



降息如期重启，未来分歧加剧

——美联储议息会议点评（2025 年 9 月）

美东时间 9 月 17 日，美联储将基准利率下调 25bp 至 4.00-4.25% 的目标区间，准备金利率（IORB）降至 4.15%。缩表进程保持不变，保持国债赎回上限\$50 亿和房屋抵押债券（MBS）赎回上限\$350 亿。

市场最初反应偏鸽，对年内降息的定价从 42bp 升至 45bp，但这一影响很快消退。鲍威尔对过度鸽派倾向进行了否定，收盘时市场交易由鸽转鹰。美国国债收益率上涨，美元小幅走强，美股三大指数基本横盘，黄金下跌，境外美元流动性宽松。

总体而言，本次议息会议呈现三点特征：一是降息基调为预防式降息；二是美国未来强经济和弱就业并存；三是美联储官员内部分歧加大。预计美联储年内将再降息 2 次（50bp），建议继续持有美国中短债和黄金，美元趋于震荡，美股延续上行。

一、经济：强经济和弱就业并存

本次降息基调偏向“风险管理”，会后声明的措辞变化突出了美联储对劳动力市场的担忧。声明指出，就业增长已经放缓，失业率正在上升，并新增表述：美联储认为劳动力市场的下行风险有所增加，因此以“风险平衡”为依据降息。

点阵图（SEP）预测今年经济前景将小幅改善：GDP 增速较 6 月的预测上调 0.2 个百分点，失业率、PCE 和核心 PCE 通胀保持不变。展现出“强经济和弱就业”并存的特征。长期来看，降息路径预测与未来两年经济预测存在一定矛盾，失业率下调，而整体和核心通胀路径略有上调。

在谈到劳动力市场时，鲍威尔形容目前存在一种“奇特的平衡”：移民

政策减少了劳动力供给，而经济放缓则压低了劳动力需求。当前失业率温和上升，意味着需求减弱速度快于供给，这也成为此次降息的原因之一。在聚焦劳动力市场风险的同时，鲍威尔表示美联储有“责任”确保由关税推动的暂时性通胀不会演变为长期效应。未来是否进一步降息将“逐次会议”决定，并强调即便短期侧重劳动力市场，美联储依然会密切监测通胀指标。

二、政治影响：美联储独立性遭受威胁

市场已无法再忽视政治因素。9 月议息会议前，特朗普政府试图罢免美联储官员莉萨·库克（Lisa Cook），并任命忠于政府的成员进入美联储，对其独立性构成了前所未有的威胁。

美联储官员米兰的任职，便预示了这一潜在趋势。在就职不足 48 小时后，他便在美联储决议中投下反对票，支持特朗普主张的大幅降息。在点阵图中，他倾向本次降息 50bp、10 月降息 50bp、12 月降息 50bp，使得他对年底利率的预测比其他官员低了 75 bp。

尽管米兰的鸽派票型目前影响有限，但若后续特朗普政府进一步干预美联储人事任命，可能会对美联储独立性带来持续性影响，削弱政策公信力，对美国经济与金融市场稳定构成潜在冲击。

三、利率政策：幅度增加但两极分化严重

美联储官员对 2025 年降息预测的分歧仍存，降息次数中位数从 6 月的两次，上调至包含本次降息后的三次。在 19 位官员中，7 位官员预计今年不会再降息，2 位官员预计只会再降一次，9 位官员预计还会再降两次。相较往年，美联储官员的预测差异明显扩大，这种分歧极为罕见。若不计米兰的投票，中位数预测较 6 月多了一次 25 bp 的降息，2026 年和 2027 年的中位数也相应下调了 25 bp，显示两年各有一次降息。总体来看，点阵图的变化反映了美联储的分歧，以及对数据高度依赖的决策特征。

鉴于未来几年通胀大概率回落，而失业率维持略高水平，大多数官员将

支持进一步降息。然而，美联储在利率调整的速度上存在明显分歧。这意味着近期利率调整将对新公布的数据尤其敏感，尤其是劳动力市场数据。

四、前瞻：年内持续降息

鉴于今年经济前景存在较大的不确定性，货币政策前景可能会随时变化。美联储和市场会继续监测各项经济数据以及关税传导到通胀的进一步证据。鉴于失业率可能将稳步上升，预测美联储将在 10 月和 12 月各再降息 25 bp，在明年将利率调整至中性水平（3.25%-3.50%）。

美债方面，预计经济增速会放缓但不会陷入全面衰退，“快速降息说”在短期内难以持续，长端利率未来可能会被推升，趋势上将继续维持高位震荡走势。收益率曲线因市场预期美联储降息以及对美国财政前景和美联储独立性担忧而显著陡峭化，2s10s 与 5s30s 曲线在达到峰值前或仍有约 15-20bp 的陡峭化空间。

美元方面，短期多空交织，年内预计维持震荡走势，波动区间在 95-103 之间。在“美降欧停”的货币政策格局下，利差将对美元构成压制。但考虑到市场定价相对充分，叠加美国经济韧性和再通胀前景，将对美元形成支撑，进一步下行空间有限。中长期看美元仍处 2008 年以来的牛市当中，但也需关注美联储的独立性问题，若市场的担忧情绪占据上风，可能会制约美元表现。

黄金方面，牛市未完，投资者可继续持有。一是央行购金趋势并未看到逆转，货币属性对黄金利多。二是美联储降息周期再次开启，叠加市场对联储独立性的担忧，金价易涨难跌。不过客观来说，黄金估值已经创下历史新高，建议投资者采取定投或“小跌小买，大跌大买”的策略。

美股方面，预计继续震荡上行。美联储降息有利于市场流动性的增加。然而，当前美股估值偏高，在美联储温和宽松下，预计估值可以维持在高位，但难以达到更高的水平。而美股企业盈利表现强劲，盈利预测也在边际好转。

因此，未来美股上行的主要动力来自企业盈利增长而非估值提升，上涨斜率将趋缓。策略上，维持对美股的标配建议，结构上均衡配置。

(评论员：谭卓 陈峤 陈诚 全奕)

表 1：2025 年 9 月美联储议息会议

		市场预测	实际	前值
联邦基金利率上限	9 月 17 日	4.25%	4.25%	4.50%
联邦基金利率下限	9 月 17 日	4.00%	4.00%	4.25%
准备金余额利率	9 月 18 日	4.15%	4.15%	4.40%
联储逆回购利率	9 月 18 日	--	4.00%	4.25%
2025 年点阵图中位数	9 月 17 日	3.875%	3.625%	3.875%
2026 年点阵图中位数	9 月 17 日	3.375%	3.375%	3.625%
2027 年点阵图中位数	9 月 17 日	3.125%	3.125%	3.375%
2028 年点阵图中位数	9 月 17 日	3.125%	3.125%	--
长期点阵图中位数	9 月 17 日	3.000%	3.000%	3.000%

资料来源：美联储、招商银行研究院、招商银行纽约分行