

“预防性”降息开启，靴子轻轻落地

国联期货研究所

证监许可[2011]1773 号

王娜

从业资格证号：F3055965
投资咨询证书号：Z0001999

相关研究报告：

2025 年中期宏观经济展望：
秩序重构浪涌急，应变守机
稳驭舟

2025 年二季度宏观展望：多
空拉锯，全球高波动弱增长
格局深化

2025 年宏观经济展望：畅通
经济循环，走出低通胀

2024 年中期宏观经济展望：
虚云散尽见真章，厚积薄发
待春雷

2024 年宏观经济展望：行稳
方致远，温和渐进修复

宏观专题：透过金融数据探
寻资金运转逻辑与效率

目 录

1. 美联储议息会议概览
2. “预防性”降息开启，靴子轻轻落地
3. 后续降息路径探讨
4. 市场影响

鲍威尔 8 月 22 日在 Jackson Hole 全球央行峰会上鸽派发言后，全球大类资产的降息交易正式启动，9 月 17 日美联储降息靴子落地，联邦基金利率的目标区间从 4.25% 至 4.5% 降至 4.00% 至 4.25%，降幅 25 个基点。这是美联储 2025 年开年以来九个月内首次决定降息。美联储自去年 9 月到 12 月连续三次会议降息，本次再度行动后，本轮宽松周期的合计降息降幅达 125 个基点。

一、美联储议息会议概览

1、利率：联邦基金利率的目标区间从 4.25% 至 4.5% 降至 4.00% 至 4.25%，降幅 25 个基点。

2、经济情况：最近的指标显示上半年经济增长缓和，就业增长已放缓，失业率略有攀升但仍处低位。通胀率有所上升，依旧略为高企，较上次会议声明删除“劳动力市场稳健”表述，判断就业下行风险已增加。

3、双重目标：FOMC 委员会专注于实现充分就业和价格稳定（长期通胀水平在 2%）的双重使命，并在此基础上“判断就业下行风险已增加”，降息的决定是“鉴于风险平衡已转变”，延续鲍威尔在 8 月会议上的表述。

4、缩表：本次声明重申，美联储将继续减少其持有的美国国债、机构债和机构抵押贷款支持证券（MBS）。截至本次会议，美联储已连续四次会议未调整其缩表指引，缩表仍按此前节奏进行。

5、投票分歧：本次投票的共 12 名 FOMC 委员中，仅新理事米兰一人投反对票，倾向于降息 50 个基点。上次会议中主张降息 25 个基点的理事沃勒和鲍曼继续一样主张，本次会议投票结果并未出现更加分裂局面。

6、经济预测：FOMC 成员的中位预期是 GDP 今年增长 1.6%，明年增长 1.8%；总体通胀率今年为 3.0%，到 2026 年降至 2.6%，2027 年降至 2.1%。

7、点阵图：19 名 FOMC 委员中，9 人认为今年再降息 2 次，2 人认为今年再降息 1 次，6 人认为今年无需再降息，1 人认为今年应该加息，1 人（市场认为大概率为新任理事米兰）认为今年应降息 5 次。**2025 年联邦基金利率预测中值从 3.9% 下调至 3.6%，结合当前利率水平，意味着今年还将有两次降息。**

此外，根据点阵图，2025 年 9 月到 2027 年底预计累计降息 125 个基点，低于特朗普期待的 300 个基点水平。

图 1：美联储 9 月点阵图



来源：美联储

二、“预防性”降息开启，靴子轻轻落地

本次美联储议息会议之前，美国公布的就业数据疲弱且形成共振，通胀数据温和微涨，关税传导效应整体可控，市场对本次美联储降息已形成一致性预期。

9月17日美联储25个基点的降息幅度符合市场预期，点阵图显示年内或再降50个基点释放了明确的鸽派信号，但具体表态中一定程度内保持了克制。议息会议声明中强调就业下行风险的同时，坚持了对通胀有所回升、依旧偏高的表态。在美国“类滞胀”背景下，美联储正朝着更“风险中性”的政策方向移动。美联储在回应市场对于就业的担忧的同时，也有效的避免市场因担忧美国经济衰退引起恐慌的可能，有助于市场稳定。

从本次议息会议信息来看，美联储决策逻辑是基于权衡两大风险，通胀失控或者经济失速。考虑到2026年中期选举，特朗普政府无法承受经济失速这一政治风险，相比下，“拜登”通胀风险靠后，所以美联储本次降息有更为明显的“预防性”特征。

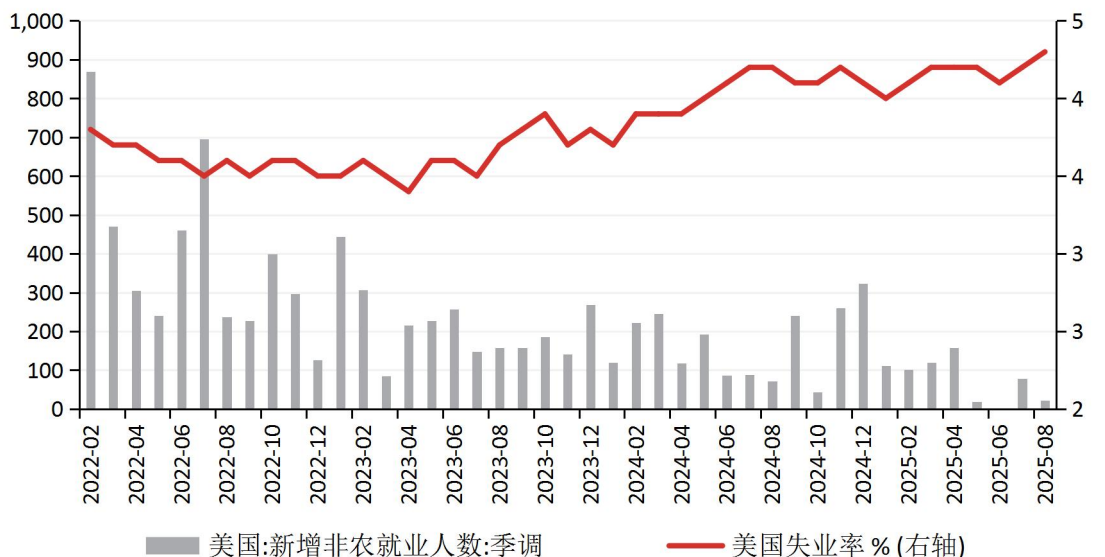
从点阵图的分布以及投票分歧（仅1人投反对票）来看，本次会议并未出现市场担心的美联储内部分歧加剧的局面，美联储内部并未因外部行政压力而出现过度激进举措，短期内美联储独立性担忧有一定放缓。

三、后续降息路径探讨

关于美联储降息路径（降息幅度和降息节奏）的预判，后续需要关注“风险平衡”降息框架下就业数据和通胀数据对美联储降息节奏的影响。同时围绕美联储理事人选及下任美联储主席人选的美联储独立性相关政治议题，依旧都会对市场产生影响。市场围绕影响降息路径指标和事件的波动都不可小觑。

下一个阶段美国就业情况有一定的复杂性。首先，短期内美联储降息政策或对就业市场（尤其是周期性行业）有一定的提振作用，激励企业雇佣更多的工人。但是从长期来看，美国就业都面临着结构性问题，比如美国移民政策变化以及人工智能的替代。

图 2：美国就业情况（千人，%）

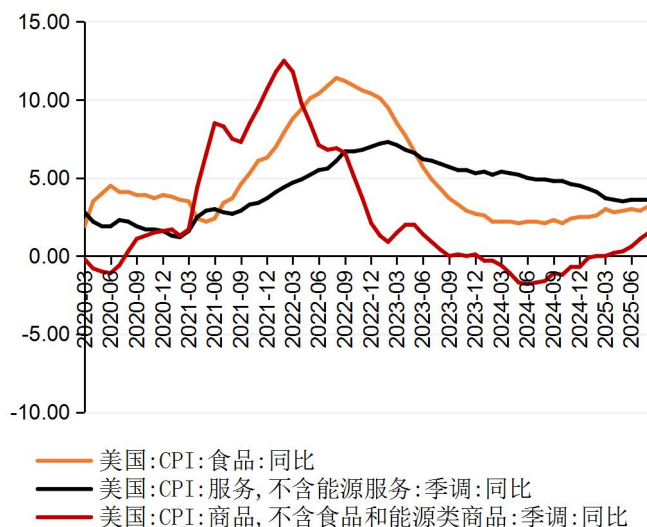


数据来源：WIND、国联期货研究所

此外，由于统计质量导致的数据准确率下降可能会加大市场基于就业及通胀数据推演美联储降息路径的难度。根据美国劳工统计局信息，近几个月非农数据初次调查回收率低于 60%，CPI 中非直接获取的数据占比超过 30%。由于人员流失，通胀指标正越来越多地依赖一种统计推算方法来弥补数据缺口。

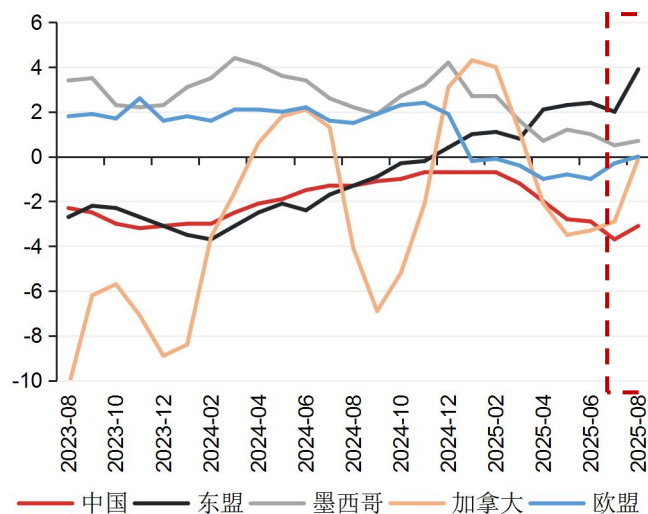
美国通胀层面，核心商品 CPI 连续三个月环比上涨，同比五连升，关税对商品价格的影响正逐步显现；叠加 8 月起更高关税实施，商品通胀上行压力将持续累积。考虑到关税增加的延迟效应（含抢进口库存及保税区的影响），且企业下半年开始将累积的成本转嫁给消费者，预计自三季度起美国通胀在关税的影响下将逐步抬升，至 2026 年一季度左右，关税对通胀传导效应基本完毕并达到峰值。

图 3：美国 CPI 各分项同比走势（%）



数据来源：WIND、国联期货研究所

图 4：美国从主要国家进口价格指数同比变化（%）



数据来源：WIND、国联期货研究所

经济数据和通胀水平并不支持美联储大幅降息，美联储在年内后续会议上进一步扩大降息幅度的空间或受限制，同时需要考虑通胀数据波动可能引发的降息预期修正。基准情形下，2025 年内降息空间约为 50-75 个基点。

四、市场影响

对金融市场而言，主流资产价格已基本消化美联储降息 25 个基点甚至 50 个基点的预期。市场在降息靴子落地后，情绪呈现一定回落态势，黄金价格冲高回落，美债利率和美元指数 V 型反转。美联储降息长期叙事下，市场对宽松政策定价方向不变，美元弱周期和黄金强周期基调仍将延续。

但是我们预计，市场将对宽松定价幅度进行修正。本次美联储启动降息周期，但仍维持“缩表”操作，意味着虽然利率水平下降，但基础货币总量仍在收缩，金融条件并未完全宽松，市场流动性可能弱于前期市场预期的放松幅度。

免责声明

本报告中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。

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述期货操作的依据。由于报告在撰写时融入了研究员个人的观点和见解以及分析方法，如与国联期货发布的其他信息有不一致及有不同的结论，未免发生疑问，本报告所载的观点并不代表国联期货公司的立场，所以请谨慎参考。我公司及其研究员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

本报告所提供资料、分析及预测只是反映国联期货公司在本报告所载明日期的判断，可随时修改，毋需提前通知。

本报告版权归国联期货所有。未经书面许可，任何机构和个人不得进行任何形式的复制和发布。如遵循原文本意的引用，需注明引自“国联期货公司”，并保留我公司的一切权利。

联系方式

国联期货研究所无锡总部

地址：无锡市金融一街8号国联金融大厦6楼（214121）

电话：0510-82758631

传真：0510-82758630

国联期货研究所上海总部

地址：上海市虹口区杨树浦路188号星立方大厦A9楼（200080）

电话：021-60201600

传真：021-60201600