

美联储重启降息，但未来政策路径依然复杂

——美联储 9 月货币政策会议点评与展望

研究发展部高级副总监 白雪

事件：美东时间 9 月 17 日周三，美联储货币政策委员会公布，联邦基金利率的目标区间从 4.25%-4.5% 降至 4.00%-4.25%，降幅 25 个基点。这是美联储今年开年以来九个月内首次决定降息。本次决议声明新增指出美国就业增长已放缓、失业率略升、就业下行风险增加、风险平衡已转变，删除劳动力市场稳健。特朗普“钦点”的新晋理事米兰一人投反对票，主张降息 50 基点，上次会议投票反对的两人均支持本次利率决议。利率预测中位值显示联储预计今年共降息三次，较上次增一次，明年再降一次。点阵图显示，九人预计今年内再降息两次，人数未过半，六人预计年内不再降息，一人预计降息五次、即今年合计降息 150 基点。美联储上调今明后年 GDP 增长预期，下调明后年的失业率预期，上调明后年 PCE 通胀预期，预计 2028 年通胀达到目标 2%。

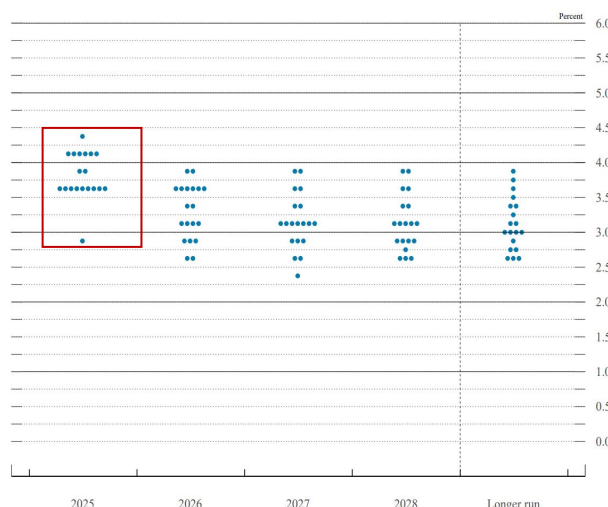
会后鲍威尔表示，此次降息举措是一项风险管理决策，没有必要快速调整利率，降息 50 个基点未得到广泛支持；极为罕见的经济局势导致联储利率预测分歧大；就业数据修正大主要源于调查回复率低；关税传到通胀的过程比预期更慢、幅度更小，关税贡献 0.3-0.4 个百分点的核心 PCE 通胀。同时，重申美联储坚定维持独立性。

图 1 2025 年 6 月利率点阵图



来源：美联储，东方金诚

图 2 2025 年 9 月利率点阵图



资料来源：美联储，东方金诚

对此，东方金诚解读如下：

美联储本次降息标志着货币政策周期的正式转向，这一决策背后同时反映了就业市场下行风险的压力，以及对政治干预与通胀风险的权衡。会议释放的信号清晰表明，就业已取代通胀成为当前政策的首要关注点。

本次降息的核心触发因素是近期就业数据的恶化速度、幅度和潜在风险远超通胀的温和反弹，美联储需要采取“预防性降息”来应对可能加速恶化的就业形势。本次会议声明删除了此前连续六个季度提及的“劳动力市场稳健”这一表述，新增“就业增长已放缓、失业率略升、就业下行风险增加”等表述，并强调“风险平衡已转变”，这些措辞调整标志着美联储货币政策目标重心发生向“稳就业”的转向。这一转变建立在对经济数据的全面评估基础之上：8月非农新增就业仅2.2万人远低于预期，失业率升至4.3%，近三个月（6-8月）平均新增就业人数大幅降低至3.5万左右。更关键的是，2024年4月至2025年3月的非农数据大幅下修91.1万，创历史最大修正幅度，加之JOLTS职位空缺等就业数据同步下跌，共同指向劳动力市场加速降温。同时，8月CPI仅温和上行，关税对通胀的推升作用尚未显现，为本次降息提供了基础。值得注意的是，鲍威尔特别澄清了关税对通胀的影响，指出其传导过程“比预期更慢、幅度更小”，仅贡献0.3-0.4个百分点的核心PCE通胀。这一表态具有重要政策含义——它弱化了通胀上行风险的紧迫性，为降息清除了一个重要障碍，同时也间接回应了特朗普政府关于“关税不推升通胀”的主张，体现了在政治压力下的微妙平衡。

鲍威尔在会后新闻发布会上将此次降息定义为“风险管理决策”，这一表述表明当前货币政策调整并非基于经济衰退的现实，而是对潜在下行风险的预防性应对，总体基调偏中性。会后公布的季度经济预测印证了这一点：美联储将今年GDP增速预测从6月的1.4%上调至1.6%，同时下调明后年失业率预期，这表明对当前经济韧性仍有信心；但上调通胀预期并将通胀达标时间推迟至2028年，则显示出对美联储认为通胀在中长期可能依然顽固。这种预测组合传递出清晰信号：美联储已准备短期内容忍适度通胀，以换取就业市场的稳定。正如鲍威尔本次会后所言：“极为罕见的经济局势”使得传统的政策规则难以直接套用，必须采取更为灵活的风险管理策略。

本次会议利率点阵图显示美联储内部政策分歧巨大，意味着未来政策路径的不确定性较高，但总体来看美联储仍将采用“温和、渐进式”的降息节奏。

尽管降息决议以压倒性多数通过，但特朗普“钦点”的新晋理事米兰单独投出反对票，主张一次性降息50个基点，这也与点阵图所显示的深刻分歧形成呼应：19名票委中，有9名委员预计年内再降息两次，6人预计年内不再降息，2人预计年内降息一次，1人主张全年合计降息150个基点。这种离散程度为近十年来罕见，支持年内连续降息的委员仅在半数，这意味着后续降息路径依然具有高度

的不确定性。

不过，从多数委员选择渐进式降息策略——即利率预测中位值显示的“今年共降息三次，明年再降一次”这一的路径上来看，美联储试图在稳就业与控通胀之间寻求平衡，既承认就业下行风险需要政策应对，又避免因过快降息而放大通胀风险。鲍威尔在新闻发布会上强调“没有必要快速调整利率，降息 50 个基点未得到广泛支持”，正是对这一中间立场的明确背书，旨在维护政策连续性与市场信心，这意味着美联储后续仍将采用“温和、渐进式”的降息节奏。

预防式降息基调下，预计年内还将降息两次，但消费韧性及通胀压力下，长期降息节奏将仍旧偏缓，是否能够开启连续降息存在较强的不确定性。

考虑到美联储短期对就业的重视大于通胀，年内降息大概率持续推进。本次利率预测中位值显示美联储预计今年共降息三次，较上次预测增加一次，结合当前已完成一次降息的事实，意味着 11 月和 12 月的两次会议各降息 25 个基点，到年底将联邦基金利率目标区间降至 3.50%-3.75%。背后的理由主要基于两点：一是关税对通胀的推升作用在年内可能较为温和可控，二是劳动力市场将持续疲软，失业率将继续攀升至 4.5%，从而支持年内连续降息。从政策规则角度看，泰勒规则测算显示在当前失业率和通胀水平下，合适的政策利率区间应在 3.5%-4.0% 之间，这也与本次会议暗示的年底利率水平基本吻合。

不过，我们认为，2026 年的政策路径将更加依赖经济、就业数据的演变趋势与政治周期的互动，是否连续降息的不确定性较高。首先，考虑到关税政策导致上半年美国进口出现大幅增加，企业“抢进口”带来的大量的库存缓冲有效对冲了通胀向消费端的传导，后续随着库存的消化，关税对通胀的推升作用将会逐渐抬头，这意味着未来通胀仍存在上行压力；其次，近期美国非农新增就业数据的大幅下调在很大程度上是出于模型调整等非基本面因素，并非就业出现结构性恶化，结合近期美国消费支出数据依然坚挺等因素，我们判断，就业形势恶化的情形可能被市场高估，美国经济虽然趋缓但短期内依然具备韧性，而降息周期开启后，也有助于美国经济“软着陆”。这两点意味着在通胀可能存在反弹压力、失业率难以大幅上行的背景下，美联储持续降息的必要性不高。根据 1990 年代以来四轮预防式降息的总体幅度来看，整体维持在 75-100bp，本轮预防式降息预计整体幅度也会相对有限。

对于当前市场上出现的“连续四次降息”和“2026 年四次降息”的激进预期，我们认为这种预期落地的难度和不确定性很高。这是因为，这种情景的实现需要满足两个条件：一是经济下行风险显著加大，出现明确的衰退信号；二是通胀持续回落至 2% 附近，为持续降息打开空间。但从当前美国消费韧性、美联储上调 GDP 增长预期以及推迟通胀达标时间的预测来看，满足这两个条件的概率较低，更可能是市场的尾部风险定价。

值得注意的是，2026 年将面临美国中期选举这一重要政治变量。若特朗普继续推进“扶持鸽派官员进入美联储”的策略，加之 2026 年美联储主席换届，2026 年 FOMC 的构成可能更趋宽松。但我们认为，考虑到当前美联储独立性受到法律保护、总统权力依然将受到制约、美联储多票委的决策机制，以及美联储票委的职业理念等多方面因素，即使 2026 年换届后面临部分人事调整，政治因素对于美联储独立性的冲击也将较为有限。可以看到，由于上诉法院驳回，本次会议上被特朗普宣布罢免的理事库克依然参与了投票，对冲了米兰参与投票的影响；同时，即使是沃勒、鲍曼这两名特朗普提名的“鸽派”委员，也并未在本次会议上倒向“降息 50 个基点”的激进主张，而是选择了 25 个基点的渐进式路径。因此综合来看，政治干预的加剧并不会导致 2026 年美联储的政策决策独立性受到重大冲击。

对美国经济本身而言，本次降息能否有效提振经济仍存疑问。历史数据显示，货币政策具有滞后效应，首次降息后通常需要 6-12 个月才能显著影响实体经济。我们认为，当前美国经济的主要挑战在于劳动力市场结构性失衡与制造业疲软，这些问题难以通过利率政策根本解决。美联储的风险管理策略更多是为财政政策与结构性改革争取时间，但若这些配套措施未能及时跟进，单纯依赖美联储“渐进式”的货币政策可能难以阻止经济继续下行。

对全球金融市场而言，美联储重启降息周期将推动全球流动性条件边际改善，但影响力度受制于降息节奏与其他主要央行政策的相对变化。从历史经验看，美联储降息通常会缓解新兴市场资本外流压力，支撑风险资产价格。但本次周期的特殊性在于，欧洲、日本经济走势疲弱，可能限制美元贬值幅度，从而减弱对新兴市场的提振效果。对人民币资产而言，中美利差收窄将缓解贬值压力，但国内经济基本面仍将是决定外资流向的关键因素。伴随美联储降息以及美国经济降温，美元指数还将承受一定下行压力，这将为人民币带来被动升值动能。不过，由于上半年美元跌幅巨大，后期也会有较强的抗跌韧性。国内基本面方面，四季度外部波动对我国出口的影响会逐步显现，而逆周期调节政策适时加力将确保经济运行基本稳定。这方面有充足的政策空间，将为人民币汇率提供重要的内在支撑。由此，接下来人民币汇率仍将以稳为主，快速升值或大幅贬值的风险都不大。

权利及免责声明：

本研究报告及相关信用分析数据、模型、软件、评级结果等所有内容的著作权及其他知识产权归东方金诚所有，东方金诚保留与此相关的一切权利。建议各机构及个人未经书面授权，避免对上述内容进行修改、复制、逆向工程、销售、分发、引用或任何形式的传播。

本报告中引用的标明出处的公开资料，其合法性、真实性、准确性及完整性由资料提供方 / 发布方负责。东方金诚已对该等资料进行合理审慎核查，但此过程不构成对其合法性、真实性、准确性及完整性的任何形式保证。

鉴于评级预测具有主观性和局限性，需提醒您：评级预测及基于此的结论可能与实际情况存在差异，东方金诚保留对相关内容随时修正或更新的权利。

本报告仅为投资人、发行人等授权使用方提供第三方参考意见，不构成任何决策结论或建议。建议投资者审慎使用报告内容，自行承担投资行为及结果的责任，东方金诚不对此承担责任。

本报告仅授权东方金诚指定使用者按授权方式使用，引用时需注明来源且不得篡改、歪曲或进行类似修改。未获授权的机构及人士请避免获取或使用本报告，东方金诚对未授权使用、超授权使用或非法使用等不当行为导致的后果不承担责任。