

2025 年 9 月 22 日

美联储开启降息的后续关注点

民银国际研究团队

应习文

电话: +852 3728 8180

Email: xiwenying@cmbcint.com

相关报告:

- 海外宏观周报 (9/15): 美联储议息会议的三大悬念
- 海外宏观周报 (9/8): 就业数据再次走弱, 美联储该降息 50bp 吗?
- 海外宏观周报 (9/1): 9 月主要央行利率决议前瞻
- 海外宏观周报 (8/25): 短期转鸽, 长期中性, 评鲍威尔杰克逊霍尔讲话
- 海外宏观周报 (8/18): 通胀数据反复如何影响美联储降息
- 海外宏观周报 (8/11): 盘点美联储主席候选人

主要大类资产走势:

	2025-09-19	周变动
美国国债收益率10Y	4.14	8.0 bp
美国国债收益率2Y	3.57	1.0 bp
日本国债收益率10Y	1.62	2.1 bp
日本国债收益率2Y	0.89	2.6 bp
德国国债收益率10Y	2.73	3.0 bp
德国国债收益率2Y	2.01	-1.0 bp
标普500指数	6664.36	1.22 %
纳斯达克指数	22631.48	2.21 %
道琼斯工业指数	46315.27	1.05 %
日经225指数	45045.81	0.62 %
伦敦富时100指数	9216.67	-0.72 %
巴黎CAC40指数	7853.59	0.36 %
德国DAX指数	23639.41	-0.25 %
伦敦现货黄金	3663.15	0.33 %
英国布伦特原油现货	67.15	-0.97 %
美元指数	97.6519	0.03 %
欧元兑美元	1.1746	10 pips
英镑兑美元	1.3469	-86 pips
美元兑日元	147.9705	3105 pips
美元兑人民币	7.1125	-99 pips

【一周焦点】

超级央行周结束, 美联储启动 2024 年末以来的首次降息, 英国与日本央行则按兵不动, 均符合市场预期。美联储重启降息后有哪些后续关注点呢? 一是特朗普与美联储之争将如何演绎。本次降息美联储意外团结, “外人” 米兰显得格外显眼, 美联储主席候选人胜选概率排名也因此扰动。25bp 的降幅既有基于数据事实说话的因素, 也很难不排除特朗普的独立性影响。最高法院裁决和美联储人选是后续看点, 但对于特朗普政府而言并不存在“完美的候选人”。二是近期美财政部 TGA 账户的加速重建, 美联储连续两周暂停缩表, 政府再次面临停摆风险。特朗普更是紧急抛出 H1B 签证缴费和兜售居住权“金卡” 增加财政收入, 突显财政压力。英国、法国、日本均面临长债收益率上升, 美国的财政问题并不孤单。

【交易模式】

风险偏好回升, 长债利率上行, 全球趋险交易重现

【关键数据】

美国: 零售销售超预期, 新屋开工大幅下降, 库存增速平稳, 进口价格指数上涨, 工业生产同比减速。欧洲: 英国通胀压力仍存, 欧洲工业产出回暖, ZEW 指数回升。日本: 通胀保持降温, 出口同比跌幅收窄, 核心机械订单下滑。

【重要事件】

美国: 美联储重启降息, 政府短期支出法案未通过。欧洲: 英国央行按兵不动, 波兰同意北约部队驻扎。日本: 央行保持利率不变, 启动 ETF 等资产减持。其他地区: 加拿大央行降息。

【本周关注】

美国 PCE 数据, 新屋与成屋销售

目 录

【一周焦点】	1
美联储开启降息的后续关注点.....	1
【交易模式】	3
风险偏好回升，长债利率上行，全球趋险交易重现.....	3
【关键数据】	4
美国：零售销售超预期，新屋开工大幅下降.....	4
欧洲：英国通胀压力仍存，欧洲工业产出回暖.....	5
日本：通胀保持降温，出口同比跌幅收窄.....	7
【重要事件】	8
美国：美联储重启降息，政府短期支出法案未通过.....	8
欧洲：英国央行按兵不动，波兰同意北约部队驻扎.....	10
日本：央行保持利率不变，启动 ETF 等资产减持	11
其他地区：加拿大央行降息.....	11
【本周关注】	13
美国 PCE 数据，新屋与成屋销售	13

【一周焦点】

美联储开启降息的后继关注点

超级央行周结束，美联储启动 2024 年末以来的首次降息，英国与日本央行则按兵不动，均符合市场预期。全球市场波澜不惊，宽松交易在前期预期打满的情况下并未延续，除全球股市反应良好外，债券和商品均下跌，黄金一度冲高回落。展望下一步，美联储重启降息后有哪些后续关注点呢？

一是特朗普与美联储之争将如何演绎。在本次议息会议中，美联储官员的投票成为市场关注焦点。在上周二刚获得参议院通过并任命的斯蒂芬·米兰投下了唯一的反对票（其认为 25bp 远远不够），而 7 月曾主张降息的另外两位官员——米歇尔·鲍曼和克里斯托弗·沃勒却未“倒戈”。相反，他们选择保持“团结”，显现出美联储内部的“一致对外”。有趣的是，降息后沃勒在 Polymarket 网站的接任联储主席概率下降至 29%，较降息前下降 5 个百分点。排名第二和第三的哈西特及沃什分别小幅升高 2 个和 1 个百分点至 22% 和 20%，倒是排名靠后的米兰一度升至 19%，甚至短时期排至第二位，目前仍有 14% 的概率排在第四。随后是布拉德和新加入竞争的贝莱德高管里克·里德（Rick Rieder）。

从点阵图分布看同样非常有趣。在对 2025 年末的联邦基金利率预测上，“外人”米兰点在了 2.75-3.0% 区间，意味着在剩余年内两次降息中，他认为还需要降息 75+50bp，与特朗普和贝森特关于“美联储需要快速大幅降息”一致。而其余最鸽派的官员也仅给出了 50bp 至 3.5-3.75% 区间的意见，呈现出一幅“孤独的米兰和其他人”的奇妙画面。

再看联储内部的“团结”，有多少是基于数据事实说话？又有多少受到了特朗普对于独立性的影响？我们认为两者兼而有之，从数据事实角度，鲍威尔曾暗示失业率比非农就业更重要，因为后者会受到兼职职位数量变化的干扰，此外近年来问卷回收率下降和数据操纵嫌疑也在影响非农就业数据的可信度。而目前美国失业率并不悲观，裁员率保持稳定，劳动力供给也可能因移民政策、签证政策收紧而下滑，从而出现“供需双紧”而非“供需失衡”现象。此外，上周发布的零售数据依旧强劲，经济增长并未脱离“软着陆”路径，关税对通胀的不确定性影响依旧很高。因此，从基于数据实时的角度看，沃什和鲍曼重新选择鹰派并非没有道理。

而另一方面，特朗普对美联储的独立性影响真的完全不起作用吗？从美联储对经济预测和最终决定的矛盾来看很难排除这种可能性。本次 FOMC 声明上调了 2025-2027 年的经济增长预期，其中 2025 和 2026 年均上调 0.2 个百分点，与之一同上调的还有对 2026 年核心 PCE 的预测，由 6 月的 2.4% 上调至 2.6%。同时，美联储还分别下调了 2026 和 2027 年的失业率 0.1 个百分点。可以看出相比 6 月的预期，目前美联储预计“美国经济中期会更强劲，通胀会更高，而失业率会下降”——在这种情况下，理论上应该是加息而非降息。从点阵图看，仅有一名官员认为 2025 年末联邦基金利率会回到 4.25-4.5%（意味着年反而将加息 25bp）。因此，本次降息的“预防”动机是对于经济预期的切实转变还是特朗普的施压值得考量。

从后续来看，特朗普与美联储独立性之争仍未结束。关于莉莎·库克的解职风波仍有待判决。在 FOMC 会议结束后的 9 月 18 日，美国政府向最高法院提出申请，要求推翻下级法院的裁定，允许总统解雇美联储理事丽莎·库克。此外对于美联储人选的遴选依旧存在巨大不确定性，尽管贝森特意图逐步缩减候选人名单，但不断加入的新人（比如里克·里德）已经表明对于特朗普政府而言并不存在“完美的候选人”。

二是近期美财政部 TGA 账户的加速补充和美联储放缓缩表。除了降息之外，美国财政部也在加速重建其一般账户（TGA 账户），9 月 17 日 TGA 账户余额升高至 8071 亿美元，较上周增加 1396 亿美元，是 4 月以来的最大规模周度补充。与之相对应的是联储银行准备金余额大幅下降 1306 亿美元至 3.02 万亿，较一个月前减少近 3000 亿，存款机构逆回购协议更是减少至 3716 亿美元的 4 年来最低位。面对 TGA 重建压力，美联储已经连续两周暂停缩表，近两周分别微幅扩表 39 和 26 亿美元，主要来自于一级贷款的贴现（近两周分别增加 100 亿和 16 亿），以及增持美国国债（近两周为 1 亿和 15 亿），以缓解新增债务压力。另一边，由于美参议院未通过临时拨款法案，政府再次面临停摆风险。而特朗普更是紧急抛出 H1B 签证缴费和兜售居住权“金卡”增加财政收入，足见美国财政压力仍存，迫切需要美联储降息以减少利息支出压力。

当前财政可持续性仍是各国的普遍性问题。近期发达国家债券市场并未受到美联储降息的支撑，特别是长端债券利率回升，利率曲线陡峭化。英国内阁改组，法国总理换人和大规模游行抗议，日本首相下台的背后均有财政压力和通胀回升的因素，美国的财政问题并不孤单。

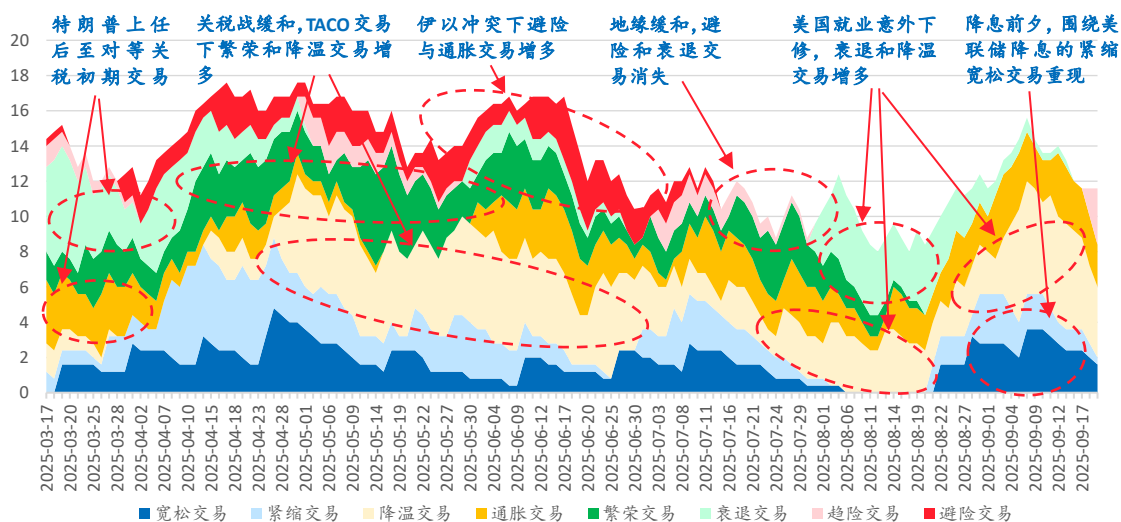
【交易模式】

风险偏好回升，长债利率上行，全球趋险交易重现

表 1：近两周各交易日交易模式

9 月 8 日	9 月 9 日	9 月 10 日	9 月 11 日	9 月 12 日
宽松交易	不确定	不确定	降温交易	通胀交易
9 月 15 日	9 月 16 日	9 月 17 日	9 月 18 日	9 月 19 日
不确定	不确定	不确定	趋险交易	趋险交易

图 1：全球市场各类交易模式的月含量（最近 20 个交易日发生频次，权重根据日期远近调整）



资料来源：民银国际测算

表 2：交易模式判定规则

交易种类	股市	债市	商品
宽松（降息）交易	上涨	上涨	上涨或不显著
紧缩（加息）交易	下跌	下跌	下跌或不显著
降温交易	上涨或不显著	上涨	下跌
通胀交易	下跌或不显著	下跌	上涨
繁荣（软着陆）交易	上涨	下跌或不显著	上涨
衰退交易	下跌	上涨或不显著	下跌
趋险交易	上涨	下跌	下跌
避险交易	下跌	上涨	上涨
不确定（特征不明显）	其余情况		

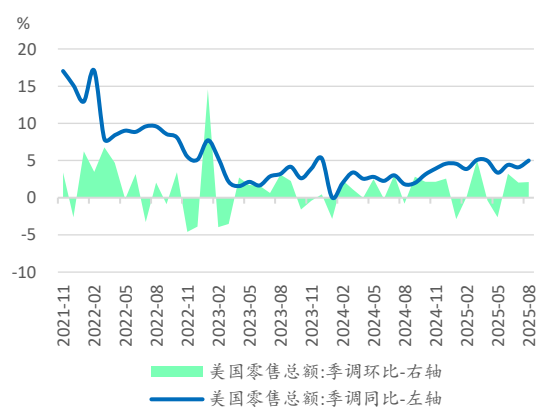
具体规则详见研报：《全球市场的交易模式：框架构建》（民银证券，2024 年 9 月 4 日）

【关键数据】

美国：零售销售超预期，新屋开工大幅下降

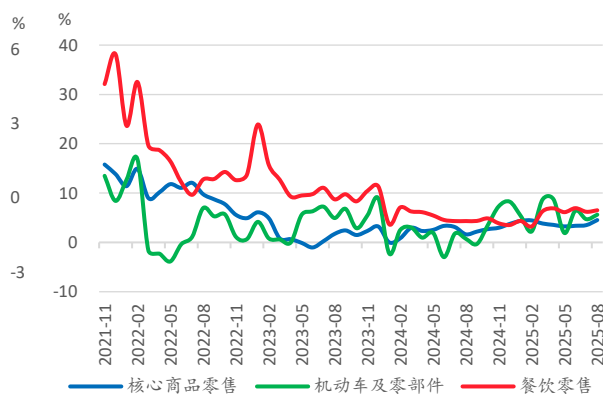
零售销售超预期。8月零售销售季调环比+0.6%（预期+0.2%，前值+0.6%），季调同比+5.0%（前值+4.1%）；不含汽车的核心零售季调环比+0.7%（预期+0.4%，前值+0.4%），季调同比+4.9%（前值+4.0%）。汽车零售店季调环比+0.5%（前值+1.7%），季调同比+5.6%（前值+4.7%），餐饮零售季调环比+0.7%（前值-0.1%），季调同比+6.5%（前值+6.2%）。

图 2：美国零售和食品服务销售季调同比环比增速



数据来源：欧盟统计局，Wind

图 3：美国核心商品零售、汽车零售、餐饮零售同比



数据来源：欧盟统计局，Wind

其他数据：新屋开工与营建许可环比大降，NAHB 房地产指数持平，库存增速平稳，进口价格指数上涨，工业生产同比减速。8月私人住宅新屋开工数量季调折年后为 130.7 万套（预期 136.5 万套，前值 142.9 万套），季调环比-8.5%（前值+3.4%）；营建许可年化总数 131.2 万套（预期 137 万套，前值 136.2 万套），季调环比-3.7%（前值-2.2%）。9月 NAHB 住房市场指数为 32（前值 32）。7月批发销售季调环比终值+1.4%（初值+1.4%，前值+0.7%）；库存总额季调环比+0.2%（前值+0.2%），零售商库存季调环比+0.2%（前值+0.2%），批发商库存季调环比+0.1%（前值+0.2%），制造商库存季调环比+0.3%（前值+0.2%）。8月进口价格指数环比+0.3%（前值+0.2%），同比 0.0%（前值-0.6%），剔除食品和燃料后的进口价格指数环比+0.5%（前值 0.0%），同比+1.0%（前值+0.5%）。工业生产指数季调环比+0.1%（前值-0.4%），季调同比+0.9%（前值+1.3%），制造业生产指数季调环比+0.2%（前值-0.13%），季调同比+1.1%（前值+1.5%）。9月纽约联储制造业指数-8.7（前值 11.9），费城联储制造业指数 23.2（前值-0.3）。

周度数据：亚特兰大联储 9 月 17 日更新的 GDPNow 预测数据显示，2025 年三季度美国 GDP 预计季调年化环比+3.3%（上周为+3.1%）。9 月 13 日当周纽约联储周度经济指数（WEI）为+2.26%（前值由+2.24%上修至+2.31%），当周红皮书商业零售同比+6.3%（前值+6.6%），当周初领失业金 23.1 万人（前值由 26.3 万上修至 26.4 万），前周续领失业金 192.0 万人（前值由 193.9 万下修至 192.7 万）。9 月 12 日美联储资产负债表较上周+26.35 亿美元（前值+38.91 亿），联储银行准备金周较上周-1305.61 亿美元（前值-169.92 亿），财政部一般账户（TGA）较上周+1395.57 亿（前值+56.46 亿），逆回购协议-113.85 亿美元（前值+142.25 亿）。

表 3：美国最近一周宏观数据周度更新汇总

美国宏观数据汇总										
大类	月份	2025年								短期趋势
		2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	
消费	零售销售总额-季调环比	0.0	1.5	-0.1	-0.8	1.0	0.6	0.6		→
	核心零售销售（不含机动车）-季调环比	0.4	0.6	0.0	-0.1	0.9	0.4	0.7		↗
	机动车零售销售-季调环比	-1.4	5.3	-0.7	-3.8	1.2	1.7	0.5		↘
	餐饮零售-季调环比	-0.5	2.5	0.8	-0.2	0.8	-0.1	0.7		↗
	批发商销售-季调环比	2.0	0.8	0.0	-0.4	0.3	1.4			↗
房地产	新屋开工-万套	149.0	135.5	139.8	128.2	138.2	142.9	130.7		↘
	新屋开工-季调环比	9.7	-9.1	3.2	-8.3	7.8	3.4	-8.5		↘
	营建许可-万套	145.4	148.1	142.2	139.4	139.3	136.2	131.2		↘
	营建许可-季调环比	-0.4	1.9	-4.0	-2.0	-0.1	-2.2	-3.7		↘
	NAHB/富国银行住房市场指数	42.0	39.0	40.0	34.0	32.0	33.0	32.0	32.0	→
工业生产	工业产出指数-季调环比	1.0	-0.3	0.1	0.0	0.5	-0.4	0.1		↗
	制造业产出指数-季调环比	1.1	0.6	-0.4	0.2	0.3	-0.1	0.2		↗
	库存总额-季调环比	0.2	0.1	0.0	0.0	0.2	0.2			→
库存	零售商库存总额-季调环比	-0.1	-0.3	0.0	0.2	0.2	0.2			→
	批发商库存总额-季调环比	0.5	0.3	0.1	-0.3	0.2	0.1			↗
	制造商库存总额-季调环比	0.1	0.1	-0.1	0.1	0.2	0.3			↘
通货膨胀	进口价格指数-同比	1.7	0.8	0.0	-0.4	-0.6	-0.6	0.0		↗
	进口价格指数-环比	0.2	-0.4	0.1	-0.5	-0.2	0.2	0.3		↗
	进口价格指数-不含食品和燃料-同比	1.1	1.0	0.7	0.8	0.5	0.5	1.0		↗
	进口价格指数-不含食品和燃料-环比	0.1	-0.1	0.4	0.0	-0.2	0.0	0.5		↗
PMI 指数	费城联储制造业指数	18.1	12.5	-26.4	-4.0	-4.0	15.9	-0.3	23.2	↗
	纽约联储制造业指数	5.7	-20.0	-8.1	-9.2	-16.0	5.5	11.9	-8.7	↘
周度数据	周	1 Aug.	8 Aug.	15 Aug.	22 Aug.	29 Aug.	5 Sep.	12 Sep.	19 Sep.	
	GDPNow-GDP季调环比折年增速预测	2.1	2.5	2.5	2.2	3.5	3.1	3.1	3.3	↗
	纽约联储周度经济指数	2.59	2.50	2.53	2.61	2.19	2.31	2.26		↘
	红皮书商业销售-同比	6.5	5.7	5.9	6.5	6.5	6.6	6.3		↘
	当周初次申请失业金人数-万人	22.7	22.4	23.4	22.9	23.6	26.4	23.1		↘
	持续领取失业金人数-万人	194.2	196.1	194.4	193.9	192.7	192.0			↘
	美联储资产负债表周变动-亿美元	-17.35	27.72	-252.00	-150.31	-13.13	38.91	26.35		↘
	联储银行准备金周变动-亿美元	306.76	-20.26	-307.11	-807.84	-489.46	-169.92	-1305.61		↘
	财政部一般账户（TGA）周变动-亿美元	448.69	511.54	105.94	697.35	661.41	56.46	1395.57		↗
	存款机构逆回购协议周变动-亿美元	-798.06	-436.74	-31.35	-59.11	-244.24	142.25	-113.85		↘

数据来源：Wind，民银国际汇总整理

说明 1：黄色单元格为新发布，绿色为下修，红色为上修，深灰色为修正值持平于初值

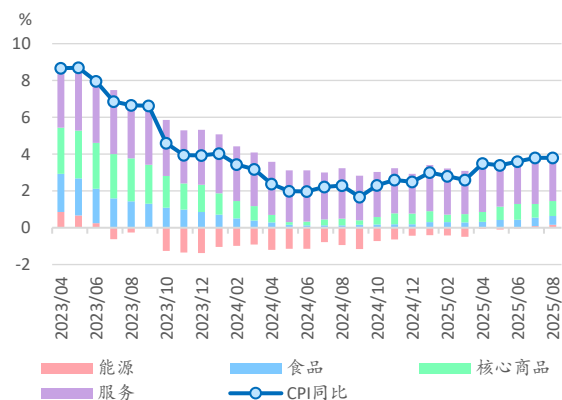
说明 2：箭头方向表示较上期变化，红色箭头表示升温（经济回暖，通胀上升，失业下降），绿色表示降温

欧洲：英国通胀压力仍存，欧洲工业产出回暖

英国 CPI 持平，核心 CPI 回落。英国 8 月 CPI 同比+3.8%（预期+3.8%，前值+3.8%），环比+0.3%（前值+0.1%）。核心 CPI 同比+3.6%（预期+3.6%，前值

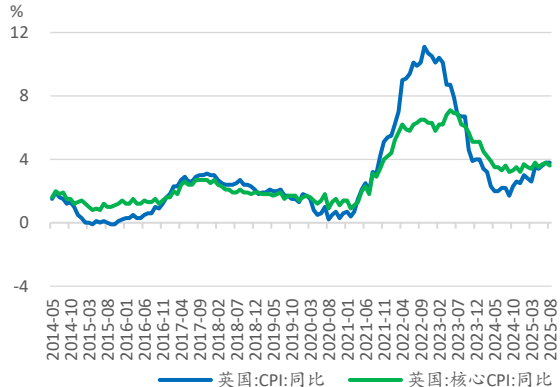
+3.8%)，环比+0.3%（前值+0.2%）。分项中，食品同比+4.8%（前值+4.6%），能源同比+2.5%（前值+1.4%），服务同比+4.7%（前值+5.0%）。

图 4：英国 CPI 同比分解



数据来源：英国统计局，Wind

图 5：英国 CPI 与核心 CPI



数据来源：英国统计局，Wind

其他数据：欧元区贸易顺差扩大，工业生产与营建产出回暖，ZEW 指数回升，德国 PPI 跌幅扩大，英国失业率持平，消费者信心下降。欧元区 7 月出口同比+0.4%（前值+0.8%），进口同比+3.1%（前值+6.8%），贸易差额+123.6 亿欧元（前值+80.5 亿）。欧元区 7 月工业生产指数季调环比+0.3%（前值-0.6%），季调同比+1.8%（前值+0.7%），营建产出季调环比+0.5%（前值-0.7%），同比+3.2%（前值+1.8%）。欧元区 9 月 ZEW 经济现状指数为-28.8（前值-31.2），景气指数 26.1（前值 25.1）。德国 8 月 PPI 同比-2.2%（前值-1.5%），环比-0.1%（前值+0.1%）。英国 7 月失业率 4.7%（前值 4.7%），9 月 GFK 消费者指数为-19（前值-17）。

表 4：欧元区与英国最近一周宏观数据更新汇总

欧元区与英国宏观数据汇总										
大类	月份	2025 年								短期趋势
		2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	
消费	英国GFK消费者信心指数	-20.0	-19.0	-23.0	-20.0	-18.0	-19.0	-17.0	-19.0	↓
	欧元区20国出口金额-同比	6.3	14.1	-1.1	1.2	0.8	0.4			↓
进出口	欧元区20国出口金额-季调环比	4.8	3.8	-8.4	-0.5	-2.2	-0.1			↗
	欧元区20国进口金额-同比	6.1	9.6	0.1	-0.5	6.8	3.1			↓
	欧元区20国进口金额-季调环比	1.6	1.2	-3.9	-1.1	3.0	-0.8			↓
	欧元区20国商品贸易差额-亿欧元	235.0	360.0	107.8	166.0	80.5	123.6			↗
工业生产	欧元区工业产出指数-季调环比	1.2	2.2	-2.5	0.9	-0.6	0.3			↗
	欧元区工业产出指数-同比	0.9	3.7	0.4	3.1	0.7	1.8			↗
	欧元区营建产出-季调环比	-1.1	0.0	4.5	-2.1	-0.7	0.5			↗
	欧元区营建产出-同比	-0.3	-1.3	4.8	3.6	1.8	3.2			↗
通胀	英国CPI同比	2.8	2.6	3.5	3.4	3.6	3.8	3.8		→
	英国核心CPI同比	3.5	3.4	3.8	3.5	3.7	3.8	3.6		↓
	德国PPI同比	0.7	-0.2	-0.9	-1.2	-1.3	-1.5	-2.2		↓
就业	英国失业率	4.4	4.5	4.6	4.7	4.7	4.7			→
景气指数	欧元区ZEW经济现状指数	-45.3	-45.2	-50.9	-42.4	-30.7	-24.2	-31.2	-28.8	↗
	欧元区ZEW经济景气指数	24.2	39.8	-18.5	11.6	35.3	36.1	25.1	26.1	↗

数据来源：Wind，民银国际汇总整理

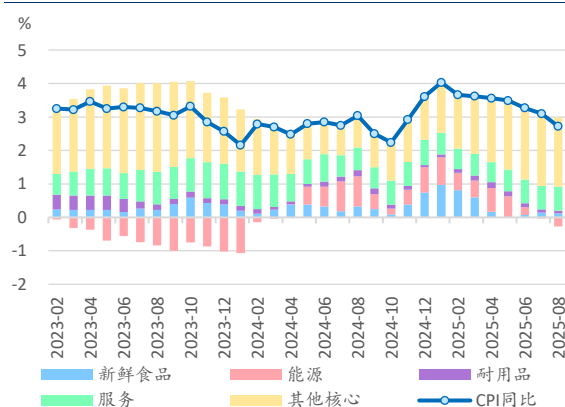
说明 1：黄色单元格为新发布，绿色为下修，红色为上修，深灰色为修正值持平于初值

说明 2：箭头方向表示较上期变化，红色箭头表示升温（经济回暖，通胀上升，失业下降），绿色表示降温

日本：通胀保持降温，出口同比跌幅收窄

通胀连续第三个月降温符合预期。8月日本CPI同比+2.7%（前值+3.1%），环比+0.2%（前值+0.2%）；剔除生鲜食品的核心CPI同比+2.7%（预期+2.7%，前值+3.1%），环比0.0%（预期0.0，前值+0.2%）；不包括生鲜食品和能源的CPI同比上涨+3.3%（前值+3.4%）。主要分项中，食品同比+7.2%（前值+7.5%），能源同比-3.3%（前值-0.3%），不含租金服务同比+2.1%（前值+2.1%），估算租金+0.3%（前值+0.3%），耐用品+1.1%（前值+1.4%）。

图6：日本CPI同比涨幅结构



数据来源：日本统计局，Wind

图7：日本CPI与核心CPI同比



数据来源：日本统计局，Wind

其他数据：出口同比跌幅收窄，核心机械订单下滑。8月出口同比-0.1%（前值-2.6%），进口同比-5.2%（前值-7.4%），贸易差额-2425亿日元（前值-1184亿）。7月核心机械订单季调环比-4.6%（前值+3.0%），同比+2.6%（前值+7.6%）。

表5：日本最近一周宏观数据更新汇总

日本宏观数据汇总										
大类	月份	2025年								短期趋势
		1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	
进出口	出口-同比	7.3	11.4	4.0	2.0	-1.7	-0.5	-2.6	-0.1	↗
	进口-同比	16.3	-0.7	1.9	-2.1	-7.6	0.3	-7.4	-5.2	↗
	贸易差额-亿日元	-27417.3	5854.9	5542.8	-1283.5	-6424.7	1476.4	-1184.4	-2425.3	↘
工业生产	核心机械订单-季调环比	-3.5	4.3	13.0	-9.1	-0.6	3.0	-4.6		↘
	核心机械订单-季调同比	3.3	1.7	11.4	4.5	6.2	7.6	2.6		↘
	CPI-同比	4.0	3.7	3.6	3.6	3.5	3.3	3.1	2.7	↘
通货膨胀	CPI-季调环比	0.5	-0.4	0.3	0.4	0.3	-0.1	0.2	0.2	→
	核心CPI-同比	3.2	3.0	3.2	3.5	3.7	3.3	3.1	2.7	↘
	核心CPI-季调环比	0.2	-0.1	0.4	0.7	0.4	0.0	0.2	0.0	↘

数据来源：Wind，民银国际汇总整理

说明1：黄色单元格为新发布，绿色为下修，红色为上修，深灰色为修正值持平于初值

说明2：箭头方向表示较上期变化，红色箭头表示升温（经济回暖，通胀上升，失业下降），绿色表示降温

【重要事件】

美国：美联储重启降息，政府短期支出法案未通过

美联储自 2024 年底以来的首次降息。美国联邦公开市场委员会（FOMC）9 月 17 日以 11 票赞成、1 票反对的结果通过降息决议，联邦基金利率目标区间被下调至 4%-4.25%，此前该利率已连续五次会议保持不变。唯一投反对票的是本周刚宣誓就职的新任理事斯蒂芬·米兰，他支持降息 50 个基点。而在 7 月曾主张降息的另外两位官员——米歇尔·鲍曼和克里斯托弗·沃勒——本次均支持降息 25 基点。美联储政策制定者在声明中指出，就业市场日益增多的走软迹象促使央行自 12 月以来首次降息，但与此同时，“通胀有所上升，且仍然处于相对高位”。美联储官员们表示，失业率“虽小幅上升，但仍保持在较低水平”，就业市场下行风险增多。**美联储点阵图显示**，在 19 位官员中，有 1 位官员认为 2025 年的降息终点在 4.25-4.5%（6 月为 7 位），有 5 位官员认为在 4.0-4.25%（6 月为 2 位），有 2 位官员认为在 3.75-4.0%（6 月为 8 位），有 9 位官员认为在 3.5-3.75%（6 月为 2 位），有 1 位官员认为在 2.75-3.0%（6 月为 0 位）。中位数位 3.6%。

美联储上调经济增长预期。2025、2026、2027 年底 GDP 增速预期中值分别为 1.6%、1.8%、1.9%（6 月预期均 1.4%、1.6%、1.8%）。美联储下调未来两年失业率预期。2025、2026、2027 年底失业率预期中值分别为 4.5%、4.4%、4.3%。（6 月预期分别为 4.5%、4.5%、4.4%）。美联储上调 2026 年通胀预期。2025、2026、2027 年底核心 PCE 通胀预期中值分别上调至 3.1%、2.6%、2.1%（6 月预期分别为 3.1%、2.4%、2.1%）。

美国参议院通过对米兰出任美联储理事的提名。当地时间 9 月 16 日，美国参议院以 48 票对 47 票的微弱优势，通过对米兰出任美联储理事的提名，美国总统特朗普签署有关任命文件。**美国上诉法院裁定，美联储理事库克可继续留任，驳回特朗普政府要求将其解雇的紧急申请。**9 月 18 日，美国政府向最高法院提出申请，要求推翻法院的裁定，允许总统解雇美联储理事丽莎·库克。

美参议院未通过临时拨款法案，政府再次面临停摆风险。美国两党的短期支出议案均未能在参议院闯关成功，让国会避免政府关门的努力陷入僵局。现有的法案仅支持联邦政府运转到本月底。目前双方如何避免关门仍不明朗。共和党计划在最后期限临近时再次就其方案进行投票，希望届时会有更多民主党人改

变态度。民主党则重申，共和党人也必须进行妥协。据悉，参议院在投票后已休会一周，最早至9月29日才能复会；众议院则计划休会至10月1日之后。这一计划原本实际上迫使参议院要么批准众议院通过的法案，要么就冒着政府关门的风险。美国总统特朗普也发出警告，称联邦政府可能因为两党之间的僵局而关门。

中美贸易代表西班牙会谈结束，两国领导人通话。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，就双方关注的经贸问题进行了坦诚、深入、富有建设性的沟通，就以合作方式妥善解决 TikTok 相关问题、减少投资障碍、促进有关经贸合作等达成了基本框架共识。双方将就相关成果文件进行磋商，并履行各自国内批准程序。**中国商务部国际贸易谈判代表兼副部长李成钢 15 日说**，双方围绕 TikTok 及中方有关关切进行了坦诚、深入交流，就以合作方式妥善解决 TikTok 相关问题，减少投资障碍，促进有关经贸合作等达成了基本框架共识。**9月19日，美国两国领导人通话**，就当前中美关系和共同关心的问题坦诚深入交换意见，就下阶段中美关系稳定发展作出战略指引。

美国总统特朗普签署行政令，大幅改革 H-1B 签证项目，要求申请人缴纳 10 万美元费用，否则不得入境。这一新规将于美东时间9月21日凌晨00:01生效。律师建议已经拿到 H-1B 签证的申请者在9月21日之前回到美国，在美国境内的 H-1B 签证持有者近期尽量不要随便进出美国。

特朗普宣布推出名为“特朗普金卡”的签证计划。该计划向全球富人出售美国居住权，个人“金卡”申请者用100万美元可获得永久居留身份，“白金卡”最高支付500万美元，可最长停留美国270天，无需为美国境外收入纳税，企业可无限量为员工个人办理金卡。特朗普表示，科技高管们会对金卡项目“非常满意”，因为这将允许他们引入更多员工。美国商务部长卢特尼克预计，该签证计划将为美国政府筹集超过1000亿美元。

美国政府正在积极推动一项规模高达 50 亿美元的矿产投资基金。该拟议基金将由美国国际开发金融公司（DFC）和纽约投资公司 Orion Resource Partners 组建一家合资企业而成。若基金最终顺利成立，这将是美国政府首次直接参与大型矿产交易。

欧洲：英国央行按兵不动，波兰同意北约部队驻扎

英国央行维持基准利率不变。英国央行英格兰银行 9 月 18 日宣布，将基准利率维持在 4% 不变，符合市场预期。英国央行此次利率决策基于多重考量。英国 8 月消费者价格指数（CPI）同比上涨 3.8%，与 7 月持平，高于 2% 的目标水平。官方数据显示 5 月至 7 月英国失业率创近 4 年来新高。在此情况下，英国央行对货币政策采取谨慎观察的立场。英国央行会议纪要显示，央行对现阶段通胀趋势非常警惕，央行预测今年后几个月通胀压力还将轻微上升。市场机构预测，英国企业投资将继续维持低增长，英国经济增长动能恐将进一步衰弱。

英国首相斯塔默和美国总统特朗普签署美英科技合作协议。英国政府表示，美国科技公司对英国的投资可能帮助英国创造超过 5000 个工作岗位。

欧洲央行执委施纳贝尔（I. Schnabel）表示，欧洲央行应维持当前利率水平，物价风险依然偏向上行。知情人士透露，除非欧元区遭遇另一场重大冲击，否则利率预计将在一段时间内维持当前水平。**欧洲央行管委、立陶宛央行行长西姆库斯（G. Šimkus）**称，欧洲央行应在 12 月再次降息，以确保通胀率和经济增长不令人失望。**欧洲央行管委、马耳他财政部长锡库鲁纳（E. Scicluna）**表示，即便考虑到经济下行风险以及 2027 年通胀预期略低于 2% 的目标，当前利率水平仍处于合适位置。

欧盟委员会通过新一轮对俄制裁措施草案。草案涵盖能源、金融服务和贸易限制等。欧委会提议禁止进口俄罗斯液化天然气，并将原油价格上限设定为每桶 47.6 美元。新一轮制裁措施将首次针对加密平台，并禁止加密货币交易。

波兰总统签署决议，同意北约部队驻扎波兰领土。当地时间 14 日，波兰国家安全局在社交平台宣布，波兰总统纳夫罗茨基已签署关于同意北约成员国军队驻扎波兰领土的决议。此次部署将成为北约“东方哨兵”行动的重要组成部分。12 日，北约秘书长吕特表示，目前，北约正在部署“东方哨兵”系统以强化东翼防御态势。该系统将整合丹麦、法国、英国、德国等多个盟友的军事资源。9 月 9 日夜，大量无人机进入波兰领空，波兰军方紧急处置并击落部分无人机。北约秘书长吕特随后在 9 月 12 日宣布，北约将启动代号为“东部哨兵”的军事行动，以加强联盟在东翼的威慑与防御态势。丹麦、法国、英国、德国等多国将调集部队和装备参加这一行动。

日本：央行保持利率不变，启动 ETF 等资产减持

日本央行决定维持基准利率在 0.5% 不变，连续第五次按兵不动。日本央行日内在 9 月 19 日宣布维持基准利率不变，审议委员高田创、田村直树持异议，认为应该加息 25 个基点至 0.75%，是日本央行行长植田和男自上任以来首次在维持利率不变的问题上面对两名持异议者。日本央行特别指出前景面临“多重风险”，尽管日美已签署贸易协议，但政策声明仍强调不确定性高企，且明确关税环境相较以前更不利于日本企业经营。受贸易政策对全球增长影响，日本经济增长可能放缓，但将重新加速。通胀预期温和上升，私人消费保持韧性，资本支出呈温和增长趋势。此外，政治不确定性进一步搅乱了日本央行的政策前景。日本央行行长植田和男称，若经济和通胀预测实现，未来将继续加息。根据机构调查，多数日本央行观察人士预计日本央行将在明年 1 月前加息，最快或在 10 月。

日央行宣布启动 ETF 和房地产投资信托减持。日本央行计划出售国内股票交易所交易基金。从出售节奏来看，其对市场的影响可能较为有限。该行表示，在完成必要的操作准备后，将开始出售相关资产，处置节奏为每年按市值计算大约 6200 亿日元，这与今年 7 月前出售国内股票持仓的节奏保持一致。此举被视为日本摆脱长期超宽松货币政策、迈向政策正常化的重要一步，具有强烈的象征意义。此前，日本央行已于今年 7 月基本完成对其在 2000 年代金融危机期间购入的银行股的出售。

日本自民党将于 10 月 4 日选举新总裁，已有 5 人表明参选意向，竞争格局初显。其中，日本农林水产大臣小泉进次郎 9 月 13 日表示，他将参加自民党总裁选举。自民党前干事长茂木敏充已于 8 日正式宣布参选。此外，现任内阁官房长官林芳正、曾任经济安全保障担当大臣的高市早苗和小林鹰之均已确定参选意向。这 5 人都曾参加去年 9 月的自民党总裁选举，最终败给石破茂。

其他地区：加拿大央行降息

加拿大央行降息 25 个基点至 2.5%，为 3 月以来首次降息。降息理由是经济走弱且通胀上行风险减弱。加拿大央行在利率前景方面几乎没有提供前瞻性指引，称由于全球保护主义和关税带来的潜在通胀风险，将“谨慎行事”。

韩国总统办公室发言人姜由桢表示，韩美正在关税谈判中寻找切合点，韩方将力争实现国家利益最大化。姜由桢指出，目前的韩美关税谈判并非围绕单一目标展开，而是双方不断提出新的条件以寻求最优平衡，因此存在许多变数。她还提到，总统李在明曾表示，从韩方的立场来看，此次关税谈判具有防御性质。

【本周关注】

美国 PCE 数据，新屋与成屋销售

9 月 22 日	美国 8 月芝加哥联储全国活动指数 欧元区 9 月消费者信心指数
9 月 24 日	美国 8 月新屋销售
9 月 25 日	美国 8 月耐用品订单 美国二季度 GDP 终值 美国 8 月成屋销售
9 月 26 日	日本东京都区部 CPI 美国 8 月 PCE 数据 美国 9 月密歇根大学调查数据终值

免责声明

此报告只提供给阁下作参考用途，并非作为或被视为出售或购买或认购证券的邀请或向任何特定人士作出邀请。此报告内所提到的证券可能在某些司法管辖区不能出售或分发。

此报告由民生商银国际控股有限公司（“民银国际”）的附属公司民银证券有限公司（“民银证券”）编写和发布。民银证券持有香港证券及期货监察委员会第1，4类牌照。此报告所载资料的来源皆被民银证券认为可靠。此报告所载的见解、分析、预测、推断和期望都是以这些可靠数据为基础，只是代表观点的表达。民银国际和任何附属公司（包括民银证券，统称“民银集团”）或任何个人不能担保其准确性或完整性。

此报告所载的资料、意见及推测反映民银证券于最初发表此报告日期当日的判断，可随时更改而毋须另行通知。

此报告内所提到的任何投资都可能涉及相当大的风险，包括但不限于市场波动、流动性限制及汇率波动等。若干投资可能不易变卖，而且也可能不适合所有的投资者。

此报告中所提到的投资价值或从中获得的收入可能会受汇率影响而波动。过去的表现不能代表未来的业绩。此报告没有把任何投资者的投资目标，财务状况或特殊需求考虑进去。

民银证券及其高级职员、董事、员工，可能不时地，在相关的法律、规则或规定的许可下（1）持有或买卖此报告中所提到的公司的证券，（2）进行与此报告内容相异的仓盘买卖，（3）与此报告所提到的任何公司存在顾问、投资银行或其他金融服务业务关系，（4）又或可能已经向此报告所提到的公司提供了大量的建议或投资服务。（5）民银集团的投资银行或资产管理团队可能作出与此报告相反投资决定或持有与此报告不同或相反意见。（6）此报告的意见亦可能与销售人员、交易员或其他民银集团成员专业人员的意见不同或相反。（7）民银集团的一位或多位董事，高级职员和/或员工可能是此报告提到的证券发行人的董事或高级人员，及（8）可能涉及此报告所提到的公司的证券进行自营或庄家活动。投资者应注意其可能存在影响本报告客观性的潜在利益冲突，并独立判断相关信息。

投资者不应仅依靠此报告，而应按照自己的判断作出投资决定。投资者依据此

报告的建议而作出任何投资行动前，应咨询独立的专业意见。民银集团不会对因使用此报告内之材料而引致任何人士的直接或间接或相关之损失负上任何责任。

此报告对于收件人来说是完全机密的文件。此报告的全部或任何部分均严禁以任何方式再分发予任何人士，尤其（但不限于）此报告及其任何副本均不可被带往或传送至日本、加拿大或美国，或直接或间接分发至美国或任何美国人士（根据 1933 年美国证券法 S 规则的解释），民银证券也没有任何意图派发此报告给那些居住在法律或政策不允许派发或发布此报告的地方的人。

报告受到版权和资料全面保护。除非获得民银证券的授权，任何人不得以任何目的的复制、派发或出版此报告。民银证券保留一切权利。