

美联储 9 月如期降息，年内或还有两次降息

金晓雯, PhD, CFA

首席宏观分析师

xiaowen_jin@spdbi.com

(852) 2808 6437

2025 年 9 月 18 日

浦银国际观点：我们现在预计美联储在今年最后的两次会议（10 月和 12 月）上还会各降息 25 个基点，全年共降息 75 个基点，高于此前预测的全年 50 个基点。此次会议表明美联储倾向于认为关税对通胀的影响是一次性的，且影响力度似乎较小。但美联储仍在观察关税对整体经济活动和通胀的影响。美联储对劳动力市场放缓的关注有所上升，在降息决议中更为考虑就业市场和通胀之间的平衡，而不是像此前那样更关注通胀。此外，8 月通胀数据继续显示温和的关税影响，但关税影响是否会在秋季新品上市季节变得更为显著仍有待观察。再次弱于预期且下滑的非农就业数据引发对劳动力市场迅速走弱的担忧，不过好于预期的零售数据或帮助缓解美联储对于美国经济突然陷入衰退的担忧（图表 2）。综合经济基本面和本次美联储会议，我们上调美联储今年接下来的降息幅度预测至 50 个基点（此前为 25 个基点）。

正如我们此前所[预测](#)的，9 月美联储会议降息 25 个基点，这是继去年 12 月降息之后、今年以来的首次降息。我们认为此次会议较为中性，[会议声明](#)和[季度经济预测更新](#)（SEP）的主要变化有：

1. 在经济指标预测更新上，美联储上调了 2025-2027 年的 GDP 预测，上调了明年的通胀预测，以及下调了明后年的失业率预测（图表 1）。会议声明的最主要变化在于强调劳动力市场的下行风险。声明称“新增就业已经放缓，失业率已经上升但仍维持在较低水平上”，而上次声明的说辞是“失业率维持在较低水平上”。此外，声明在继续承诺“关注其双重使命所面临的风险”之外，又加了半句“并判断就业市场的下行风险已经上升”。[鲍威尔](#)进一步解释道：“当前就业市场的供需双方都在放缓，这种情况并不常见。在这个不再那么活跃、略显疲软的劳动力市场中，就业的下行风险有所上升。”尽管如此，SEP 将今年的失业率预测维持在 4.5% 不变，并略微下调 2026-2027 年的失业率预测各 0.1 个百分点，到 4.4% 和 4.3%。

在通胀方面，声明措辞变化不大，仅在“通胀率仍维持在较高水平”上加了半句“通胀率已经上升”。SEP 亦维持 2025 年和 2027 年的 PCE 和核心 PCE 通胀率预测不变，但上调两个指标 2026 年的预测 0.2 个百分点到 2.6%。在关税影响上，鲍威尔表示关税通胀的传导机制已经放缓，影响的力度也更小。“关税通胀顽固地存在”的可能性降低。美联储估算关税对核心 PCE 通胀数据造成 0.3-0.4 个百分点的“贡献”。不过，鲍威尔也表示仍存在关税对通胀影响更为持久的可能性，而美联储的责任是确保一次性的物价上涨不会演变成持续的通胀问题。



扫码关注浦银国际研究

浦銀國際

宏观观点

美联储 9 月如期降息，年内或还有两次降息

最后，或鉴于今年至今为止的经济表现以及关税担忧的下降，SEP 上调了今明两年 GDP 预测各 0.2 个百分点到 1.6% 和 1.8%，亦上调 2027 年预测 0.1 个百分点到 1.9%。

2. 在未来降息路径上，SEP 上调今年总降息幅度到 75 个基点（此前为 50 个基点），鲍威尔称 9 月的降息是风险管理类型降息。他同时表示“政策没有预设路径，会逐会决策、逐项数据分析”。SEP 对今年联邦基金利率的预测调整意味着或年内或还有 50 个基点的降息。点阵图表示有 10 位联储委员（总共 19 位）认为今年还有两次降息或更多，而另外 9 位则认为降息一次或更少。美联储对 50 个基点降息的呼声并不高：仅有一人——特朗普提名的新晋理事米兰（Miran），支持在 9 月就降息 50 个基点。利率预测显示美联储预计明后年大概会各再降息一次。

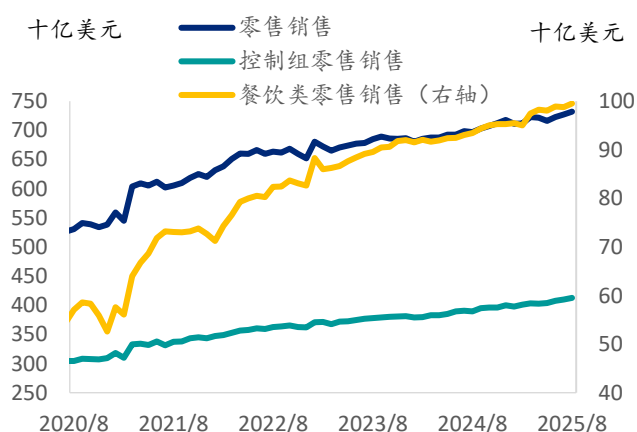
风险提示：降息过快或特朗普的加征关税导致再通胀；降息过慢引起经济衰退；中美关税战再次爆发；中东、俄乌等地缘政治风险。

图表 1：FOMC 季度经济预测更新

单位 (%)		2025	2026	2027	长期
实际 GDP 同比增速	9 月	1.6	1.8	1.9	1.8
	6 月	1.4	1.6	1.8	1.8
失业率	9 月	4.5	4.4	4.3	4.2
	6 月	4.5	4.5	4.4	4.2
PCE 同比增速	9 月	3.0	2.6	2.1	2.0
	6 月	3.0	2.4	2.1	2.0
核心 PCE 同比增速	9 月	3.1	2.6	2.1	
	6 月	3.1	2.4	2.1	
联邦基金利率	9 月	3.6	3.4	3.1	3.0
	6 月	3.9	3.6	3.4	3.0

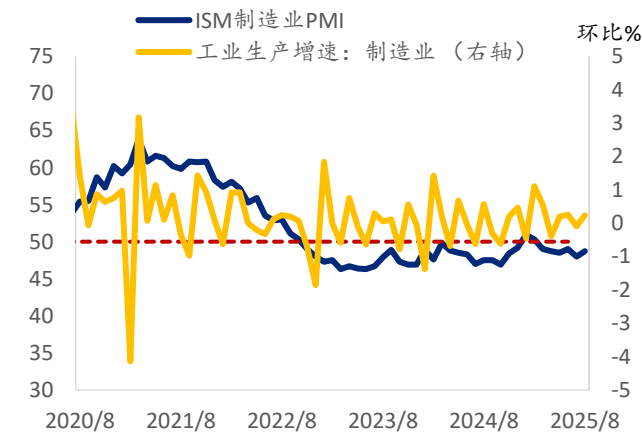
资料来源：CEIC、浦银国际

图表 2：8 月零售销量环比增速维持在 0.6%，好于市场预期



资料来源：CEIC、浦银国际

图表 3：工业生产环比增速 8 月转正，其中制造业工业生产环比增速转正到 0.24%



资料来源：CEIC、浦银国际

图表 4：近期相关报告列表

日期	报告标题和链接
2025 年 9 月 12 日	美国 8 月核心 CPI 符合预期，锁定下周 25 个基点降息
2025 年 8 月 26 日	月度美国宏观洞察：关税大致尘埃落定，9 月剑指重启降息？
2025 年 8 月 22 日	浦银国际宏观观点：关税问题上我们还需要担忧什么？
2025 年 8 月 12 日	美国 7 月核心 CPI 略微回升但符合预期，9 月重启降息可期
2025 年 7 月 31 日	美联储 7 月继续暂停降息，鲍威尔未对 9 月是否降息给出指引
2025 年 7 月 23 日	月度美国宏观洞察：8 月 1 日征税函生效在即，关税再成焦点
2025 年 7 月 16 日	美国 6 月核心 CPI 回升但低于预期，料本月议息会议将继续按兵不动
2025 年 7 月 3 日	暂缓期大限将至，个性化“对等关税”会卷土重来吗？
2025 年 6 月 20 日	月度美国宏观洞察：暂缓期大限将至，关税政策或再引关注
2025 年 6 月 19 日	美联储 6 月继续暂停降息，关税对通胀的影响仍是降息关键
2025 年 6 月 12 日	美国 5 月 CPI 超预期回落，料降息至少延迟至 9 月
2025 年 5 月 24 日	2025 年中期宏观经济展望：关税进展仍是中美经济关键因素
2025 年 5 月 14 日	美国 4 月 CPI 回升但不及预期，尚未体现关税影响
2025 年 5 月 8 日	美联储 5 月如期继续暂停降息，并排除“先发制人”可能性，降息还需“边走边看”
2025 年 5 月 7 日	月度美国宏观洞察：“对等关税”下美国经济濒临衰退
2025 年 4 月 11 日	美国 3 月 CPI 再超预期回落，但难抵关税阴霾
2025 年 4 月 3 日	政策解读：美国“对等关税”远超预期，而后或有部分减免可能
2025 年 3 月 25 日	月度美国宏观洞察：新一轮关税风暴或一触即发
2025 年 3 月 20 日	美联储 3 月如期继续暂停降息，强调经济不确定性增加
2025 年 3 月 13 日	美国 2 月 CPI 超预期回落，关税战影响尚未显现
2025 年 2 月 25 日	月度美国宏观洞察：关税大棒逐渐落下，美国经济何去何从？
2025 年 2 月 13 日	美国 1 月 CPI 超预期反弹，进一步拉低近期降息可能
2025 年 1 月 30 日	美联储 1 月如期暂停降息，3 月或继续暂停降息
2025 年 1 月 22 日	月度美国宏观洞察：特朗普 2.0 拉开帷幕
2025 年 1 月 16 日	美国 12 月核心 CPI 微降，或不影响本月美联储暂停降息
2024 年 12 月 12 日	美国 11 月核心环比通胀率大致稳定，或不影响 12 月降息
2024 年 11 月 25 日	2025 年宏观经济展望：在特朗普 2.0 的不确定性中寻找确定性
2024 年 11 月 14 日	美国 10 月核心环比通胀率如预期微跌
2024 年 11 月 8 日	11 月美联储会议点评：如期降息，短期内货币政策不受大选影响
2024 年 10 月 29 日	月度美国宏观洞察：大选结果揭晓在即，将如何影响美国经济和金融市场？
2024 年 10 月 10 日	美国 9 月核心环比通胀率再超预期，11 月降息幅度或锁定在 25 个基点
2024 年 9 月 26 日	月度美国宏观洞察：后续降息幅度和经济衰退讨论仍悬而未决
2024 年 9 月 19 日	美联储 9 月超预期降息 50 个基点，年内或还有单次 50 个基点降息
2024 年 9 月 12 日	美国 8 月核心环比通胀率略超预期，基本锁定 9 月 25 个基点降息
2024 年 8 月 27 日	月度美国宏观洞察：衰退尚未到来，降息时点已至
2024 年 8 月 24 日	杰克逊霍尔全球央行年会点评：鲍威尔基本确认 9 月降息
2024 年 8 月 23 日	宏观主题研究：哈里斯经济政策愿景渐清晰，对美国影响几何？
2024 年 8 月 15 日	符合市场预期的美国 7 月环比通胀率上升大概率不会影响到 9 月降息决议
2024 年 8 月 1 日	月度美国宏观洞察：迎接降息和美国大选
2024 年 8 月 1 日	7 月美联储会议点评：9 月剑指降息
2024 年 7 月 30 日	宏观主题研究：特朗普 2.0 将如何影响美国经济和金融市场？
2024 年 7 月 12 日	美国 6 月通胀数据再次超预期放缓，9 月降息预期获进一步确认
2024 年 6 月 25 日	月度美国宏观洞察：经济向右，美联储向左？
2024 年 6 月 13 日	偏鹰的美联储会议或未计入 5 月通胀数据的超预期放缓
2024 年 5 月 30 日	2024 年中期宏观经济展望：平波缓进，渐入佳境
2024 年 5 月 16 日	4 月美国通胀放缓，或有助于美联储提升降息信心
2024 年 5 月 6 日	月度宏观洞察：探究美联储的降息逻辑变化

资料来源：浦银国际

免责声明

本报告之收取者透过接受本报告(包括任何有关的附件),表示及保证其根据下述的条件下有权获得本报告,且同意受此中包含的限制条件所约束。任何没有遵循这些限制的情况可能构成法律之违反。

本报告是由从事证券及期货条例(香港法例第 571 章)中第一类(证券交易)及第四类(就证券提供意见)受规管活动之持牌法国-浦银国际证券有限公司(统称“浦银国际证券”)利用集团信息及其他公开信息编制而成。所有资料均搜集自被认为是可靠的来源,但并不保证数据之准确性、可信性及完整性,亦不会因资料引致的任何损失承担任何责任。报告中的资料来源除非另有说明,否则信息均来自本集团。本报告的内容涉及到保密数据,所以仅供阁下为其自身利益而使用。除了阁下以及受聘向阁下提供咨询意见的人士(其同意将本材料保密并受本免责声明中所述限制约束)之外,本报告分发给任何人均属未经授权的行为。

任何人不得将本报告内任何信息用于其他目的。本报告仅是为提供信息而准备的,不得被解释为是一项关于购买或者出售任何证券或相关金融工具的要约邀请或者要约。阁下不应将本报告内容解释为法律、税务、会计或投资事项的专业意见或为任何推荐,阁下应当就本报告所述的任何交易涉及的法律及相关事项咨询其自己的法律顾问和财务顾问的意见。本报告内的信息及意见乃于文件注明日期作出,日后作修改而不另通知,亦不一定会更新以反映文件日期之后发生的进展。本报告并未包含公司可能要求的所有信息,阁下不应仅仅依据本报告中的信息而作出投资、撤资或其他财务方面的任何决策或行动。除关于历史数据的陈述外,本报告可能包含前瞻性的陈述,牵涉多种风险和不确定性,该等前瞻性陈述可基于一些假设,受限于重大风险和不确定性。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映浦银国际证券的立场。浦银国际控股有限公司及其附属公司、关联公司(统称“浦银国际”)及/或其董事及/或雇员,可能持有在本报告内所述或有关公司之证券、并可能不时进行买卖。浦银国际或其任何董事及/或雇员对投资者因使用本报告或依赖其所载信息而引起的一切可能损失,概不承担任何法律责任。

浦银国际证券建议投资者应独立地评估本报告内的资料,考虑其本身的特定投资目标、财务状况及需要,在参与有关报告中所述公司之证券的交易前,委任其认为必须的法律、商业、财务、税务或其它方面的专业顾问。惟报告内所述的公司之证券未必能在所有司法管辖区或国家或供所有类别的投资者买卖。对部分的司法管辖区或国家而言,分发、发行或使用本报告会抵触当地法律、法则、规定、或其它注册或发牌的规例。本报告不是旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。

美国

浦银国际不是美国注册经纪商和美国金融业监管局(FINRA)的注册会员。浦银国际证券的分析师不具有美国金融监管局(FINRA)分析师的注册资格。因此,浦银国际证券不受美国就有关研究报告准备和分析师独立性规则的约束。

本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法规则 15a-6 定义的“主要机构投资者”,不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人士。接收本报告的美国收件人如想根据本报告中提供的信息进行任何买卖证券交易,都应仅通过美国注册的经纪交易商来进行交易。

英国

本报告并非由英国 2000 年金融服务与市场法(经修订)(「FSMA」)第 21 条所界定之认可人士发布,而本报告亦未经其批准。因此,本报告不会向英国公众人士派发,亦不得向公众人士传递。本报告仅提供给合格投资者(按照金融服务及市场法的涵义),即(i)按照 2000 年金融服务及市场法 2005 年(金融推广)命令(「命令」)第 19(5)条定义在投资方面拥有专业经验之投资专业人士或(ii)属于命令第 49(2)(a)至(d)条范围之高净值实体或(iii)其他可能合法与之沟通的人士(所有该等人士统称为「有关人士」)。不属于有关人士的任何机构和个人不得遵照或倚赖本报告或其任何内容行事。

本报告的版权仅为浦银国际证券所有,未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用,浦银国际证券对任何第三方的该等行为保留追述权利,并且对第三方未经授权行为不承担任何责任。

权益披露

- 1) 浦银国际并没有持有本报告所述公司逾 1%的财务权益。
- 2) 浦银国际跟本报告所述公司在过去 12 个月内并没有任何投资银行业务的关系。
- 3) 浦银国际并没有跟本报告所述公司为其证券进行庄家活动。

评级定义

证券评级定义:

“买入”: 未来 12 个月, 预期个股表现超过同期其所属的行业指数

“持有”: 未来 12 个月, 预期个股表现与同期所属的行业指数持平

“卖出”: 未来 12 个月, 预期个股表现逊于同期其所属的行业指数

行业评级定义 (相对于 MSCI 中国指数):

“超配”: 未来 12 个月优于 MSCI 中国 10%或以上

“标配”: 未来 12 个月优于/劣于 MSCI 中国少于 10%

“低配”: 未来 12 个月劣于 MSCI 中国超过 10%

分析师证明

本报告作者谨此声明: (i) 本报告发表的所有观点均正确地反映作者有关任何及所有提及的证券或发行人的个人观点, 并以独立方式撰写; (ii) 其报酬没有任何部分曾经, 是或将会直接或间接与本报告发表的特定建议或观点有关; (iii) 该等作者没有获得与所提及的证券或发行人相关且可能影响该等建议的内幕信息 / 非公开的价格敏感数据。

本报告作者进一步确定 (i) 他们或其各自的关联人士 (定义见证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则) 没有在本报告发行日期之前的 30 个历日内曾买卖或交易过本报告所提述的股票, 或在本报告发布后 3 个工作日 (定义见《证券及期货条例》(香港法例第 571 章)) 内将买卖或交易本文所提述的股票; (ii) 他们或其各自的关联人士并非本报告提述的任何公司的雇员; 及 (iii) 他们或其各自的关联人士没有拥有本报告提述的证券的任何金融利益。

浦银国际证券机构销售团队

杨增希

essie_yang@spdbi.com
852-2808 6469

浦银国际证券财富管理团队

王玥

emily_wang@spdbi.com
852-2808 6468

浦银国际证券有限公司

SPDB International Securities Limited

网站: www.spdbi.com

地址: 香港轩尼诗道 1 号浦发银行大厦 33 楼

