

9 月 FOMC 会议：如何理解鲍威尔的“风险管理式”降息



杨见一 分析师
Email: yangjianyi@lczq.com
证书: S1320525050001



沈夏宜 分析师
Email: shenxiayi@lczq.com
证书: S1320523020004

核心观点：

9 月 17 日，美联储宣布将联邦基金利率目标区间下调至 4.00%~4.25%，降幅 25bps，并继续推进缩表操作。尽管 9 月降息操作符合市场预期，但美联储会议声明和经济预期摘要的细节更耐人寻味。一是，尽管点阵图中位数显示美联储预期年内还有 2 次降息，但 2026 年降息幅度仅 1 次，且鸽派阵营人数减少，市场担忧美联储后续操作偏鹰。二是，虽然美联储会议声明与记者会发言直白地承认了就业市场降温，当前也因就业市场弱化而降息，但对美国经济增长和通胀的预期有所上升，指向后续降息空间有限。第三，鲍威尔将当前降息操作称为“风险管理式”降息，与市场理解的预防式降息存在一定区别，或更强调“边走边看”。

如何理解“风险管理式”降息？基于美国经济软着陆的基准假设，会前市场预期 9 月将会再次上演“预防式降息（insurance cut）”，但鲍威尔在记者会上称此次降息为“风险管理式降息（risk-management cut）”，与以往的预防式降息概念略有差别。我们理解，风险管理式降息仍是预防式降息的一种，二者的主要区别体现在经济是否出现实质性放缓迹象。预防式降息通常发生在经济仍在扩张的阶段，美联储因外部风险增加、增长动能减弱或利率处于限制性水平而提前降息。在操作上表现为小幅的政策宽松，主要目的是稳定预期、防范风险，如 2019 年、2024 年降息。当前情形的差异在于，美国新增就业大幅放缓，经济下行风险实质性增加。因此，尽管通胀反弹、增长并未显著放缓，美联储仍认为有提前干预的必要。相比预防式降息，此次风险管理式降息有更明确的目标，体现美联储对于就业市场的重视程度比市场预期的更高，也更容易因劳动力市场弱化而宽松。但同时，一旦就业市场的风险缓解或解除，美联储或将回归锚定通胀的政策决策，打压了持续降息的预期，较预防式降息更具灵活性。

经济预期：9 月会议声明落实劳动力市场弱化、通胀有所上行的现实。在经济前景判断方面，委员会对经济增长的表述维持“上半年有所放缓（moderated）”，同时强调了新增就业放缓（slowed）、失业率有所上升（edged up）但保持低位（remains low），并删去了就业市场保持稳健的表述。通胀方面，委员会增加了通胀有所上升的表述（moved up and remains elevated）。短期来看，美国就业市场放缓已成不争的事实，美联储不希望劳动力市场进一步恶化，尽管劳动力市场供需同步下降的“奇

相关报告

- 8 月经济数据点评：放缓趋势进一步延续
2025.09.17
- 8 月金融数据点评：内生性需求修复信号
仍待验证
2025.09.16
- 美国 8 月 CPI：通胀符合预期，静待降息
2025.09.15

怪”平衡导致失业率并未快速上升。中长期来看，虽然目前美国进口商承担了大部分关税价格压力，但美国通胀已经抬头，且关税的价格冲击大概率在中期兑现，届时将造成商品价格上涨。经济预期摘要所反映的情况与会议声明一致。9月SEP维持2025年PCE通胀和失业率预期不变，但下调了2026年失业率预期、上调了2026年PCE预期。另外，SEP上调了2025年经济增长的预期，从1.4%上调至1.6%，主要是基于对科技AI领域投资快速增长和消费维持韧性的乐观态度。

点阵图：特朗普提名的米兰（Stephen Miran）强烈鸽派，但鲍曼和沃勒两名委员意外支持降息25bps。本次会议仅特朗普推举的史蒂芬·米兰一人投出反对票，认为9月应当降息50bps。回顾7月FOMC会议，副主席鲍曼（Michelle Bowman）和理事沃勒（Christopher Waller）曾主张降息25bps，但在9月会议上却意外支持25bps的小幅降息。从点阵图来看，有一名成员认为2025年应当降息150bps，即三次50bps降息，市场猜测是新任理事米兰的意见。本次会议成员对短期内降息的判断基本一致（11名成员认为2025年应当降息50-75bps），但对远期的政策路径有较大分歧，2026年利率落点分散在2.5-4.0%。点阵图传达的信息给市场带来纠结。一方面，联储官员意见似乎“不够鸽派”，2026年降息空间非常有限——就算是极端鸽派的米兰，也只预期2026年再降息25bps。另一方面，美联储独立性仍然备受担忧，米兰的加入似乎正在预示2026年委员会分歧加深的情形，尽管米兰对当下的货币政策基本不构成影响。

记者会：鲍威尔记者发布会主要回应三方面内容。一是美联储在政治压力下能否保持独立性，尤其是在新任理事背景与白宫关系紧密的情况下。二是本次25bps降息背后的逻辑及未来政策路径的指引。三是就业与通胀风险的权衡取舍。

第一，美联储的独立性与政治环境。有记者提问新任理事（史蒂文·迈伦）与白宫的关系、总统和财政部长对美联储的批评，以及公众信任度下滑，是否会影响美联储的独立性。鲍威尔回应称，美联储文化的核心是基于数据做决策，委员会团结一致追求双重使命，不以政治考量作为框架。他强调美联储不会接受外部的政治指令，也不支持所谓的独立审查，但对建设性意见保持开放，并正在进行内部精简改革。

第二，市场高度关注货币政策取向与降息逻辑。多名记者追问为何选择小幅降息而非更大幅度降息，以及SEP点阵图分歧背后的政策含义。鲍威尔表示，本次降息属于风险管理式降息，是在就业风险上升背景下向中性利率移动，并非开启大幅宽松周期。他强调政策不设固定路径，而是“逐次会议”依赖数据调整。点阵图对2026年利率落点的分散看法也反映了委员会内部对未来风险的分歧，但整体来说风险从通胀一边转向更平衡（就业风险边际增加，通胀风险边际下降）。

第三，就业与通胀的权衡。记者提到就业增长明显放缓、边缘群体失业率上升，以及关税推动商品通胀的双重压力。鲍威尔回应称，劳动力市场出现“供需双降”的情况，虽然失业率预测不变，但新增就业已低于维持稳定所需的水平，因此就业风险需要货币政策更多关注。与此同时，鲍威尔

仍判断关税带来的通胀是一次性冲击，美联储的责任是防止其转化为持续问题。SEP 显示 2028 年通胀预期回到 2%，长期通胀预期不变。

会议结束后，市场定价 10 月、12 月各降息 25bps。整体来看，鲍威尔在回应中保持了谨慎宽松的基调，虽然强调当前就业下行风险，预期连续 3 次降息，但同时坚持“边走边看”的谨慎态度，并未打开后续持续降息预期，在降息节奏上保持灵活。同时，鲍威尔强调美联储独立性，降低市场对于政治干预的担忧。当前市场基本充分定价 2025 年年内 3 次、总计 75bps 的降息。但是，鲍威尔的记者会发言使得市场对后续降息降低期待，降息交易有所放缓。会议结束当天，美股标普、纳指震荡回落，道琼斯收涨，美债收益率转升，美元走强。建议持续关注美国经济基本面，尤其是未来三个月就业与通胀风险的演绎情况。

风险提示：美联储货币政策超预期，美国经济下行超预期。

相关图表

图1 美联储 7-9 月 FOMC 会议声明措辞对比

内容	表述变化	9月FOMC会议声明	7月FOMC会议声明
经济情况	删除了进出口波动影响数据的表述，对上半年经济增长有所放缓的表述不变。新增就业放缓，失业率有所上升但保持低位，删去了就业市场稳健的表述。通胀有所上升并维持在稍高水平。	Recent indicators suggest that growth of economic activity moderated in the first half of the year. Job gains have slowed, and the unemployment rate has edged up but remains low. Inflation has moved up and remains somewhat elevated.	Although swings in net exports continue to affect the data, recent indicators suggest that growth of economic activity moderated in the first half of the year. The unemployment rate remains low, and labor market conditions remain solid. Inflation remains somewhat elevated.
风险和不确定性	认为经济前景的不确定性仍然较高，并且判断就业下行风险有所增加。	The Committee seeks to achieve maximum employment and inflation at the rate of 2 percent over the longer run. Uncertainty about the economic outlook remains elevated. The Committee is attentive to the risks to both sides of its dual mandate and judges that downside risks to employment have risen.	The Committee seeks to achieve maximum employment and inflation at the rate of 2 percent over the longer run. Uncertainty about the economic outlook remains elevated. The Committee is attentive to the risks to both sides of its dual mandate.
货币政策	决定下调政策目标利率区间25bps至4.0~4.25%。	In support of its goals and in light of the shift in the balance of risks, the Committee decided to lower the target range for the federal funds rate by 1/4 percentage point to 4 to 4-1/4 percent.	In support of its goals, the Committee decided to maintain the target range for the federal funds rate at 4-1/4 to 4-1/2 percent.
	在考虑进一步调整联邦基金利率时，委员会将仔细评估后续数据、经济前景演进以及风险平衡；删去了“幅度和时机”的表述。	In considering additional adjustments to the target range for the federal funds rate, the Committee will carefully assess incoming data, the evolving outlook, and the balance of risks.	In considering the extent and timing of additional adjustments to the target range for the federal funds rate, the Committee will carefully assess incoming data, the evolving outlook, and the balance of risks.
	保持缩表内容和速度不变，强调委员会致力于将通胀降至2%的目标水平。	The Committee will continue reducing its holdings of Treasury securities and agency debt and agency mortgage-backed securities. The Committee is strongly committed to supporting maximum employment and returning inflation to its 2 percent objective.	The Committee will continue reducing its holdings of Treasury securities and agency debt and agency mortgage-backed securities. The Committee is strongly committed to supporting maximum employment and returning inflation to its 2 percent objective.
	美联储保持“目标导向+数据依赖”的货币政策逻辑不变。	In assessing the appropriate stance of monetary policy, the Committee will continue to monitor the implications of incoming information for the economic outlook. The Committee would be prepared to adjust the stance of monetary policy as appropriate if risks emerge that could impede the attainment of the Committee's goals. The Committee's assessments will take into account a wide range of information, including readings on labor market conditions, inflation pressures and inflation expectations, and financial and international developments.	In assessing the appropriate stance of monetary policy, the Committee will continue to monitor the implications of incoming information for the economic outlook. The Committee would be prepared to adjust the stance of monetary policy as appropriate if risks emerge that could impede the attainment of the Committee's goals. The Committee's assessments will take into account a wide range of information, including readings on labor market conditions, inflation pressures and inflation expectations, and financial and international developments.
投票情况	除特朗普推荐的Stephen Miran外，其他成员对维持当前利率水平投赞成票。Miranda主张降息50bps。	Voting for the monetary policy action were Jerome H. Powell, Chair; John C. Williams, Vice Chair; Michael S. Barr; Michelle W. Bowman; Susan M. Collins; Lisa D. Cook; Austan D. Goolsbee; Philip N. Jefferson; Alberto G. Musalem; Jeffrey R. Schmid; and Christopher J. Waller. Voting against this action was Stephen I. Miran, who preferred to lower the target range for the federal funds rate by 1/2 percentage point at this meeting.	Voting for the monetary policy action were Jerome H. Powell, Chair; John C. Williams, Vice Chair; Michael S. Barr; Susan M. Collins; Lisa D. Cook; Austan D. Goolsbee; Philip N. Jefferson; Alberto G. Musalem; and Jeffrey R. Schmid. Voting against this action were Michelle W. Bowman and Christopher J. Waller, who preferred to lower the target range for the federal funds rate by 1/4 percentage point at this meeting. Absent and not voting was Adriana D. Kugler.

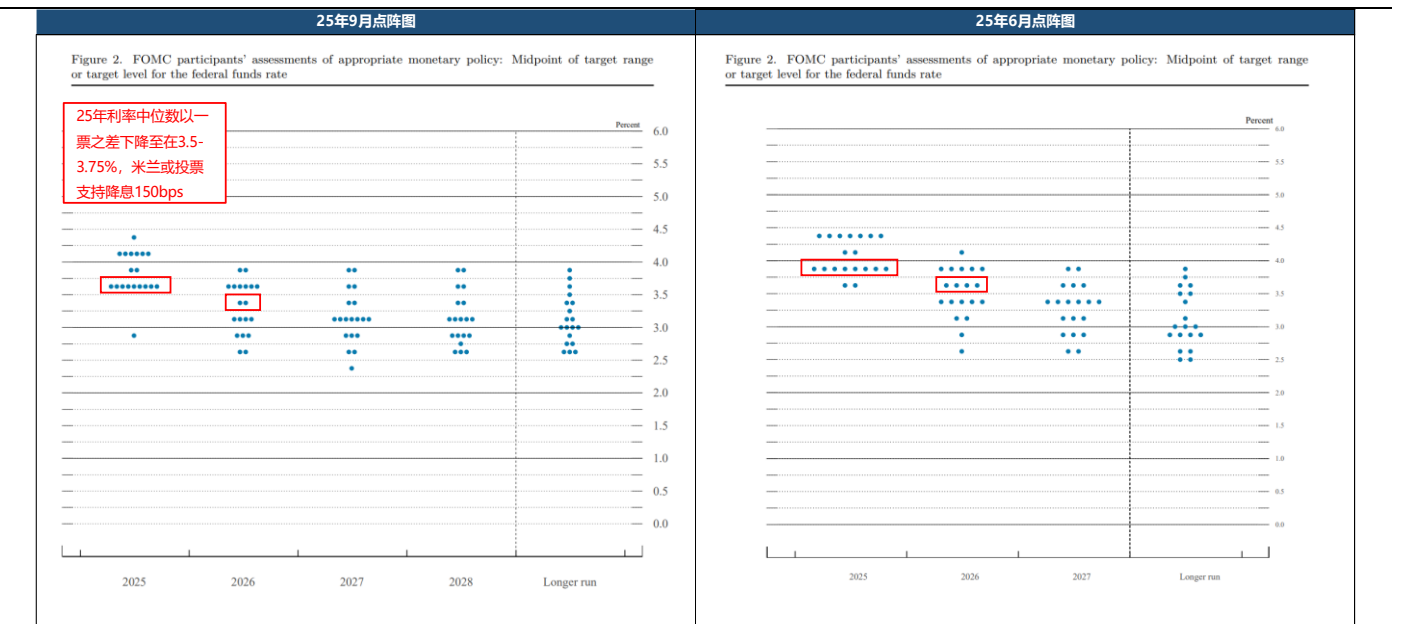
资料来源：美联储，联储证券研究院

图2 9月经济预期摘要（SEP）上调经济增长和通胀预期，下调联邦基金利率和失业率预期（%）

项目	GDP				失业率				PCE				核心PCE			联邦基金利率			
	2025	2026	2027	长期	2025	2026	2027	长期	2025	2026	2027	长期	2025	2026	2027	2025	2026	2027	长期
较上期变化	↑	↑	↑	-	-	↓	↓	-	-	↑	-	-	-	↑	-	↓	↓	↓	-
2025年9月	1.6	1.8	1.9	1.8	4.5	4.4	4.3	4.2	3.0	2.6	2.1	2.0	3.1	2.6	2.1	3.6	3.4	3.1	3.0
2025年6月	1.4	1.6	1.8	1.8	4.5	4.5	4.4	4.2	3.0	2.4	2.1	2.0	3.1	2.4	2.1	3.9	3.6	3.4	3.0
2025年3月	1.7	1.8	1.8	1.8	4.4	4.3	4.3	4.2	2.7	2.2	2.0	2.0	2.8	2.2	2.0	3.9	3.4	3.1	3.0

资料来源：美联储，联储证券研究院

图3 9月 FOMC 会议点阵图显示年内降息 50bps，2026 年降息 25bps



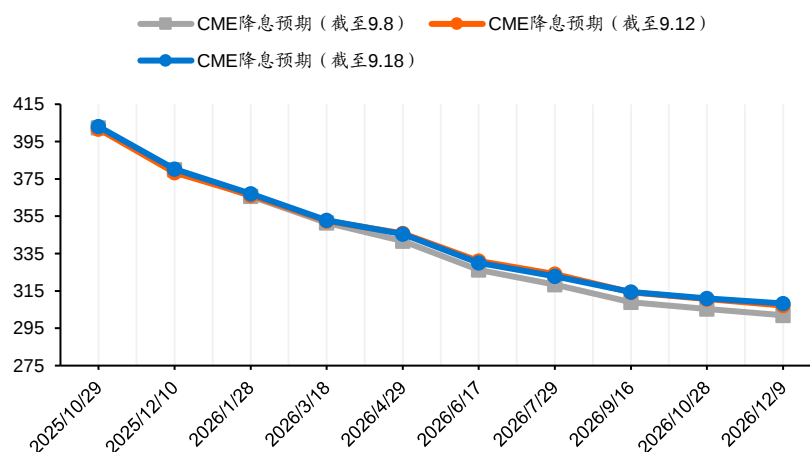
资料来源：美联储，联储证券研究院

图4 会议后市场定价 9 月不降息，10 月降息 25bps

	CME FEDWATCH TOOL - CONDITIONAL MEETING PROBABILITIES									
MEETING DATE	175-200	200-225	225-250	250-275	275-300	300-325	325-350	350-375	375-400	400-425
2025/10/29					0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	87.7%	12.3%
2025/12/10	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	81.6%	17.6%	0.9%
2026/1/28	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	41.5%	49.0%	9.1%	0.4%
2026/3/18	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	23.7%	45.8%	26.2%	4.1%	0.2%
2026/4/29	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	6.9%	30.1%	40.1%	19.8%	3.0%	0.1%
2026/6/17	0.0%	0.0%	0.0%	4.3%	21.3%	36.3%	27.5%	9.4%	1.2%	0.0%
2026/7/29	0.0%	0.0%	1.2%	9.2%	25.6%	33.8%	22.3%	7.0%	0.9%	0.0%
2026/9/16	0.0%	0.4%	4.0%	14.9%	28.5%	29.8%	17.0%	4.9%	0.6%	0.0%
2026/10/28	0.1%	0.9%	5.3%	16.6%	28.6%	28.2%	15.5%	4.3%	0.5%	0.0%
2026/12/9	0.1%	1.4%	6.6%	17.9%	28.6%	26.8%	14.2%	3.9%	0.5%	0.0%

资料来源：CME，联储证券研究院

图5 CME 降息路径变化 (bps)



资料来源：CME，联储证券研究院

风险提示

美联储货币政策超预期，美国经济下行超预期。

免责声明

联储证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。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，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，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。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“联储证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“联储证券研究院”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在 5%~10%之间
		中性	相对同期基准指数涨幅在 -5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 5%以上
	行业评级	看好	相对表现优于市场
		中性	相对表现与市场持平
		看淡	相对表现弱于市场

联储证券研究院

青岛

地址：山东省青岛市崂山区香港东路 195 号 8 号楼 11、15F
 邮编：266100

上海

地址：上海市浦东新区滨江大道 1111 弄 1 号中企国际金融中心 A 栋 12 层
 邮编：200135

北京

地址：北京市朝阳区安定路 5 号院北投投资大厦 A 栋 7 层
 邮编：100029

深圳

地址：广东省深圳市南山区沙河街道深云路 2 号侨城一号广场 28-30F
 邮编：518000