

FOMC会后贵金属展望-利率的拆解

华泰期货研究院 贵金属研究 2026.09

师橙 F3046665 Z0014806

9月议息会议主要内容 (2026-09-16)

加息25bp落地 | SEP长期点 3.1%→3.2% | 市场反应温和

决议：加息 25bp, 12-0 全票

目标区间 3.50-3.75% → 3.75-4.00%，2023 年以来首次加息
 7 月为 9-3 维持 → 9 月 12-0 加息，立场显著统一
 声明删除"通胀由供给冲击驱动"，强调"will deliver price stability"
 "移除一剂宽松" (removed a dose of accommodation) 新表述

SEP：长期点 +10bp, 2026 年底路径 +30bp

长期点中位数 3.1% → 3.2% (+10bp, 温和追认中性上行)
 2026 年底点阵图 4.1% (6月 3.8%)；16/18 人预计年内再加一次
 2027 4.1%、2028 3.9% → 2028 年才见降息
 PCE 3.7%↑ / 核心 PCE 3.4%↑；失业率 4.1%↓

发布会：沃什偏鹰，拒绝背书点阵图

"通胀太高、高得太久"；"很难把金融条件描述为 restrictive"
 "那不是我的预测，是 18 位同事的预测"——不背书点阵图
 "我不做前瞻指引"；上任以来未提交自己的点
 点名 AI 数据中心资本开支推高长端利率："资本开支激增是真实的"

市场反应：长端温和，短端上行

2Y +7bp→4.732% (发布会后走高)；10Y +2bp→5.012%
 30Y -0.5bp→5.357%；盈亏平衡 -5bp→2.33% → 实际利率主导
 DXY +0.6% (7月底以来最强)；S&P 500 -0.45% 收 7,552
 会前加息概率 86% 落地；会后对 10 月是否再加出现分歧

SEP 长期点仅 +10bp (温和追认)，点阵图 +30bp 是周期加息路径——"中性利率被高估"再获验证

核心结论：这一轮"五五开"，中性利率被高估

2026年初至今 10Y +81bp 的归因 (含 9/16 FOMC)

① 归因五五开：期限溢价 +38bp (46%) | 预期路径 +43bp (54%)

夏季段期限溢价主导 (30Y 8/17 收 5.31%、2007 年来新高)；9月加速段预期路径占比升至 70%

② 期限溢价几乎翻倍：ACM 10Y 期限溢价 0.58% → 0.96%

驱动 = 赤字/供给/缩表 + 通胀不确定性 + 地缘——正是沃什 Jackson Hole 讲的"让期限溢价回来"

③ 中性利率温和上移、但被高估

SEP 长期点 2.5%→3.1%→3.2% (累计 +70bp, 本次仅 +10bp 温和追认)；HLW 模型 1.01% 两年没动；市场口径 (10Y10Y TIPS 远期 >3%) 含期限溢价、不可分离



市场重定价的是"财政主导 + 周期加息"，不是"生产率驱动的中性利率暴涨"——FOMC 验证了这一点

分析框架：10年期收益率的三层拆解

拆解"这一轮"之前，先明确拆解的层级

第一层 | ACM 分解

$10Y = \text{平均预期短端利率} + \text{期限溢价}$

当前：5.01% $\approx$ 4.04% + 0.96%

(预期约八成 / 期限溢价约两成)

第二层 | 预期短端内部

预期路径 = 周期性政策路径 + 长期中性利率 r^*
(基于taylor's rule)

市场定价十年平均 $\approx$ 4.0%，
比 SEP 长期点 3.2% 高约 80bp

第三层 | 期限溢价内部

供给 / 缩表 / 赤字风险
+ 通胀不确定性 + 地缘风险
+ 政策沟通不确定性

关键认知

市场数据里"期限溢价"与"中性利率"天然纠缠：
市场 r^* 口径 (TIPS 远期) 本身含期限溢价，
无法干净分离 $\rightarrow$ 必须用 SEP / 模型做外部锚

三层拆解是回答"期限溢价还是中性利率"的必经之路

当前读数：10Y 站上 5%，期限溢价 0.96%

2026 年关键节点 (FRED, 截至 9/15 收盘 + 9/16 FOMC 收盘)

日期	10Y	30Y	ACM期限溢价	预期成分	10Y TIPS实际
2026-01-02	4.19	4.86	0.58	3.61	1.94
2026-06-25	4.40	4.86	0.70	3.70	2.19
2026-08-17	4.72	5.31	0.85	3.87	2.44
2026-09-01	4.79	5.27	0.90	3.89	2.44
2026-09-11	4.96	5.35	0.96	4.00	2.60
2026-09-15	5.00	5.36	0.96*	4.04	2.62
2026-09-16 收盘	5.01	5.36	0.96*	4.05	2.62

注：*ACM 期限溢价 FRED 最后观测 9/11；9/16 收盘为 Reuters (10Y 5.012%、30Y 5.357%、2Y 4.732%)

10Y 9/15 收 5.00% 为 2007 年来首次站上 5%；9/16 会后 30Y 微跌、盈亏平衡 -5bp→2.33%

10Y 5.01% = 预期 4.05% (81%) + 期限溢价 0.96% (19%) ; 实际利率 2.62%、盈亏平衡 2.33%

归因：2026 年上行 = 期限溢价与预期路径约五五开

ACM 分解 (10Y = 预期短端 + 期限溢价)

窗口	10Y 变动	期限溢价贡献	预期路径贡献
2026 年初以来 (01/02→09/15)	+81bp	+38bp (46%)	+43bp (54%)
夏季段 (06/25→08/28)	+33bp	+18bp (53%)	+15bp (47%)
9月加速段 (08/28→09/16)	+28bp	+8.5bp (30%)	+20bp (70%)
2021年底以来	+348bp	+102bp (29%)	+246bp (71%)

长周期视角 (2021 年底以来)：仍由预期路径主导 (71%) ——
期限溢价只贡献 29%。

9月加速段 (8/28→9/16) 预期占比升至 70%：加息落地 + 点阵图年内再加一次 = 周期鹰派定价

窗口越短、期限溢价权重越高；窗口越长、预期路径越主导——答案随尺度而不同

两个阶段：夏季 = 期限溢价，9月 = 实际利率

触发因素各不相同

夏季段（6/25→8/28） | 期限溢价主导

10Y +33bp：期限溢价 +18bp (53%)

8/17 30Y 收 5.31%，2007 年以来最高收盘；纽约联储日度文件
期限溢价 0.89%、2026 年最高

驱动：

- 7/29 发布会沟通混乱 → 长债抛售
- 8/28 Jackson Hole：撤前瞻指引、缩表降级为“危机工具”
- 通胀粘性（PCE 3.7%、密歇根预期连续 5 个月 >4%）

9月加速段（8/28→9/16） | 预期/实际利率主导

10Y +28bp：预期路径 +20bp (70%)

TIPS 实际利率 +18bp vs 盈亏平衡 -2bp = 实际利率重定价

触发：

- 伊朗战争升级、油价破 \$107
- 8月核心 CPI +0.3% 超预期（预期 +0.2%）
- 9/16 加息 25bp + 点阵图年内再加一次（16/18 人）
- 沃什拒绝背书点阵图 → 路径不确定性延续

夏季定价的是“持有长债的补偿”，9月定价的是“加息周期与真实利率”——FOMC 落地确认

期限溢价为什么涨：两方面驱动

0.58% → 0.96%，背后是财政与政策结构变化

供给与缩表

- 赤字约 6%GDP、国债总量破 \$40 万亿；\$5,000 支票计划或再增超 \$1 万亿供给
- 30Y 拍卖 5.308% 创 2001 年来最高；回购"打折"成交 = 私营部门承接吃力
- 沃什把资产负债表降为"危机工具"，撤除"慢速 QT = 隐形宽松"的期权

通胀与地缘

- PCE 3.7%、6个月年化 4.1%；8月核心 CPI 超预期
- 密歇根 1 年期通胀预期连续 5 个月 >4%
- 油价破 \$107 (美伊冲突、霍尔木兹)；WSJ：冲突或持续至 2029
- 撤正式前瞻指引 → 不确定性上升 → 要求更高补偿

历史参照：ACM 10Y 期限溢价 1961-2007 (QE 前) 日均 1.84%、2010 年代均值 +0.48%、2022-26 ≈0；当前 0.96% 按 QE 时代标准已属高位

期限溢价回归的本质：最大的价格不敏感买家退场，长债由"在乎价格的买家"重新定价

中性利率真的在走高吗：分口径证据

不同口径给出不同答案（SEP 已更新为 9/16 实际值）

口径	最新读数	判读
FOMC SEP 长期点（名义）	3.2% (2026-09)	2019-23 年 2.5% → 3.1% → 3.2%；本次仅 +10bp 温和追认
HLW 模型 r^*	1.01% (2026Q2)	2024 年以来 0.8-1.1% 横盘，模型口径没动
LW 模型 r^*	1.65% (2026Q2)	温和高于 HLW
圣路易斯"替代 r^* "（6口径平均）	1.43% (2025Q4)	2008 年来最高，整体从 0.5% 附近上移
市场：10Y10Y TIPS 远期	>3% (2025Q4)	混入期限溢价，非纯净 r^* （Cho-Williams 批评）
纽约联储 Roussellet (2026-08)	趋势 0-2.5%	"低 r^* 时代未结束"，投资者置信带 $\pm 170bp$

小结：联储自己（SEP）与市场远期确认温和上移（+50-90bp，2023-25 年累积），9 月 SEP 仅再加 10bp；

宏观模型拒绝追认；且市场 r^* 口径与期限溢价在数据上不可分离

SEP 累计 +70bp 属实、本次仅 +10bp，HLW 没动，市场口径不可分离——"走高"成立、但可能被高估

FOMC 验证了什么：结论成立，跟踪转向"再加一次"

9/16 议息结果逐条对照此前判断

验证结果

- ✓ SEP 长期点仅 +10bp (3.2%)：联储温和追认中性上行，远低于市场隐含（预期成分 4.05%）
- ✓ 点阵图 2026 +30bp (4.1%) = 周期加息路径（年内再加一次），非中性利率边际贡献
- ✓ 会后长端温和（10Y +2bp、30Y -0.5bp、BE -5bp）→ 加息"利好（指对利率本身）出尽"，财政/供给逻辑未被证伪、也未强化
- ✓ 沃什拒绝背书点阵图 + "金融条件不紧" → 路径不确定性延续，期限溢价维持高位

前瞻 | 10/27-28 会议

- 点阵图 16/18 人年内再加一次 → 12 月加息概率高企
- 会后期货对"10 月是否加息"出现分歧——沃什不给指引，路径比 SEP 更开放
- 若再加息而长端不再大涨（实际利率/名义利率同向）→ 期限溢价逻辑延续、通胀预期受控
- 沃什点名 AI 数据中心 capex 推高长端利率——是"资本开支/实际利率"叙事，但拒绝量化

一句话：长端利率系统性抬升的根源是财政 + 周期加息，不是生产率——FOMC 落地验证

观察指标与口径提示

跟踪期限溢价与中性利率的关键信号（含 9/16 更新）

指标	最新值	信号含义
ACM 10Y 期限溢价	0.96% (9/11)	站稳 1% 上方 = 期限溢价 regime 确认
10Y / 30Y	5.01% / 5.36%	10Y 2007 年来首破 5%; 30Y 高位区
10Y TIPS 实际利率	2.62%	实际利率中枢; 9月加速段主导变量
SEP 长期点	3.2% (9/16)	已更新: +10bp 温和追认, 未到 3.25%
HLW r^*	1.01%	季度更新 (下次 11/27)
2s10s 利差	+28bp	会后小幅走平 (短端加息定价)
年内再加一次概率	16/18 人点阵图	10/27-28 是否落地; 沃什不给指引

口径提示: 期限溢价为模型输出、非观测值 (ACM 与 Kim-Wright 同日可差 9-25bp)

数据截至 9/16 FOMC 收盘; ACM 期限溢价 9/16 值 FRED 未发布 (滞后 1-3 天), 用 9/11 值近似

用"期限溢价 + SEP + 模型 r^* "三个锚交叉跟踪, 避免被单一市场口径误导

黄金视角：加息落地，金价相对抗跌——「信用计价」的验证

附黄金观点 | 数据截至 2026-09-17 09:00 沪金开盘 / 9-16 FOMC 收盘

今日盘面：鹰派落地，金银回落

沪金主连 932.92 元/克（前收 937.74，-0.5%） | 沪银 15,600（前收 15,794，-1.2%）【NDB 行情网关，9/17 开盘】
COMEX 12月金：盘中冲高 \$4,368 → 决议后 2:31pm 回落至 \$4,306（当日仍 +0.3%）→ 尾盘转跌逾 1%【goldsilver / CNBC】
现货银 \$63.58（盘中曾 +1.6%）；金价周 -1.5% / 月 -1.7% / 年 +16.5%【Yahoo】
背景：10Y 5.012%（2007 年来首破 5%）、30Y 5.357%、ACM 期限溢价 0.96% —— 利率全面高位

FOMC 含义：短期利空兑现，中期信用锚未变

短期：会前加息概率 92.5% 已打满 → 决议后回
中期：大行目标未随加息下修——GS 2026 年底 \$4,900 / JPM Q4 \$4,500 / BofA 均价 \$4,360【goldsilver】
金融抑制逻辑：单次加息不改「实际利率相对政府借贷规模受压」的算术（financial repression）
白银另含供给逻辑：2026 年预计连续第 6 年短缺（约 4,630 万盎司）【Silver Institute】

反直觉：实际利率上行，金价仍在 \$4,300 历史高位区

传统框架（实际利率↑→金价跌）本应深挫；实际仅回撤 ~1%，加息与 18 年新高利率未能压垮金价
9 个月内市场由「降息几次」反转为「加息几次」（点阵 12/18 再加一次）——联储被迫反转，恰是信用受损的证据
金价涨的是「美元信用计价」非「真实购买力」：赤字 6% GDP + 债务 \$40T + 通胀黏性；利率中枢上移 ≠ 美元信用修复
Commerzbank 同感：金价韧性源于持续财政担忧（长端高企）与美国政治风险【CNBC】

跟踪信号（连 P11 观察指标）

9/30 PCE + 10/27-28 议息：是否真加第二次（16/18 人点阵）——二次加息落地前金价或继续承压震荡
SEP 长期点 3.2%（本次 +10bp）是否再上修 —— 「中性利率被高估」判断的证伪/证实点
10Y TIPS 实际利率（2.62%，上行中）：若持续走高并压制金价，信用锚框架需重估

加息与期限溢价高位不是黄金的敌人——美元信用受损才是定价主轴；短期「鹰派落地」回撤不改中期信用锚，跟踪 9/30 PCE 与 SEP 长期点。

本报告由华泰期货有限公司（投资咨询业务许可证：证监许可【2011】1289号）（以下简称“本公司”）制作。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。



THANKS



华泰期货期赢通
APP



华泰期货研究院

公司总部：广州市天河区临江大道1号之一2101-2106单元

全国热线：400-628-0888

网址：www.htfc.com