



宏观研究

【粤开宏观】美联储重启降息周期：回顾、展望及影响

2025 年 09 月 18 日

投资要点

分析师：罗志恒

执业编号：S0300520110001

电话：010-83755580

邮箱：luozhiheng@y kzq.com

分析师：马家进

执业编号：S0300522110002

电话：13645711472

邮箱：majiajin@y kzq.com

近期报告

《【粤开宏观】如何看待当前经济？如何理解股市与经济的背离？》2025-09-15

《【粤开宏观】本轮反内卷与供给侧改革有何不同》2025-08-31

《【粤开宏观】“十五五”时期中国面临的机遇、挑战与改革方向》2025-08-24

《【粤开宏观】老有所养：中国基本养老保险的问题与建议》2025-08-20

《【粤开宏观】全球关税：起源、演进历程及对财政的贡献》2025-08-10

摘要

北京时间 9 月 18 日凌晨，美联储公布议息会议结果，将联邦基金利率目标区间下调 25 个基点至 4.00% - 4.25%，与市场预期一致。会议释放的信号凸显其对劳动力市场放缓的担忧，也为后续进一步降息打开了大门。预计接下来 10 月、12 月两次议息会议中，美联储仍有望各降息 25 个基点。此次重启降息周期有助于托底需求与就业，但难以扭转整体经济放缓的趋势，并可能延缓通胀回落进程。短期美债和黄金有望受益，美股虽获流动性支撑但盈利可能承压，美元则面临进一步走弱。

一、美联储重启降息周期，政策重心由“控通胀”转向“保就业”

除了宣布降息 25 个基点之外，本次议息会议还凸显了对劳动力市场判断的转向。在当前就业显著放缓的背景下，声明中不仅将对于劳动力市场的评估由此前的“稳健”（solid）改为“放缓”（slowed），还直接指出“就业的下行风险已经上升”，显示了美联储对劳动力市场的担忧。

最新公布的经济预测摘要（SEP）和点阵图整体释放出宽松信号。美联储认为“预防性降息”有助于托底经济，因此相较 6 月预测，小幅上调了就业和经济增长预期，但仍认为就业在今明两年都将弱于长期均衡水平。虽然核心 PCE 年末预期仍处于 3.1% 的高位，但美联储仍认为这一回升属于一次性冲击，对其明年底回落至 2.6% 左右充满信心。在此基础上，点阵图显示年内预计还将降息两次，2026 年和 2027 年各降息一次。

为平衡市场预期，避免释放过度宽松的信号，鲍威尔在记者会上仍保持谨慎口风。他在开场中重申对劳动力市场恶化的担忧，但在问答环节并未对后续货币政策给出明确指导，仍沿用“利率调整将视数据而定、逐次评估”这一谨慎口径。

二、2021 年以来美联储货币政策回顾及下阶段展望

此次降息并非全新的宽松周期，而是去年 9 月启动、今年 1 月暂停的降息进程的再度开启，标志着美联储在“控通胀”与“稳就业”之间再次做出权衡。此前由于通胀回落进程放缓、经济不确定性高企且就业市场韧性仍强，美联储关注通胀而暂停降息。但夏季以来，非农新增就业人数大幅下滑、失业率持续攀升，美联储因此将政策重心转移至就业侧，重启降息周期。

考虑到后续就业动能仍将较为低迷，且当前进一步宽松已形成较高共识，预计今年剩余两次会议美联储仍将各降息 25 个基点。但是后续通胀二次上升、以及潜在政治干预的风险也不可忽视。

三、本轮降息周期重启的后续影响

美国宏观经济方面，降息将为增长提供一定托底作用，却难以逆转整体放缓趋势。借贷成本下降能够刺激家庭与企业需求、支撑就业，但关税、移民等



政策的持续压制以及消费者与企业信心走弱，决定了美国经济增长仍将承压。而通胀回落的后续进程可能因降息放缓。如果当前关税带来的通胀并非“暂时”，则可能形成叠加效应，使通胀回落到 2% 目标的路径更具挑战。

美国资本市场层面，降息短期内为美股注入流动性，但经济动能较弱的背景可能会削弱盈利预期，可能存在调整风险。短期美债收益率下降幅度料将大于长期美债。美元在利差收窄和美国经济前景走弱的双重压力下预计继续承压；黄金作为无息避险资产则有望保持强势，受益于利率下降带来的机会成本下降和地缘政治不确定性的支撑。

美联储降息为中国货币政策打开操作空间。从外部环境看，美联储降息对国内进一步降准降息的掣肘有望减轻。从内部环境看，当前经济的主要矛盾是国内有效需求不足引发的供需失衡，建议宏观政策持续加码发力，该降准降准，该降息降息，提振居民消费和企业投资需求。

美联储降息对中国股市、债市和人民币汇率偏利好。全球流动性宽松有助于为中国股市提供增量资金，我国货币政策空间增大将带动债券收益率下行，美元承压有利于人民币汇率稳定。

风险提示：美国通胀上升超预期，美联储受政治干预风险超预期



目 录

一、美联储重启降息周期，政策重心由“控通胀”转向“保就业”	4
（一）会议声明显示政策重心的转移	4
（二）点阵图更显鸽派取向	4
（三）鲍威尔记者会上仍持较为谨慎态度	5
二、2021 年以来美联储货币政策回顾及下阶段展望	6
（一）美联储依据美国通胀与就业形势调整货币政策	6
（二）后续政策路径前瞻：基调偏向宽松，预计年内再降两次	8
三、本轮降息周期重启的后续影响	8
（一）对美国宏观经济的影响：增长仅获托底，通胀回落进程放缓	8
（二）对美国资本市场的影响：美股、美债与黄金受益，美元承压	8
（三）对中国的影响：打开货币政策空间，利好资产价格	9

图表目录

图表 1： 美联储声明主要措辞对比	4
图表 2： 点阵图显示宽松的货币政策前景	5
图表 3： 美国本轮周期利率走势	6
图表 4： 美国劳动力市场放缓	7
图表 5： 美国通胀重新抬头	7



一、美联储重启降息周期，政策重心由“控通胀”转向“保就业”

9月议息会议后，美联储将联邦基金利率目标区间下调25个基点至4.00% - 4.25%，这是自去年12月以来时隔9个月重启降息周期。投票结果中，仅新上任的米兰投反对票，认为应降息50个基点。

（一）会议声明显示政策重心的转移

美联储明确了对劳动力市场放缓的担忧。过去几个月，就业数据持续下滑，每月非农新增就业人数从年初的12万锐减至8月的不足3万，同时失业率由4.1%升至4.3%。这一改变促使决策层对劳动力市场的判断发生实质性变化。声明中对就业的描述，从此前惯用的“稳健”（solid）调整为“放缓”（slowed），并新增了“失业率上升（edged up）”的表述。更为直接的是，声明明确指出“就业的下行风险已经上升”，凸显了对于劳动力市场的担忧。

同时，美联储试图淡化通胀的上行压力。通胀当前仍在关税等因素推动下持续上行，8月份核心CPI同比上升到3.1%，较5月份的低点高出了0.3个百分点。核心PCE预计8月同比也会超过2.9%，涨幅连续第四个月扩大。虽然会议声明承认了这一趋势，但仍用“略高”（somewhat elevated）来描述当前的通胀形势。

两相对照可见，美联储在“双重使命”的权衡上已明显倾斜：稳定就业的优先级正在上升。这也解释了美联储将“（通胀和就业）风险平衡的转变”列为降息的原因，与鲍威尔在Jackson Hole年会上提出的“（通胀与就业）风险的平衡正在转变”相呼应，显示决策层的政策重点正由“控通胀”逐步转向“稳就业”。

图表1：美联储声明主要措辞对比

声明内容	9月份议息会议	7月份议息会议
经济增长	经济增长势头趋缓	经济增长势头趋缓
就业	就业增长放缓，失业率上升但仍保持低位	失业率保持低位，劳动力市场依然稳健
通胀	通胀小幅上升，略高于目标	通胀略高于目标
就业与通胀的权衡	就业的下行风险已经上升	无
货币政策变动原因	（通胀和就业）风险平衡的转变	无

资料来源：美联储、粤开证券研究院

（二）点阵图更显鸽派取向

本次经济预测摘要（SEP）中，美联储小幅上调了就业和经济增长的预期，但仍弱于长期均衡水平。美联储预计到今年年底，失业率将会上行至4.5%，与6月时的预测一致。而2026、2027年会分别回落到4.4%和4.3%的（6月时的预测分别为4.5%与4.4%），仍高于4.2%的长期均衡水准。而经济增长预期也被小幅上修，今年预计增长1.6%（6月时的预测为1.4%），但仍低于1.8%的长期均衡水准。

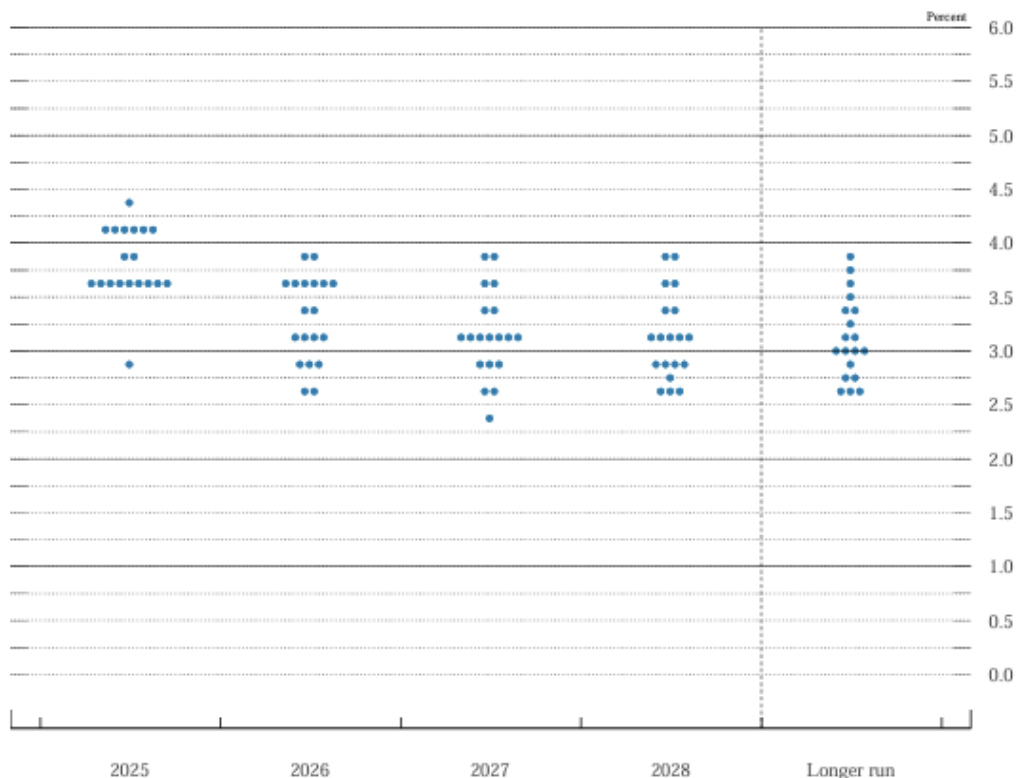
与此同时，美联储小幅上修通胀预期，但依然认为压力可控。尽管美联储仍预计核心PCE在年内会进一步走高，年底达到3.1%，与6月时的预测为一致，但对其“暂时性”抱有较大信心，认为到明年底会回落到2.6%。

利率展望也更趋鸽派。点阵图中位数显示，年内预计还将累计降息50个基点，较6



月预期多出 25 个基点；明年和后年则各再降息 25 个基点，与此前预测相同。按照这一路径推算，联邦基金利率有望在 2027 年起回到约 3.0% 的自然利率水平，比此前的预测提前一年。

图表2：点阵图显示宽松的货币政策前景



资料来源：美联储、粤开证券研究院

（三）鲍威尔记者会上仍持较为谨慎态度

鲍威尔在记者会上进一步凸显了政策重心转向就业。开场陈词中，他直接指出劳动力市场的下行风险已然上升，并形容非农就业增长“显著下滑”，与 7 月会议中“劳动力市场依然稳固”的表述形成鲜明对比。

但针对后续政策，其仍保持谨慎态度。鲍威尔将此次降息定义为一次“风险管理”措施。当被问及未来政策走向时，其仍然沿用“利率决定是逐次的”这一谨慎表述，并强调当前没有迫切降息的需要，拒绝为后续货币政策的下降提供更清晰的指导。

对于美联储受政治干预的风险，鲍威尔不置可否。本次会议前美联储经历了特朗普试图罢免库克，迅速指派米兰担任理事等风波，引来了市场对于美联储独立性的关注。但面对这些问题鲍威尔都没有给出正面回应，仅强调美联储一直致力于保持独立性。

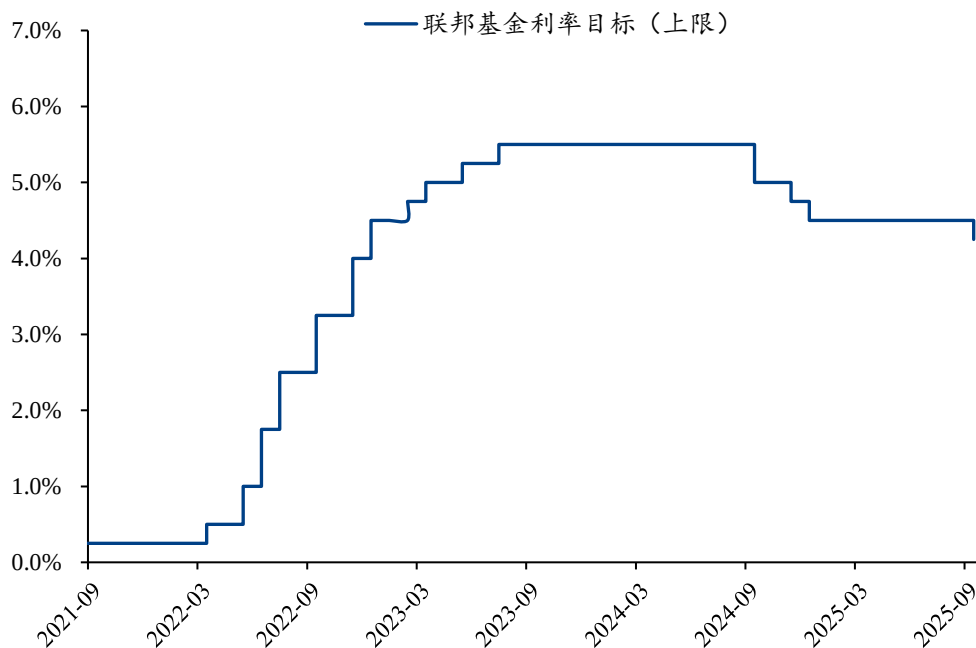


二、2021 年以来美联储货币政策回顾及下阶段展望

（一）美联储依据美国通胀与就业形势调整货币政策

本次降息并非全新的宽松周期，而是去年 9 月启动、今年 1 月暂缓后再次开启的进程。以下简要回顾本轮周期的演变，以便理解当前政策选择。

图表3：美国本轮周期利率走势



资料来源：美联储、粤开证券研究院

2021 年至 2024 年初，美国通胀高企，美联储将抗击通胀置于政策首位，迅速开启加息周期。受美国政府大规模派发现金和疫情间国际供应链受阻影响，美国通胀于 2021 年起开始快速抬升。与此同时，劳动力市场紧张，进一步加剧了通胀上涨的势头。美国核心 PCE 于 2021 年初起开始飙升。有鉴于此，美联储不得不快速提升利率，从 2022 年 3 月起在一年半内将联邦储备利率目标区间从 0.00%-0.25% 提升到了 5.25%-5.50%，并保持这一高利率超过一年之久，创下了 2006 年以来最为紧缩的货币政策。

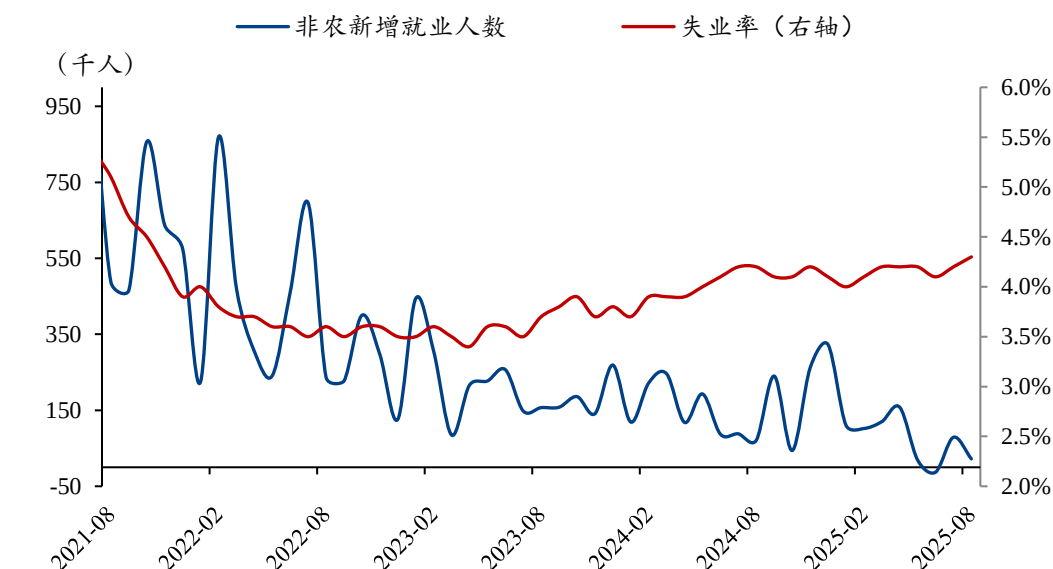
至 2024 年中，通胀明显回落，美联储关注点转向防范劳动力市场下行风险，开始“预防性”降息。美联储的高利率政策对通胀产生了一定的抑制作用，核心 PCE 从 2023 年起开始稳步下行。到 2024 年中时，情况已经得到了明显改善，核心 PCE 同比由 5.6% 的高位回到了 2.8%。鲍威尔在去年 8 月份的 Jackson Hole 会议上自信地表示“通胀已经明显下降”，“对通胀回到 2% 的目标更有信心”。与此同时，劳动力市场也在火热之后出现了缓和迹象。有鉴于此，美联储在 2024 年 9 月的会议上“预防性”降息 50 个基点，并在后续的两次会议上各降息 25 个基点。

2025 年初，通胀回落势头放缓，美联储再度将政策重心转回抑制通胀并暂停降息。今年初核心 PCE 徘徊在 2.8% 左右，且在潜在关税推升下仍有上行压力。此前累计降息 100 个基点后，货币政策的限制效应有所减弱，而美国经济整体韧性依旧，不具备继续快速宽松的迫切性。同时，特朗普在贸易、财政和移民等方面的多变政策也增加了经济前景的不确定性。在此背景下，美联储选择观望而非贸然加码宽松。



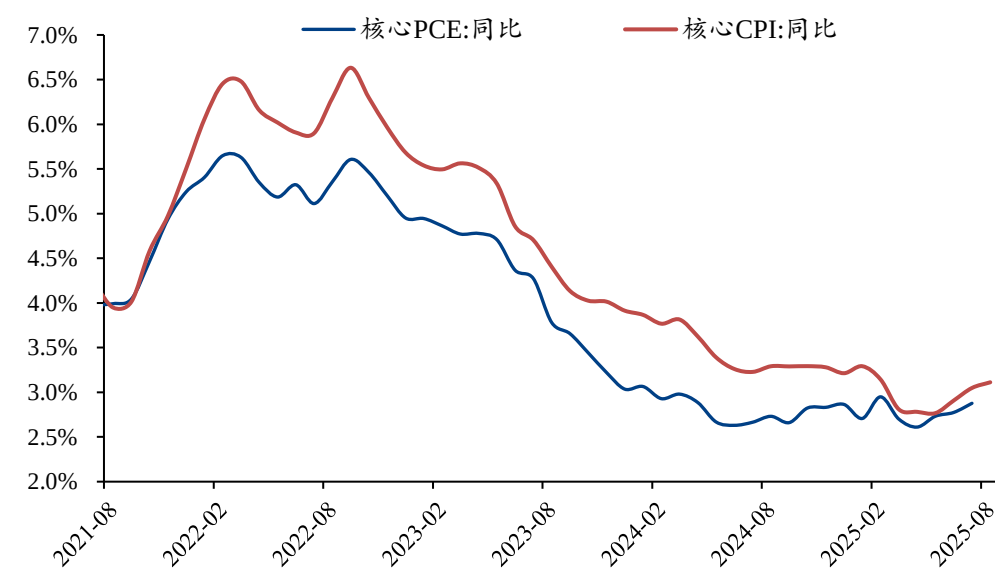
进入今年三季度，就业急速降温，再度成为美联储的焦点，降息周期由此重启。自7月议息会议后，劳动力市场显著走弱，6—8月非农新增就业月均仅增加2.9万人，远低于年初1—4月超过12万人的增幅，失业率也升至4.3%，创近五年新高。不过与此同时，价格压力再度加大，对大幅宽松构成制约。核心CPI经季调后环比已连续两个月超过0.3%，同比亦从5月的2.8%回升至3.1%。其中，关税上调是这一轮物价上涨的重要推手，尤其在进口占比较大的耐用品和消费品领域影响尤为突出。在就业与通胀同时偏离预期的情况下，此次25个基点的降息既传递出对劳动力市场的关注和支持，又在幅度上保持克制，避免因过度宽松而刺激通胀。

图表4：美国劳动力市场放缓



资料来源：美国劳工部、粤开证券研究院

图表5：美国通胀重新抬头



资料来源：美国经济分析局、美劳工部、粤开证券研究院



（二）后续政策路径前瞻：基调偏向宽松，预计年内再降两次

在当前宏观环境下，美联储内部对进一步宽松已基本形成共识。尽管其仍强调“数据依赖”，但从目前情况来看，就业和通胀走势在短期内难有明显变化。若现状延续，美联储大概率会在今年10月和12月的两次会议上各降息25个基点，使全年累计降息幅度达75个基点。考虑到通胀压力在年内难以完全缓解，单次更大幅度降息的可能性相对较低。

但是仍需警惕两方面的风险。

首先，通胀有再度上升的风险，可能会导致美联储暂停降息。正如前文所述，美联储当前认为通胀风险尚属可控的核心逻辑在于他们认为关税带来的成本上升属于一次性冲击。然而，这一判断并非板上钉钉。尤其是在美联储重启宽松周期之后，金融条件的放松可能会使资产价格回升和信贷扩张，加大通胀二次反弹的风险。与此同时，如果关税政策出现反复，也可能再次推高物价水平。如果通胀再次抬头，美联储有可能再度暂停降息进程来对抗通胀。2021年的经验更令决策层保持高度警惕——当时美联储误判通胀为暂时性冲击，延迟收紧政策，最终在2022年不得不急剧加息。这段经历饱受市场诟病，如今一旦出现类似苗头，美联储很可能提前“踩刹车”，避免重蹈覆辙。

其次，美联储有受到政治干预的风险，可能会削弱公众对于其独立性的信任，引发经济和市场动荡。虽然目前来看，特朗普对于美联储的干预产生的效果尚未起到决定性作用——库克依旧能够正常履行理事职责，米兰也并未改变整体会议走向。但他仍可能通过推动更多政治盟友进入理事会，或借助舆论与政策压力影响现有票委立场，从而持续对美联储施加影响。若这一情形成真，美联储或被迫采取更为激进的降息以顺应其诉求；更为关键的是，这将削弱市场对美联储独立性的信任。一旦投资者怀疑货币政策被政治化，长期利率与通胀预期可能出现更剧烈的波动，进而加大金融市场的不稳定性并削弱政策的有效性。

三、本轮降息周期重启的后续影响

（一）对美国宏观经济的影响：增长仅获托底，通胀回落进程放缓

降息会对经济形成一定托底，但难以扭转整体放缓趋势。此次降息的重启可以降低家庭和企业的借贷成本，并扩大总需求来支撑就业，给整体经济动能注入边际活力。尽管这抑制了美国经济陷入衰退或者滞胀的尾部风险，但是并不能扭转整体经济放缓的趋势——当前的关税、移民等政策仍然在对经济增长持续造成负面影响，且企业和消费者信心也在不断走弱。美国经济增长率预计仍将继续放缓，仅靠货币宽松难以实现强劲反弹。

通胀回归2%目标的进程可能边际放缓，关键取决于关税冲击的持续性。研究表明，美联储每降息100个基点，核心通胀同比通常会在6—18个月内上升0.2%—0.4%。如果当前关税带来的成本上升只是一次性因素，其影响可能在降息带来的需求拉动显现之前消退，通胀路径不会显著偏离2%的目标。但若关税压力持续时间超出预期，供给端通胀与降息带来的需求通胀可能叠加，届时美联储在维持价格稳定方面将面临更大的挑战。

（二）对美国资本市场的影响：美股、美债与黄金受益，美元承压

降息周期的重启会为美股提供流动性支持，不过整体牛市能否持续仍存挑战。历次降息周期启动后，短期内往往会为股市注入充裕的流动性，推升股价。然而，与去年9



月的情形相比，本轮降息背景截然不同。彼时美国经济依然展现出较强韧性，而当前经济下行压力较大，降息也难改经济增长放缓趋势，这可能会削弱市场对企业盈利的预期，甚至会压低投资者的风险偏好。再叠加标普 500 等主要指数估值已处高位，美股要想维持此前的牛市节奏，仍面临相当大的挑战。

短期美债受益较为明显。在当前降息预期逐步明朗的背景下，短期美债首先受到提振，收益率出现明显下行，而长期美债受短期利率的直接影响较小，收益率下降幅度相对有限。事实上，自 8 月起市场对美联储降息的押注不断升温，上述迹象便已显现。从 7 月 31 日至 9 月 17 日，一年期美债收益率下行 50 个基点，而 10 年期和 30 年期国债收益率仅分别下行 31 和 23 个基点，进一步印证了这一变化。展望后市，若降息节奏符合市场预期，整体收益率曲线预计仍将向该方向发展。

美元料将继续承压。虽然美元今年受诸多因素影响贬值较大，美元指数已经较年初下降了近 10%，但是此次降息周期的重启会在短期内进一步使美元承压。考虑到此前提到的美国经济增长大概率持续疲软，美元的贬值趋势有可能在较长一段时间内持续。

黄金较有可能延续当前良好势头。黄金作为无息资产，利率下降意味着其机会成本下降，价格将会走高。考虑到当前国际地缘政治情况和未来经济政策的不确定性仍然较高，这种上升趋势有望得到延续。

（三）对中国的影响：打开货币政策空间，利好资产价格

美联储降息为国内货币政策打开操作空间。货币政策需兼顾内外平衡。从外部环境看，美联储降息对国内进一步降准降息的掣肘有望减轻。美联储开启降息周期，美债收益率下行，美元承压，对人民币汇率的压力减轻，货币政策的外部约束逐渐减轻、政策空间逐步打开。从内部环境看，当前经济的主要矛盾是国内有效需求不足引发的供需失衡，建议宏观政策持续加码发力，该降准降准，该降息降息，提振居民消费和企业投资需求。（详见《如何看待当前经济形势？如何看待股市与经济的背离？》）

美联储降息对国内股市、债市和人民币汇率偏利好。全球流动性宽松有助于为中国股市提供增量资金，我国货币政策空间增大将带动债券收益率下行，美元承压有利于人民币汇率稳定。



分析师简介

罗志恒，2020 年 11 月加入粤开证券，现任总裁助理，兼首席经济学家、研究院院长，证书编号：S0300520110001。

马家进，经济学博士，2021 年 7 月加入粤开证券，现任首席宏观分析师，证书编号：S0300522110002。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观地出具本报告，结论不受任何第三方的授意或影响。本报告反映了本人的研究观点，不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

与公司有关的信息披露

粤开证券具备证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：10485001。

本公司在知晓范围内履行披露义务。

股票投资评级说明

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。

股票投资评级标准

报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

买入：相对大盘涨幅大于 10%；

增持：相对大盘涨幅在 5%~10%之间；

持有：相对大盘涨幅在-5%~5%之间；

减持：相对大盘涨幅小于-5%。

行业投资评级标准

报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

增持：我们预计未来报告期内，行业整体回报高于基准指数 5%以上；

中性：我们预计未来报告期内，行业整体回报介于基准指数-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来报告期内，行业整体回报低于基准指数 5%以下。



免责声明

本报告由粤开证券股份有限公司（以下简称“本公司”）向专业投资者客户及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者客户（以下统称客户）提供。若您并非上述类型的投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研究报告中的任何信息。公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的公开信息和资料，但本公司不保证信息的准确性和完整性，亦不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。本公司力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或询价，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。在任何情况下，本公司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。投资者据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在允许的范围内使用，并注明出处为“粤开证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖意愿的引用、删节和修改。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。本公司并不对其他网站和各类媒体转载、摘编的本公司报告负责。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，本公司不承担任何法律责任。

投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

联系我们

广州市黄埔区科学大道 60 号开发区控股中心 19、22、23 层

北京市西城区广安门外大街 377 号

网址：www.ykzq.com