下载日志已记录，仅供内部参考

国金证券 SINOLINK SECURITIES

如果一共只有 25bp，甚至没有？

2026 年 09 月 13 日

宏观经济点评

证券研究报告

宏观经济组
分析师：钟天（执业 S1130526020001）
zhongtian@gjzq.com.cn
分析师：宋雪涛（执业 S1130525030001）
songxuetao@gjzq.com.cn

如果一共只有 25bp，甚至没有？

基本内容：

从 2025 年初开始，市场习惯用“最后一公里”来描述美国去通胀进程；但从现在回头看，这“一公里”可能永远也无法抵达。对于内生经济而言，美国正在经历的是一轮又一轮的价格扰动接力：机票，2 月的服装，3 月的汽油，4-5 月的金融服务，6-7 月的医疗服务，以及 8 月的通信服务——约四分之三的月度波动最终被后续反向所抵消。每一次单独看，都有足够理由被解释为“暂时性”，但当暂时性因素开始轮流出现，暂时本身就逐渐变成了一种结构。

商品通胀更是无法回到公卫事件前的通缩环境。2020 年以来，全球先后经历公卫事件、俄乌战争、全面关税以及中东冲突的冲击。当新冲击到来的间隔短于旧冲击的消化时间，单次冲击即使不是永久性的，商品端通胀也可能长期表现得更永久。好在对于商品消费而言，美国的利率“足够有限制性”，以至于需求端并未带来更高通胀水平。

当越来越多分项开始以不同时间、不同节奏对总通胀形成边际贡献，其持续性正在变得更加难以判断。对于联储而言，这种通胀比 2022 年更难处理：2022 年的政策紧缩方向非常清楚；今天的问题则是通胀没有高到迫使联储连续加息，却又足够顽固——处在无法宣布胜利（继续降息），却又不甘承认失败的尴尬状态（连续加息）。

因此，联储面临更现实的问题是，似乎只有一次 25bp 的加息空间，那应该在什么时候使用，又希望换来什么？如果只加一次，真正最明显的政治意义可能只是向市场证明沃什并不是特朗普的“提线木偶”，同时给特朗普中期选举增加一点压力。

但如果下一次会议马上停止，这种“独立性展示”反而会变得更难解释：既然只需要加一次，为什么这一次非加不可？到底依据的是通胀水平、趋势、预期，还是纯粹为了显示姿态？倒过来看，9 月不加息的最大阻力不来自经济数据，而来自联储自己：对 9 月加息的近乎完全定价是联储官员沟通引导下的产物，不加息的市场后果才是最沉重的包袱，而不是连续 62 个月高于 2%通胀目标所对应的实体经济。

真正决定中期政策方向的，还是 AI 究竟能够带来生产力提升，还是主要制造投资需求。美国经济面临的现实问题是经济从消费转向投资的过程中面临的周转效率下降，通胀和高利率都是经济转型的结果，这些也并非联储能解决的。相比货币政策，经济转型阶段的财政政策，以及美国财政融资才是更大的政策问题。

风险提示

1）宏观经济数据频率较低，对于跨境行业数据估计存在滞后性；2）美国产业政策受党派影响明显，执政党派的更换可能引发产业政策回溯；3）AI 技术发展与产业投资存在较大不确定性。

下载日志已记录，仅供内部参考

内容目录

风险提示 7

图表目录

图 1：核心 CPI 已非常接近公卫事件前水平 3
图 2：8 月美国 CPI 的异常因子落在通信服务与在外住宿，贡献约一半核心 CPI 增速 4
图 3：美国高技能服务业通胀主要受到医疗服务价格补涨推动 5
图 4：约四分之三的月度“高敏”波动最终被后续反向所抵消（单位:pct） 5
图 5：美国耐用品的需求偏弱限制了商品通胀的上行水平 6
图 6：当前对 9 月加息 25pb 的定价概率接近 90% 6

下载日志已记录，仅供内部参考

从 2025 年初开始，市场习惯用“最后一公里”来描述美国去通胀进程；但从现在回头看，这“一公里”可能永远也无法抵达。对于内生经济而言，美国正在经历的是一轮又一轮的价格扰动接力：1 月的机票，2 月的服装，3 月的汽油，4-5 月的金融服务，6-7 月的医疗服务，以及 8 月的通信服务——约四分之三的月度波动最终被后续反向所抵消。每一次单独看，都有足够理由被解释为“暂时性”，但当暂时性因素开始轮流出现，暂时本身就逐渐变成了一种结构。

商品通胀更是无法回到公卫事件前的通缩环境。2020 年以来，全球先后经历公卫事件、俄乌战争、全面关税以及中东冲突的冲击。当新冲击到来的间隔短于旧冲击的消化时间，单次冲击即使不是永久的，商品端通胀也可能长期表现得更永久。好在对于商品消费而言，美国的利率“足够有限制性”，以至于需求端并未带来更高通胀水平。

当越来越多分项开始以不同时间、不同节奏对总通胀形成边际贡献，其持续性正在变得更加难以判断。对于联储而言，这种通胀比 2022 年更难处理：2022 年的政策紧缩方向非常清楚；今天的问题则是通胀没有高到迫使联储连续加息，却又足够顽固——处在无法宣布胜利（继续降息），却又不甘承认失败的尴尬状态（连续加息）。

因此，联储面临更现实的问题是，似乎只有一次 25bp 的加息空间，那应该在什么时候使用，又希望换来什么？如果只加一次，真正最明显的政治意义可能只是向市场证明沃什并不是特朗普的“提线木偶”，同时给特朗普中期选举增加一点压力。

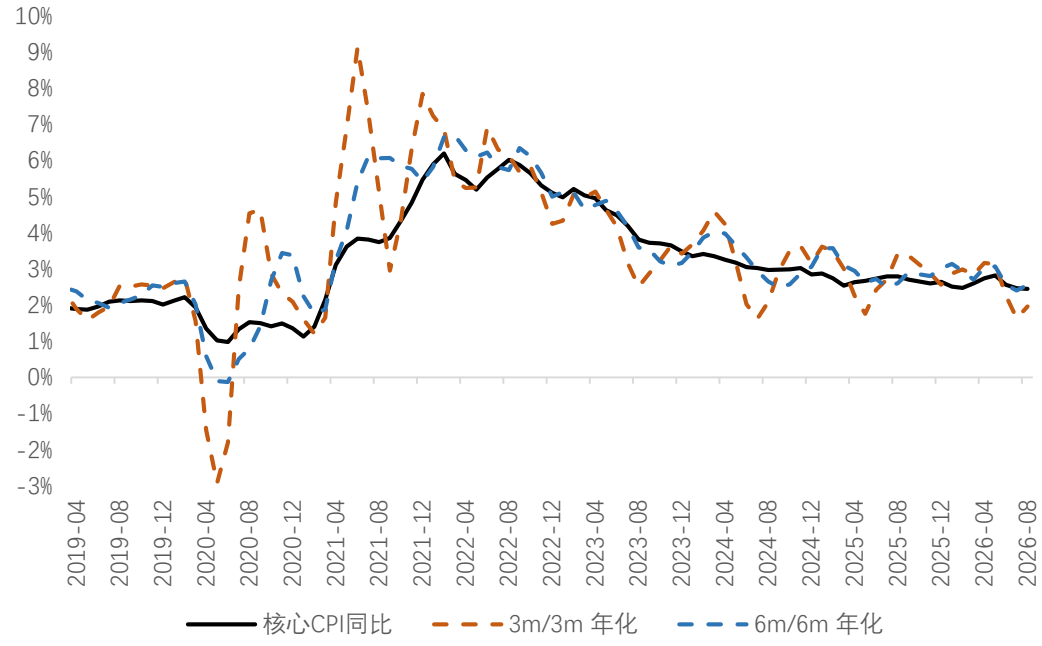
但如果下一次会议马上停止，这种“独立性展示”反而会变得更难解释：既然只需要加一次，为什么这一次非加不可？到底依据的是通胀水平、趋势、预期，还是纯粹为了显示姿态？倒过来看，9 月不加息的最大阻力不来自经济数据，而来自联储自己：对 9 月加息的近乎完全定价是联储官员沟通引导下的产物，不加息的市场后果才是最沉重的包袱，而不是连续 62 个月高于 2%通胀目标所对应的实体经济。

真正决定中期政策方向的，还是 AI 究竟能够带来生产力提升，还是主要制造投资需求。美国经济面临的现实问题是经济从消费转向投资的过程中面临的周转效率下降，通胀和高利率都是经济转型的结果，这些也并非联储能解决的。相比货币政策，经济转型阶段的财政政策，以及美国财政融资才是更大的政策问题。

一、走不完的去通胀“最后一公里”

美国服务价格在消化过去的成本冲击，商品价格则不断遭遇新的成本冲击；但实际上核心 CPI 同比已悄然回落到了 2.4%的水平，是自 2021 年通胀上升以来的最低读数，亦接近公卫事件前平均水平。

图 1：核心 CPI 已非常接近公卫事件前水平



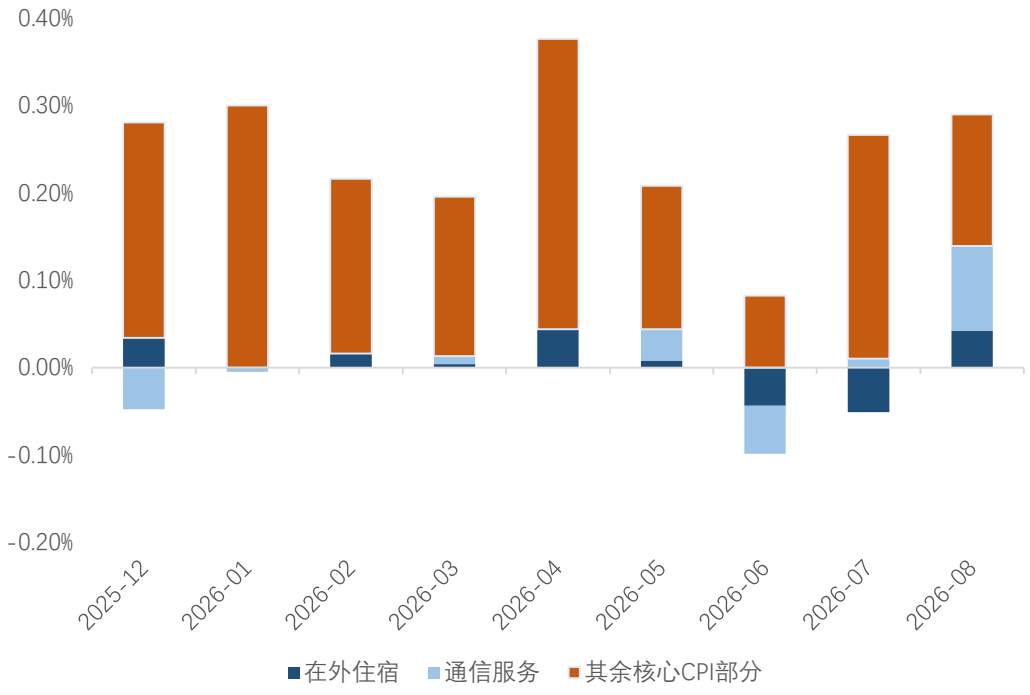
来源：WIND，国金证券研究所

回溯 2026 年前八个月，美国 CPI 最明显的特征并不是某一类价格持续加速，而是每个月都会冒出一两个此前不受关注的分项，权重不大、涨幅很大，对当月核心 CPI 形成超比例贡献，下个月又可能迅速反向；反而大家持续担忧的高权重住房通胀仍继续回落。

8 月，这个异常因子落在了通信服务和在外住宿价格：前者价格环比增长 5.37%，创有数据以来最高增速，贡献核心 CPI 0.10%；后者价格环比增长 2.36%，贡献核心 CPI 约 0.04%，两项合计贡献 8 月一半的增速水平。

下载日志已记录，仅供内部参考

图 2：8 月美国 CPI 的异常因子落在通信服务与在外住宿，贡献约一半核心 CPI 增速



来源：WIND，国金证券研究所

当然，我们可以去继续深究原因：2025 年 7 月起对无线服务改用替代数据法，使该分项对运营商调价高度敏感；AT&T 此前已经对部分老无限流量套餐进行提价，7-8 月 T-Mobile 等运营商又有一批多年低价老套餐到期，被集中迁移到价格更高的新计划，多个调价动作集中到同一统计窗口带来了历史最高的环比价格上涨水平。

但如果我们把眼光放长远一点，今年以来我们一直在不停地为临时性 CPI 寻找理由：

第一组是**旅行和临时住宿价格**。机票 1 月上涨 6.5%，3-5 月继续上涨，7 月住宿下降 2.8%，8 月又反弹 2.4%——世界杯的 6-7 月“该强不强”，而 8 月却明显反弹恰恰说明该分项缺乏粘性。

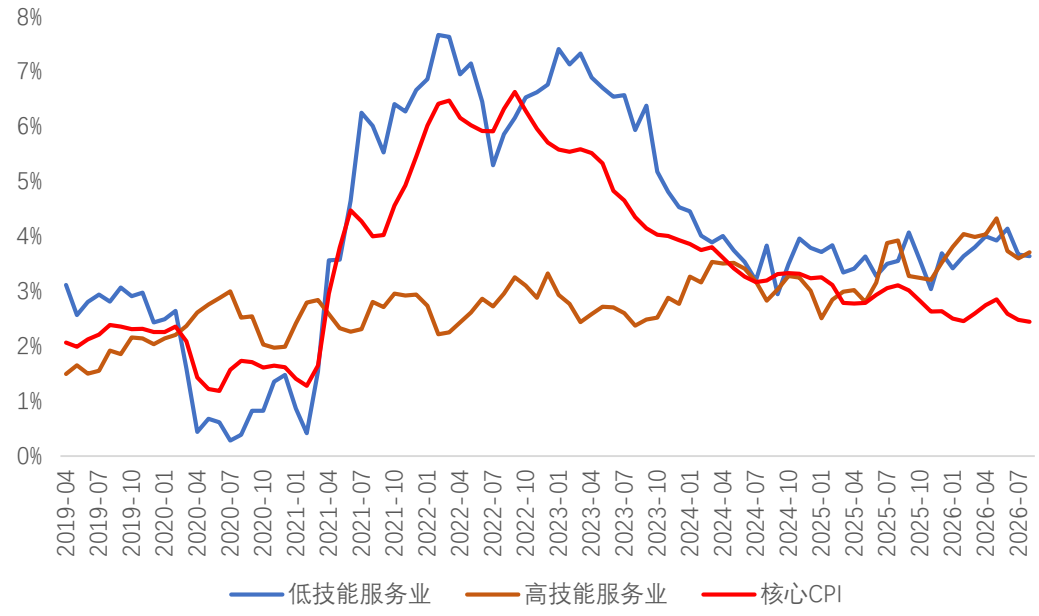
第二组是**套餐及统计方法调整**。金融服务、无线通信的权重很小，但月度变动极大。金融服务 1 月下降 10%，4-5 月又分别上涨 8.5%和 8.3%；无线通信 6 月下降 3.3%，8 月上涨 5.9%。统计方法的调整，产品质量调整和促销节点都带来了更大波动。

第三组是**保险和医疗支付价格**。汽车保险今年持续提供负贡献，而医疗价格则在不同月份反复变化；但总的来说我们看到了医疗价格的追赶效应。



下载日志已记录，仅供内部参考

图 3：美国高技能服务业通胀主要受到医疗服务价格补涨推动



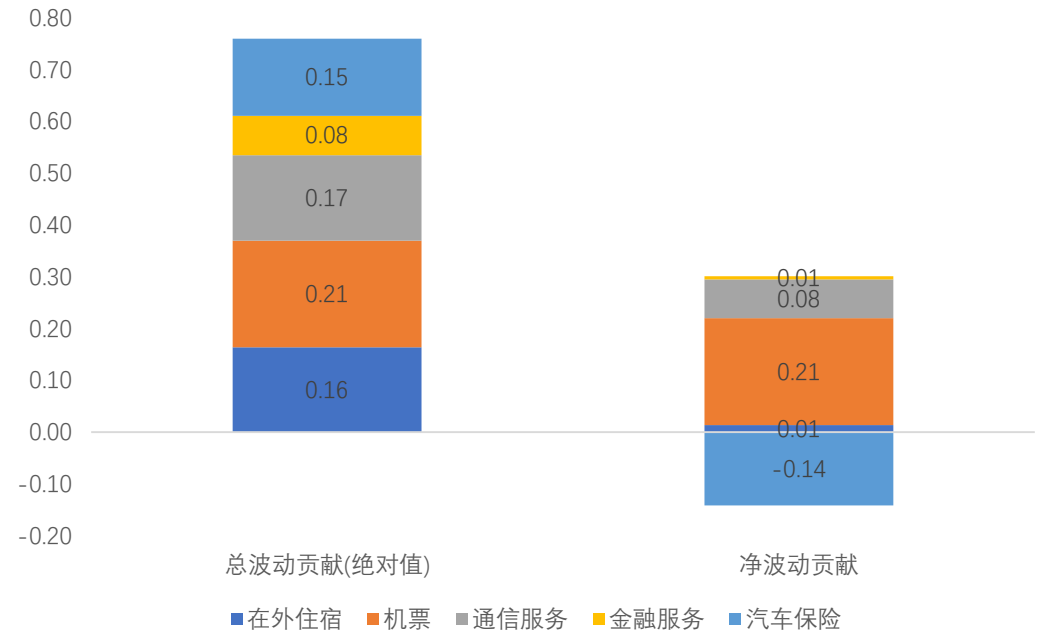
来源：WIND，国金证券研究所

因此，如果每个月都根据当月最大的分项找解释，就会先后得到“机票通胀（能源价格传导）”、“金融服务通胀（美股涨太好、保险追赶涨价）”、“通信通胀（套餐一次性调整）”和“教育通胀”，但这些解释彼此并不连续。

但如果我们把 1-8 月看作一个整体，结论却是清晰的：异常项波动很大，累积方向却非常弱。把机票、住宿、无线通信、金融服务和汽车保险五个分项单独拿出来，1-8 月，这五项对总体 CPI 的月度贡献绝对值累计约为 0.76 pct，但净贡献累计只有约 0.16 pct。

也就是说，这些分项约四分之三的月度波动（无论正负贡献）最终被后续反向所抵消，主要制造的是月度波动，而不是持续的价格水平抬升。

图 4：约四分之三的月度“高敏”波动最终被后续反向所抵消（单位:pct）



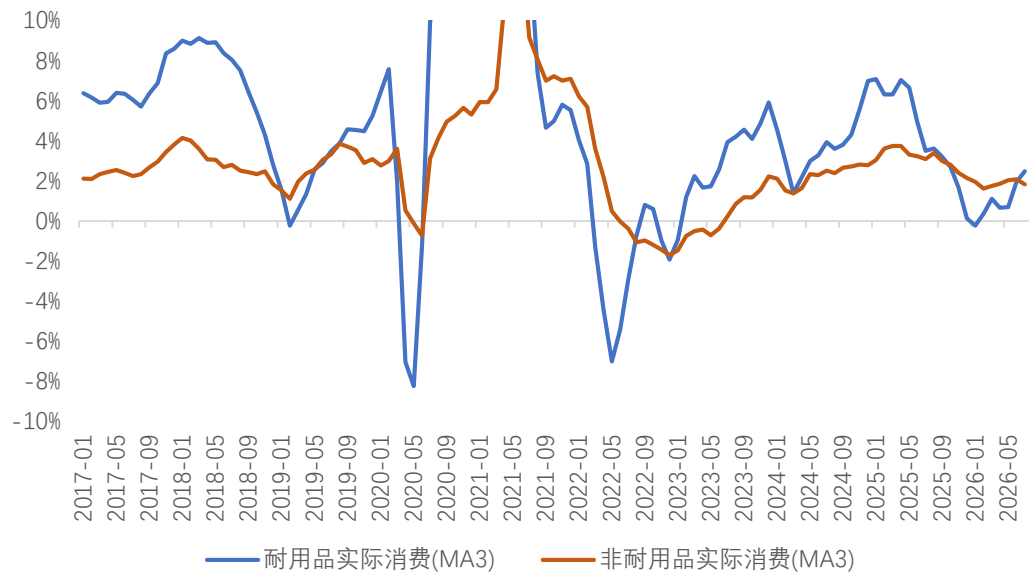
来源：WIND，国金证券研究所

除了内生服务的各种异质性之外，四轮供给侧冲击带来的商品通胀也不断地首尾相接。当新冲击到来的间隔短于旧冲

击的消化时间，单次冲击即使不是永久性的，总量通胀也可能长期表现得像永久性的——好在对于商品消费而言，美国的利率“足够有限制性”，以至于需求端并未火上浇油带来更高通胀水平。

总的来说，当前通胀偏高的主要原因仍是旧冲击的延迟传导与新冲击的连续到来，这些冲击并未明显改变普遍定价行为，也并未得到持续强劲需求的支持；

图 5：美国耐用品的需求偏弱限制了商品通胀的上行水平



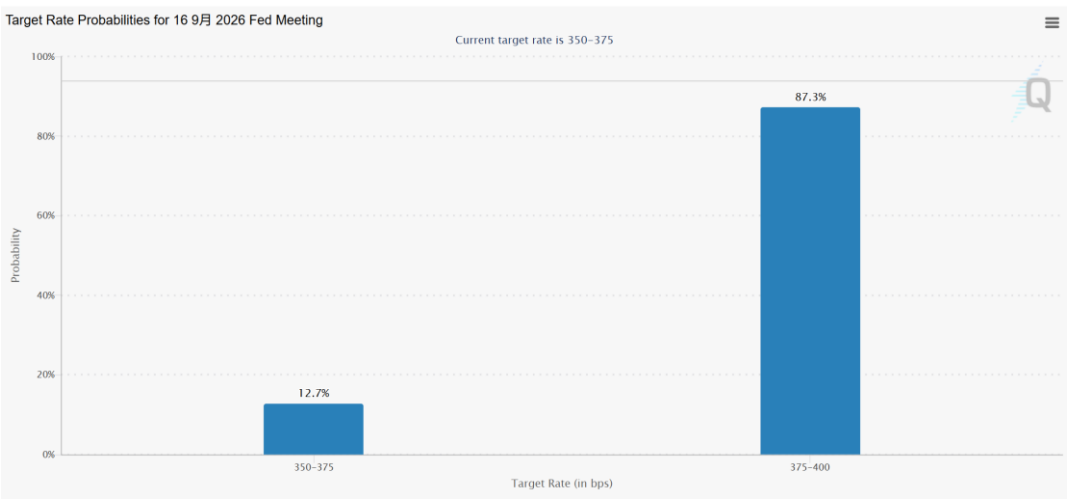
来源：WIND，国金证券研究所

二、如果一共只有 25bp 加息，乃至不加？

如果通胀结构呈现的是一轮又一轮的异质性，如果价格主要是在补做过去的调整，那加息对近期通胀的作用就极为有限，却可能先压低当前更具价格弹性的消费与就业。因此，联储面临更现实的问题是，似乎只有一次 25bp 的加息空间，那应该在什么时候使用，又希望换来什么？

真正最明显的政治意义只是向市场证明沃什并不是特朗普的“提线木偶”，同时给特朗普中期选举增加一点压力。如果只是象征性加一次然后停下，能够提供的增量信息非常有限，反而让市场更难理解联储的反应函数，也不能让联储获得更多的声誉。换言之，保持利率不变也依然摆在 9 月 FOMC 桌上供联储官员选择。

图 6：当前对 9 月加息 25pb 的定价概率接近 90%



来源：CME-FEDWATCH，国金证券研究所（数据截至 2026 年 9 月 13 日）

历史上也存在“加一次就停”的情况。我们简单的引用 1997 年 3 月格林斯潘的原话：“我认为，我们正在考虑的这次行动不会是最后一次紧缩行动，（不是最后一次）的概率高于 50%”；换言之，哪怕是 1997 年那次最浅的加息转向，也没有人不在起始去进行连贯的紧缩下注；但最终，第一次加息也成为了最后一次。

但到了 1999 年，政策转向的本质发生了变化。在 1998 年为了应对亚洲金融危机和 LTCM 风险事件等预防式降息 75bp

下载日志已记录，仅供内部参考

的基础上，选择的加息回溯以及延续加息，且全周期加息幅度达到了 6 次共计 175bp。市场角度看，彼时也开始担心科技投资更多体现为投机泡沫，资产价格和总需求快速扩张，美联储随后进入更连续的紧缩过程。

今天真正对应的问题也是一样：AI 到底主要是在提高生产率、增加供给，还是主要在制造投资需求和资产泡沫？现实情况可能是两者同时存在。AI 已经在编程、科研、金融、医疗等场景提高效率，也确实创造了新的供给能力；但在当前阶段，它创造的数据中心、芯片、电力和融资需求，可能仍然数倍于已经释放出来的生产率增量。

这也是沃什设立多个工作小组、其中包括一个专门研究生产率与通胀关系的重要原因。只有等这些研究形成更清晰判断，美联储才能决定 AI 究竟意味着未来技术性通缩，还是需要货币政策长期对冲的需求扩张。

哪怕最终 9 月选择加息，也很可能是选择展示更鸽派姿态，强调数据依赖，强调货币政策双向灵活度。现实角度看，这意味着 25bp 加息后便无限停止，等数据走弱顺势继续降息；这种路径也算是短期维度完成对市场，对联储，以及对美国人民的交代。

真正决定是否连续加息的时间点，更可能在今年底甚至明年。如果 AI 最终被证明明显提高生产率，同时又通过替代劳动压低居民收入和非 AI 需求，那么货币政策甚至可能重新面对降息压力。加得越多，非 AI 经济越弱，未来重新降息的时间反而可能越早。

美国经济面临的现实问题是经济从消费转向投资的过程中面临的周转效率下降，通胀和高利率都是经济转型的结果，这些也并非联储能解决的。相比货币政策，经济转型阶段的财政政策，以及美国财政融资才是更大的政策问题。

风险提示

1）宏观经济数据频率较低，对于跨境行业数据估计存在滞后性；2）美国产业政策受党派影响明显，执政党派的更换可能引发产业政策回溯；3）AI 技术发展与产业投资存在较大不确定性。

下载日志已记录，仅供内部参考

特别声明：

国金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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海
电话：021-80234211
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn
邮编：201204
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 5 楼

北京
电话：010-85950438
邮箱：researchbj@gjzq.com.cn
邮编：100005
地址：北京市东城区建内大街 26 号新闻大厦 8 层南侧

深圳
电话：0755-86695353
邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：518000
地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806

【小程序】
国金证券研究服务

【公众号】
国金证券研究