



宏观研究报告

2025年9月15日

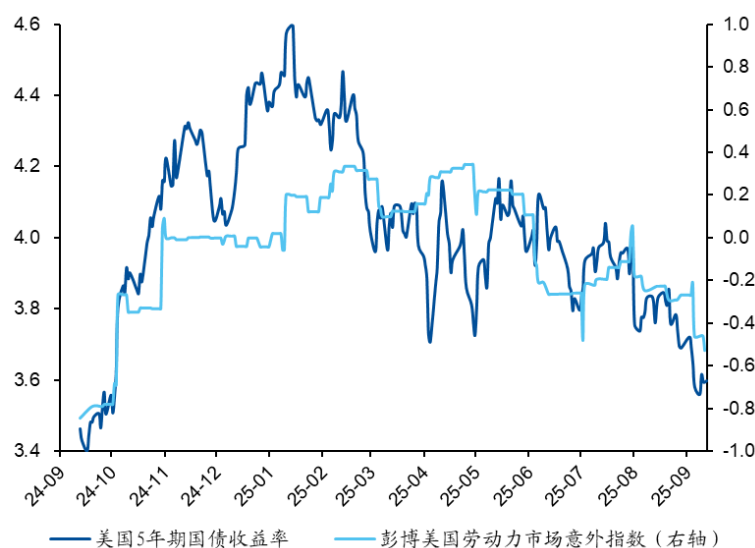
周浩

+852 2509 7582

hao.zhou@gtjas.com.hk

降息箭在弦上，美债将如何演绎？

劳动力市场开始主导利率走势



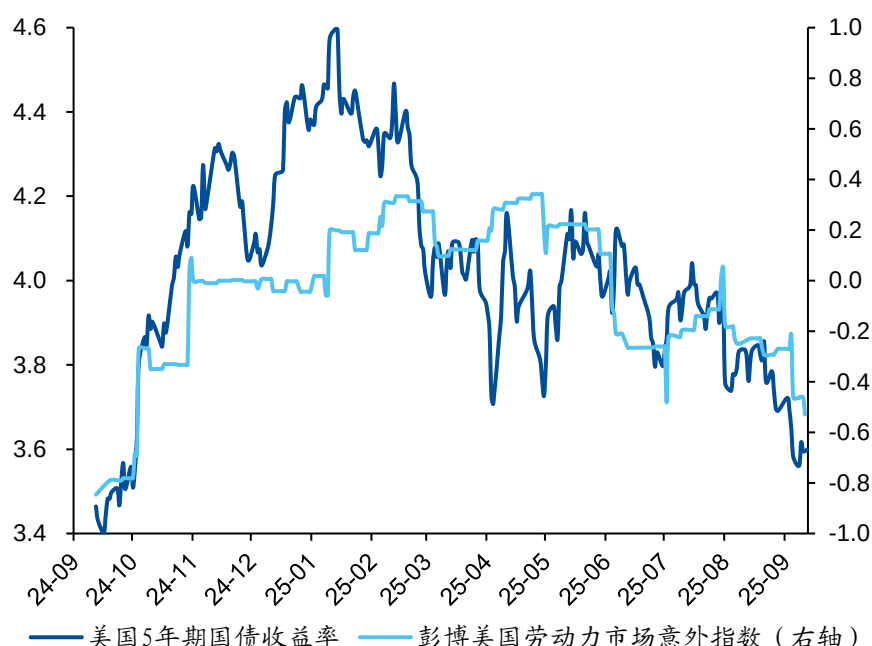
资料来源: Bloomberg, 国泰君安国际。

- 2025年9月，美国国债市场显著反映出对经济降温的敏感反应。随着宏观数据持续疲软，美债收益率整体下行，长端利率回落尤为明显。市场开始定价更为宽松的货币政策路径，尤其是在就业市场持续释放弱势信号的背景下。
- 债券市场的定价逻辑逐渐聚焦于就业数据与政策预期之间的联动。美国5年期国债收益率与劳动力市场意外指数高度相关，8月非农数据公布后，5年期美债收益率迅速下挫近10个基点，走势与该指数基本一致。与此同时，市场对非农数据的信任度正在削弱。美国劳工统计局最新修订显示，过去一年非农就业人数被下调91.1万，为2000年以来最大修订幅度，暴露出统计方法在“后疫情”时代的适应性问题。
- 就业市场的疲弱程度可能远超此前数据所呈现。纽约联储调查显示，失业者认为三个月内重新就业的概率下降至44.9%，而未来一年内失业概率上升至39.1%。市场已广泛接受年内三次各25个基点的降息预期。
- 与此同时，美联储主席鲍威尔的政策立场也出现明显调整。8月杰克逊霍尔会议上，其态度转向鸽派，强调就业下行风险，并在政策声明中删除“零利率下限”表述，强化“最大就业”目标。尽管转变部分源于就业数据修正，但对通胀态度的调整缺乏明确依据，引发市场对美联储独立性的担忧。
- 政治干预迹象日益显著。总统特朗普公开施压鲍威尔，并加速推动亲白宫背景人士进入美联储理事会，美联储的独立性面临前所未有的挑战。在此背景下，市场对长端利率定价趋于谨慎，反映出对政策不确定性与财政可持续性的深层疑虑。
- 然而，长端债券可能也隐含配置机会。随着短端利率快速下行，收益率曲线趋于陡峭，长端债券的相对稳定反而提供了更具性价比的久期敞口。短期美债虽被视为“避风港”，但其高度反映降息预期，潜藏结构性风险。真正的风险，往往藏在看似稳妥的选择之中。

进入 2025 年 9 月，美国国债市场的走势明显体现出市场对经济降温信号的高度敏感。随着宏观数据逐步显露疲态，美债收益率整体下行，长端利率回落尤为显著。其中，30 年期国债收益率较月初下跌 30 个基点，10 年期收益率创下近五个月新低。这一变化不仅反映出市场对美联储政策立场可能转向的预期，也折射出对就业市场持续疲软以及政治干预加剧的担忧。当前市场已开始定价一个更为宽松的货币政策路径，尤其是在劳动力市场持续释放弱势信号的背景下。

债券市场的定价逻辑日益清晰，主要围绕就业数据的边际变化与美联储政策之间的联动关系。美国 5 年期国债收益率与彭博编制的劳动力市场意外指数高度相关，每当就业数据低于预期，收益率便迅速下行。8 月非农就业数据公布后，5 年期美债收益率下挫近 10 个基点，走势与该指数基本一致。与此同时，市场对非农数据的信任度正在逐步削弱。根据美国劳工统计局 9 月 9 日发布的年度基准修订，截至 2025 年 3 月的一年内，非农就业人数被下调 91.1 万，约占就业总量的 0.6%，为 2000 年以来最大修订幅度。该数据修正揭示出当前统计方法在疫情后经济环境中面临的适应性挑战，包括抽样模型失真、季节调整机制失效以及调查问卷回复率下降等技术性问题。

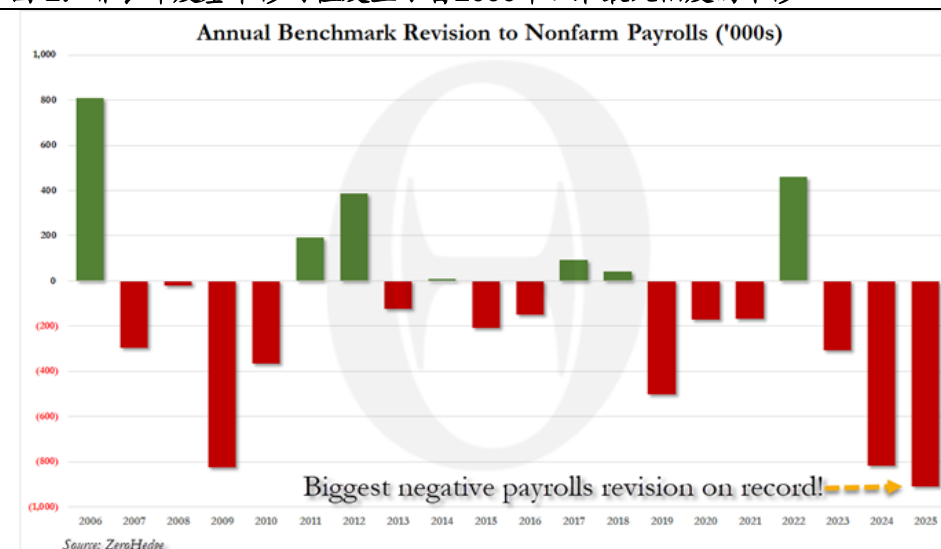
图 1：5 年期美债收益率和劳动力市场意外指数的相关性很高



资料来源：Bloomberg，国泰君安国际。

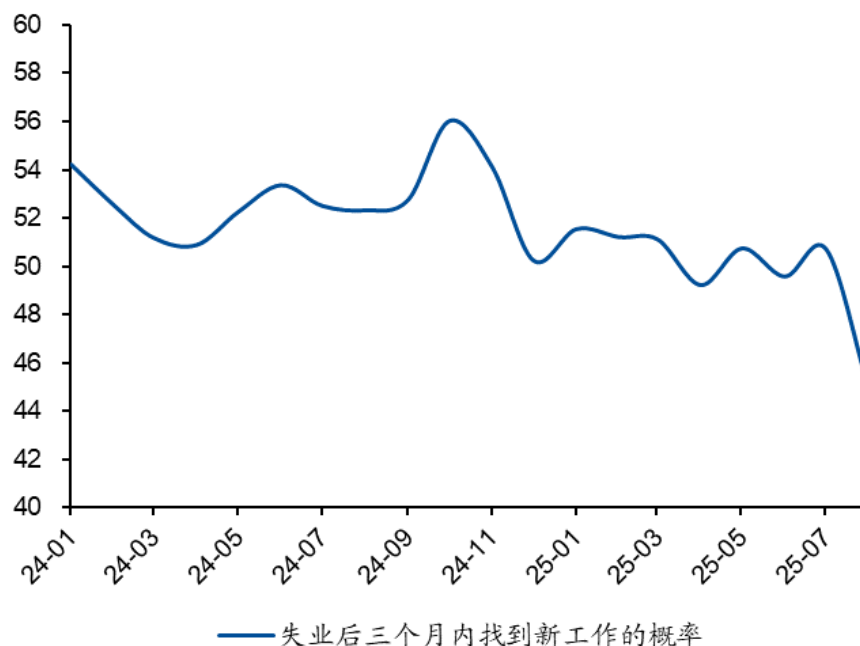
就业市场的实际疲弱程度可能远超此前数据所呈现。纽约联储最新消费者预期调查显示，失业者认为三个月内重新就业的概率下降至 44.9%，而未来一年内失业概率上升至 39.1%。上述指标表明，就业市场的“弱预期—弱现实”格局正在加深，失业率仍存在上行空间，市场已广泛接受年内三次各 25 个基点的降息预期。

图 2：非农年度基准修订值发生了自2000年以来最大幅度的下修



资料来源：ZeroHedge，国泰君安国际。

图 3：美国民众对于就业市场的体感正在加速变差



资料来源：纽约联储官网，国泰君安国际。

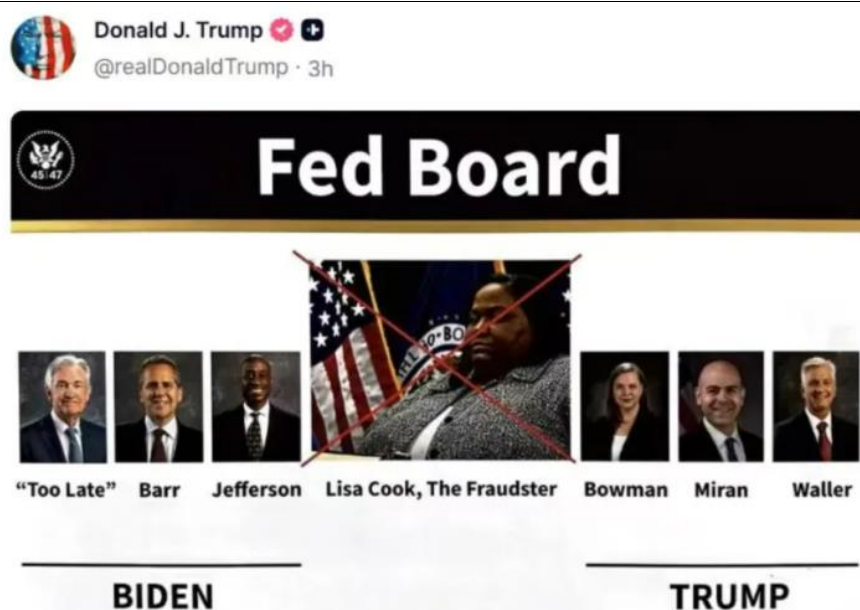
美联储主席鲍威尔的政策立场也出现了明显调整。在 7 月底的议息会议上，他仍表达对就业韧性的信心，并强调关注关税对通胀的影响。然而在 8 月杰克逊霍尔会议上，其态度明显转向，演讲内容聚焦于就业下行风险，并在会后发布的《长期目标和货币政策策略声明》中做出三项关键修改：删除“零利率下限”表述、重申通胀目标制、强化“最大就业”目标。尽管上述转变可部分归因于 7 月非农数据的大幅下修，但对通胀态度的调整缺乏明确依据，市场因此开始担忧美联储是否仍能保持政策独立性。

政治干预的迹象也日益显著。总统特朗普近期采取多项措施推动美联储降息，包括公开施压鲍威尔、威胁罢免其职务，并针对不支持降息的理事发起政治攻击。例如，对理事丽萨·库克提出房贷欺诈指控，试图通过行政手段将其免职。尽管哥伦比亚特区地方法院已发布临时禁令阻止罢

免，但政府仍表示将提起上诉。与此同时，参议院银行委员会迅速通过了特朗普对史蒂夫·米兰的美联储理事提名，从提名到具备参议院投票资格仅历时 8 天，远快于以往平均确认周期。米兰现任白宫经济顾问委员会主席，其加入美联储被视为对货币政策控制权的直接争夺，美联储的独立性面临前所未有的挑战。

在即将召开的 9 月议息会议上，至少三位理事可能支持更大幅度的降息决策，而本次会议还将制定新的季度经济预测，成为美联储向市场传递政策路径判断的关键渠道。此外，市场也在关注特朗普是否将在近期明确联储主席人选，这将进一步影响鲍威尔的政策影响力。

图 4：特朗普在“真实社交”平台公开美联储理事的阵营派别



资料来源：Truth Social，国泰君安国际。

在当前复杂的宏观环境下，市场对长端利率的定价显得尤为谨慎。这种谨慎并非源于对经济前景的悲观判断，而是对政策不确定性、财政可持续性以及美联储独立性受限的深层担忧所致。长端利率的压制不仅反映出市场对未来增长与通胀的疑虑，也折射出对政府债务扩张与货币政策配合之间张力的敏感反应。

然而，正是在这种压抑与犹疑中，长端利率也隐含着潜在的配置机会。随着市场对短期政策宽松的预期不断强化，短端利率快速下行，收益率曲线趋于陡峭。此时，长端利率的相对稳定反而提供了更具性价比的久期敞口，尤其是在未来通胀预期回落、财政约束强化的情境下，长端债券可能成为风险调整后的优质资产。

与此同时，市场对短期美债的偏好也在加速上升。在政策路径尚不明朗、经济数据波动加剧的背景下，短期美债因其流动性强、久期风险低而被视为“避风港”。但这种看似安全的选择，其实也潜藏着结构性风险。一方面，短端利率已高度反映降息预期，进一步压缩了收益空间；另一方面，若未来政策转向不及预期，或财政压力导致短端供给激增，短期美债的价格波动可能反而更为剧烈。

更深层次的风险在于，市场对短期资产的集中配置可能加剧金融体系的期限错配。当投资者普遍追求短期流动性而忽视长期价值时，整个利率结构的稳定性将面临挑战。在此背景下，长端利率的“冷静”不仅是一种市场防御机制，也可能是未来资产重估的起点。因此，当前市场对长端利率的谨慎定价，既是对宏观不确定性的理性回应，也是一种隐含的战略等待。而短期美债的热度虽高，却不应被误解为无风险的避风港。真正的风险，往往藏在看似稳妥的选择之中。

图 5：即将举行的议息会议上，理事层面至少会有2-3票支持更大幅度的降息

美联储理事会职位	理事姓名	理事任期结束日期	当前立场
美联储主席，理事	鲍威尔	2028.01	被特朗普持续施压和抨击
副主席（负责监管），理事	鲍曼	2034.01	偏特朗普
副主席，理事	杰佛逊	2036.01	中立
理事	巴尔	2032.01	中立
理事	库克	2038.01	反特朗普，正因房贷欺诈接受调查
理事	沃勒	2030.01	偏特朗普，新任联储主席的热门候选
理事（临时）	米兰	2026.01	偏特朗普

资料来源：美联储，国泰君安国际。

（本文感谢吴图的贡献）

个股评级标准

参考基准:香港恒生指数/纳斯达克综合指数

评级区间:6至18个月

评级	定义
买入	相对表现超过 15% 或公司、行业基本面展望良好
收集	相对表现 5%至 15% 或公司、行业基本面展望良好
中性	相对表现-5%至 5% 或公司、行业基本面展望中性
减持	相对表现-5%至-15% 或公司、行业基本面展望不理想
卖出	相对表现小于-15% 或公司、行业基本面展望不理想

行业评级标准

参考基准:香港恒生指数/纳斯达克综合指数

评级区间:6至18个月

评级	定义
跑赢大市	相对表现超过 5% 或行业基本面展望良好
中性	相对表现-5%至 5% 或行业基本面展望中性
跑输大市	相对表现小于-5% 或行业基本面展望不理想

利益披露事项

- (1) 分析员或其有联系者并未担任本研究报告所评论的发行人的高级人员。
- (2) 分析员或其有联系者并未持有本研究报告所评论的发行人的任何财务权益。
- (3) 国泰君安国际控股有限公司及/或其附属公司并未持有本研究报告所评论的发行人的市场资本值的1%或以上。
- (4) 国泰君安国际控股有限公司及/或其附属公司在过去12个月内没有与本研究报告所评论的发行人存在投资银行业务的关系。
- (5) 国泰君安国际控股有限公司及/或其附属公司没有为本研究报告所评论的发行人进行庄家活动。
- (6) 没有任何受聘于国泰君安国际控股有限公司及/或其附属公司的个人担任本研究报告所评论的发行人的高级人员。没有任何国泰君安国际控股有限公司及/或其附属公司有联系的个人为本研究报告所评论的发行人的高级人员。

免责声明

本研究报告并不构成国泰君安证券(香港)有限公司(“国泰君安”)对购入、购买或认购证券的邀请或要约。国泰君安与其集团公司有可能会与本报告涉及的公司进行投资银行业务或投资服务等其他业务(例如:配售代理、牵头经办人、保荐人、承销商或自营投资)。

国泰君安的销售人员,交易员和其他专业人员可能会口头或书面提供与本研究报告中的观点不一致或截然相反的观点或投资策略。国泰君安的资产管理和投资银行业务团队亦可能会做出与本报告的观点不一致或截然相反的投资决策。

本研究报告中的资料力求准确可靠,但国泰君安不会对该等资料的准确性和完整性做出任何承诺。本研究报告中可能存在一些基于对未来政治和经济状况的某些主观假定和判断而做出的前瞻性估计和预测,而政治和经济状况具有不可预测性和可变性,因此可能具有不确定性。投资者应明白及理解投资之目的和当中的风险,如有需要,投资者在决定投资前务必向其个人财务顾问咨询并谨慎抉择。

本研究报告并非针对且无意向任何隶属于或位于某些司法辖区内之人士或实体发布或供其使用,如果此等发布、公布、可用性或使用会违反该司法辖区内适用的法律或规例、或者会令国泰君安与其集团公司因而必须在此等司法辖区范围内遵守相关注册或牌照规定。

© 2025 国泰君安证券(香港)有限公司版权所有,不得翻印

香港中环皇后大道中181号新纪元广场低座27楼

电话:(852) 2509-9118 传真:(852) 2509-7793

网址:www.gtjai.com