

“宏观交易”的下一站

2026 年 09 月 13 日

证券分析师 陈刚

执业证书：S0600523040001

cheng@dwzq.com.cn

证券分析师 蒋琚逸

执业证书：S0600525040004

jiangjiy@dwzq.com.cn

近期市场受“宏观交易”主导。大家最为关切的宏观矛盾，本质上都落脚于流动性。从事件层面看，主要围绕两条线索展开：一是美联储 9 月 FOMC 的政策选择及其后续指引，二是地缘局势尤其是中东冲突的演绎方向。从资产层面看，则主要体现为美国短端利率、全球主权长债利率与油价三个变量如何组合，共同作用于风险资产。按重要性排序：短期第一矛盾仍是 FOMC 落地，决定市场对于“不确定性”的重新定价；第二矛盾是全球长债利率，决定风险偏好修复能否进一步打开空间；油价及其背后的地缘冲突则是最大的尾部变量，主要需要防范其重新向通胀、长债和风险资产进行二次传导。

结论先行：基准情形（9 月加息 25bp）下，我们认为后续 A 股有望迎来不确定性缓解带来的修复行情。下周 9 月 FOMC 靴子落地，前期集中交易的加息预期有望逐步兑现，短端利率进一步上行空间有限；若点阵图及联储表态没有明显超预期偏鹰，长债利率在当前位置继续大幅上行的风险也相对可控。只要地缘局势不进一步恶化、油价不再出现明显的第二轮上冲，宏观压力有望从“持续扩散”转向“阶段性收敛”，A 股将迎来一轮由不确定性下降所驱动的脉冲式反弹。

■ FOMC：分歧空前，但“落地”比“方向”更重要

本轮市场分歧之大，为近十年首次。2015 年来，绝大多数 FOMC 会议临近前一个月，市场预期已收敛至明确方向，且与最终决议一致；少数例外如 2017 年 3 月，会前 30 天加息概率仍为“五五开”，但前 15 日亦收敛至 74% 的加息概率。反观本次会议，8 月 24 日-9 月 11 日平均加息概率仅 56%，临近会议预期仍如此均衡，历史罕见。尽管 OIS 互换在 CPI 数据公布后已将 9 月加息概率定价至九成，但从微观交流看，投资者对于联储 9 月实际举措的主观分歧依然巨大：乐观者判断 9 月乃至年内不会加息，激进者认为将连续加息数次。

分歧的来源有二。一方面，基本面与政策委员会内部均存在分化。当前美国通胀仍高于目标，但并未到“必须加”的程度，且油价再度加剧通胀的不确定性；与此同时，委员会内部对于通胀风险的权衡并不一致。另一方面，沃什“模糊管理”下，政策路径沟通刻意保留弹性。JH 会议上沃什进一步清晰政策框架，即以“PCE 衡量的 2% 通胀目标”作为锚，货币政策的调整取决于潜在通胀能否“明确且以足够快的速度”向 2% 回落。目标清晰，但落地路径仍充满不确定性。

不过，我们认为加息与否的具体行为没有那么重要，“落地”本身才重要——大类资产已经充分计价了可以说是“最坏的结果”。一来，利率市场计价充分。无论 OIS 互换还是联邦基金期货，均已基本计入 9 月加息及年内加息两次；截至 9 月 11 日 2 年期美债收益率行至 4.63%，回到 2024 年 7 月市场刚开始预期降息时的水平，亦已计价未来至少两次加息。二来，A 股对流动性的反馈到位。8 月中下旬曾因长债问题一波下挫，上周五提前抢跑非农，本周五开盘下跌跟进“隔夜 PPI 超预期+油价破百+美债 30Y 创危机后新高+晚上 CPI 不确定性”，宏观层面的悲观计价已较为充分。此外，海外资产初现“利空落地”的苗头。周五数据公布后，2Y 美债收益率先跳升、后回落，30Y 美债收益率向下，美股三大股指全线收涨，开始交易“利空落地变利好”，即不确定性的收敛。

因此，我们对于 FOMC 事件影响的判断相对积极。除非 9 月出现一次性大幅加息，或点阵图、沃什表述方面明显释放连续多次加息信号，否则 FOMC 落地本身很难进一步恶化当前的宏观定价，反而利好风险资产。

■ 海外长债：收益率进一步上行的空间有限，向下空间正在打开

长债的问题更加复杂。我们在此前的报告《主线行情的重启还缺哪些拼图？》中指出，本轮美国长债收益率的快速上行，并非单纯由货币政策驱动，而是财政担忧、供需错配与沃什政策不确定性三重压力共同推升了期

相关研究

《十大未来产业系列之九——氢能和新一代核能装备》

2026-09-09

《加息预期再次上行，港股如何变？

——港股周观点》

2026-09-07

限溢价。此外，贝森特主导的财政部干预规模不足 60 亿美元、低于市场预期，对长债的支撑有限。

而这三重压力的缓解节奏不同。前两者非货币政策所能解决，需等待四季度的到来，届时美债供给脉冲边际放缓，叠加中期选举后财政博弈进入阶段性平静，压制将有所缓解。而第三重压力与本次 FOMC 直接相关。若 9 月加息（基准情形），一定程度上会被市场解读为“信用修复”，即美联储顶住了来自特朗普的政治压力，维护政策独立性、坚守抗通胀目标。这种情景下，短期实际利率定价虽有上行压力，但通胀风险补偿会显著回落，长债收益率有望迎来下行。若 9 月不加息，货币政策的宽松倾向将令投资者担忧通胀反弹风险，进而要求更高的通胀风险补偿，长端利率与期限溢价反而难以回落。

整体而言，我们并不认为长债会成为后续市场的首要交易矛盾，但其走向将影响 A 股反弹的空间。FOMC 落地解决的是宏观不确定性，长债企稳缓解的则是估值分母压力：前者决定市场能否反弹，后者决定反弹能够走多远。截至 9 月 11 日，10 年期、30 年期美债收益率已分别升至接近 5% 和 5.4% 的高位，叠加 8 月中下旬全球市场已对长债利率上行进行过一轮集中定价，当前利率水平已较大幅度反映既有压力，进一步上行需要新的增量冲击，而随着前期压力逐步释放，长债收益率向下修复的空间正在打开。

■ 油价：大幅暴涨引发连续加息仍是小概率事件

相比 FOMC 和长债，油价是当前最难判断的变量。近期布油重新突破 100 美元/桶、一度逼近 110 美元，主要受中东地缘局势升级、霍尔木兹海峡和红海运输扰动影响。后续真正重要的，是油价上涨会不会由一次性的供给冲击，演变为持续性的通胀再定价。若地缘维持现状、油价高位震荡，市场承受的只是一轮已经发生的冲击，宏观压力有望随时间逐步消化；但若关键运输环节进一步受阻、冲突范围扩大，油价再度快速上冲，则会同时推升通胀预期、短端利率预期与长端期限溢价，重新形成“油价—通胀—美债—风险资产”的负反馈。目前看来，由美伊冲突引发的油价抬升，现阶段通胀冲击仍收敛于能源相关板块，暂未蔓延至广泛的消费板块；后续主观判断上，油价大幅暴涨不符合特朗普政府诉求，通胀失控引发连续加息仍是偏小概率事件。

■ 结论与展望

综合来看，当前宏观定价已进入关键阶段。过去一个多月，自下而上层面难寻确定性机会，行情更多由宏观变量主导——联储可能重新加息、美国长债利率持续上行、油价重新突破 100 美元，三者共同抬升风险资产的分母压力。但站在当前时点，三条线的交易状态已出现变化：

第一，短端利率方面，加息预期已经大幅前置，9 月会议本身的边际冲击正在下降。

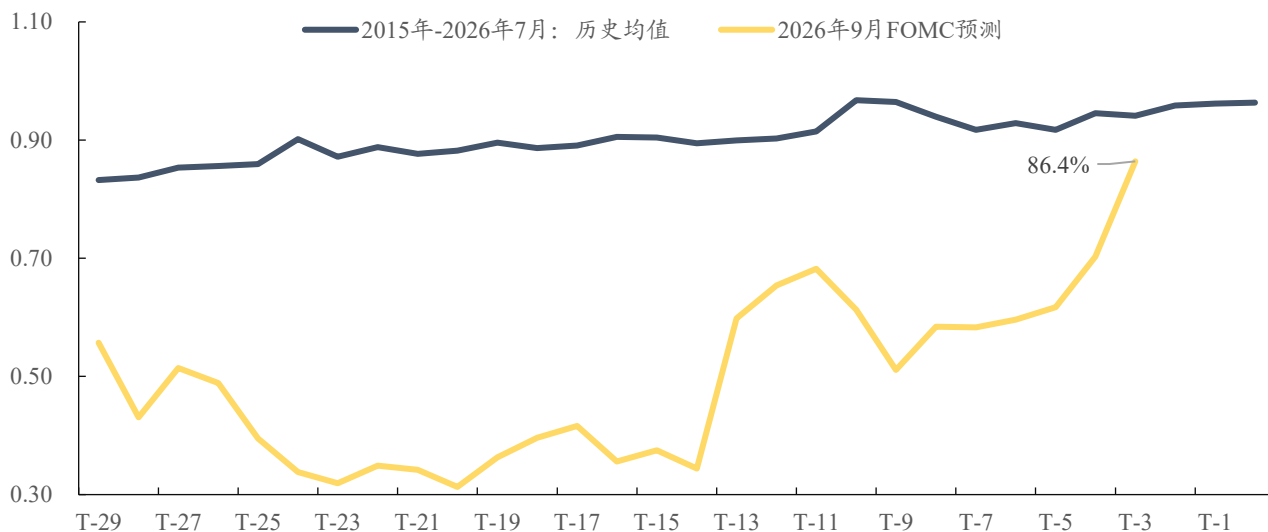
第二，长端利率方面，收益率已处高位，进一步上行需要新的增量冲击，FOMC 落地反而存在阶段性稳定期限溢价的可能。

第三，油价和地缘仍是需要重点跟踪的尾部风险，但基准情景下，持续大幅上行并进一步向通胀和利率传导的概率相对有限。

因此，我们对未来 2-3 个月 A 股的判断相对积极。前期压制风险偏好的宏观变量有望边际改善，指数已回落至偏底部区间，估值分母压力的缓解本身就可能成为阶段性反弹的触发因素。短期最重要的是等待 FOMC 靴子落地；落地后，宏观压力阶段性缓和，部分资金或重新寻找交易机会，市场将重新从交易宏观转向交易切实的产业/景气/盈利基本面。产业端方面，FCC 正式文件落地，Meta Connect 与华为秋季发布会定档 9 月 23 日，Anthropic 预计 10 月中旬启动 IPO 路演，10 月下旬美股科技三季报将验证 AI 资本开支景气，增量催化仍值得期待。

■ **风险提示：**美联储加息幅度或路径指引超预期；科技创新不及预期；地缘政治风险；特朗普政府政策不确定性；国内经济复苏速度不及预期等。

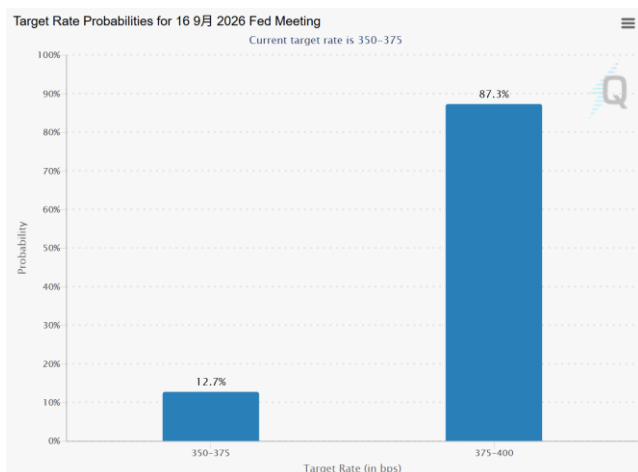
图1：历次美联储加息会议前30日，市场对最终加息幅度的定价比例（单位：%）



数据来源：Bloomberg，东吴证券研究所

注：仅统计最终实施加息的FOMC会议。定价比例=会议前某日市场定价的加息幅度/最终实际加息幅度×100%；100%表示市场已完整定价当次加息。T日为FOMC利率决议公布当日。2026年9月FOMC数据截至2026年9月11日。

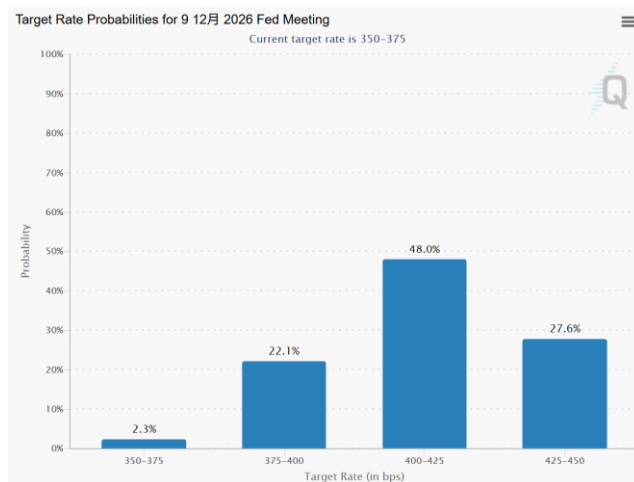
图2：在CPI数据公布后CME FedWatch将9月加息概率定价至接近九成（单位：%）



数据来源：CME Group，东吴证券研究所

注：数据截至2026年9月11日

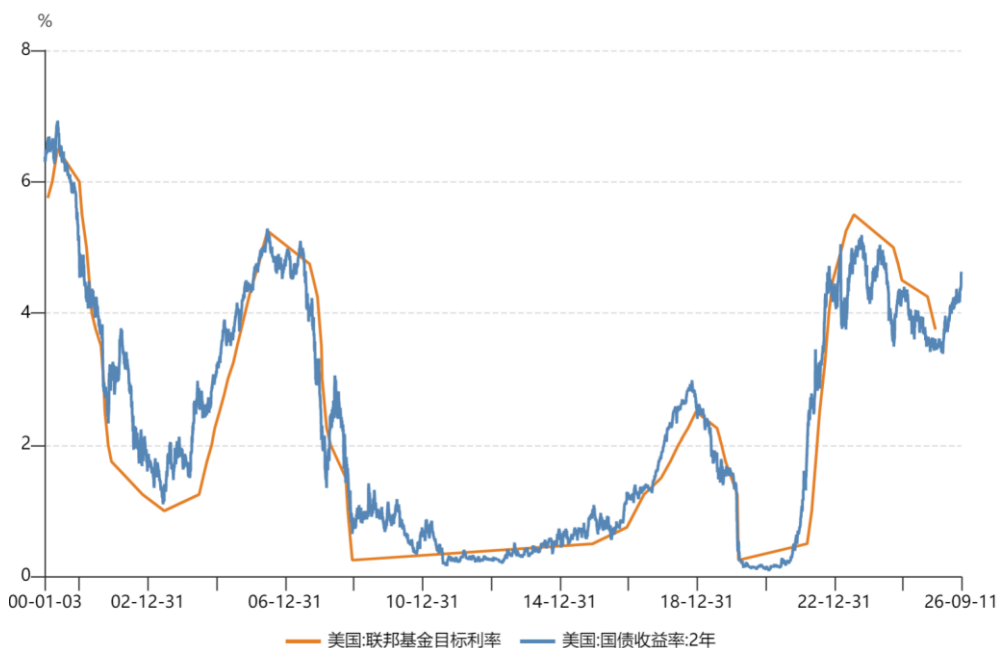
图3：CME FedWatch已基本计入年内加息两次



数据来源：CME Group，东吴证券研究所

注：数据截至2026年9月11日

图4：2026年9月11日2年期美债收益率行至4.63%，亦已计价未来至少两次加息（单位：%）



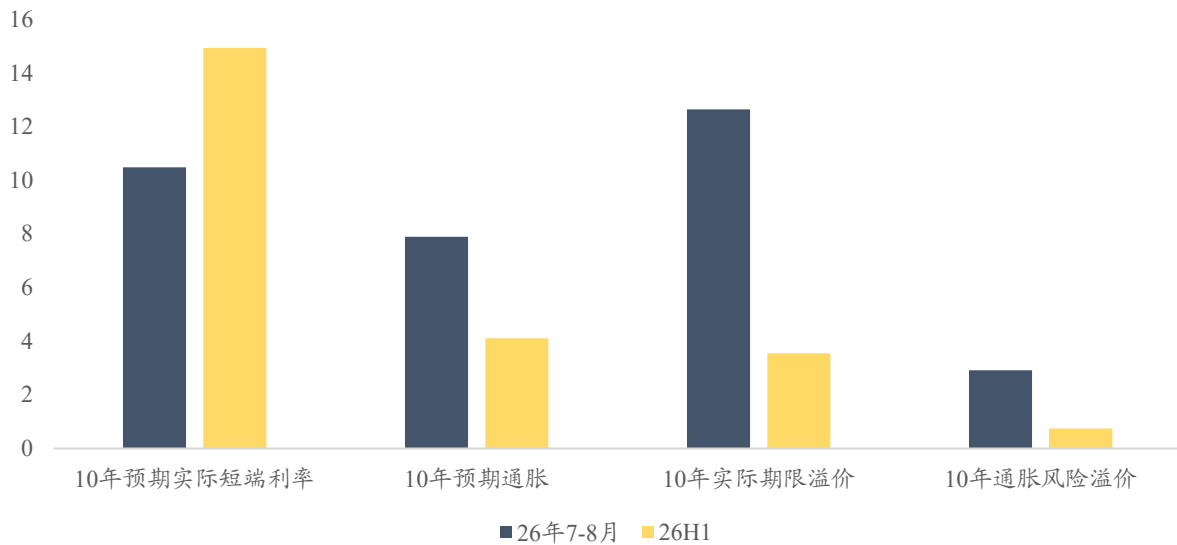
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图5：韩、法、日、英、美等多国长端利率达到历史高位（单位：%）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图6: 10年期美债利率区间变动的驱动因子拆分 (单位: bp)



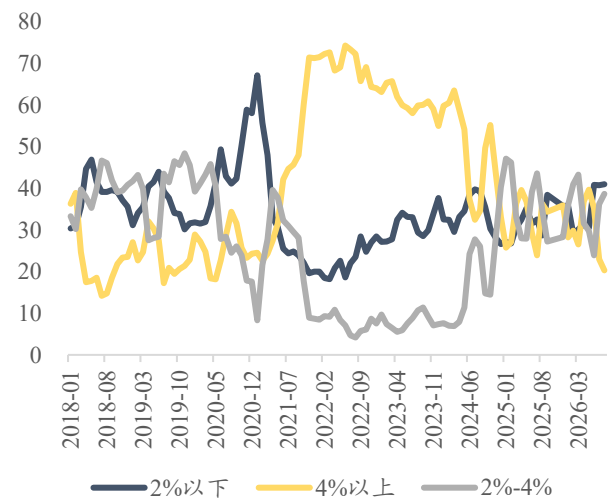
数据来源: 美联储官网, 东吴证券研究所

图7: 油价与美国通胀变动 (单位: 美元/桶; %)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图8: 美国通胀扩散度仍较低——CPI 年化环比增速占比 (单位: %)



数据来源: Bloomberg, 东吴证券研究所

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>