

美国经济

美联储如期降息，更关注就业风险

美联储 9 月会议将政策利率下调 25bp 至 4.0%-4.25%，会议声明更加鸽派，强调风险平衡发生转变，确认就业市场走弱风险上升。点阵图上调 9-12 月降息幅度预测从 50bp 升至 75bp，上调 2025-2027 年经济增速和 2026 年通胀预测，下调 2026 年失业率预测，暗示更大幅度降息将提振经济增长与通胀。鲍威尔在记者会上称本次决定是“预防性”降息，利率水平向中性利率靠拢，但不代表将转向宽松，强调美联储没有既定路径，未来决定将依赖最新数据。鲍威尔的表态很难满足白宫与市场期待，国债收益率收回之前跌幅。近期就业走弱既有需求放缓因素，也有供应减少原因，经济放缓依然温和。同时 9 月 CPI 增速可能在能源与商品通胀推动下反弹，美联储 10 月可能再次暂停降息。随着经济持续走弱，12 月可能再降息一次，联邦基金利率年底或降至 3.75%-4%。国债收益率曲线可能陡峭化，10 年国债收益率年底可能升至 4.1% 左右。因白宫持续施压美联储降息，美元指数可能走弱。

- **美联储会议声明更加鸽派，强调就业市场风险。** 政策利率下调 25bp 至 4.0%-4.25%，因“风险平衡的转变”；唯一反对票是新任票委米兰，支持降息 50bp；对目前经济表述仍是“放缓”；关于劳动力市场，删除“仍然稳健”表述，增加“新增就业放缓”、“失业率小幅上升”，同时确认“就业市场走弱风险上升”；关于通胀，美联储认为“通胀正在上行并仍然高企”。
- **点阵图对经济增速、通胀与降息幅度预测同时上调。** 9 月点阵图相较 6 月，对 2025 年经济增速预测从 1.4% 升至 1.6%，对 2026 和 2027 年经济增速也分别上调 0.2 和 0.1 个百分点至 1.8% 和 1.9%；对 2025 年失业率预测保持在 4.5% 不变，但 2026 和 2027 年均下降 0.1 个百分点至 4.4% 和 4.3%；对 2025 年通胀预测保持在 3% 不变，但 2026 年从 2.4% 升至 2.6%；美联储对 2025 年全年降息幅度预测从 50bp 升至 75bp，年末降至 3.5-3.75% 水平，2026 和 2027 年每年降息 25bp 的预测不变。但预测中位数可能高估美联储鸽派立场，19 位委员中仅 10 位支持 3 次或以上降息，其中一位支持 3 次各 50bp 降息，剩下委员中有 6 位支持全年仅 1 次降息，有 1 位支持全年不降息。幅度更大降息将提振远期经济与通胀，美联储上调明年经济增速和通胀预测。
- **鲍威尔表态难以满足白宫与市场期待。** 1) 鲍威尔表示就业市场走弱促成降息决定。美联储风险平衡的侧重点转向就业市场。2) 本次决定是“风险预防性”降息，利率水平将向中性利率靠拢，但不代表转向趋势性宽松。3) 弱化点阵图 75bp 降息幅度的指向性，强调联储没有既定路径，未来将依赖最新数据变化做决定。4) 基本情景仍是关税对通胀影响将是一次性的，但仍可能持续更长时间。5) 降息本身不会是“一次性”动作，而是政策取向的一部分。市场对鲍威尔记者会解读偏鹰派，国债收益率先跌后升，收回之前跌幅。
- **美联储降息前景。** 未来美联储降息幅度可能低于市场预期，因为消费需求放缓依然温和，就业市场走弱既有需求放缓因素也有移民劳工供应减少原因。财富效应对消费提振明显，消费需求仍有韧性。同时 9 月 CPI 增速可能在能

刘泽晖

(852) 3761 8957

frankliu@cmbi.com.hk

叶丙南, Ph.D

(852) 3761 8967

yebingnan@cmbi.com.hk

源和商品通胀推动下反弹至 3.1%左右，美联储 10 月会议可能再次暂停降息。12 月美联储可能再次降息，年底联邦基金利率降至 3.75%-4%。

- **对全球市场影响。**1) 收益率曲线可能陡峭化，更大幅度降息将降低短期国债收益率，但通过提振远期经济增长和通胀预期而提升长期国债收益率，年底 10 年国债收益率可能在 4.1%左右。2) 美元指数可能下降，美联储仍有多次降息而欧央行降息周期接近结束，美欧利差可能缩小，同时白宫对美联储的干预将削弱美元地位，预计美元指数年底可能降至 95 左右。3) 美元利率下降将鼓励 AI 资本支出利好硬件科技，对医疗、必选消费、可选消费等利率敏感型板块也构成利好。

图 1: 联储会议声明变化

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 Job gains have slowed, and the unemployment rate has edged up but remains low, and labor market conditions remain solid. Inflation has moved up and remains somewhat elevated.

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.

In support of its goals and in light of the shift in the balance of risks, the Committee decided to maintain lower the target range for the federal funds rate at 4- by 1/4 percentage point to 4 to 4-1/4 percent. 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. 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.

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.

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; and Jeffrey R. Schmid; and Christopher J. Waller. Voting against this action were Michelle W. Bowman and Christopher J. Waller. As Stephen I. Miran, 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.

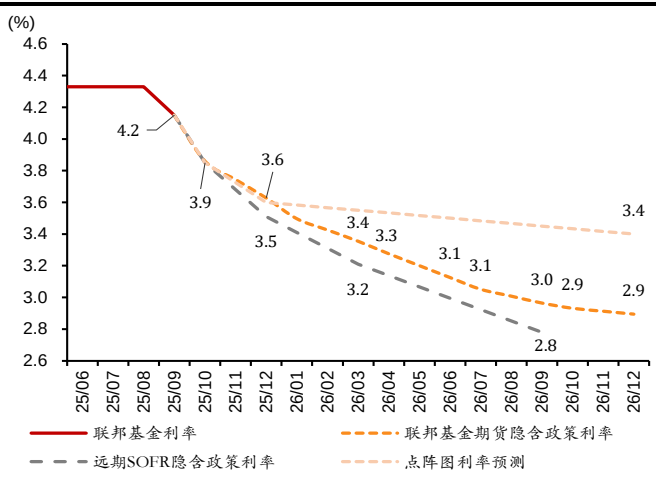
资料来源：美联储官网，招银国际环球市场

图 2: 联储经济预测变化 (%)

	会议日期	预测中位数				
		2025	2026	2027	2028	中长期
实际GDP	9月	1.6	1.8	1.9	1.8	1.8
	6月	1.4	1.6	1.8		1.8
失业率	9月	4.5	4.4	4.3	4.2	4.2
	6月	4.5	4.5	4.4		4.2
PCE通胀	9月	3	2.6	2.1	2	2
	6月	3	2.4	2.1		2
核心PCE	9月	3.1	2.6	2.1	2	
	6月	3.1	2.4	2.1		
联邦基金利率	9月	3.6	3.4	3.1	3.1	3
	6月	3.9	3.6	3.4		3

资料来源：Wind，招银国际环球市场

图 3: 市场降息路径



资料来源：Wind，招银国际环球市场

免责声明及披露

分析员声明

负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，就本报告所提及的证券及其发行人做出以下声明：（1）发表于本报告的观点准确地反映有关他们个人对所提及的证券及其发行人的观点；（2）他们的薪酬在过往、现在和将来与发表在报告上的观点并无直接或间接关系。

此外，分析员确认，无论是他们本人还是他们的关联人士（按香港证券及期货事务监察委员会操作守则的相关定义）（1）并没有在发表研究报告 30 日前处置或买卖该等证券；（2）不会在发表报告 3 个工作日内处置或买卖本报告中提及的该等证券；（3）没有在有关香港上市公司内任职高级人员；（4）并没有持有有关证券的任何权益。

招银国际环球市场投资评级

买入：股价于未来 12 个月的潜在涨幅超过 15%
持有：股价于未来 12 个月的潜在变幅在-10%至+15%之间
卖出：股价于未来 12 个月的潜在跌幅超过 10%
未评级：招银国际证券并未给予投资评级

招银国际环球市场行业投资评级

优于大市：行业股价于未来12个月预期表现跑赢大市指标
同步大市：行业股价于未来12个月预期表现与大市指标相若
落后大市：行业股价于未来 12 个月预期表现跑输大市指标

招银国际环球市场有限公司

地址: 香港中环花园道 3 号冠君大厦 45 楼

电话: (852) 3900 0888

传真: (852) 3900 0800

招银国际环球市场有限公司(“招银国际环球市场”)为招银国际金融有限公司之全资附属公司(招银国际金融有限公司为招商银行之全资附属公司)

重要披露

本报告内所提及的任何投资都可能涉及相当大的风险。报告所载数据可能不适合所有投资者。招银国际环球市场不提供任何针对个人的投资建议。本报告没有把任何人的投资目标、财务状况和特殊需求考虑进去。而过去的表现亦不代表未来的表现，实际情况可能和报告中所载的大不相同。本报告中所提及的投资价值或回报存在不确定性及难以保证，并可能会受目标资产表现以及其他市场因素影响。招银国际环球市场建议投资者应该独立评估投资和策略，并鼓励投资者咨询专业财务顾问以便作出投资决定。

本报告包含的任何信息由招银国际环球市场编写，仅为本公司及其关联机构的特定客户和其他专业人士提供的参考数据。报告中的信息或所表达的意见皆不可作为或被视为证券出售要约或证券买卖的邀请，亦不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司及其雇员不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。我们不对因依赖本报告所载资料采取任何行动而引致之任何直接或间接的误差、疏忽、违约、不谨慎或各类损失或损害承担任何的法律风险。任何使用本报告信息所作的投资决策完全由投资者自己承担风险。

本报告基于我们认为可靠且已经公开的信息，我们力求但不担保这些信息的准确性、有效性和完整性。本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整，且不承诺作出任何相关变更的通知。本公司可发布其它与本报告所载资料及/或结论不一致的报告。这些报告均反映报告编写时不同的假设、观点及分析方法。客户应该小心注意本报告中所提及的前瞻性预测和实际情况可能有显著区别，唯我们已合理、谨慎地确保预测所用的假设基础是公平、合理。招银国际环球市场可能采取与报告中建议及/或观点不一致的立场或投资决定。

本公司或其附属关联机构可能持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并不时自行及/或代表其客户进行交易或持有该等证券的权益，还可能与这些公司具有其他投资银行相关业务联系。因此，投资者应注意本报告可能存在的客观性及利益冲突的情况，本公司将不会承担任何责任。本报告版权仅为本公司所有，任何机构或个人于未经本公司书面授权的情况下，不得以任何形式翻版、复制、转售、转发及或向特定读者以外的人士传阅，否则有可能触犯相关证券法规。

如需索取更多有关证券的信息，请与我们联系。

对于接收此份报告的英国投资者

本报告仅提供给符合(I)不时修订之英国 2000 年金融服务及市场法令 2005 年(金融推广)令(“金融服务令”)第 19(5) 条之人士及(II) 属金融服务令第 49(2) (a) 至(d) 条(高净值公司或非公司社团等)之机构人士，未经招银国际环球市场书面授权不得提供给其他任何人。

对于接收此份报告的美国投资者

招银国际环球市场不是在美国的注册经纪交易商。因此，招银国际环球市场不受美国就有关研究报告准备和研究分析员独立性的规则的约束。负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，未在美国金融业监管局(“FINRA”)注册或获得研究分析师的资格。分析员不受旨在确保分析师不受可能影响研究报告可靠性的潜在利益冲突的相关 FINRA 规则的限制。本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法(经修订)规则 15a-6 定义的“主要机构投资者”，不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人。接收本报告的美国收件人如想根据本报告中提供的信息进行任何买卖证券交易，都应仅通过美国注册的经纪交易商来进行交易。

对于在新加坡的收件人

本报告由 CMBI (Singapore) Pte. Limited (CMBISG) (公司注册号 201731928D) 在新加坡分发。CMBISG 是在《财务顾问法案》(新加坡法例第 110 章)下所界定，并由新加坡金融管理局监管的豁免财务顾问公司。CMBISG 可根据《财务顾问条例》第 32C 条下的安排分发其各自的外国实体，附属机构或其他外国研究机构编制的报告。如果报告在新加坡分发给非《证券与期货法案》(新加坡法例第 289 章)所定义的认可投资者，专家投资者或机构投资者，则 CMBISG 仅会在法律要求的范围内对这些人士就报告内容承担法律责任。新加坡的收件人应致电 (+65 6350 4400) 联系 CMBISG，以了解由本报告引起或与之相关的事宜。