



美联储从限制性转向中性

——9月美国FOMC点评

2025年9月18日

宏观经济

事件点评

分析师

康明怡 电话：021-25102911 邮箱：kangmy@dxzq.net.cn

执业证书编号：S1480519090001

事件：

美联储降息 25bp，政策利率降至 4~4.25%，同时继续 QT。

主要观点：

- 1、美联储对关税冲击评估有所减轻，小幅上调经济增速预期。
- 2、三四季度通胀若温和，则经济下降风险有所上升。
- 3、美联储存在一定的降息过慢风险，年内仍有 2 次降息。
- 4、市场充分预期了年内降息幅度，美股观点暂时没有变化，中短期中性略偏积极，长期中性。

一、美联储观点

上半年经济增速略有放缓，但 SEP 略回升了全年经济增速预期。受消费者支出回落影响，美国 GDP 上半年增速从去年 2.5% 放缓至 1.5%。今年增长动力主要来自企业设备和 AI 基础设施投资，以及高收入群体消费。SEP 对 GDP 的预期比 6 月有所上调，升至 1.6%（6 月 1.4%，3 月 1.7%）和明年 1.8%，对通胀（6、9 月 PCE3.0%，3 月 2.7%）和失业率（6、9 月 4.5%，3 月 4.4%）的预期与 6 月保持一致，没有下调靠近 3 月预期，政策利率中位数下降 25bp 至 3.6%（3、6 月均为 3.9%）。SEP 的修正显示美联储对关税冲击的担忧有所缓，以及就业市场数据修正带来的货币政策改变。对未来政策利率路径，点阵图显示绝大多数委员对年内降息增加 25bp。

美联储政策转变主要源自近期非农数据疲软。鲍威尔承认目前劳动力供需双方均明显减少。移民下降导致劳动供给几乎没有增长，劳动力需求同时下降并相对略快，供需双降形成了目前微妙的略偏负面的平衡，体现为失业率略有上升但仍在历史低位。

与 4 月相比，美联储对关税引起的通胀担忧有所下降。截止 8 月，年内通胀上行压力主要来自商品，服务价格回落。美联储观察到部分商品价格受到了关税影响，并预计影响会继续积累。但目前为止关税影响不引发持续性通胀的风险下降。

通胀与就业的权重从原来倾向于通胀转为更为平衡，货币政策随之进一步从限制性向中性靠拢。今年以来，因为年初劳动力市场数据非常稳固，货币政策一直聚焦通胀上行风险，总体保持限制性。4 月后，5-8 月的劳动力市场明显疲软，就业风险上升。当前，通胀和就业的风险都处于上升状态，因此美联储的货币政策从限制性向中性方向调整。鲍威尔承认，历史上美联储的两大政策目标很少出现目前这种相互冲突的局面，美联储能做的就是衡量双方离各自目标有多远，再确定政策偏向哪一方。

本次会议降息 50 基点的提议没有得到广泛支持。鲍威尔认为过去 5 年中美联储经历了大幅加息和降息，当政策明显偏离了适当水平而需要快速调整时，美联储都迅速采取了行动。他认为现在并不是这种状态，今年的货币政策节奏合理，仍等待并观察通胀和就业市场的演变。25bp 的降息就是对就业市场新增就业的大幅减少以及就业市场走弱的其他迹象（如人员的低流动性以及应届生就业困难）的回应。

在失业率预测没有变化的情况下，SEP 增加 25bp 降息，鲍威尔认为可以理解为是一次风险管理性降息，是对劳动力市场疲软的应对，而不是对经济可能下行的应对。（这体现在 SEP 对今年和明年 GDP 的预测略有上行，而通胀和失业率预测基本没变。）

二、点评

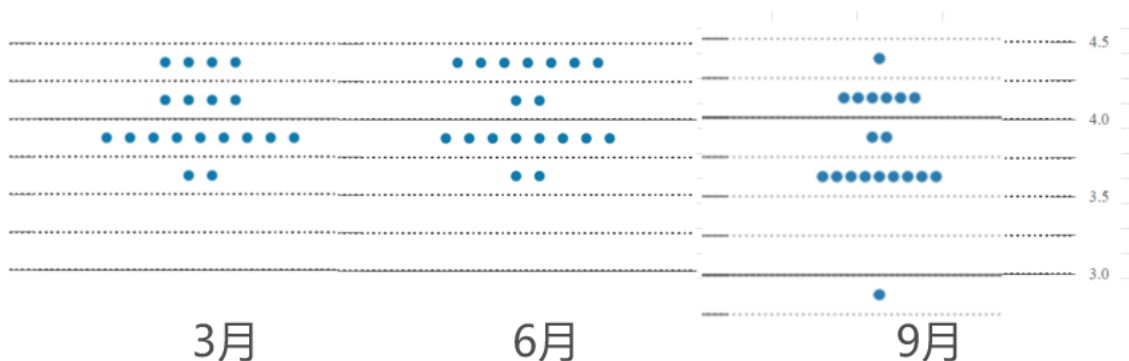
美联储存在一定程度的降息过慢的风险。美联储没有选择降息 50bp 体现了多数投票委员对通胀上行的警惕。毕竟除了非农新增出现疲软，其他数据并没有出现明显的下滑。（例如，亚特兰大 GDP 预测模型对三季度的预测颇为乐观，零售数据显示 3 季度消费尚可。）

美国经济的重心多在消费高峰期的三四季度，相应的，消费尚可的情况下，从 8 月到来年的 2 月的通胀数据容易超出预期，这也是经济运行良性的一种表现。在关税背景下，这可能容易将通胀原本的良性上行过于归结于关税，从而造成降息过慢的风险。若年内后续通胀不及预期，可能会被解读为关税对通胀的影响不大，但更可能是因为消费不振，企业无法转嫁关税的结果。本次美国关税范围广泛，关税政策的不确定性时间过长，导致美国进口的关税成本无法大部分由外国承担。**若美国贸易商无法将这部分成本全部转移给消费者，企业或倾向于削减人手以控制总成本保证利润，从而加速本已流动性较差的劳动力市场真正陷入裁员周期。**

虽然本轮存在移民减少和关税的双重外生冲击，但历史上，在不陷入衰退的前提下，非农新增连续 4 个月均处于低位增长较为罕见，并且失业率不能及时同步持续低迷的非农新增的情况也多次出现。建议密切关注周度初请数据是否持续上升。

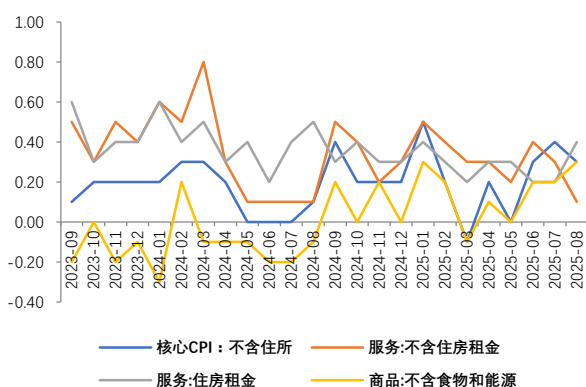
风险提示：海外通胀超预期。

图1：近三次点阵图（%）



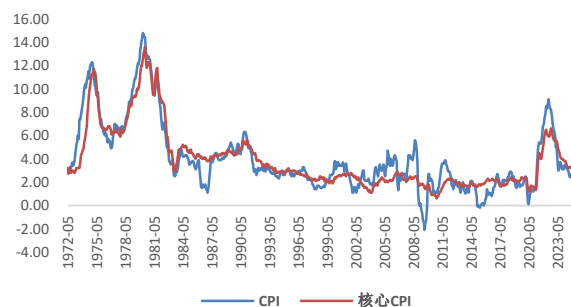
资料来源：美联储，东兴证券研究所

图2：服务价格稳中有降（%）



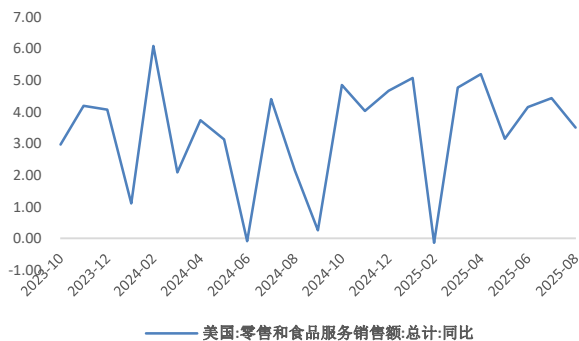
资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图3：CPI 跌落至正常区间中部，核心 CPI 仍处于正常区间高位（%）



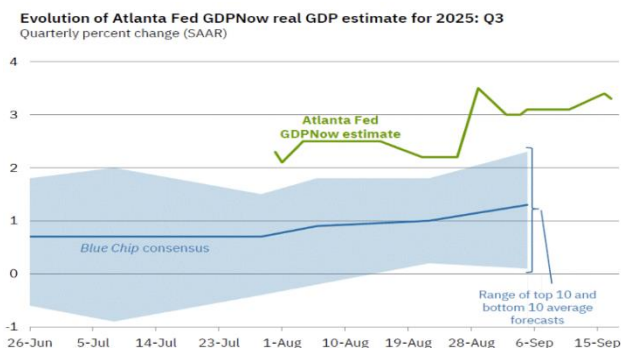
资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图4：零售数据显示消费尚可（%）



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图5：亚特兰大 GDPNow 模型显示三季度美国 GDP 尚可



资料来源：美联储，东兴证券研究所

相关报告汇总

报告类型	标题	日期
宏观普通报告	保持政策连续性稳定性，有效释放内需潜力——7月30日中共中央政治局会议点评	2025-07-30
宏观普通报告	美联储边际略有收紧——6月美国 FOMC 点评	2025-06-22
宏观普通报告	推进人民币国际化，加大对科创企业金融支持——6月18日陆家嘴论坛点评	2025-06-22
宏观深度报告	美国消费动能仍在，赤字政策或延缓衰退——2025年年中海外经济年度展望	2025-06-17
宏观普通报告	非农乏善可陈，暑期消费或有一定支撑——5月美国非农数据点评	2025-06-10
宏观普通报告	通胀季节性回落，后续关税影响或较为温和——美国4月CPI数据点评	2025-05-15
宏观普通报告	关税风险下降，更加注重经济基本面——5月12日中美经贸会谈点评	2025-05-13
宏观普通报告	美联储保持耐心直到硬数据出现信号——5月美国 FOMC 点评	2025-05-09
宏观普通报告	人民银行降准降息，加大对科创企业金融支持——5月7日人民银行、金融监管总局、证监会发布会点评	2025-05-07
宏观普通报告	外部冲击影响加大，充分备足预案——4月25日中共中央政治局会议点评	2025-04-28

资料来源：东兴证券研究所

分析师简介

康明怡

经济学博士。分别就读于武汉大学、清华大学和明尼苏达大学，博士期间曾在明尼苏达大学、美联储明尼阿波利斯分行从事多年教学和访问工作。2010 年开始执教于复旦大学经济学院 985 平台，上海浦江人才计划项目。2017 年加入东兴证券研究所。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及报告作者在自身所知情的范围内，与本报告所评价或推荐的证券或投资存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（A股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数）：
以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（A股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数）：
以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

东兴证券研究所

北京

西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 16 层

邮编：100033

电话：010-66554070

传真：010-66554008

上海

虹口区杨树浦路 248 号瑞丰国际大厦 23 层

邮编：200082

电话：021-25102800

传真：021-25102881

深圳

福田区益田路 6009 号新世界中心 46F

邮编：518038

电话：0755-83239601

传真：0755-23824526