



暂停加息即为纠偏

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

暂停加息即为纠偏

基本内容：

随着众多联储官员明确拒绝连续加息的可能性，9 月 FOMC 会议的加息成为孤立事件的概率正在增加。某种程度上，12 月 FOMC 的窗口是当前宏大加息预期的一次贝叶斯更新，承担着“继续加息”或“继续暂停（即纠偏）”的对立使命。

如果彼时依然展现出地缘引发的通胀压力，那可能夯实更多以季度为频率的紧缩预期，即向着 2027 年 3 月窗口继续延展；如果彼时看到了通胀的缓和，中选的混乱与就业的脆弱，那 9 月的加息就是“一次性”政策调整——没有宏大的紧缩周期，没有紧迫的物价压力，有的只是联储在市场舆论压力下的技术动作变形，以及金融条件收紧与 AI 浪潮共同作用下更明显的挤出效应。

泛泛而谈的加息，本身就在制造更大的波动和不确定性。当美债作为全球利率基准的稳定性开始被重估，联储货币政策本身就可能成为金融风险之源。

尽管联储只进行了一次 25bp 的加息，但市场显然已经走的更远；利率传导是存在滞后性的，未来数月我们可能将看到此前一个季度内金融条件的收紧与 AI 浪潮共同作用下的挤出效应更明显的反馈在经济数据中。10 月暂停加息即纠偏，足以让美债歇一口气，但在经济数据明显走弱前，更重要的窗口依然还是 12 月的那次“贝叶斯路径更新”。

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。



内容目录

风险提示..... 5

图表目录

图 1：1997 年至今，联储政策转向后累积加息幅度..... 3

图 2：核心 PCE 新旧口径对比 3

图 3：PCE 口径的修改规则..... 4

图 4：雇主视角下，医疗保险成本的大幅增加压制了薪资空间 4

图 5：从 2025 年 12 月降息至今，仅有美股仍享受着更宽松的金融环境 5

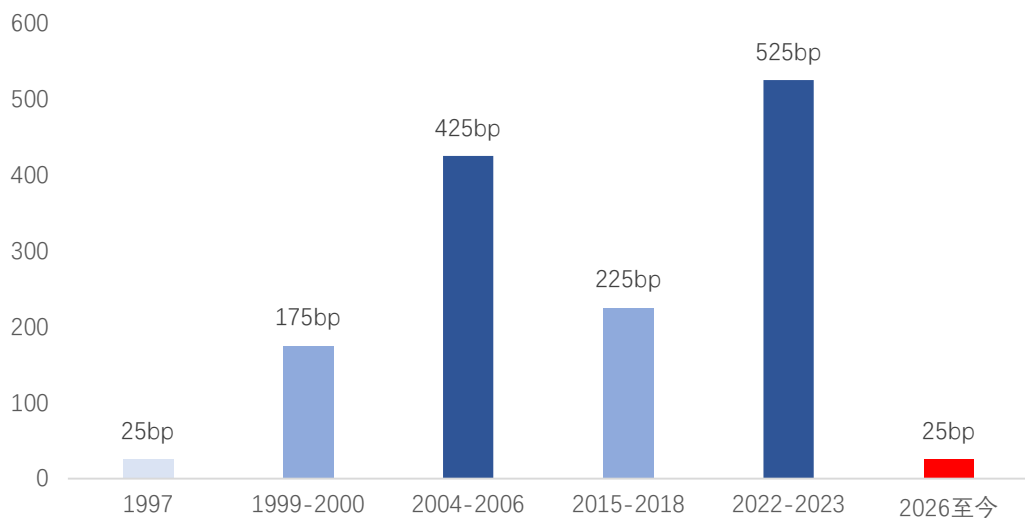


随着众多联储官员明确拒绝连续加息的可能性，9月FOMC会议的加息成为孤立事件的概率正在增加。某种程度上，12月FOMC的窗口是当前宏大加息预期的一次贝叶斯更新，承担着“继续加息”或“继续暂停（即纠偏）”的对立使命。

如果彼时依然展现出地缘引发的通胀压力，那可能夯实更多以季度为频率的紧缩预期，即向着2027年3月窗口继续延展；如果彼时看到了通胀的缓和，中选的混乱与就业的脆弱，那9月的加息就是“一次性”政策调整——没有宏大的紧缩周期，没有紧迫的物价压力，有的只是联储在市场舆论压力下的技术动作变形，以及金融条件收紧与AI浪潮共同作用下更明显的挤出效应。

历史经验虽不支持这种“一次性操作”的判断，但历史本就是用来被打破的。续创新高的美债利率以及破灭的股债相关性都意味着很多宏观规律都已失效；这反而是一个更加数据依赖，摸着数据过河的时代，货币政策更要保持灵活，也需要更多倾听央行官员的洞见，但很遗憾的是沃什反而选择相向而行。

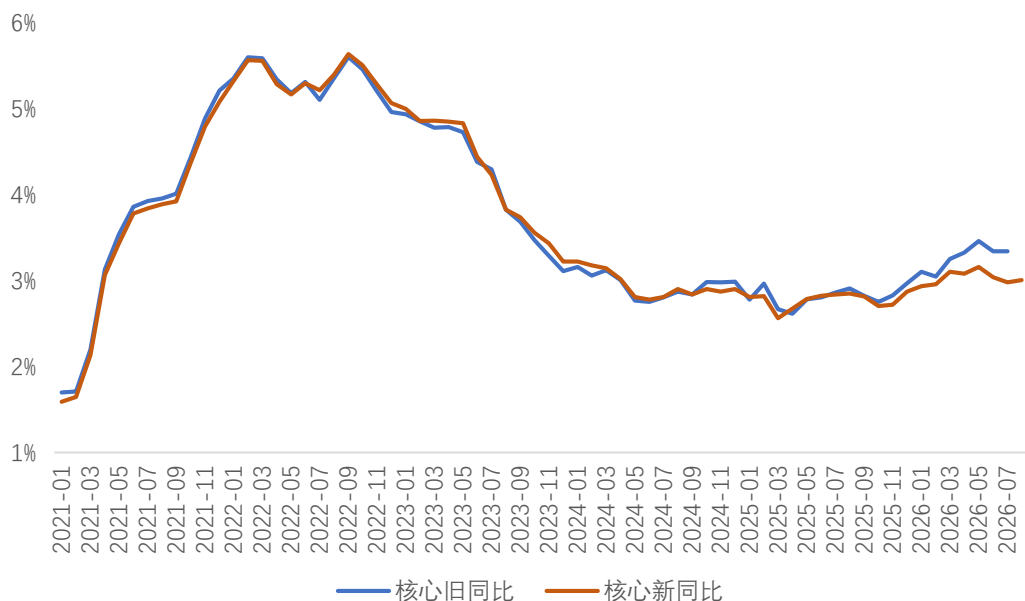
图1：1997年至今，联储政策转向后累积加息幅度



来源：Wind，国金证券研究所

过去几个月美国内生通胀部分并没有显著的反弹趋势。尽管核心PCE的大幅不及预期几乎来自于统计口径的修订，但无论是调整前还是调整后的口径，其所对应的经济现实都是唯一的——对于通胀这个文字游戏而言，“低数值”至少比“高数值”要好。

图2：核心PCE新旧口径对比



来源：Wind，BEA，国金证券研究所



且对于调整的这三个项目：电脑软件及配件、投资管理以及法律服务而言，新的统计方法理应是更加贴近现实的。

图 3: PCE 口径的修改规则

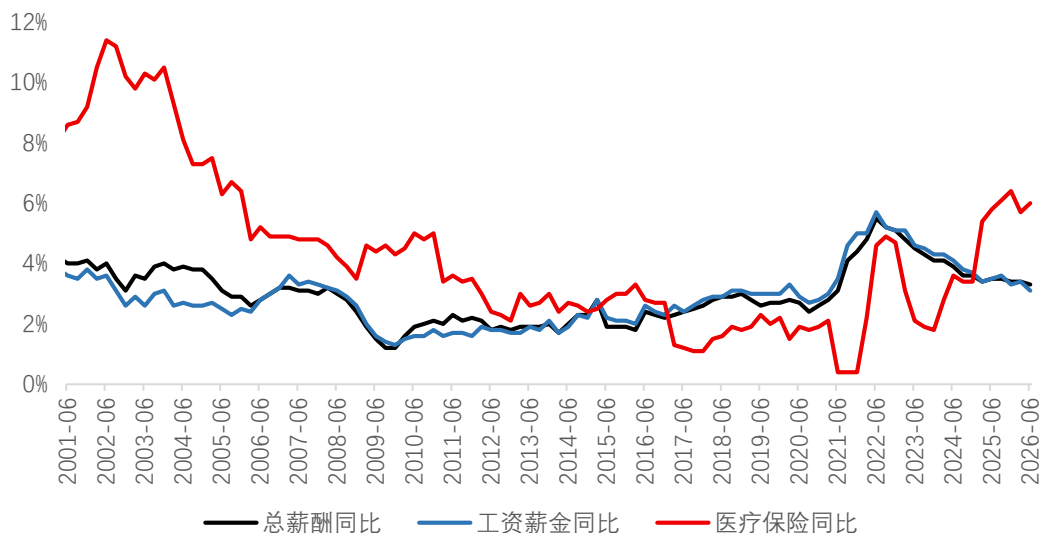
分项	修订前	修订后
投资组合管理	用名义支出除以投资管理 PPI，估算实际服务量	用行业就业和工时外推服务量，再由名义支出与服务量推导隐含价格
法律服务	使用法律服务 CPI，包括质量不足发布要求的未公开值	自 2024 年起，改用五类法律服务 PPI 的组合指数
电脑软件及配件	直接使用对应 CPI，但 CPI 与 PCE 的产品范围不完全一致	改用软件 CPI、游戏软件出版 PPI、托管及应用服务等 PPI 的组合

来源：Wind，BEA，国金证券研究所

劳动力市场的紧度、充分就业程度以及均衡新增就业人数，这些指标指向的美国经济状态并不一致，但根本问题是唯一的：加息是在阻止需求过热，还是在让本已放缓的收入承担更多调整？

我们此前提到过，用 V/U 比前瞻美国薪资拐点是极度存疑的：非农薪资同比增速仍在下行，ECI 作为更为完善的衡量指标，也并没有指向收入的改善。二季度工资薪金同比增速仍在下行，从 3.4% 降到 3.2%，但福利成本却仍在走高。绝大多数雇佣成本的增长都来自于企业非薪资福利支出的“被动”增加，这也意味着员工实际到手薪资的下降。医疗保险成本上涨挤压企业利润，也可能压缩了工资空间。

图 4: 雇主视角下，医疗保险成本的大幅增加压制了薪资空间



来源：Wind，BLS，国金证券研究所

加息能够压低总需求，但无法压制所有成本上涨的源头，尤其是保险类支出更是如此。如果最终靠进一步压低工资和就业去抵消成本，通胀下来的代价将主要落在没有制造这轮涨价的人身上。

非农就业的高波动削弱了可信度，且数据的趋势无法支持宏大的加息周期叙事。尽管联储当前的反应函数几乎不考虑就业，但如果我们把视角放的长远一些：“更多的加息预期”和“逐渐落地的紧缩效果”则可能把关注从通胀再次拉回到就业。

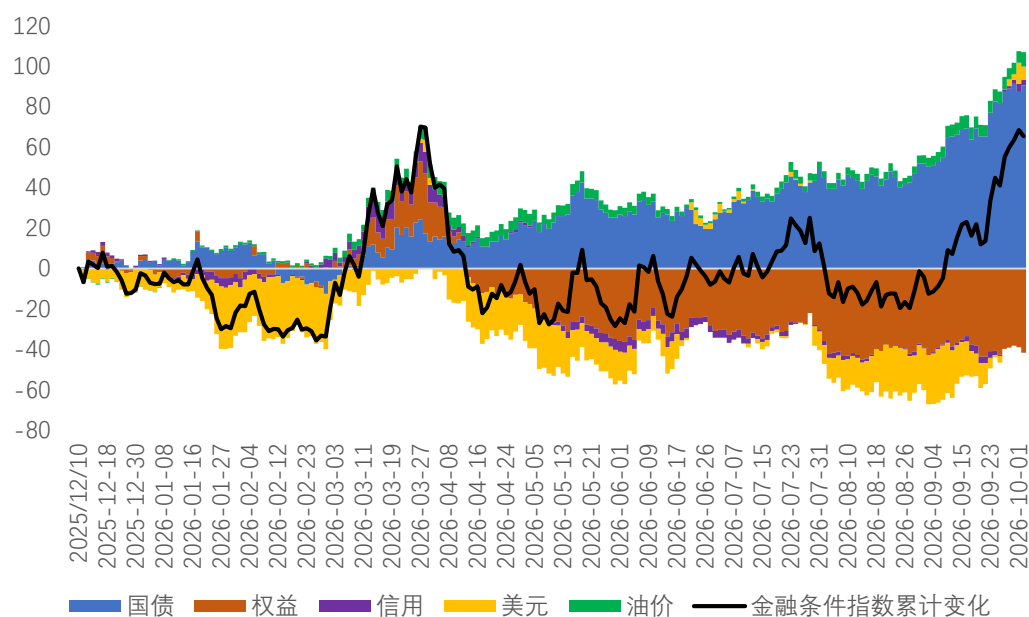
很重要的一点是，劳动力供给减少确实可以降低维持就业平衡所需的新增人数，但低盈亏平衡数与经济能够承受更多紧缩，并不能完全划等号。

无论如何，再去讨论 9 月加息这个既定事实的意义已然有限，毕竟我们也不知道，在没有这次加息的反事实世界里，美债会走到多高。当前收益率继续上行，不能单独证明加息无用；同样，也不能反过来证明还得继续加息来应对美债压力。可以说，“加息救美债”这一观点已被充分证伪。

下一次加息需要更加谨慎，也需要更加有所指：究竟是什么通胀压力，什么劳动力压力，什么金融条件宽松（一级市场还是二级市场、权益还是债券、广义美元汇率还是特定货币对）需要继续紧缩？就金融条件而谈，从 2025 年 12 月的 FOMC 会议至今，金融条件收紧大概 65 个基点，其中国债利率贡献了超过 90 个基点，但与此同时权益市场则延续着宽松的金融环境，拉低金融条件约 40 个基点；其余因素（信用、油价与美元）累计贡献约 15 个基点。



图 5: 从 2025 年 12 月降息至今, 仅有美股仍享受着更宽松的金融环境



来源: Wind, FRED, 国金证券研究所

换言之, 金融条件宽松的论点仅对美股有效; 泛泛而谈的加息, 本身就在制造更大的波动和不确定性。当美债作为全球利率基准的稳定性开始被重估, 联储货币政策本身就可能成为金融风险之源。

尽管联储只进行了一次 25bp 的加息, 但市场显然已经走的更远; 利率传导是存在滞后性的, 未来数月我们可能将看到此前一个季度内金融条件的收紧与 AI 浪潮共同作用下的挤出效应更明显的反馈在经济数据中。10 月暂停加息即纠偏, 足以让美债歇一口气, 但在经济数据明显走弱前, 更重要的窗口依然还是 12 月的那次“贝叶斯路径更新”。

风险提示

1) AI 技术数据更新频率较低, 无法及时反馈模型能力的大幅提升; 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。



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。

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