

“确定性”的降息，“不确定”的路径

——美联储系列二十六

研究院 宏观组

徐闻宇

✉ xuwenyu@htfc.com

从业资格号：F0299877

投资咨询号：Z0011454

投资咨询业务资格：

证监许可【2011】1289号

宏观事件

北京时间 2025 年 9 月 18 日凌晨 2 点，美联储将公布 9 月利率决议，并发布经济展望。

预计美联储 9 月份将降息 25BP，并调低经济展望；预计资产负债表政策仍保持观望。

核心观点

■ 关注宽松超预期后的市场压力

1) 从经济增长/劳动力市场的角度而言，美国劳动力市场短期快速恶化，提升降息紧迫性——8 月单月新增非农仅有 2.2 万人（存量增速降至 0.93%），缺口 718.1 万（空缺率升至 4.7%），薪资增速+3.4%（周薪）。

2) 从通货膨胀的角度而言，若潜在通胀中枢在逆全球化背景下已经抬升，那么 3%左右的通胀水平已经稳定，美联储需要从“限制性”的货币政策状态撤出。

■ 策略

随着美国 7 月宏观政策基调的转变，我们认为全球政策周期已经转变。我们预计 9 月美联储将降息 25BP，增加了全球货币流动性的供给；我们预计美联储 9 月继续调低对经济的展望，等待 10 月财政扩张的到来。

美元：市场风险偏好的短期提升，短期波动率多头（+VIX）暂观望。入场点可能在于 9 月美联储议在 25BP 的中性降息背景下，释放经济风险关注度。建议继续关注美元资产风险偏好的提升对于非美资产的压力，继续逢高试空欧元兑美元（-EUR）。

美债：短端维持多头，长短空头等待 10 月财政扩张。趋势的角度，关注美联储 9 月降息定价（+2s）后流动性的宽松。结构的角，预计增加压力的增强而财政扩张未开启状态下，曲线陡峭化（-2s10s）阶段性观望。

中债：维持战略性陡峭化头寸（+2s10s）持有。关注美联储 9 月降息后对于非美曲线结构的短期压力，短期保持 T 和 TL 看空（财政扩张）不做空的判断，等待压力的缓和。

商品：美联储提供的流动性改善预期背景下，就业下行风险带来总需求弱化预期，而反内卷政策形成总供给弱化预期，关注在风险偏好改善的状态下短期内外商品分化的加强（增加黑色、化工等内需型工业品，减少能源、铜等外需型工业品），趋势上我们建议关注外需型工业商品若出现调整后的配置型机会。

■ 风险

经济数据短期向下波动，流动性超预期宽松

请仔细阅读本报告最后一页的免责声明

目录

宏观事件	1
核心观点	1
货币条件：非常宽松.....	4
流动需求：缺乏增量.....	5
实体：就业市场疲软.....	6
通胀：2%的挑战依旧.....	7
利率：预计 9 月降息 25BP.....	8
资产负债表：预计 10 月扩表.....	9
财政：处在紧缩到扩张的中间	9
货币：关注点在扩表而非降息	10
宏观策略：定价从流动性的宽松到资产的创造	11

图表

图 1：美国金融条件继续宽松 单位：指数点，%.....	4
图 2：BTFP 项目余额清零 单位：亿美元.....	4
图 3：美国金融压力十分宽松 单位：指数点	4
图 4：美国金融资产 4 月以来反弹 单位：%.....	4
图 5：美联储 RRP 处在低位 单位：万亿美元.....	5
图 6：央行流动性工具未显示压力 单位：亿美元	5
图 7：家庭信贷增速降至 1%以下 单位：%YoY.....	5
图 8：政府杠杆斜率继续放缓 单位：%，%GDP	5
图 9：货币宽松改善实体景气 单位：指数点	6
图 10：利差收窄但压力并未缓和 单位：指数点，BP	6
图 11：GDP 二季度大幅反弹 单位：%YoY.....	6
图 12：生产率放缓但成本韧性 单位：%YoY.....	6
图 13：美国通胀热力图显示 8 月核心通胀暂未进一步上升 单位：STD	7
图 14：CPI 和核心 CPI 同比趋稳 单位：%YoY.....	7
图 15：二手车和新车 CPI 同比走势 单位：%YoY.....	7
图 16：市场预期 9 月降息概率 100% 单位：%PCT.....	8
图 17：市场预期到明年降息 100BP（四次） 单位：%.....	8
图 18：美国国债发行暂时维持稳定 单位：亿美元	9
图 19：财政利息支出和美元指数 单位：%.....	9
图 20：政府债务回升和美元指数 单位：%.....	9
图 21：M2 和银行总资产对比 单位：%YoY.....	10
图 22：美联储利率和货币乘数对比 单位：BP	10

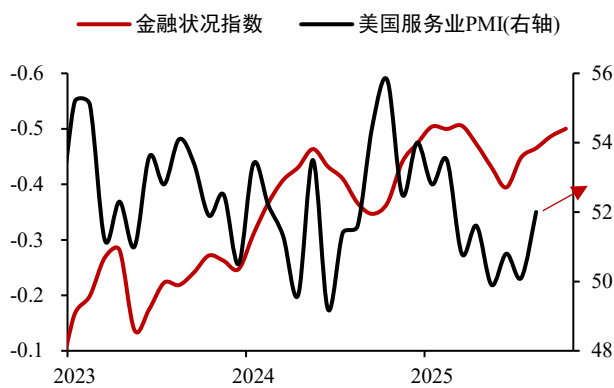
图 23: 美联储资产端环比变动 单位: 亿美元	10
图 24: 银行信贷标准和信贷需求对比 单位: %PCT	10
图 25: 美债扁平化和对外利差走阔 单位: BP	12
图 26: 美债扁平化的经济影响 单位: BP	12
图 27: 波动率和美元指数 单位: 指数点	12
图 28: 美元指数期货持仓企稳 单位: 万手	12
图 29: 美债期限利差和波动率 单位: BP	12
图 30: 中债期限利差和波动率 单位: BP	12
表 1: 美联储 6 月 SEP 展望 单位: %	8
表 2: 美联储交易宏观策略跟踪	11

货币条件：非常宽松

金融条件保持相对宽松，服务业 PMI 再次扩张。美联储自 1 月开始暂停降息，当前基准利率水平为 4.50-4.75%。经历了二季度收紧，随着缩表节奏放缓，流动性趋于宽松。

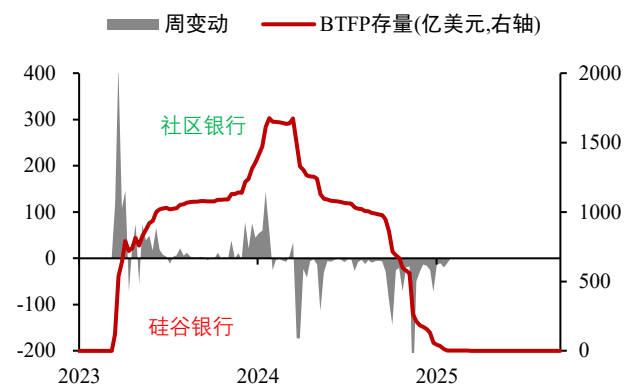
市场回到了相对无压力区间。经历了 4 月关税波动之后，随着冲击从“不确定性”转向“确定性”，流动性环境的逐步改善驱动美元资产再次回升。从预期层面，尽管驱动美联储降息的经济因素——劳动力市场放缓和通胀压力不强——在 8 月以来持续发酵，但是 7 月政策的转变意味着美国财政支出预期的改善，驱动市场预期定价的乐观。

图 1：美国金融条件继续宽松 | 单位：指数点，%



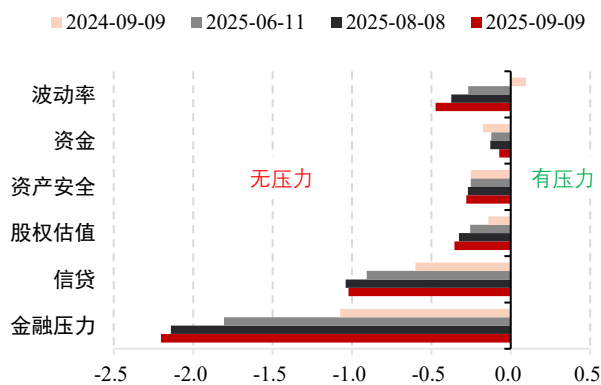
数据来源：iFinD 华泰期货研究院

图 2：BTFP 项目余额清零 | 单位：亿美元



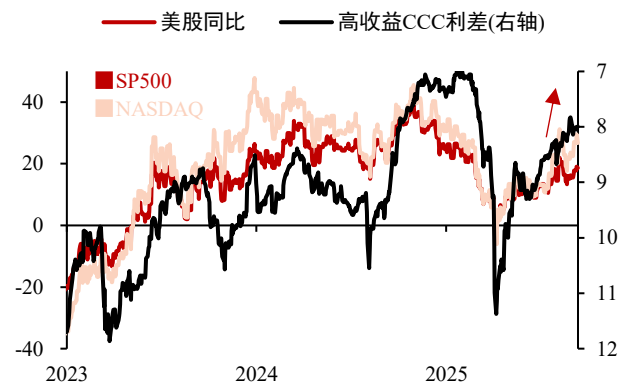
数据来源：iFinD 华泰期货研究院

图 3：美国金融压力十分宽松 | 单位：指数点



数据来源：iFinD 华泰期货研究院

图 4：美国金融资产 4 月以来反弹 | 单位：%



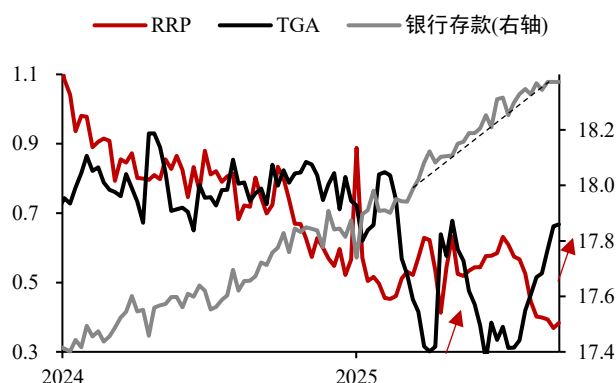
数据来源：iFinD 华泰期货研究院

流动需求：缺乏增量

实体：流动性需求继续走低。一方面，在7月美国财政扩张方案落地之后，美国财政现金余额存在补充的需求，但从实际情况来看，仅仅是从3000亿的极端低位回到6000亿的正常低位（图5），节奏不快。另一方面，非官方需求继续走低，居民信贷增速降至1%以下（图7）。

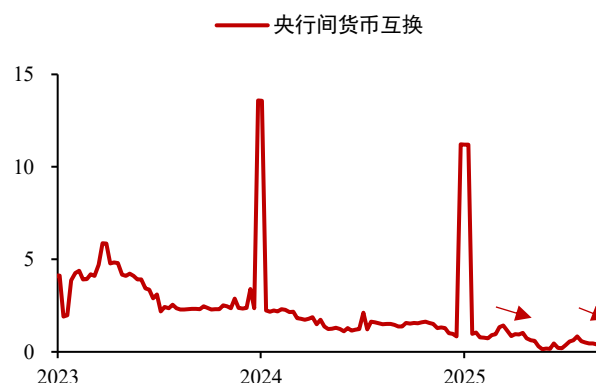
金融：流动性供给被动抬升。在银行存款持续增加的背景下，由于实体部门（政府+居民）流动性需求的相对有限，驱动金融部门的流动性供给持续扩张。这种扩张一方面创造了美国极端宽松的货币条件（图3），另一方面带来美股再次走向新高，以及信用风险溢价的不断走低（图4）。

图5：美联储RRP处在低位 | 单位：万亿美元



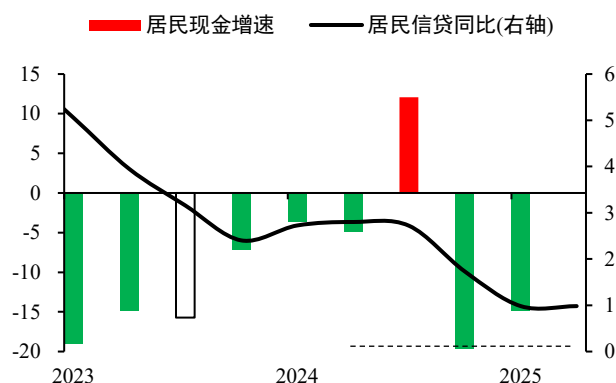
数据来源：iFinD 华泰期货研究院

图6：央行流动性工具未显示压力 | 单位：亿美元



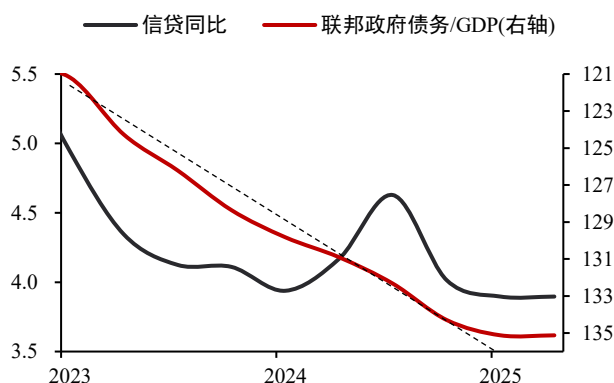
数据来源：iFinD 华泰期货研究院

图7：家庭信贷增速降至1%以下 | 单位：%YoY



数据来源：iFinD 华泰期货研究院

图8：政府杠杆斜率继续放缓 | 单位：%，%GDP



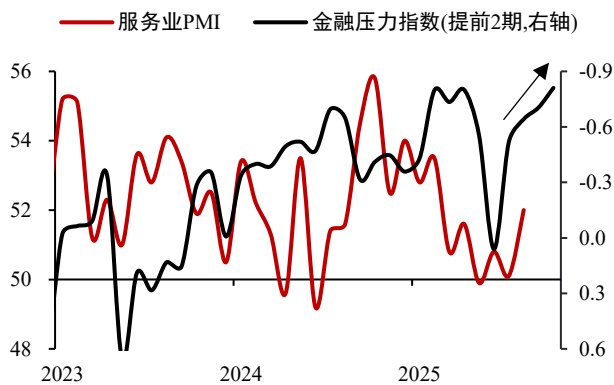
数据来源：iFinD 华泰期货研究院

实体：就业市场疲软

非农就业显著低预期。实体部门流动性需求较为疲弱的状况，也是就业市场面临压力的时间窗口。8月美国新增非农就业人口低于5万人，历史来看是一个对于经济陷入衰退的警戒指标；而2024年新增非农就业人口的大幅下调暗示了当前美国劳动力市场面临的现实压力。

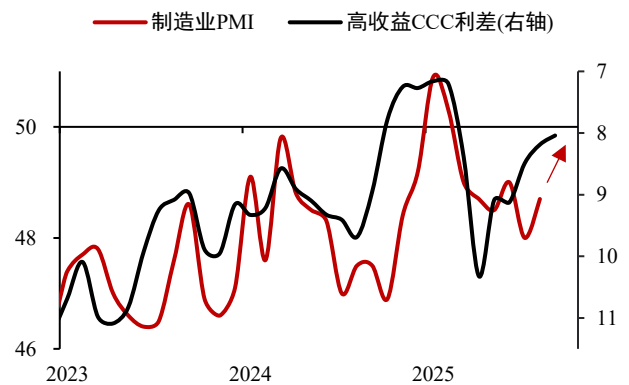
劳动力成本继续抬升。我们观察经济的背面是价格因素，虽然劳动力市场反馈出经济面临压力，但是劳动力的成本在二季度确是真实地再次回升。如果不是人工智能技术驱动的劳动力减少，创造了单位劳动回报的上升，那么这种变化对于经济而言并不是一个很积极的信号。

图9：货币宽松改善实体景气 | 单位：指数点



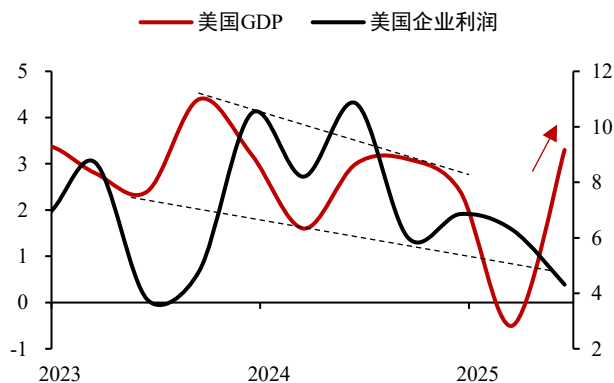
数据来源：iFinD 华泰期货研究院

图10：利差收窄但压力并未缓和 | 单位：指数点，BP



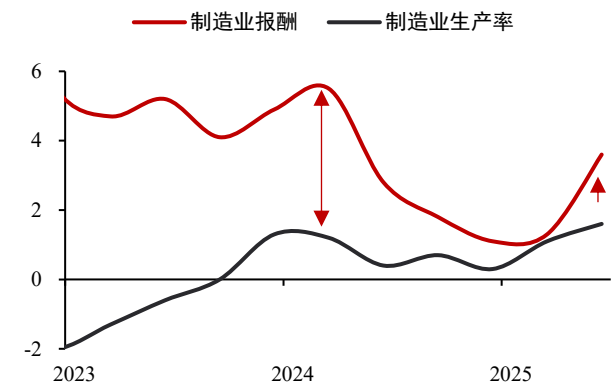
数据来源：iFinD 华泰期货研究院

图11：GDP 二季度大幅反弹 | 单位：%YoY



数据来源：iFinD 华泰期货研究院

图12：生产率放缓但成本韧性 | 单位：%YoY



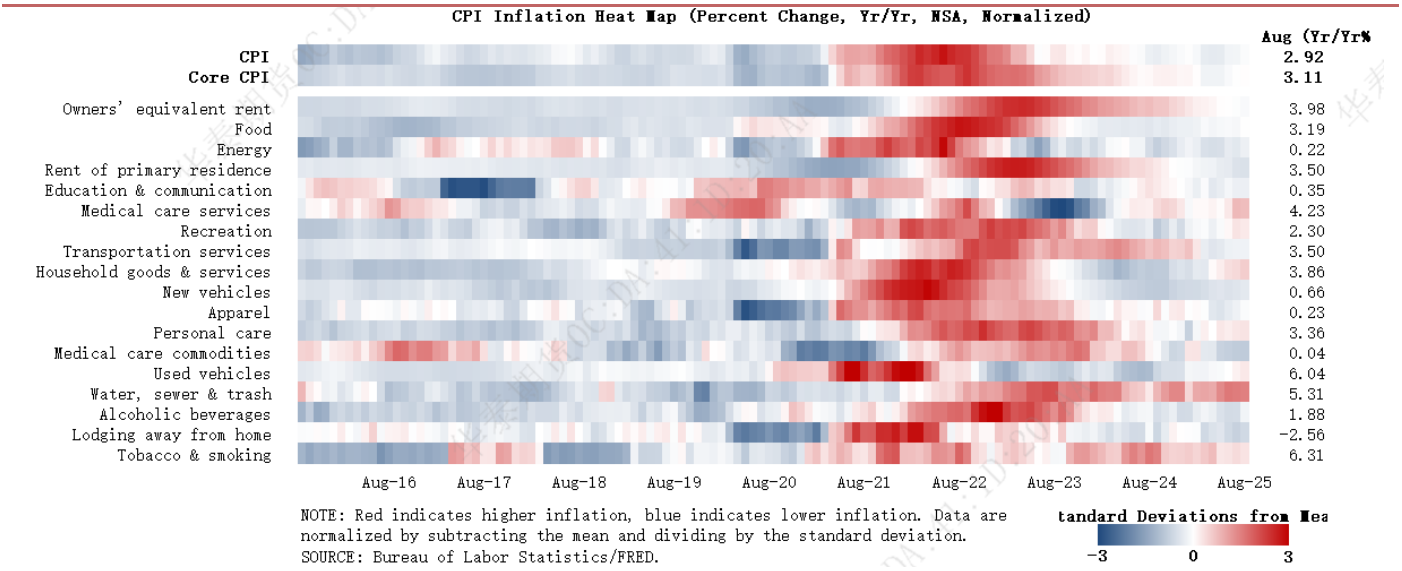
数据来源：iFinD 华泰期货研究院

通胀：2%的挑战依旧

美国通胀开始趋于稳定。自美联储 2022 年开始快速加息“控通胀”以来，通胀水平逐渐放缓。以前期“平均通胀目标制”的角度来看，2023 年小幅高于 3%和 2025 年小幅低于 3%，美联储已经实现了通胀目标。

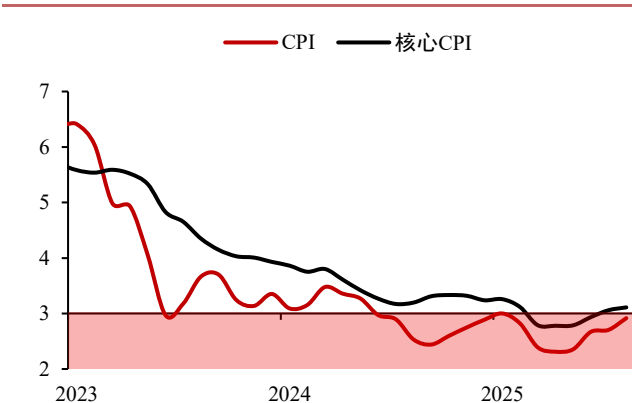
美国通胀中枢或已经抬升。这里的通胀稳定相比较前期的 2%已经抬升，我们认为在逆全球化和中美竞合背景下，通胀中枢的抬升已是必然，只是美联储将货币政策目标改变对于市场的通胀预期锚将形成持续向上的影响，因而制约了政策行动。

图 13：美国通胀热力图显示 8 月核心通胀暂未进一步上升 | 单位：STD



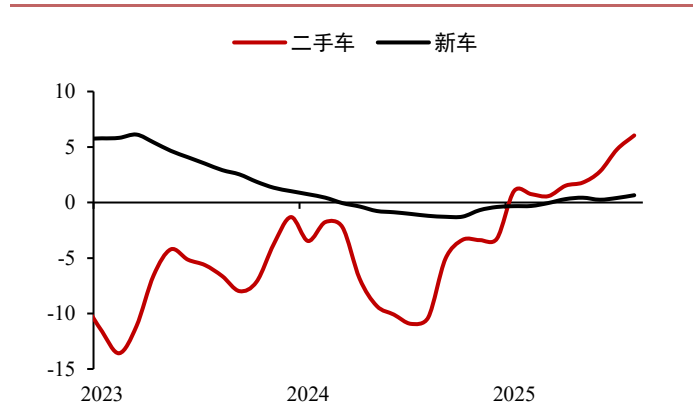
数据来源：FRED 华泰期货研究院

图 14：CPI 和核心 CPI 同比趋稳 | 单位：%YoY



数据来源：iFinD 华泰期货研究院

图 15：二手车和新车 CPI 同比走势 | 单位：%YoY



数据来源：iFinD 华泰期货研究院

利率：预计 9 月降息 25BP

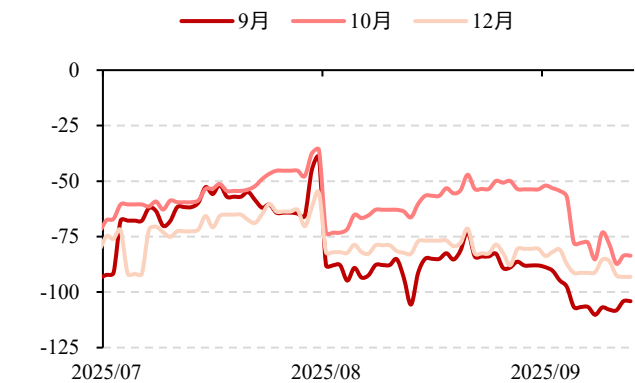
我们预计美联储 9 月份将降息 25BP。1) 从经济增长/劳动力市场的角度而言，美国劳动力市场短期快速恶化，提升降息紧迫性——8 月单月新增非农仅有 2.2 万人（存量增速降至 0.93%），缺口 718.1 万（空缺率升至 4.7%），薪资增速+3.4%（周薪）。2) 从通货膨胀的角度而言，若潜在通胀中枢在逆全球化背景下已经抬升，那么 3%左右的通胀水平已经稳定，美联储需要从“限制性”的货币政策状态撤出。

表 1：美联储 6 月 SEP 展望 | 单位：%

	中值				集中趋势				范围			
	2025	2026	2027	长期	2025	2026	2027	长期	2025	2026	2027	长期
实际 GDP	1.4	1.6	1.8	1.8	1.2-1.5	1.5-1.8	1.7-2.0	1.7-2.0	1.1-2.1	0.6-2.5	0.6-2.5	1.5-2.5
3 月预测	1.7	1.8	1.8	1.8	1.5-1.9	1.6-1.9	1.6-2.0	1.7-2.0	1.0-2.4	0.6-2.5	0.6-2.5	1.5-2.5
失业率	4.5	4.5	4.4	4.2	4.4-4.5	4.3-4.6	4.2-4.6	4.0-4.3	4.3-4.6	4.3-4.7	4.0-4.7	3.5-4.5
3 月预测	4.4	4.3	4.3	4.2	4.3-4.4	4.2-4.5	4.1-4.4	3.9-4.3	4.1-4.6	4.1-4.7	3.9-4.7	3.5-4.5
PCE	3.0	2.4	2.1	2.0	2.8-3.2	2.3-2.6	2.0-2.2	2.0	2.5-3.3	2.1-3.1	2.0-2.8	2.0
3 月预测	2.7	2.2	2.0	2.0	2.6-2.9	2.1-2.3	2.0-2.1	2.0	2.5-3.4	2.0-3.1	1.9-2.8	2.0
核心 PCE	3.1	2.4	2.1		2.9-3.4	2.3-2.7	2.0-2.2		2.5-3.5	2.1-3.2	2.0-2.9	
3 月预测	2.8	2.2	2.0		2.7-3.0	2.1-2.4	2.0-2.1		2.5-3.5	2.1-3.2	2.0-2.9	
加息路径												
利率	3.9	3.6	3.4	3.0	3.9-4.4	3.1-3.9	2.9-3.6	2.6-3.6	3.6-4.4	2.6-4.1	2.6-3.9	2.5-3.9
3 月预测	3.9	3.4	3.1	3.0	3.9-4.4	3.1-3.9	2.9-3.6	2.6-3.6	3.6-4.4	2.9-4.1	2.6-3.9	2.5-3.9

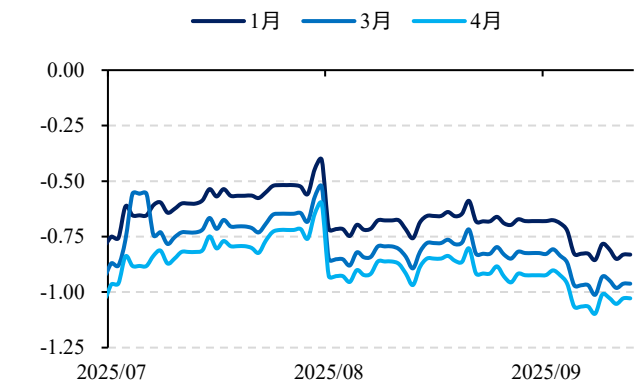
资料来源：FOMC 华泰期货研究院

图 16：市场预期 9 月降息概率 100% | 单位：%pct



数据来源：Bloomberg 华泰期货研究院

图 17：市场预期到明年降息 100BP（四次） | 单位：%



数据来源：Bloomberg 华泰期货研究院

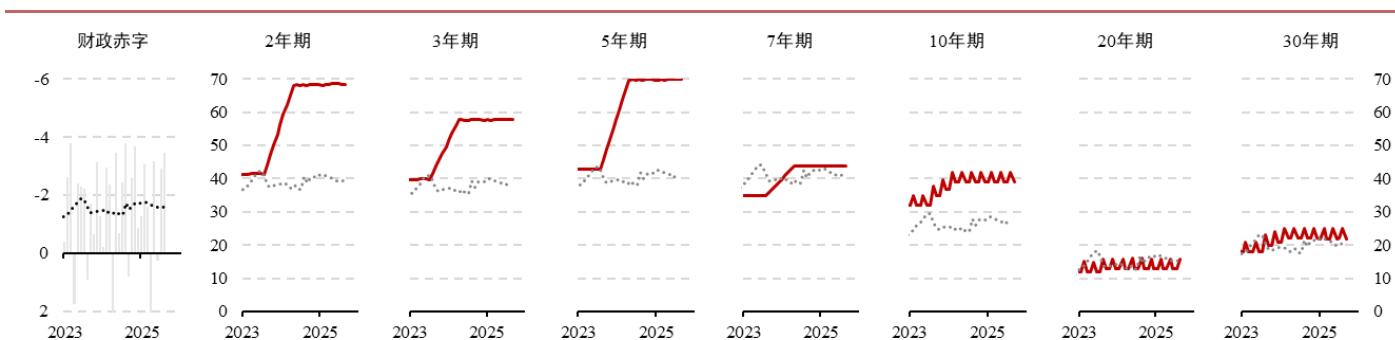
资产负债表：预计 10 月扩表

财政：处在紧缩到扩张的中间

美国财政预期转变。年初以来美元的走弱定价的是欧洲财政预期的扩张（军事需求）和美国财政预期的收紧（债务上限下的政府紧缩）。随着马斯克的离任、美国大美丽法案的通过，正式宣告了美国财政周期从此前的约束将走向扩张。

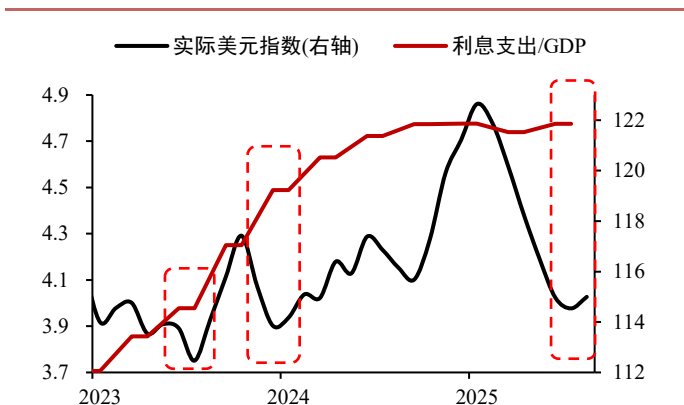
美国财政再融资需要扩张。财政部 7 月底公布的计划显示，美国将季度再融资发债规模定于 1250 亿美元，与预期相符，认为“至少未来几个季度”的债券发行将保持稳定。我们认为当前正处在这一转变的窗口期，等待新财年的扩张实施。

图 18：美国国债发行暂时维持稳定 | 单位：亿美元



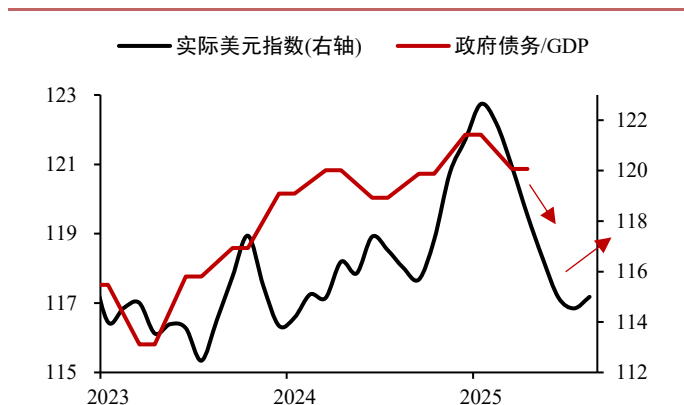
数据来源：Bloomberg 华泰期货研究院

图 19：财政利息支出和美元指数 | 单位：%



数据来源：iFinD 华泰期货研究院

图 20：政府债务回升和美元指数 | 单位：%



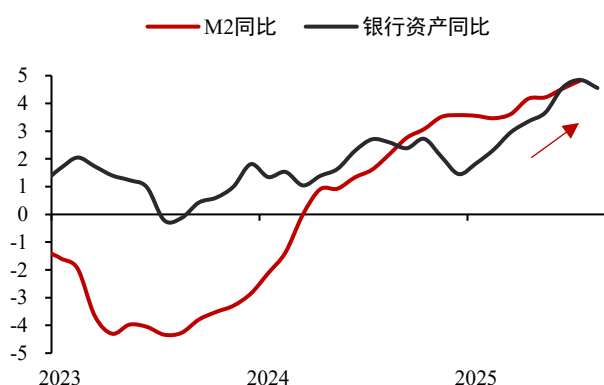
数据来源：iFinD 华泰期货研究院

货币：关注点在扩表而非降息

核心还在于财政。从流动性的特征来看，尽管美国银行存款持续创出新高，但是这里可能对应着金融市场流动性需求的扩张，而非实体经济的流动性需求。事实上，除了居民信贷增速远弱于整体信贷扩张外，企业部门在信贷条件改善的情况也没有增加信贷需求，显示出经济的杠杆重点在财政。

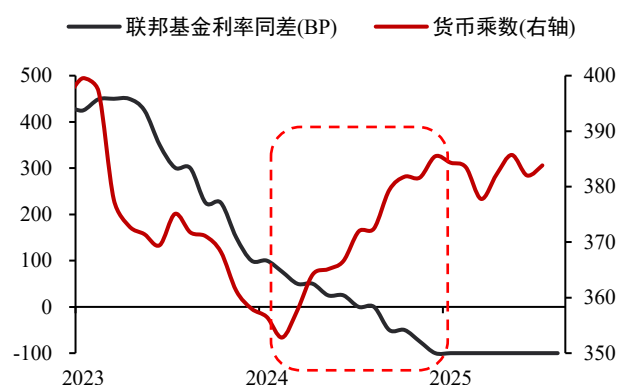
等待财政扩张，等待联储扩表。随着美国政府对于美联储的干预持续上升，其对于美联储货币政策带来的流动性供给需求持续上升，尽管金融市场当前的货币条件依然非常宽松。我们依然觉得，对于美国国内而言，资产负债表收缩带来的美元资产压力并没有消失，未来需要密切关注的是随着压力的上升，美联储 QT 政策的结束甚至逆转（重新 QE）。

图 21：M2 和银行总资产对比 | 单位：%YoY



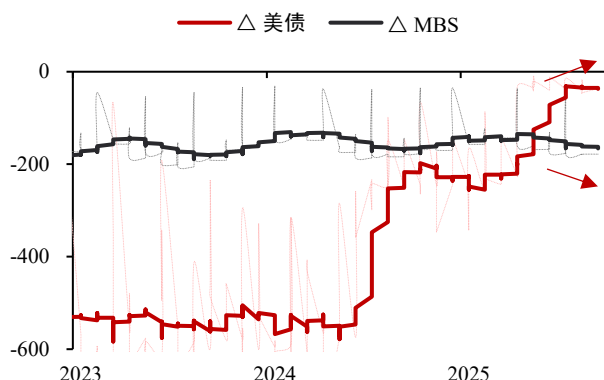
数据来源：iFinD 华泰期货研究院

图 22：美联储利率和货币乘数对比 | 单位：BP



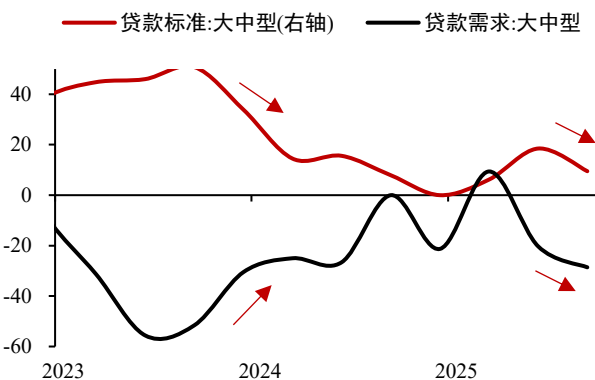
数据来源：iFinD 华泰期货研究院

图 23：美联储资产端环比变动 | 单位：亿美元



数据来源：iFinD 华泰期货研究院

图 24：银行信贷标准和信贷需求对比 | 单位：%pct



数据来源：iFinD 华泰期货研究院

宏观策略：定价从流动性的宽松到资产的创造

随着美国 7 月宏观政策基调的转变，我们认为全球政策周期已经转变。我们预计 9 月美联储将降息 25BP，增加了全球货币流动性的供给，但是在美国财政扩张未实质性开启（对冲实体经济的回落）的状态下，驱动美元资产呈现出流动性上涨。

基于此，我们预计美联储 9 月继续调低对经济的展望，等待 10 月财政扩张的到来。

美元：市场风险偏好的短期提升，短期波动率多头（+VIX）暂观望。入场点可能在于 9 月美联储议在 25BP 的中性降息背景下，释放经济风险关注度。建议继续关注美元资产风险偏好的提升对于非美资产的压力，继续逢高试空欧元兑美元（-EUR）。

美债：短端维持多头，长短空头等待 10 月财政扩张。趋势的角度，关注美联储 9 月降息定价（+2s）后流动性的宽松。结构的角度，预计增加压力的增强而财政扩张未开启状态下，曲线陡峭化（-2s10s）阶段性观望。

中债：维持战略性陡峭化头寸（+2s10s）持有。关注美联储 9 月降息后对于非美曲线结构的短期压力，短期保持 T 和 TL 看空（财政扩张）不做空的判断，等待压力的缓和。

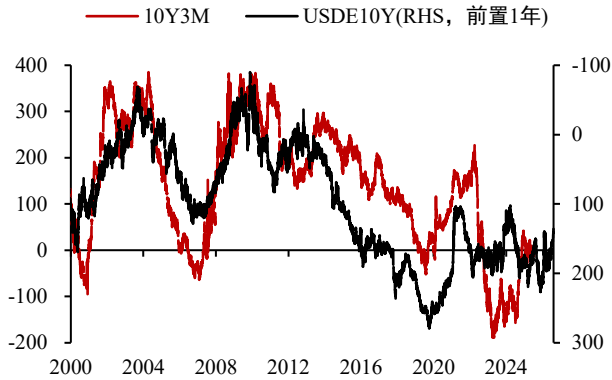
商品：美联储提供的流动性改善预期背景下，就业下行风险带来总需求弱化预期，而反内卷政策形成总供给弱化预期，关注在风险偏好改善的状态下短期内外商品分化的加强（增加黑色、化工等内需型工业品，减少能源、铜等外需型工业品），趋势上我们建议关注外需型工业商品若出现调整后的配置型机会。

表 2：美联储交易宏观策略跟踪

		策略	策略	跟踪 8 月 25 日	策略	跟踪 9 月 14 日
美元	波动率	+VXZ.B	止损	56.14	试多	55.75
	欧元	-6E0W.CME	试空	1.173	试空	1.17955
	曲线	+1×ZN0W.CBT - 2×ZT0W.CBT	试空	95.7031	等待	95.4844
美债	方向	+@ZT0W.CBT	持有	103.922	持有	104.359
		-@ZN0W.CBT	试空	112.1406	试空	113.2343
	曲线	+2×TS00.CFE-1×T00.CFE	等待	96.72	等待	97.05
中债	方向	+TS00.CFE	持有	102.318	持有	102.38
		-T00.CFE	持有	107.915	持有	107.71

资料来源：iFinD 华泰期货研究院

图 25：美债扁平化和对外利差走阔 | 单位：BP



数据来源：iFinD 华泰期货研究院

图 26：美债扁平化的经济影响 | 单位：BP



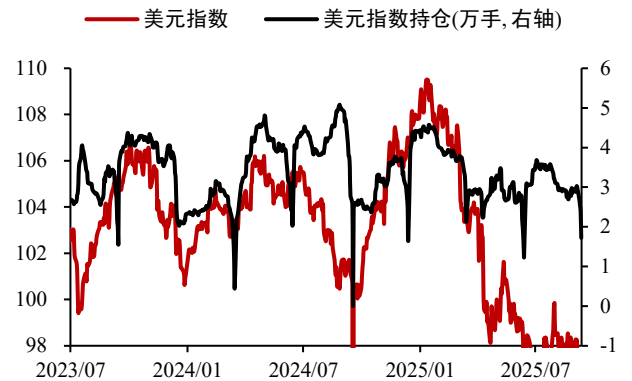
数据来源：iFinD 华泰期货研究院

图 27：波动率和美元指数 | 单位：指数点



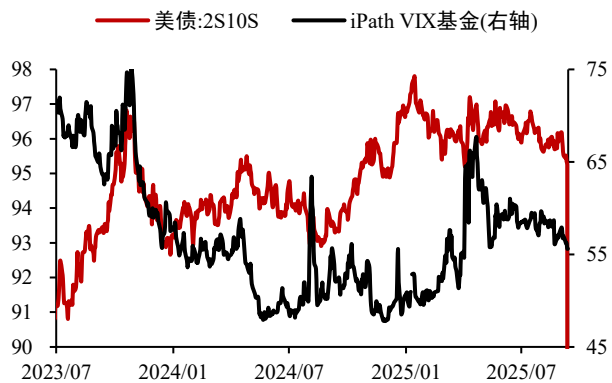
数据来源：iFinD 华泰期货研究院

图 28：美元指数期货持仓企稳 | 单位：万手



数据来源：iFinD 华泰期货研究院

图 29：美债期限利差和波动率 | 单位：BP



数据来源：iFinD 华泰期货研究院

图 30：中债期限利差和波动率 | 单位：BP



数据来源：iFinD 华泰期货研究院

免责声明

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、结论及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司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，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，投资者并不能依靠本报告以取代行使独立判断。对投资者依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰期货研究院”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

华泰期货有限公司版权所有并保留一切权利。

公司总部

广州市天河区临江大道1号之一2101-2106单元 | 邮编：510000

电话：400-6280-888

网址：www.htfc.com