

研究报告

欢迎扫码关注
工银亚洲研究



中国工商银行（亚洲）

东南亚研究中心

李卢霞 吴起睿 张润锋

不及预期的转鸽

——美联储9月议息会议点评

阅读摘要

9月美联储FOMC会议将基准利率降低25BP符合预期。具体看有三个特点：（1）本次降息为“预防式降息”，经济预测摘要（SEP）中上调了经济增长预期；（2）政策天平从关注“通胀风险”转向“通胀+就业双边平衡”；（3）美联储官员利率前景分歧明显加大。

经济增速降温、就业市场下行压力加大指向美联储时隔9个月再次开启降息周期，但考虑到关税对通胀的“直接穿透”将逐渐显现，美元流动性整体仍保持“充裕”，缓步降息或是更优选择。综合来看，我们预计年底两次会议美联储分别降息25BP，全年降息75BP。持续关注后续通胀及就业数据，以及美联储独立性面临的不确定性挑战。

资产价格影响前瞻，美元指数料趋势走弱但短期内大幅下行空间或不大，美债收益率曲线预计延续“牛陡”特征，美股可能面临一定回调压力。

不及预期的转鸽

——美联储9月议息会议点评

一、9月议息会议核心要点

9月17日，美联储FOMC会议将基准利率降低25BP至4%-4.25%水平，基准情形下预计2025年内继续降息2次是大概率事件。

（一）降息25BP整体符合预期

8月美联储主席鲍威尔在杰克逊·霍尔全球央行年会上发言转鸽，8-9月就业市场“非农数据”接连出现大幅下修，叠加通胀数据相对温和。会前市场已对美联储9月启动降息有较充分预期，芝加哥商品交易所利率期货（CME FedWatch）隐含的降息25BP概率几乎达到100%。会议内容概况起来有三项重点：

1. 本次降息为“预防式降息”。美联储主席鲍威尔在新闻发布会上表示，此次降息是一项风险管理决策。实际上，美联储在本次经济预测摘要（SEP）中上调了经济增长预期。

2. 政策转鸽幅度偏弱。对于市场关注的降息50BP，鲍威尔表示“未得到广泛支持”，美联储只有在政策利率大幅偏离中性利率、需要迅速调整时，才需要大幅加息或降息。

3. 政策天平从关注“通胀风险”转向“通胀+就业双边

平衡”。（1）对就业市场态度转向悲观：当前失业率的相对低位是由于供需双向放缓所达成的“奇异平衡”，9月FOMC会议声明称“就业形势的下行风险已经上升”，而7月会议的声明为“劳动力市场状况依然稳健”；（2）坚持关税通胀是一次性的：关税上调已开始推高某些类别商品的价格，但美联储官员认为，基准情景下关税对通货膨胀的影响将是一次性的。基于以上判断，美联储政策天平从强调物价稳定逐步向物价、就业平衡的方向转变。

（二）经济预测：上修经济预测，下调失业预测，通胀预期略升温

1. 上调经济增速预期，将2025、2026、2027年GDP增速预期上调至1.6%、1.8%、1.9%（6月预期值分别为：1.4%、1.6%、1.8%）。

2. 下调未来两年失业率预期，将2026、2027年失业率预期值下调至4.4%、4.3%（6月预期值分别为4.5%、4.4%）。

3. 通胀预期仅略微上调2026年预测值，PCE及核心PCE均自2.4%略上调至2.6%，而2025、2027年预期值维持不变。

图表 1：9 月经济预测较 6 月乐观

Variable	Median ¹					Central Tendency ²					2025
	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
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
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
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
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
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
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
June projection	3.1	2.4	2.1			2.9–3.4	2.3–2.7	2.0–2.2			2.5–3.5

数据来源：美联储、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

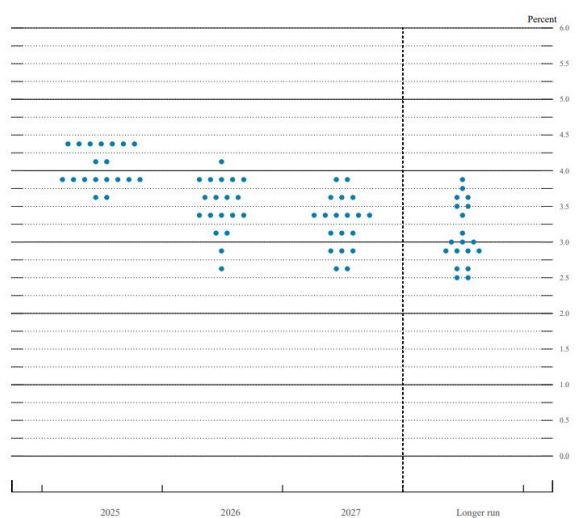
（三）点阵图：降息路径分歧加大，

1. 2025 年累计降息次数为 3 次（较 6 月增加 1 次），也即年内再降 2 次。

2. 美联储官员利率前景分歧大幅加大，9 人预计年内再降息 1 次甚至更少，9 人预计再降息 2 次，另有 1 个人预期再降息 125BP，票数“势均力敌”反映分歧较大。

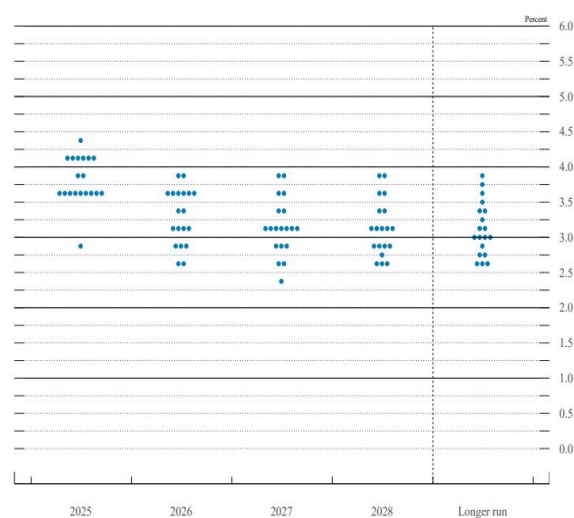
3. 联邦基金利率中值短中期下调、终点持平。2025 年底联邦基金利率中值为 3.6%、较 6 月预期下调 30BP，2026 年末联邦基金利率中值为 3.4%、较 6 月预期下调 20BP；但降息终点中值保持在 3.0%，与 6 月一致。

图表 2：2025 年 6 月点阵图



数据来源：美联储、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

图表 3：2025 年 9 月点阵图



数据来源：美联储、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

二、“四边形”模型指向后续两次会议均降息 25BP，全年降息 75BP

经济增速降温、就业市场下行压力加大指向美联储时隔 9 个月再次开启降息周期，但考虑到关税对通胀的“直接穿透”效应将逐渐显现，目前美元流动性压力集聚，但整体仍属“充裕”，缓步降息或是更优选择。综合来看，我们预计年底两次会议美联储分别降息 25BP，全年降息 75BP。需持续关注后续通胀、就业数据变化，美联储“独立性”亦是或有不不确定因素。

1. 从经济数据（GDP、失业率）看：经济增速放缓、指向开启降息条件成熟。

经济增速有所降温。剔除波动较大的库存及进出口后，

一、二季度 GDP 的环比折年率分别为 1.5%、1.6%，较 2024 年三、四季度的 3.8%、2.9%明显降温。劳动力市场下行压力加大。8 月非农就业人数仅增加 2.2 万人（前值 7.9 万），失业率上升至 4.3%（前值 4.2%），QCEW 年度调整数据显示，截至 2025 年 3 月的一年内非农总量被下调 91.1 万，使对应期间月均新增就业自 14.7 万下调至降至 7.1 万，劳动力市场或在“对等关税”前已有疲态。

2. 从价格指数（CPI、PPI）看：关税对通胀的“直接穿透”效应有所显现，掣肘降息步伐。

关税对通胀的传导效应在消费端开始有所体现。CPI 与 PPI 剪刀差在 8 月出现弥合（详见前期报告《从关税的“预期链条，怎么看美国经济景气线索？”》）。8 月 PPI 有所降温，同比增速降至 2.6%（前值 3.1%），但 CPI 同比增 2.9%（前值 2.7%），受关税影响较大的核心商品对 CPI 的拉动率增至 0.4 个百分点（5-7 月分别为 0.1、0.2、0.3 个百分点），其中家具和运输产品价格领涨。预计关税对下游通胀的“直接穿透”效应将持续有所显现，掣肘美联储降息步伐。

3. 从非经济因素看，美联储“独立性”面临不确定性挑战。

特朗普曾多次在公开场合批评美联储及主席鲍威尔，要求采取更为宽松的政策，近期鸽派理事米兰由特朗普提名接替提前辞职的库格勒，与主席鲍威尔立场一致的库克面临被

解除职务的危机，且鲍威尔本人也曾受“装修超支”的施压。

“重压”下鲍威尔强调美联储独立性¹，在回应新任理事米兰对政策的影响时称“单个投票成员能够产生影响的唯一方式是提出极具说服力的论点”，而对于特朗普政府提出的“适度的长期利率”的第三使命，鲍威尔认为其为物价稳定、就业最大化自然产生的结果²。但鲍威尔任期将于2026年5月结束，后续人事变动对美联储独立性的扰动存在不确定性。

4. 从流动性看：充裕度有所下降但未紧张。

目前存款准备金占商业银行总资产比率下降至13.0%，仍为“充裕（abundant reserve）”水平³；作为流动性“缓冲垫”的逆回购水平回落至约3,800亿美元，较高点（2.6万亿）缩减了86%但高于疫情前约2,000亿美元水平；担保隔夜融资利率（SOFR）在约4.4%的水平波动。芝加哥金融条件指数NFCI在-0.5，显示美国金融条件保持宽松。鲍威尔称“不认为缩表对宏观经济有显著影响”，反映美联储认为目前金融系统尚未到达流动性紧张的状态。

三、金融资产价格走势

1. 美元：关税摩擦、经济放缓压力等内在削弱美元走强基础，美联储独立性承压，降息路径仍存不确定性但延续降

¹ 记者会上鲍威尔称“基于传入数据工作是美联储文化核心。我们通过演讲、决定体现此点，不以政治结果框架问题”。

² 也即，美联储拒绝为降低长端利率而过早过快降息。

³ 12%-13%为“充裕”。

息是确定性事件，预计美元走势波动偏弱。但短期来看美国经济放缓压力弱于预期，考虑到“对等关税”基本落地、中美贸易磋商即有序推进，年内美元指数已有近 10% 的跌幅，综合看美元指数短期内大幅下行空间不大。

2. 美债：尽管降息共识影响短期美债利率走势，但通胀预期、以及美国债务可持续性忧虑推升期限利差走阔，美债收益率曲线大概率延续“牛陡”特征。

3. 美股：短期经济仍呈韧性叠加降息预期，有望支撑美股走势。但中期看增长承压、通胀走升压力累积，加之相对较高的估值（标普 500 指数约 29 倍 PE），以及美日利差缩小、套息交易反转等流动性因素可能加大美股抛压，美股或面临一定回调压力。