下载日志已记录，仅供内部参考

9 月 FOMC：通胀回落仍不足，政策路径整体偏鹰，AI 投资成为新的宏观变量


沈夏宜 分析师
Email:shenxiayi@lczq.com
证书:S1320523020004


魏争 分析师
Email:weizheng@lczq.com
证书:S1320524100001


魏然 研究助理
Email:weiran@lczq.com

投资要点：

9 月 FOMC 会议重启加息，是继 7 月暂停观察阶段后的关键政策转向。相较于 7 月会议主要提出经济与通胀前景中的待解问题，9 月会议在新增基本面数据支持下，委员会认为潜在通胀回落进程仍不足，因此决定进一步收紧政策，将联邦基金利率目标区间上调 25bp 至 3.75%–4.00%，以推动货币政策立场与充分就业、价格稳定的双重使命保持一致；同时，委员会继续维持银行体系充足准备金框架。**在政策沟通层面，沃什延续 6 月会议以来的沟通框架，并未提供个人利率路径预测。**在本次 FOMC 会议上，他重申此前杰克逊霍尔讲话所传递的政策立场，即坚守货币政策纪律，而非预先承诺某项具体政策决定，并明确未来政策调整取决于潜在通胀是否以清晰且足够的速度向 2%目标回落。基于当前数据表现，委员会认为这一条件尚未完全满足，因此全票通过加息决定，体现其推动价格稳定目标实现的决心。

相较于 7 月会议主要聚焦经济前景的不确定性，9 月会议基于更多经济数据，对经济增长、就业、通胀和金融条件进行了更全面的评估。整体来看，美国经济仍具韧性，劳动力市场继续再平衡，通胀长期高于目标水平，金融条件整体保持宽松。**美联储认为，经济活动仍以稳健速度扩张，尽管地缘政治等因素带来的不确定性仍然较高，但国内需求表现出较强韧性，生产率增长和资本投资均保持强劲。**具体来看，上半年实际 GDP 增长保持稳健，与去年同期增速大致相当。其中，实际私人国内最终购买（real private domestic final purchases，包括个人消费支出和私人固定投资）表现明显强于 GDP，显示内生经济动能可能有所改善。消费增长有所回升，AI 基础设施建设持续推动企业投资增长，并带动高科技资本品进口增加。此外，能源出口在中东供应扰动背景下升至较高水平。**劳动力市场整体保持稳定，并带有一些逐步收紧的迹象。**失业率维持在 4.1%左右的低位，较去年下半年平均水平低 0.3 个百分点；8 月劳动参与率在此前低位后有所回升，新增非农就业增长也有所加快，多个行业均有所贡献。职位空缺和平均每周工时有所回升，初次失业申请的四周移动平均水平仍与充分就业状态相一致。不过，从成本端来看，劳动力市场压力继续缓解。截至 6 月，私营部门就业成本指数同比增长 3.3%；截至 8 月，平均时薪同比增长 3.1%，两项指标均低于一年前水平，显示工资增速继续放缓。**通胀仍是美联储关注的核心问题。过去五年多时间里，通胀持续高于**

相关报告

美国 8 月 CPI：核心通胀超预期反弹，市场重新定价利率路径

2026.09.16

8 月金融数据点评：财政与准财政加力有望结束社融增速单边下行

2026.09.16

8 月经济数据点评：生产回升，供需分化再度扩大

2026.09.16

下载日志已记录，仅供内部参考

2%的目标水平，因此当前政策重点仍集中于价格稳定目标。美联储认为，当前通胀水平仍然偏高，且持续时间较长，夏季以来的通胀数据尚未显示潜在通胀趋势出现明显改善，6 个月和 12 个月通胀数据中，仍有较多类别维持 3%以上涨幅。此外，大宗商品价格变化也值得关注，部分关键投入品价格近期有所回升，可能对后续通胀形成一定压力。**金融条件整体仍保持宽松，尤其是企业融资环境表现较强。**沃什表示，目前较难将整体金融状况描述为具有限制性。多数领域借款成本温和上升，但整体信用风险定价仍较稳定。企业融资方面，资本市场融资环境保持韧性。投资级和高收益企业债收益率整体跟随国债收益率上行，但信用利差有所收窄。AI 超大规模云服务商发行债券的信用利差近期小幅改善，此前年初以来明显走阔的趋势有所缓解。同时，企业融资需求仍保持韧性，银行贷款持续扩张，公司债发行依然强劲。私人信贷市场则出现一定分化，7 月直接贷款发行有所放缓，零售投资需求偏弱，但机构投资者需求仍保持稳定。居民融资环境呈现结构性差异。抵押贷款利率升幅略高于 10 年期美债收益率，购房贷款需求仍处于低位，但房屋净值贷款规模基本维持在疫情前水平附近。相比之下，消费信贷整体仍较易获得，第二季度信用卡余额温和增长，平均信用额度继续提升，显示居民融资环境总体稳定。

总体来看，9 月会议显示，美联储对经济韧性的判断增强，但认为通胀回归 2%目标仍需时间，且金融条件尚未形成明显约束。在此背景下，本次 FOMC 经济预测整体偏鹰：GDP 增长、PCE 通胀以及联邦基金利率路径均较 6 月预测上调，反映委员会对经济韧性的判断增强，同时认为通胀回归 2%目标所需时间进一步延长。**在经济增长方面，短期增长预期上修，长期潜在增速维持稳定。**委员会上调 2026 年和 2027 年经济增长预期，分别由 2.2%和 2.3%上调至 2.3%和 2.4%，2028 年维持 2.2%，长期潜在增长率保持 2.0%不变，表明美联储认为短期经济活动强于此前预期，但长期仍将逐步回归均衡水平。从风险分布来看，经济增长前景较 6 月明显改善。6 月预测中，认为 GDP 增长风险大致均衡的委员数量最多，其次为风险偏向下行，最后为偏向上行。9 月预测中，认为 GDP 增长风险大致均衡的委员数量进一步增加，而其余委员判断风险转向上行，不再有委员认为经济增长风险偏向下行。委员预计，实际 GDP 增长预计今年下半年加快，并通过 2028 年持续超过潜在增速，反映强劲的商业投资、稳健的消费支出和支持性的金融条件。**在就业市场方面，失业率预测下调，劳动力市场风险趋于平衡。**失业率预测全面下调，显示委员会对劳动力市场的判断更加乐观。2026、2027 和 2028 年失业率预测分别由 4.3%、4.3%和 4.2%下调至 4.1%，长期自然失业率维持在 4.2%。风险分布方面，劳动力市场风险判断较 6 月更趋稳定。偏向下行的委员数量维持 1 人不变，而偏向上行的委员数量由 7 人降至 0 人，17 名委员认为风险大致均衡。**在通胀方面，短期预测上调，长期目标未变，但回归路径延后。**PCE 通胀预测较 6 月有所上调，2026 年由 3.6%上调至 3.7%，2028 年由 2.0%上调至 2.1%，2027 年和长期目标维持不变。核心 PCE 同样表现为短期上修，2026 年由 3.3%上调至 3.4%，2028 年由 2.1%上调至 2.2%，2027 年保持不变。整体来看，2026 年总体通胀和核心通胀预测均高于 6 月会议水平，但长期 2%通胀目标未发生变化，意味着美联储并未调整目标，

下载日志已记录，仅供内部参考

而是认为通胀回归目标的时间进一步延后。工作人员预计，未来通胀将逐步下降：短期内，汽油价格下降以及核心通胀温和回落或推动总体通胀下行；中长期来看，关税、地缘政治以及 AI 投资影响预计逐步减弱，通胀或于 2029 年回归 2%。不过，工作人员对 2026—2028 年通胀预测仍略高于 7 月会议预测。风险方面，通胀风险仍偏向上行，主要由于通胀持续性可能高于预期。**在利率路径方面，利率路径整体上移，长期中性利率进一步抬升。**点阵图显示，联邦基金利率预测整体上移，反映委员会对未来政策利率将在更高水平维持更久的判断。2026 年、2027 年和 2028 年利率中枢分别由 3.8%、3.6%和 3.4%上调至 4.1%、4.1%和 3.9%。此外，长期中性利率（r*）由 3.1%上调至 3.2%，意味着美联储对长期政策利率中枢的判断进一步抬升。这意味着在基准情景下，美联储或预计 2026 年仅加息一次，2027 年维持政策利率稳定，直至 2028 年开始降息。同时，点阵图分布较 6 月明显收敛。2026 年利率预测区间由此前 3.25%–4.50%收窄至 3.75%–4.50%，多数委员集中于 4.00%–4.25%；2027 年预测也由此前 2.75%–4.50%收敛至 3.50%–4.50%附近，仅有 1 个预测点位于该区间之外，其余委员预测均集中于该范围内。这表明委员会对未来利率路径的不确定性下降。长期中性利率 r*上调至 3.2%，意味着委员会认为新均衡下“不刺激也不限制经济”的利率水平较此前更高。

除传统经济指标外，本次会议对 AI 投资周期、资产价格以及金融条件进行了较多讨论。美联储认为，当前经济韧性不仅来自消费和就业市场稳定，也与企业资本投资保持强劲有关。其中，AI 相关投资成为影响未来增长、通胀和金融市场的重要结构性因素。**本轮 AI 投资周期对经济的影响具有明显的时间差，短期内需求扩张效应可能强于供给改善效应，而长期影响则取决于生产率提升幅度。**从短期影响来看，AI 基础设施投资持续扩张，直接推动企业资本支出增长，并带动高科技资本品进口增加。同时，AI 相关企业盈利改善和资产价格上涨，也可能通过财富效应支撑高收入群体消费。不过，部分委员提示，若 AI 投资扩张速度快于生产率提升速度，短期内可能形成总需求增长快于总供给改善的局面，从而增加通胀压力。此外，AI 相关行业对高技能劳动者需求增加，也可能推升部分行业工资水平，带来局部薪资通胀风险。从长期来看，多数委员认为 AI 投资有望提高生产率并抬升潜在产出水平，但其影响规模和实现时间仍存在较大不确定性。部分委员也指出，AI 快速普及过程中可能伴随网络安全等风险，反而可能对生产率提升形成制约。针对 AI 的潜在影响，美联储成立 AI 专项工作组，计划进一步评估 AI 对生产率、就业和通胀的影响。不过，美联储明确其职责边界，AI 技术监管和风险治理属于其他政府部门职能，美联储主要关注 AI 对宏观经济和货币政策传导的影响。**AI 投资周期的变化可能通过资本需求、增长预期等渠道影响金融市场，并在一定程度上反映于长端美债收益率变化。**本轮长端收益率上行主要受到三方面因素推动：第一，经济韧性增强推动长期增长预期改善。2026 年美国经济持续表现出较强韧性，市场对长期增长和资本回报率的预期有所上调，推动实际利率走高。第二，AI 投资周期扩大资金需求，强化资本竞争。AI 超大规模云服务商持续增加资本开支，并通过债券融资满足投资需求。在政府融资需求仍处于高位的背景下，私人部门资本需求扩张可能加剧资金竞

下载日志已记录，仅供内部参考

争，对长端利率形成支撑。第三，地缘风险提高长期定价不确定性。全球地缘政治扰动不仅影响能源和农产品价格，也可能通过供应链成本传导至终端商品价格，提高市场对未来通胀路径和风险溢价的不确定性，从而推升长端收益率。从收益率拆解来看，美债长短端收益率变化存在明显差异。短端收益率抬升主要来自通胀补偿上行；长端收益率上行则主要来自实际利率上行。虽然各期限通胀补偿均有所上升，但市场隐含定价仍显示，投资者预计 PCE 通胀最终将回归 2%附近。同时，长端利率隐含波动率小幅上升，反映市场对长期利率定价的不确定性有所增加。与此同时，**AI 投资周期也成为推动股市上涨的重要因素。会议期间，美股整体保持上涨，其中 AI 基础设施相关企业表现明显领先。**美联储认为，本轮美股上涨主要来自企业盈利改善以及未来盈利预期提升，而非估值倍数扩张推动，当前上涨更多反映经济韧性和技术投资周期改善。不过，美联储也关注股市上涨带来的财富效应分化。一方面，股价上涨通过财富效应支撑高收入家庭消费，并增强企业融资和投资能力；另一方面，由于股票资产主要集中于高收入群体，中低收入家庭较难直接受益。同时，能源价格上涨对低收入群体实际购买力形成更大压力，使消费表现呈现明显分化。

会议纪要公布后，市场对未来政策路径的定价未出现明显调整。目前，10 月维持利率不变的概率为 81.7%，加息一次的概率为 18.3%；12 月加息一次的概率约为 66%。整体来看，市场定价仍较美联储更为鹰派，市场预期年内可能进一步加息 3 次，而美联储点阵图仅支持后续加息一次。债券市场方面，7 号美债收益率曲线呈现短端下行、长端上行的走势。根据纽约联储 ACM 模型拆分，10 年期收益率上升主要由期限溢价推动，而非市场对未来短期利率路径预期的变化。具体来看，2 年期 ACM 收益率下降约 2.1bp，其中风险中性利率下降约 1.9bp，期限溢价仅下降约 0.2bp，表明短端收益率回落主要反映市场对未来政策利率预期的调整。相比之下，10 年期 ACM 收益率上升约 2.3bp，其中风险中性利率下降约 1.6bp，而期限溢价上升约 3.9bp，是推动长端收益率上行的主要因素，反映市场对长期经济、财政或通胀不确定性的风险补偿有所上升。**展望未来，市场仍需关注经济数据（主要是核心 pce 和非农就业数据）变化以及美联储官员对后续政策路径的表态，尤其是 10 月 16 日沃什在曼谷举行的 IMF 年会上的讲话。**近期经济数据进一步显示经济动能有所放缓：就业方面，新增非农就业人数仅增加 2.9 万人，显著低于市场预期的约 9 万人，同时 7 月和 8 月新增就业合计下修 6 万人；通胀方面，PCE 价格指数环比上涨 0.3%、同比上涨 3.4%，核心 PCE 环比上涨 0.2%、同比上涨 3.0%，整体低于市场预期。**不过，由于美联储更加关注通胀和就业的长期趋势，单月数据对政策路径的影响仍需结合后续数据观察。近期美联储官员表态也体现出对进一步调整政策的谨慎态度**，纽约联储主席威廉姆斯表示，在 9 月加息后“没有必要采取紧急行动”；副主席杰斐逊则表示，未来政策调整将取决于对经济数据趋势、经济前景以及风险平衡的综合评估，并指出近期各期限美债收益率进一步上升，美联储也需要更多时间形成判断。

风险提示：地缘冲突升级风险；美联储政策超预期收紧风险；AI 投资推升成本风险。

下载日志已记录，仅供内部参考

目 录

1. 通胀回落仍不足，政策路径整体偏鹰，AI 投资成为新的宏观变量 7
1.1 重启加息强化政策纪律，货币政策维持紧缩立场 7
1.2 经济韧性仍在，通胀压力与宽松金融条件并存 7
1.3 经济预测上修，利率路径进一步抬升 7
1.4 AI 投资驱动资本周期，重塑增长、利率与股市定价 8
1.5 经济预测上修，利率路径进一步抬升 9

下载日志已记录，仅供内部参考

图表目录

图 1 美联储 6 月、9 月点阵图对比 10
图 2 美联储 SEP 上调 GDP、通胀预期，下调失业率预期（%） 10
图 3 CME FEDWatch 降息预期 10
图 4 FOMC 会后市场的利率预期路径（bps） 10
图 5 美国隔夜逆回购市场规模大幅下降（亿美元） 11
图 6 近月 SOFR 利率明显抬升（%） 11

未找到图形项目表。



下载日志已记录，仅供内部参考

1. 通胀回落仍不足，政策路径整体偏鹰，AI 投资成为新的宏观变量

1.1 重启加息强化政策纪律，货币政策维持紧缩立场

9 月 FOMC 会议重启加息，是继 7 月暂停观察阶段后的关键政策转向。相较于 7 月会议主要提出经济与通胀前景中的待解问题，9 月会议在新增基本面数据支持下，委员会认为潜在通胀回落进程仍不足，因此决定进一步收紧政策，将联邦基金利率目标区间上调 25bp 至 3.75%–4.00%，以推动货币政策立场与充分就业、价格稳定的双重使命保持一致；同时，委员会继续维持银行体系充足准备金框架。**在政策沟通层面，沃什延续 6 月会议以来的沟通框架，并未提供个人利率路径预测。**在本次 FOMC 会议上，他重申此前杰克逊霍尔讲话所传递的政策立场，即坚守货币政策纪律，而非预先承诺某项具体政策决定，并明确未来政策调整取决于潜在通胀是否以清晰且足够的速度向 2%目标回落。基于当前数据表现，委员会认为这一条件尚未完全满足，因此全票通过加息决定，体现其推动价格稳定目标实现的决心。

1.2 经济韧性仍在，通胀压力与宽松金融条件并存

相较于 7 月会议主要聚焦经济前景的不确定性，9 月会议基于更多经济数据，对经济增长、就业、通胀和金融条件进行了更全面的评估。整体来看，美国经济仍具韧性，劳动力市场继续再平衡，通胀长期高于目标水平，金融条件整体保持宽松。**美联储认为，经济活动仍以稳健速度扩张，尽管地缘政治等因素带来的不确定性仍然较高，但国内需求表现出较强韧性，生产率增长和资本投资均保持强劲。**具体来看，上半年实际 GDP 增长保持稳健，与去年同期增速大致相当。其中，实际私人国内最终购买（real private domestic final purchases，包括个人消费支出和私人固定投资）表现明显强于 GDP，显示内生经济动能可能有所改善。消费增长有所回升，AI 基础设施建设持续推动企业投资增长，并带动高科技资本品进口增加。此外，能源出口在中东供应扰动背景下升至较高水平。**劳动力市场整体保持稳定，并带有一些逐步收紧的迹象。**失业率维持在 4.1%左右的低位，较去年下半年平均水平低 0.3 个百分点；8 月劳动参与率在此前低位后有所回升，新增非农就业增长也有所加快，多个行业均有所贡献。职位空缺和平均每周工时有所回升，初次失业申请的四周移动平均水平仍与充分就业状态相一致。不过，从成本端来看，劳动力市场压力继续缓解。截至 6 月，私营部门就业成本指数同比增长 3.3%；截至 8 月，平均时薪同比增长 3.1%，两项指标均低于一年前水平，显示工资增速继续放缓。**通胀仍是美联储关注的核心问题。过去五年多时间里，通胀持续高于 2%的目标水平，因此当前政策重点仍集中于价格稳定目标。**美联储认为，当前通胀水平仍然偏高，且持续时间较长，夏季以来的通胀数据尚未显示潜在通胀趋势出现明显改善，6 个月和 12 个月通胀数据中，仍有较多类别维持 3%以上涨幅。此外，大宗商品价格变化也值得关注，部分关键投入品价格近期有所回升，可能对后续通胀形成一定压力。**金融条件整体仍保持宽松，尤其是企业融资环境表现较强。**沃什表示，目前较难将整体金融状况描述为具有限制性。多数领域借款成本温和上升，但整体信用风险定价仍较稳定。企业融资方面，资本市场融资环境保持韧性。投资级和高收益企业债收益率整体跟随国债收益率上行，但信用利差有所收窄。AI 超大规模云服务商发行债券的信用利差近期小幅改善，此前年初以来明显走阔的趋势有所缓解。同时，企业融资需求仍保持韧性，银行贷款持续扩张，公司债发行依然强劲。私人信贷市场则出现一定分化，7 月直接贷款发行有所放缓，零售投资需求偏弱，但机构投资者需求仍保持稳定。居民融资环境呈现结构性差异。抵押贷款利率升幅略高于 10 年期美债收益率，购房贷款需求仍处于低位，但房屋净值贷款规模基本维持在疫情前水平附近。相比之下，消费信贷整体仍较易获得，第二季度信用卡余额温和增长，平均信用额度继续提升，显示居民融资环境总体稳定。

1.3 经济预测上修，利率路径进一步抬升

总体来看，9 月会议显示，美联储对经济韧性的判断增强，但认为通胀回归 2%目标

下载日志已记录，仅供内部参考

仍需时间，且金融条件尚未形成明显约束。在此背景下，本次 FOMC 经济预测整体偏鹰：GDP 增长、PCE 通胀以及联邦基金利率路径均较 6 月预测上调，反映委员会对经济韧性的判断增强，同时认为通胀回归 2%目标所需时间进一步延长。**在经济增长方面，短期增长预期上修，长期潜在增速维持稳定。**委员会上调 2026 年和 2027 年经济增长预期，分别由 2.2%和 2.3%上调至 2.3%和 2.4%，2028 年维持 2.2%，长期潜在增长率保持 2.0%不变，表明美联储认为短期经济活动强于此前预期，但长期仍将逐步回归均衡水平。从风险分布来看，经济增长前景较 6 月明显改善。6 月预测中，认为 GDP 增长风险大致均衡的委员数量最多，其次为风险偏向下行，最后为偏向上行。9 月预测中，认为 GDP 增长风险大致均衡的委员数量进一步增加，而其余委员判断风险转向上行，不再有委员认为经济增长风险偏向下行。委员预计，实际 GDP 增长预计今年下半年加快，并通过 2028 年持续超过潜在增速，反映强劲的商业投资、稳健的消费支出和支持性的金融条件。**在就业市场方面，失业率预测下调，劳动力市场风险趋于平衡。**失业率预测全面下调，显示委员会对劳动力市场的判断更加乐观。2026、2027 和 2028 年失业率预测分别由 4.3%、4.3%和 4.2%下调至 4.1%，长期自然失业率维持在 4.2%。风险分布方面，劳动力市场风险判断较 6 月更趋稳定。偏向下行的委员数量维持 1 人不变，而偏向上行的委员数量由 7 人降至 0 人，17 名委员认为风险大致均衡。**在通胀方面，短期预测上调，长期目标未变，但回归路径延后。**PCE 通胀预测较 6 月有所上调，2026 年由 3.6%上调至 3.7%，2028 年由 2.0%上调至 2.1%，2027 年和长期目标维持不变。核心 PCE 同样表现为短期上修，2026 年由 3.3%上调至 3.4%，2028 年由 2.1%上调至 2.2%，2027 年保持不变。整体来看，2026 年总体通胀和核心通胀预测均高于 6 月会议水平，但长期 2%通胀目标未发生变化，意味着美联储并未调整目标，而是认为通胀回归目标的时间进一步延后。工作人员预计，未来通胀将逐步下降：短期内，汽油价格下降以及核心通胀温和回落或推动总体通胀下行；中长期来看，关税、地缘政治以及 AI 投资影响预计逐步减弱，通胀或于 2029 年回归 2%。不过，工作人员对 2026—2028 年通胀预测仍略高于 7 月会议预测。风险方面，通胀风险仍偏向上行，主要由于通胀持续性可能高于预期。**在利率路径方面，利率路径整体上移，长期中性利率进一步抬升。**点阵图显示，联邦基金利率预测整体上移，反映委员会对未来政策利率将在更高水平维持更久的判断。2026 年、2027 年和 2028 年利率中枢分别由 3.8%、3.6%和 3.4%上调至 4.1%、4.1%和 3.9%。此外，长期中性利率（r*）由 3.1%上调至 3.2%，意味着美联储对长期政策利率中枢的判断进一步抬升。这意味着在基准情景下，美联储或预计 2026 年仅加息一次，2027 年维持政策利率稳定，直至 2028 年开始降息。同时，点阵图分布较 6 月明显收敛。2026 年利率预测区间由此前 3.25%–4.50%收窄至 3.75%–4.50%，多数委员集中于 4.00%–4.25%；2027 年预测也由此前 2.75%–4.50%收敛至 3.50%–4.50%附近，仅有 1 个预测点位于该区间之外，其余委员预测均集中于该范围内。这表明委员会对未来利率路径的不确定性下降。长期中性利率 r*上调至 3.2%，意味着委员会认为新均衡下“不刺激也不限制经济”的利率水平较此前更高。

1.4 AI 投资驱动资本周期，重塑增长、利率与股市定价

除传统经济指标外，本次会议对 AI 投资周期、资产价格以及金融条件进行了较多讨论。美联储认为，当前经济韧性不仅来自消费和就业市场稳定，也与企业资本投资保持强劲有关。其中，AI 相关投资成为影响未来增长、通胀和金融市场的重要结构性因素。**本轮 AI 投资周期对经济的影响具有明显的时间差，短期内需求扩张效应可能强于供给改善效应，而长期影响则取决于生产率提升幅度。**从短期影响来看，AI 基础设施投资持续扩张，直接推动企业资本支出增长，并带动高科技资本品进口增加。同时，AI 相关企业盈利改善和资产价格上涨，也可能通过财富效应支撑高收入群体消费。不过，部分委员提示，若 AI 投资扩张速度快于生产率提升速度，短期内可能形成总需求增长快于总供给改善的局面，从而增加通胀压力。此外，AI 相关行业对高技能劳动者需求增加，也可能推升部分行业工资水平，带来局部薪资通胀风险。从长期来看，多数委员认为 AI 投资有望提高生产率并抬升潜在产出水平，但其影响规模和实现时间仍存在较大不确定性。部分委员也指出，AI 快速普及过程中可能伴随网络安全等风险，反而可能对生产率提升形成制约。针对 AI 的潜在影响，美联储成立 AI 专项工作组，计划进一步评估 AI 对生产率、就业和通胀的影响。不过，美联储明确其职责边界，AI 技术监管和风险治理属于其他政府部门职能，美联储主要关注 AI 对宏观经济和货币政策传导的影响。**AI 投资周期**

下载日志已记录，仅供内部参考

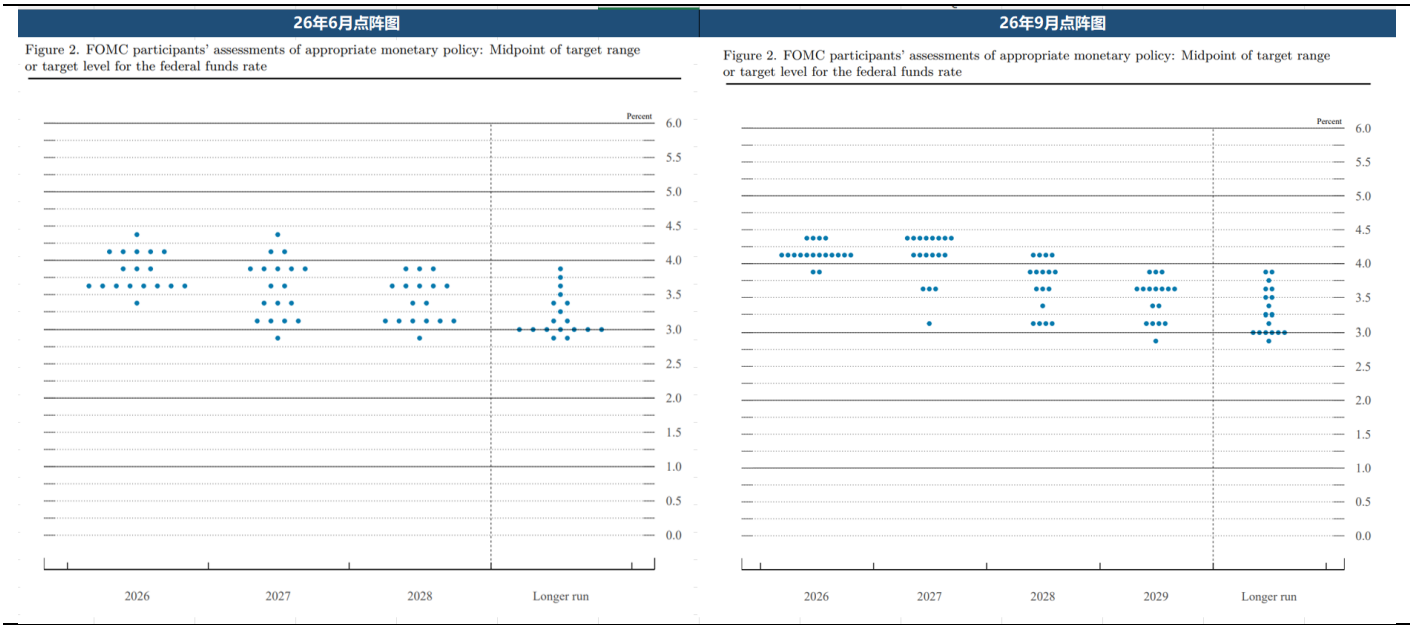
的变化可能通过资本需求、增长预期等渠道影响金融市场，并在一定程度上反映于长端美债收益率变化。本轮长端收益率上行主要受到三方面因素推动：第一，经济韧性增强推动长期增长预期改善。2026 年美国经济持续表现出较强韧性，市场对长期增长和资本回报率的预期有所上调，推动实际利率走高。第二，AI 投资周期扩大资金需求，强化资本竞争。AI 超大规模云服务商持续增加资本开支，并通过债券融资满足投资需求。在政府融资需求仍处于高位的背景下，私人部门资本需求扩张可能加剧资金竞争，对长端利率形成支撑。第三，地缘风险提高长期定价不确定性。全球地缘政治扰动不仅影响能源和农产品价格，也可能通过供应链成本传导至终端商品价格，提高市场对未来通胀路径和风险溢价的不确定性，从而推升长端收益率。从收益率拆解来看，美债长短端收益率变化存在明显差异。短端收益率抬升主要来自通胀补偿上行；长端收益率上行则主要来自实际利率上行。虽然各期限通胀补偿均有所上升，但市场隐含定价仍显示，投资者预计 PCE 通胀最终将回归 2%附近。同时，长端利率隐含波动率小幅上升，反映市场对长期利率定价的不确定性有所增加。与此同时，**AI 投资周期也成为推动股市上涨的重要因素。会议期间，美股整体保持上涨，其中 AI 基础设施相关企业表现明显领先。**美联储认为，本轮美股上涨主要来自企业盈利改善以及未来盈利预期提升，而非估值倍数扩张推动，当前上涨更多反映经济韧性和技术投资周期改善。不过，美联储也关注股市上涨带来的财富效应分化。一方面，股价上涨通过财富效应支撑高收入家庭消费，并增强企业融资和投资能力；另一方面，由于股票资产主要集中于高收入群体，中低收入家庭较难直接受益。同时，能源价格上涨对低收入群体实际购买力形成更大压力，使消费表现呈现明显分化。

1.5 经济预测上修，利率路径进一步抬升

会议纪要公布后，市场对未来政策路径的定价未出现明显调整。目前，10 月维持利率不变的概率为 81.7%，加息一次的概率为 18.3%；12 月加息一次的概率约为 66%。整体来看，市场定价仍较美联储更为鹰派，市场预期年内可能进一步加息 3 次，而美联储点阵图仅支持后续加息一次。债券市场方面，7 号美债收益率曲线呈现短端下行、长端上行的走势。根据纽约联储 ACM 模型拆分，10 年期收益率上升主要由期限溢价推动，而非市场对未来短期利率路径预期的变化。具体来看，2 年期 ACM 收益率下降约 2.1bp，其中风险中性利率下降约 1.9bp，期限溢价仅下降约 0.2bp，表明短端收益率回落主要反映市场对未来政策利率预期的调整。相比之下，10 年期 ACM 收益率上升约 2.3bp，其中风险中性利率下降约 1.6bp，而期限溢价上升约 3.9bp，是推动长端收益率上行的主要因素，反映市场对长期经济、财政或通胀不确定性的风险补偿有所上升。**展望未来，市场仍需关注经济数据（主要是核心 pce 和非农就业数据）变化以及美联储官员对后续政策路径的表态，尤其是 10 月 16 日沃什在曼谷举行的 IMF 年会上的讲话。**近期经济数据进一步显示经济动能有所放缓：就业方面，新增非农就业人数仅增加 2.9 万人，显著低于市场预期的约 9 万人，同时 7 月和 8 月新增就业合计下修 6 万人；通胀方面，PCE 价格指数环比上涨 0.3%、同比上涨 3.4%，核心 PCE 环比上涨 0.2%、同比上涨 3.0%，整体低于市场预期。**不过，由于美联储更加关注通胀和就业的长期趋势，单月数据对政策路径的影响仍需结合后续数据观察。近期美联储官员表态也体现出对进一步调整政策的谨慎态度**，纽约联储主席威廉姆斯表示，在 9 月加息后“没有必要采取紧急行动”；副主席杰斐逊则表示，未来政策调整将取决于对经济数据趋势、经济前景以及风险平衡的综合评估，并指出近期各期限美债收益率进一步上升，美联储也需要更多时间形成判断。

下载日志已记录，仅供内部参考

图1 美联储 6 月、9 月点阵图对比



资料来源：美联储，联储证券研究院

图2 美联储 SEP 上调 GDP、通胀预期，下调失业率预期（%）

项目	GDP					失业率					PCE					核心PCE				联邦基金利率				
	2026	2027	2028	2029	长期	2026	2027	2028	2029	长期	2026	2027	2028	2029	长期	2026	2027	2028	2029	2026	2027	2028	2029	长期
较上期变化	↑	↑	-		-	↓	↓	↓		-	↑	-	↑		-	↑	-	↑		↑	↑	↑		↑
2026年9月	2.3	2.4	2.2	2.1	2.0	4.1	4.1	4.1	4.1	4.2	3.7	2.3	2.1	2.0	2.0	3.4	2.5	2.2	2.0	4.1	4.1	3.9	3.6	3.2
2026年6月	2.2	2.3	2.2		2.0	4.3	4.3	4.2		4.2	3.6	2.3	2.0		2.0	3.3	2.5	2.1		3.8	3.6	3.4		3.1
2026年3月	2.4	2.3	2.1		2.0	4.4	4.3	4.2		4.2	2.7	2.2	2.0		2.0	2.7	2.2	2.0		3.4	3.1	3.1		3.1
2025年12月	2.3	2.0	1.9		1.8	4.4	4.2	4.2		4.2	2.4	2.1	2.0		2.0	2.5	2.1	2.0		3.4	3.1	3.1		3.0

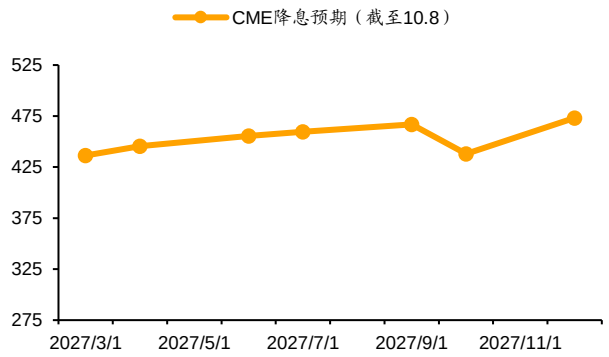
资料来源：美联储，联储证券研究院

图3 CME FEDWatch 降息预期

	CME FEDWATCH TOOL - CONDITIONAL MEETING PROBABILITIES										
MEETING DATE	325-350	350-375	375-400	400-425	425-450	450-475	475-500	500-525	525-550	550-575	575-600
2026/10/28	0.0%	0.0%	81.7%	18.3%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%			
2026/12/9	0.0%	0.0%	20.2%	66.0%	13.7%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
2027/1/27	0.0%	0.0%	12.8%	49.2%	33.0%	5.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
2027/3/17	0.0%	0.0%	4.7%	26.1%	43.3%	22.8%	3.2%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
2027/4/28	0.0%	0.0%	3.0%	18.3%	37.0%	30.3%	10.3%	1.2%	0.0%	0.0%	0.0%
2027/6/9	0.0%	0.0%	1.8%	12.1%	29.4%	33.0%	18.4%	4.9%	0.5%	0.0%	0.0%
2027/7/28	0.0%	0.0%	1.5%	10.5%	26.7%	32.4%	20.7%	7.0%	1.2%	0.1%	0.0%
2027/9/15	0.0%	0.0%	1.0%	7.5%	21.3%	30.5%	24.6%	11.5%	3.1%	0.4%	0.0%
2027/10/27	0.2%	2.1%	9.9%	22.9%	29.5%	22.3%	10.1%	2.6%	0.4%	0.0%	0.0%
2027/12/8	0.0%	0.1%	1.3%	6.7%	17.7%	26.9%	25.2%	15.0%	5.6%	1.3%	0.2%

资料来源：CME，联储证券研究院

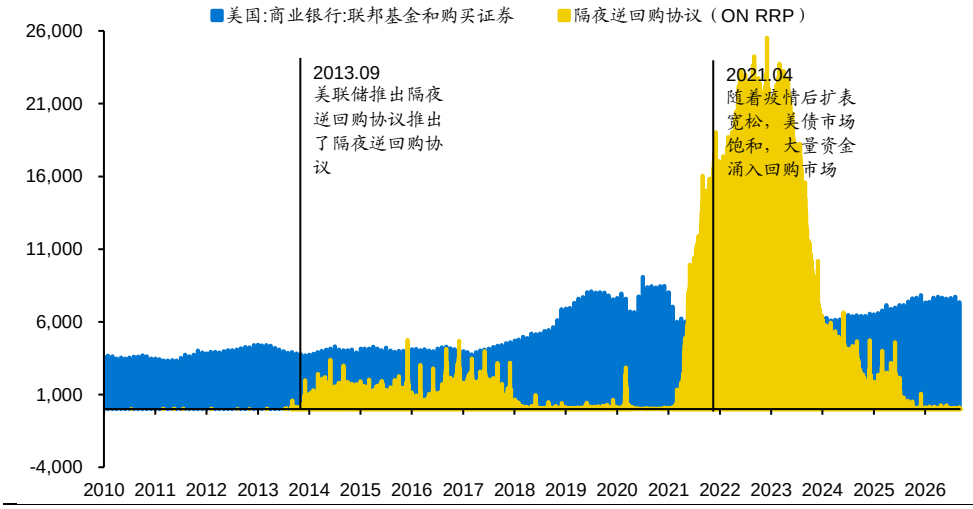
图4 FOMC 会后市场的利率预期路径（bps）



资料来源：CME，联储证券研究院

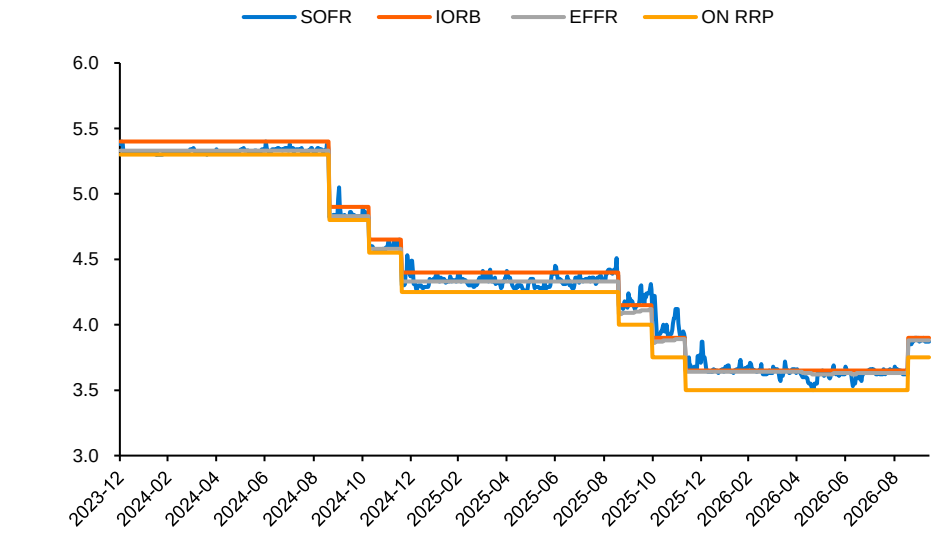
下载日志已记录，仅供内部参考

图5 美国隔夜逆回购市场规模大幅下降（亿美元）



资料来源：同花顺 iFinD，联储证券研究院

图6 近月 SOFR 利率明显抬升（%）



资料来源：同花顺 iFinD，联储证券研究院

下载日志已记录，仅供内部参考

免责声明

联储证券股份有限公司（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“联储证券股份有限公司”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“联储证券研究院”，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；香港市场以恒生指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在 5%~10%之间
		中性	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	看好	相对表现优于市场
		中性	相对表现与市场持平
		看淡	相对表现弱于市场

联储证券研究院

青岛

地址：山东省青岛市崂山区香港东路 195 号 8 号楼 11、15F

邮编：266100

北京

地址：北京市朝阳区安定路五号院 13 号楼 B 座 14 层

邮编：100029

上海

地址：上海市浦东新区滨江大道 1111 弄 1 号中企国际金融中心 A 栋 12 层

邮编：200135

深圳

地址：广东省深圳市南山区沙河街道深云路 2 号侨城一号广场 28-30F

邮编：518000