



冠通期货
Guantong Futures

慎初笃行为冠 逐鹿得人则通

宏观与大宗商品周报

冠通期货研究咨询部王静

执业资格证书编号：F0235424/Z0000771

2025年9月22日

投资有风险，入市需谨慎，本公司具备期货交易咨询业务资格，请务必阅读最后一页免责声明。

www.gt futures.com.cn

核心观点

最近，超级央行周落幕，美联储降息25BP如期而至，多国央行纷纷跟进，降息交易逻辑调整，主要资产对过度定价的宽松预期进行校正，并酝酿着新的交易逻辑。全球主要股市涨跌互现，美股先抑后扬再创历史新高，A股冲高回落展开调整，BDI指数小幅上扬，波动率VIX指数明显抬升，美债收益率与美元指数先抑后扬触底反弹，非美货币则表现各异。大宗商品走势分化，黄金获利回吐高位震荡，铜价大挫拖累整个有色板块，油价依旧表现疲软，CRB周度明显收跌；国内，求实杂志刊登高层文章，反内卷行情再起，推升黑色系的强势上扬，焦煤焦炭领涨，玻璃纯碱紧随其后。

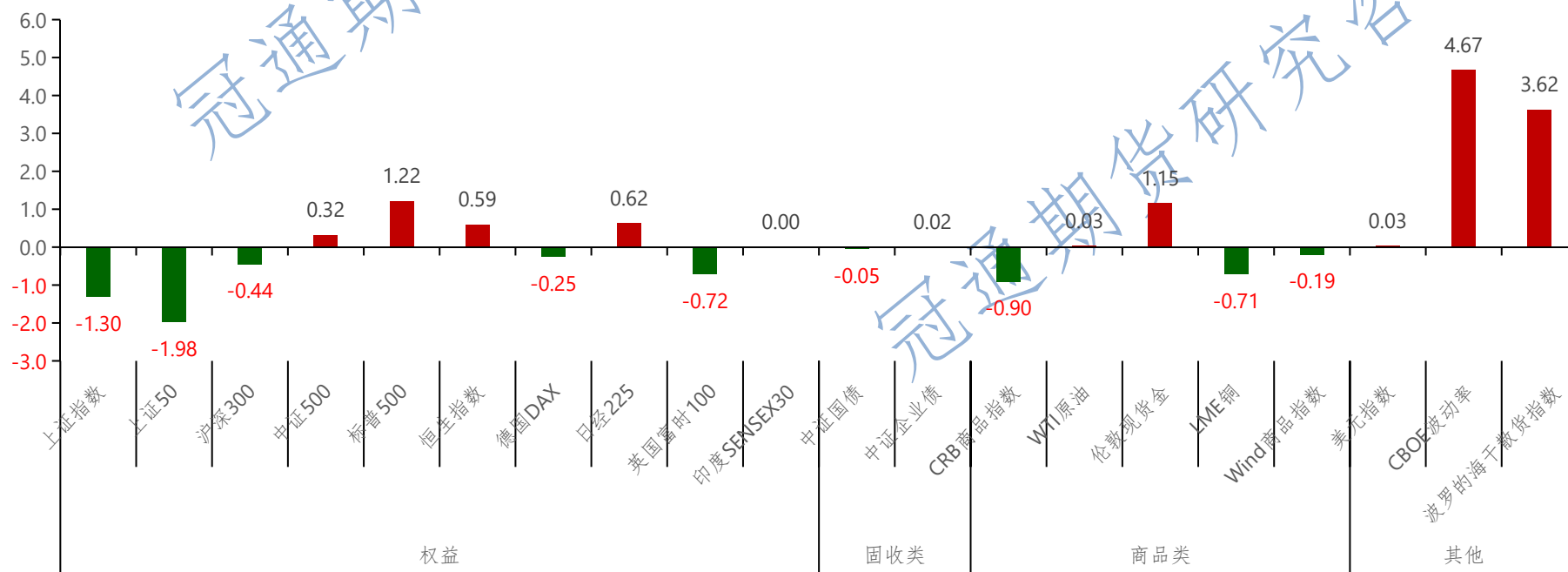
国内债市涨跌互现远期承压、股指表现分化，商品大类板块涨跌互现多数收跌；股市涨跌互现表现分化，成长型风格表现明显抗跌，价值股大幅下挫；国内商品大类板块涨跌互现Wind商品指数周度涨跌幅-0.19%，10个商品大类板块指数中4个收涨6个收跌。具体商品大类表现来看，呈现内强外弱的风格特征，贵金属的回调与有色的大跌拖累商品整体的收跌，煤焦钢矿与非金属建材板块受益于反内卷行情的重燃而联袂大涨，能源与油脂油料、化工板块小幅收涨；农副产品板块大跌-4.33%领跌，谷物板块跌超-1%紧随其后，其他板块悉数收跌。

当下，降息进程过半暂停之后重启，全球宏观交易逻辑料将逐渐切换。美联储降息对大宗商品影响，则将会通过利率、美元、流动性和投资者心理预期等多个渠道进行传导。一般来说，降息直接降低持有不生息资产（如黄金）的机会成本，这使得黄金等贵金属的吸引力上升；降息通常会导致美元贬值，由于大多数大宗商品以美元计价，美元贬值使得其他货币购买这些商品更便宜，从而支撑大宗商品价格；此外，降息向市场注入流动性，可能提振经济增长预期和通胀预期。若经济能实现“软着陆”，需求前景的改善会对部分大宗商品（如工业金属）形成支撑。同时，全球流动性改善也可能刺激投机性资金流入大宗商品市场。最后，需要注意的是，大宗商品市场常有“买预期，卖事实”的现象。价格在降息预期升温时上涨，而在政策落地后可能因获利了结而短期回调。例如本次降息后，黄金价格就出现了冲高回落。后市，大宗商品后市走势料将分化，定价着不同的的交易逻辑。美联储降息虽然带来全球流动性的宽裕，总体利好大宗商品，特别是之后转向复苏交易逻辑后，但更多的还是影响国际定价商品，诸如铜和白银受益更加凸出；而对于国内定价的商品，则更加需要注意国内的经济成色和政策对冲的预期，反而是走“衰退交易”逻辑更加利好，叠加反内卷行情的强化，特别是焦煤和多晶硅等龙头品种。

大类资产

最近，超级央行周落幕，美联储降息25BP如期而至，多国央行纷纷跟进，降息交易逻辑调整，主要资产对过度定价的宽松预期进行校正，病酝酿着新的交易逻辑。全球主要股市涨跌互现，美股先抑后扬再创历史新高，A股冲高回落展开调整，BDI指数小幅上扬，波动率VIX指数明显抬升，美债收益率与美元指数先抑后扬触底反弹，非美货币则表现各异。大宗商品走势分化，黄金获利回吐高位震荡，铜价大挫拖累整个有色板块，油价依旧表现疲软，CRB周度明显收跌；国内，求实杂志刊登高层文章，反内卷行情再起，推升黑色系的强势上扬，焦煤焦炭领涨，玻璃纯碱紧随其后。

全球大类资产周内涨跌幅%

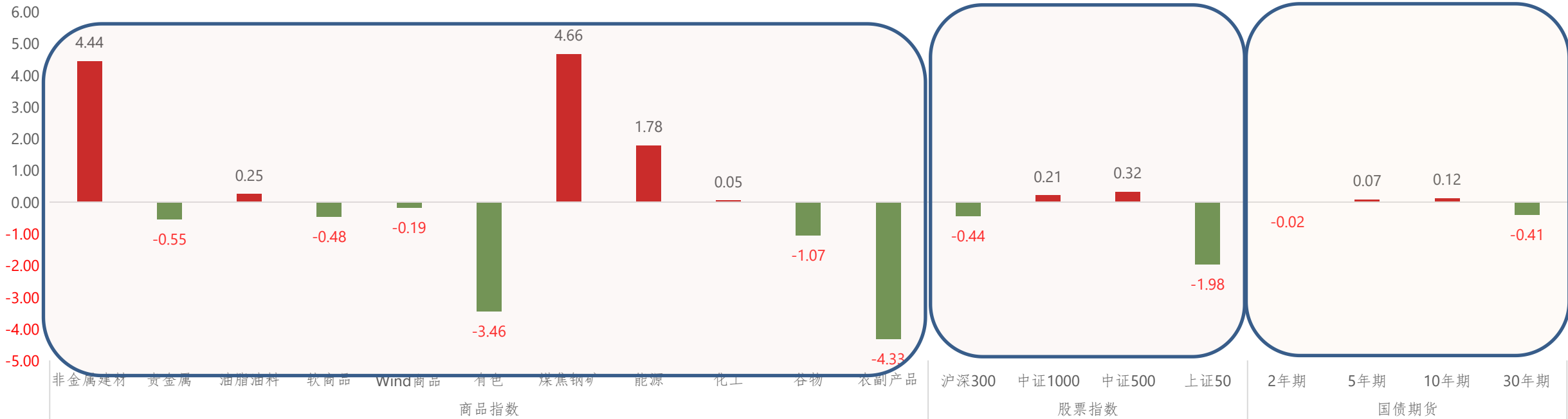


注：数据均来源于Wind、冠通研究

板块速递

- 国内债市涨跌互现远期承压、股指表现分化，商品大类板块涨跌互现多数收跌；
- 股市涨跌互现表现分化，成长型风格表现明显抗跌，价值股大幅下挫；
- 国内商品大类板块涨跌互现Wind商品指数周度涨跌幅-0.19%，10个商品大类板块指数中4个收涨6个收跌。具体商品大类表现来看，呈现内强外弱的风格特征，贵金属的回调与有色的大跌拖累商品整体的收跌，煤焦钢矿与非金属建材板块受益于反内卷行情的重燃而联袂大涨，能源与油脂油料、化工板块小幅收涨；农副产品板块大跌-4.33%领跌，谷物板块跌超-1%紧随其后，其他板块悉数收跌。

上周期市板块涨跌幅

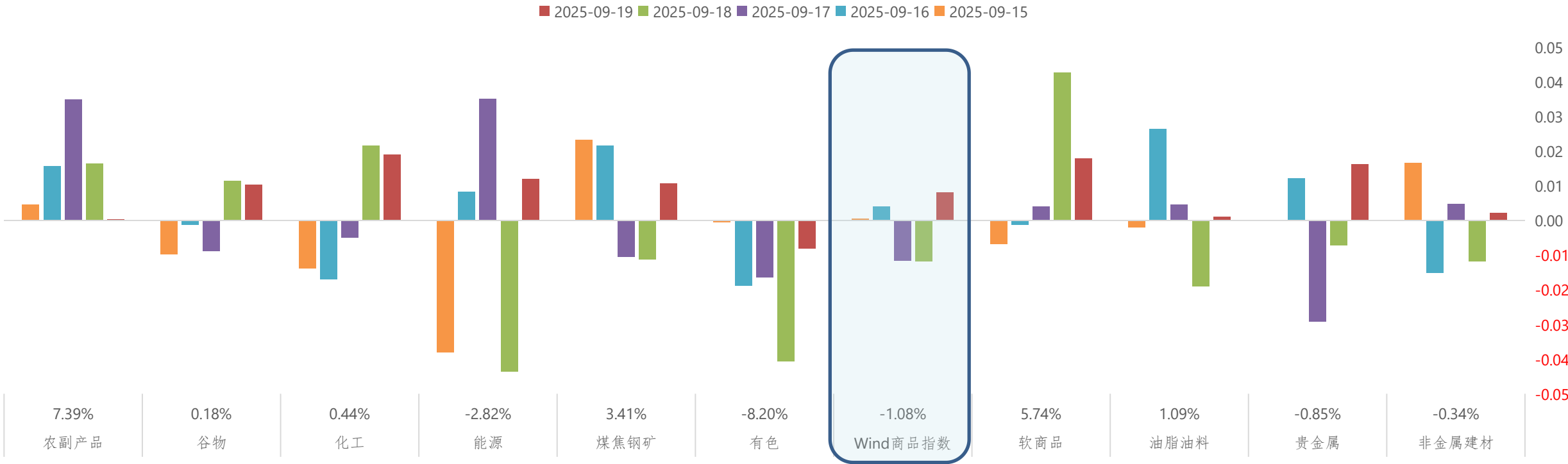


注：数据均来源于Wind、冠通研究

资金流向

上周，商品期货市场资金整体小幅流出；
资金流入板块上，软商品、煤焦钢矿和农副产品板块较为明显；
资金流出的板块上，有色和能源板块资金的流出最为明显值得注意。

近一周商品期货板块资金变动率（%）

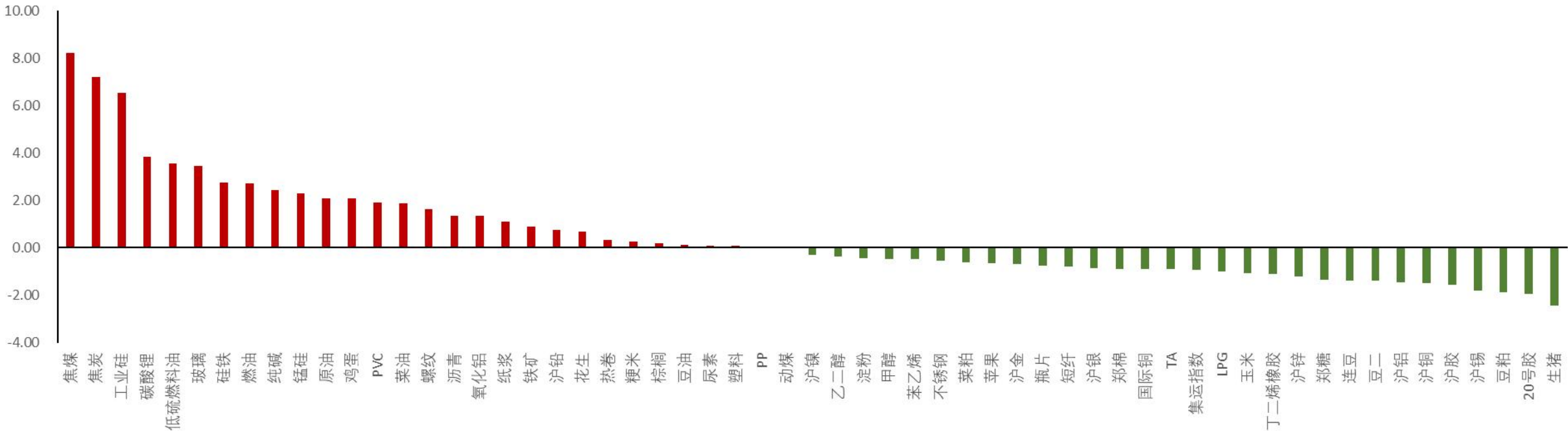


注：数据均来源于Wind、冠通研究

品种表现

最近一周，国内主要商品期货多数收跌，从商品期货具体品种指数表现来看，上涨居前的商品期货品种为**焦煤、焦炭与工业硅**；跌幅居前的商品期货品种为**生猪、20号胶和豆粕**。

上周商品期货品种涨跌幅（%）



注：数据均来源于Wind、冠通研究

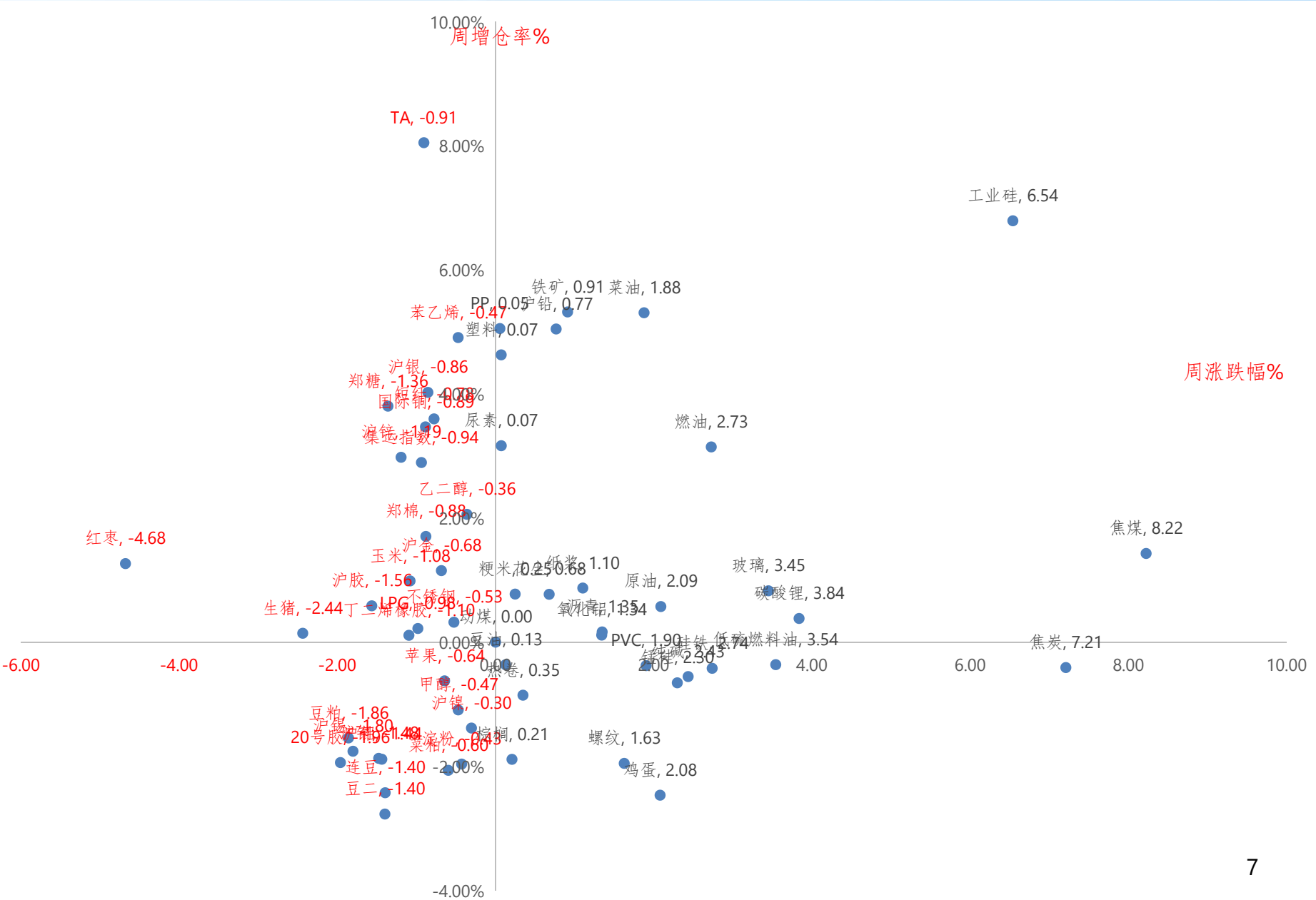


慎初為行為冠 逐鹿得人則通

市场情绪

上周，从量价配合的角度来看：

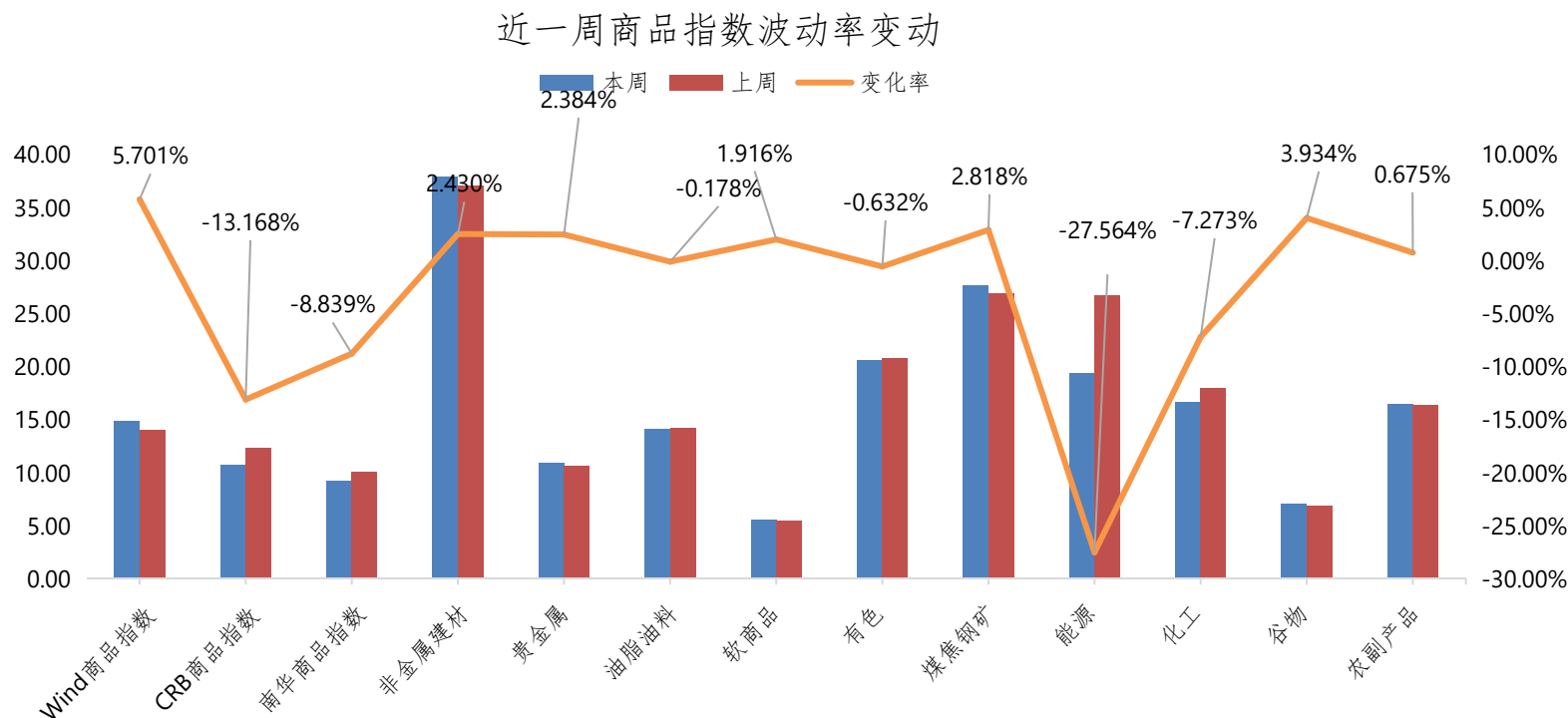
- 出现明显增仓上行的商品期货品种多个，值得关注的是焦煤、工业硅、玻璃；
- 出现明显增仓下行的商品期货品种很多，值得关注的是玉米、红枣和生猪。
- 值得重点关注！



注：数据均来源于Wind、冠通研究

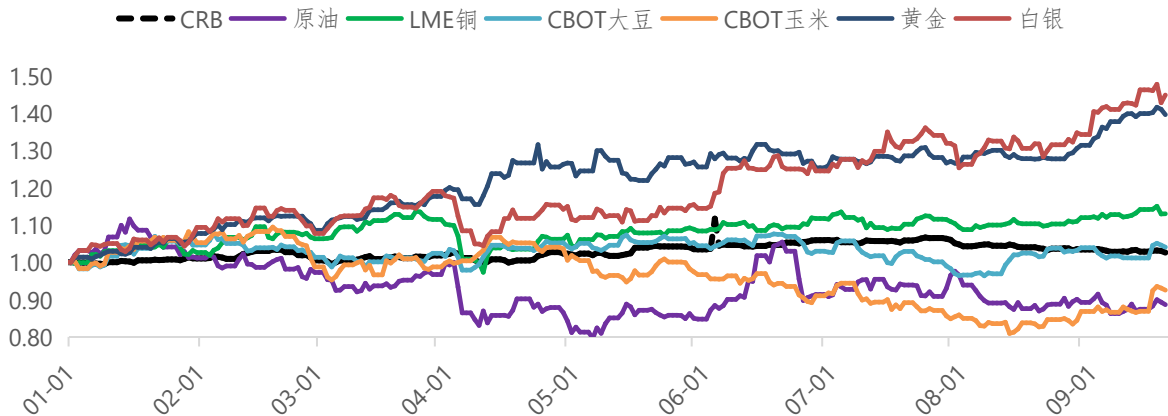
波动特征

上周，国际CRB商品指数的波动率大幅下降，国内的Wind商品指数波动率上升，南华商品指数则明显下挫；分板块来看，商品期货大类板块的波动率多数小升，能源和化工板块大幅降波，谷物、煤焦钢矿和非金属建材板块则逆势升波最为明显。

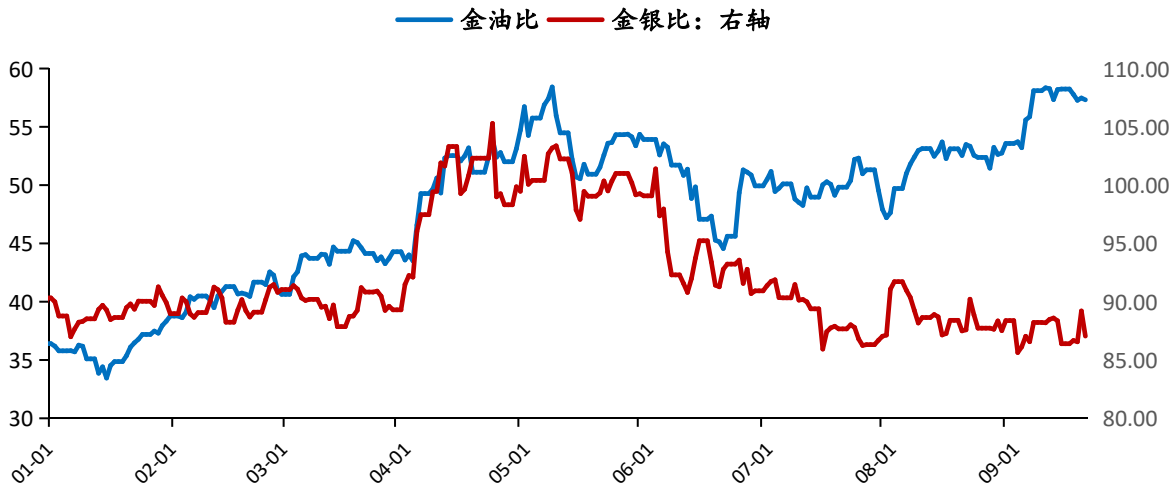
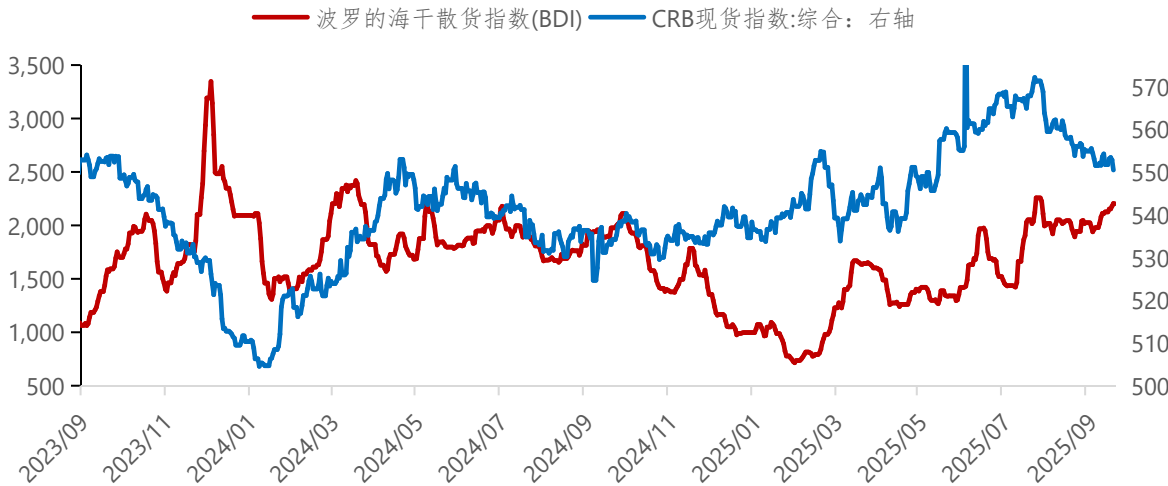
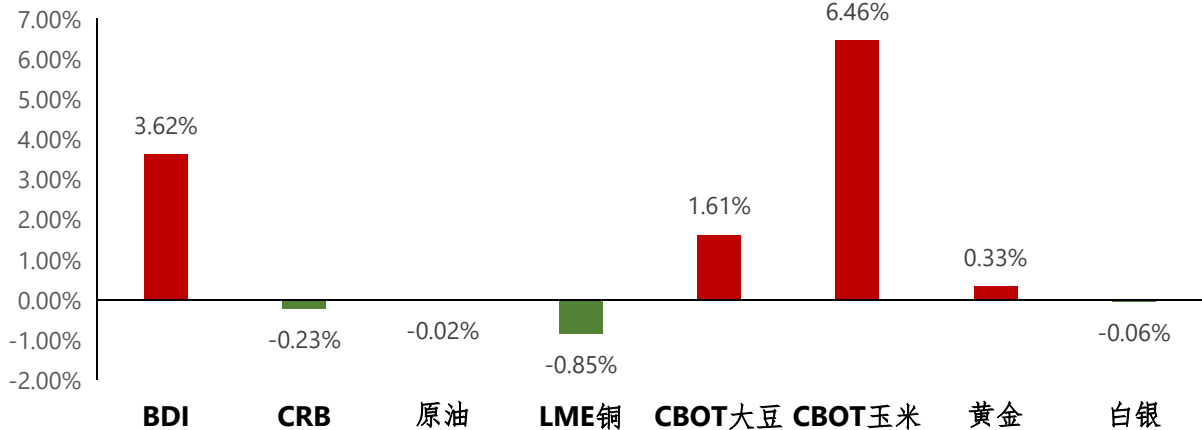


数据追踪——国际主要商品多数收涨, BDI上涨, 大豆玉米上涨, 铜与油收跌, 金银几近收平, 金银比震荡承压金油比回落

国际主要大宗商品2025年内收益表现



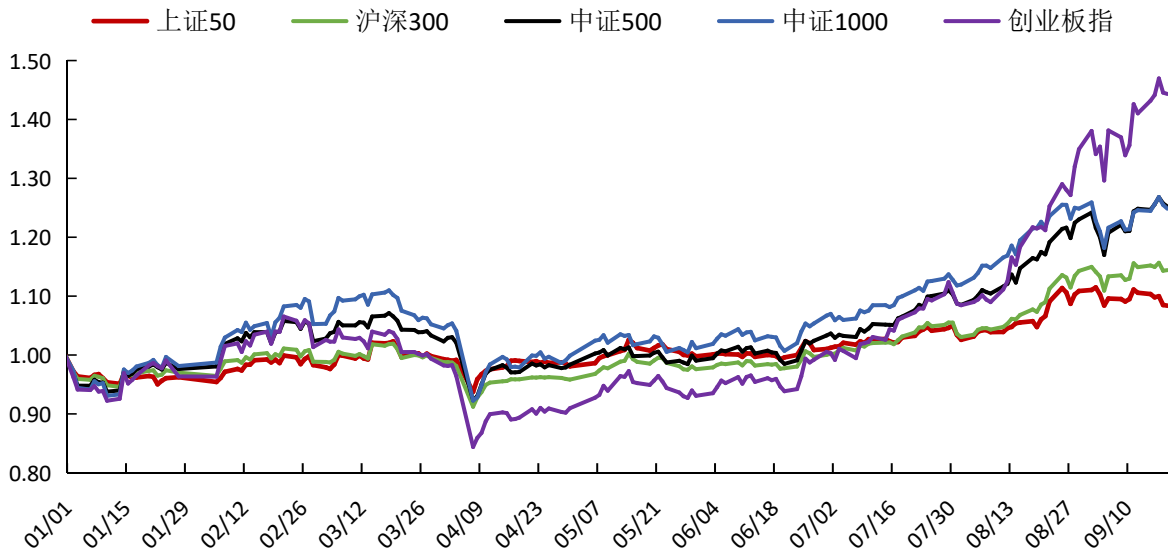
近一周主要国际大宗商品涨跌幅(%)



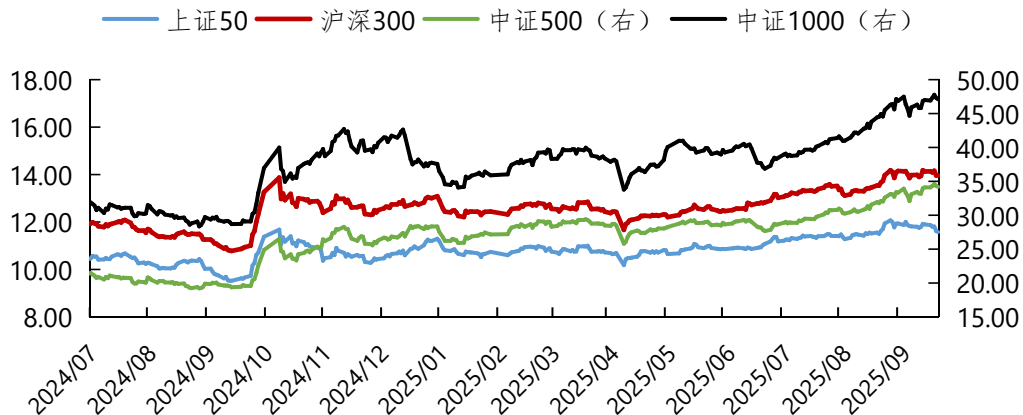
宏观逻辑—股指冲高回落涨跌互现，估值震荡承压，风险溢价ERP触底反弹

- 上一周，国内四大股指冲高回落涨跌互现，风格上看，成长股表现明显更为抗跌，价值型股指上证50大幅收跌；
- 股指的估值震荡承压，风险溢价ERP整体触底反弹。

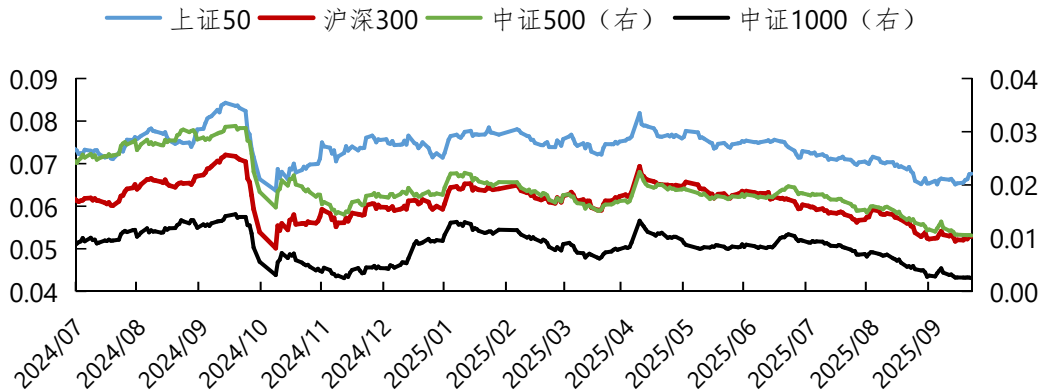
股票指数2025年内收益表现



股指市盈率PE (TTM)



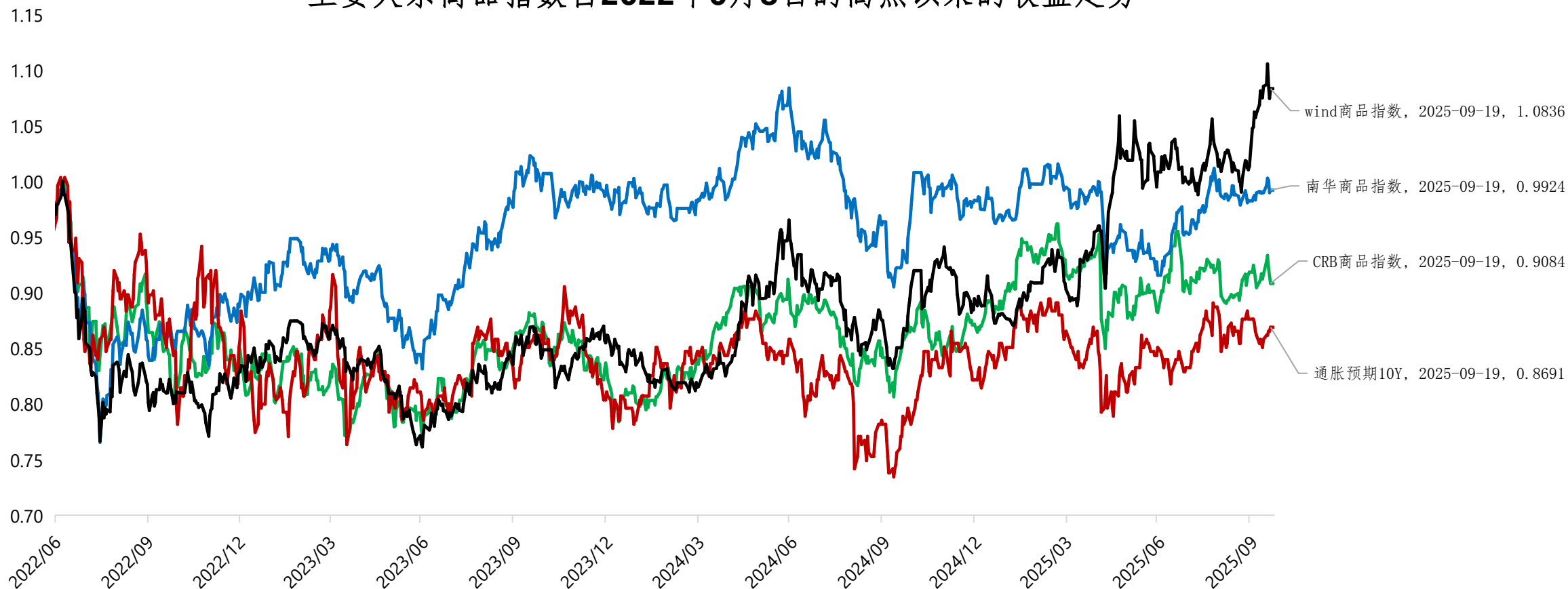
主要股指风险溢价



宏观逻辑——大宗商品价格指数冲高回落，通胀预期回升，预期和现实的背离出现收敛

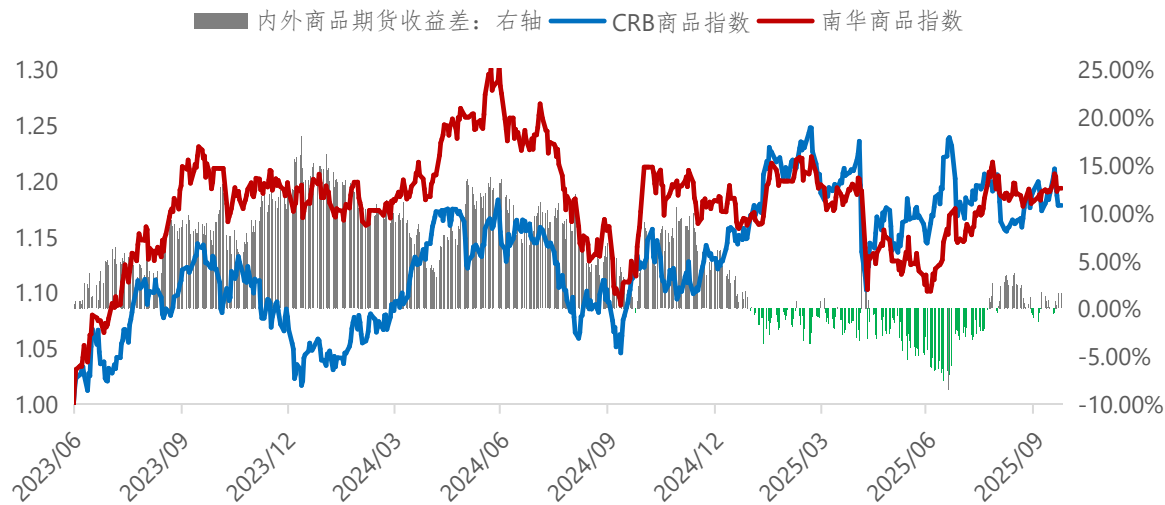
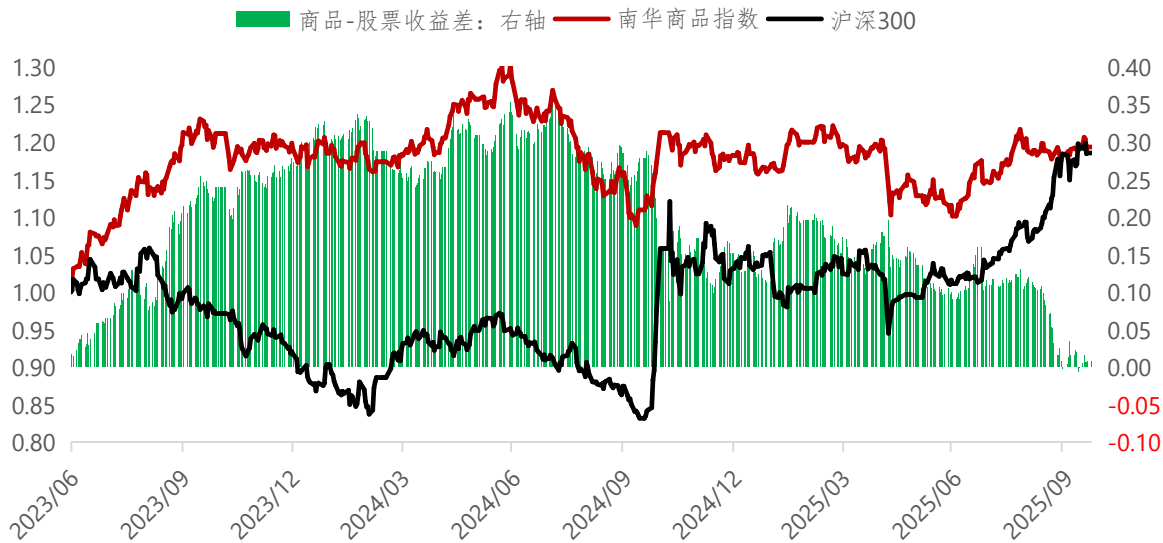
天

主要大宗商品指数自**2022年6月8日**的高点以来的收益走势



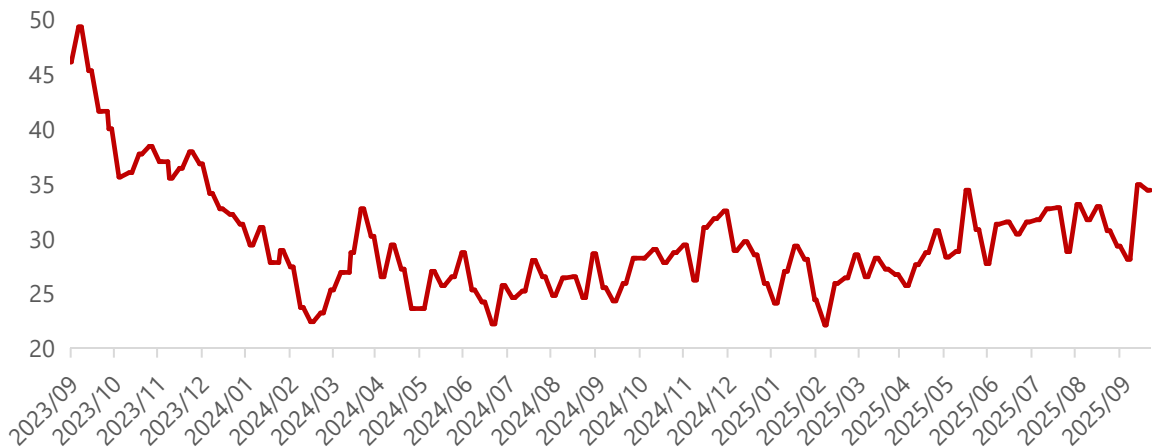
股市与商品的“资金跷跷板”效应与商品的内外盘价差

- 上一周，股市与商品走势震荡，股市相对商品偏强，商品-股票收益差震荡回落；
- 从商品的内外强弱风格来看，南华商品指数和CRB商品指数走势均表现震荡，国内定价的商品走势分化相对偏弱，国际定价商品则明显更为强势，内外商品期货收益差震荡收敛。

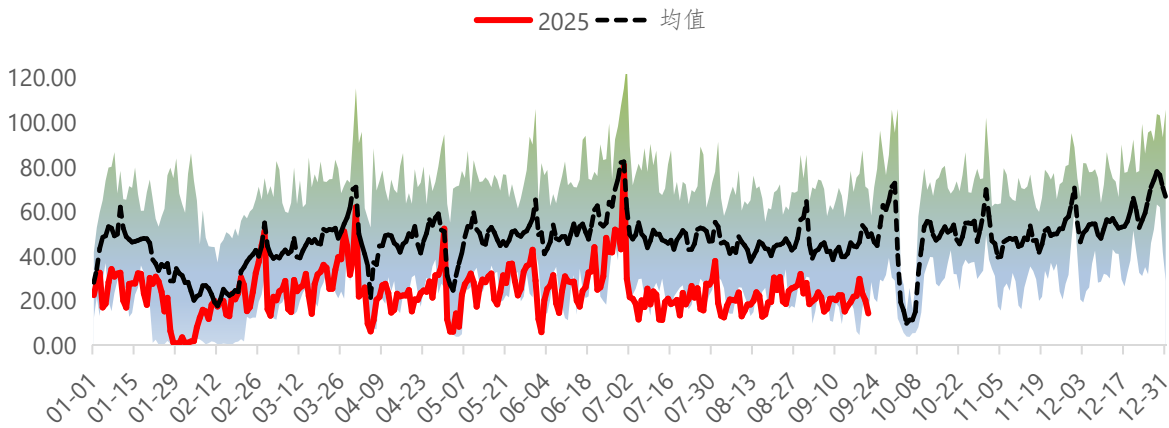


数据追踪——沥青开工率快速回升,地产销售弱势探底,运价加速回落,短期资金利率震荡回升

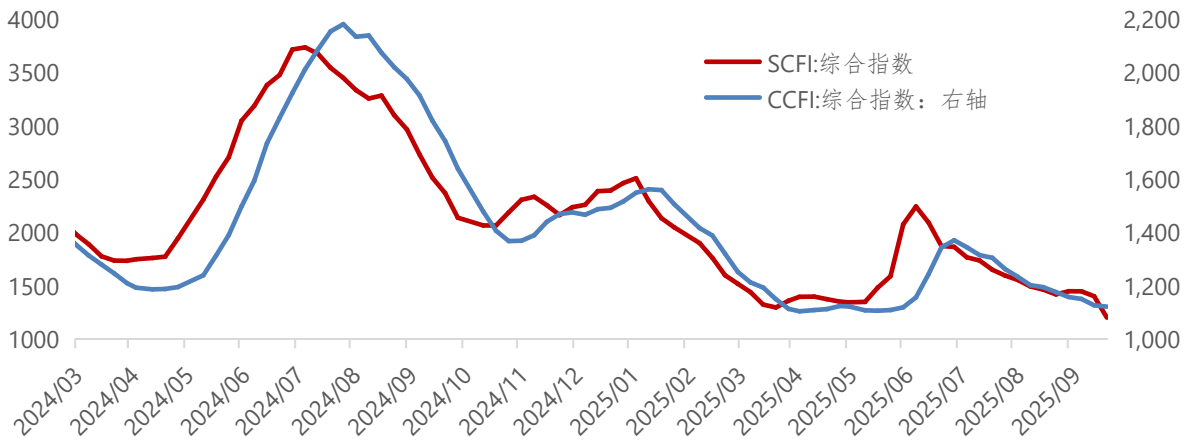
—— 开工率:石油沥青装置



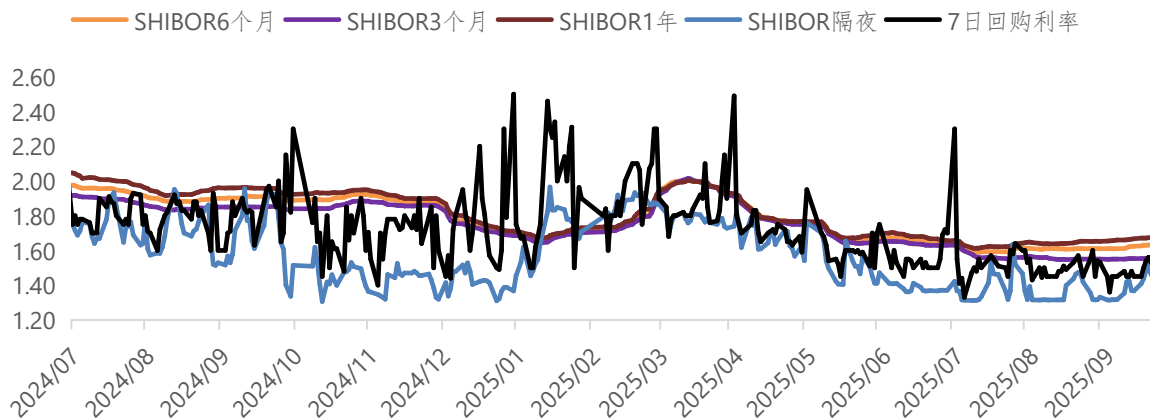
全国商品房成交面积季节性走势图 (单位: 万平方米)



国内出口运价指数



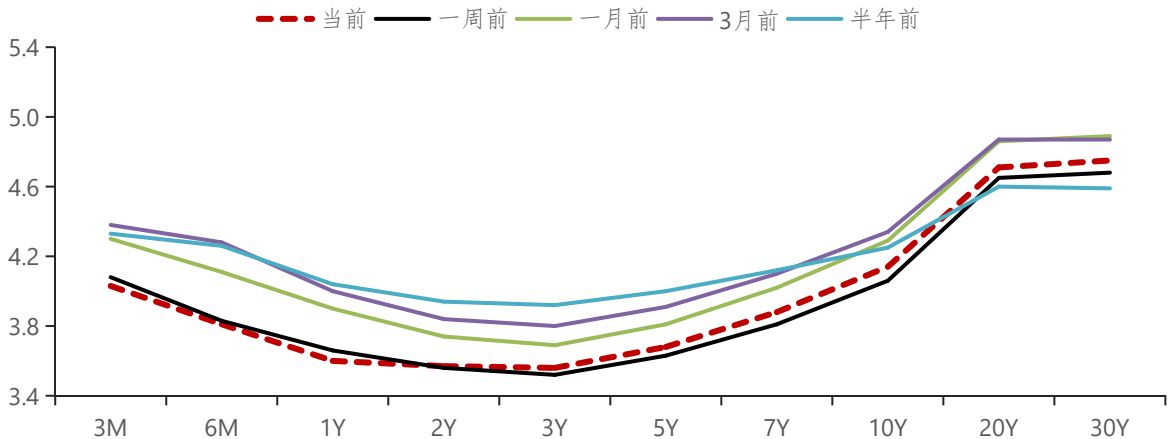
国内货币市场资金利率



注: 数据均来源于Wind、冠通研究

宏观逻辑——美债收益率走势分化近弱远强，期限结构走陡，期限利差走扩，实际利率反弹，金价高位承压

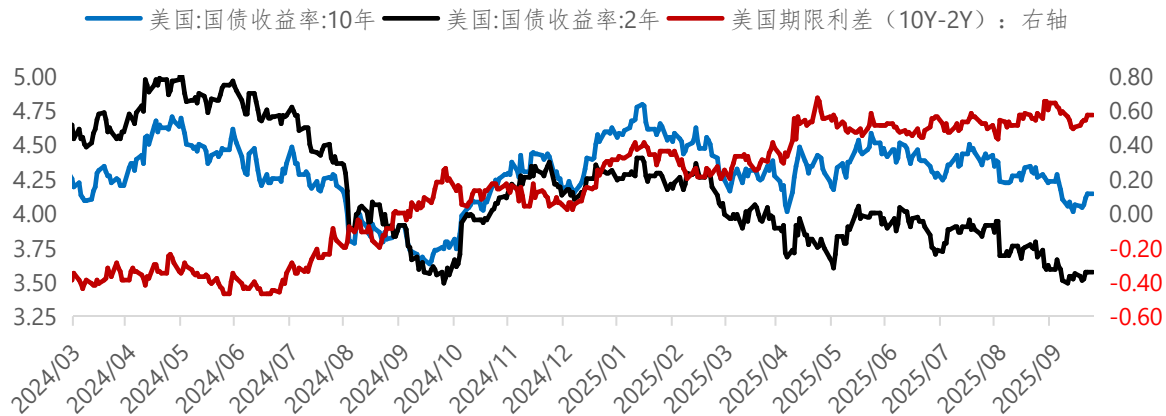
美国国债收益率曲线%



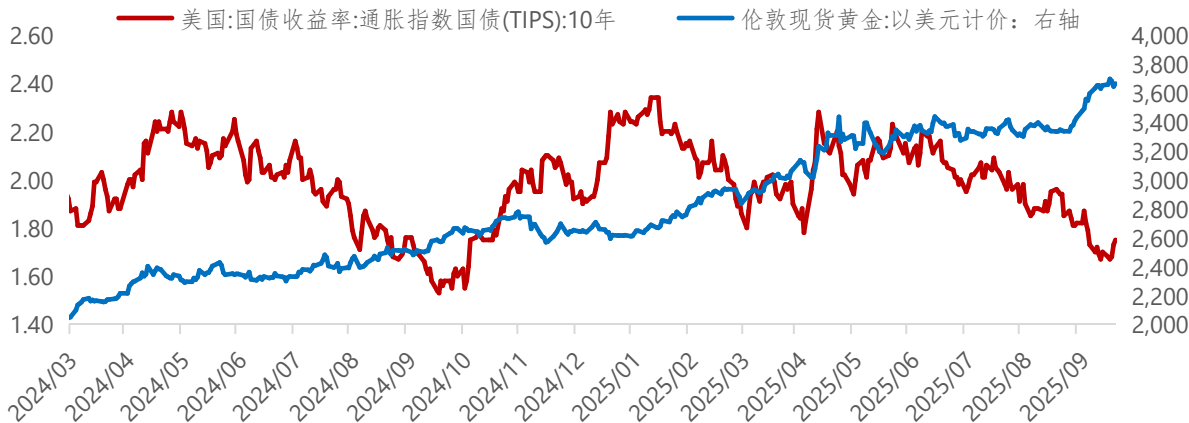
美国国债周收益率变化 (BP)



美国期限利差 (10Y-2Y) %



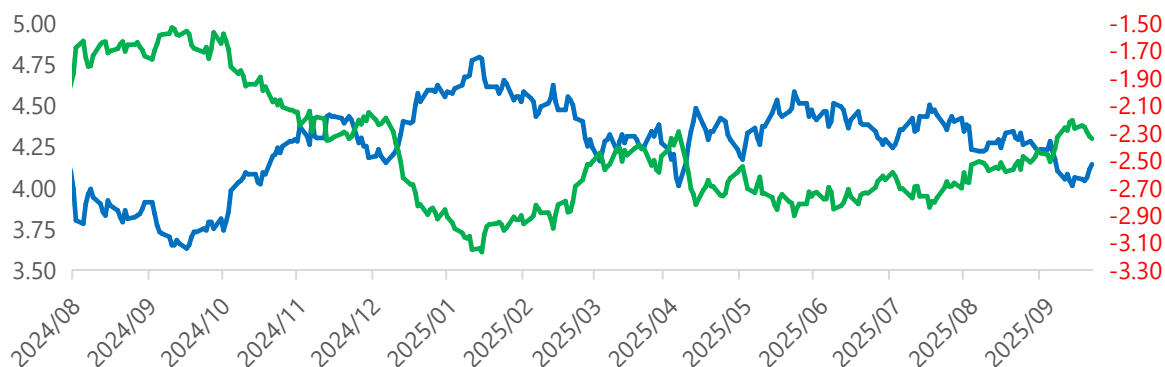
美债实际收益率与金价



数据追踪——美债利率反弹,中美利差下挫,通胀预期震荡,金融条件宽松,美元触底反弹,人民币稳韧小贬

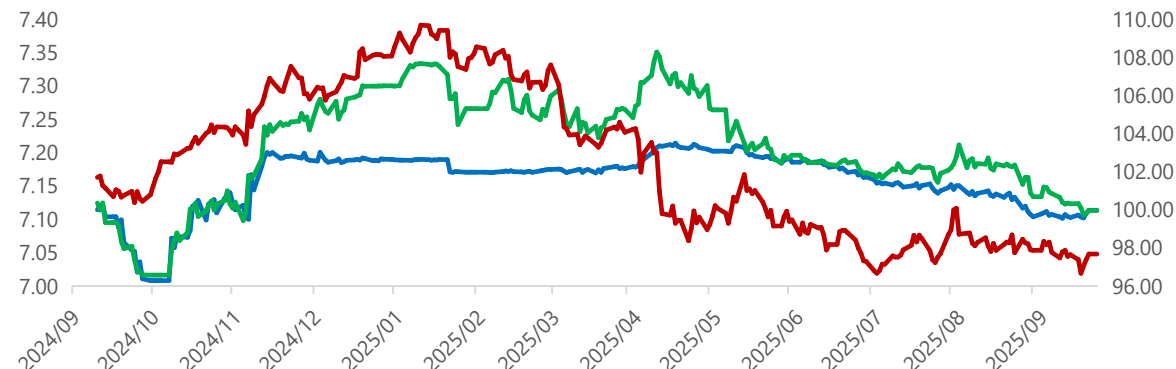
中美利差 (10Y) %

— 美国:国债收益率:10年 — 中美利差10Y: 右轴



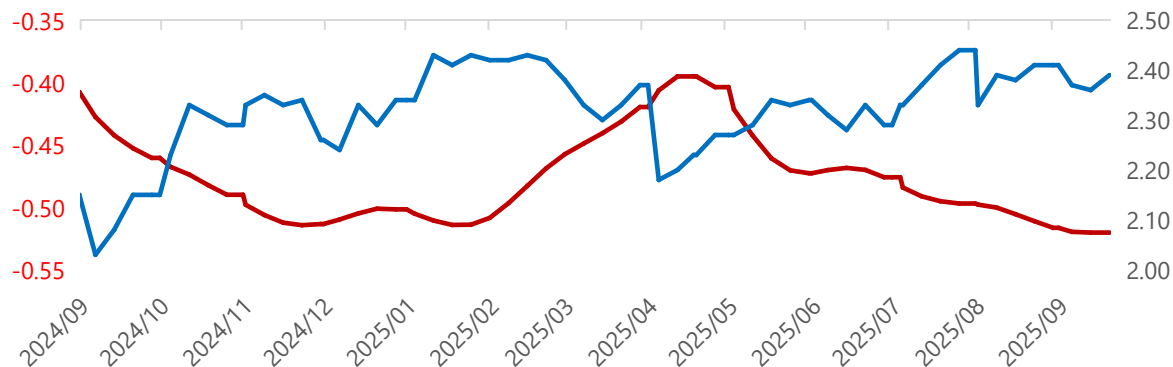
美元指数与人民币汇率

— 中国:中间价:美元兑人民币 — 即期汇率:美元兑人民币 — 美元指数: 右轴

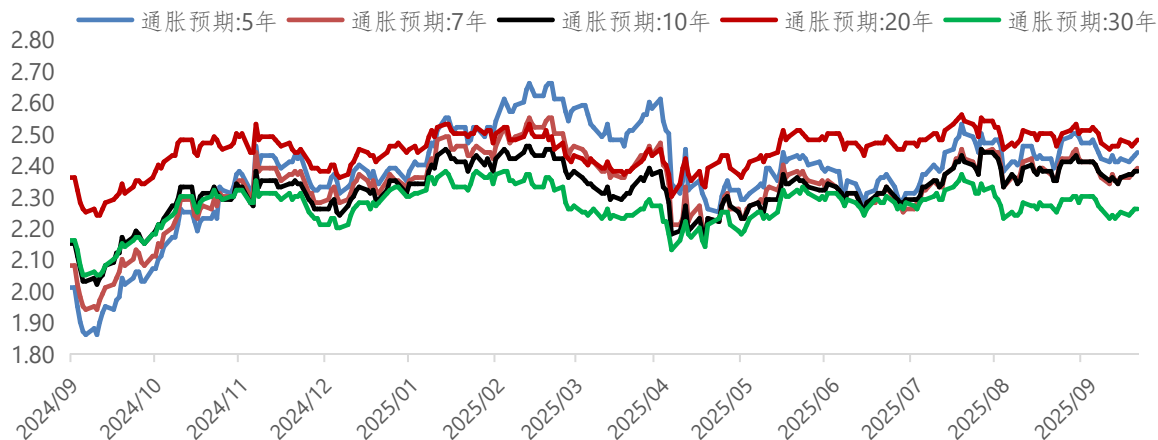


美国:芝加哥联储全国金融状况指数与通胀预期

— 美国:芝加哥联储调整后的全国金融状况指数(周) — 通胀预期: 右轴

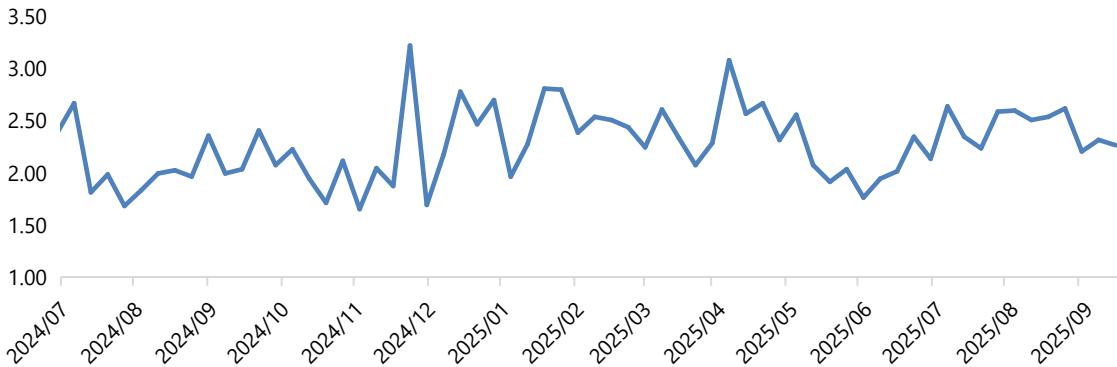


美国国债隐含通胀预期近期走势图%

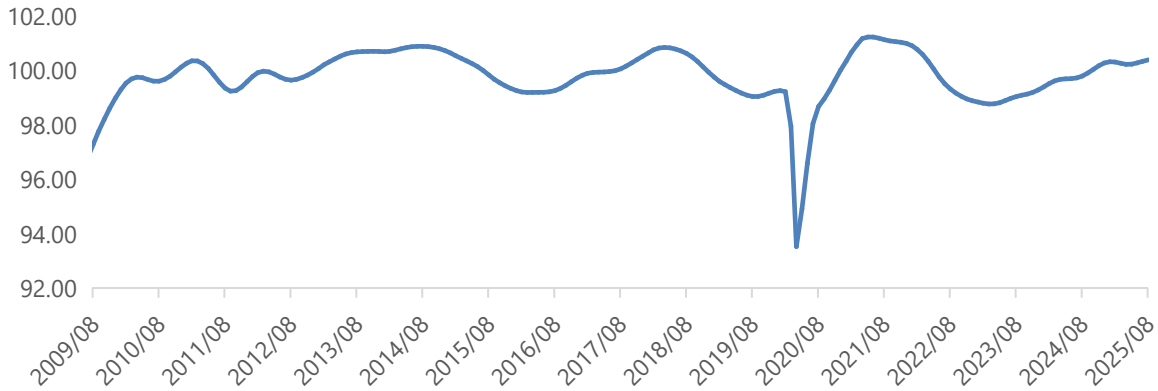


宏观逻辑——美国高频“衰退指标”走弱，关税对经济的冲击进一步明显，美债利差**10Y-3M**由负转正。

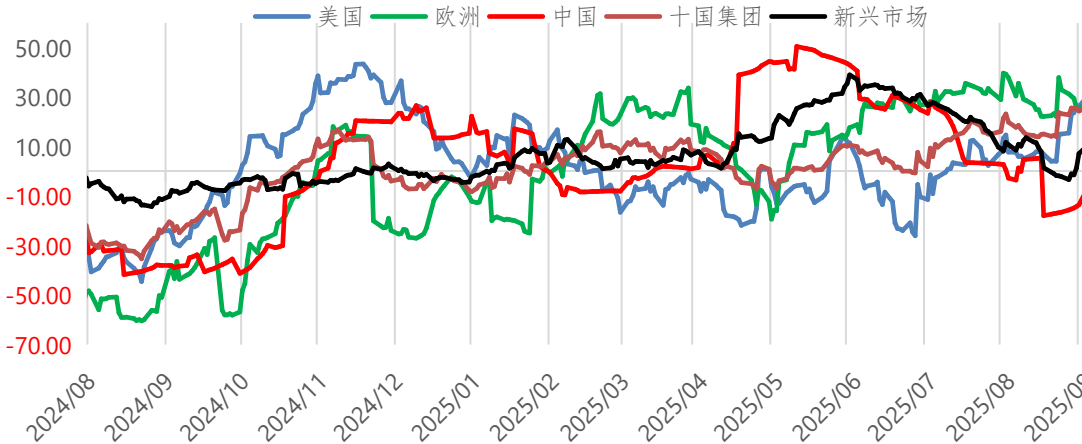
美国:周度经济指数走势图



OECD综合领先指标:美国



花旗经济意外指数(%)



美债**10Y-3M**利差走势图

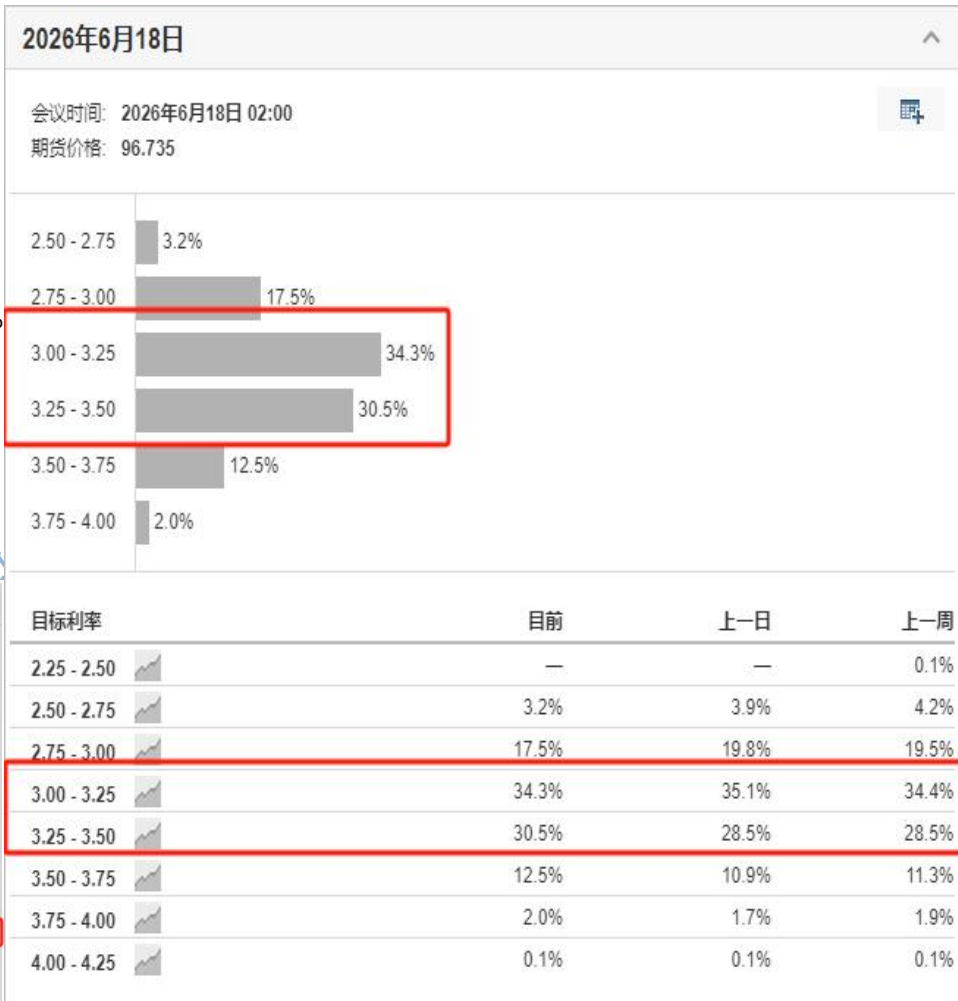
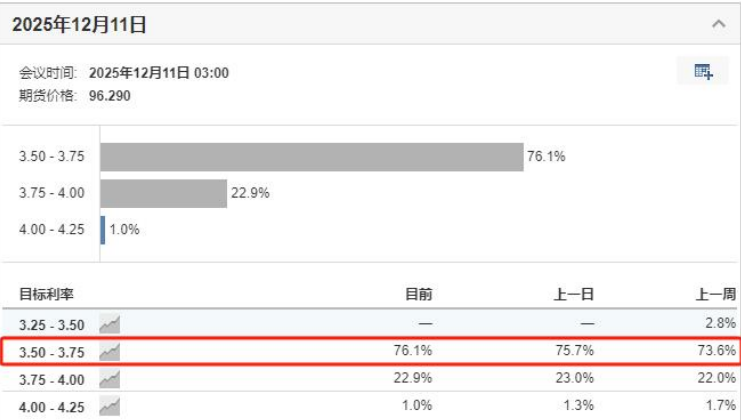
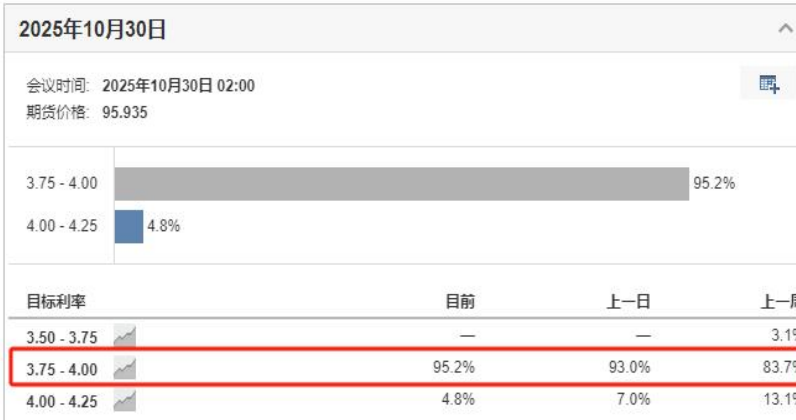


注：数据均来源于Wind、冠通研究

美联储降息预期：9月降息25BP如期而至，10与12月继续降息，年内降三次75bp

CME的FedWatch工具显示：

美联储10月再降息25bp到3.75-%的概率为95.2%，相较于一周前的83.7%而言，降息预期概率进一步抬升。12月预期进一步降息，且概率较高进一步抬升，年内共降息3次75bp到3.5-3.75%的预期概率最高。2026年降息1-2次，降到3%左右。



中美马德里经贸会谈达成框架共识，元首再次通话，TikTok问题现转机

当地时间9月14日至15日，中美经贸中方牵头人、国务院副总理何立峰与美方牵头人、美国财政部长贝森特以及贸易代表格里尔在西班牙马德里举行会谈。双方以两国元首通话重要共识为引领，就共同关注的经贸问题进行了坦率、深入、富有建设性的沟通。最终达成的核心成果是就以合作方式妥善解决TikTok相关问题、减少投资障碍、促进经贸合作等达成了基本框架共识。

➤ 如何解读？

- ✓ 达成“框架共识”：这还不是最终的所有细节都敲定了的协议。可以理解为双方达成了一个初步的“备忘录”或者“意向书”，指明了解决问题的大致方向和原则。后续还需要继续谈具体的细节，并且各自回去走国内需要的法律或行政程序。
- ✓ 中方“底线明确”：① 反对将经贸科技问题政治化；② 坚决维护国家利益和企业合法权益；③ 会依法依规进行技术出口的审批（这意味着任何涉及TikTok算法等技术的交易最终都需要中国政府的批准）；④ 尊重企业的意愿，支持基于市场原则的商业谈判。所以，任何解决方案都不能违背这些原则。

➤ 谈判的背景和意义：这次会谈的成功举行反映了中美经济相互依存的实际需求。

美方面临国内经济压力日益增大，8月份CPI同比上涨2.9%，核心CPI维持在3.1%的高位，而新增非农就业仅2.2万个，失业率攀升至4.3%。农业领域也是美方的重要关切。9月正值美国大豆收获季节，但曾经是中国最大大豆供应商的美国，对华出口比例已从2016年的62%骤降至20%左右。中方则展现出更加自信的姿态，在提前公布的三大核心议题（24%暂缓关税的最终处置、要求美国停止滥用出口管制、TikTok强制收购问题）上明确了谈判底线。

➤ 市场反应

中美马德里会谈成果公布后，市场反应积极。美股三大指数在9月15日收盘全线上涨，纳斯达克中国金龙指数收涨0.87%。科技板块表现突出，热门中概股多数上涨，理想汽车、哔哩哔哩涨超6%，蔚来涨超4%。据悉，美国总统特朗普预计将于本周五致电中国国家主席习近平，寻求“达成”协议。

《求是》杂志发表习近平总书记重要文章，高层定调彰显战略决心，反内卷行情再起

9月16日出版的第18期《求是》杂志发表习近平总书记的重要文章《纵深推进全国统一大市场建设》。文章强调，建设全国统一大市场，是党中央作出的重大决策，不仅是构建新发展格局推动高质量发展的需要，而且是赢得国际竞争主动权的需要。我国作为全球第二大消费市场，必须把全国统一大市场建设好，增强我们从容应对风险挑战的底气。

- 反内卷的本质：大国博弈背景下，应对外部产能过剩指责和内部迈向高质量发展新格局之路的必然抉择，需要看到其战略决心和意义；
- 博弈维度--通过构建“非对称相互依赖”，突破西方技术封锁与规则遏制，重塑全球竞争话语权。
- 宏观维度--推动经济从“规模扩张”转向“价值跃迁”，以法治化治理化解产能过剩，重构“创新投入-市场溢价”的发展范式。
- 中观维度--产业从零和博弈转向协同进化，通过标准输出实现全球化价值分配。
- 微观维度--企业竞争逻辑升维，以技术卡位替代价格厮杀，通过“技术许可+本地生产”模式获取可持续收益；
- 个人视角--反内卷解放个体创造力，转向高质量成长赛道。

《求是》杂志发表习近平总书记重要文章《纵深推进全国统一大市场建设》

新华社 国家发展改革委 2025年09月15日 15:12 北京

点击“国家发展改革委”关注官方账号

新华社北京9月15日电 9月16日出版的第18期《求是》杂志将发表中共中央总书记、国家主席、中央军委主席习近平的重要文章《纵深推进全国统一大市场建设》。

文章强调，建设全国统一大市场，是党中央作出的重大决策，不仅是构建新发展格局、推动高质量发展的需要，而且是赢得国际竞争主动权的需要。我国作为全球第二大消费市场，必须把全国统一大市场建设好，增强我们从容应对风险挑战的底气。

文章指出，纵深推进全国统一大市场建设，基本要求是“五统一，一开放”。“五统一”，就是统一市场基础制度，特别是实现产权保护、公平竞争、质量标准等制度的统一；统一市场基础设施，打通物流、资金流、信息流，健全现代商贸流通体系；统一政府行为尺度，地方在推动经济发展特别是招商引资时，哪些能干哪些不能干有明确规矩，不能各行其是；统一市场监管执法，明确市场监管行政处罚裁量基准，一把尺子量到底；统一要素资源市场，促进自由流动、高效配置，减少资源错配和闲置浪费。“一开放”，就是持续扩大开放，实行对内对外开放联通，不搞封闭运行。

文章指出，要聚焦重点难点，下决心清除顽瘴痼疾。第一，着力整治企业低价无序竞争乱象。“内卷”重灾区，要依法依规有效治理，更好发挥行业协会自律作用，引导企业提升产品质量，推动落后产能有序退出。第二，着力整治政府采购招标乱象。重点整治最低价中标、以次充好、利益勾连等突出问题。规范政府采购和招标投标，加强对中标结果公平性审查。第三，着力整治地方招商引资乱象。要制定全国统一的地方招商引资行为清单，明确鼓励和禁止的具体行为，加强招商引资信息披露。第四，着力推动内外贸一体化发展。畅通出口转内销路径，提高国内国际标准一致性，培育一批内外贸优质企业。第五，着力补齐法规制度短板。持续开展规范涉企执法专项行动，健全有利于市场统一的财税体制、统计核算制度和信用体系。第六，着力纠治政绩观偏差，完善高质量发展考核体系和干部政绩考核评价体系。

9月FOMC会议如期降息25BP, 鲍威尔称之为“风控式”降息, 更加关注就业数据的下行风险, 年内料将再降息至少两次

美东时间9月17日周三, 美联储在货币政策委员会FOMC会后公布, 联邦基金利率的目标区间从4.25%至4.5%降至4.00%至4.25%, 降幅25个基点。这是美联储今年开年以来九个月内首次决定降息。本次投票的共12名FOMC委员中, 有11人都支持降息25个基点, 只有一人投了反对票。持异议的是本周稍早刚刚获得提名确认的新理事米兰 (Stephen Miran)。他倾向于降息50个基点。而上次会议中, 有两人对暂停降息的决议投了反对票, 分别是美联储理事沃勒, 以及特朗普提名的美联储负责金融监管副主席鲍曼。他们当时都主张降息25个基点。本次会上, 沃勒和鲍曼都继续这一降幅的主张, 并未像米兰那样激进。会后公布的会议声明中, 美联储主要调整了就业方面的表述, 特别提到就业下行的风险增加。更新的利率预期体现出, 多数联储决策者预计的今年降息次数由6月公布的两次提高到三次, 即在本周降息后, 还会有两次25个基点的降息。

Table 1. Economic projections of Federal Reserve Board members and Federal Reserve Bank presidents, under their individual assumptions of projected appropriate monetary policy, September 2025

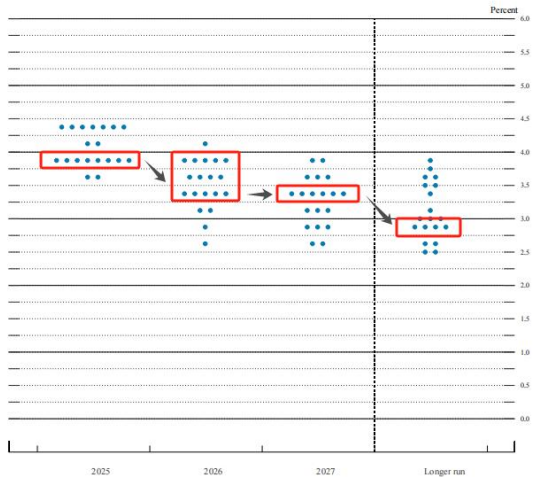
Variable	Median ¹					Central Tendency ²					Range ³				
	2025	2026	2027	2028	Longer run	2025	2026	2027	2028	Longer run	2025	2026	2027	2028	Longer run
Change in real GDP	1.6	1.8	1.9	1.8	1.8	1.4-1.7	1.7-2.1	1.8-2.0	1.7-2.0	1.7-2.0	1.3-2.0	1.5-2.6	1.7-2.7	1.6-2.6	1.7-2.5
June projection	1.4	1.6	1.8		1.8	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
Unemployment rate	4.5	4.4	4.3	4.2	4.2	4.4-4.5	4.4-4.5	4.2-4.4	4.0-4.3	4.0-4.3	4.2-4.6	4.0-4.6	4.0-4.5	4.0-4.5	3.8-4.5
June projection	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
PCE inflation	3.0	2.6	2.1	2.0	2.0	2.9-3.0	2.4-2.7	2.0-2.2	2.0	2.0	2.5-3.2	2.2-2.8	2.0-2.4	2.0	2.0
June projection	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
Core PCE inflation ⁴	3.1	2.6	2.1	2.0		3.0-3.2	2.5-2.7	2.0-2.2	2.0		2.7-3.4	2.2-2.9	2.0-2.4	2.0-2.2	
June projection	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		
Memo: Projected appropriate policy path															
Federal funds rate	3.6	3.4	3.1	3.1	3.0	3.6-4.1	2.9-3.6	2.9-3.6	2.8-3.6	2.8-3.5	2.9-4.4	2.6-3.9	2.4-3.9	2.6-3.9	2.6-3.9
June projection	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

注: 数据均来源于美联储、冠通研究

6月点阵图

For release at 2:00 p.m., EDT, June 18, 2025

Figure 2. FOMC participants' assessments of appropriate monetary policy: Midpoint of target range or target level for the federal funds rate



9月点阵图

For release at 2:00 p.m., EDT, September 17, 2025

Figure 2. FOMC participants' assessments of appropriate monetary policy: Midpoint of target range or target level for the federal funds rate



9月FOMC会议如期降息25BP，鲍威尔称之为“风控式”降息，更加关注就业数据的下行风险，年内料将再降息至少两次

鲍威尔发言要点

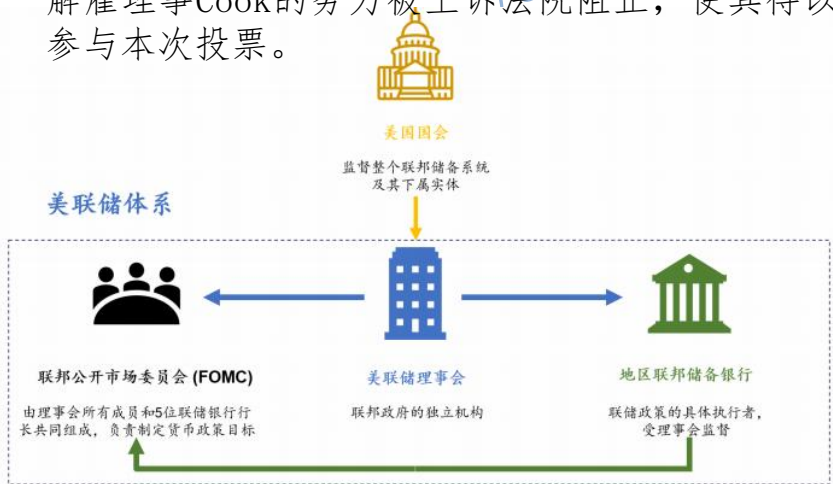
- 货币政策：是一种风险管理类型的降息。FOMC对降息50个基点呼声的支持并不多。
- 点阵图：极为罕见的经济局势导致联储利率预测分歧大。
- 劳动力市场：经过修订的就业数据意味着，劳动力市场不再那么稳固。失业率仍然偏低，但已经上扬；就业人口增幅已经放缓，下行风险加重，就业市场指标表明下行风险是实质性的。人工智能（AI）可能是招聘放缓的原因之一。
- 通胀：关税通胀的传导机制已经放缓，影响的力度也更小。“关税通胀顽固地存在”的可能性降低。预计美国8月PCE通胀率同比上升2.7%，预计核心PCE同比上升2.9%。预计服务业将继续存在反通胀现象。长期通胀预期像磐石一样稳固。
- 美联储独立性：美联储坚定致力维持自身独立性。如果讨论美联储理事库克与美国总统特朗普之间的官司，那将是不合适的；不会针对美国财长贝森特的批评置评、未如他所呼吁的承诺联储内审，但暗示联储可能进一步裁员。在追求双重职责方面，FOMC仍然是团结一致的。
- 关税：关税对核心PCE通胀数据造成0.3-0.4个百分点的“贡献”。



9月FOMC会议的投票结果, 仅有米兰1人投反对票, 一定程度上缓解了市场对于美联储独立性的担忧, 但长期隐忧仍存

9月FOMC会议之前, 特朗普政府对美联储的政治干预达到了新高度, 可能引发该机构历史上最复杂的投票格局。

- ▶ 特朗普在库格勒辞职后迅速任命其经济顾问Miran为美联储理事, 后者与特朗普在利率政策上立场一致, 米兰参与9月16日开始为期两天的美联储会议, 并成为投下反对票的唯一人员。Miran仅将任职至1月底, 之后特朗普将安排永久性替代人选。
- ▶ 与此同时, 特朗普试图以涉嫌抵押贷款欺诈为由解雇理事Cook的努力被上诉法院阻止, 使其得以参与本次投票。



序号	姓名	职位	总体货币政策立场	9月会议态度预期	投票结果
1	鲍威尔 Jerome H. Powell	主席&理事	中立	降息25BP	支持降息25BP
2	杰佛逊 Philip N. Jefferson	副主席&理事	中立	降息25BP	支持降息25BP
3	沃勒 Christopher J. Waller	理事	大鸽派 7月会议主张降息	降息50BP	支持降息25BP
4	鲍曼 Michelle W. Bowman	理事	大鸽派 7月会议主张降息	降息50BP	支持降息25BP
5	巴尔 Michael S. Barr	理事	中立	降息25BP	支持降息25BP
6	库克 Lisa D. Cook	理事	鸽派	态度强硬, 甚至加息 遭受政治干预	支持降息25BP
7	米兰Miran 接替库格勒Adriana D. Kugler	理事	最鸽派	降息50BP “临危受命”	反对降息25BP 建议降息50BP
8	威廉姆斯 John C. Williams	纽约联储主席 永久票委	鹰派	维持不变	支持降息25BP
9	古尔斯比 Austan D. Goolsbee	芝加哥联储主席	鹰派	维持不变	支持降息25BP
10	柯林斯 Susan M. Collins	波士顿联储主席	中立	降息25BP	支持降息25BP
11	穆萨莱姆 Alberto G. Musalem	圣路易斯联储主席	鹰派	维持不变	支持降息25BP
12	施密德 Jeffrey R. Schmid	堪萨斯城联储主席	鹰派	维持不变	支持降息25BP

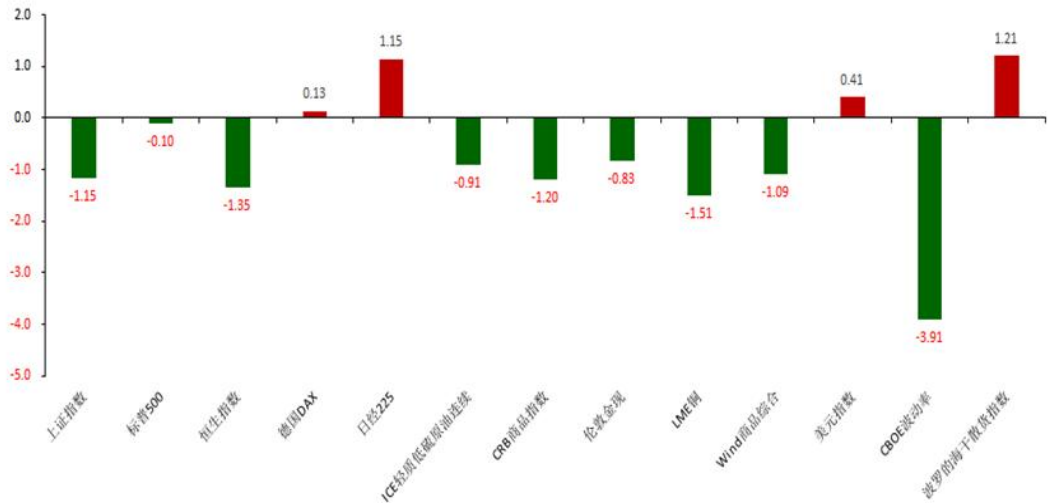
9月FOMC会议结果明“鸽” 实“鹰”，市场更多是前期资产价格过度定价所带来的调整

从全球来看，市场的反应，更多的是一个重大事件落地之后，实际结果不及预期的反应，主要是过度定价的回吐。诸如黄金美股的冲高回落，美元的先抑后扬等等。

从国内来看，降息后的交易日，盘中反复矛盾，最后股债商的三杀，也许反应的是对政策预期的破灭。

很长一段时间，国内市场的风格特征是强预期弱现实，纵然8月宏观数据开始转弱，但股市持续坚挺，其背后有两大支持：一方面是美联储降息下全球流动性的宽松，形成“水牛”；另一方面，是存在着一定的困境反转下的政策对冲之预期（经济数据差，那么就会出台刺激政策来稳增长）。然而，美联储降息25BP的结果，表征着美元资产仍具吸引力，美国经济仍有韧性，那么资金能够进一步增配人民币资产的增量就有限了；同时，投资者在进行资产配置的时候，也会更加注重基本面，经济现实的差就会逐步反映到国内资产价格上；再者，国内宽松的空间收窄，缺少美国经济衰退的叙事，上半年经济成绩不错，即便是下半年有所转弱，但全年完成目标的难度应该不大，因而，我们也没有太大的动力去出台对冲政策了，那么，政策预期的破灭，回归基本面成色之后，市场过度乐观的预期开始调整，继而引发股债商三杀。

全球主要资产在美联储降息后1个交易日的涨跌幅%



	市场预期	实际决议	预期差
9月FOMC	降25BP, 很多人押注降息50BP	降25BP	基本符合预期, 但不及少数人的降息幅度
2025年内降息路径	6月点阵图 降息两次, 中位数3.9%	9月点阵图 降息三次, 中位数3.6%	剔除掉米兰的大幅降息态度, 多数票委仍旧是降息两次的态度为主
2026年内降息路径	6月点阵图中位数3.6%, 市场预期再降2次	9月点阵图 再降息一次, 中位数3.4%	不及预期
2027年内降息路径	6月点阵图 中位数3.4%	9月点阵图 再降息一次, 中位数3.1%	降息速度与幅度略显不及预期
长期利率中值	3%	3%	基本符合预期
鲍威尔态度	中性, 支持降息25BP	支持降息25BP, 但强调了对于就业市场下行风险的关注	比预期更显得鹰派
美联储独立性	遭遇巨大挑战, 内部四方乱斗, 期待一场内斗大戏	只有米兰1人独舞反对, 整体显得较为团结, 缓解了市场对于美联储独立性的担忧	不及预期的“平淡”, 长期隐忧仍存

美联储重启降息之后，全球多家央行跟进 宽松是主旋律，但各国的节奏不同

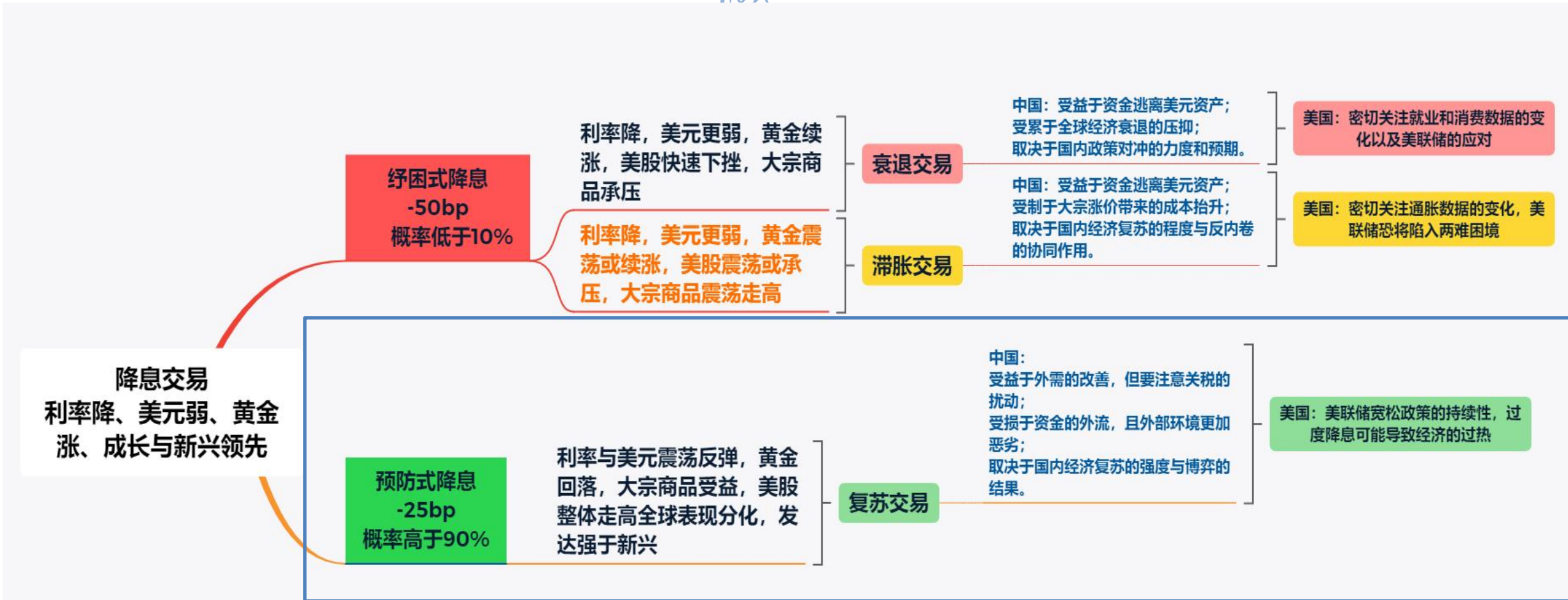
全球主要经济体的货币政策主旋律都是宽松的，但自身状况不同因而节奏各异。北美（美联储、加拿大央行）以及部分亚洲经济体（如印尼）倾向于宽松，以应对经济放缓或支持增长；英国因通胀压力选择按兵不动，日本在通胀与经济增长间权衡，选择观望。巴西则因国内通胀压力和维护本币稳定的需要，维持高利率。

日期（北京时间）	央行	利率决议	关键原因/背景
9月17日	加拿大央行	降息25个基点，至2.5%	经济面临下行压力，二季度GDP萎缩1.5%，8月失业率升至九年新高，且贸易不确定性增加。
9月17日	印尼央行	降息25个基点，至4.75%	旨在通胀温和、本币稳定的背景下提振经济增长，这是其2025年以来的第五次降息。
9月18日	美联储	降息25个基点，至4.00%-4.25%	就业市场下行风险上升，经济增长放缓，这是其自去年12月以来首次降息。
9月18日	英国央行	维持利率在4.0% 不变	通胀可能在本月触及4%，尽管预期其将回落至2%的目标，但仍需保持警惕。
9月18日	香港金管局	同步降息25基点，基本利率至4.5%	因应美联储降息，根据预设公式调整。
9月18日	挪威央行	降息25个基点，至4.0%	符合市场预期，这是其三个月内的第二次降息。
9月19日	日本央行	维持政策利率在0.5% 不变	政治不确定性抑制了货币政策正常化的紧迫性，经济数据喜忧参半（通胀高于目标但出口下滑）。
9月17日	巴西央行	维持基准利率在15% 不变	就业市场强劲（7月失业率降至5.6%），需在“相当长一段时期内”保持高利率以确保通胀回归目标。

各国不同的节奏

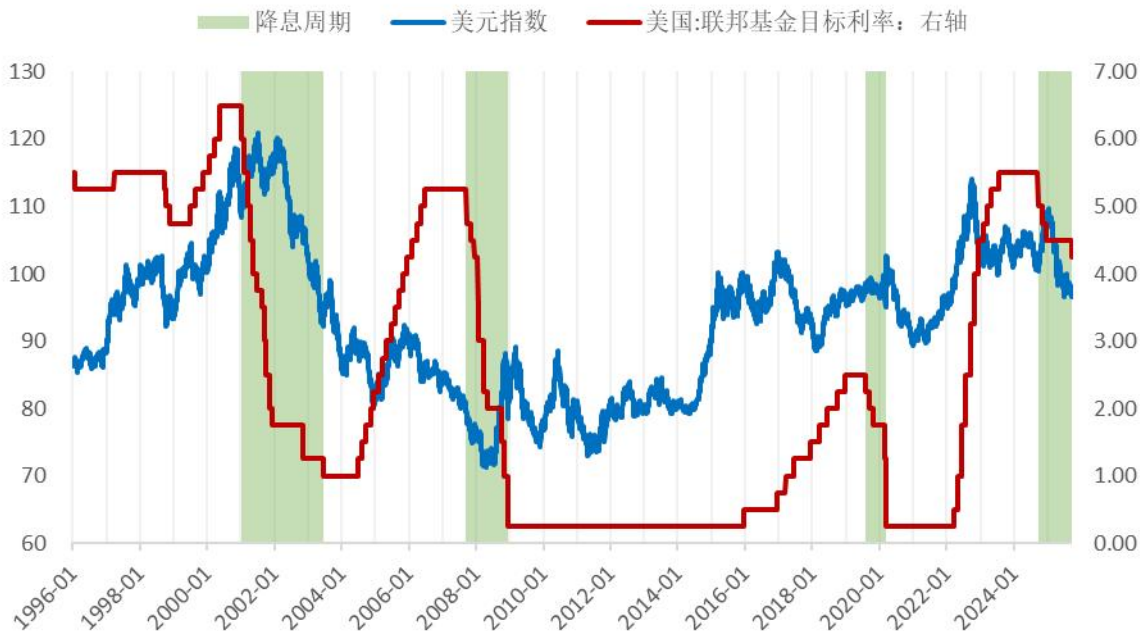
- 欧洲央行：此前已连续第二次将关键利率维持在2%，市场认为其加息周期已接近尾声。
- 瑞士国家银行：已于6月将关键利率降至0%。市场预计其9月25日的会议将维持利率不变。
- 澳大利亚储备银行：自2月以来已累计降息75个基点，市场预计今年可能还有一次降息。
- 瑞典央行：市场预计其9月23日的会议将维持利率不变。

9月降息之后，市场宏观逻辑恐将切换， 从降息交易转向复苏交易的概率较大



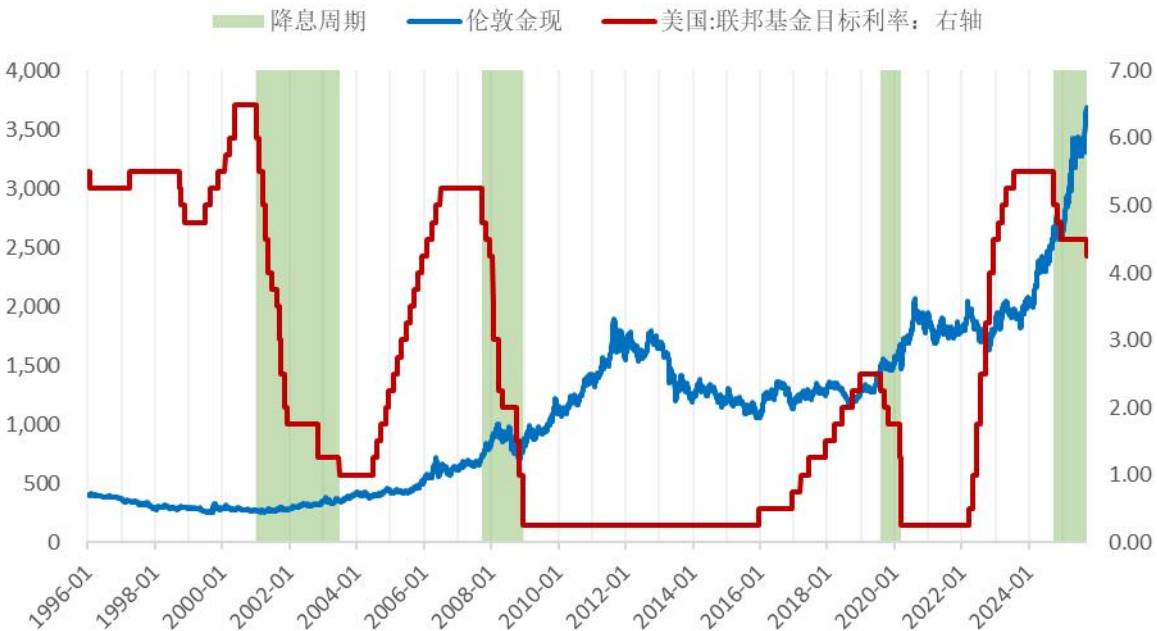
降息后的美元：先弱后强，基本面改善后有望小幅反弹

- 短期的走弱反映的是降息所导致的利率的走低，继而带来美元的承压；后续震荡之后的走向则取决于经济基本面的表现；
- 同时，未来一段时间美联储的降息路径，将会给其他经济体创造出更加宽松的货币环境，引发一些国家央行跟进降息，从而为全球资本市场提供一个相对充裕的流动性，这将支撑风险资产价格。
- 历轮“预防式”降息后美元都走强，如果本轮降息若能较快推动需求改善和基本面修复，美元同样有小幅走强基础。一旦美元重新走强，则要注意美元资产对于全球流动性的虹吸效应，恐将打压其他地区资产的吸引力，特别是新兴市场，造成分化。



降息后的黄金：过度计价降息预期，靴子落地后引发获利回吐

- 按照中金的美元、实际利率和不确定性三因子模型显示，若不确定性维持俄乌冲突以来均值，当前美元（98）和实际利率（1.7%）对应的合理金价水平3400~3600美元/盎司。
- 短期涨幅主要表现在降息之前，当下过度计价降息预期，靴子落地后引发获利回吐；后续，在不考虑地缘等避险情绪加剧的假设之下，如果美国经济状况改善，则将压制黄金的表现，从而带来金价的回调风险；
- 黄金的长期向好趋势依然成立。

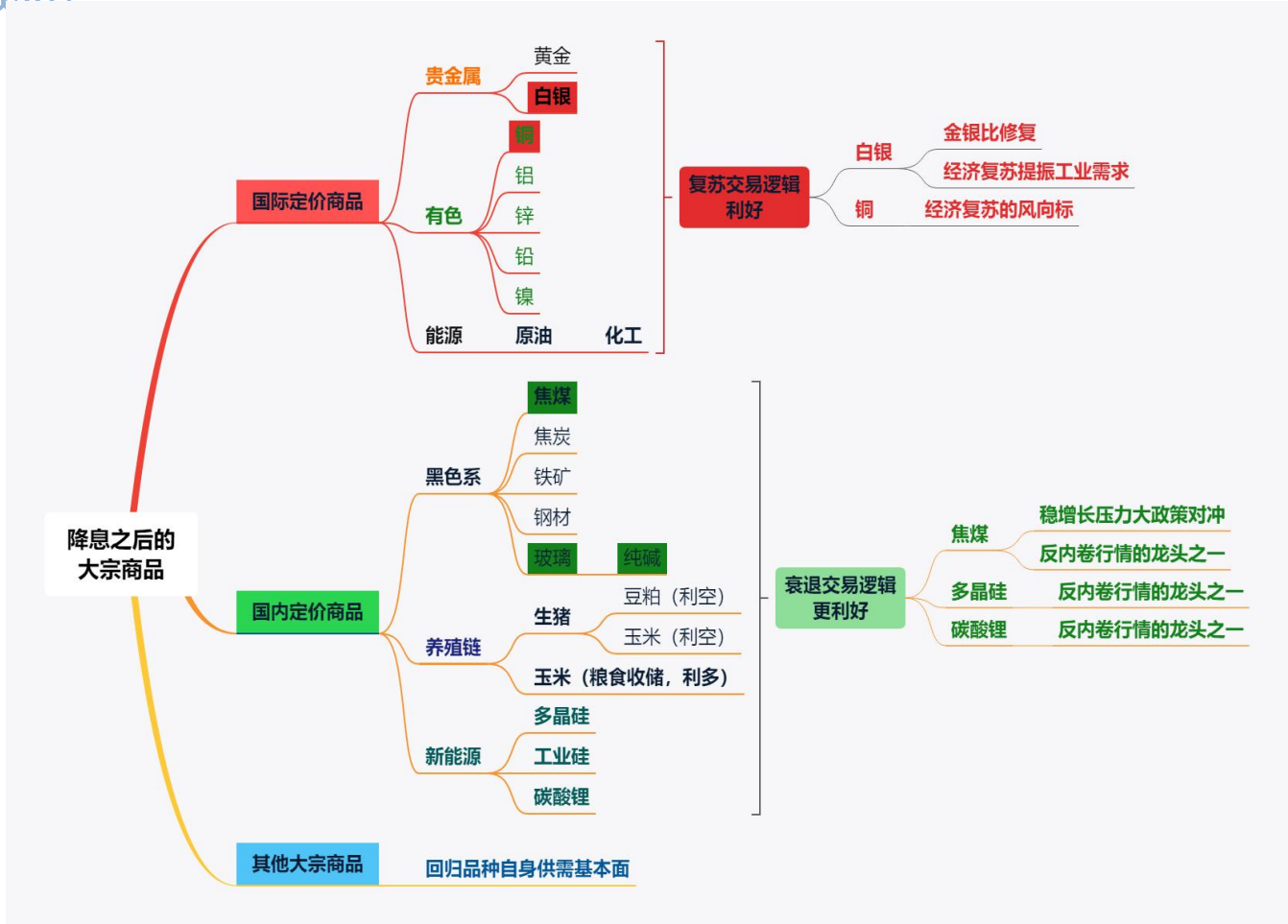


美元、实际利率和不确定性三因子模型														
	10年美债实际利率, %													
金价	1.3	1.4	1.5	1.6	1.7	1.8	1.9	2.0	2.1	2.2	2.3	2.4	2.5	2.6
88	3877	3863	3850	3836	3823	3809	3796	3782	3769	3755	3742	3729	3715	3702
89	3850	3837	3823	3810	3796	3783	3769	3756	3742	3729	3716	3702	3689	3675
90	3824	3810	3797	3783	3770	3756	3743	3730	3716	3703	3689	3676	3662	3649
91	3797	3784	3770	3757	3743	3730	3717	3703	3690	3676	3663	3649	3636	3622
92	3771	3757	3744	3731	3717	3704	3690	3677	3663	3650	3636	3623	3609	3596
93	3744	3731	3718	3704	3691	3677	3664	3650	3637	3623	3610	3596	3583	3569
94	3718	3705	3691	3678	3664	3651	3637	3624	3610	3597	3583	3570	3556	3543
95	3692	3678	3665	3651	3638	3624	3611	3597	3584	3570	3557	3543	3530	3516
96	3665	3652	3638	3625	3611	3598	3584	3571	3557	3544	3530	3517	3503	3490
97	3639	3625	3612	3598	3585	3571	3558	3544	3531	3517	3504	3490	3477	3464
98	3612	3599	3585	3572	3558	3545	3531	3518	3504	3491	3477	3464	3451	3437
99	3586	3572	3559	3545	3532	3518	3505	3491	3478	3465	3451	3438	3424	3411
100	3559	3546	3532	3519	3505	3492	3478	3465	3452	3438	3425	3411	3398	3384
101	3533	3519	3506	3492	3479	3466	3452	3439	3425	3412	3398	3385	3371	3358
102	3506	3493	3479	3466	3453	3439	3426	3412	3399	3385	3372	3358	3345	3331
103	3480	3467	3453	3440	3426	3413	3399	3386	3372	3359	3345	3332	3318	3305
104	3454	3440	3427	3413	3400	3386	3373	3359	3346	3332	3319	3305	3292	3278
105	3427	3414	3400	3387	3373	3360	3346	3333	3319	3306	3292	3279	3265	3252
106	3401	3387	3374	3360	3347	3333	3320	3306	3293	3279	3266	3252	3239	3225
107	3374	3361	3347	3334	3320	3307	3293	3280	3266	3253	3239	3226	3212	3199

分化的大宗商品：降息之后切换至复苏交易则利好白银与铜； 国内经济若超预期转弱则提振政策对冲预期，强化反内卷，利好焦煤和新能源品种

美联储降息对大宗商品影响的传导机制

- 利率渠道：降息直接降低持有不生息资产（如黄金）的机会成本，这使得黄金等贵金属的吸引力上升。
- 美元汇率渠道：降息通常会导致美元贬值（美元指数已跌至2022年2月以来最低水平）。由于大多数大宗商品以美元计价，美元贬值使得其他货币购买这些商品更便宜，从而支撑大宗商品价格。
- 宏观经济与流动性渠道：降息向市场注入流动性，可能提振经济增长预期和通胀预期。若经济能实现“软着陆”，需求前景的改善会对部分大宗商品（如工业金属）形成支撑。同时，全球流动性改善也可能刺激投机性资金流入大宗商品市场。
- 市场心理与预期渠道：大宗商品市场常有“买预期，卖事实”的现象。价格在降息预期升温时上涨，而在政策落地后可能因获利了结而短期回调。例如本次降息后，黄金价格就出现了冲高回落。



本周关注

- 周一（9月22日）：中国至9月22日一年期贷款市场报价利率、欧元区9月消费者信心指数初值、澳洲联储主席布洛克在众议院经济常设委员会作证词陈述、**国新办举行新闻发布会**、纽约联储主席威廉姆斯就货币政策和经济前景发表讲话、圣路易联储主席穆萨莱姆就美国经济前景和货币政策发表讲话；
- 周二（9月23日）：欧元区9月制造业PMI初值、英国9月制造业PMI初值、美国第二季度经常帐、美国9月标普全球制造业PMI初值、美国9月里奇蒙德联储制造业指数、克利夫兰联储主席哈玛克就美国经济发表讲话、里奇蒙联储主席巴尔金就经济形势发表讲话、瑞典央行公布利率决议和货币政策报告、鸿蒙智行秋季新品发布会、亚特兰大联储主席博斯蒂克就经济前景发表讲话；
- 周三（9月24日）：美国至9月19日当周API原油库存、澳大利亚8月加权CPI年率、德国9月IFO商业景气指数、瑞士9月ZEW投资者信心指数、美国8月新屋销售总数年化、美国至9月19日当周EIA原油库存、美国至9月19日当周EIA战略石油储备库存、加拿大央行行长麦克勒姆发表讲话；
- 周四（9月25日）：德国10月GfK消费者信心指数、瑞士至9月25日央行政策利率、美国至9月20日当周初请失业金人数、美国第二季度实际GDP年化季率终值、美国8月耐用品订单月率、美国8月成屋销售总数年化、美国第二季度核心PCE物价指数年化季率终值、美国至9月19日当周EIA天然气库存、旧金山联储主席戴利发表讲话、芝加哥联储主席古尔斯比发表讲话、纽约联储主席威廉姆斯在有关美元的国际角色的第四届年会上致欢迎辞；
- 周五（9月26日）：加拿大7月GDP月率、美国8月核心PCE物价指数年率、美国8月个人支出月率、美国8月核心PCE物价指数月率、美国9月密歇根大学消费者信心指数终值、美国9月一年期通胀率预期终值、美联储理事鲍曼发表讲话。

分析师介绍：

王静，北京师范大学MBA，CFA二级，国家企业培训师、上期所优秀宏观分析师，深谙证券期货投资。多次为国内大型企业开展金融期货培训，在宏观经济、大宗商品、投资规划、资产配置管理、风险控制、投资者教育等方面有着自己独到的见解。现任冠通期货研究咨询部经理，具备良好的经济理论基础和扎实的证券研究经验和风险管理经验。

期货从业资格证书编号：F0235424期货交易咨询资格编号：Z0000771

联系方式

公司地址：北京市朝阳区朝外大街甲6号万通中心D座20层（北京总部）

公司电话：010-85356618

E-mail: wangjing@gtfutures.com.cn



冠通期货
Guantong Futures

慎初笃行为冠 逐鹿得人则通

本报告发布机构

--冠通期货股份有限公司（已获中国证监会许可的期货交易咨询业务资格）

免责声明：

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述品种买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本报告仅向特定客户传送，版权归冠通期货所有。未经我公司书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载。

致
谢