

“快降息”与“慢降息”

美联储 9 月议息会议点评

相关研究报告

《如何看待美债长期利率触顶》20231122
 《“平坦化”存款降息》20231217
 《房贷利率仍是长期利率焦点》20240225
 《利率债与房地产的均衡分析》20240331
 《新旧动能与利率定价》20240407
 《特朗普交易：预期与预期之外》20241124
 《低通胀惯性仍是主要矛盾》20250105
 《如何看待美国通胀形势》20250119
 《美国的赤字、储蓄率与利率》20250216
 《美国经济：失速还是滞胀？》20250330
 《美债成为贸易摩擦焦点》20250413
 《欧债对美债的替代性》20250420
 《贸易摩擦将迎关键数据》20250427
 《中美股债再平衡》20250512
 《美国 4 月零售、通胀数据平淡》20250518
 《美债这波下挫有何不同？》20250525
 《美国关税政策面临法律挑战》20250530
 《美国财政前景的变数》20250609
 《美国通胀数据平淡、关税立场或难改变》20250613
 《降息应在涨价后——美联储 6 月议息会议点评》20250619
 《财政、司法、货币、贸易纠缠中的关税摩擦》20250701
 《“大而美”法案加剧美国财政压力》20250707
 《从通胀形势看美联储“换帅”可能性》20250720
 《就业数据下修、降息可能提前——美国 6 月 PCE 和 7 月非农数据点评》20250804
 《核心 CPI 延续回升趋势——7 月通胀数据点评》20250811
 《如何看长债利率的回升前景》20250825
 《美国就业数据爆冷、财政变数增加》20250908

中银国际证券股份有限公司
 具备证券投资咨询业务资格

固定收益

证券分析师：张鹏

peng.zhang_bj@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300520090001

证券分析师：肖成哲

(8610) 66229354

chengzhe.xiao@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300520060005

如果市场相信美联储“慢

事件：

北京时间9月18日凌晨，美联储公布9月利率决议。联邦公开市场委员会（FOMC）以11-1的投票结果决定下调利率区间25个基点至4.00%-4.25%，利率预测点阵图暗示年内可能继续降息两次。这也是去年12月以来，FOMC重启宽松周期，周二刚刚进入美联储的新任理事米兰投出反对票，希望降息50个基点。

点评：

本次议息会议最大的意义可能在于展现现阶段美联储所谓“鸽派”观点对利率的预期。本月美联储FOMC迎来新成员米兰，所以本次投票以及点阵图更能反映当前联储内部“鸽派”观点和主流观点的分歧。

图表 1. 美联储9月会议点阵图



资料来源：iFinD，中银证券

美联储内部“鸽派”与主流观点的差异可能主要在于降息的“快”与“慢”。本月的点阵图显示，利率预测的中位数是年内对联邦基金利率进行3次降息（每次为25BP的标准降息幅度，下同）、2026年降息1次、2027年降息1次，长期内的利率水平为3%；最“鸽派”的委员预测年内降息6次、2026年降息1次、2027年降息1次、2028年加息1次，长期内的利率水平在2.5-2.75%之间。因此，从长期内的利率水平来看，最“鸽派”的观点只比主流观点多1-2次降息，二者的主要差异在于“鸽派”的观点是“早降、快降”；而主流的观点是稳步降息，虽然也有一定的先快后慢特征。

美联储内部的主流观点和“鸽派”观点可能都认为当前美国就业市场面临着更快降温的风险，所以需要相对较大的降息幅度来对冲这种风险，只是在降息节奏和幅度上存在分歧。

我们认为，当前美国就业市场的主要风险来源可能是房地产市场。自“次贷危机”以来，美国私营部门的非农就业在生产就业和服务就业两个方向上差异明显：服务型就业持续提升，而生产型就业至今没有回升到“次贷危机”前的水平。

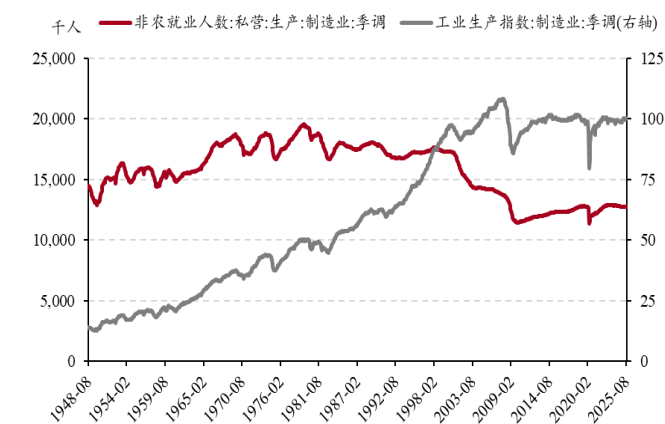
虽然美国服务型就业数量多、生产型就业数量少，但服务型就业理论上是宏观经济的滞后变量，而生产型就业可能是宏观经济的领先变量。以“次贷危机”为例，在危机前的2006年4月，美国私营部门生产型就业（季调后）的上升趋势就已经阶段性见顶；而私营部门服务型就业（季调后）在200

图表 2. 美国私营非农就业结构



资料来源: iFinD, 中银证券

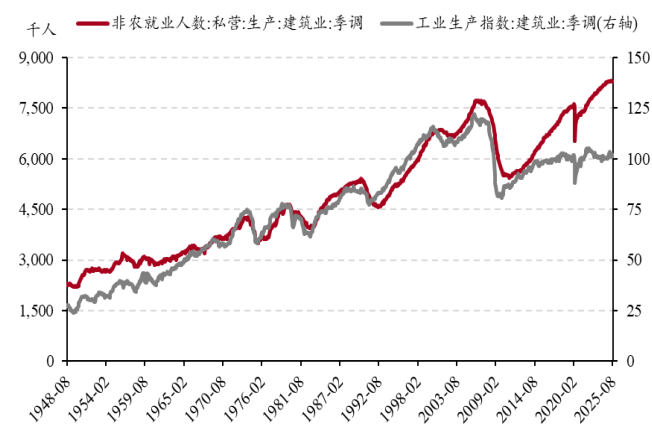
图表 3. 美国制造业就业



资料来源: iFinD, 中银证券

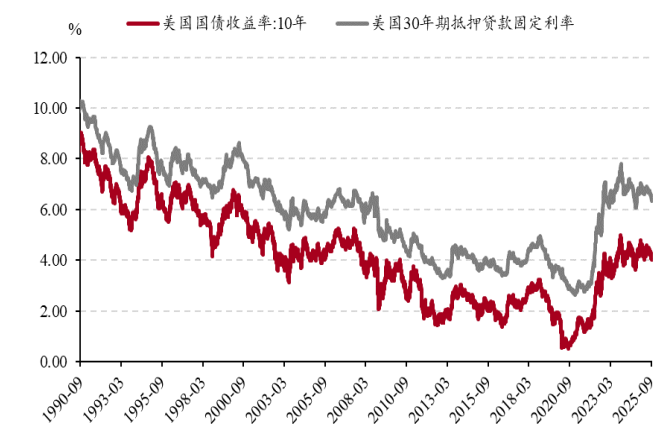
而生产型就业中的建筑业就业已经超过了“次贷危机”以前的水平，且在疫情以后又有明显增长，其增长已经超出了建筑业生产活动的扩张速度。如果高利率持续抑制美国房地产市场，这个部门的就业可能存在下滑风险。

图表 4. 美国建筑业就业



资料来源: iFinD, 中银证券

图表 5. 美国房贷利率和国债收益率



资料来源: iFinD, 中银证券

我们认为在本次议息会议后，美联储内部“快降息”和“慢降息”的观点均已较为清晰，市场可能出现一种独特的情景：如果市场相信美联储“慢降息”，就可能实现“快降息”的效果；如果市场相信美联储“快降息”，反而可能实现“慢降息”的效果。在美联储“慢降息”预期下，美债长期收益率或难以快速下行。这会影响到美国房贷利率下行，进而继续影响房地产市场，就可能加剧美国建筑业就业的下滑风险，使美国就业市场更快降温，从而事实上导致美联储“快降息”。反之，在美联储“快降息”预期下，如果美债长期收益率较快下行，带动美国房贷利率下行，可能在短期内导致房地产市场回暖，就业市场和通胀降温的逻辑反而不够顺畅，可能导致美债收益率再有反复，事实上导致美联储“慢降息”的效果。

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

买入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20%以上；
增持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；
中性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；
减持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10%以上；
未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；
中性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；
弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数；
未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不得以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。