



2025年09月18日

证券分析师

刘思佳 S0630516080002

liusj@longone.com.cn

联系人

邓尧天

dytian@longone.com.cn

降息落地，后续还有多少空间？

——海外观察：2025年9月美国FOMC会议

投资要点

- **事件：**当地时间9月17日，美联储召开9月FOMC会议，如期降息25bp，基准利率下降至4.00%-4.25%区间。
- **核心观点：**9月FOMC如期下调基准利率25bp，符合市场预期。点阵图中位数显示年内或仍有50bp的降息空间。同时，FOMC声明中将“劳动力保持稳健（Solid）”改成“就业增长放缓（Job gains have slowed）”，并且新增了“失业率已经增高（Unemployment rate has edged up）”的表述。9月SEP将2025年GDP预测值上调了0.2个百分点至1.6%，2026年和2027年GDP预测值分别上调0.2和0.1个百分点。美联储主席鲍威尔在发布会上发言相对中性偏鹰，强调本次降息是为了风险管理，并不认为有快速调整利率的需求，同时依然强调数据导向以及美联储独立性的重要性。我们通过泰勒规则测算出，在2025Q2的中性利率水平下，美联储后续或仍有70bp的降息空间。但需要考虑到通胀的上行压力以及美国后续经济回暖对中性利率有提升作用，美联储年内再进行50bp降息或是合理水平。
- **声明着重强调就业市场风险。**FOMC声明中将“劳动力保持稳健（Solid）”改成“就业增长放缓（Job gains have slowed）”，并且新增了“失业率已经增高（Unemployment rate has edged up）”的表述，同时表示继续维持当前缩表进程。
- **上调GDP和通胀预测上调，失业率小幅下调。**在SEP报告中，美联储将2025年经济增长预测上调0.2个百分点至1.6%，或主要受近期零售数据回暖影响；2025年PCE预测维持在3.0%，但2026年PCE预测上调0.2个百分点至2.6%；2025年失业率预测维持在4.5%，2026年和2027年失业率均下调0.1个百分点。从SEP预测数据来看，美联储对美国经济改善情况相对于6月预测更加乐观。
- **点阵图显示美联储内部鹰鸽分歧严重。**9月点阵图显示有9位官员支持在今年年内再降息50bp；6位官员支持今年后续不降息；1位官员支持今年年内再降息125bp（或是新上任的极端鸽派理事斯蒂芬·米兰）。令市场宽慰的是，本次9月FOMC会议上没有票委或官员跟票米兰，展现出美联储依然保持独立性的决心。同时，点阵图显示年内后续“不降息”和“再降息50bp”成为美联储的主流观点，而“再降息25bp”这一折中想法仅有2位官员支持，显示出美联储内部分化的阵营和激烈的博弈。
- **鲍威尔表示本次是“风险管理式降息”，符合市场“预防式降息”的预期。**同时，鲍威尔不认为有快速调整利率的需求，强调本次会议并没有对大幅降息的支持（wasn't widespread support at all）。值得注意的是，鲍威尔对本次点阵图做出了回应：认为即便点阵图中位数存在连续降息的指引，但后续降息决议依然是“数据主导”，这或是鲍威尔对美联储独立性再一次的竭力维护。
- **本轮降息和2024年有何不同？**我们认为本轮降息或更加趋于谨慎，主要原因有两点。第一点，通胀上行压力颇大。2024年降息周期开启的重要前提是通胀在持续放缓，但2025年通胀却依然保持在较高增速且暂无降温态势。同时，我们观察到美国行业上中下游在三季度开始库存增速均转正回升，后续或对通胀有较大上行压力。第二点，就业和经济增长的分化。三季度开始，美国就业数据和零售销售数据出现不同走势：在就业新增持续走低的情况下，零售销售等需求端数据却在向好回升，这表明当前企业减少岗位招聘所顾虑的并不是产品需求问题，而是供给端（如：关税或供应链危机）的问题。而供给冲击却是货币政

策难以掌握的。由此，我们认为供给冲击和需求回暖同时出现或成为短期内美联储大幅降息的主要掣肘。

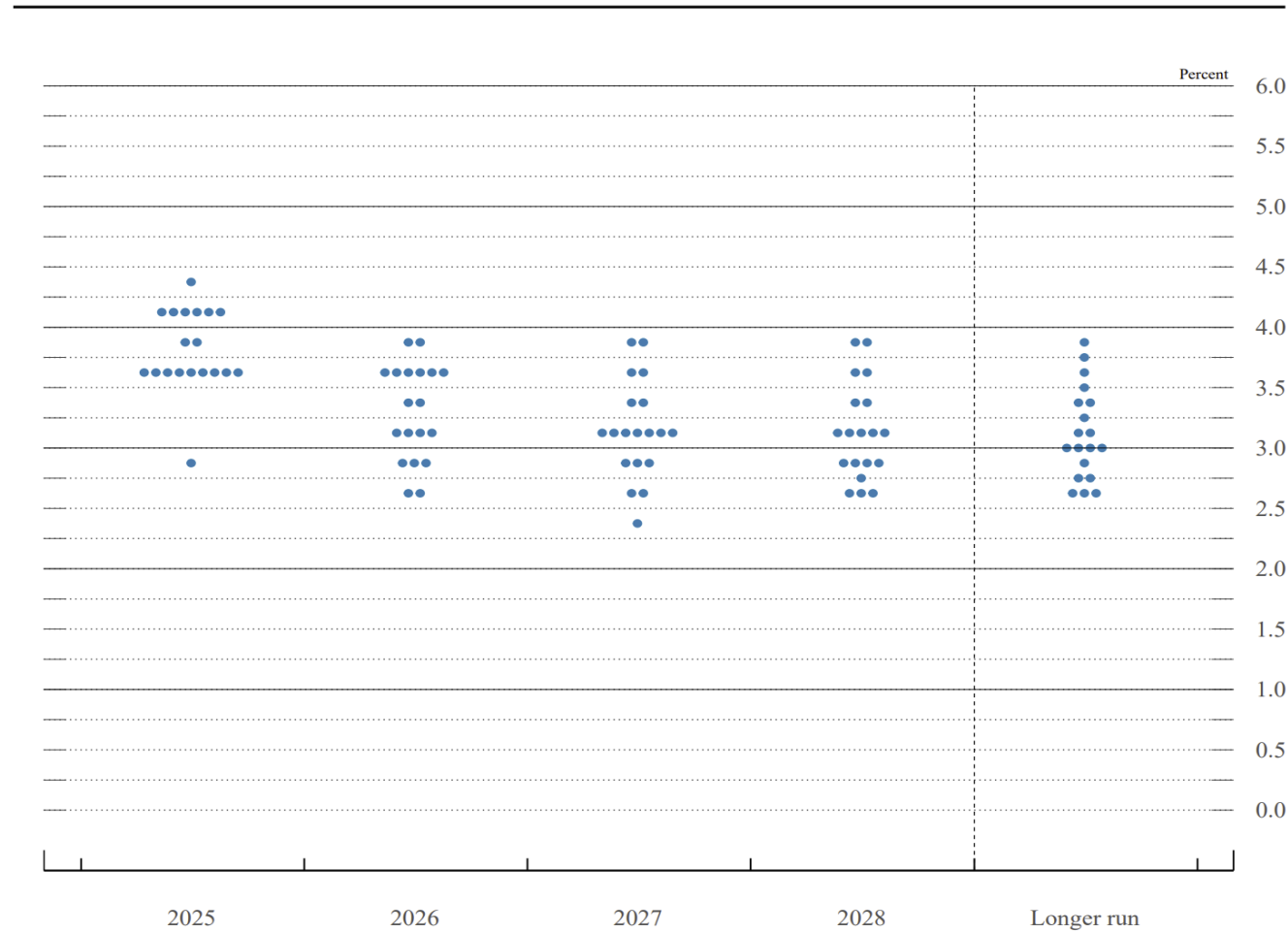
- **美联储后续还有多少降息空间？** 我们通过纽约联储发布的中性利率以及产出缺口（Holston-Laubach-Williams模型估算数据），运用泰勒法则进行测算，得到当前合适的政策基准利率或在3.37%左右，也就是说后续美联储仍有大约70bp的降息空间。但是需要注意到的一点是，后续随着通胀的上升，以及美国经济的回暖（二季度受抢进口影响拖累，产出缺口呈现负值，对模型估计有一定的干扰），中性利率或有较大上升空间。与之相对应的，上升的中性利率则会进一步缩窄美联储的降息空间。由此，考虑到通胀以及经济增长的动态变化，我们认为美联储后续再降息50bp或更为合理。
- **资产价格盘内波动剧烈。** 2年期美债收益率先跌后涨，最终收涨5bp至3.55%；美元指数先跌后涨；美股高开收跌；黄金先涨后跌。大部分资产均在鲍威尔发布会后呈现出走势逆转，主要或是因为鲍威尔在发布会上直截了当地否定了外界对于本次50bp降息的猜想，同时对点阵图“连续降息”的指引进行解释和纠正。结合今年美联储或更为谨慎的降息路径以及泰勒法则的测算分析，我们认为美联储10月和12月或分别进行两次25bp小幅降息，2025年全年累计降息75bp。
- **风险提示：模型估算存在偏差，美国通胀上行超预期。**

图1 9月FOMC会议上SEP经济预测

Variable	Median ¹					Central Tendency ²					Range ³				
	2025	2026	2027	2028	Longer run	2025	2026	2027	2028	Longer run	2025	2026	2027	2028	Longer run
Change in real GDP	1.6	1.8	1.9	1.8	1.8	1.4-1.7	1.7-2.1	1.8-2.0	1.7-2.0	1.7-2.0	1.3-2.0	1.5-2.6	1.7-2.7	1.6-2.6	1.7-2.5
June projection	1.4	1.6	1.8		1.8	1.2-1.5	1.5-1.8	1.7-2.0		1.7-2.0	1.1-2.1	0.6-2.5	0.6-2.5		1.5-2.5
Unemployment rate	4.5	4.4	4.3	4.2	4.2	4.4-4.5	4.4-4.5	4.2-4.4	4.0-4.3	4.0-4.3	4.2-4.6	4.0-4.6	4.0-4.5	4.0-4.5	3.8-4.5
June projection	4.5	4.5	4.4		4.2	4.4-4.5	4.3-4.6	4.2-4.6		4.0-4.3	4.3-4.6	4.3-4.7	4.0-4.7		3.5-4.5
PCE inflation	3.0	2.6	2.1	2.0	2.0	2.9-3.0	2.4-2.7	2.0-2.2	2.0	2.0	2.5-3.2	2.2-2.8	2.0-2.4	2.0	2.0
June projection	3.0	2.4	2.1		2.0	2.8-3.2	2.3-2.6	2.0-2.2		2.0	2.5-3.3	2.1-3.1	2.0-2.8		2.0
Core PCE inflation ⁴	3.1	2.6	2.1	2.0		3.0-3.2	2.5-2.7	2.0-2.2	2.0		2.7-3.4	2.2-2.9	2.0-2.4	2.0-2.2	
June projection	3.1	2.4	2.1			2.9-3.4	2.3-2.7	2.0-2.2			2.5-3.5	2.1-3.2	2.0-2.9		
Memo: Projected appropriate policy path															
Federal funds rate	3.6	3.4	3.1	3.1	3.0	3.6-4.1	2.9-3.6	2.9-3.6	2.8-3.6	2.8-3.5	2.9-4.4	2.6-3.9	2.4-3.9	2.6-3.9	2.6-3.9
June projection	3.9	3.6	3.4		3.0	3.9-4.4	3.1-3.9	2.9-3.6		2.6-3.6	3.6-4.4	2.6-4.1	2.6-3.9		2.5-3.9

资料来源：FED，东海证券研究所

图2 美联储9月FOMC点阵图显示美联储2025年内降息意见分歧加剧



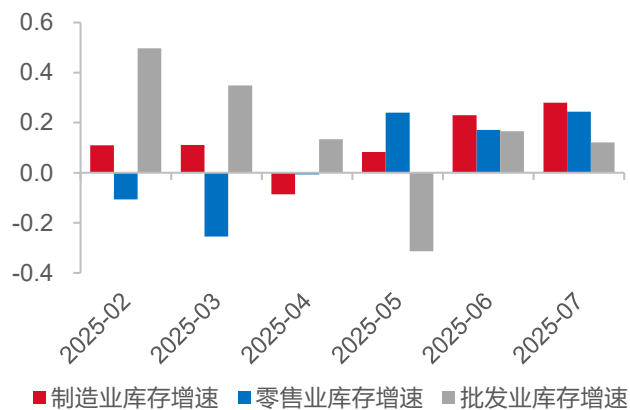
资料来源：FED，东海证券研究所

图3 红皮书显示零售价格或有进一步上升压力，%



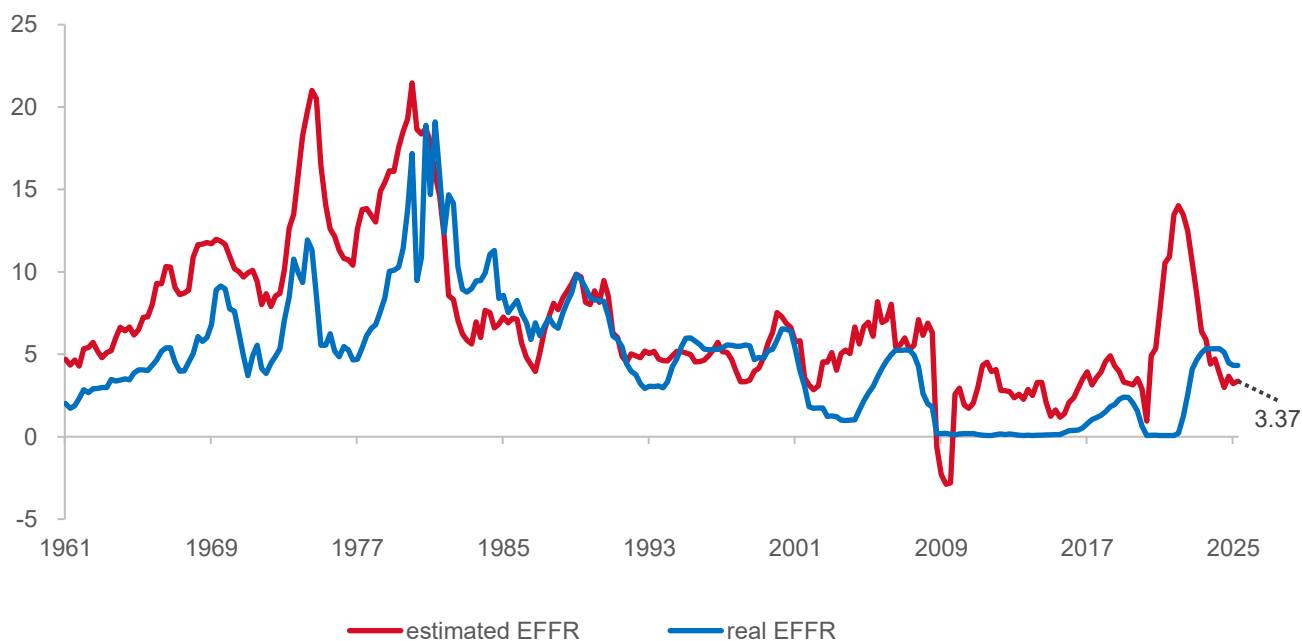
资料来源：iFind，东海证券研究所

图4 美国上中下游库存增速在三季度转正回升，%



资料来源：Wind，东海证券研究所

图5 泰勒规则显示美联储或仍有 75bp 降息空间，%



资料来源：纽约联储，东海证券研究所

一、评级说明

	评级	说明
市场指数评级	看多	未来 6 个月内沪深 300 指数上升幅度达到或超过 20%
	看平	未来 6 个月内沪深 300 指数波动幅度在-20%—20%之间
	看空	未来 6 个月内沪深 300 指数下跌幅度达到或超过 20%
行业指数评级	超配	未来 6 个月内行业指数相对强于沪深 300 指数达到或超过 10%
	标配	未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 指数在-10%—10%之间
	低配	未来 6 个月内行业指数相对弱于沪深 300 指数达到或超过 10%
公司股票评级	买入	未来 6 个月内股价相对强于沪深 300 指数达到或超过 15%
	增持	未来 6 个月内股价相对强于沪深 300 指数在 5%—15%之间
	中性	未来 6 个月内股价相对沪深 300 指数在-5%—5%之间
	减持	未来 6 个月内股价相对弱于沪深 300 指数 5%—15%之间
	卖出	未来 6 个月内股价相对弱于沪深 300 指数达到或超过 15%

二、分析师声明：

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，具备专业胜任能力，保证以专业严谨的研究方法和分析逻辑，采用合法合规的数据信息，审慎提出研究结论，独立、客观地出具本报告。

本报告中准确反映了署名分析师的个人研究观点和结论，不受任何第三方的授意或影响，其薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

署名分析师本人及直系亲属与本报告所涉及的内容不存在任何利益关系。

三、免责声明：

本报告基于本公司研究所及研究人员认为合法合规的公开资料或实地调研的资料，但对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告仅反映研究人员个人出具本报告当时的分析和判断，并不代表东海证券股份有限公司，或任何其附属或联营公司的立场，本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间等因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致，敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。在法律允许的情况下，本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告仅供“东海证券股份有限公司”客户、员工及经本公司许可的机构与个人阅读和参考。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何机构和个人的投资建议，任何形式的保证证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。本公司客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。

本报告版权归“东海证券股份有限公司”所有，未经本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

四、资质声明：

东海证券股份有限公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构，已经具备证券投资咨询业务资格。我们欢迎社会监督并提醒广大投资者，参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构，注意防范非法证券活动。

上海 东海证券研究所

地址：上海市浦东新区东方路1928号 东海证券大厦
 网址：Http://www.longone.com.cn
 座机：（8621）20333275
 手机：18221959689
 传真：（8621）50585608
 邮编：200125

北京 东海证券研究所

地址：北京市西三环北路87号国际财经中心D座15F
 网址：Http://www.longone.com.cn
 座机：（8610）59707105
 手机：18221959689
 传真：（8610）59707100
 邮编：100089