

周浩

+852 2509 7582

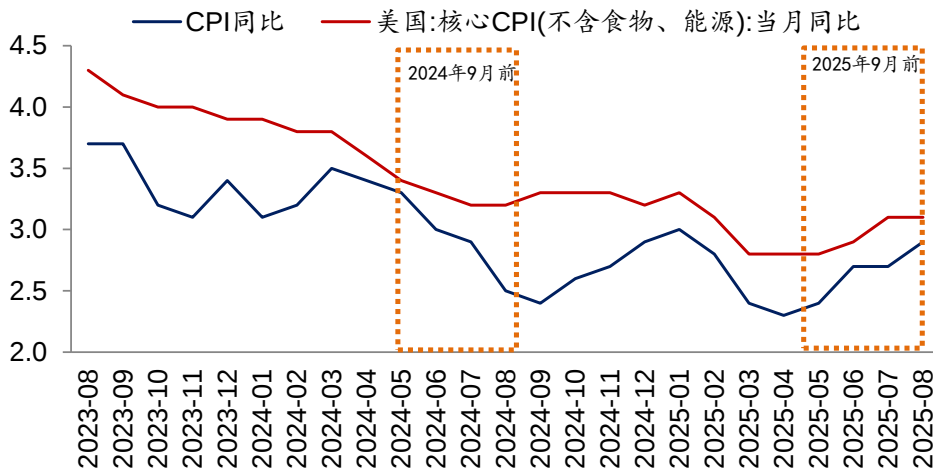
hao.zhou@gtjas.com.hk

黄凯鸿

+852 2509 7214

kaihong.huang@gtjas.com.hk

25 还是 50? “正常”才能避免被反噬



资料来源: iFinD, 国泰君安国际。

- 北京时间周四凌晨, 美联储如期宣布将联邦基金利率下调 25 个基点, 利率区间调整至 4%-4.25%。尽管市场普遍预期会降息, 但在会议召开前, 投资者对降息幅度仍存在分歧, 部分观点认为美联储可能再次采取类似去年 9 月的激进操作——当时曾意外降息 50 个基点。支持这一观点的投资者认为, 当前的通胀与就业数据与去年同期相似, 或为更大幅度降息提供依据。
- 从数据来看, 2025 年 8 月新增非农就业人数仅为 2.2 万人, 远低于去年同期的 14.2 万人, 且前期数据也遭到下修。失业率则从 7 月的 4.2% 小幅回升至 4.3%。相比之下, 2024 年同期的失业率虽也为 4.2%, 但就业人数更多, 劳动力市场整体更具韧性。通胀方面, 2025 年 8 月 CPI 同比上涨 2.9%, 核心 CPI 为 3.1%, 与 2024 年同期的 2.5% 和 3.2% 相近, 但趋势上却有所不同。去年通胀呈持续回落态势, 增强了市场对通胀目标达成的信心; 而今年通胀则出现反弹迹象, 核心 CPI 从 4 月的 2.8% 升至 3.1%, 整体 CPI 也从 2.3% 升至 2.9%, 显示出通胀粘性仍在。
- 此外, 美国总统特朗普近期宣布对多国加征关税, 有效关税税率显著上升, 市场担忧关税传导将进一步推高通胀。这一背景使得美联储在降息时更为谨慎, 避免释放过于宽松的信号。
- 就业趋势也存在差异。2024 年 9 月前, 美国失业率快速上升, 市场一度担心“萨姆法则”触发经济衰退, 加之当时利率高达 5.25%、量化紧缩节奏较快, 美联储有更大空间进行一次性降息。而今年的利率水平和紧缩节奏均较温和, 政策空间有限, 促使美联储采取更渐进的方式。
- 政治因素也不容忽视。去年 9 月的 50 个基点降息曾引发政治争议, 特朗普阵营批评美联储干预选情。而今年, 美联储理事会中已有特朗普支持者进入, 甚至同时担任白宫职务, 引发市场对美联储独立性的担忧。
- 综合来看, 尽管当前数据与去年相似, 但趋势和背景不同, 促使美联储采取更为谨慎的政策节奏。本次 25 个基点的降息既是对经济风险的回应, 也体现出政策转向初期更注重“信号”而非“力度”的思路。市场对此反应平稳, 美债收益率未出现剧烈波动, 反映出投资者对政策路径仍在观察与评估之中。

北京时间周四凌晨，美联储发布议息会议声明，如期宣布将利率下调 25 个基点，使利率区间定格在 4%-4.25%。在会议召开前，市场对美联储本次降息幅度便存在一些分歧，焦点集中在究竟会降 25 个基点还是 50 个基点。这一分歧的由来，与 2024 年 9 月美联储的操作密切相关——当时美联储在 9 月议息会议上大幅降息 50 个基点，力度超出市场预期。因此，部分投资者结合当前经济数据判断，美联储本次仍有降息 50 个基点的可能，核心依据是眼下的通胀率与就业市场状况，和 2024 年同期大致相当。从美联储主席的公开表态中也能看出，美联储内部对降息幅度的分歧也正不断加大，既有官员支持降息 50 个基点，也有官员主张维持当前利率不变。

一方面，和 2024 年同期类似，当前美国劳动力市场已显现出疲弱的迹象。从具体数据来看，2025 年的劳动力市场比去年同期更为疲软。2024 年 9 月美联储议息会议召开前，8 月非农就业数据显示，当月新增就业 14.2 万人，未达市场预期，同时前期数值还被大幅下修；但失业率从 7 月的 4.3% 降至 8 月的 4.2%。而本月议息会议前公布的 8 月非农就业数据更显逊色：当月新增就业人口仅 2.2 万人次，远低于市场预期，前期数值同样遭到下调；失业率则小幅回升至 4.3%。**从数据层面看，当前的劳动力市场比去年的更弱。**

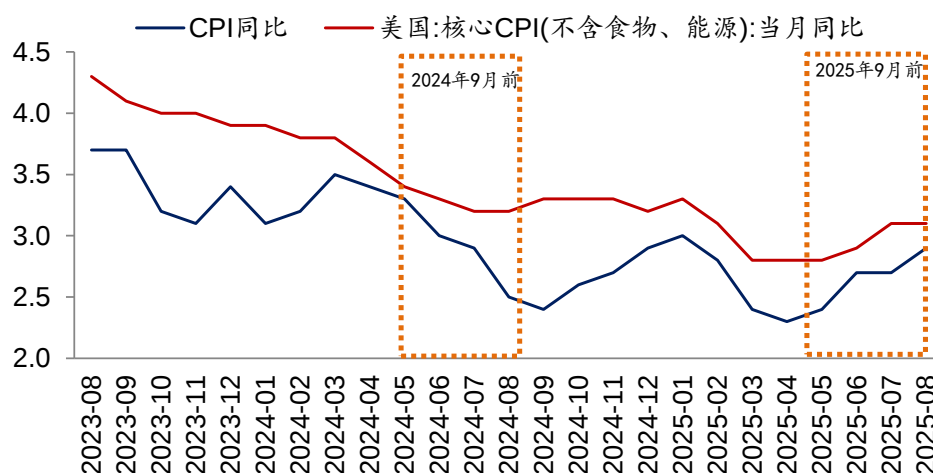
另一方面，尽管当前美国通胀率仍高于美联储设定的 2% 目标，但和 2024 年同期相比，整体水平相差不大。2024 年 9 月议息会议前，8 月 CPI 同比上涨 2.5%，符合市场预期；核心 CPI（剔除波动较大的食品和能源）同比上涨 3.2%，同样符合市场预期。2025 年最新通胀数据则显示，8 月 CPI 同比上涨 2.9%，核心 CPI 同比上升 3.1%，核心通胀表现略优于 2024 年同期。

正是基于当前劳动力市场和通胀数据“配方”与去年同期所得相似，部分投资者认为，美联储在 2025 年 9 月降息 50 个基点具备合理性。不过，尽管数据表面相似，2025 年 9 月与 2024 年 9 月的实际宏观经济背景及市场预期却存在一些差异。

首先，在通胀方面，虽然今年与去年 9 月获得的两组通胀数据的绝对水平相近，甚至去年 9 月时得到的数据比今年的数据更高，**但从数据演变的趋势来看，去年的通胀走势让美联储更加乐观。**彼时，核心 CPI 超过 1 年时间持续下降、中途没有反弹，由年初的 3.9% 回落至 3.2%；整体 CPI 甚至加速回落，由年初的 3.1% 回落至 2.5%。通胀回落趋势明显，市场和美联储对美国通胀率回到 2% 的目标水平信心更大。美联储委员会在声明中罕见写入“已获得更大信心”，并判断就业与通胀目标的风险大致均衡，为货币政策一次性更大幅度的“再校准”打开空间。

而虽然当前核心通胀水平比当时还略低，但却有**反弹的迹象**，通胀下行趋势不明显；核心 CPI 由 4 月的 2.8% 缓慢上升至 3.1%，整体 CPI 由 2.3% 上升至 2.9%。通胀粘性较强，趋势难言乐观。叠加美国总统特朗普宣布了对多国加增关税，美国有效关税税率显著上升，关税加增传导至通胀的担忧打击了通胀回落至目标水平的信心，掣肘美联储降息。

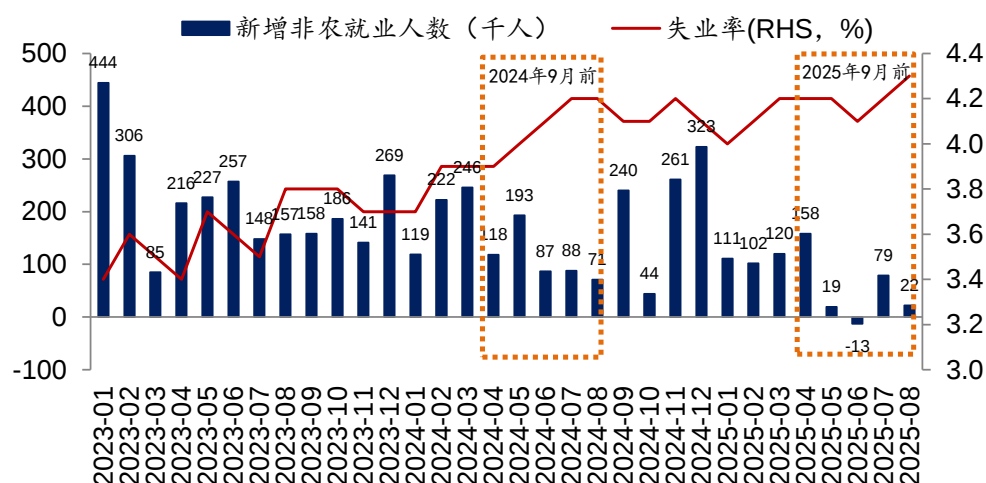
图 1: 2024年9月通胀下行趋势更明确



资料来源: iFinD, 国泰君安国际。

就业市场方面, 虽然两者的失业率水平相差不远, 但同样存在趋势上的区别。2024年9月前的几个月, 美国失业率持续恶化, 并在8月时引发市场的担忧, 市场一度盛传“萨姆法则”将再次起效, 这让本就被“硬着陆”担忧笼罩的市场增加了对美国经济前景的不安。加上当时联邦基金利率水平达到了5.25%, 远高于今年9月加息前的4.25%, 且当时量化紧缩(QT)的速度也远快于当下, 因而美联储有更大的空间和愿意大幅降息, 以避免经济实现“硬着陆”。彼时美联储主席鲍威尔在会议声明及记者会上反复强调, 要将货币政策从“历史性偏紧”状态, 回撤至“仍具约束但更匹配通胀回落与就业降温”的区间。

图 2: 2024年9月失业率快速上行, 并盛传“萨姆法则”将再次起效



资料来源: iFinD, 国泰君安国际。

从政治层面来看, 去年9月大幅降息时间点距离2024年11月的美国总统大选较近, 引发了部分政治人物和市场人士的质疑。特朗普及其支持者批评美联储在大选临近时大幅降息50个基点, 认为这可能是在推动民主党的竞选, 特朗普本人更是直接指责降息是一种政治干预。但值得注意的是, 今年特朗普阵营的米兰不仅成功跻身美联储理事会, 他还同时保留着白宫职位, 这一情况直接引发了市场对美联储独立性的疑虑。

综合以上的信息，市场可能得出的信息是本月的 25 个基点的降息，是一次常规操作，也符合**政策转向时更偏重于“信号”而非“力度”**的相对谨慎心态。当然，如果今年 9 月的降息是正常，那么去年 9 月的 50 个基点降息就显得有些“反常”，同时降息 50 个基点的信息是在美联储官员进入静默期后才被媒体报道，这也不符合美联储一般的沟通习惯。但对于市场而言，去年的“反常”被解读为大规模转向的开始，结果反而被通胀打了一记闷棍，国债收益率在降息后反而出现了大幅反弹。从这个角度而言，不合理的政策，往往也会带来反噬。而眼下开启的谨慎降息，加上市场的谨慎反馈，反而意味着美债投资者可能有更加充足的思考空间。

2025年9月19日

宏观研究报告

个股评级标准

参考基准:香港恒生指数/纳斯达克综合指数

评级区间:6 至 18 个月

评级	定义
买入	相对表现超过 15% 或公司、行业基本面展望良好
收集	相对表现 5%至 15% 或公司、行业基本面展望良好
中性	相对表现-5%至 5% 或公司、行业基本面展望中性
减持	相对表现-5%至-15% 或公司、行业基本面展望不理想
卖出	相对表现小于-15% 或公司、行业基本面展望不理想

行业评级标准

参考基准:香港恒生指数/纳斯达克综合指数

评级区间:6 至 18 个月

评级	定义
跑赢大市	相对表现超过 5% 或行业基本面展望良好
中性	相对表现-5%至 5% 或行业基本面展望中性
跑输大市	相对表现小于-5% 或行业基本面展望不理想

利益披露事项

- (1) 分析员或其有联系者并未担任本研究报告所评论的发行人的高级人员。
- (2) 分析员或其有联系者并未持有本研究报告所评论的发行人的任何财务权益。
- (3) 国泰君安国际控股有限公司及/或其附属公司并未持有本研究报告所评论的发行人的市场资本值的1%或以上。
- (4) 国泰君安国际控股有限公司及/或其附属公司在过去12个月内没有与本研究报告所评论的发行人存在投资银行业务的关系。
- (5) 国泰君安国际控股有限公司及/或其附属公司没有为本研究报告所评论的发行人进行庄家活动。
- (6) 没有任何受聘于国泰君安国际控股有限公司及/或其附属公司的个人担任本研究报告所评论的发行人的高级人员。没有任何国泰君安国际控股有限公司及/或其附属公司有联系的个人为本研究报告所评论的发行人的高级人员。

免责声明

本研究报告并不构成国泰君安证券(香港)有限公司("国泰君安")对购入、购买或认购证券的邀请或要约。国泰君安与其集团公司有可能会与本报告涉及的公司进行投资银行业务或投资服务等其他业务(例如:配售代理、牵头经办人、保荐人、承销商或自营投资)。

国泰君安的销售人员,交易员和其他专业人员可能会口头或书面提供与本研究报告中的观点不一致或截然相反的观点或投资策略。国泰君安的资产管理和投资银行业务团队亦可能会做出与本报告的观点不一致或截然相反的投资决策。

本研究报告中的资料力求准确可靠,但国泰君安不会对该等资料的准确性和完整性做出任何承诺。本研究报告中可能存在一些基于对未来政治和经济状况的某些主观假定和判断而做出的前瞻性估计和预测,而政治和经济状况具有不可预测性和可变性,因此可能具有不确定性。投资者应明白及理解投资之目的和当中的风险,如有需要,投资者在决定投资前务必向其个人财务顾问咨询并谨慎抉择。

本研究报告并非针对且无意向任何隶属于或位于某些司法辖区内之人士或实体发布或供其使用,如果此等发布、公布、可用性或使用会违反该司法辖区内适用的法律或规例、或者会令国泰君安与其集团公司因而必须在此等司法辖区范围内遵守相关注册或牌照规定。

© 2025 国泰君安证券(香港)有限公司版权所有,不得翻印

香港中环皇后大道中181号新纪元广场低座27楼

电话: (852) 2509-9118 传真: (852) 2509-7793

网址: www.gtjai.com