

2025 年 9 月 18 日

美联储重启降息：原因、后续路径及市场影响

联合解读：民银研究团队

温 彬 民生银行首席经济学家
兼民银国际首席经济学家应习文 民银国际研究部主管
兼海外宏观策略研究员

李 鑫 民生银行研究院高级研究员

联系人：应习文

电 话：+852 3728 8180

Email: xiwenying@cmbcint.com

【内容摘要】

美联储 9 月宣布将联邦基金利率目标区间下调 25 个基点至 4.00%-4.25%，为 2025 年首次降息，继 2024 年三次降息后再度降息。本次“预防式”降息符合市场预期。除斯蒂芬·米兰支持降息 50bp 外，其他官员均支持降息 25bp，呈现出面对独立性挑战下的一致团结。美联储点阵图较 6 月明显下移，预计年内剩余降息 2 次，明年降息 3 至 4 次，同时美联储上调了经济增长和通胀预期，并下调失业率预期。

当前美国经济仍表现韧性，新增非农就业的大幅下降可能存在多份兼职数量下降和数据质量的影响，相反失业率表现更为平稳且更获得美联储的青睐。消费市场依旧旺盛，但房地产市场降温显著。关税对通胀的影响倾向于一次性，薪资—通胀螺旋的减弱将在一定程度上抵消关税影响。因此，美联储本次 25bp 的降息的预防作用更强，同时也是多方权衡的结果，而未来的降息路径仍将取决于实际数据表现。

大类资产走势预判。美债利率或呈陡峭化趋势，美债短端利率确定性较强，但受关税对通胀传导，以及欧洲财政扩张和日本加息的影响，10 年期美债利率下行空间或有限。美股有支撑但空间有限，美联储重启降息后，分子端流动性宽松将增加企业盈利空间，不过“类滞涨”环境对市场影响有待确认，叠加估值偏高上涨空间或有限。美元指数震荡偏弱，考虑到欧洲与英国降息接近尾声，日本加息预期回升，美元指数或仍震荡偏弱。预计人民币汇率继续走升，8 月下旬以来，人民币明显走强，但中间价不再顺势上调，7.1 或是央行的合意水平，汇率短期或难破 7。黄金震荡偏强。考虑到当前市场对美联储降息的定价较为充分，短期内金价继续向上突破空间有限，或震荡偏强。中国资本市场仍有望保持慢牛格局。尽管估值较去年有所提升，但仍在全球处在偏低位置，美联储降息仍利好海外资金布局中国市场。

目 录

1. 美联储时隔 9 个月后重启降息.....	1
2. 美国经济视角：降息是多方权衡的选择.....	2
3. 预计年内仍有两次 50bp 降息空间.....	6
4. 大类资产走势研判.....	8
4.1 美联储议息会议前后大类资产表现.....	8
4.2 预防式降息下大类走势复盘.....	9
4.3 未来大类资产走势研判.....	11

美联储重启降息：原因、后续路径及市场影响

事件：美国联邦储备委员会于 9 月 17 日结束为期两天的会议，宣布将联邦基金利率目标区间下调 25 个基点至 4.00%-4.25%，为 2025 年首次降息，继 2024 年三次降息后再度降息。

1. 美联储时隔 9 个月后重启降息

本次“预防式”降息符合市场预期。在议息会议前市场预期本月降息的概率就已高达 99.7%。美联储决策机构联邦公开市场委员会在会后发表声明说，近期指标显示，美国上半年经济活动增长放缓，就业增长放缓，通胀率有所上升。鉴于风险平衡变化，委员会决定将联邦基金利率目标区间下调 25 个基点。

投票情况受人关注，结果显现团结格局。美联储公开市场委员会 12 名具有投票权的成员中，只有 1 人持不同意见，就是刚刚就职的美联储理事、目前仍担任白宫经济顾问委员会主席的斯蒂芬·米兰，主张降息 50 个基点。而在 7 月曾主张降息的另外两位官员——米歇尔·鲍曼和克里斯托弗·沃勒——本次均支持降息 25 基点。**投票结果表明，美联储内部除新加入的米兰外，呈现出面对独立性挑战下的一致团结。**

美联储主席鲍威尔称，美联储的政策一直侧重针对通胀，现在正朝着更中性的政策方向发展。美国劳动力市场正在降温，是时候在政策制定中考虑到这一点。不过鲍威尔同时表示，今天的降息举措是一项风险管理决策，没有必要快速调整利率，这意味着美联储并不会进入持续性的降息周期。此外鲍威尔在回答记者提问时，再次强调了美联储的独立性。

美联储点阵图较 6 月明显下移，米兰的意见分外显眼。美联储点阵图显示，在 19 位官员中，有 1 位官员认为 2025 年的降息终点在 4.25-4.5%（6 月为 7 位），有 5 位官员认为在 4.0-4.25%（6 月为 2 位），有 2 位官员认为在 3.75-4.0%（6 月为 8 位），有 9 位官员认为在 3.5-3.75%（6 月为 2 位），有 1 位官员认为在 2.75-3.0%（6 月为 0 位），预计为斯蒂芬·米兰所作选，显示与其他官员的分歧较大。

图 1：2025 年 6 月和 9 月美联储点阵图对比

Figure 2. FOMC participants' assessments of appropriate monetary policy: Midpoint of target range or target level for the federal funds rate

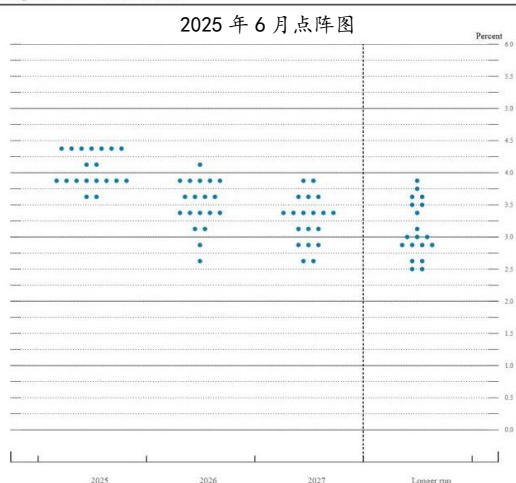
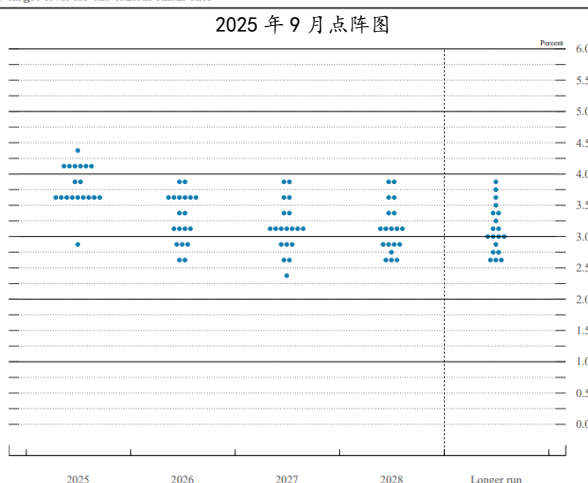


Figure 2. FOMC participants' assessments of appropriate monetary policy: Midpoint of target range or target level for the federal funds rate



资料来源：美联储

美联储上调经济增长预期。2025、2026、2027 年底 GDP 增速预期中值分别为 1.6%、1.8%、1.9%（6 月预期均 1.4%、1.6%、1.8%）。**美联储下调未来两年失业率预期。**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%）。**美联储上调 2026 年通胀预期。**2025、2026、2027 年底核心 PCE 通胀预期中值分别上调至 3.1%、2.6%、2.1%（6 月预期分别为 3.1%、2.4%、2.1%）。

表 1：美联储对于经济指标及联邦基金利率的预测中位数

	2025	2026	2027	2028	长期
实际 GDP（9 月）	1.6	1.8	1.9	1.8	1.8
实际 GDP（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
失业率（6 月）	4.5	4.5	4.4		4.2
PCE 通胀（9 月）	3.0	2.6	2.1	2.0	2.0
PCE 通胀（6 月）	3.0	2.4	2.1		2.0
核心 PCE 通胀（9 月）	3.1	2.6	2.1	2.0	
核心 PCE 通胀（6 月）	3.1	2.4	2.1		
联邦基金利率（9 月）	3.6	3.4	3.1	3.1	3.0
联邦基金利率（6 月）	3.9	3.6	3.4		3.0

数据来源：美联储

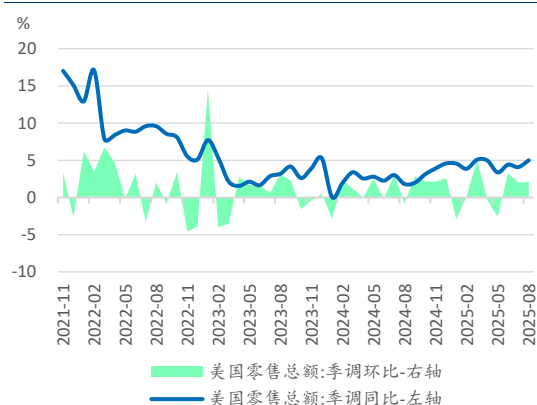
2. 美国经济视角：降息是多方权衡的选择

美联储调升未来经济增长预期，主因对于 6 月悲观预计的修正。本次会议美联储对 25、26 及 27 年的 GDP 预测分别较 6 月调升 0.2、0.2 和 0.1 个百分点。6

月会议恰逢特朗普对等关税谈判拉锯战时期，经济面临的不确定性较强，且一
季度 GDP 意外收缩，导致美联储当时的预期偏向悲观。因此，**本次上调给予了
适度修正，表明美联储认为当前的经济仍在“软着陆”路径上。**亚特兰大联
储 9 月 17 日发布的最新预测显示，今年三季度美国 GDP 环比折年有望增长
3.3%，与二季度持平，明显好于一季度的-0.5%。

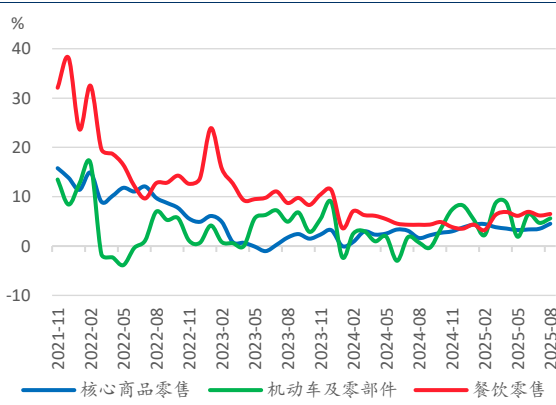
从近期数据表现来看，**美国消费市场仍显韧性。**8 月零售销售环比增长 0.6%，
高于预期的 0.2%，为连续三个月增长。从品类来看零售增长具有广泛性，在 13
个主要类别中有 9 个为增长，核心零售（除汽车）环比增长 0.7%，汽车环比增
长 0.5%，餐饮环比增长 0.7%。经 CPI 调整后的实际零售销售同比增长 2.1%，
也好于预期。零售数据的韧性从原因看，当前薪资增速仍超过通胀，且股市连
创新高也形成了财富效应。

图 2：美国零售和食品服务销售季调同比环比增速



数据来源：美国人口普查局，WIND

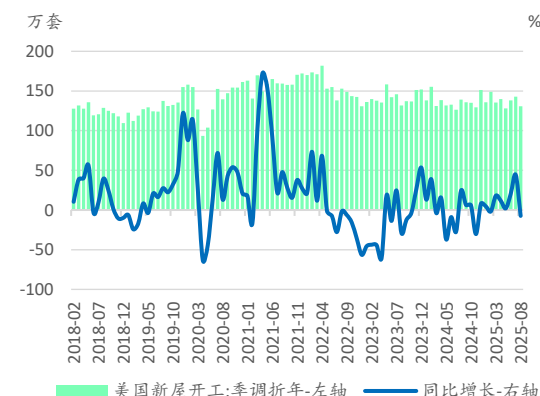
图 3：美国核心商品零售、汽车零售、餐饮零售同比



数据来源：美国人口普查局，WIND

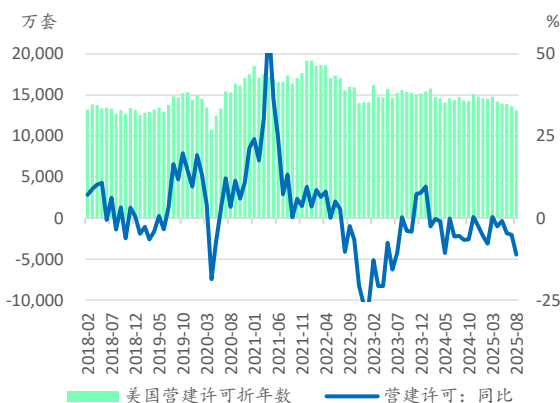
房地产市场持续降温，本次降息有望提供支持。与消费表现强劲形成反差，
美国房地产市场近来表现低迷，最新公布的数据显示，美国 8 月新屋开工量降
至 5 月以来最低，环比下降 8.5%，同比下降 6.0%，折合年率 130.7 万套，低于
预测中值 137 万套。8 月营建许可环比下滑 3.7%，同比大幅下降 11.1%。早前
发布的数据显示，7 月美国成屋和新屋售价中位数分别环比下降 2.4%和 0.8%，
同比增速持续减速；6 月标普/CS 房价指数、NAHB 住房指数也在下滑，市场
降温明显。利率持续高位对房地产市场的影响较为显著，美国 30 年期抵押贷
款固定利率始终高于 6%。**本次降息有望对持续回落的房地产市场带来支撑。**

图 4：美国月度新屋开工数量与增速



数据来源：美国人口普查局，WIND

图 5：美国营建许可套数及同比



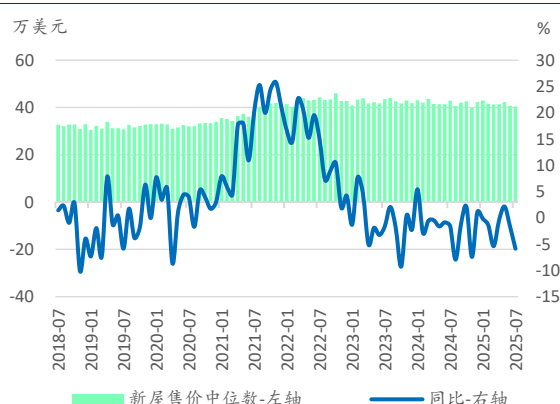
数据来源：美国人口普查局，WIND

图 6：美国成屋销售中位数及同比



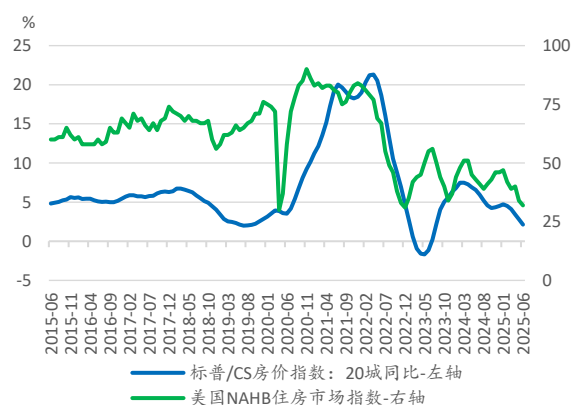
数据来源：美地产经纪商协会，WIND

图 7：美国新屋售价中位数及同比



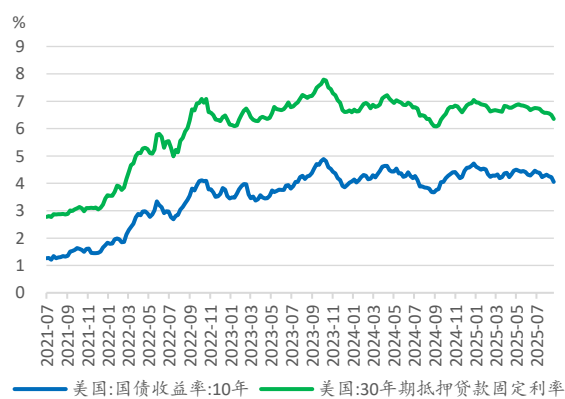
数据来源：美国人口普查局，WIND

图 8：美国主要房地产市场指数



数据来源：标普，NAHB，WIND

图 9：美国国债收益率与房贷利率



数据来源：美联储，WIND

美国就业市场保持降温但短期衰退无忧。8 月美国新增非农就业 2.2 万人，预期为 7.5 万人，2024 年全年则大幅下修 91.1 万人，从趋势看非农就业 3 个月移动平均仅为 2.9 万人，自 4 月以后持续快速下降。从行业分布看，关税产业链冲击的商品制造业是重灾区，服务业中的医疗教育休闲是仅有的支撑项。不过失业率表现依旧稳健，8 月 U3 失业率小幅升高至 4.3%，萨姆衰退指数仍在 0.13，若要触发衰退条件，需要未来 7 个月内发生“三个月失业率均值高于

4.6%”，这需要美联储看到更多企业加速裁员的证据。7月季调后非农职位空缺数为 718.1 万人，创 52 个月新低，劳动力市场首次转为供给过剩（劳动力缺口转为-5.4 万人），显示了劳动力市场的重大变化。鲍威尔在威尔杰克逊霍尔会议上担忧的“裁员急剧增加和失业率上升”并未出现。本次会议保持 25 年 4.5%的失业率预期不变，并下调明后两年失业率各 0.1 个百分点至 4.4%和 4.3%，这表明，尽管鲍威尔强调失业风险大于通胀，但降息仍更多是预防性质。

图 10：美国新增非农就业

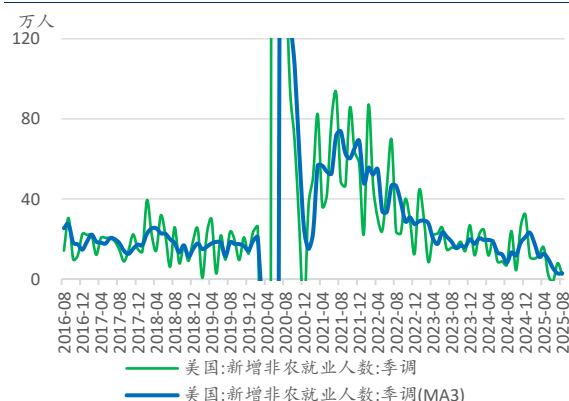


图 11：美国各行业新增非农就业与过去 12 个月均值

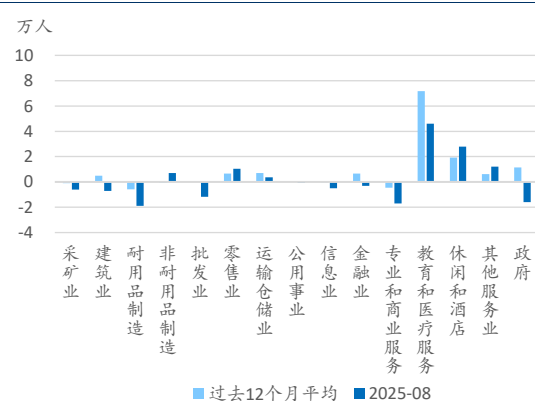


图 12：美国主要口径失业率

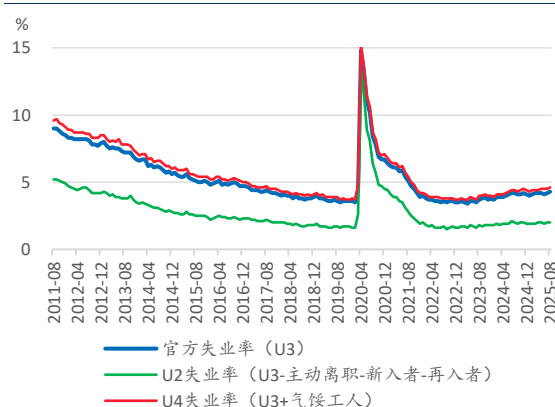
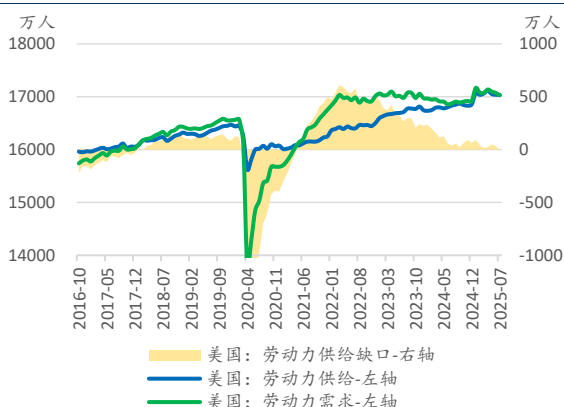


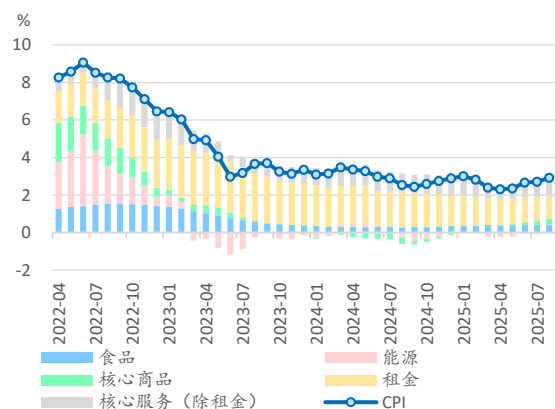
图 13：美国劳动力市场供需情况



美联储对关税的通胀影响更倾向于一次性。美联储小幅上调了 2026 年的 PCE 及核心 PCE 预期 0.2 个百分点，均为 2.6%，但保持 25 和 27 年的物价预期不变，鲍威尔讲话也认为关税对通胀的影响是一次性的。从近期数据来看，美国 8 月核心 CPI 同比上涨 3.1%持平于前值。通胀的结构性差异依旧明显，关税升温与薪资通胀螺旋减弱继续构成相互制约。8 月特朗普对各主要国家对等关税先后落地，核心商品环比上涨 0.3%，同比涨幅扩大至 1.5%，估算推动核心 CPI 同比较上月升高 0.07pp；耐用品环比上涨 0.4%，同比涨幅扩大至 1.9%，估算推动核心 CPI 同比较上月升高 0.1pp。从今年 2-4 月的关税加征向物价传导所

耗费时长来看，8月尚不是新一轮关税影响的爆发期，9-11月还将陆续体现，或进一步推升核心商品涨幅。但另一方面，由于就业转冷薪资增速回落，部分服务行业价格涨幅出现放缓。例如8月CPI中医疗、休闲和金融服务分别环比下降0.1%、0.2%和0.7%。从薪资看，由于劳动力市场的降温，8月时薪同比降至3.7%，为去年7月以来最低。若没有工资涨幅扩大的支持，关税对核心商品的涨价作用难以出现螺旋性上升。

图 14：美国月度 CPI 同比分解



数据来源：美国劳工部，WIND

图 15：美国非农平均时薪与周薪涨幅



数据来源：美国劳工部，WIND

整体看，当前美国经济仍表现韧性，新增非农就业的大幅下降可能存在多份兼职数量下降和数据质量的影响，相反失业率表现更为平稳且更获得美联储的青睐。消费市场依旧旺盛，但房地产市场降温显著。关税对通胀的影响倾向于一次性，薪资—通胀螺旋的减弱将在一定程度上抵消关税影响。因此，美联储本次25bp的降息的预防作用更强，同时也是多方权衡的结果，而未来的降息路径仍将取决于实际数据表现。

3. 预计年内仍有两次 50bp 降息空间

预计年内或累计降息 3 次共 75bp。特朗普贸易政策的影响仍有待明朗，尽管目前还看不出其会对通胀带来持续性冲击，但通胀再度加速也并非完全不可能；另一方面，大多数人目前也不认为经济衰退是美国经济未来走势的基准情景，这对于美联储而言，意味着其仍有谨慎调整政策立场的空间。因此，美联储后续政策大概率仍将依赖于数据，特别是硬数据。当然，这种对硬数据依赖的立场有可能也会导致政策调整反应不及时。不论是从点阵图还是从FedWatch最新预测来看，2025 年美联储大概率将在 9、10、12 月连续降息 3 次共 75bp。当然，若后续失业率持续上升，不排除年内降 100bp（12 月降 50bp）。

图 16: FedWatch 对未来美联储降息路径的最新预测 (9 月 18 日)

MEETING DATE	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%	79.9%	19.0%	1.1%
2026/1/28	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	39.8%	49.6%	10.1%	0.5%
2026/3/18	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	22.3%	45.3%	27.4%	4.7%	0.2%
2026/4/29	0.0%	0.0%	0.0%	6.5%	29.0%	40.1%	20.9%	3.4%	0.2%
2026/6/17	0.0%	0.0%	3.9%	20.0%	35.7%	28.5%	10.4%	1.5%	0.1%
2026/7/29	0.0%	1.2%	8.7%	24.7%	33.5%	23.1%	7.7%	1.1%	0.0%
2026/9/16	0.5%	4.7%	16.2%	28.8%	28.7%	15.9%	4.6%	0.6%	0.0%
2026/10/28	0.7%	5.1%	16.6%	28.8%	28.2%	15.6%	4.5%	0.6%	0.0%
2026/12/9	0.9%	5.7%	17.3%	28.8%	27.5%	14.9%	4.3%	0.5%	0.0%

资料来源: CME

美联储主席更替或令 2026 年降息不确定性增加。特朗普表示美联储主席候选人缩小至 3 人——沃勒、哈赛特和沃什，目前市场认为沃勒当选的可能性相对较大。货币政策上，三人均属于鸽派，认为美联储应立即降息，关税对通胀的影响有限；而在美联储独立性上，沃勒强调美联储必须保持独立性，哈塞特和沃什则对美联储独立性持摇摆态度，沃什表示美联储货币政策需要配合财政政策。

表 2: 美联储排名前三的候选人的相关履历及观点

候选人	克里斯托弗·沃勒	凯文·哈塞特	凯文·沃什
任职履历	现任美联储理事	现任国家经济委员会主任	现任斯坦福大学学者 CBO 经济顾问小组成员
政策主张	7 月 FOMC 会议曾投下反对票，主张立即降息，近期也多次表示美联储应降息，认为关税对通胀的影响是暂时的	美联储对关税问题判断错误，行动非常缓慢，支持低利率	美联储 7 月就该降息，关税不会造成通胀影响，迟迟不降息会损害美联储信誉
美联储独立性	无论发生什么，美联储都将保持独立性，这对所做的一切至关重要	尊重美联储独立性，但认为目前美联储的政策具有明显的党派倾向	认为美联储应在货币政策方面保持独立性，但并非所有方面都具备独立性。如果货币政策和财政政策互相配合，更有利于贸易协议的达成
其他信息	2020 年由特朗普提名为美联储理事	深度参与特朗普关税政策，支持解雇美联储理事库克和劳工统计局局长，认为非农数据存在政治操控	认为特朗普对美联储的施压是正确的

资料来源: 根据公开信息整理

尽管美联储主席换届对 2025 年降息影响有限，但或将影响 2026 年降息路径。此外，特朗普政府依然在持续向美联储施压，尽管从本次投票来看 FOMC 仍表现出较强的团结性，但内部或也在暗流涌动。受上述因素影响，2026 年美联储降息幅度或将大于当前点阵图预期（2026 年末至 3.25-3.5%）。不过鉴于美国通胀走势的不确定性，美联储货币政策也不可能明显转向宽松。在促成了 2022 年的高通胀之后，至少在近些年美联储大概率不会再犯需要一两年才能纠正局面的错误。

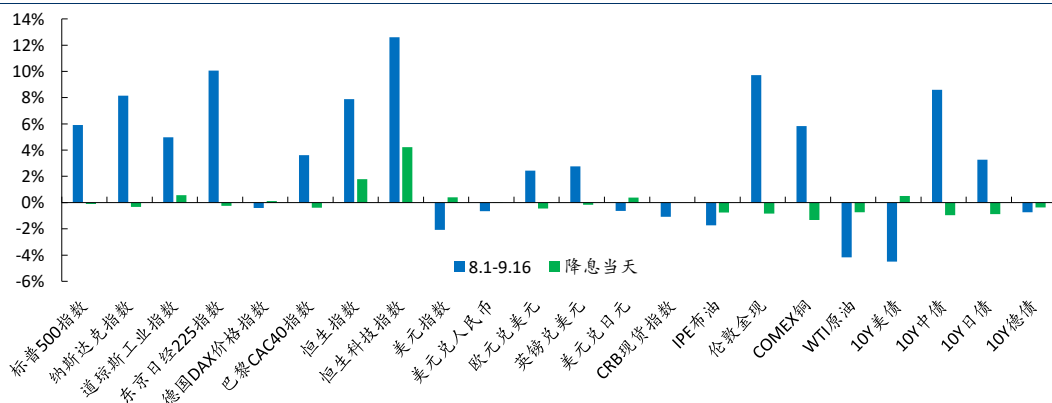
4. 大类资产走势研判

4.1 美联储议息会议前后大类资产表现

弱就业与温和通胀增加美联储降息概率，议息会议前降息交易占主导。美联储决议前，纳指连续 6 个交易日创历史收盘新高至 22348.75，10 年期美债利率下挫至 4.01%，伦敦金现连涨 5 日至 3689.59 美元/盎司，美元指数跌破 97，离岸人民币兑美元甚至升破 7.10 关口。

本次美联储会议鸽鹰参半，海外资产呈现 V 型走势。美联储决议公布后，标普 500 指数回吐涨幅，自高点回落 0.5%；10 年期美债收益率由 4.05% 下行至 4% 以下；美元指数走弱，由 96.7 降至 96.3 以下；黄金价格反弹至 3700 美元/盎司。随后在鲍威尔新闻发布会期间，资产价格出现反转。标普 500 跌幅一度扩大至 1%，此后基本收复，仅收跌 0.1%；10 年期美债收益率由 4% 附近回升至 4.08%；美元指数由下跌 0.4% 转为上涨约 0.4%，重回 97 以上；黄金价格下跌超过 1%，最低至 3645 美元/盎司，之后小幅反弹至 3660 美元附近。

图 16：降息前后大类资产涨跌幅



数据来源：WIND

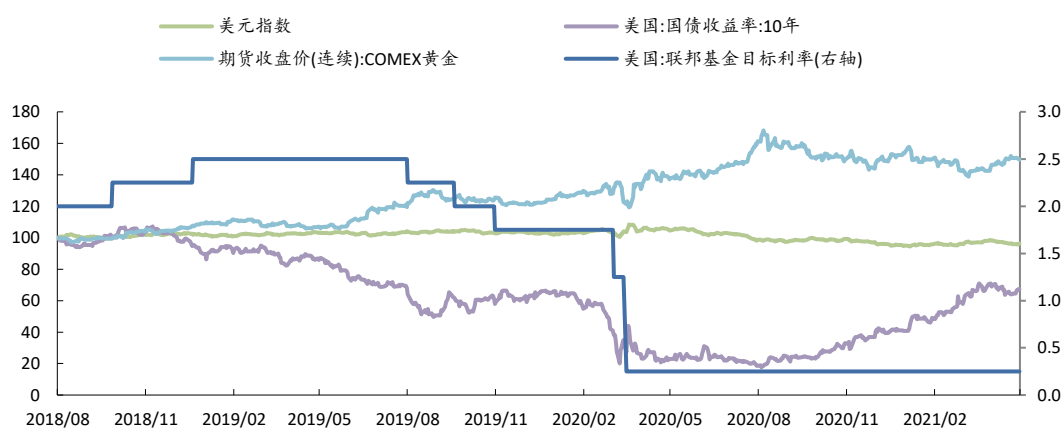
4.2 预防式降息下大类走势复盘

1984 年以来美国共经历 7 轮降息周期，可分为预防式降息和衰退式降息。预防式降息通常发生在经济从过热向衰退过渡的阶段（如 1984 年、1995 年、2019 年和 2024 年降息），其主要目的是平滑经济周期的波动，减轻可能引发的经济放缓，预防式降息下美国经济一般实现“软着陆”；衰退式降息则发生在一些突发经济危机，或经济出现明显衰退的背景下（如 1989 年银行业危机、2001 年互联网泡沫、2007 年次贷危机），降息的目的在于刺激经济，衰退式降息下美国经济往往陷入萧条。

复盘 2024 年和 2019 年预防式降息周期下大类资产走势，将有助于理解本轮美联储重启降息后大类资产的表现。原因有二：第一，本次美联储时隔 9 个月重启降息，属于 2024 年预防式降息周期后半程。美联储在降息周期中的节奏往往是“先快后慢”，在前半程通常表现为“小步快走”，在后半程通常是“边走边看”。除非新冠疫情下美联储非常规降息，在同一降息周期内，大类资产的交易逻辑基本保持一致。第二，本次重启降息与 2019 年降息的背景有相似之处：2019 年中美贸易摩擦反复升级，美国 7 月制造业 PMI 下降至 51.2，特朗普多次呼吁降低利率以刺激经济增长，为应对经济增速放缓的风险，美联储于 2019 年 7 月降息；当前特朗普“对等关税”落地，重点行业关税陆续落地，美国 8 月失业率上升至 4.3%，2025 年非农就业大幅下调 91.1 万人，特朗普试图通过提名米兰为美联储理事、解雇美联储理事库克等方式来影响美联储降息节奏，劳动力市场下行风险促使美联储 9 月重启降息。

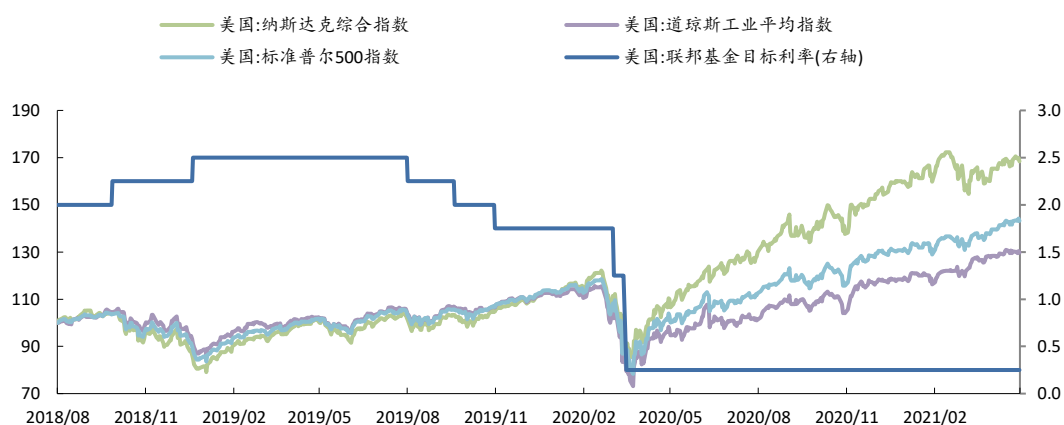
回顾 2019 年和 2024 年降息，在降息前，随着降息交易的升温，受益于分母端利率下行的预期，美股、黄金上涨，美债利率下行，市场甚至会“抢跑”降息交易；降息兑现后，美股由于分子端企业盈利改善延续上涨，黄金继续受益于降息周期而上涨，但美元、美债有可能会在不久后触底，甚至反弹。特别是美债，2024 年，美联储降息前，10 年期美债下行至 3.63% 的低位；降息兑现后，全年美联储总共降息 3 次，累计降息 100bp，但 10 年期美债利率触底反弹，整个降息周期内 10 年期美债利率最高上行 113bp 至 4.78%。

图 17: 2019 年降息周期大类资产走势 (1)



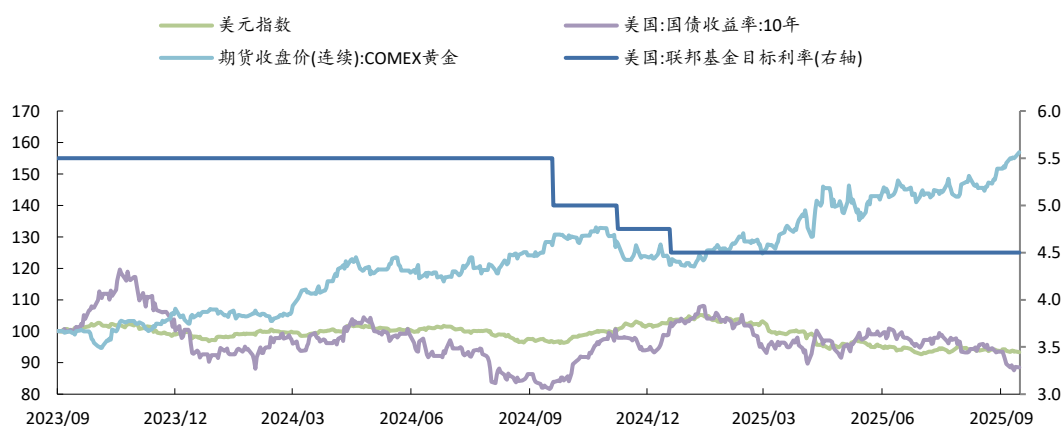
数据来源: WIND

图 18: 2019 年降息周期大类资产走势 (1)



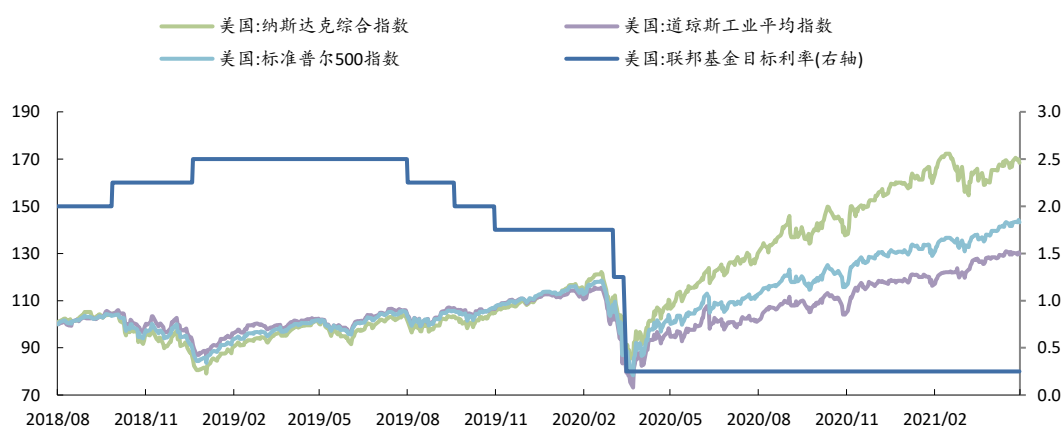
数据来源: WIND

图 19: 2024 年降息周期大类资产走势 (1)



数据来源: WIND

图 20：2024 年降息周期大类资产走势（2）



数据来源：WIND

4.3 未来大类资产走势研判

尽管本次降息与 2024 年及 2019 年降息有相似之处，但本次降息面临的环境更为复杂，主要有三个方面：**第一，美联储独立性受到挑战**，特朗普解雇库克、任命米兰、并有可能提前提名美联储主席，以削弱鲍威尔的威信，目前沃勒（24.3%）、哈赛特（14.9%）和沃什（13.1%）三人当选美联储主席的概率最大，他们均支持鸽派降息，特别是哈塞特和沃什可能对美联储独立性持摇摆态度，引发市场对美联储独立性担忧。**第二，美国经济或陷入“类滞涨”风险**，关税的通胀效应继续显现，8 月多种受关税影响的商品分项价格继续回升或保持高位，如电视机同比 2.5%、新车同比 0.3%、服装同比 0.5%，等等，8 月“对等关税”落地后，“抢进口”补库存逐渐消退，关税的影响逐渐传导至厂商和消费者，美国经济或陷入“类滞涨”。**第三，主要发达国家信用受损，主权债务脆弱性增强**，2025 年 5 月和 7 月，美国、英国、日本等国家海外超长债遭遇抛售潮，利率上行；9 月以来，海外超长债利率再度上行，截至 9 月 3 日收盘，30Y 美债、日债和英债收益率分别上升至 3.17%、4.9%和 5.6%，海外长债不再“无风险”，全球海外长债异动的传染性增强。

因此，在 2019 年和 2024 年预防式降息大类资产复盘的基础上，应考虑当前市场两条交易主线：一是当前美国经济放缓但衰退概率较小，9 月美联储重启预防式降息，大类资产短期交易降息本身，中长期回归基本面，谨防美国陷入“类滞涨”；二是全球不确定性仍强，美联储独立性担忧、美国最高法院裁定特朗普关税合法性结果、中美关税走向以及欧洲和日本等政治扰动催生投资者避险情绪。基于此，我们研判，大类资产走势如下：

美债利率或呈陡峭化趋势。9月美联储重启降息，并预计连续降息3次，带动美债实际利率下行，尤其短端利率下行逻辑顺畅。但美国关税引发的通胀被认为是一次性的还是持续性的，有待验证，并且降息会推升通胀，从而提升通胀预期及溢价。后续若美联储独立性受到冲击，将进一步推升美债期限溢价。与此同时，欧洲财政扩张、日央行紧缩货币政策、日欧政治政权不稳定，日超长债利率易上难下，施压美国长债。往后看，美债短端利率确定性强，10年期美债利率下行空间有限。

美股或有支撑。在美国经济放缓事实下，美联储重启降息后，分子端流动性宽松使得美股上涨；后续，若降息叠加宽财政使得美国经济企稳，分子端企业盈利改善，则美股仍有上涨空间；但考虑到关税的通胀效应逐步显现，若激进降息形成通胀螺旋，美国仍有可能陷入“类滞胀”环境，企业能否盈利改善需进一步确认；并且当前美股估值较高，美股上涨空间可能有限。

美元指数震荡偏弱，人民币汇率继续走升。美国与非美国国家经济差距趋势性收敛以及美元信用受损情况下，美元指数或仍震荡偏弱；在美联储转向降息，欧元区降息基本结束、英国央行受制于通胀年内难再降息的背景下，美元对欧元、英镑表现可能整体偏弱，拖累美元指数延续弱势；考虑到美国经济具有一定韧性及关税进展，美元下行趋势放缓，谨防降息预期调整下美指阶段性反弹。8月下旬以来，人民币明显走强，但中间价不再顺势上调，7.1或是央行的合意水平。预计人民币汇率继续走升，但短期或难破7。

黄金震荡偏强。美国通胀温和抬升叠加非农爆冷，市场定价年内美联储连续降息3次，支撑金价走势；特朗普持续施压美联储，引发市场对美联储独立性的担忧，金价上涨；考虑到当前市场对美联储降息的定价较为充分，短期内金价继续向上突破空间有限，或震荡偏强；但中长期在避险情绪和央行购金行为的驱动下，金价仍可能上涨。

中国资本市场仍有望保持慢牛格局。美联储降息将推动全球资金再配置，中国或资产因收益率优势和货币体系重构红利成为重要目的地。目前中国资本市场估值较去年有所提升，但相对估值仍在全球处在偏低位置，美联储降息仍利好海外资金布局中国市场，A股与港股有望延续目前的“慢牛”格局。

免责声明

此报告只提供给阁下作参考用途，并非作为或被视为出售或购买或认购证券的邀请或向任何特定人士作出邀请。此报告内所提到的证券可能在某些司法管辖区不能出售或分发。

此报告由民生商银国际控股有限公司（“民银国际”）的附属公司民银证券有限公司（“民银证券”）编写和发布。民银证券持有香港证券及期货监察委员会第1，4类牌照。此报告所载资料的来源皆被民银证券认为可靠。此报告所载的见解、分析、预测、推断和期望都是以这些可靠数据为基础，只是代表观点的表达。民银国际和任何附属公司（包括民银证券，统称“民银集团”）或任何个人不能担保其准确性或完整性。

此报告所载的资料、意见及推测反映民银证券于最初发表此报告日期当日的判断，可随时更改而毋须另行通知。

此报告内所提到的任何投资都可能涉及相当大的风险，包括但不限于市场波动、流动性限制及汇率波动等。若干投资可能不易变卖，而且也可能不适合所有的投资者。

此报告中所提到的投资价值或从中获得的收入可能会受汇率影响而波动。过去的表现不能代表未来的业绩。此报告没有把任何投资者的投资目标，财务状况或特殊需求考虑进去。

民银证券及其高级职员、董事、员工，可能不时地，在相关的法律、规则或规定的许可下（1）持有或买卖此报告中所提到的公司的证券，（2）进行与此报告内容相异的仓盘买卖，（3）与此报告所提到的任何公司存在顾问、投资银行或其他金融服务业务关系，（4）又或可能已经向此报告所提到的公司提供了大量的建议或投资服务。（5）民银集团的投资银行或资产管理团队可能作出与此报告相反投资决定或持有与此报告不同或相反意见。（6）此报告的意见亦可能与销售人员、交易员或其他民银集团成员专业人员的意见不同或相反。（7）民银集团的一位或多位董事，高级职员和/或员工可能是此报告提到的证券发行人的董事或高级人员，及（8）可能涉及此报告所提到的公司的证券进行自营或庄家活动。投资者应注意其可能存在影响本报告客观性的潜在利益冲突，并独立判断相关信息。

投资者不应仅依靠此报告，而应按照自己的判断作出投资决定。投资者依据此

报告的建议而作出任何投资行动前，应咨询独立的专业意见。民银集团不会对因使用此报告内之材料而引致任何人士的直接或间接或相关之损失负上任何责任。

此报告对于收件人来说是完全机密的文件。此报告的全部或任何部分均严禁以任何方式再分发予任何人士，尤其（但不限于）此报告及其任何副本均不可被带往或传送至日本、加拿大或美国，或直接或间接分发至美国或任何美国人士（根据 1933 年美国证券法 S 规则的解释），民银证券也没有任何意图派发此报告给那些居住在法律或政策不允许派发或发布此报告的地方的人。

报告受到版权和资料全面保护。除非获得民银证券的授权，任何人不得以任何目的的复制、派发或出版此报告。民银证券保留一切权利。