

2025 年 9 月 19 日

全球宏观

预防式降息下的谨慎平衡—美联储 9 月 FOMC 会议点评

美联储 9 月 FOMC 会议如期降息 25 基点至 4.00%-4.25% 区间，我们认为，此次降息仍是一次典型的预防式降息操作：

李少金

Evan.Li@bocomgroup.com
(852) 3766 1849

- ④ 与上年 9 月不同，彼时因美国劳动力市场急剧恶化甚至触发“萨姆规则”大幅降息，而当前劳动力市场虽有放缓，但风险总体可控，且政策利率的限制性已较上年显著缓解。同时，当前就业降温主要源于限制移民政策导致的供需双弱格局，低失业率更多体现为一种“弱平衡”，因而大幅降息较难带来就业市场的快速改善。
- ④ 劳动力市场是主要考量，美联储当前的政策体现出对通胀短期上行风险的适度容忍。对关税引发持续通胀螺旋的担忧有所减弱，且美联储官员普遍认同将关税政策影响视为“一次性”价格上涨的观点，也为其更专注于就业目标提供了支撑。与此同时，近期劳动力市场的降温，本身对通胀具有一定的抑制作用，工资增长的放缓有助于缓解成本推动型通胀压力。也正是基于这种判断，美联储认为当前可以在防范就业风险的同时，适度容忍通胀的短期波动。
- ④ 点阵图显示降息存在较大分歧。虽然点阵图中位数显示，年内美联储仍存在两次降息，但在 19 位票委中，10 位支持降息 2 次及以上，而 9 位票委支持 2 次以下，其中 6 位认为年内无需再降息。尽管如此，当前的美联储仍较为团结，9 月利率声明中仅有斯蒂芬米兰投出了唯一的反对票，而此前相对鸽派的鲍曼、沃勒（均为特朗普提名的理事，且沃勒被视为下任美联储主席的有力竞争者）并没有投反对票，白宫方面的施压和影响暂时有限。
- ④ 美联储 2025 年 9 月经济预测传递出乐观经济前景：最新预测摘要上调了美国 2025 年、2026 年和 2027 年的 GDP 预测，同时下调未来两年的失业率预期，仅略微上调了通胀预测。考虑到 2026、2027 年“大而美法案”带来的“宽财政”预期，上调经济增速预测具有一定合理性，以及潜在的进一步降息都将为美国经济增长提供支撑，也意味着未来两年的降息空间可能相当有限。

总体而言，我们维持此前观点，美联储 9 月重启降息并不意味着连续降息周期的开启。在中性利率上升到 3% 左右的水平后，当前的降息空间仅有 4-5 次。尽管利率期货市场、主流的预测网站仍显示 10、12 月可能会各降息一次，但我们认为对于降息预期仍需谨慎，特别是当前美国经济仍有韧性，且短期通胀上行风险的压力仍较大。如未有出现劳动力市场的意外下行，我们认为，年内降息可能仅有一次，且不降息的情形仍存。

美联储预防式降息的逻辑

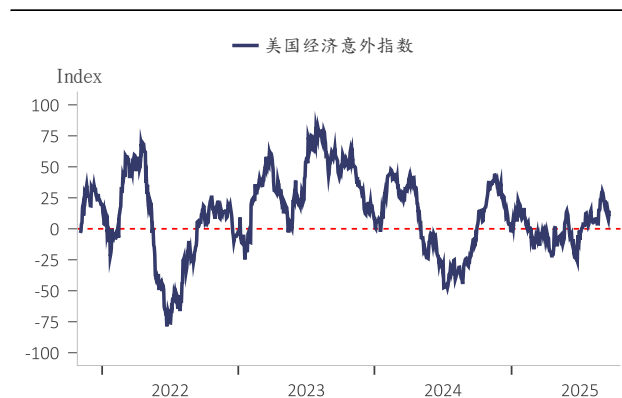
美联储今年9月25基点降息符合市场预期，作为一次典型的预防式降息，旨在防范经济下行，特别是劳动力市场的风险。相较于2024年3季度面临经济指标显著走弱，劳动力市场急速降温，甚至“萨姆规则”被触发的情形，当前美国经济环境明显好于上年同期水平，且劳动力市场虽有隐忧，但远未达到危机程度。不仅如此，当前4.25%-5.5%的政策利率水平相比上年同期已降低100个基点，货币政策的限制性程度明显缓解，也为美联储提供了更大的操作空间和容错余地。

图表 1：2024 年 9 月曾一度触发“萨姆规则”



资料来源：Macrobond，交银国际

图表 2：当前美国经济意外指数明显高于上年同期



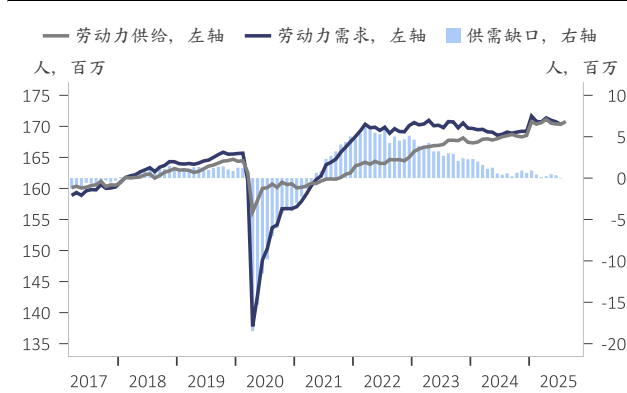
资料来源：Macrobond，交银国际

劳动力市场成为政策锚点

正如我们此前[杰克逊霍尔点评报告](#)所强调的，劳动力市场已成为美联储短期政策制定的主要考量因素。尽管失业率仍处于历史低位，但美国非农就业增长仍在放缓。截至到8月的非农数据来看，三个月平均就业增长从6月会议时的15万人大幅下调至8月的2.9万人。不仅如此，劳动力市场频繁经历下修，且年度基准修订下修了90万人的非农就业，统计模型误差以及劳工部局长更换均增加了外部噪音，使得美联储当前的数据路径依赖难度增大。

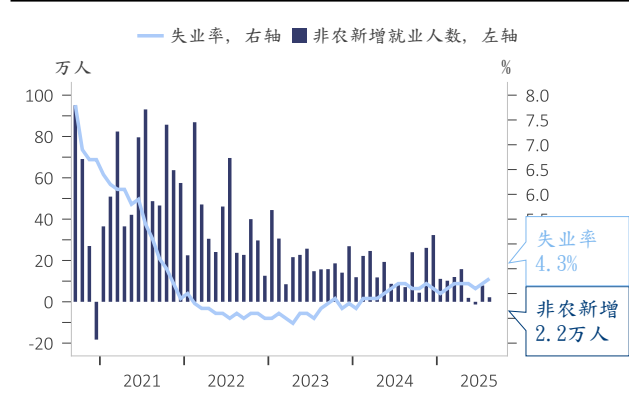
然而，不同于2024年，当前美国劳动力市场的降温具有明显结构性特征，特别是特朗普新政府执政以来限制移民政策，导致供需双弱格局，使得当前的低失业率更多体现为一种“弱平衡”状态，即劳动参与率下降一定程度上限制了失业率的快速上行。因此，即便当前大幅降息50基点，也较难迅速带来就业市场的实质性改善，反而可能引发通胀的意外上行。因此，相对温和的降息幅度可能是美联储较好的选择。

图表 3：美国劳动力市场呈现供需双弱格局



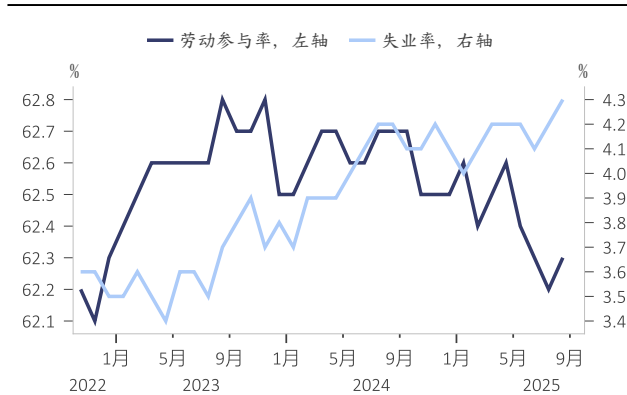
资料来源：Macrobond，交银国际

图表 4：美国低失业率下的弱平衡



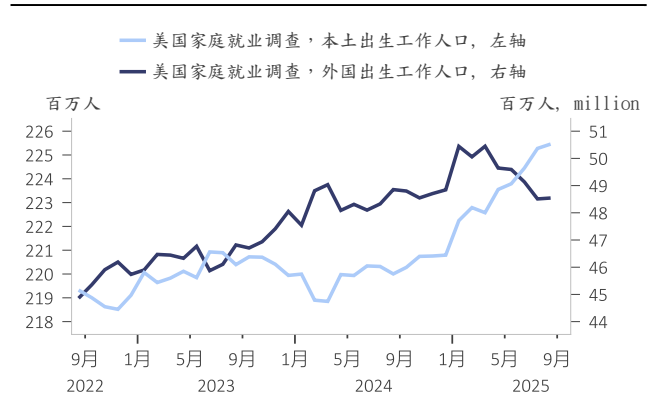
资料来源：Macrobond，交银国际

图表 5：美国劳动参与率走低



资料来源：Macrobond，交银国际

图表 6：美国移民就业减少

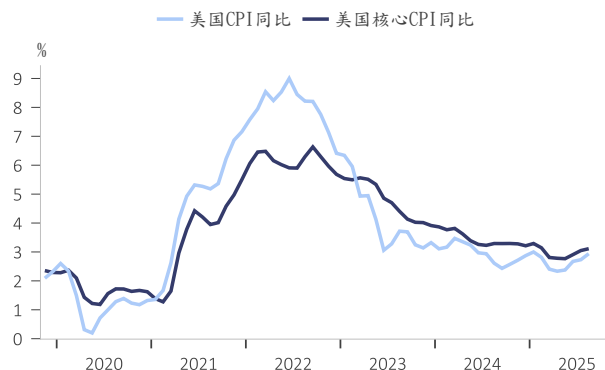


资料来源：Macrobond，交银国际

另一方面，美联储当前的政策体现出对通胀短期上行风险的适度容忍，关税政策的影响仍是通胀预期的重要变量，但鲍威尔在新闻发布会上暗示，对关税引发持续通胀螺旋的担忧有所减弱，且美联储官员普遍认同将关税影响视为“一次性”价格上涨的观点，也为其更专注于就业目标提供了支撑。

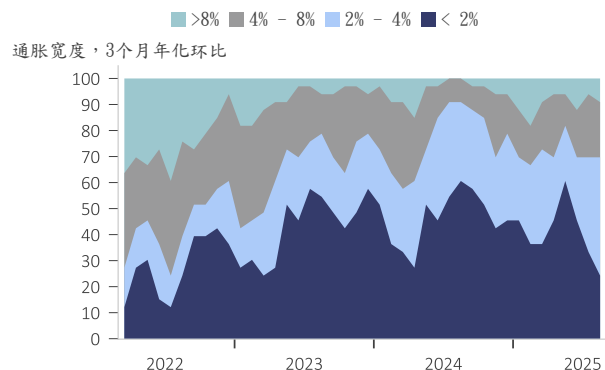
与此同时，近期劳动力市场的降温本身对通胀具有一定的抑制作用，工资增长的放缓有助于缓解成本推动型通胀压力。也正是基于这种判断，美联储认为，当前可以在防范就业风险的同时，适度容忍通胀的短期波动。

图表 7：关税政策带来的滞后影响尚未明显显现



资料来源：Macrobond，交银国际

图表 8：美国通胀宽度似乎已有所扩大



资料来源：Macrobond，交银国际

点阵图显示降息存在较大分歧，经济预测呈现乐观基调

9 月 FOMC 会议点阵图清晰地反映出美联储内部对后续政策路径仍存在较大分歧，政策的不确定性仍较高。虽然点阵图中位数显示年内仍存在两次降息，但在 19 位票委中，10 位支持降息 2 次及以上，而 9 位票委支持 2 次以下，其中 6 位认为年内无需再降息。

尽管如此，当前的美联储仍较为团结。尽管近期有较多事件发生，如特朗普指定的争议较大的新任理事斯蒂芬米兰快速加入到 9 月议息会议中来，以及罢免丽萨库克的风波暂息，但 9 月利率声明中，仅有斯蒂芬米兰投出了唯一的反对票，其支持更大幅度的 50 基点降息，而此前相对鸽派的鲍曼、沃勒（均为特朗普提名的理事，且沃勒被视为下任美联储主席的有力竞争者）并没有投反对票，则反映了美联储的专业性和独立性，白宫的施压和影响暂时有限。

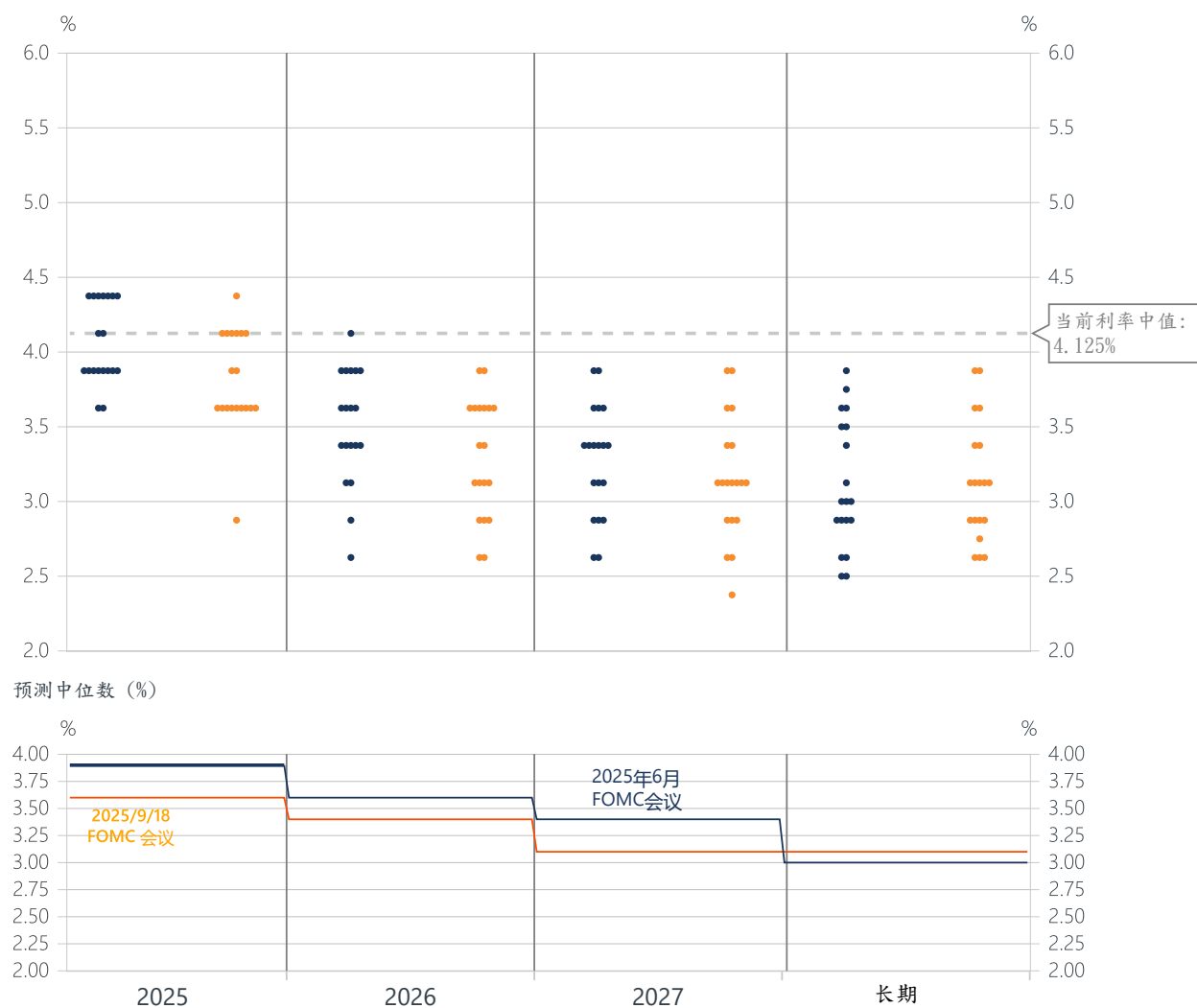
美联储 2025 年 9 月经济预测传递出乐观经济前景。最新预测摘要上调了美国 2025 年、2026 年和 2027 年的 GDP 预测，同时下调了未来两年的失业率预期，仅略微上调了通胀预测。考虑到 2026、2027 年“大而美法案”带来的“宽财政”的预期，上调美国经济增长预测具有一定合理性，以及潜在的进一步降息都将为美国经济增长提供支撑，也意味着未来两年的降息空间可能相当有限。

图表 9：美联储 2025 年 9 月美国经济预测 (Summary of Economic Projections)

	预测年份	2024 年 12 月	2025 年 3 月	2025 年 6 月	2025 年 9 月
实际 GDP 增速(%)	2024	2.5			
	2025	2.1	1.7	1.4	1.6
	2026	2.0	1.8	1.6	1.6
	2027	1.9	1.8	1.8	1.9
	长期	1.8	1.8	1.8	1.8
失业率(%)	2024	4.2			
	2025	4.3	4.4	4.5	4.5
	2026	4.3	4.3	4.5	4.4
	2027	4.3	4.3	4.4	4.3
	长期	4.2	4.2	4.2	4.2
PCE 通胀 (%)	2024	2.4			
	2025	2.5	2.7	3.0	3.0
	2026	2.1	2.2	2.4	2.6
	2027	2.0	2.0	2.1	2.1
	长期	2.0	2.0	2.0	2.0
核心 PCE 通胀(%)	2024	2.8			
	2025	2.5	2.8	3.1	3.1
	2026	2.2	2.2	2.4	2.6
	2027	2.0	2.0	2.1	2.1
联邦基金目标利率(%)	2024	4.4			
	2025	3.9	3.9	3.9	3.6
	2026	3.4	3.4	3.6	3.4
	2027	3.1	3.1	3.4	3.1
	长期	3.0	3.0	3.0	3.0

资料来源：美联储，交银国际 *蓝色表示上调预测，灰色表示下调预测

图表 10：美联储 9 月 FOMC 会议点阵图



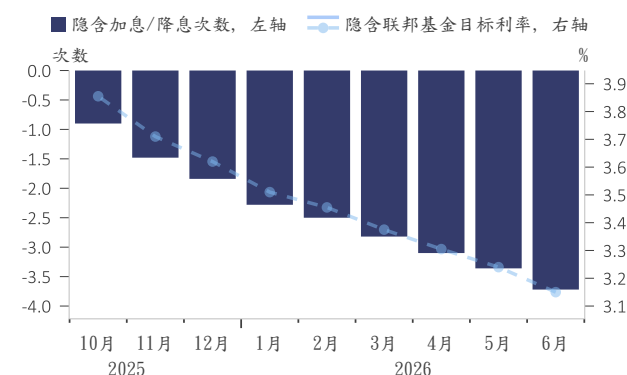
资料来源：美联储，交银国际

基准情形下，年内可能仅有一次降息

鲍威尔在新闻发布会上展现出谨慎基调，相较于 8 月杰克逊霍尔会议释放的明确降息信号有所收敛。在鲍威尔任期仅剩数月的关键时刻，维护美联储独立性也是其职业声誉的重要考量。通过强调“风险管理”，鲍威尔试图在满足经济需要的同时，保持政策的专业性和独立性。

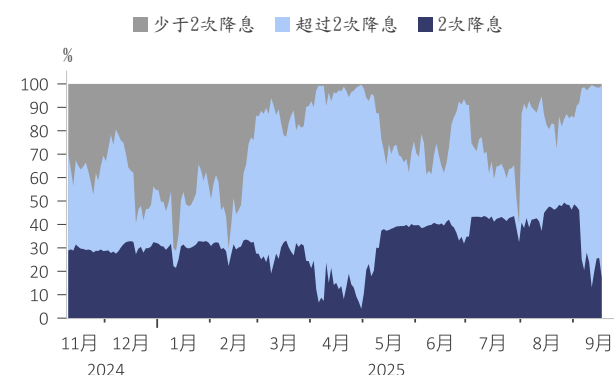
总体而言，我们重申此前观点，美联储 9 月重启降息并不意味着连续降息周期的开启。在中性利率上升到 3% 左右的水平后，当前的降息空间仅有 4-5 次。尽管利率期货市场、主流的预测网站仍显示 10、12 月可能会各降息一次，但我们认为对于降息预期仍需谨慎，特别是当前经济仍有韧性，且短期通胀上行风险的压力仍较大的情形下。如未有出现劳动力市场的意外下行，我们认为 2025 年内降息可能仅有一次，且仍存不降息的情形。

图表 11：市场预期年内仍将降息 2 次



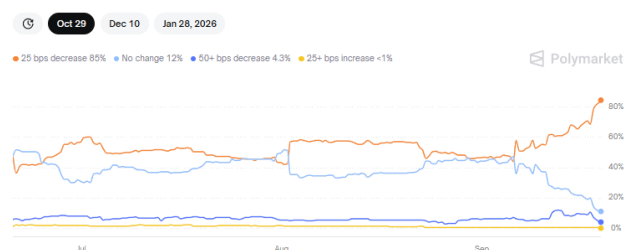
资料来源：Macrobond，交银国际

图表 12：降息 2 次的概率分布



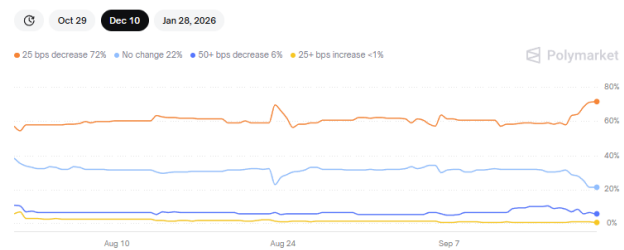
资料来源：Macrobond，交银国际

图表 13：主流预测网站显示，今年 10 月会降息一次...



资料来源：Polymarket，交银国际

图表 14：...今年 12 月仍会降息一次



资料来源：Polymarket，交银国际

交銀國際

香港中环德辅道中 68 号万宜大厦 9 楼

总机: (852) 3766 1899 传真: (852) 2107 4662

评级定义

分析员个股评级定义：

买入：预期个股未来12个月的总回报**高于**相关行业。

中性：预期个股未来12个月的总回报与相关行业**一致**。

沽出：预期个股未来12个月的总回报**低于**相关行业

无评级：对于个股未来12个月的总回报与相关行业的比较，分析员**并无确信观点**。

分析员行业评级定义：

领先：分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现相对于大盘标杆指数**具吸引力**。

同步：分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现与大盘标杆指数**一致**。

落后：分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现相对于大盘标杆指数**不具吸引力**。

香港市场的标杆指数为**恒生综合指数**，A股市场的标杆指数为**MSCI 中国A股指数**，美国上市中概股的标杆指数为**标普美国中概股50（美元）指数**

分析员披露

本研究报告之作者，兹作以下声明：i) 发表于本报告之观点准确地反映有关于他们个人对所提及的证券或其发行者之观点；及ii) 他们之薪酬与发表于报告上之建议/观点并无直接或间接关系；iii) 对于提及的证券或其发行者，他们并无接收到可影响他们的建议的内幕消息/非公开股价敏感消息。

本报告之作者进一步确认：i) 他们及他们之相关有联系者【按香港证券及期货监察委员会之操守准则的相关定义】并没有于发表本报告之30个日历日前交易或买卖本报告内涉及其所评论的任何公司的证券；ii) 他们及他们之相关有联系者并没有担任本报告内涉及其评论的任何公司的高级人员（包括就房地产基金而言，担任该房地产基金的管理公司的高级人员；及就任何其他实体而言，在该实体中担任负责管理该等公司的高级人员或其同级人员）；iii) 他们及他们之相关有联系者并没有拥有于本报告内涉及其评论的任何公司的证券之任何财务利益。根据证监会持牌人或注册人操守准则第16.2段，“有联系者”指：i) 分析员的配偶、亲生或领养的未成年子女，或未成年继子女；ii) 某信托的受托人，而分析员、其配偶、其亲生或领养的未成年子女或其未成年继子女是该信托的受益人或酌情对象；或iii) 惯于或有义务按照分析员的指示或指令行事的另一人。

有关商务关系及财务权益之披露

交银国际证券有限公司及/或其有关联公司在过去十二个月内与交通银行股份有限公司、国联证券股份有限公司、交银国际控股有限公司、四川能投发展股份有限公司、光年控股有限公司、七牛智能科技有限公司、武汉有机控股有限公司、上海小南国控股有限公司、Sincere Watch (Hong Kong) Limited、地平线、多点数智有限公司、草姬集团控股有限公司、安徽海螺材料科技股份有限公司、北京赛目科技股份有限公司、滴普科技股份有限公司、Mirxes Holding Company Limited、山东快驴科技发展股份有限公司、佛山市海天调味食品股份有限公司、药捷安康（南京）科技股份有限公司、周六福珠宝股份有限公司、搜康视云制药有限公司、富卫集团有限公司、宜搜科技控股有限公司、广州银诺医药集团股份有限公司及劲方医药科技（上海）股份有限公司有投资银行业务关系。

交银国际证券有限公司及/或其集团公司现持有东方证券股份有限公司、光大证券股份有限公司及七牛智能科技有限公司的已发行股本逾1%。

免责声明

本报告之收取者透过接受本报告（包括任何有关的附件），表示并保证其根据下述的条件下有权获得本报告，并且同意受此中包含的限制条件所约束。任何没有遵循这些限制的情况可能构成法律之违反。

本报告为高度机密，并且只以非公开形式供交银国际证券的客户阅览。本报告只在基于能被保密的情况下提供给阁下。未经交银国际证券事先以书面同意，本报告及其中所载的资料不得以任何形式(i)复制、复印或储存，或者(ii) 直接或者间接分发或者转交予任何其它人作任何用途。

交银国际证券、其附属公司、关联公司、董事、关联方及/或雇员，可能持有在本报告内所述或有关公司之证券、并可能不时进行买卖、或对其有兴趣。此外，交银国际证券、其附属公司及关联公司可能与本报告内所述或有关的公司不时进行业务往来，或为其担任市场庄家，或被委任替其证券进行承销，或可能以受托人身份替客户买入或沽售其证券，或可能为其担当或争取担当并提供投资银行、顾问、包销、融资或其它服务，或替其从其它实体寻求同类型之服务。投资者在阅读本报告时，应该留意任何或所有上述的情况，均可能导致真正或潜在的利益冲突。

本报告内的资料来自交银国际证券在报告发行时相信为正确及可靠的来源，惟本报告并非旨在包含投资者所需要的所有信息，并可能受送递延误、阻碍或拦截等因子所影响。交银国际证券不明示或暗示地保证或表示任何该等数据或意见的足够性、准确性、完整性、可靠性或公平性。因此，交银国际证券及其集团或有关的成员均不会就由于任何第三方在依赖本报告的内容时所作的行为而导致的任何类型的损失（包括但不限于任何直接的、间接的、随之而发生的损失）而负上任何责任。

本报告只为一般性提供数据之性质，旨在供交银国际证券之客户作一般阅览之用，而非非考虑任何某特定收取者的特定投资目标、财务状况或任何特别需要。本报告内的任何资料或意见均不构成或被视为集团的任何成员作出提议、建议或征求购入或出售任何证券、有关投资或其它金融证券。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映交银国际证券或其集团的立场，亦可在没有提供通知的情况下随时更改，交银国际证券亦无责任提供任何有关资料或意见之更新。

交银国际证券建议投资者应独立地评估本报告内的资料，考虑其本身的特定投资目标、财务状况及需要，在参与有关报告中所述公司之证券的交易前，委任其认为必须的法律、商业、财务、税务或其它方面的专业顾问。惟报告内所述的公司之证券未必能在所有司法管辖区或国家或供所有类别的投资者买卖。

对部分的司法管辖区或国家而言，分发、发行或使用本报告会抵触当地法律、法则、规定、或其它注册或发牌的规例。本报告不是旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。本报告的发送对象不包括身处中国内地的投资人。如知悉收取或发送本报告有可能构成当地法律、法则或其他规定之违反，本报告的收取者承诺尽快通知交银国际证券。

本免责声明以中英文书写，两种文本具同等效力。若两种文本有矛盾之处，则应以英文版本为准。

交银国际证券有限公司是交通银行股份有限公司的附属公司。