

美国降息的纠结与中国“十五五规划”前瞻

—— 2025 年 9 月宏观经济报告

研究员：王鹏

期货从业证号：

F03127257

投资咨询资格编号：

Z0020170

✉：

wangpeng_qh@chinastock.com.cn

报告摘要

2025 年 4 月份以来，美国对贸易伙伴全面加征关税，但中国进出口增速暂未出现大幅度下滑。9 月后，支撑全球制造业增速的欧洲和服务业增速的日本或都面临调整，未来中国进出口增速需要谨慎观察。

市场对本次会议降息 25BP 的决定基本定价，未来降息路径是市场关注的核心焦点。无论从点阵图还是鲍威尔发布会看，美联储“转鸽”下的货币政策不确定性更多集中在短期，通胀高企始终是全面、持续货币宽松的障碍。预计本次降息过程不会很长，每一次经济数据和政策变化都可能对市场预期造成冲击。

美国经济数据维持韧性，但消费端的扩张和产出端的收缩或许并不仅仅是就业市场变化造成的经济自发性的变化，也反映了“关税”增加后，低价库存耗尽对美国经济的反噬。在市场依然期待货币宽松和财政扩张对经济支撑前，或许美国经济将先被“关税”的影响扰动。伴随美国银行体系逆回购规模濒临枯竭，这也是另一个资产价格的影响因素。

国内经济压力日渐显性化，对“十五五规划”的预期将成为短期市场焦点。

“十五五规划”将是新的国际环境下，打造我国新的发展动力和发展格局的中长期经济社会的蓝图和纲领，将主要包括“2035 年目标”分解；“十四五规划”未完成内容；以发展新质生产力为代表的一贯政策主张等几个方向。

风险因素：政策理解不到位、国际冲突加剧、经济数据超预期

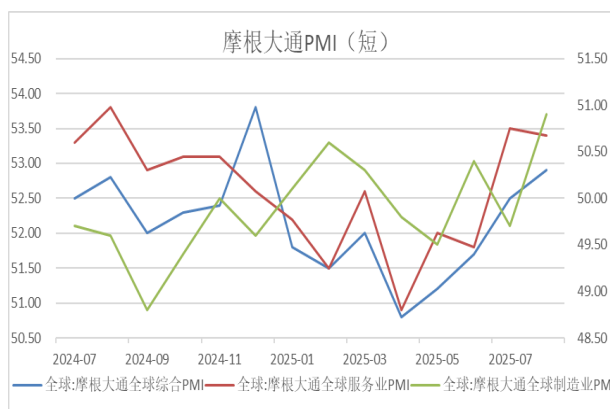
2025 年 9 月 18 日凌晨，美联储如期降息，降息靴子落地及对未来路径偏“鹰派”的表达导致使得全球金融市场失去了继续上行的动力，而反常识的效果更使得资产价格承受压力。在市场基于货币宽松和财政扩张对经济产生支撑前，或许关税的影响将先对经济走势造成影响。

国内经济继续韧性滑行，进出口韧性可能受到全球需求走弱的影响。价格政策仍是主要政策焦点，对“十五五”规划的讨论也将在下个月成为影响价格走势的重要因素。

一、全球经济或迎来短期考验，中国进出口走势也需谨慎观察

4 月份以来，美国对贸易伙伴全面加征关税，市场也对中国进出口走势有所担心。近几个月，中国进出口增速暂未出现大幅度下滑，这与外贸主体积极“抢出口”、“增转口”等措施有关，也与全球经济增速依然保持韧性有关。

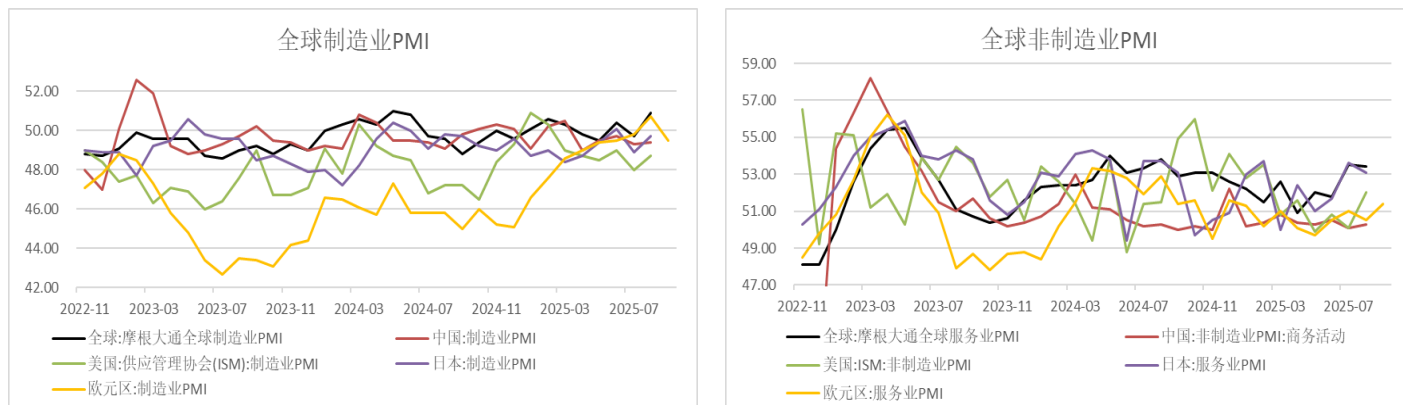
图1：摩根大通全面PMI走势



数据来源：Wind、银河期货

9 月后，支撑全球制造业增速的欧洲和服务业增速的日本或都面临调整，也给全球经济韧性蒙上阴影。在中国对美出口增速维持低位，中国对非洲出口增速下滑的情况下，未来中国进出口增速需要谨慎观察。

图2：全球主要国家制造业与服务业PMI



数据来源：Wind、银河期货

二、美联储降息路径是市场交易的焦点之一

美联储 9 月议息会议降息 25BP，时隔 9 个月再度开启降息过程。会议决议及声明主要包括：

1. 利率决定：联邦基金利率下降 25BP 至 4.0%-4.25% 不变，符合市场预期，继 2024 年 12 月后，首次降息。
2. 声明变化：内容变化较大。声明中经济现状的看法修改为：就业增速下降，失业率上升，但仍处低位，通胀回升且偏高；短期政策关注点倾向于就业下行风险的上升；继续强调 2% 的通胀目标。
3. 缩表进展：继续以每月国债赎回 50 亿美元，MBS 赎回 350 亿美元速度缩表。
4. 投票情况：以 11-1 投票通过 9 月利率决议，新任票委斯蒂芬·米兰投出反对票。
5. 点阵图：点阵图显示，美联储预计 2025 年还将降息 2 次，每次 25BP（比 6 月增加 1 次）；预期 2026 年降息 1 次，每次 25BP（与 6 月持平）；预期 2027 年降息 1 次。但点阵图也凸显美联储委员对未来的分歧，本次会议仅有 1 人预期 2025 年保持利率不变（较 6 月减少 6 人）；6 人支持降息 1 次（较 6 月增加 4 人）；9 人预期 2025 年再降息 2 次（较 6 月增加 7 人）；米兰预期再降息 5 次。

与 6 月会议大部分委员预期 2025 年将降息 2 次；2026 年再降息 1 次；2027 年再降息 1 次；长期利率中枢 3% 相比，本次会议预期 2025 年降息 3 次（再降息 2 次）；2026 年再降息 1 次；2027 年再降息 1 次；长期利率中枢维持 3%。整体看，本次会议利率决议降息 25BP 下，美联储委员短期降息分歧加大，中长降息态度缓和，货币政策趋于宽松更多集中在短期。

美联储明确定义本次降息为预防式降息，对应对未来 GDP 更为乐观，对 2026 年和 2027 年失业率小幅下调，对 2026 年的通胀和核心通胀更悲观，并给出更大的降息空间，但在预防式降息背景下，降息过程可能不会很长。

1. 经济增长前景：2025 年 1.6%、2026 年 1.8%、2027 年 1.9%、长期 1.8%（6 月数据为：1.4%、1.6%、1.8%、1.8%），经济预期全面上调。

2. 通胀前景：PCE 同比：2025 年 3.0%、2026 年 2.6%、2027 年 2.1%、长期 2.0%（6 月数据为：3.0%、2.4%、2.1%、2.0%）。核心 PCE 同比：2025 年 3.1%、2026 年 2.6%、2027 年 2.1%、长期 2.0%（6 月数据为：3.1%、2.4%、2.1%），通胀预期基本稳定。

3. 失业率：2025 年 4.5%、2026 年 4.4%、2027 年 4.3%、长期 4.2%（6 月数据为：4.5%、4.5%、4.4%、4.2%）。

4. 联邦基金利率中值：2025 年 3.6%、2026 年 3.4%、2027 年 3.1%、长期 3.0%（6 月数据为：3.9%、3.6%、3.4%、3.0%）。

发布会上，鲍威尔对市场关注的焦点基本都给了回应，也反映出杰克逊霍尔会议后鲍威尔态度的转变。鉴于本次会议的结果基本被市场预期，发布会成为观察美联储未来货币政策取向和路径的重要窗口。发布会主要包括：

1. 努力保持美联储独立性，一个票委想影响决策只能靠数据说服。

2. 预防式降息主要针对就业市场走弱，其中既有劳动力供需双弱的原因，也有关税的部分原因。关税对通胀的影响倾向于一次性。

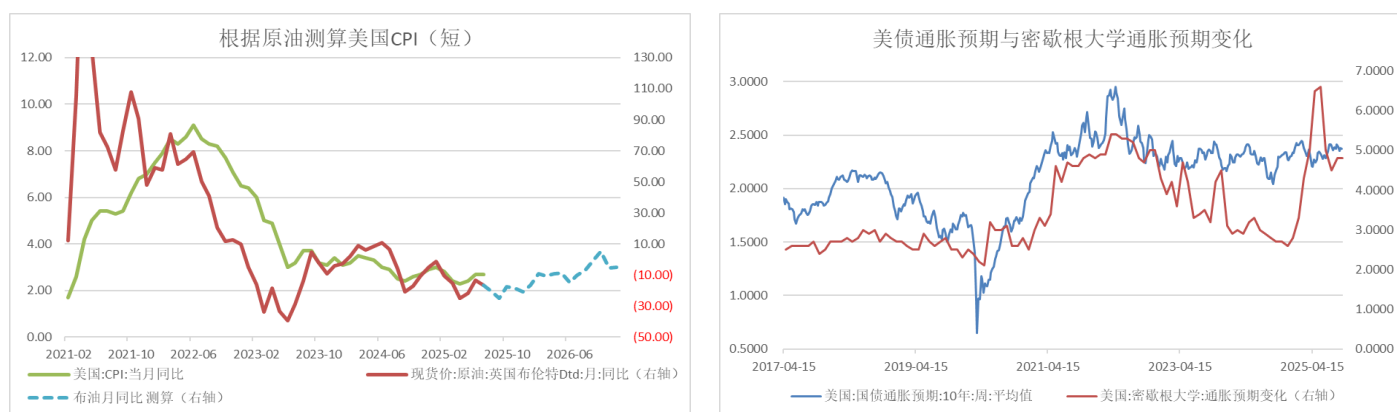
3. 美国经济数据足以辅助决策。

4. 对美联储委员库克案件不评论。

市场对本次会议降息 25BP 的决定基本定价，因此未来降息路径是市场关注的核心焦点。无论从点阵图还是鲍威尔发布会看，美联储“转鸽”下的货币政策不确定性更多集中在短期，尽管美联储政策重点聚焦就业市场上，但通胀高企始终是全面、持续货币宽松的障碍，因此，结合历史上预防式降息的经验，预计本次降息过程不会很长，每一次经济数据和政策变化都可能对市场预期造成冲击。

金融市场方面，据测算，美国短期利率期货隐含降息预期最多，其次是铜、美债、黄金、美股，因此，降息靴子落地对不同资产短期会产生不同的效果。中期看，利率敏感资产和通胀敏感资产价格在短期受到降息影响后，大概率中期回到温和复苏的宏观逻辑中。

图3：美国通胀及通胀预期

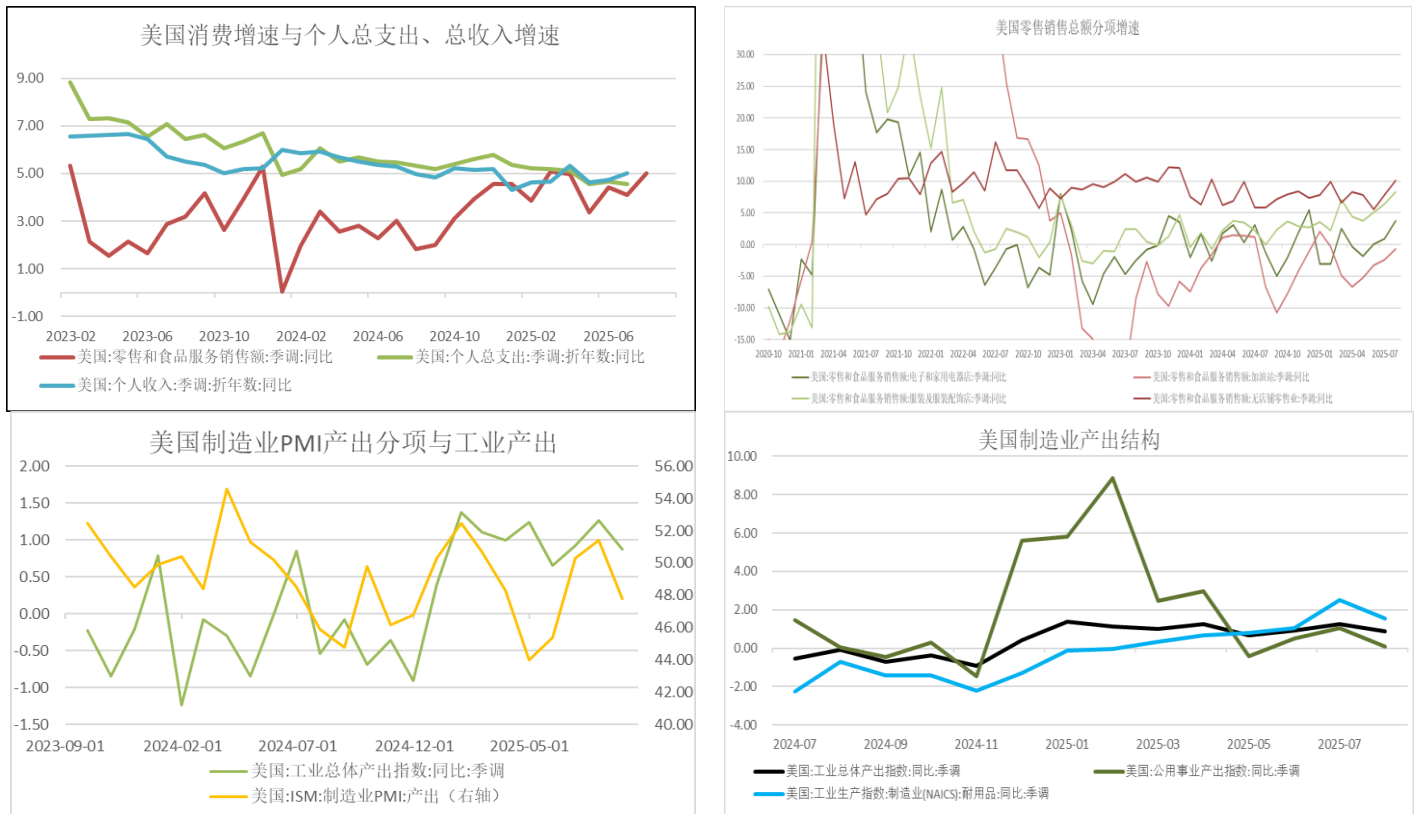


数据来源：Wind、银河期货

三、“关税”正在影响美国经济，降息“反直觉”效果影响资产价格

经济数据看，季节性调整后的美国零售和食品服务消费额同比增速仍在上行，其中电子和家用电器、加油站、服装配饰和无店铺销售是主要上行支撑。与消费增速扩张不同，美国产出端增速正在下滑，其中制造业、耐用品是主要下滑领域。整体看，消费端的扩张和产出端的收缩或许并不仅仅是就业市场变化造成的经济自发性的变化，也反映了“关税”增加后，低价库存耗尽对美国经济的反噬。

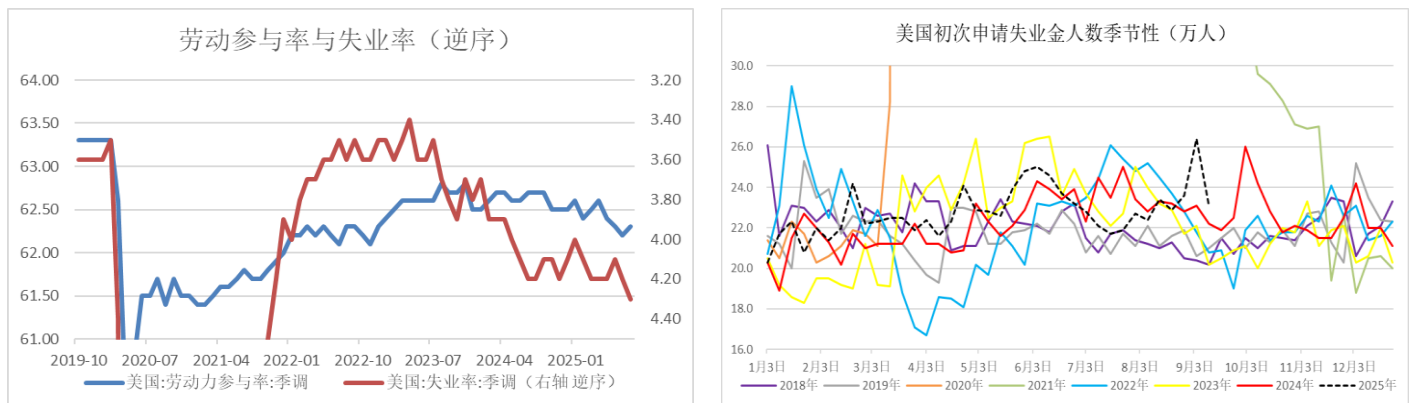
图4：美国消费及产出结构变化



数据来源：Wind、银河期货

美国就业市场的隐忧也逐渐明显。从非农和初次申请失业金人数看，就业市场仍稳健，但劳动参与率、薪酬和工作时间等指标增速趋势下行显示美国劳动力市场的隐忧。

图5：美国劳动力市场变化

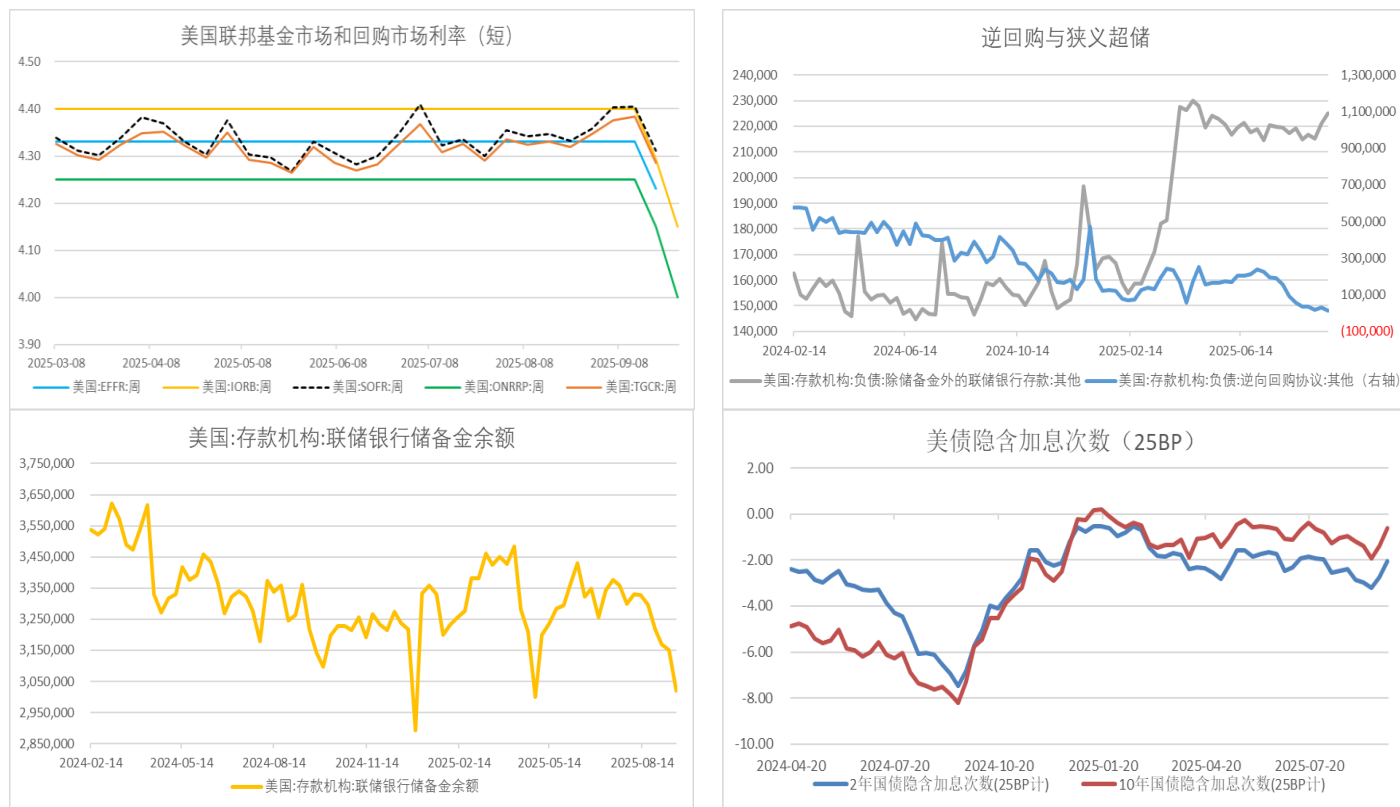


数据来源：Wind、银河期货

美国9月美联储降息靴子，但在经济体现出货币宽松和财政扩张支撑前，或许美国经济将先被“关税”的影响扰动。除了“关税”影响，美联储降息的“反直觉”效果也成为除降息靴子落地外的另一个资产价格影响因素。

伴随美国银行体系逆回购规模濒临枯竭，美元流动性并未因美联储降息出现宽松。同时，鉴于美国宏观基本面的情况，美联储更大幅度降息的概率不高，因此未来继续降息50BP后，进一步扩大降息规模的可能性不高，因此，降息“反直觉”的影响也是另一个资产价格的影响因素。

图6：美元流动性及降息预期



数据来源：Wind、银河期货

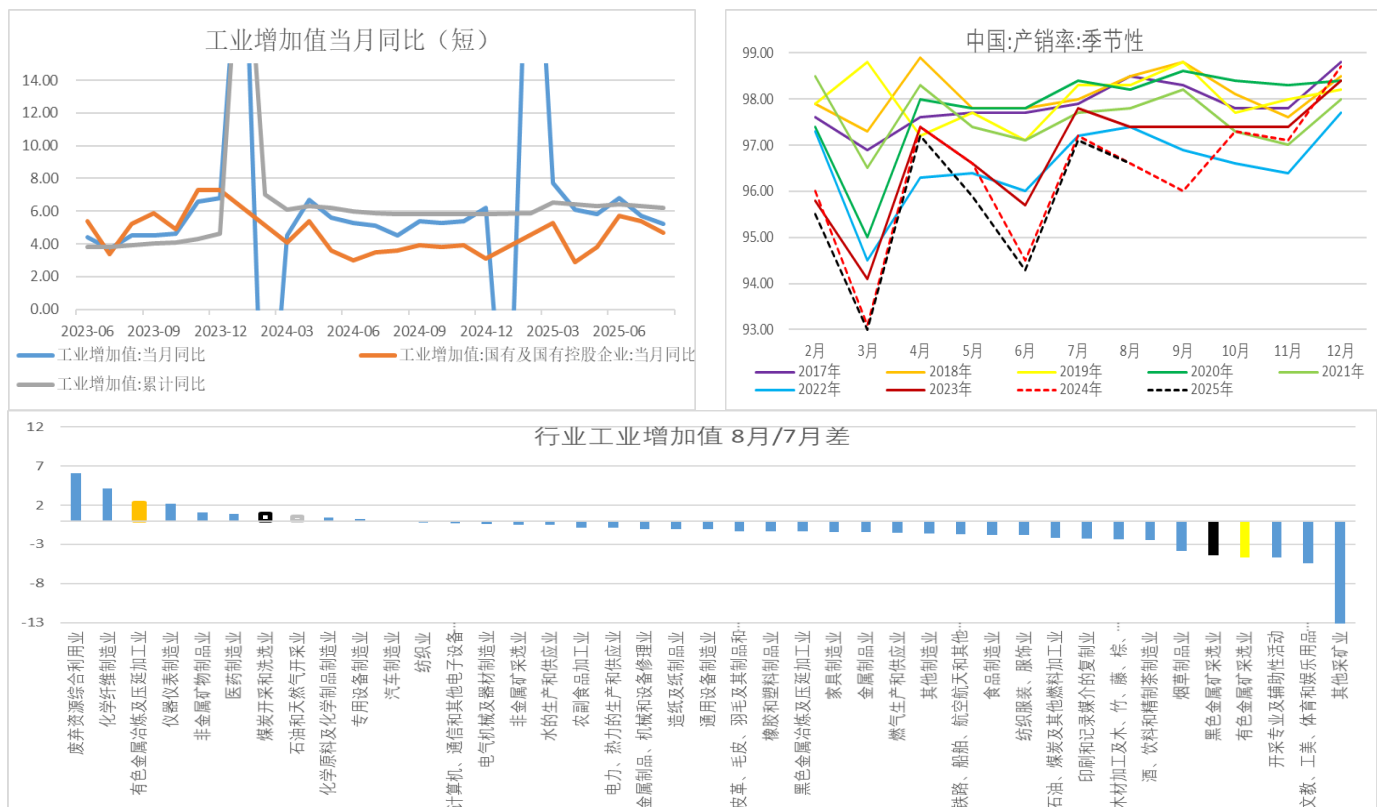
四、国内经济继续趋弱

2025年4月以来，国内经济压力日渐显性化。8月国内经济生产端和需求端继续下滑，其中既有“反内卷”为代表的政策调整的原因，更有外部环境趋弱的原因，也有经济自身的问题。

生产端看，工业增加值8月增速有所下滑，产销率下滑，不同行业的工业增

加值表现并不一致，黑色、有色采矿业等行业生产下降，对应“反内卷”政策，有色压延、煤炭开采、石油开采等行业生产继续扩张。可见，“反内卷”对供给的压缩和对目前经济供需错配的扭转作用仍不是很强。

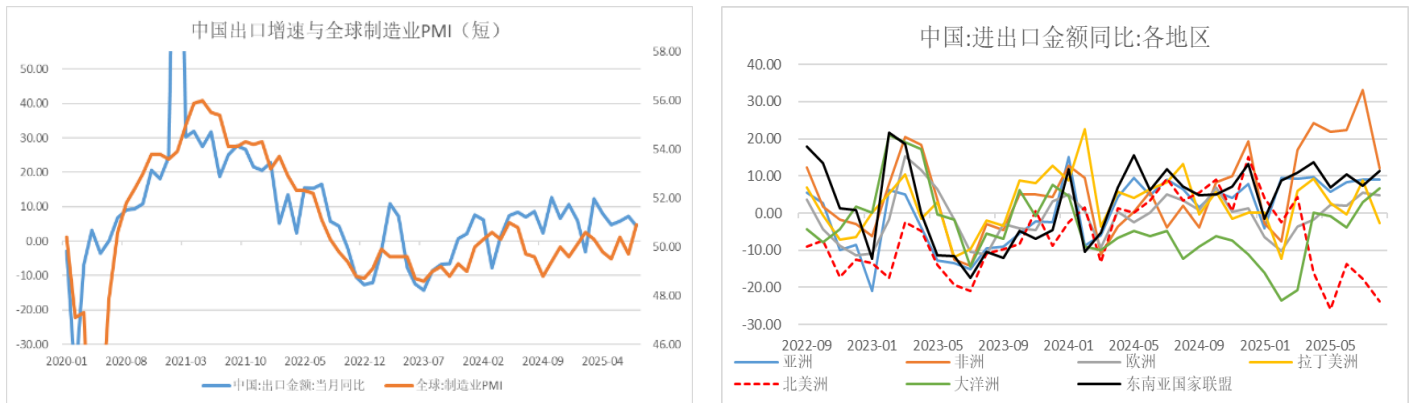
图7：中国工业增长值和产销率



数据来源：Wind、银河期货

需求端：国内的投资增速、消费增速和进出口增速8月均出现下滑。中国对美出口已经开始减弱，中国对非出口增速也开始下滑。结合我们对全球需求的担忧，未来中国进出口增速需谨慎关注。

图8：中国进出口变化

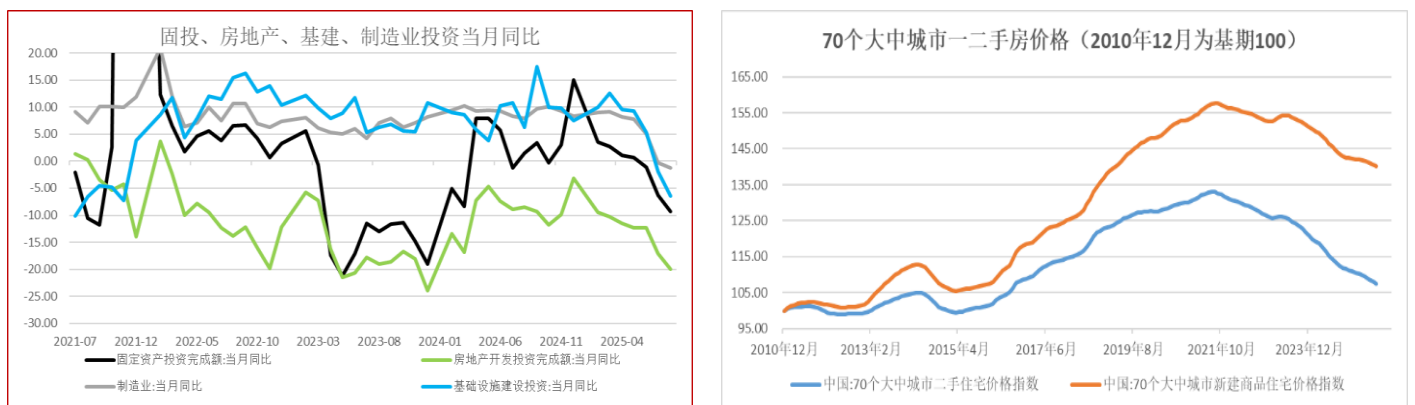


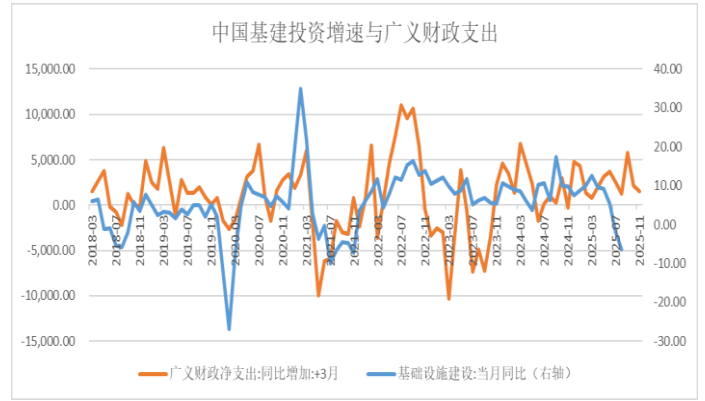
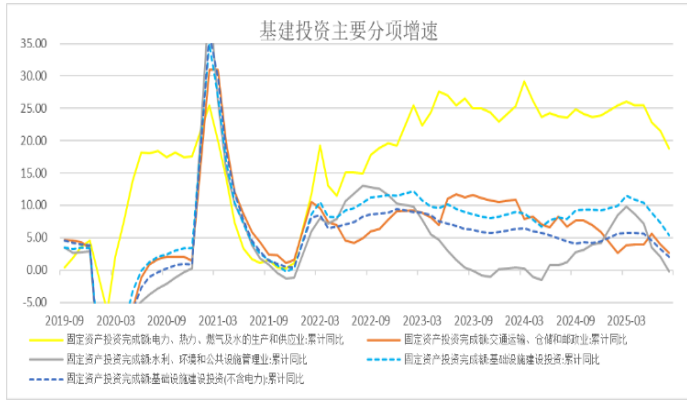
数据来源：Wind、银河期货

8月投资增速全面下滑，其中房地产和基建投资增速的下滑更为显著。地产支撑政策效果的不断消解导致地产销售下滑，对应一手和二手房价格环比下降，这一变化是地产产业链短期下滑的主要原因之一。目前，北京地产支持政策再度出台，或许预示是新一轮政策的推出，但房地产仍处于持续筑底阶段。

未来国内交易重点之一可能是以广义财政扩张带来的，对基建、国产替代等行业的支撑。8月尽管基建增速也在下滑，但政策存款高规模是上半年财政扩大的体现，也是下半年广义财政对基建等行业支撑的保证。

图8：中国需求端变化及进出口相关数据

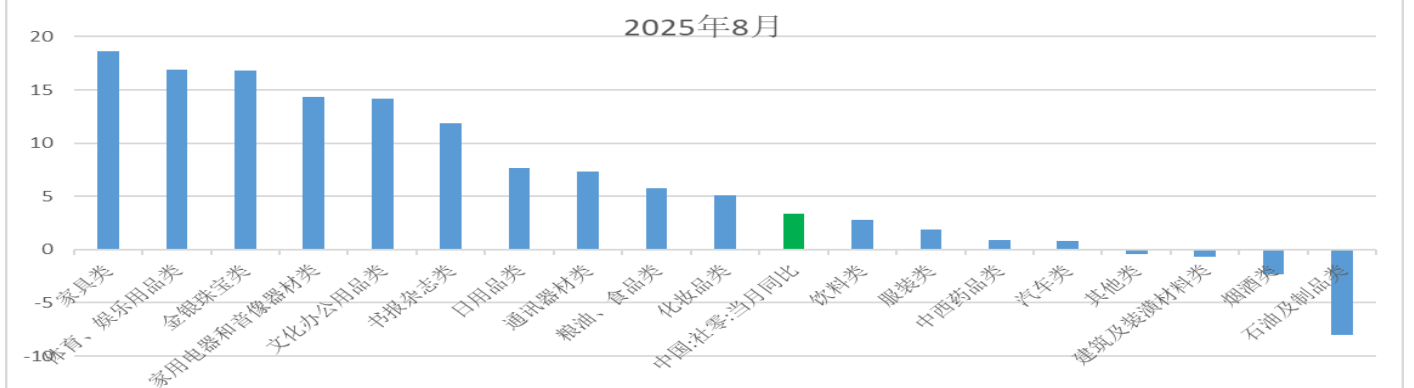
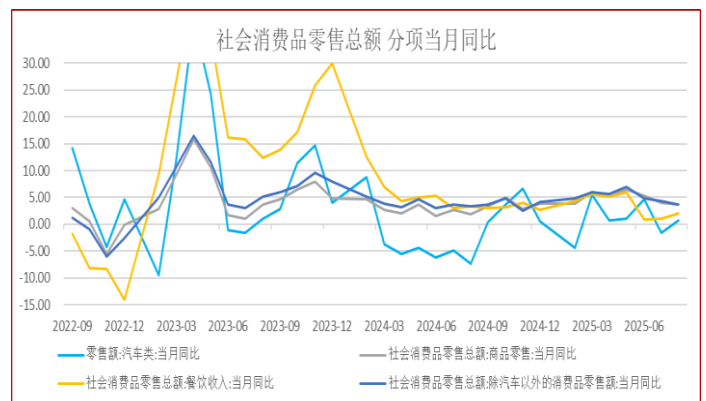
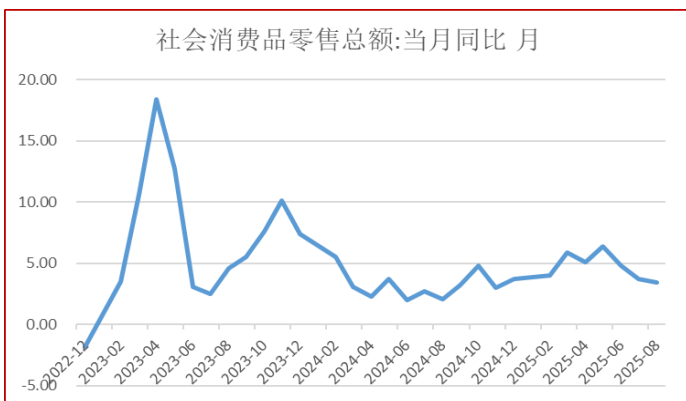




数据来源：Wind、银河期货

受餐饮、汽车等销售增速下滑影响，社会消费品零售增速8月下滑。刺激政策对汽车等耐用品需求的透支可能逐步体现，受“以旧换新”支撑的部分行业消费也可能受到政策到期支撑力量减弱的影响，未来消费面临压力。

图9：中国消费变化



数据来源：Wind、银河期货

四、“十五五”规划前瞻

“五年规划”中国独特的经济发展方式，体现出中国“集中力量办大事”的政治体制优势，也是“有为政府”和“有效市场”结合的具体体现。2025年是“十四五”规划收官之年，也是“十五五”规划谋划之年。经过“十五五”和“十六五”的努力冲刺，我国将基本实现社会主义现代化，完成“2035年政治目标”，因此“十五五”时期是“基本实现社会主义现代化”承上启下的关键五年。

基于“十五五规划”的重要作用，我们认为其主要政策方向将基于三个方向展开——“2035年目标”分解；“十四五规划”未完成内容；一贯政策主张。

1. 经济方面：为完成经济增长翻一番的目标，“十五五规划”和“十六五规划”中的经济增速均值需要在4.4%左右，预计“十五五规划”对于经济方面的目标将具体为：GDP增长4.5%；失业率保持在5.5%；劳动生产率与GDP增速相匹配；城镇化率70%；消费对经济增长的支撑进一步增强；消费结构进一步调整等方面。

2. “十四五规划”未完成的部分：民生方面的3岁以下婴儿托位数等方面；绿色方面的单位GDP能耗、单位GDP二氧化碳排放量或单位土地面积效益。

3. 新质生产力方面：持续增加研发投入和基础研究投入强度；提升新质生产力行业和数智行业占比；进一步强化自主可控行业安全性、降低“卡脖子”行业局限性和数字行业、绿色低碳行业领先性。

展望“十五五”阶段，我国将面对更为纷繁复杂的国际国内形势和更大的经济发展压力，因此，“十五五规划”绝不是前几个“五年规划”的简单延续，“十五五规划”将是在新的国际环境下，打造我国新的发展动力和发展格局的一项新的中长期经济社会的发展蓝图和行动纲领。

作者承诺

本人具有中国期货业协会授予的期货从业资格证书，本人承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

免责声明

本报告由银河期货有限公司（以下简称银河期货，投资咨询业务许可证号 302200000）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河期货。未经银河期货事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议。银河期货认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河期货在最初发表本报告日期当日的判断，银河期货可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河期货没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河期货不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河期货不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河期货建议客户独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

银河期货版权所有并保留一切权利。

联系方式

银河期货有限公司 金融衍生品研究所

北京：北京市朝阳区建国门外大街 8 号北京 IFC 国际财源中心 A 座 31/33 层

上海：上海市虹口区东大名路 501 号上海白玉兰广场 28 楼

网址：www.yhqh.com.cn

电话：400-886-7799