

海外周报 20250921

美联储降息后，市场交易逻辑将如何转变？

2025 年 09 月 21 日

■ **核心观点:** 本周美联储如期降息与中美 TikTok 谈判顺利带动美股上行；但鲍威尔对未来利率路径的鹰派表态打压降息预期，美债利率上行，10 年期美债利率升 6.31bps 至 4.127%。本周 9 月 FOMC 上美联储如期降息 25bps，市场选择首先交易 2025 年点阵图更鸽派的指引，随后交易 2026 年更鹰派的指引和发布会上 Powell 偏鹰派的表态。美元指数与美债利率因此先跌后涨，黄金则先涨后跌，美股几经震荡后小幅上涨。向前看，未来美联储将迎来从 Data-Dependent 到 Trump-Dependent 的重塑。对于市场而言，政治压力裹挟下更多的降息与美元信用风险的走阔，对应 2 年美债利率与美元指数的下行，10 年美债利率的下行则将因期限溢价的走阔而受阻。此外本周共和党与民主党临时支出法案均未能通过参议院投票。由于现存的支出法案仅能维持政府运转到 9 月底，因此若未来两党不能尽快就支出内容达成一致，则联邦政府 10 月 1 日停摆的风险将大幅升温，届时政治环境不确定性的风险或再度加剧市场波动。

■ **大类资产:** 美联储如期降息与中美 TikTok 谈判顺利带动美股上行；但鲍威尔对未来利率路径的鹰派表态打压降息预期，美债利率上行。本周美联储如期降息 25bps，叠加中美 TikTok 谈判取得积极进展，市场情绪提振带动美股上行；但鲍威尔在 FOMC 发布会上对未来利率路径的鹰派表态令未来降息预期有所降温，美债利率上行。整体来看，全周（9 月 15 日至 9 月 19 日）10 年期美债利率升 6.31bps 至 4.127%，2 年期美债利率升 1.59bps 至 3.572%，美元指数升 0.10% 至 97.64；标普 500、纳斯达克指数分别收涨 1.22%、2.21%；现货黄金价格收涨 1.16% 至 3685 美元/盎司。

■ **海外经济:** 美国零售销售超预期，英国与日本央行维持利率水平不变。**消费方面**，美国 8 月零售销售环比+0.6%，预期+0.2%，前值由+0.5%上修至+0.6%；除汽车外零售销售环比+0.7%，预期+0.4%，前值由+0.3%上修至+0.4%。**劳务市场方面**，美国截至 9 月 13 日当周首次申请失业金人数 23.1 万，预期 24 万，较前值 26.3 万大幅回落，重回正常区间。**货币政策方面**，本周英国央行与日本央行均维持利率水平不变。其中英央行议息会议以 7:2 的投票结果维持 4% 的政策利率水平不变，同时宣布放缓量化紧缩节奏并限制长债销售以应对近期的英债利率飙升。声明中英央行表示对未来降息将“渐进而谨慎”，降息节奏将取决于潜在通胀压力的缓解程度；日央行议息会议同样以 7:2 的投票结果维持 0.5% 的政策利率水平不变，声明中日央行表示日本经济正处在温和复苏之中，同时通胀预期温和上升。此外日央行宣布将以每年约 3300 亿日元的规模减持其持有的 ETF 资产。**增长方面**，截至 9 月 17 日，亚特兰大联储 GDPNow 模型对 25Q3 美国 GDP 最新预测值为+3.3%；截至 9 月 19 日，纽约联储 Nowcast 模型对 25Q3 美国 GDP 预测值为+2.1%。

■ **9 月 FOMC: 如期降息 25bps，未来美联储将迎来从 Data-Dependent 到 Trump-Dependent 的重塑。** 本周 9 月 FOMC 上美联储如期降息 25bps，点阵图指引年内还有 2 次降息，基本符合预期，但同时指引明年还有额外 1 次降息，相比市场预期明显偏鹰。发布会上鲍威尔对于就业和通胀的观点与 8 月 Jackson Hole 会议基本一致，没有太多增量的鸽派信息，反而对于未来政策利率路径的表态偏鹰（详见报告《9 月 FOMC：重启降息——2025 年 9 月 FOMC 会议点评》），因此大类资产走势反复。具体来看，9 月 FOMC 前，交易员定价全年 2.7 次降息，到 2026 年底累计 5.7 次降息。会议期间，市场首先交易 2025 年点阵图更鸽派的指引，随后交易 2026 年更鹰派的指引和发布会上 Powell 偏鹰派的表态。美元指数与美债利率因此先跌后涨，黄金则先涨后跌，美股几经震荡后小幅上涨。**向前看**，当前美联储 7 名理事已有 3 名特朗普亲信，12 名地方联储主席将在 2026 年 2 月底迎来重选，任命需理事会多数票通过。若正在争议中的理事 Lisa Cook 在此前被换掉，则特朗普将掌握美联储理事会的多数席位，将对地方联储人士任命产生更大影响。而随着 2026 年

证券分析师 芦哲

执业证书：S0600524110003

luzhe@dwzq.com.cn

证券分析师 张佳炜

执业证书：S0600524120013

zhangjw@dwzq.com.cn

证券分析师 韦伟

执业证书：S0600525040002

weiy@dwzq.com.cn

研究助理 王茁

执业证书：S0600124120013

wangzhuo@dwzq.com.cn

相关研究

《起底存款“搬家”：储蓄进入股市仍在起步》

2025-09-20

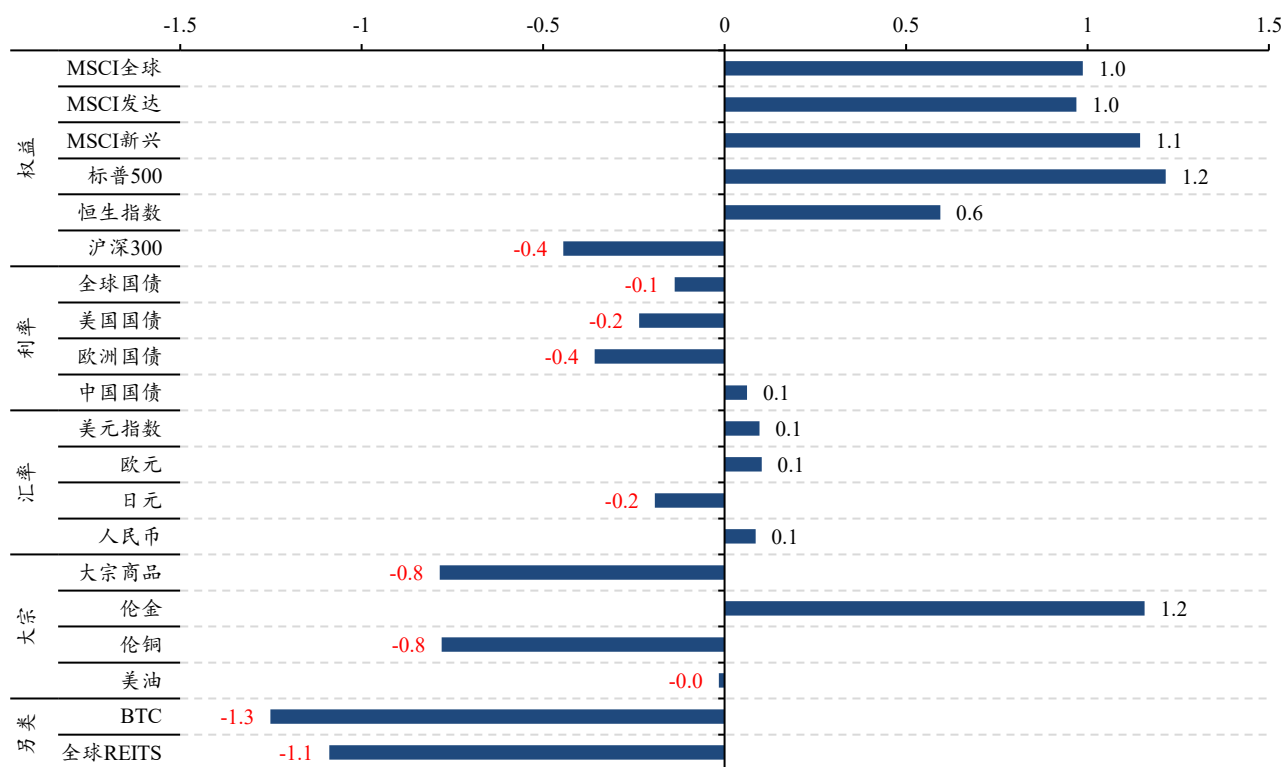
《9 月 FOMC：重启降息——2025 年 9 月 FOMC 会议点评》

2025-09-18

5月主席换人，特朗普或将在理事会拥有5名亲信，对美联储形成更强掌控（详见报告《特朗普干预美联储独立性的三个途径》）。未来美联储将迎来从 Data-Dependent 到 Trump-Dependent 的重塑。对于市场而言，政治压力裹挟下更多的降息与美元信用风险的走阔，对应2年美债利率与美元指数的下行，10年美债利率的下行则将因期限溢价的走阔而受阻。

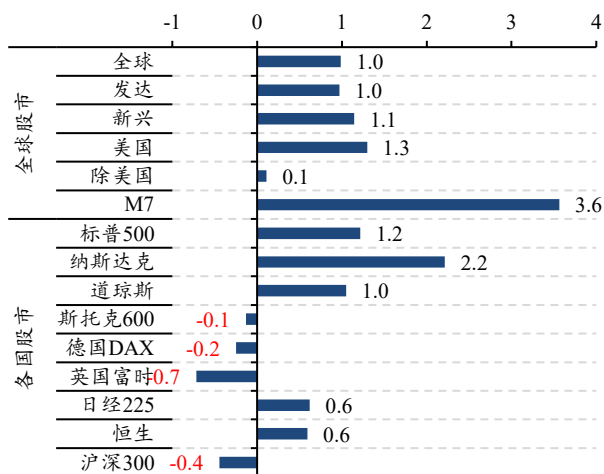
- **海外政治：两党临时支出法案均未通过，联邦政府10月停摆风险升温。**
美东时间9月19日，共和党与民主党提出的临时支出法案在参议院投票中均未达到60票门槛，两党的拨款方案均宣告失败。双方在预算支出上的“僵局”源于在医保政策上的核心分歧：共和党主张通过约1.5万亿美元，不含医保补贴的短期拨款，以维持政府运转至11月21日，并将医保补贴等争议留至12月进行协商；而民主党则坚持将延长《平价医疗法案》（ACA）补贴相关条款纳入法案，双方因此争执不下。由于现存的支出法案仅能维持政府运转到9月底，因此若未来两党不能尽快就支出内容达成一致，则联邦政府10月1日停摆的风险将大幅升温，届时政治环境不确定性的风险或再度加剧市场波动。
- **风险提示：**特朗普政策超预期；美联储降息幅度过大引发通胀反弹甚至失控；美联储维持高利率水平时间过长，引发金融系统流动性危机。

图1：过去一周全球大类资产回报率变动



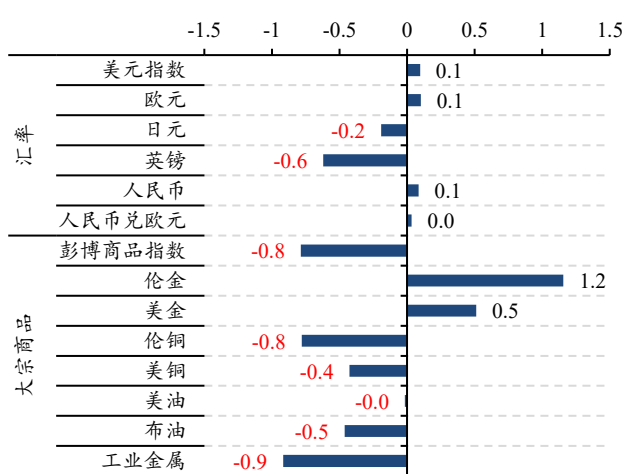
数据来源：彭博、东吴证券研究所；单位%，利率为彭博美债指数，汇率为对美元升值幅度

图2：过去一周全球股市回报率变动



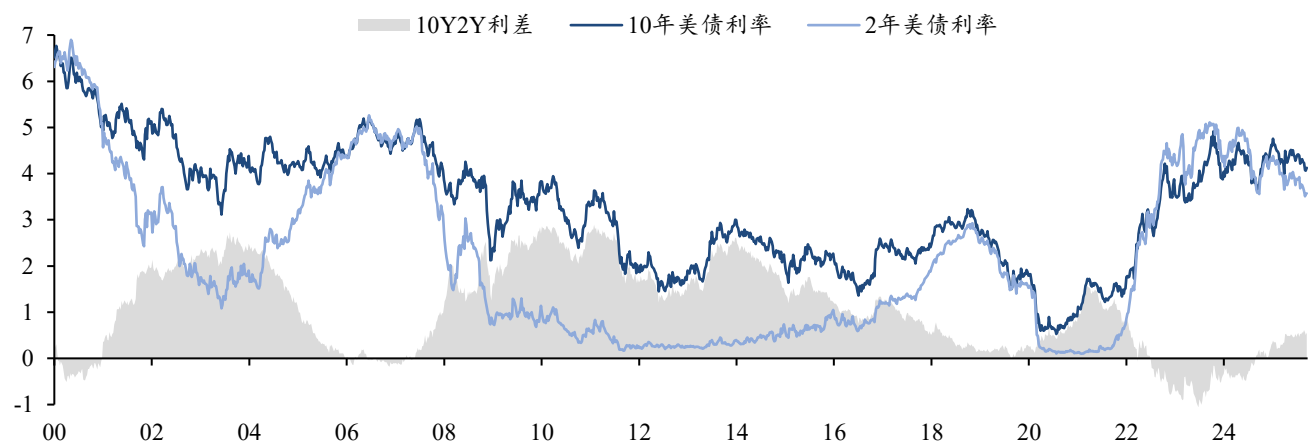
数据来源：彭博、东吴证券研究所；单位%

图3：过去一周汇率与大宗商品回报率变动



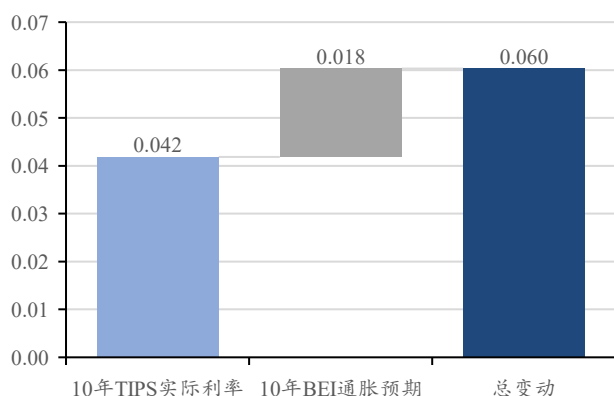
数据来源：彭博、东吴证券研究所；单位%

图4：10年、2年美债利率与利差



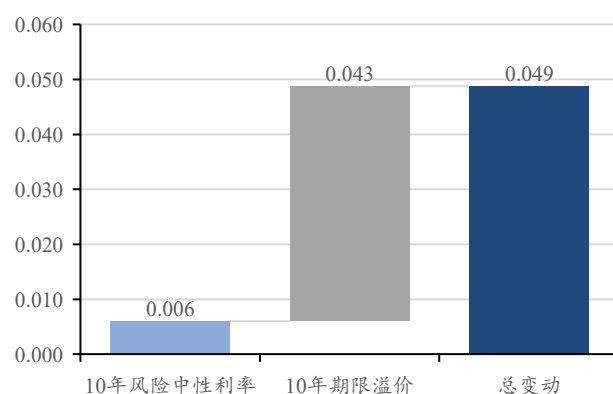
数据来源：彭博、东吴证券研究所；横轴单位为年份后两位，下同；纵轴单位%

图5：10年美债利率周度变动及贡献度拆分（风险中性利率与期限溢价视角）



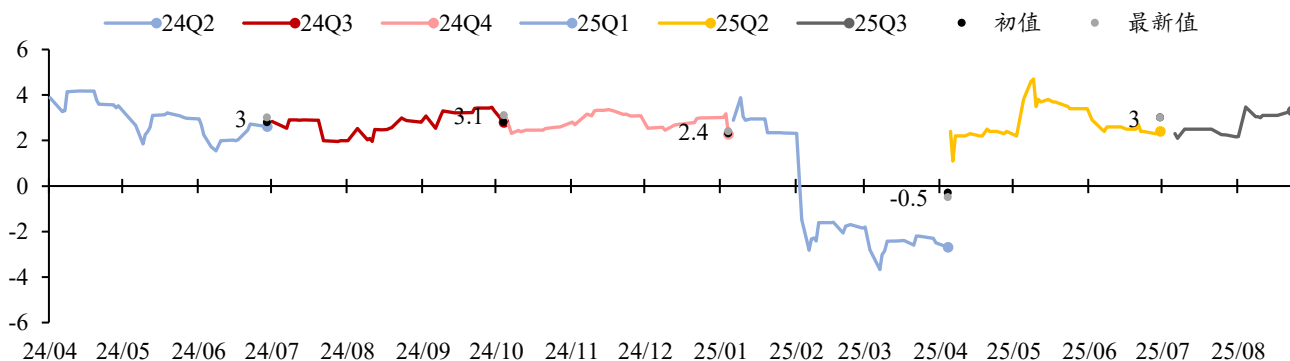
数据来源：彭博、东吴证券研究所；单位%

图6：10年美债利率周度变动及贡献度拆分（实际利率与通胀预期视角）



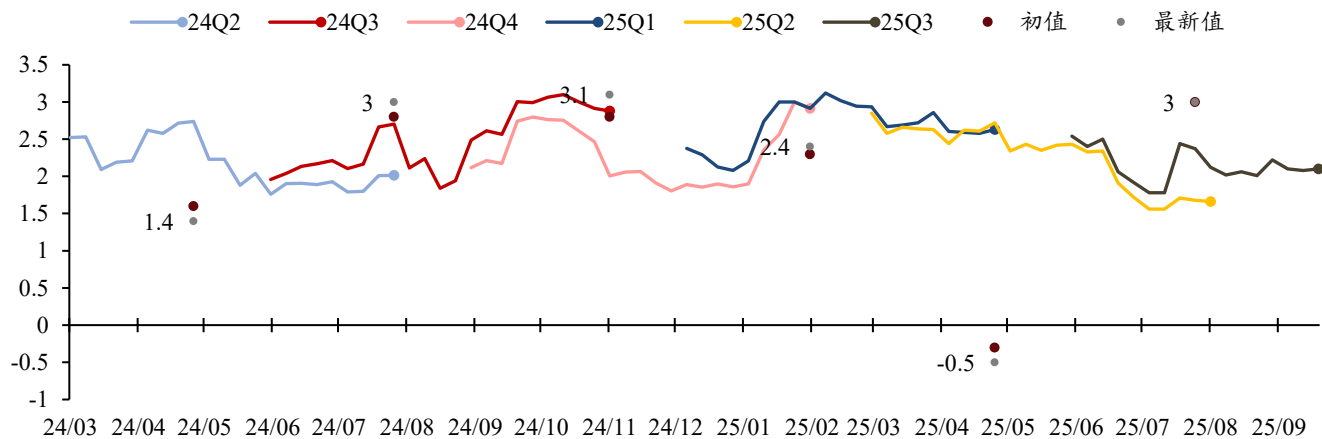
数据来源：彭博、东吴证券研究所；单位%

图7：亚特兰大联储 GDPNow 模型对最近6个季度美国GDP实时预测值 vs 实际值



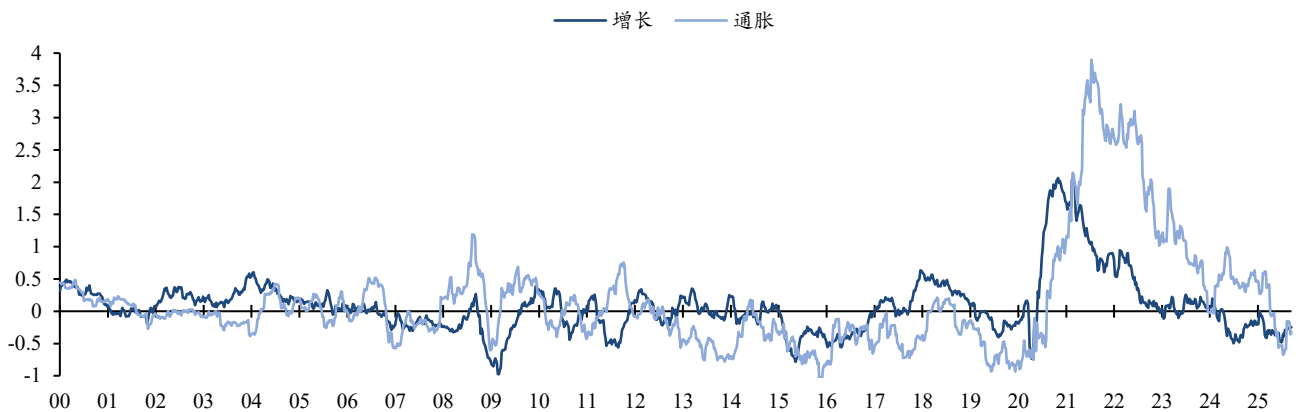
数据来源：彭博、东吴证券研究所；纵轴单位%，季调环比年率

图8: 纽约联储 Nowcasting 模型对最近五个季度美国 GDP 实时预测值 vs 实际值



数据来源: 彭博、东吴证券研究所; 纵轴单位%, 季调环比年率

图9: 美国经济意外指数增长与通胀分项



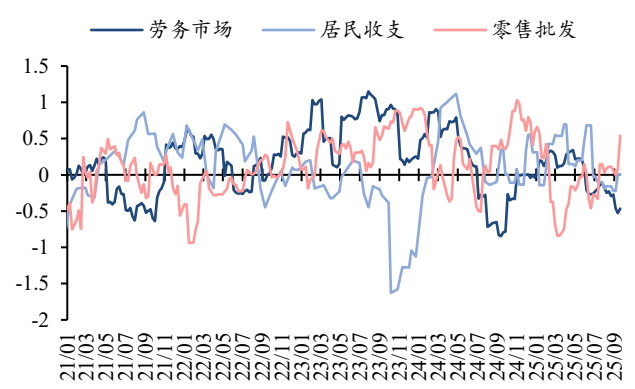
数据来源: 彭博、东吴证券研究所; 纵轴单位%, 季调环比年率

图10: 美国经济意外指数企业部门分项



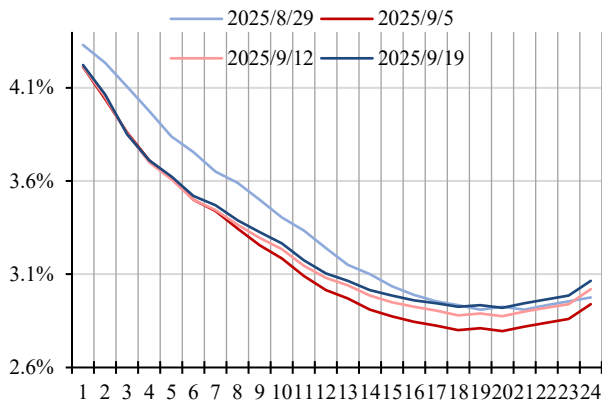
数据来源: 彭博、东吴证券研究所

图11: 美国经济意外指数家庭部门分项



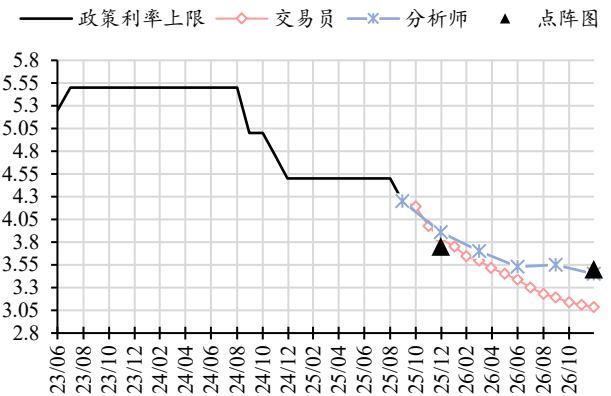
数据来源: 彭博、东吴证券研究所

图12: 联邦基金期货隐含未来 24 个月政策利率



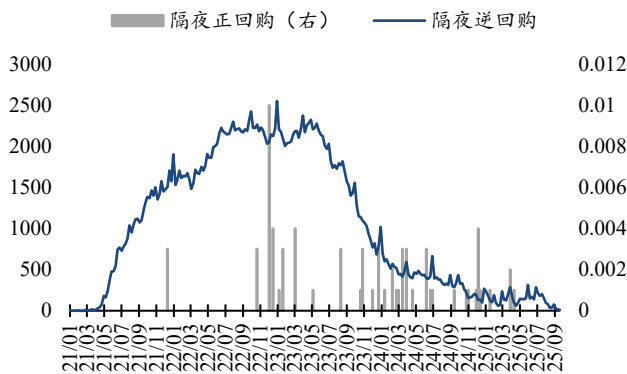
数据来源: 彭博、东吴证券研究所

图13: 各方对美国政策利率路径预测



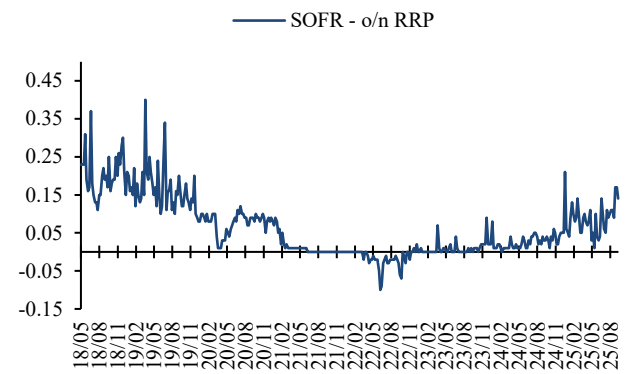
数据来源: 彭博、东吴证券研究所; 单位%

图14: 纽约联储每日回购情况



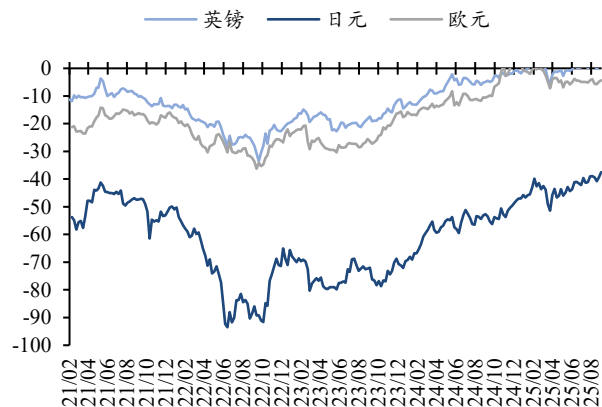
数据来源: 彭博、东吴证券研究所; 单位十亿美元

图15: 美国 SOFR 与 o/n RRP 利差



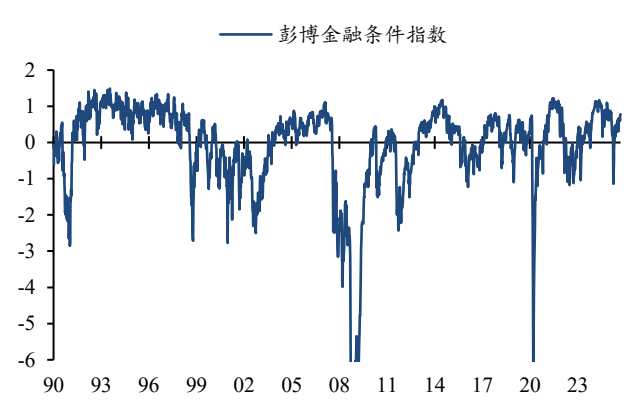
数据来源: 彭博、东吴证券研究所; 单位 bps

图16: 主要货币互换掉期点差



数据来源: 彭博、东吴证券研究所; 单位 bps

图17: 彭博金融条件指数



数据来源: 彭博、东吴证券研究所

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

在法律许可的情况下，东吴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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5%以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准-5%与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5%以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>