

宏观点评 20250918

9 月 FOMC：重启降息——2025 年 9 月 FOMC 会议点评

2025 年 09 月 18 日

证券分析师 芦哲

执业证书：S0600524110003

luzhe@dwzq.com.cn

证券分析师 张佳炜

执业证书：S0600524120013

zhangjw@dwzq.com.cn

证券分析师 韦玮

执业证书：S0600525040002

weiy@dwzq.com.cn

研究助理 王茁

执业证书：S0600124120013

wangzhuo@dwzq.com.cn

相关研究

《特朗普干预美联储独立性的三个途径》

2025-09-15

《供需分化的三个结果——8 月经济数据点评》

2025-09-15

■ **核心观点：**9 月 FOMC 如期降息 25bps，点阵图指引年内还有 2 次降息，基本符合预期，但同时指引明年还有额外 1 次降息，相比市场预期明显偏鹰。发布会上 Powell 对于就业和通胀的观点与 8 月 Jackson Hole 会议基本一致，没有太多增量的鸽派信息，反而对于未来政策利率路径的表态偏鹰，因此大类资产走势反复，美元指数&美债利率走出 V 型、黄金先涨后跌、美股震荡。向前看，我们认为交易主线将转向美联储独立性，美联储将迎来从 Data-Dependent 到 Trump-Dependent 的重塑。对于市场而言，政治压力裹挟下更多的降息与美元信用风险的走阔，对应 2 年美债利率与美元指数的下行，10 年美债利率的下行则将因期限溢价的走阔而受阻。

■ **FOMC 声明：**如期降息 25bps，天平从通胀上行风险转向增长下行风险。9 月 FOMC 会议如期将政策利率下调 25bps 至[4.0, 4.25]%，声明相比 7 月会议的变化体现在**强调就业的下行风险**，新增“就业增长有所放缓，失业率有所抬升”，“就业前景的下行风险在增大”，“通胀有所上行”等表述，这与近期的非农就业、通胀数据的变化相符合。因此，“鉴于风险平衡的转变 (in light of the shift in the balance of risks)”，FOMC 决定下调政策利率 25bps。新就职美联储理事 Miran 投下反对票，认为应降息 50bps。

■ **点阵图：**年内还有 2 次降息。点阵图对于 2025-2027 年的政策利率指引均向下平移 25bps，即预期今年 3 次、明年与后年各 1 次降息，新增 2028 年利率指引政策利率在[3.0, 3.25]%不变。**①2025 年：**预期全年 0-1-2-3-6 次降息的委员分别为 1-6-2-9-1 人；推测刚入职的 Miran 指引全年 6 次降息，即 9 月开始应连续三次 50bps/次的降息。**②2026-2028 年：**预计到 2026 年累计降息 2-3-4-5-6-7 次的人数分别为 2-6-2-4-3-2 人，中值为 4 次，对应政策利率区间[3.25, 3.50]%，即预测 2026 年仅额外降息一次；预计至 2027 年降息至[3.0, 3.25]%；此外，新增 2028 年政策利率指引，认为 2028 年将不再降息。总体来看，点阵图对未来 3 年的降息指引分布更加离散。**③长期政策利率：**预期长期政策利率持平 3.0%，且分布的离散性显示对长期利率预测仍存在高度不确定性。

■ **经济预测：**预期更多降息将抬升增长与通胀。**①产出：**将 2025Q4 至 2027Q4 的 GDP 同比增长预测分别上调 0.2pct、0.2pct、0.1pct 至 1.6%、1.8%、1.9%，新增 2028Q4 预测为 1.8%，即预期未来几年美国经济增长将在 1.8%的长期均衡水平附近波动；同时，下调 2026、2027 年失业率各 0.1pct 至 4.4%、4.3%。这一调整显示美联储预期降息将提振经济增长。**②通胀：**相比 6 月，仅对明年通胀预测有所调整，将 2026Q4 PCE 和核心 PCE 预测值由 2.4%上调至 2.6%。**③风险：**对预测不确定性和风险的评估显示，美联储认为未来 GDP 的下行风险边际缓释，但失业率的下行风险边际强化；通胀上行风险较此前边际缓释。

■ **发布会：**增量鸽派信息不多，对利率前景表态偏鹰，给市场预期泼冷水。**①增长前景方面，强调就业的下行风险，增量信息不多。**Powell 在发布会上表示，就业需求明显放缓；劳务市场供需双弱，而不仅仅是移民因素造成；就业的下行风险已经上升，由于招聘率降低，如果裁员率上升，则会迅速推高失业率，这是政策目标转变的原因之一；就业的盈亏平衡增长率正在下降。同时，Powell 表示，家庭部门状况仍然良好，消费稳健，因此经济活动的整体状况维持平稳。**②通胀前景方面，再次表示关税的影响是一次性的。**Powell 认为现在通胀的上行压力小于 4 月份；关税对核心商品通胀产生影响，但是一次性的，爆发持续性通胀的概率不大；预计对核心 PCE 通胀的影响在 0.3-0.4 个百分点。总体来看，Powell 对于增长和通胀的看法与 8 月 Jackson Hole 会议上的观点保持一致，没有太多鸽派的增量信息。**③货币政策方面，Powell 的表态相较于市场预期更为鹰派，表示不认为会快速降息 (don't feel need to move quickly**

on rates); 不认可市场对于未来利率路径的预期, 或暗示当前市场对于 2026 年政策利率降至 2.9% 的预期过于乐观; 同时, Powell 表示此次降息可视为“风险管理”降息; 本次会议没有广泛地讨论降息 50bps。

- **市场反应与展望: 美联储从 Data-Dependent 到 Trump-Dependent。**9 月 FOMC 前, 交易员定价全年 2.7 次降息, 到 2026 年底累计 5.7 次降息。会议期间, 市场首先交易 2025 年点阵图更鸽派的指引, 随后交易 2026 年更鹰派的指引和发布会上 Powell 偏鹰派的表态。大类资产走势反复, 美元指数&美债利率走出 V 型, 黄金先涨后跌, 美股几经震荡后小幅上涨。**向前看, 美联储将迎来从 Data-Dependent 到 Trump-Dependent 的重塑。**当前美联储 7 名理事已有 3 名特朗普亲信 (Waller、Bowman、Miran), 12 名地方联储主席将在 2026 年 2 月底迎来重选, 任命需理事会多数票通过。若正在争议中的理事 Lisa Cook 在此前被换掉, 则特朗普将掌握美联储理事会的多数席位, 将对地方联储人士任命产生更大影响。而随着 2026 年 5 月主席换人, 特朗普或将在理事会拥有 5 名亲信, 对美联储形成更强掌控 (详见报告《特朗普干预美联储独立性的三个途径》)。因此, 当前点阵图对于 2026 年仅额外 1 次的降息指引或较为保守, 参考意义不大。
- **市场策略: 中期的交易主线转向美联储独立性问题。**预计今年 11 月国会正式任命新任美联储主席, 届时市场料押注 2026 年 5 月后的降息加码, 进一步压低美元指数&美债利率。因此, **今年 9 月重启降息后的交易剧本或与去年相反。**去年所谓的“卖事实”交易, 更多是因为特朗普胜选预期升温导致“宽财政+紧货币→强美元+高利率”组合交易强化。而从今年往后看, **交易主线料是对美联储独立性的担忧, 这意味着明年在政治压力裹挟下更多的降息, 以及美元信用风险的走阔。**对于市场而言, 对应 2 年美债利率与美元指数的走低, 10 年美债利率的下行或因期限溢价的走阔而受阻, 即美债利率曲线中期来看仍面临陡峭化趋势。美股和黄金则有望分别受益于中期更多的降息和美联储独立性的挑战。
- **风险提示:** 特朗普政策落地节奏与预期相差较大; 美联储维持高利率水平时间过长, 引发金融系统流动性危机; 通胀下行速率不及预期。

图1：2025 年 9 月 FOMC 与 2025 年 7 月 FOMC 发布会声明对比

~~Although swings in net exports continue to affect the data, recent~~Recent indicators suggest that growth of economic activity moderated in the first half of the year. ~~The Job gains have slowed, and the~~unemployment rate ~~has edged up but~~remains low, ~~and labor market conditions remain solid.~~ Inflation ~~has moved up and~~remains somewhat elevated.

The Committee seeks to achieve maximum employment and inflation at the rate of 2 percent over the longer run. Uncertainty about the economic outlook remains elevated. The Committee is attentive to the risks to both sides of its dual mandate ~~and judges that downside risks to employment have risen.~~

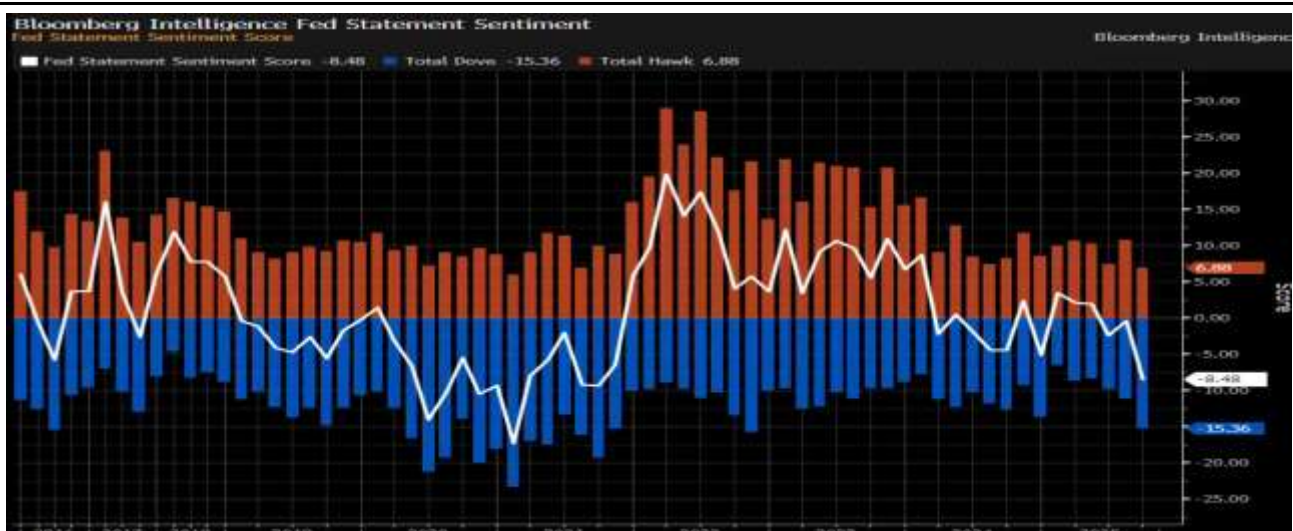
In support of its goals ~~and in light of the shift in the balance of risks,~~ the Committee decided to ~~maintain~~lower the target range for the federal funds rate ~~at 4-by~~ 1/4 ~~percentage point~~ to 4- ~~to 4-1/24~~ percent. In considering ~~the extent and timing of~~ additional adjustments to the target range for the federal funds rate, the Committee will carefully assess incoming data, the evolving outlook, and the balance of risks. The Committee will continue reducing its holdings of Treasury securities and agency debt and agency mortgage-backed securities. The Committee is strongly committed to supporting maximum employment and returning inflation to its 2 percent objective.

In assessing the appropriate stance of monetary policy, the Committee will continue to monitor the implications of incoming information for the economic outlook. The Committee would be prepared to adjust the stance of monetary policy as appropriate if risks emerge that could impede the attainment of the Committee's goals. The Committee's assessments will take into account a wide range of information, including readings on labor market conditions, inflation pressures and inflation expectations, and financial and international developments.

Voting for the monetary policy action were Jerome H. Powell, Chair; John C. Williams, Vice Chair; Michael S. Barr; ~~Michelle W. Bowman~~; Susan M. Collins; Lisa D. Cook; Austan D. Goolsbee; Philip N. Jefferson; Alberto G. Musalem; ~~and Jeffrey R. Schmid; and Christopher J. Waller.~~ Voting against this action ~~were Michelle W. Bowman and Christopher J. Waller~~was Stephen I. Miran, who preferred to lower the target range for the federal funds rate by 1/42 percentage point at this meeting. ~~Absent and not voting was Adriana D. Kugler.~~

数据来源：美联储、东吴证券研究所

图2：FOMC 发布会开场词情绪指数



数据来源：彭博、东吴证券研究所

图3：2025 年 9 月美联储 SEP

Table 1. Economic projections of Federal Reserve Board members and Federal Reserve Bank presidents, under their individual assumptions of projected appropriate monetary policy, September 2025

Percent

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		
Memorandum: 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

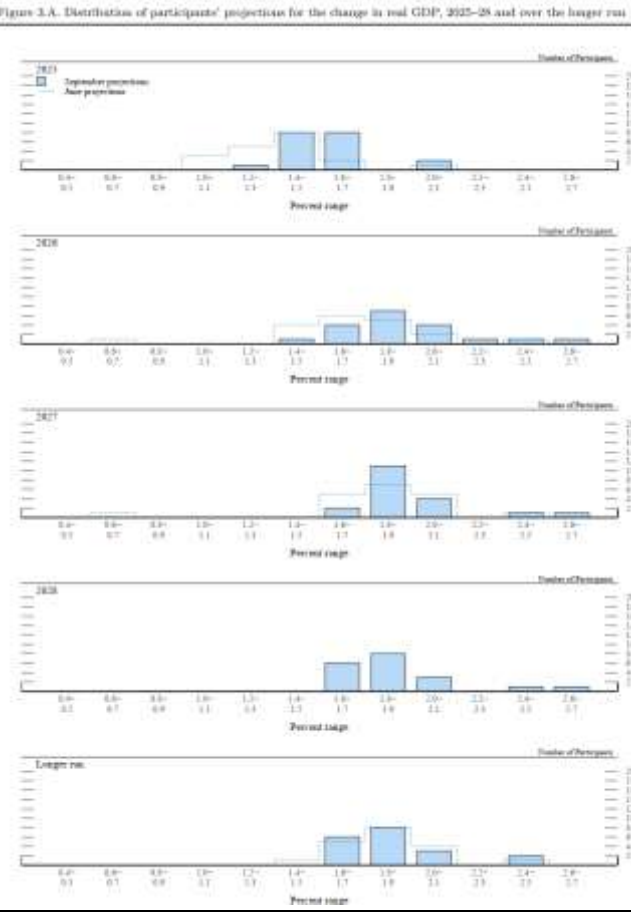
数据来源：美联储、东吴证券研究所

图4：2025 年 9 月（左）和 2025 年 6 月（右）FOMC 点阵图对比



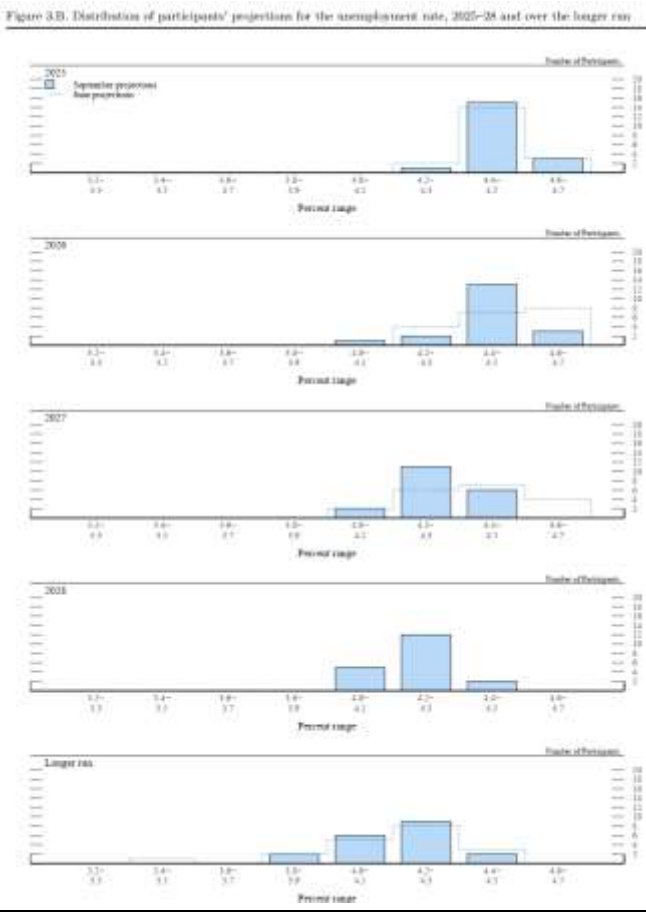
数据来源：美联储、东吴证券研究所

图5：美联储 SEP 对 2025-2028 年及长期 GDP 同比增速预测分布



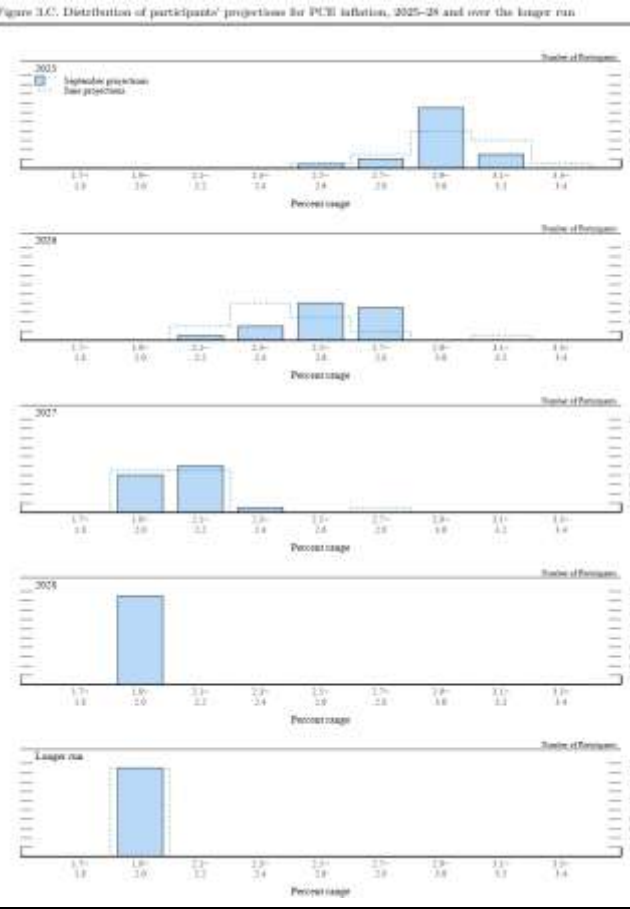
数据来源：美联储、东吴证券研究所

图6：美联储 SEP 对 2025-2028 年及长期失业率预测分布



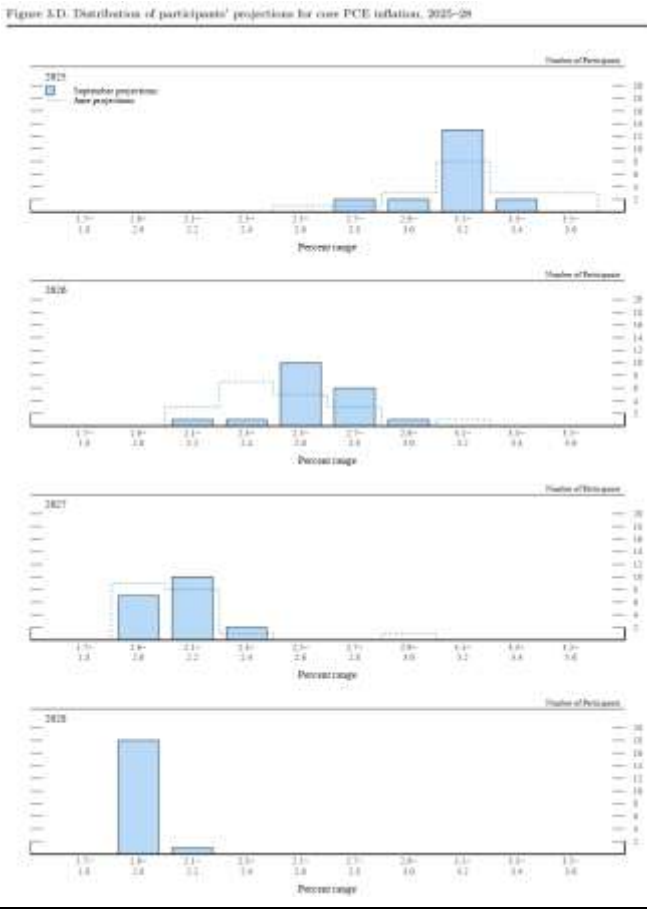
数据来源：美联储、东吴证券研究所

图7：美联储 SEP 对 2025-2028 年及长期 PCE 通胀预测分布



数据来源：美联储、东吴证券研究所

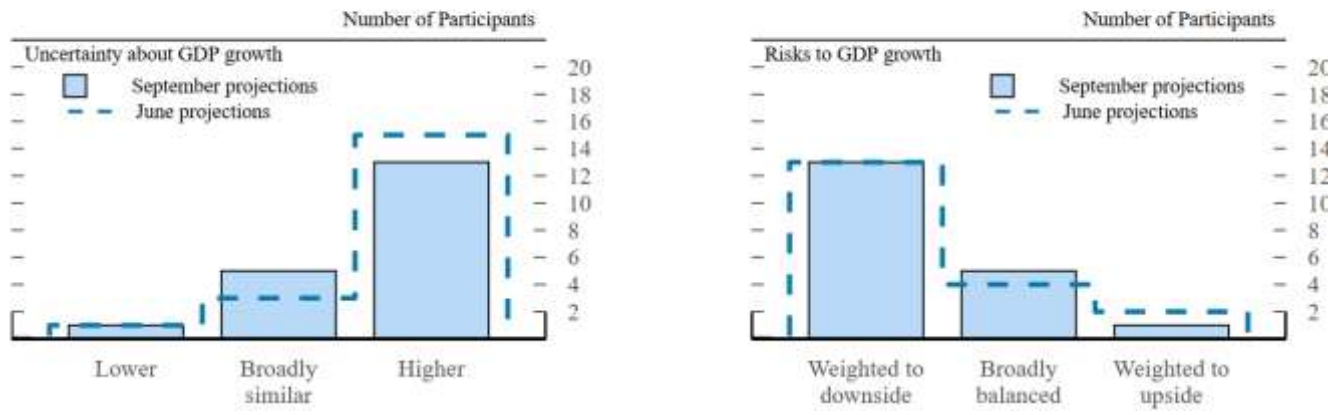
图8：美联储 SEP 对 2025-2028 年及长期核心 PCE 通胀预测分布



数据来源：美联储、东吴证券研究所

图9：9 月经济预测对美国 GDP 不确定性和风险评估

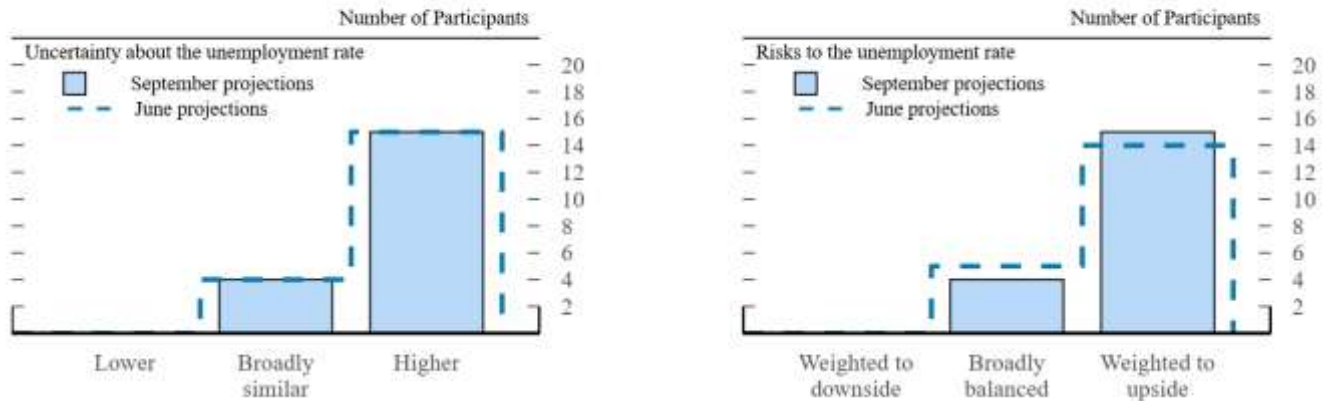
FOMC participants' assessments of uncertainty and risks around their economic projections



数据来源：美联储、东吴证券研究所

图10：9 月经济预测对失业率不确定性和风险评估

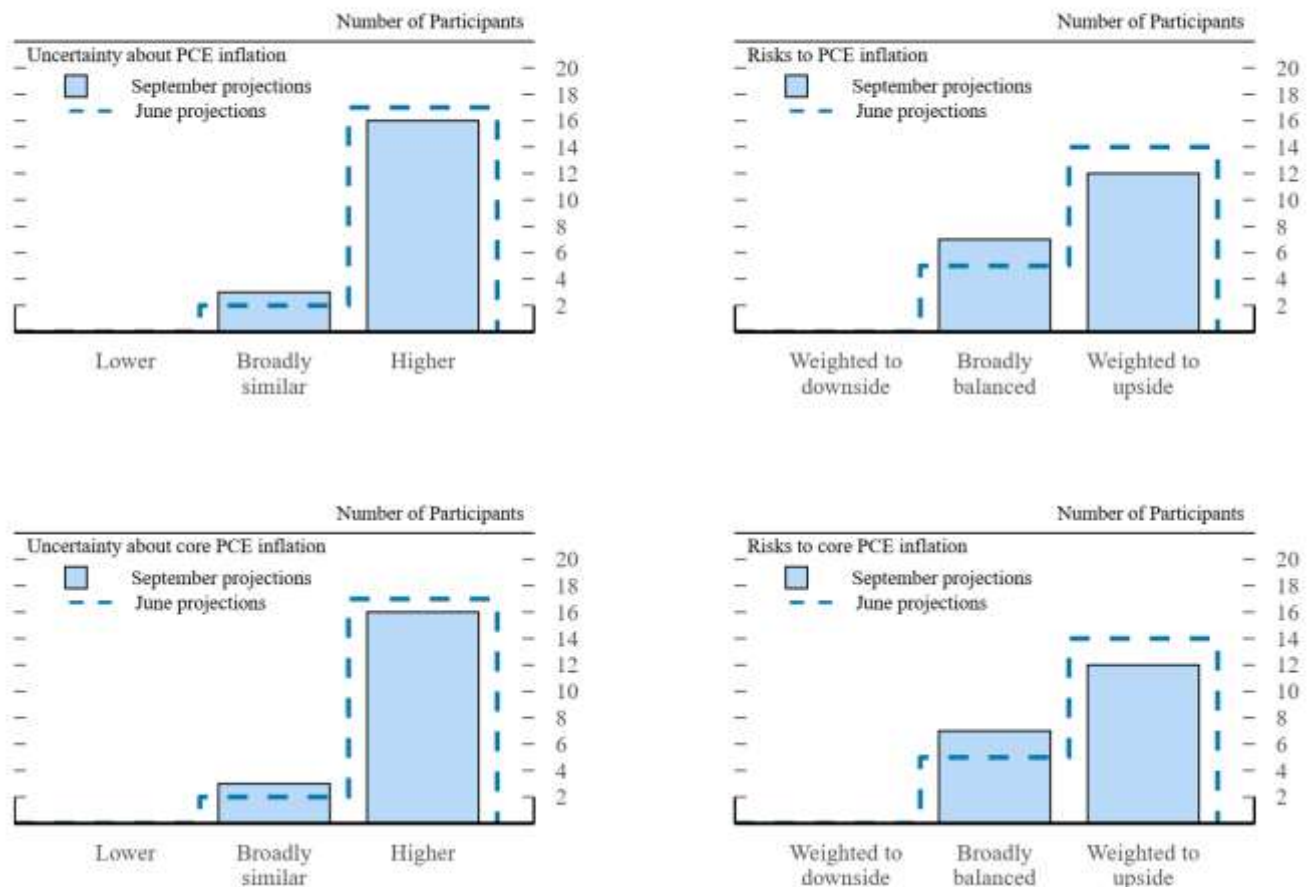
FOMC participants' assessments of uncertainty and risks around their economic projections



数据来源：美联储、东吴证券研究所

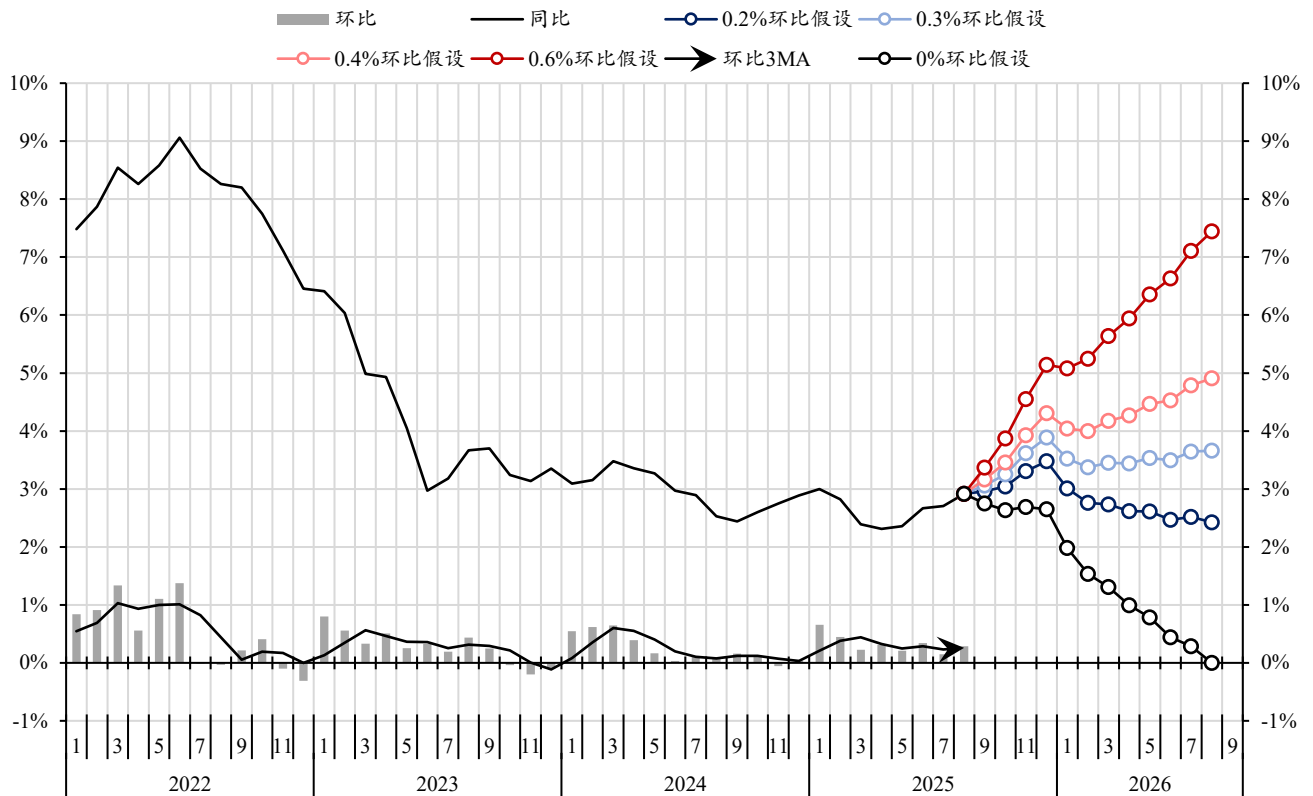
图11：9 月经济预测对 PCE、核心 PCE 通胀不确定性和风险评估

FOMC participants' assessments of uncertainty and risks around their economic projections



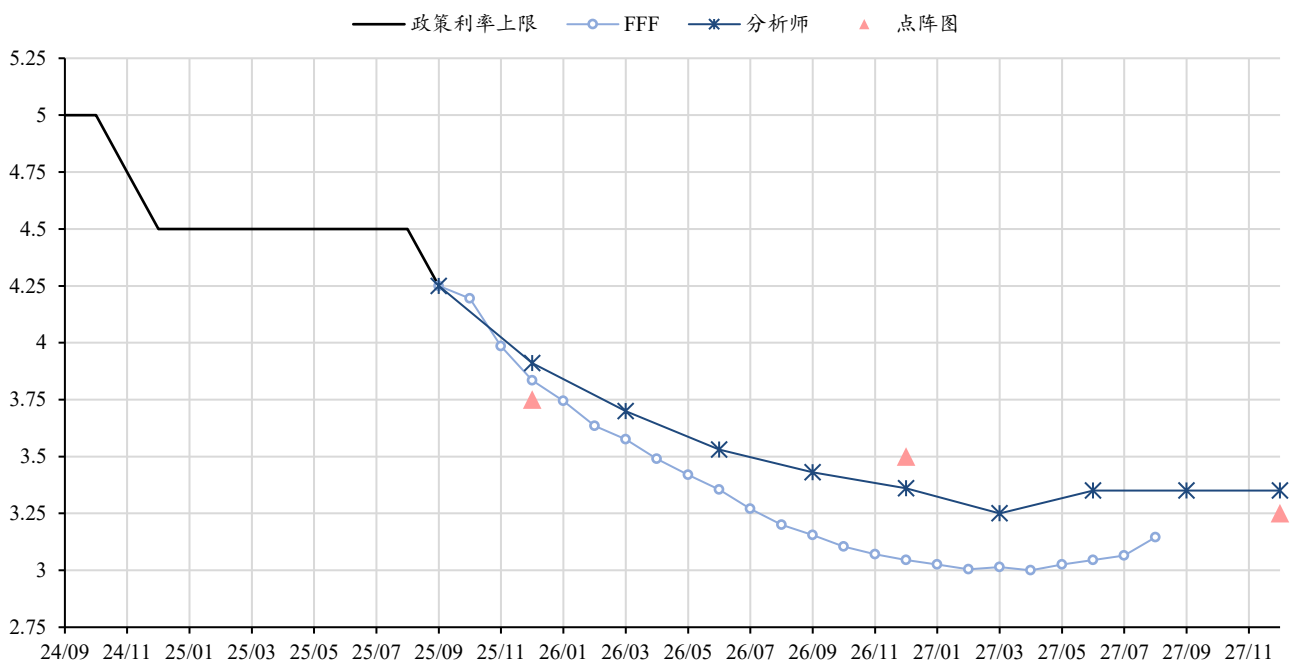
数据来源：美联储、东吴证券研究所

图12：不同环比增长中枢假设下美国 CPI 同比增速



数据来源：彭博、东吴证券研究所

图13：各方对美联储政策利率路径预期



数据来源：彭博、东吴证券研究所；单位为%

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议,本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享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。

在法律许可的情况下,东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的,应当注明出处为东吴证券研究所,并注明本报告发布人和发布日期,提示使用本报告的风险,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的,应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期(A 股市场基准为沪深 300 指数,香港市场基准为恒生指数,美国市场基准为标普 500 指数,新三板基准指数为三板成指(针对协议转让标的)或三板做市指数(针对做市转让标的),北交所基准指数为北证 50 指数),具体如下:

公司投资评级:

买入:预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上;

增持:预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间;

中性:预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间;

减持:预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间;

卖出:预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级:

增持:预期未来 6 个月内,行业指数相对强于基准 5%以上;

中性:预期未来 6 个月内,行业指数相对基准-5%与 5%;

减持:预期未来 6 个月内,行业指数相对弱于基准 5%以上。

我们在此提醒您,不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系,表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况,如具体投资目的、财务状况以及特定需求等,并完整理解和使用本报告内容,不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>