

【事件】

北京时间 9 月 18 日，美联储公开市场委员会（FOMC）公布最新利率决议，宣布降低联邦基金利率 25 基点至 4%-4.25% 区间。决议公布后，美联储主席鲍威尔出席记者会回答记者提问。

【点评观点】

➤ 决议文本显示美联储对于就业的关注程度增加，但是仍然强调通胀处于相对高位水平

本次决议文本主要的修改有两处，集中于强调就业出现了放缓，但仍然表达对于通胀风险的关注。

首先，决议文本开头删除了关于净出口的影响，改为“就业增速减缓，失业略有上升，但仍处于低位。通胀有所回升且仍然偏高。”这一修改暗示美联储已改变对于关税的看法，认为关税对于通胀的影响可能已经有所减弱，不过仍然强调了当前通胀水平处于较高位置，整体来说此处修改偏向鸽派。

第二处修改是在经济前景的表述方面增加“认为就业方面的下行风险有所上升”，再一次强调当前美国经济由于就业疲软带来的风险。

总体看，本次决议最突出的特征是留有余地的转向。转向体现在降低对于关税导致通胀反弹的担忧，同时在其“维持就业与通胀平衡的双重使命”中将权重更多放在就业方面，这与今年以来一直维持的更关注通胀反弹风险的情况发生了明显改变。而有余地的地方在于美联储依然维持了当前通胀仍然偏高的观点，并不愿意给予市场美联储将大幅修改利率政策的信号，但这也给后续美联储宽松政策留出更多空间。

➤ 点阵图显示美联储官员普遍转向鸽派，明年降息路径尚未清晰

本次点阵图显示，多数 FOMC 委员仍预计年内降息 3 次共计 75 基点（按照 25 基点一次 10 月与 12 月都将降息），与市场此前的预期一致。19 位官员中，有 1 位官员认为年内应加息 1 次，有 6 位官员认为年内不再降息（6 月为 2 位），有 2 位官员认为年内应再降息 25 个基点，即再降息 1 次（6 月为 8 位），有 9 位官员认为 2025 年应再降息 50 个基点，

研究部

姓名：张思达

SFC：基点 T227

电话：0755-21519179

Email: zhangsd@gyzq.com.hk

即再降息 2 次（6 月为 2 位），有 1 位官员认为 2025 年应再降息 125 个基点，即年内至少有两次 50 个基点或以上的降息。

根据点阵图中位数（从上往下数第十个点为中位数）信息，2025 年年底利率将位于 3.5%-3.75% 区间，2026 年年底位于 3.25%-3.5% 区间。26 年及之后年份的点阵图显示美联储官员分歧相对较大，缺乏明确的降息路径，但是整体来说降息的趋势仍然较为明显。

FOMC 对于经济数据的预测方面：

- 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%）。2028 年底失业率预期中值为 4.2%。
- 2025、2026、2027 年底 PCE 通胀预期中值分别为 3.0%、2.6%、2.1%（6 月预期分别为 3.0%、2.4%、2.1%）。2028 年底 PCE 通胀预期中值为 2.0%。
- 2025、2026、2027 年底核心 PCE 通胀预期中值分别为 3.1%、2.6%、2.1%（6 月预期分别为 3.1%、2.4%、2.1%）。2028 年底核心 PCE 通胀预期中值为 2.0%。
- 2025、2026、2027 年底 GDP 增速预期中值分别为 1.6%、1.8%、1.9%（6 月预期分别为 1.4%、1.6%、1.8%）。2028 年底 GDP 增速预期中值为 1.8%。

本次经济预测继续加大了对未来经济不确定性的预期，但是担忧美国可能出现经济增速放缓的委员人数没有增多，同时对于失业率的预测整体保持平稳。另外可以看到虽然预测中 FOMC 委员对于通胀反复的担忧仍然在一定程度上存在，但较上一次来说也并没有出现显著的担忧加剧的情况。整体来说委员会成员对于当前美国经济中的风险更趋于平衡，对于通胀的担忧程度有一定的边际改善，相信这种预测上的转变也是本次美联储最终决定降息的重要原因。

➤ 鲍威尔记者会：降息是风险管理，强调美联储独立性

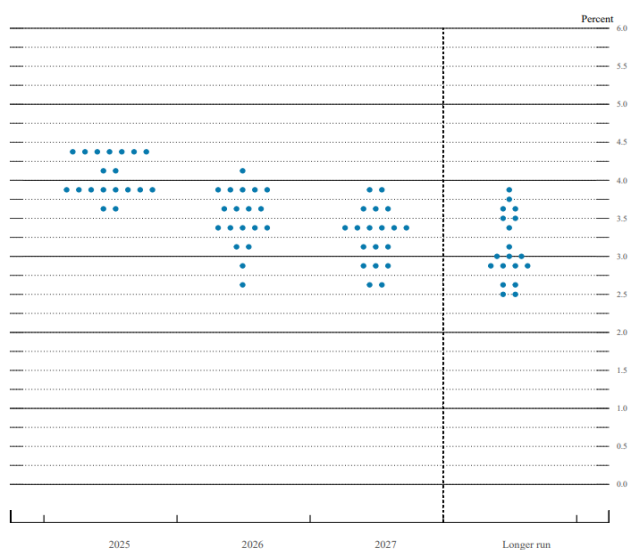
以下是本次美联储主席鲍威尔的记者会要点：

- 利率前景：此次降息是一次风险管理降息，没有必要快速调整利率。将逐次会议作出决策，关注数据。劳动力市场的下行风险是今天决定的重点。（声调与决议文本的倾向一致，美联储开始更多关注就业，但目前就业情况还未到需要大幅降息的时候，而通胀风险仍然存在，因此缓步降息是相对合理的路径。）
- 通胀前景：通胀近期有所上升，仍略微偏高。8月份整体PCE同比或上涨2.7%，核心PCE较去年同期上涨2.9%。通胀风险倾向上行。基准情景是关税对通胀的影响是短暂的。关税对核心PCE物价指数贡献0.3-0.4个百分点。（明确美联储对于关税立场的转向，这一转向为美联储本次降息消除了最大的障碍。）
- 经济前景：经济增速有所放缓，主要反映出消费者支出减速。关税转嫁至消费者的情况已经出现，但比预期的要小。劳动力市场面临下行风险。年度就业数据修订几乎完全符合预期，修订后的就业数据意味着劳动力市场不再稳固。（强调劳动力市场的下行，符合决议文本的内容）
- 就业前景：劳动力市场仍然处于平衡状态，下行风险显然存在。
- 关税影响：大多数对有效关税税率的预估变化不大；合理推测关税对通胀的影响是短暂的；核心通胀中有0.3%或0.4%来自关税；现在评估关税影响为时尚早。
- 政治因素：坚定致力于美联储的独立性。在回应米兰对利率决议的影响时表示，单个投票成员能够产生影响的唯一方式是提出极具说服力的论点。没有考虑以其他方式纳入“第三使命”。（当前美联储在政策与人事方面受到美国总统特朗普的强力施压，在此压力下鲍威尔多次强调美联储独立性，这意味着在年内降息完成后，在明年新任美联储主席就任之前的时间里，FOMC内部对于未来货币政策的方向或将难以有更清晰的路径。在就业等经济数据未出现显著风险的情况下美联储或再次出现暂停降息的情况。）

➤ 观点：年内 75 基点的降息是基准情形，明年政策路径需等待候任美联储上任

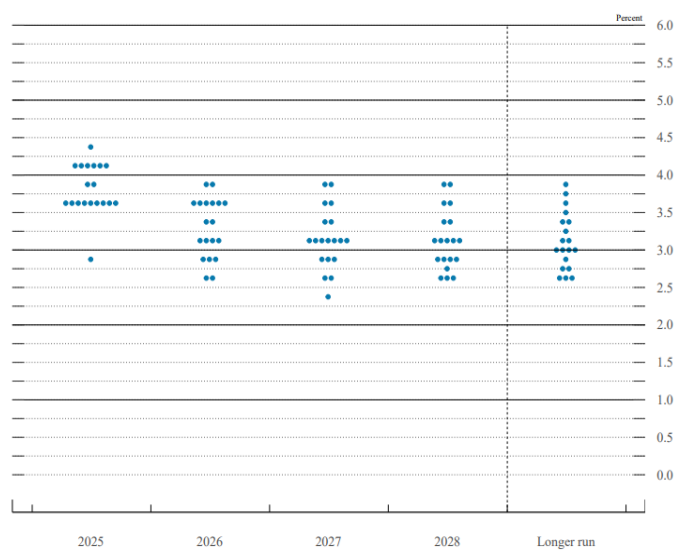
综合来看，鲍威尔记者会的声调与决议文本保持一致，是中性偏鸽派的，此次美联储 FOMC 会议的结果符合市场此前的预期。可以看到美联储本次最大的变化在于转变了对关税影响的看法，不再认为关税将给通胀带来长期的不确定性，我们认为这一转向是本次美联储可以降息的先决条件，这也意味着除非在接下来的几个月内通胀快速反弹且被证实是由于关税所引发，否则本次会议确定的年内 75 基点的“预防式降息”将是基准情形。劳动力市场方面从鲍威尔的表述来看未来美联储担忧的可能是在诸多影响因素下出现的疲软，但尚未看出将有大幅度下行的可能，这也是当前美联储更倾向于渐进式降息的原因。不过虽然年内降息路径基本确定，但是明年的降息路径受到经济不确定性以及美联储主席换届的影响，目前尚未清晰，而鲍威尔本次也未透露相关信息。从政策面来看，年内海外市场都将面临相对宽松的利率环境，而明年年初至美联储主席换届这段时间，市场或更多关注美联储的候任主席人选。按照当前美国总统特朗普的态度，候任美联储主席或将更具有鸽派倾向，在此期间市场或围绕美联储独立性担忧与新任美联储主席带来的降息预期进行博弈。

图 1：6 月份点阵图显示支持年内降息 2 次的人数较支持年内不降息的人数仅多出一人，FOMC 内部分期较大



资料来源：FED、国元证券经纪(香港)整理

图 2：9 月份 FOMC 内部分期缩小，官员普遍更偏向鸽派，利率预期中位数下移

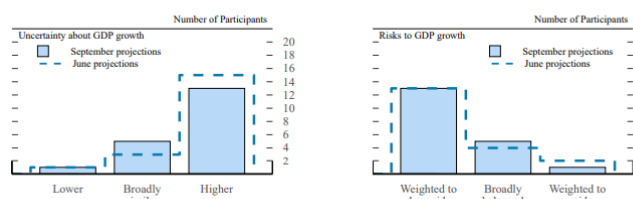


资料来源：FED、国元证券经纪(香港)整理

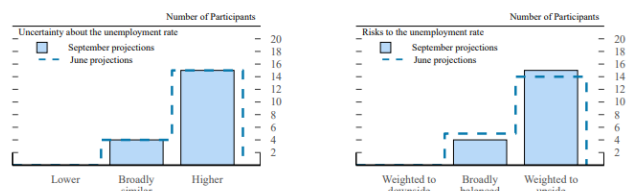
图 3：与会者认为 GDP 增速仍然将有不确定性

图 4：更多与会者认为失业率或有更高的上行风险

FOMC participants' assessments of uncertainty and risks around their economic projections



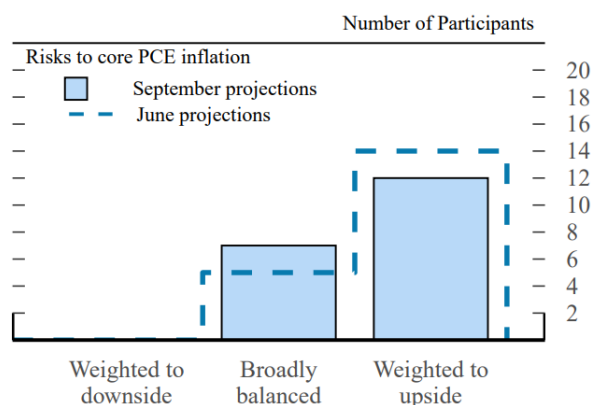
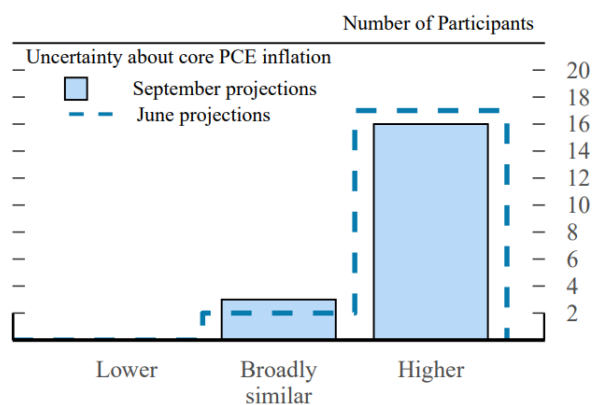
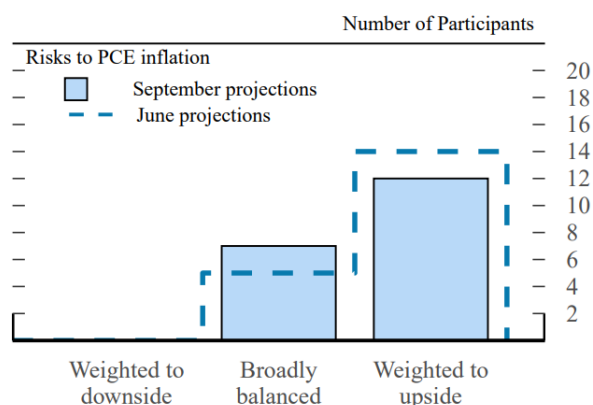
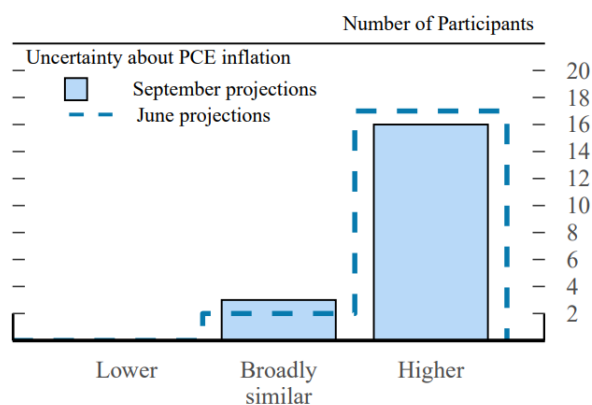
FOMC participants' assessments of uncertainty and risks around their economic projections



资料来源：FED、国元证券经纪(香港)整理

资料来源：FED、国元证券经纪(香港)整理

图 5：认为通胀具有反弹风险的与会者减少，但是多数仍然认为具有更高不确定性



资料来源：FED、国元证券经纪(香港)整理

免责声明

一般声明

本报告由国元证券经纪（香港）有限公司（简称“国元证券经纪（香港）”）制作，国元证券经纪（香港）为国元国际控股有限公司的全资子公司。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国元证券经纪（香港）及其关联机构对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成对买卖任何证券或其他金融工具的出价或征价或提供任何投资决策建议的服务。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐或投资操作性建议。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，自主审慎做出决策并自行承担风险。投资者在依据本报告涉及的内容进行任何决策前，应同时考虑各自的投资目的、财务状况和特定需求，并就相关决策咨询专业顾问的意见对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国元证券经纪（香港）及/或其关联人员均不承担任何责任。

本报告署名分析师与本报告中提及公司无财务权益关系。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，国元证券经纪（香港）可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

本报告署名分析师可能会不时与国元证券经纪（香港）的客户、销售交易人员、其他业务人员或在本报告中针对可能对本报告所涉及的标的证券或其他金融工具的市场价格产生短期影响的催化剂或事件进行交易策略的讨论。这种短期影响的分析可能与分析师已发布的关于相关证券或其他金融工具的目标价、评级、估值、预测等观点相反或不一致，相关的交易策略不同于且也不影响分析师关于其所研究标的证券或其他金融工具的基本面评级或评分。

国元证券经纪（香港）的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。国元证券经纪（香港）没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国元国际控股有限公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见不一致的投资决策。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。

分析中所做的预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本报告提供给某接收人是基于该接收人被认为有能力独立评估投资风险并就投资决策能行使独立判断。投资的独立判断是指，投资决策是投资者自身基于对潜在投资的目标、需求、机会、风险、市场因素及其他投资考虑而独立做出的。

特别声明

在法律许可的情况下，国元证券经纪（香港）可能与本报告中提及公司正在建立或争取建立业务关系或服务关系。因此，投资者应当考虑到国元证券经纪（香港）及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。

本报告的版权仅为国元证券经纪（香港）所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

分析员声明

本人具备香港证监会授予的第四类牌照——就证券提供意见。本人以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

国元国际控股有限公司
香港中环康乐广场8号交易广场三期17楼
电 话：(852) 3769 6888
传 真：(852) 3769 6999
服务热线：400-888-1313
公司网址：<http://www.gyzq.com.hk>