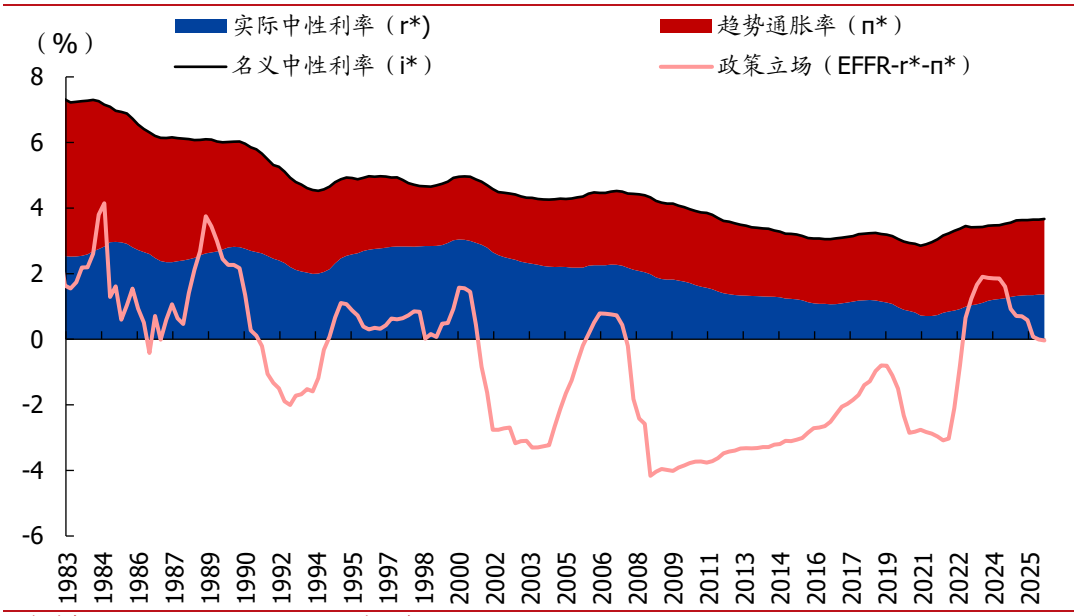
泰勒规则通式：$\widehat{FFR}_t = \rho FFR_{t-1} + (1-\rho)[(r_t^* + \pi_t^*) + 1.5(\pi_t - \pi_t^*) + \beta \min\{gap_t, 0\}$

基准 π_t^*、r_t^*、u_t^* 来自美联储9月SEP

预测输入	货币政策规则（MPR）	26Q3	26Q4	27Q1	27Q2	27Q3	27Q4	28Q1	28Q2	28Q3
费城联储 SPF预测	泰勒（1993）规则	3.67	5.69	4.90	3.86	3.83				
	采用核心通胀的泰勒（1999）规则	3.67	5.11	4.42	4.06	3.89				
	惯性规则	3.67	3.96	4.05	4.05	4.02				
	替代性 r* 规则（Zaman r*）	3.67	3.98	4.09	4.11	4.09				
	前瞻性规则	3.67	3.84							
	一阶差分规则	3.67	4.50							
	低产出缺口权重规则	3.67	3.70	3.70	3.70					
CBO预测	泰勒（1993）规则	3.67	4.80	4.54	4.32	4.14	4.02	3.92	3.82	3.73
	采用核心通胀的泰勒（1999）规则	3.67	5.45	5.06	4.77	4.56	4.40	4.26	4.12	3.98
	惯性规则	3.67	4.02	4.23	4.34	4.38	4.39	4.36	4.31	4.25
	替代性 r* 规则（Zaman r*）	3.67	4.05	4.27	4.40	4.45	4.46	4.45	4.40	4.34
	前瞻性规则	3.67	4.27	4.14	4.02	3.93	3.84	3.76	3.69	3.61
	一阶差分规则	3.67	4.28	4.78	5.21	5.69	5.99	6.23	6.43	6.59
	低产出缺口权重规则	3.67	3.69	3.71	3.71	3.71	3.71	3.69	3.68	3.66
克利夫兰联储 BVAR模型	泰勒（1993）规则	3.67	6.96	6.56	5.82	5.41	5.12	4.89	4.70	4.54
	采用核心通胀的泰勒（1999）规则	3.67	5.83	5.39	5.16	4.90	4.66	4.45	4.27	4.09
	惯性规则	3.67	4.10	4.36	4.52	4.59	4.61	4.58	4.51	4.43
	替代性 r* 规则（Zaman r*）	3.67	4.12	4.40	4.57	4.66	4.68	4.66	4.60	4.53
	前瞻性规则	3.67	5.54	5.24	4.98	4.78	4.61	4.48	4.35	4.25
	一阶差分规则	3.67	6.45	8.76	10.86	12.71	14.45	16.05	17.58	19.00
	低产出缺口权重规则	3.67	3.86	4.00	4.12	4.20	4.26	4.30	4.33	4.35
三种预测综合	最大值	3.67	6.96	8.76	10.86	12.71	14.45	16.05	17.58	19.00
	75%百分位	3.67	5.45	4.98	4.87	4.75	4.68	4.64	4.58	4.50
	中位数	3.67	4.27	4.40	4.34	4.42	4.53	4.45	4.34	4.29
	25%百分位	3.67	3.98	4.11	4.06	4.04	4.29	4.27	4.16	4.01
	最小值	3.67	3.69	3.70	3.70	3.71	3.71	3.69	3.68	3.61

资料来源：Fed，Cleveland Fed，Wind，国盛证券研究所
注：单位为%；26Q3 列为有效联邦基金利率（EFFR）季均推算值

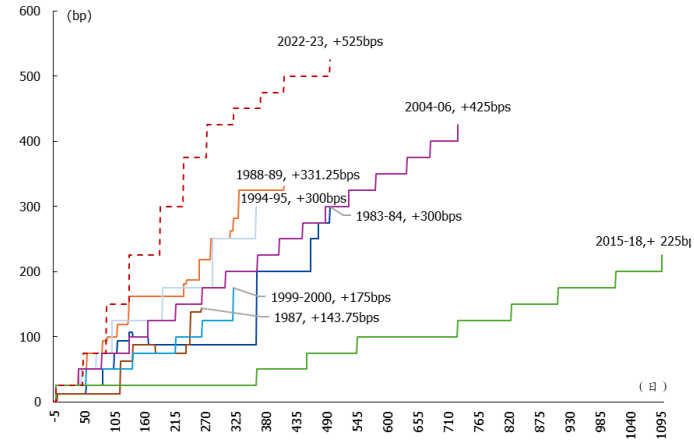
图表10：美联储政策利率 VS 美国中性利率



资料来源：Bloomberg，Github，国盛证券研究所
注：中性利率基于克利夫兰联储 Zaman 模型

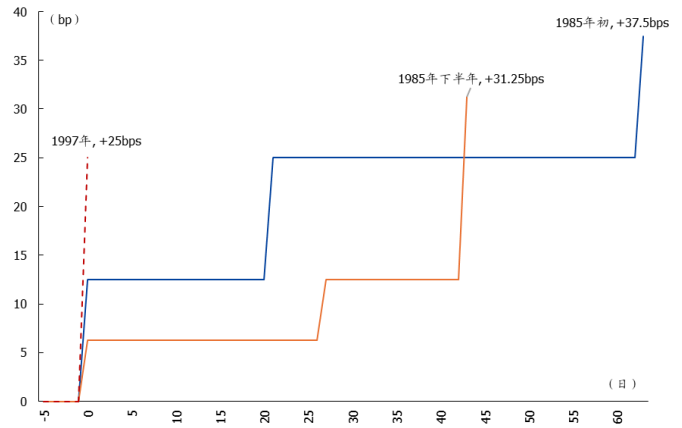
下载日志已记录，仅供内部参考

图表11：美联储 1983 年以来的 8 轮大型加息周期（平均+303bps）



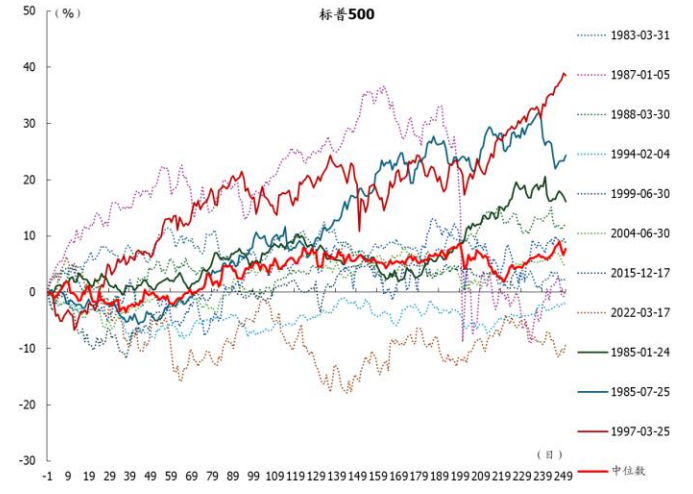
资料来源：Wind，国盛证券研究所

图表12：美联储 1983 年以来的 3 轮微调式加息（平均+31bps）



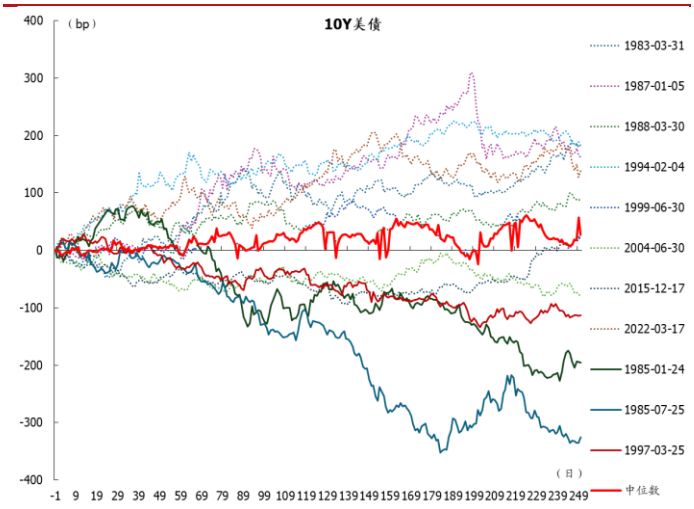
资料来源：Wind，国盛证券研究所

图表13：1983 年以来历次加息后美股表现（250 个交易日）



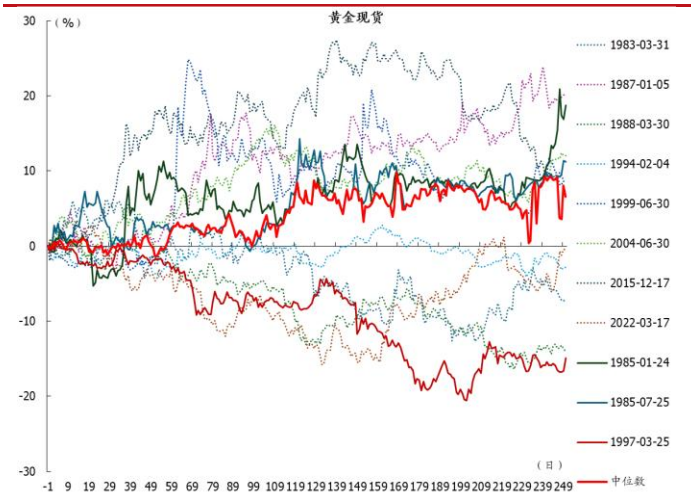
资料来源：Bloomberg，国盛证券研究所

图表14：1983 年以来历次加息后美债表现（250 个交易日）



资料来源：Bloomberg，国盛证券研究所

图表15：1983 年以来历次加息后黄金表现（250 个交易日）



资料来源：Bloomberg，国盛证券研究所

图表16：1983 年以来历次加息后美元表现（250 个交易日）



资料来源：Bloomberg，国盛证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

免责声明

国盛证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。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，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，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。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在 15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 10%以上

国盛证券研究所

北京
地址：北京市丰台区丽泽路 22 号院新华社国家金融信息大厦西塔 B 座 38 层
邮编：100077
邮箱：gsresearch@gszq.com

上海
地址：上海市浦东新区南洋泾路 555 号陆家嘴金融街区 22 栋
邮编：200120
电话：021-38124100
邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌
地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道 1115 号北京银行大厦
邮编：330038
传真：0791-86281485
邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳
地址：深圳市福田区福华三路 100 号鼎和大厦 24 楼
邮编：518033
邮箱：gsresearch@gszq.com