下载日志已记录，仅供内部参考

东吴证券 SOOCHOW SECURITIES

海外周报 20260914

9 月 FOMC 前瞻：加息的 N 种情景假设——海外周报 20260914

2026 年 09 月 14 日

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 韦祎
执业证书：S0600525040002
weiy@dwzq.com.cn
证券分析师 王茁
执业证书：S0600526010001
wangzhuo@dwzq.com.cn

■ **核心观点：**9 月 FOMC 变量极多，中东局势对油价与即期通胀的影响、联储对 8 月 CPI 的理解、决议的反对票数、点阵图的分布、沃什的发布会可推演出极多的排列，没有所谓的高概率情景。基准情景下 9 月 FOMC 加息 25bps，点阵图指引全年再加息 25bps。**若油价风险缓释，核心通胀在噪音消除与高利率压制下继续回落，则 9 月 FOMC 应是美元流动性利空出尽的时点**。另外，若油价回落显著，美联储对 8 月核心 CPI 的判断更侧重噪音扰动，不排除延后加息（9 月不加、点阵图指引年内 1 次加息）的情景发生。

■ **大类资产：**上周中东局势持续升级，原油延续大涨，全球风险资产下挫；叠加 8 月 PPI 未显著降温、核心 CPI 环比超预期，美联储加息预期强化，紧货币交易升温。股市方面，欧美主要指数收跌，但板块之间、科技股内部表现分化，盈利支撑较强的半导体、AI 硬件成为“避风港”，韩股领涨全球主要股指。债市方面，主要经济体国债收益率整体上行，周五 CPI 数据公布后，期限利差收敛，2 年美债收益率全周上涨 25.3bps，10 年美债收益率上涨 18.5bps。

■ **海外经济：**上周公布的美国景气数据、地产销售逊于预期，通胀数据则整体高于预期，彭博美国经济意外指数保持震荡，其中通胀指数上修。欧洲方面，受逊于预期的德、法工业产值影响，彭博欧元区经济意外指数小幅下修，再度回落至负区间。

■ **9 月 FOMC 前瞻：**北京时间 9 月 17 日 2:00，美联储将公布 9 月议息决议。**本次决议及其影响市场的变量极多**：①上半周中东局势与油价的变化将影响联储对即期通胀的判断；②联储委员们对 8 月 CPI 的理解更侧重表观读数超预期还是内在原因是不可持续的噪音；③决议结果的反对票数量；④点阵图对今明两年底政策利率的指引与分布情况；⑤沃什在发布会上是否再现“鹰派演讲稿+鸽派记者问答”的组合。因此，9 月 FOMC 的情景具有极多的排列，且每种情景对应的概率都不会特别高。**基准情景下，我们预期 9 月 FOMC 将与市场当前定价一致，即 9 月加息 25bps，点阵图指引全年额外 25bps 的加息。若中东局势缓解带动油价回落，高利率的压制、8 月 CPI 噪音的消除与 9 月 30 日 BEA 对核心 PCE 的下修意味着 9 月 FOMC 应是美元流动性利空出尽的时点**。

■ **9 月 FOMC 的经典情景：延后加息、前置加息、鹰派加息。①延后加息**：若中东局势在本周初缓解，且联储内部最终更倾向于将 8 月核心 CPI 环比的超预期定性为噪音扰动而非趋势恶化，则美联储可能给出 9 月不加息但点阵图指引年内加息 1 次的组合。这预计将重演 7 月 FOMC 的沃什信用危机交易，长端美债期限利差的走阔将导致长债利率上行、黄金上涨、美股估值承压；**②前置加息**：同样需要油价回落，但美联储对 8 月核心 CPI 的理解更多是表观读数的超预期而非背后的噪音扰动，最终决议加息 25bps，但鉴于通胀前景不确定性较大，点阵图中位数持平 6 月，即指引年内不再额外加息。这预计重演 8 月 CPI 公布后的前置加息剧本，2、10 年美债利率与期限利差均将回落，美股上涨，黄金因 10 年 TIPS 回落带来的上涨将部分被美元信用的改善冲销；**③鹰派加息**：若油价维持高位或继续向上突破，美联储将在 9 月加息 25bps，且点阵图可能指引今年 2 次或明年额外 3 次的加息预期。这一组合更贴近 2022 年加息周期的剧本，带来的可能是更纯粹的流动性冲击，对应美债利率的上行与黄金、美股的下跌。

■ **风险提示：**美伊局势超预期；特朗普政策超预期；美联储政策超预期

相关研究

《9 月 18 城二手房成交面积或同比转负》

2026-09-13

《通胀预期升温海外承压，A 股震荡分化，结构性机会关注科技成长》

2026-09-13



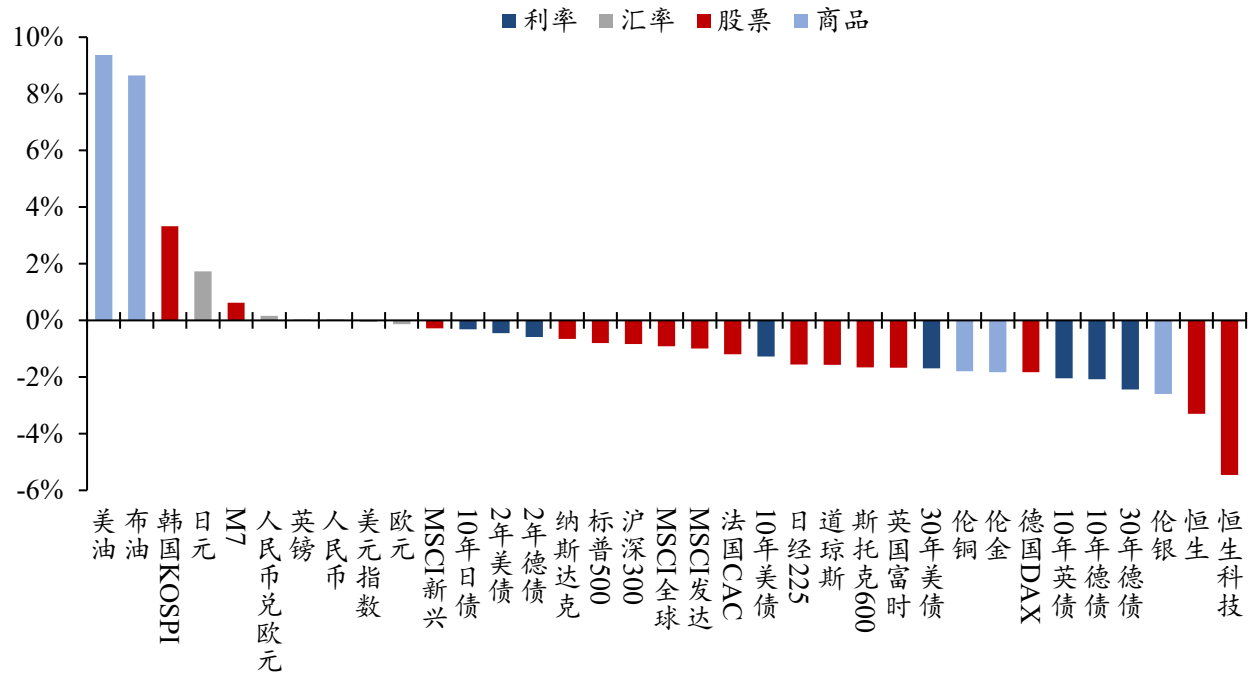
请务必阅读正文之后的免责声明部分

下载日志已记录，仅供内部参考

1. 大类资产

上周（9 月 7 日至 9 月 13 日），**中东局势持续升级，沙特炼油设施遇袭与石油出口替代路线受阻，原油延续大涨，全球风险资产下挫；叠加 8 月 PPI 未显著降温、核心 CPI 环比超预期，美联储加息预期强化，紧货币交易升温**。周初，美伊围绕油轮、军舰及军事基地展开新一轮相互袭击，叠加胡塞武装打击沙特能源设施，市场重新定价原油供应中断风险，布伦特原油在 9 月 9 日突破 100 美元/桶。周四，胡塞武装夺取红海港口并向曼德海峡推进，沙特东西向输油管道遇袭停运，能源运输风险进一步扩散至霍尔木兹海峡的替代出口路线，布伦特原油一度升至 107 美元/桶，欧美股债同步承压，2 年、10 年期美债收益率当日上涨均超 10bps。经济数据方面，上周市场聚焦美国通胀。周四公布的 8 月美国核心 PPI 环比温和，但总体 PPI 同比高于预期，并未打消通胀担忧；周五公布的 8 月美国核心 CPI 环比意外高于预期，令 9 月加息几乎“板上钉钉”，不过对通胀前景改善的预期令市场交易“利空出尽”，短端美债收益率上行，期限溢价收窄，风险偏好有所修复，美股和黄金上涨。**全周来看，原油大涨、继续领涨全球主要资产，全球主要股指与国债均下跌**。**股市方面**，欧美主要指数收跌，但板块之间、科技股内部表现分化，盈利支撑较强的半导体、AI 硬件成为“避风港”，韩国市场受益于这一结构性行情，上周录得 3.33%的涨幅，领涨全球主要股指。**汇率方面**，日元受到日央行加息预期支撑而连续第二周录得显著上涨。**债市方面**，主要经济体国债收益率整体上行，其中美国财政部回购力度不及预期一度带动长端美债收益率大幅上行，随后在周五 CPI 数据公布后，期限利差收敛，2 年美债收益率全周上涨 25.3bps，10 年美债收益率上涨 18.5bps。

图1：上周（9 月 7 日至 9 月 13 日）大类资产回报率



数据来源：彭博、东吴证券研究所；利率资产为利率期货合约

请务必阅读正文之后的免责声明部分

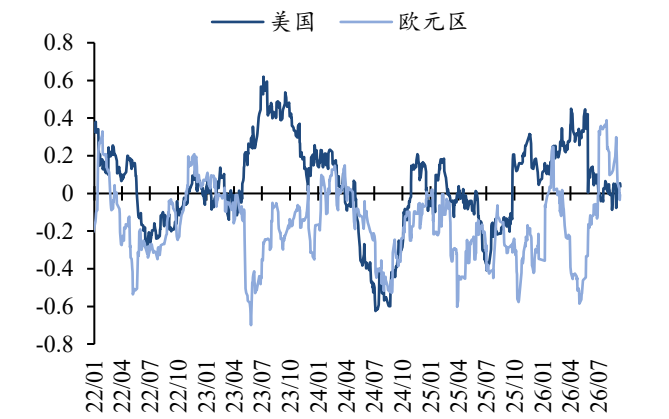
下载日志已记录，仅供内部参考

2. 海外经济

2.1. 上周回顾

上周公布的美国景气数据、地产销售逊于预期，通胀数据则整体高于预期，彭博美国经济意外指数保持震荡，其中通胀指数上修。景气指数方面，上周公布的 8 月美国 NFIB 小企业乐观指数逊于预期，9 月密歇根大学消费者信心指数再度跌至 47.8，预期 51.0，前值 51.7。通胀方面，上周公布的 8 月核心 PPI 环比低于预期、但总体 PPI 同比高于预期，并未打消市场通胀上行担忧；8 月核心 CPI 环比则意外超预期，9 月加息预期强化。与此同时，密歇根大学消费者 1 年期通胀预期大幅反弹至 4.6%，预期 4.2%，前值 4.0%，5-10 年期通胀预期同样从前值 3.3%升至 3.4%，通胀预期抬头。欧洲方面，受逊于预期的德、法工业产值影响，彭博欧元区经济意外指数小幅下修，再度回落至负区间。

图2：彭博美国和欧元区经济意外指数



数据来源：彭博、东吴证券研究所

图3：彭博美国经济意外指数增长和通胀分项



数据来源：彭博、东吴证券研究所

8 月美国核心 CPI 环比超预期，其他分项符合预期，9 月加息预期强化：8 月 CPI 环比+0.396%，前值+0.07%；核心 CPI 环比+0.29%，预期+0.2%，前值+0.22%。CPI 同比+3.397%，前值+3.365%；核心 CPI 同比+2.446%，前值+2.478%。除核心 CPI 环比超预期以外，其他分项符合预期，而这也是 2025 年 1 月以来核心 CPI 环比首次高于市场预期（剔除 2026 年 4 月的统计扰动）。从结构看，核心 CPI 环比的超预期来自少数项目的显著贡献，包括酒店、机票等高波动项，以及电信运营商集中涨价和统计方法的放大，通胀扩散度反而有所收敛。数据公布后，交易员对美联储全年加息预期升至 2 次，到明年 9 月累计加息预期 3.7 次，这一定价已十分充分；而与此同时，对后续核心通胀改善的预期、政策不确定性消退令市场交易“利空出尽”，短期美债利率上行、长期美债利率下行，期限利差收窄，美股和黄金上涨（详见报告*《美国 8 月 CPI：“恰到好处”的加息前奏——2026 年 8 月美国 CPI 数据点评》*）。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

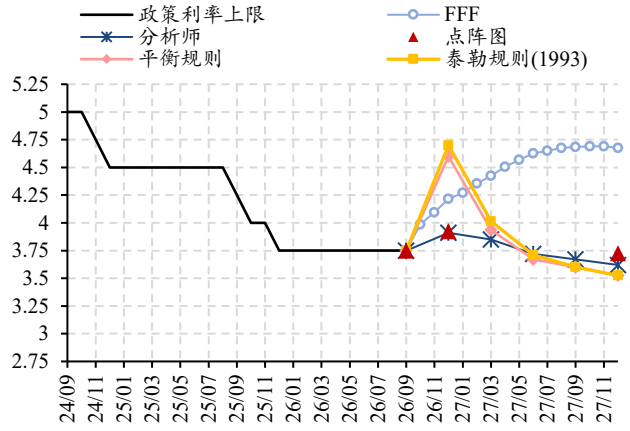
下载日志已记录，仅供内部参考

2.2. 9 月美联储 FOMC 会议前瞻

北京时间 9 月 17 日（本周四）凌晨 2:00，美联储将公布 9 月议息决议。8 月 CPI 数据公布后，市场对 9 月加息预期升至 88%，全年加息预期升至 2 次/50bps，截至 2027 年 9 月加息预期 3.7 次/93bps。

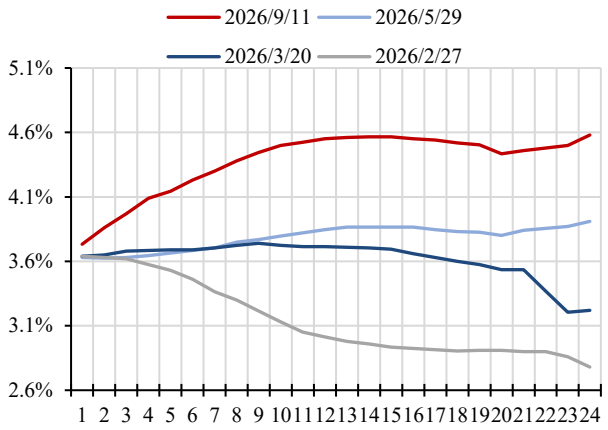
本次 FOMC 议息决议及其影响市场的变量极多：①上半周中东局势与油价的变化将影响联储对即期通胀的判断；②联储委员们对 8 月 CPI 的理解更侧重表观读数超预期还是内在原因是不可持续的噪音；③决议结果的反对票数量；④点阵图对今明两年底政策利率的指引与分布情况；⑤沃什在发布会上是否再现“鹰派演讲稿+鸽派记者问答”的组合。因此，9 月 FOMC 的情景具有极多的排列，且每种情景对应的概率都不会特别高。**基准情景下，我们预期 9 月 FOMC 将与市场当前定价一致，即 9 月加息 25bps，点阵图指引全年额外 25bps 的加息。若中东局势缓解带动油价回落，高利率的压制、8 月 CPI 噪音的消除与 9 月 30 日 BEA 对核心 PCE 的下修意味着 9 月 FOMC 应是美元流动性利空出尽的时点。**

图4：美联储政策利率上限预期



数据来源：彭博、东吴证券研究所；单位%

图5：不同时期 FFF 对未来 2 年联储政策利率预期



数据来源：彭博、东吴证券研究所；横轴为未来月份数

对于资产的影响而言，在加息已接近充分定价的前提下，点阵图票型与发布会基调将是更重要的变量，而这将高度取决于未来几天特朗普是否 TACO 与油价走势，而二者均具有高度不确定性。总结来看，9 月 FOMC 会议不同情景对大类资产的影响可大致分为几个情景：

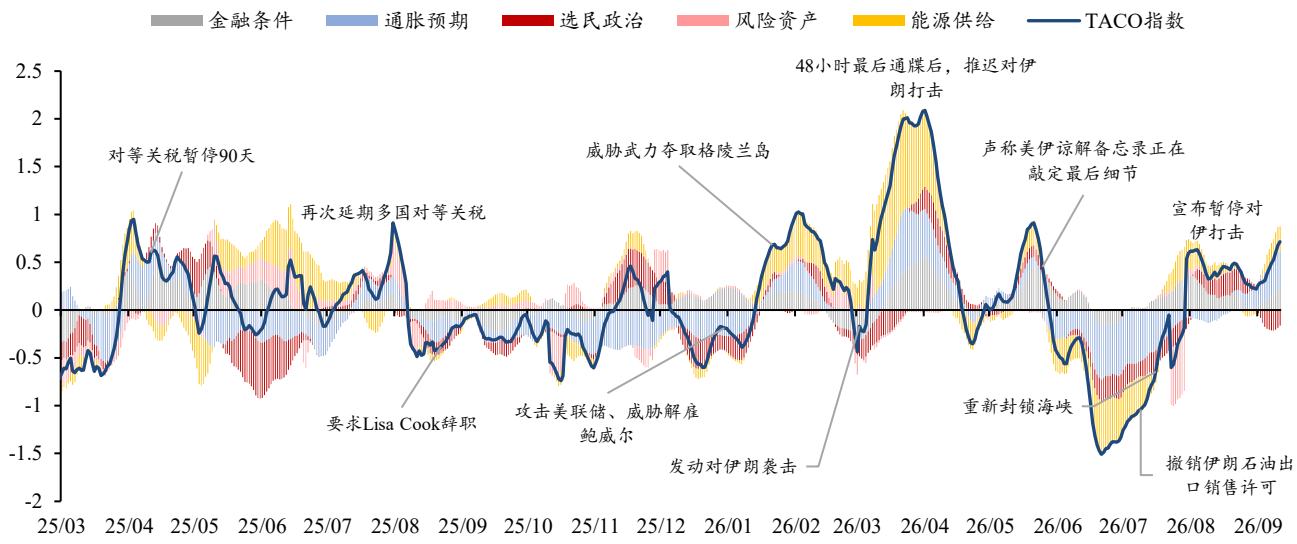
（1）延后加息。由于当前 TACO 指数在绝对高位，油价的显著回落确实能给 9 月不加息一线生机，但概率较低。若本周初特朗普 TACO 带动中东局势缓和、油价明显回落，且联储内部最终更倾向于将 8 月核心 CPI 环比的超预期定性为噪音扰动而非趋势恶化，则美联储可能做出暂缓 9 月加息的决策，但同时点阵图指引年内还有 1 次加息。这一情景下，若沃什在发布会未能有效表达暂缓加息原因、释放过于鸽派的信号，则市场易将这一组合解读为美联储受政治压力影响，重演 7 月 FOMC 后的沃什信用危机交易，

请务必阅读正文之后的免责声明部分

下载日志已记录，仅供内部参考

长端美债期限利差的走阔将导致长债利率上行、黄金上涨、美股估值承压。

图6：特朗普 TACO 指数



数据来源：彭博、东吴证券研究所

（2）前置加息。即 9 月加息 1 次，点阵图中位数持平 6 月、即指引年内不再加息。由于这一结果比当前市场定价更鸽，市场将定价“前置”加息，未来加息预期回吐，风险偏好改善。这一情景的前提是特朗普 TACO 带动油价回落，但美联储对 8 月核心 CPI 的理解更多是表观读数的超预期而非背后的噪音扰动、通胀前景的不确定性较大。此外，沃什需要在发布会表现稳重、并有效表达此次加息为一次性“前置”加息而非连续加息周期的开启，则市场预计将重演 8 月 CPI 公布后的前置加息剧本，2、10 年美债利率与期限利差均将回落，美股上涨，黄金因 10 年 TIPS 回落带来的上涨将部分被美元信用的改善冲销。

（3）鹰派加息。若油价维持高位或继续向上突破，美联储将大概率在 9 月落地 25bps 的加息，且点阵图可能指引今年 2 次或明年额外 3 次的加息预期。这一组合更贴近 2022 年加息周期的剧本，带来的可能是更纯粹的流动性冲击，对应美债利率的上行、黄金和美股的下跌。若具体到点阵图票型与发布会基调，不同程度的“鹰派”加息对市场的影响不一。

①基准情形：若油价维持当前高位，美联储加息 25bps，点阵图保留年内再加息一次的可能，发布会整体保持中性。这一组合与当前市场预期基本一致，因此市场反应预计较为温和，大类资产表现缺乏明确方向：2 年美债利率可能小幅上行、10 年美债利率变动不大，黄金小幅震荡走低，美股利率敏感板块承压。

②“超鹰派”加息：若油价仍处于高位，美联储加息 25bps，且 FOMC 委员对于通胀数据的解读更加谨慎，导致点阵图指向今年额外 2 次或明年额外 3 次的加息，发布会也未释放明显的鸽派信号。超预期鹰派的政策组合有助于强化美联储控通胀的决心，进

请务必阅读正文之后的免责声明部分

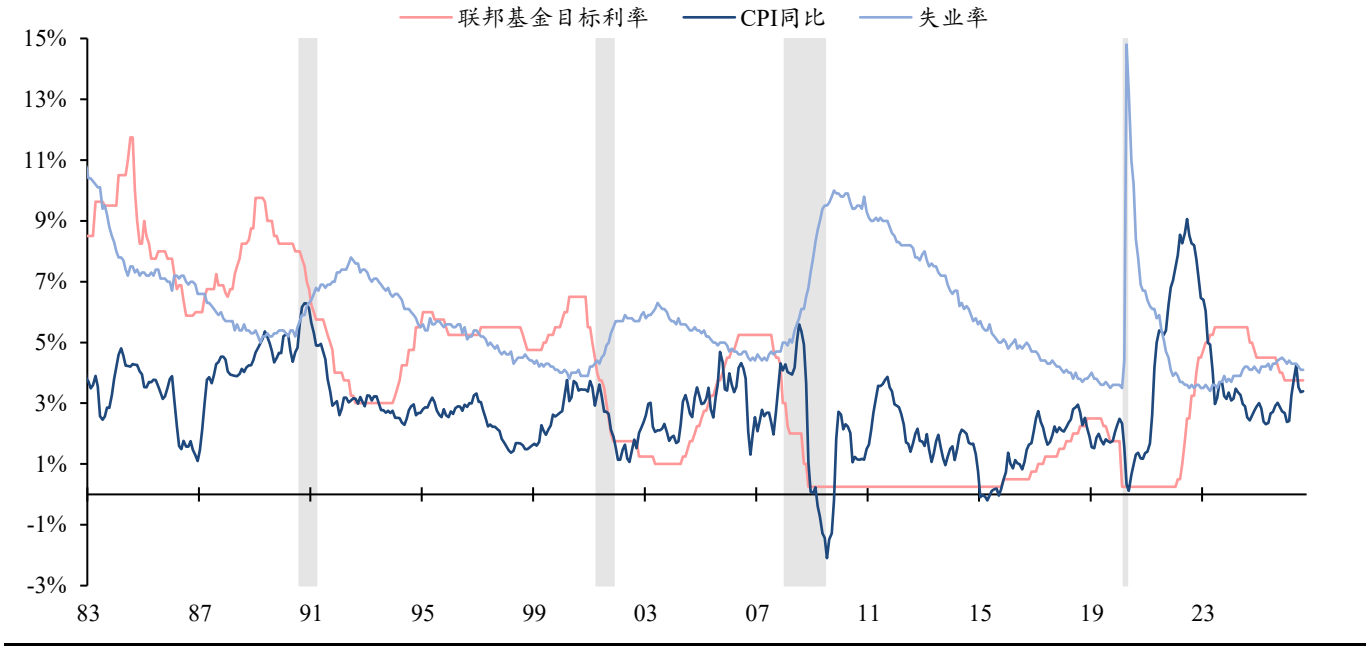
下载日志已记录，仅供内部参考

而修复美元信用，黄金可能下跌，美债同样承压；美股利率敏感板块可能受到持续加息的冲击，具有盈利支撑的 AI 硬件股相对抗跌，可能逆势上涨。

③尾部风险：若未来几天中东局势进一步失控、油价飙升至 120 美元/桶附近，美联储或可能以 50bps 开启加息，且点阵图继续指向年内两次加息，发布会维持鹰派立场。则市场将重新交易类似 2022 年的“通胀失控与激进加息”逻辑，流动性收紧将成为资产定价的主线。

向前看，若美联储于 9 月落地加息，此次加息更多是一次性的，还是在 26Q4 和明年连续加息？我们认为，短期看这仍将高度取决于油价；中期看 2027 年，由于上半年美国通胀有望迎来较为顺畅的下行通道，而美国增长前景取决于中期选举后的财政、油价以及 AI 产业发展趋势，同样存在不确定性，我们可以以史为鉴，从过往美联储的预防式加息周期中寻找经验。

图7：美国联邦基金利率、CPI 同比与失业率



数据来源：彭博、东吴证券研究所

我们把“预防式加息”定义为通胀暂未失控、因经济过热或通胀上行风险而进行的前置加息。1980 年以来，美联储曾经进行过多次预防式加息，分别为 1983-1984、1987、1988-1989、1994-1995、1997、1999-2000、2004-2006、2015-2018 年。这其中，1980 年代的行动受到“大滞胀”时代后影响，更侧重防止通胀反复，1994 年和 1997 年更突出在通胀尚未明显恶化时的提前干预，2004 年和 2015 年则包含从低利率周期中退出的“货币政策正常化”色彩。

其中，1994 年 2 月至 1995 年 2 月加息周期中，美联储政策利率从 3%升至 6%，从失业率和通胀率的变化来看，加息更多是预防增长过热而非通胀失控风险。1997 年 3 月的加息周期中，美联储仅加息 1 次，失业率在过程中继续保持下行，期间 1997 年 7 月

请务必阅读正文之后的免责声明部分

下载日志已记录，仅供内部参考

亚洲金融危机爆发后，加息节奏进一步搁置。而在增长复苏较为缓慢、且通胀上行压力较为温和的 2015-2018 年周期中，加息节奏在前期较为缓慢。总结来看，过往的预防式加息周期中，在不存在显著经济过热风险的周期下，加息的节奏相对平稳，且加息节奏取决于后续的增长预期、通胀走势和偶发的流动性风险事件。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

下载日志已记录，仅供内部参考

3. 风险提示

美伊局势超预期恶化，全球央行收紧货币政策；

特朗普政策超预期，令美国增长前景不确定性走高；

美联储政策超预期，加息更快落地。

下载日志已记录，仅供内部参考

东吴证券 SOOCHOW SECURITIES

免责声明

东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)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。

本研究报告仅供符合中国证监会《证券期货投资者适当性管理办法》规定的专业投资者使用，且接收人须为本公司认定并建立服务关系的专业机构投资者使用，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。本报告不面向普通投资者发布或传播。任何非专业机构投资者收到本报告后，应立即退回并销毁，不得依据本报告内容做出任何投资决策。

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