

研究所

分析师:李起
SAC 登记编号:S1340524110001
Email:liqi2@cnpsec.com
研究助理:高晓洁
SAC 登记编号:S1340124020001
Email:gaoxiaojie@cnpsec.com

近期研究报告

《意料之中的降息——9 月美联储议息会议点评》 - 2025.09.19

宏观观点

海外宏观周报：降息尘埃落定，后续仍存分歧

● 核心观点：

上周美联储决定降息 25 个基点，符合市场预期。但点阵图显示委员们对后续货币政策路径存在较大分歧。值得注意的是，部分支持更高利率的委员们是基于对自然利率处于更高水平的判断。换句话说，分歧背后实质上是对中性利率长期水平的不同认知。

当前劳动力增长停滞可能迫使美联储在未来修正其对长期利率的预期。近几个月非农就业数据中劳动参与率持续走低，压制了失业率的上升，其背后或与特朗普移民政策收紧导致的劳动力供给不足有关。

非农就业数据展示的劳动力市场似乎比调查数据更具韧性。谘商协会每月的劳动力市场调查显示，8 月认为找工作困难的劳动者比例显著上升，而认为工作充足的劳动者比例进一步下降。历史上该差值与失业率正相关，同时小企业招工的意愿下降，就业市场存在进一步走弱的可能。调查数据与就业数据的差异可能来源于大量失去信心的劳动者退出劳动力市场，从而掩盖了真实的就业压力。

劳动力增长停滞将抑制潜在经济增长，并推动自然利率下行。策略上，建议关注 5 年期美债多头机会。

● 风险提示：

就业数据超预期强劲复苏；通胀再度反弹；英国、法国等主要经济体的财政可持续性风险加剧，引发全球长期利率上行。

目录

1 海外宏观数据跟踪.....	4
1.1 上周重要事件与数据跟踪.....	4
1.2 本周重要数据与事件.....	6
2 美联储观点跟踪.....	8
3 风险提示.....	9

图表目录

图表 1: 美国初请失业金人数 (万人)	5
图表 2: 美国续请失业金人数 (万人)	5
图表 3: 美国零售增长情况 (%)	5
图表 4: 美国 NAHB 住房市场指数.....	5
图表 5: 日本 CPI 同比增速 (%)	6
图表 6: 本周重要数据与事件.....	6
图表 7: 市场定价年内还有 2 次降息.....	9

1 海外宏观数据跟踪

1.1 上周重要事件与数据跟踪

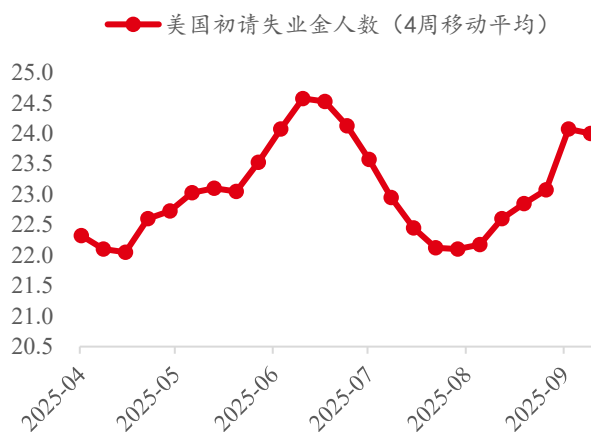
联邦公开市场委员会（FOMC）在上周会议上决定将联邦基金利率目标区间下调 25 个基点至 4.00%-4.25%，符合市场预期。会议整体在鹰派与鸽派之间保持相对平衡，当天金融市场反应有限，波动幅度不大。点阵图显示，委员们对今年末利率预期的中位数为 3.5%-3.75%，年内仍有合计 50 个基点的降息空间，但委员们分歧较大。

日本央行维持基准利率在 0.5% 不变，连续第五次会议维持利率不变，符合市场预期。但有两名董事会成员投票表示反对，他们主张 0.75% 至 1.0% 的利率，凸显日本央行内部日渐增长的鹰派压力，导致部分市场参与者押注下个月加息。日本央行行长植田和男表示下次加息的时间将取决于美国关税影响实际发生的可能性以及食品通胀的发展情况。

经济数据方面，初请失业金人数自八月初呈现快速上升趋势，在最新一期数据中有所缓解；续请失业金人数自六月持续保持高位，近期呈现出下降趋势。美国零售销售同比自 2024 年初低位持续修复，环比呈现一定波动但在 5 月后已连续三月维持正增长，消费动能整体保持韧性。美国 NAHB 房价指数自 2024 年春季高位回落后，近几个月进一步降至 32 附近，体现了在高利率背景下美国购房需求偏弱。

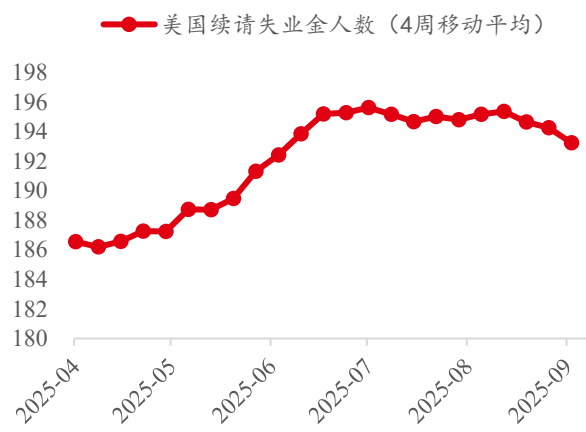
日本通胀在年初短暂抬升后回落，8 月 CPI 与核心 CPI 均降至 2.7%，不含食品（不含酒精饮料）和能源的核心 CPI 连续 6 个月锚定在 1.6%，显示剔除能源与食品价格扰动后的核心 CPI 相当稳定。

图表1：美国初请失业金人数（万人）



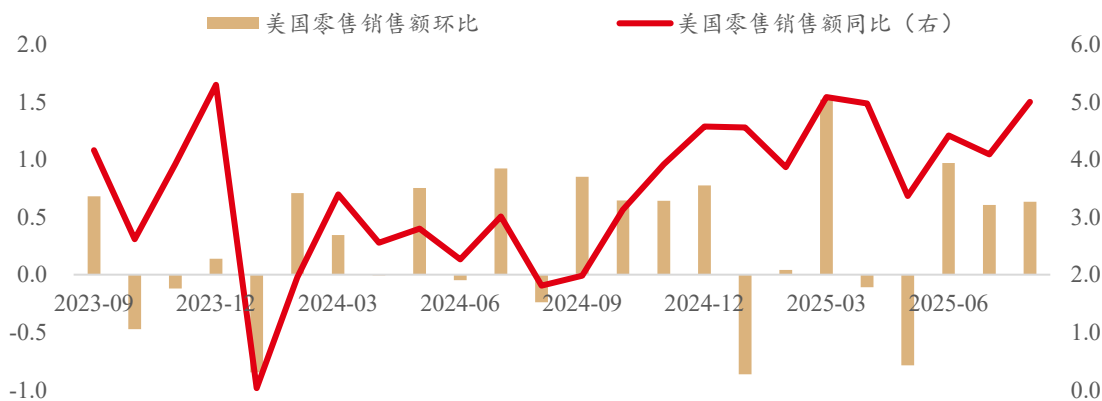
资料来源：Wind，中邮证券研究所

图表2：美国续请失业金人数（万人）



资料来源：Wind，中邮证券研究所

图表3：美国零售增长情况（%）



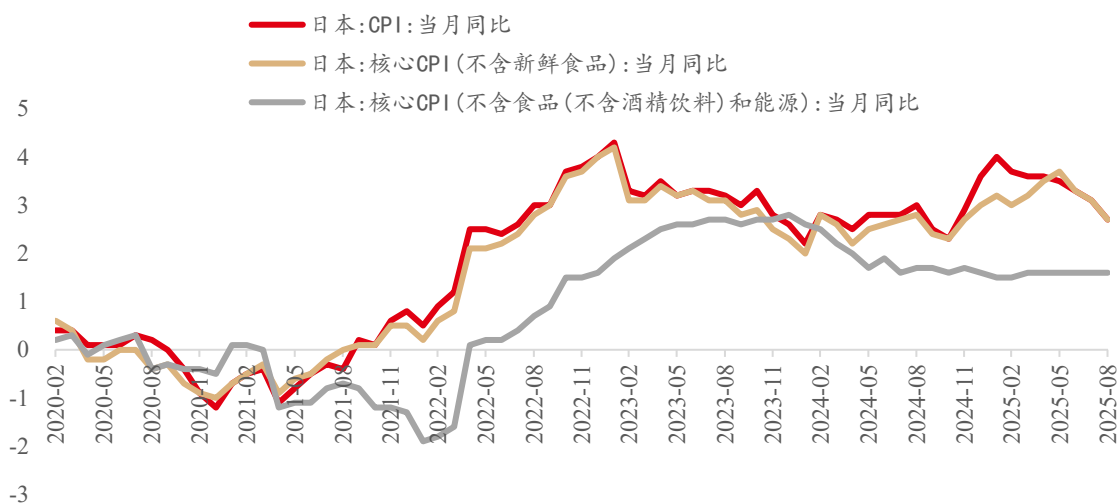
资料来源：Wind，中邮证券研究所

图表4：美国 NAHB 住房市场指数



资料来源：iFind，中邮证券研究所

图表5：日本 CPI 同比增速（%）



资料来源：iFinD，中邮证券研究所

1.2 本周重要数据与事件

图表6：本周重要数据与事件

时间	事件	数据	前值	预测值
2025/9/22 21:45	FOMC 永久票委、纽约联储主席威廉姆斯就货币政策和经济前景发表讲话			
2025/9/22 22:00	2025 年 FOMC 票委、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			
2025/9/22 22:00		欧元区 9 月消费者信心指数初值	-15.5	-15.4
2025/9/23 0:00	2026 年 FOMC 票委、克利夫兰联储主席哈玛克就美国经济发表讲话			
2025/9/23 0:00	2027 年 FOMC 票委、里奇蒙联储主席巴尔金就经济形势发表讲话			
2025/9/23 2:00	英国央行行长贝利发表讲话			
2025/9/23 15:15		法国 9 月制造业 PMI 初值	50.4	
2025/9/23 15:30		德国 9 月制造业 PMI 初值	49.8	50
2025/9/23 16:00		欧元区 9 月制造业 PMI 初值	50.7	51
2025/9/23 16:30		英国 9 月制造业 PMI 初值	47	

2025/9/23 16:30	英国 9 月服务业 PMI 初值	54.2	
2025/9/23 18:00	英国 9 月 CBI 工业订单差值	-33	
2025/9/23 20:30	美国第二季度经常帐(亿美元)	-4502	
2025/9/23 21:45	美国 9 月标普全球制造业 PMI 初值	53	
2025/9/23 21:45	美国 9 月标普全球服务业 PMI 初值	54.5	
2025/9/23 22:00	美国 9 月里奇蒙德联储制造业指数	-7	
2025/9/23 22:00	2027 年 FOMC 票委、亚特兰大联储主席博斯蒂克就经济前景发表讲话		
2025/9/24 16:00	德国 9 月 IFO 商业景气指数	89	
2025/9/24 22:00	美国 8 月新屋销售总数年化(万户)	65.2	65.3
2025/9/25 4:10	2027 年 FOMC 票委、旧金山联储主席戴利发表讲话		
2025/9/25 14:00	德国 10 月 Gfk 消费者信心指数	-23.6	-23.3
2025/9/25 18:00	英国 9 月 CBI 零售销售差值	-32	
2025/9/25 20:20	2025 年 FOMC 票委、芝加哥联储主席古尔斯比发表讲话		
2025/9/25 20:30	美国至 9 月 20 日当周初请失业金人数(万人)	23.1	
2025/9/25 20:30	美国第二季度实际 GDP 年化季率终值	3.3%	3.3%
2025/9/25 20:30	美国第二季度实际个人消费支出季率终值	1.6%	
2025/9/25 20:30	美国第二季度核心 PCE 物价指数年化季率终值	2.5%	
2025/9/25 20:30	美国 8 月耐用品订单月率	-2.8%	-0.5%
2025/9/25 21:00	FOMC 永久票委、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		
2025/9/25 22:00	美国 8 月成屋销售总数年化(万户)	401	398
2025/9/26 1:00	美联储理事巴尔就银行压力测试发表讲话		
2025/9/26 3:30	2027 年 FOMC 票委、旧金山联储主席戴利发表讲话		
2025/9/26 20:30	美国 8 月核心 PCE 物价指数年率	2.9%	2.9%
2025/9/26 20:30	美国 8 月个人支出月率	0.5%	0.4%
2025/9/26 20:30	美国 8 月核心 PCE 物价指数月率	0.3%	0.2%
2025/9/26 21:00	2027 年 FOMC 票委、里奇蒙联储主席巴尔金发表讲话		
2025/9/26 22:00	美联储理事鲍曼发表讲话		
2025/9/26 22:00	美国 9 月密歇根大学消费者信心指数终值	55.4	55.4
2025/9/26 22:00	美国 9 月一年期通胀率预期终值	4.8%	

资料来源：金十数据，中邮证券研究所

2 美联储观点跟踪

1. FOMC 议息会议：

联邦公开市场委员会（FOMC）在上周会议上决定将联邦基金利率目标区间下调 25 个基点至 4.00%-4.25%，符合市场预期，鲍威尔将此次降息定调为“风险管理式降息（risk management cut）”。鲍威尔在新闻发布会上延续了 Jackson Hole 全球央行年会上的基调，相比于通胀，更强调就业市场的下行风险。他认为关税导致的物价上涨属于一次性冲击，自 4 月以来，通胀持续高企的风险已有所减弱，部分原因在于劳动力市场趋软与 GDP 增速放缓，因此实际面临的通胀风险或低于市场普遍担忧。

点阵图显示，委员们对今年末利率预期的中位数为 3.5%-3.75%，意味着在本次降息之外，年内仍有合计 50 个基点的降息空间，较 6 月预测多出一次，释放出鸽派信号。但委员们分歧较大，除了 9 位委员认为需要再降息 2 次以外，6 位委员认为无需进一步降息，另有 2 位预期仅再降 1 次。经济预测对未来保持乐观，美联储上调了明年实际 GDP 增速预期至 1.8%，同时小幅下调了失业率预期，上调了核心通胀预期。与点阵图所隐含的降息路径相比，经济预测呈现一定鹰派色彩。

2. 明尼阿波利斯联储主席卡什卡利：

卡什卡利在接受美国消费者新闻与商业频道采访时表示：今年再降息两次是合适的。他判断中性利率可能已升至 3.1%；强调当前美联储政策立场并非此前认知的高度紧缩。利率政策路径更依赖对劳动力市场边际变化的风险管理，如果劳动市场持续疲软于预期，美联储需要积极采取降息等举措维护经济有序发展；但若劳动力市场证明具有弹性或通胀上升，应暂停行动并维持政策利率不变。

关于通胀卡什卡利谈到美联储对 3% 的通胀率不满意，有信心能把它恢复到 2%。当前数据观测到包括住房和非住房服务在内的通胀的重要组成部分似乎正在下降，越来越确信关税对通胀的影响将是暂时的。

3. 旧金山联储主席戴利：

当地时间9月19日，戴利参加有关人工智能(AI)对劳动力发展与经济流动性的影响的炉边谈话，他指出很难知道就业放缓在多大程度上是由人工智能造成的，就业市场在过去的一年里已经疲软了很多，这或许与美国经济前景相关，美联储目前降低了利率，试图支持劳动力市场。

图表7：市场定价年内还有2次降息

	CME FEDWATCH TOOL - CONDITIONAL MEETING PROBABILITIES										
MEETING DATE	175-200	200-225	225-250	250-275	275-300	300-325	325-350	350-375	375-400	400-425	425-450
2025/10/29					0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	91.9%	8.1%	0.0%
2025/12/10	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	78.6%	20.2%	1.2%	0.0%
2026/1/28	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	36.5%	51.5%	11.4%	0.6%	0.0%
2026/3/18	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	18.7%	44.2%	31.0%	5.9%	0.3%	0.0%
2026/4/29	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	5.0%	25.5%	40.6%	24.2%	4.4%	0.2%	0.0%
2026/6/17	0.0%	0.0%	0.0%	2.9%	16.9%	34.3%	31.1%	12.7%	2.0%	0.1%	0.0%
2026/7/29	0.0%	0.0%	0.9%	7.1%	22.1%	33.3%	25.6%	9.5%	1.4%	0.1%	0.0%
2026/9/16	0.0%	0.3%	3.0%	12.3%	26.0%	30.6%	20.0%	6.7%	0.9%	0.0%	0.0%
2026/10/28	0.0%	0.7%	4.3%	14.1%	26.6%	29.2%	18.2%	5.9%	0.8%	0.0%	0.0%
2026/12/9	0.1%	1.2%	5.7%	16.0%	27.0%	27.6%	16.4%	5.2%	0.7%	0.0%	0.0%
2027/1/27	0.2%	1.6%	6.7%	17.0%	27.1%	26.6%	15.4%	4.8%	0.6%	0.0%	0.0%
2027/3/17	0.3%	1.8%	7.0%	17.3%	27.1%	26.3%	15.1%	4.6%	0.6%	0.0%	0.0%
2027/4/28	0.2%	1.6%	6.4%	16.2%	26.0%	26.4%	16.3%	5.8%	1.1%	0.1%	0.0%
2027/6/9	0.2%	1.4%	5.8%	14.9%	24.8%	26.3%	17.5%	7.1%	1.6%	0.2%	0.0%
2027/7/28	0.1%	1.0%	4.2%	11.7%	21.3%	25.8%	20.7%	10.8%	3.6%	0.7%	0.1%
2027/9/15	0.1%	1.0%	4.2%	11.6%	21.2%	25.7%	20.7%	10.9%	3.6%	0.7%	0.1%
2027/10/27	0.1%	0.9%	3.9%	11.0%	20.3%	25.3%	21.2%	11.8%	4.3%	1.0%	0.2%

资料来源：fed watch，中邮证券研究所

3 风险提示

就业数据超预期强劲复苏；通胀再度反弹；英国、法国等主要经济体的财政可持续性风险加剧，引发全球长期利率上行。

中邮证券投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的 6 个月内的 相对市场表现，即报告发布日后 的 6 个月内的公司股价（或行 业指数、可转债价格）的涨跌 幅相对同期相关证券市场基准 指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A 股市 场以沪深 300 指数为基准；新 三板市场以三板成指为基准； 可转债市场以中信标普可转债 指数为基准；香港市场以恒生 指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基 准。	股票评级	买入	预期个股相对同期基准指数涨幅在 20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在 10%与 20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债 评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 5%与 10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与 5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，中邮证券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。

中邮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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供中邮证券签约客户使用，若您非中邮证券签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为签约客户。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本申明具有最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司，2002 年 9 月经中国证券监督管理委员会批准设立，是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

公司经营范围包括: 证券经纪，证券自营，证券投资咨询，证券资产管理，融资融券，证券投资基金销售，证券承销与保荐，代理销售金融产品，与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问等。

公司目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西、上海、云南、内蒙古、重庆、天津、河北等地设有分支机构，全国多家分支机构正在建设中。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长，努力成为客户认同、社会尊重、股东满意、员工自豪的优秀企业。

中邮证券研究所

北京

邮箱: yanjiusuo@cnpsec.com

地址: 北京市东城区前门街道珠市口东大街 17 号

邮编: 100050

上海

邮箱: yanjiusuo@cnpsec.com

地址: 上海市虹口区东大名路 1080 号邮储银行大厦 3 楼

邮编: 200000

深圳

邮箱: yanjiusuo@cnpsec.com

地址: 深圳市福田区滨河大道 9023 号国通大厦二楼

邮编: 518048