

2025 年 09 月 18 日

宏观研究团队

美联储在分歧中寻找合适的降息路径

——9 月 FOMC 会议点评

何宁（分析师）

hening@kysec.cn

证书编号：S0790522110002

潘伟桢（分析师）

panweizhen@kysec.cn

证书编号：S0790122110044

事件：美联储于北京时间 9 月 18 日凌晨 2 点发布 9 月 FOMC 会议声明，宣布降息 25bp。

● 声明及发布会要点

1. 美联储在此次会议上宣布降息 25bp，降息后利率水平在 4.0%-4.25% 区间。缩表方面，将继续按照 6 月 FOMC 会议上的原定计划执行。

2. **2025 年首次降息，强调就业市场走弱风险上升。**在声明中，美联储的措辞同 7 月份相比变化不多，即认为美国经济在上半年增长放缓。就业方面，美联储认为就业增长放缓，失业率略有上升但仍处于低位，这一点与 7 月份的判断有异，彼时仍判断劳动力市场状况稳健；通胀方面，仍维持通胀率略高的判断。此外，美联储在 9 月声明中还判断**就业形势的下行风险已经上升，这一点与 7 月份的态度有一定的变化**，也是本次 FOMC 会议降息的关键原因。

3. **上调经济与通胀预测，点阵图显示 2025 可能有 75bp 降息。**美联储在此次会议上调 2025-2027 年 GDP 增速预测，上调 2026 年 PCE、核心 PCE 预测，2025 年、2027 年预测维持不变；2025 年失业率预测与 6 月保持相同，但下调 2026、2027 年失业率预测。预测数据显示美联储认为特朗普政策对通胀的冲击可能是暂时的，但会在 2026 年继续显现。点阵图显示 2025 年可能有 75bp 降息，与 6 月相比变化较大，此外对 2025 年降息幅度预测的分歧有所提升。

4. **发布会上，鲍威尔表态维持相对中性，强调风险平衡的变化。**在发言稿以及问答中，美联储主席鲍威尔整体表态相对中性，强调风险平衡已经发生变化，对就业市场下行风险的关注提升。因此在本次会议上降息的恰当的，可以视为一种风险管理式的降息。50bp 的降息并没有得到广泛支持，美联储等待并观察的策略是正确的，目前利率政策正在朝着更中性的方向移动。

● 美联储在分歧中寻找合适的降息路径

我们认为，当前的美联储内部分歧相对明显，美联储主席鲍威尔目前正努力从分歧中寻找合适的降息路径。一则美国劳动力市场降温，但通胀仍处在较高位，美联储在后续的降息方面面临一定的分歧和挑战；二则除去经济数据导致的分歧之外，随着特朗普对美联储的施压及干预加深，美联储内部的分歧进一步显性化，对美联储的集体决策带来扰动。基准情形下，我们认为美联储或在 10 月及 12 月份的 FOMC 会议上各降息一次，但 2026 年后由于经济形势更加复杂，且随着新美联储主席的人选逐渐确定，届时美联储决策面临的环境或将更加复杂。

● 短期内市场风险偏好或略有提升

决议及发布会后，决议及发布会后，市场风险偏好略有提升。美股方面，在声明及发布会后，美股先下后上，总体稳定。最终道琼斯指数收涨 0.57%，纳斯达克指数收跌 0.33%；美债方面，10 年期美债收益率先下后上，目前略低于 4.1%；美元方面，发布会后略有回升，但总体上行幅度较小，目前仍低于 97.5；黄金则录得一定幅度下跌，目前已跌破 3700 美元/盎司。我们认为由于美联储表态较中性，且基本符合市场预期，市场风险偏好或略有提升，我们需持续关注美国经济基本面变化。**CME 期货定价美联储将在 2025 年共降息 75bp。**

● **风险提示：**国际局势紧张引发通胀超预期，美国经济超预期衰退。

相关研究报告

《供给偏强，需求略弱——宏观经济专题》-2025.9.15

《内需续弱，政策加码窗口临近——兼评 8 月经济数据》-2025.9.15

《8 月金融数据背后的基数和结构性效应——宏观经济点评》-2025.9.13

目 录

1、 声明及发布会要点	3
1.1、 2025 年首次降息，强调就业市场走弱风险上升	3
1.2、 上调经济与通胀预测，点阵图显示 2025 可能有 75bp 降息	3
1.3、 发布会上，鲍威尔表态相对中性，强调风险平衡的变化	5
2、 美联储在分歧中寻找合适的降息路径	5
3、 短期内市场风险偏好或略有提升	7
4、 风险提示	7

图表目录

图 1： 6 月点阵图显示支持 2025 不降息的人数较多	5
图 2： 9 月点阵图对 2025 年降息的预期分歧有所提升	5
图 3： 美国经济政策不确定性继续走低	6
图 4： 美国通胀趋势有一定反弹	6
图 5： 美股先跌后涨	7
图 6： 10 年期美债收益率先下后上	7
图 7： 美元指数先下后上	7
图 8： 黄金价格下跌	7
表 1： 美联储 9 月决议内容相较于 7 月变化不多	3
表 2： 美联储下调 2025-2027 年 GDP 增速预测，上调 2025 年通胀预测（%）	4

事件：美联储于北京时间 9 月 18 日凌晨 2 点发布 9 月 FOMC 会议声明，宣布降息 25bp。

1、声明及发布会要点

1.1、2025 年首次降息，强调就业市场走弱风险上升

美联储在此次会议上宣布降息 25bp，降息后利率水平在 4.0%-4.25% 区间。缩表方面，将继续按照 6 月 FOMC 会议上的原定计划执行。

在声明中，美联储的措辞同 7 月份相比变化不多，即认为美国经济增长放缓，但删除了有关进出口对经济波动的影响表述。**就业方面**，美联储认为就业增长放缓，失业率略有上升但仍处于低位，这一点与 7 月份的判断有异，彼时仍判断劳动力市场状况稳健；**通胀方面**，仍维持通胀率略高的判断。此外，**美联储在 9 月声明中还判断就业形势的下行风险已经上升**，这一点与 7 月份的态度有一定的变化，也是本次 FOMC 会议降息的关键原因。在委员投票中，特朗普新提名的米兰（Stephen Miran）投票降息 50bp，是本次唯一的异议票。

表1：美联储 9 月决议内容相较于 7 月变化不多

声明要点	9 月会议表述	7 月会议表述
美国经济	近期指标显示，上半年经济活动增长放缓。	尽管净出口波动继续影响数据，但近期指标显示，上半年经济活动增长有所放缓。
就业与通胀	就业增长放缓 ，失业率略有上升但仍处于低位。通胀率有所上升，且仍处于略高水平。	失业率保持在低位，劳动力市场状况依然稳健。通胀率仍然略高。
货币政策目标	委员会力求在较长时期内实现就业最大化，并将通胀率保持在 2% 左右。经济前景的不确定性依然高涨。委员会密切关注其双重使命面临的风险， 并判断就业形势的下行风险已经上升 。	委员会力求在长期内实现就业最大化，并将通胀率保持在 2% 左右。经济前景的不确定性依然高涨。委员会正密切关注其双重使命可能带来的风险。
货币政策行动	为支持其目标并 鉴于风险平衡的变化 ，委员会决定将联邦基金利率目标区间下调 0.25 个百分点至 4% 至 4.25%。在考虑进一步调整联邦基金利率目标区间时，委员会将仔细评估后续数据、不断变化的前景以及风险平衡。委员会将继续减持美国国债、机构债券和机构抵押贷款支持证券。委员会坚定地致力于支持充分就业，并将通胀率恢复至 2% 的目标。	为支持其目标，委员会决定将联邦基金利率目标区间维持在 4.25% 至 4.5%。在考虑进一步调整联邦基金利率目标区间的幅度和时机时，委员会将仔细评估后续数据、不断变化的前景以及风险平衡。委员会将继续减持美国国债、机构债券和机构抵押贷款支持证券。委员会坚定地致力于支持充分就业，并将通胀率恢复至 2% 的目标。
货币政策立场	在评估适当的货币政策立场时，委员会将继续监测未来信息对经济前景的影响。如果出现可能阻碍委员会目标实现的风险，委员会将准备酌情调整货币政策立场。委员会的评估将考虑广泛的信息，包括劳动力市场状况、通胀压力和通胀预期，以及金融和国际形势发展。	在评估适当的货币政策立场时，委员会将继续监测未来信息对经济前景的影响。如果出现可能阻碍委员会目标实现的风险，委员会将准备酌情调整货币政策立场。委员会的评估将考虑广泛的信息，包括劳动力市场状况、通胀压力和通胀预期，以及金融和国际形势发展。

资料来源：美联储、开源证券研究所

1.2、上调经济与通胀预测，点阵图显示 2025 可能有 75bp 降息

美联储在此次会议上调 2025-2027 年 GDP 增速预测，上调 2026 年 PCE、核心 PCE 预测，2025 年、2027 年预测维持不变；2025 年失业率预测与 6 月预测保持相同，但下调 2026、2027 年失业率预测，预测数据**显示美联储认为特朗普政策对通胀的冲击可能是暂时的，但会在 2026 年继续显现**。点阵图显示 2025 年可能有 75bp 降息，与 6 月相比变化较大，此外对 2025 年降息幅度预测的分歧有所提升。

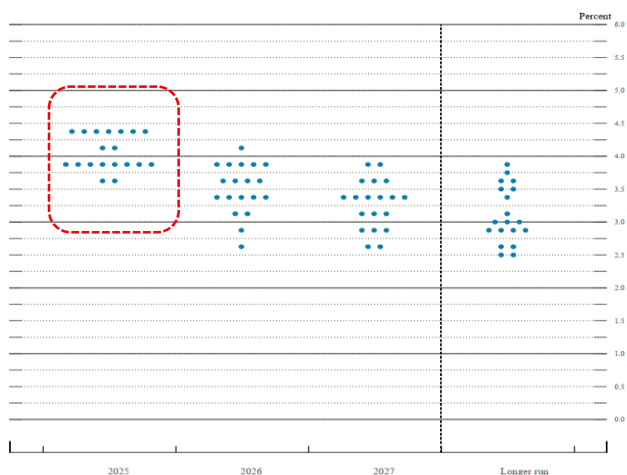
经济预测方面，美联储上调 2025-2027 年 GDP 增长预测。与 6 月相比，本次美联储对 2025 年 GDP 增速预测为 1.6%，上修 0.2 个百分点，2026、2027 年上修至 1.8%、1.9%；2025 失业率预测维持在 4.5%，2026 年失业率预测下调至 4.4%，2027 年预测下调至 4.3%；上调通胀水平预测，其中 2025 年 PCE、核心 PCE 预测为 3.0%、3.1%，与 6 月相同，2026 年预测均上调 0.2 个百分点至 2.6%，显示联储仍然认为特朗普政策（关税等）对通胀的冲击或是暂时性的，但可能会延续至 2026 年。2025 年联邦基金利率中值预测下调至 3.6%。

点阵图方面，此次点阵图相较于 6 月变化较大，认为 2025 年可能总共有约 75bp 降息，但对 2025 年降息幅度预测的分歧有所提升。

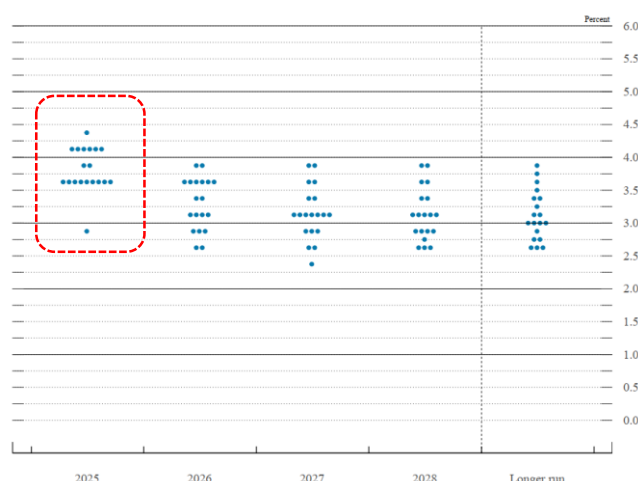
表2：美联储下调 2025-2027 年 GDP 增速预测，上调 2025 年通胀预测（%）

预测指标	预测年份	2025.03 预测值	2025.06 预测值	2025.09 预测值
GDP 增速	2025	1.7	1.4	1.6
	2026	1.8	1.6	1.8
	2027	1.8	1.8	1.9
	2028	-	-	1.8
失业率	2025	4.4	4.5	4.5
	2026	4.3	4.5	4.4
	2027	4.3	4.4	4.3
	2028	-	-	4.2
PCE	2025	2.7	3.0	3.0
	2026	2.2	2.4	2.6
	2027	2.0	2.1	2.1
	2028	-	-	2.0
核心 PCE	2025	2.8	3.1	3.1
	2026	2.2	2.4	2.6
	2027	2.0	2.1	2.1
	2028	-	-	2.0
联邦基金利率	2025	3.9	3.9	3.6
	2026	3.4	3.6	3.4
	2027	3.1	3.4	3.1
	2028	-	-	3.1

数据来源：美联储、开源证券研究所

图1：6月点阵图显示支持2025不降息的人数较多


资料来源：美联储、开源证券研究所

图2：9月点阵图对2025年降息的预期分歧有所提升


资料来源：美联储、开源证券研究所

1.3、发布会上，鲍威尔表态相对中性，强调风险平衡的变化

从发布会上鲍威尔的发言和表态来看，整体表态相对中性，强调风险平衡已经发生变化，对就业市场下行风险的关注提升。

(1) 后续的降息方面，美联储主席鲍威尔表示近期通胀上行的风险增加（商品通胀推动），同时就业下行的风险提升，这是一个有挑战性的情形（a challenging situation）。但随着就业下行风险的增加，风险的平衡已经发生了变化，因此在本次会议上降息是恰当的，当前风险可能正在趋向于平衡。此次降息可以视为一种风险管理式的降息（a risk management cut），由于劳动力市场疲软，更高更久的通胀（higher and more persistent inflation）风险可能有所减少，50bp 的降息并没有得到广泛支持，美联储等待并观察的策略是正确的，目前利率政策正在朝着更中性的方向移动。

(2) 关于劳动力市场与通胀水平，鲍威尔称失业率仍然维持在 4.3% 的较低水平，但非农就业水平快速下降，这可能是由于移民减少且劳动参与率下降（劳动力供给放缓）。但劳动力需求也出现了下行，这种供需双弱的局面并不寻常（unusual）。在这样一个活力下降且略显疲软的劳动力市场（less dynamic and somewhat softer labor market），就业下行的风险似乎已经上升。通胀水平仍然略高，其中商品通胀有所回升，但服务业的通胀似乎在持续下降（disinflation appears to be continuing for services）。受关税影响，2025 年的通胀预期调查有所提升，但长期通胀预期相对稳定。

(3) 关于美国经济，鲍威尔表示美国经济已经放缓（growth of economic activity has moderated），主要反映的是消费支出的下降，但设备投资等仍较 2024 年有所提升。

(4) 鲍威尔还表示，美联储在追求双重使命方面仍然保持团结，将坚定维护自身的独立性。美联储基于后续的数据来开展工作，从不考虑其他的事情，这已经深植于美联储的文化（it's deeply in our culture）且每个人都有强烈的感受。

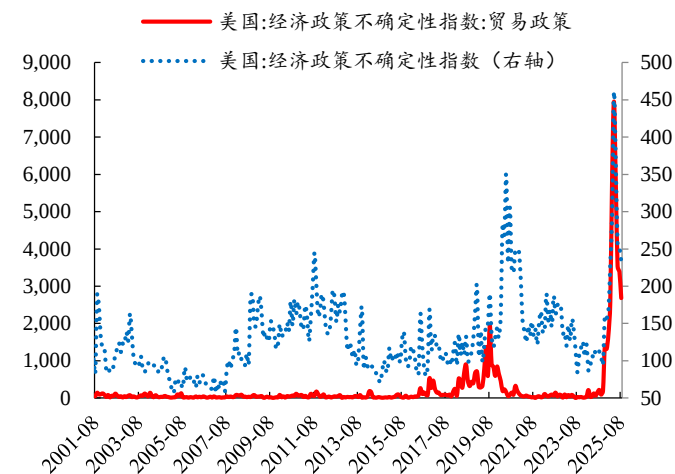
2、美联储在分歧中寻找合适的降息路径

本次会议降息 25bp 早已被市场充分预期，但由于 9 月会议发布经济预测以及点阵图，因此市场比较关心美联储对后续美国经济的预测，以及降息预测。我们认为当前的美联储内部分歧相对明显，美联储主席鲍威尔目前正努力从分歧中寻找合适

的降息路径，具体而言：

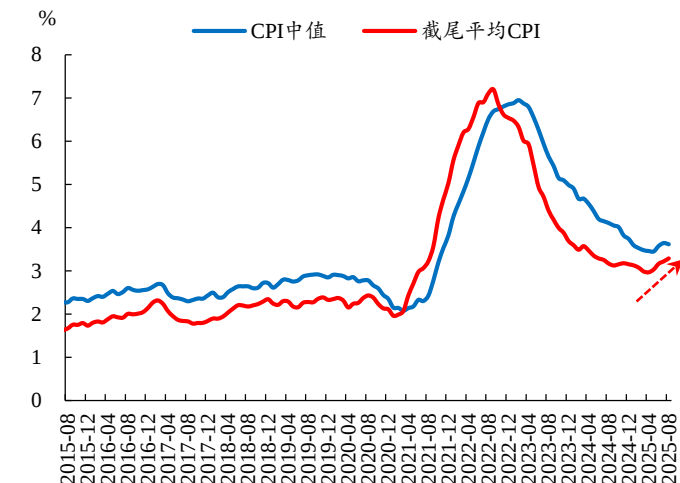
第一，美国劳动力市场降温，但通胀仍处在较高位，美联储降息面临一定的分歧和挑战。2025 年 8 月美国非农就业数据出现了较为明显的下行，劳动力市场作为美国经济的最关键支撑，持续下行意味着经济衰退的风险上升，这也是为何 2024 年 9 月美联储降息 50bp。（《就业降温明显，但 50bp 降息尚需通胀配合——美国 8 月非农就业数据点评》）从这个角度看，美联储内部应该对降息没有分歧，且美国政策不确定性也在下降，经济受到的干扰逐渐减少。但由于关税带动美国通胀出现反弹，虽然 8 月核心 CPI 保持相对平稳，且后续可能下行，但从 CPI 中值以及截尾平均 CPI 等体现通胀趋势的数据看，8 月数据并不容乐观。（《美联储或将开启连续降息——美国 8 月 CPI 点评》）因此虽然美联储主席鲍威尔在 8 月 Jackson Hole 会议上表示就业市场下行的风险正在上升（裁员大幅增加和失业率上行），而通胀上行可能是单次的，基本预告了 9 月 FOMC 会议上的降息。但降息的幅度与持续性，在经济增长风险与通胀风险同时出现的情况下，对美联储的降息决策及路径提出了一定的挑战，也使得美联储内部的分歧有所扩大。

图3：美国经济政策不确定性继续走低



数据来源：Wind、开源证券研究所

图4：美国通胀趋势有一定反弹



数据来源：Wind、开源证券研究所

第二，除去经济数据导致的分歧之外，随着特朗普对美联储的施压及干预加深，美联储内部的分歧进一步显性化，对美联储的集体决策带来扰动。自特朗普就职后，其对美联储的施压以及干预便不断升级。一方面特朗普经常通过公开渠道发声催促美联储降息，对美联储带来不小的舆论压力；另一方面，特朗普还直接利用总统对美联储理事及主席的提名权来干预美联储的人员构成，进而影响美联储的决策。本次FOMC会议中特朗普新提名的理事米兰（Stephen Miran）已经参加¹，并投出了唯一的50bp降息票。对库克（Lisa Cook）的罢免虽然遭到挫折²，但通过利用2026年美联储主席的人选任命，特朗普也可以对美联储的决策产生影响力，导致美联储当前的分歧进一步显性化，对美联储的集体决策带来扰动。

基准情形下，我们认为美联储或在10月及12月份的FOMC会议上各降息一次，但2026年后由于经济形势更加复杂，且随着新美联储主席的人选逐渐确定，届时美联储决策面临的环境或将更加复杂。

¹ <https://wallstreetcn.com/articles/3755649?keyword=%E7%B1%B3%E5%85%B0>

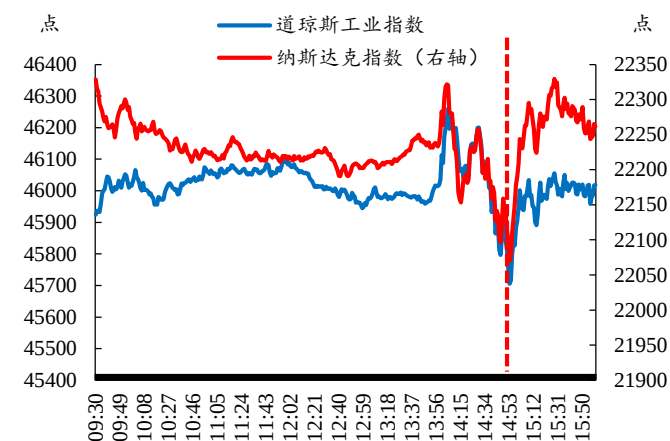
² <https://wallstreetcn.com/articles/3755653?keyword=%E7%89%B9%E6%9C%97%E6%99%AE+%E7%BE%8E%E8%81%94%E5%82%A8>

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

3、短期内市场风险偏好或略有提升

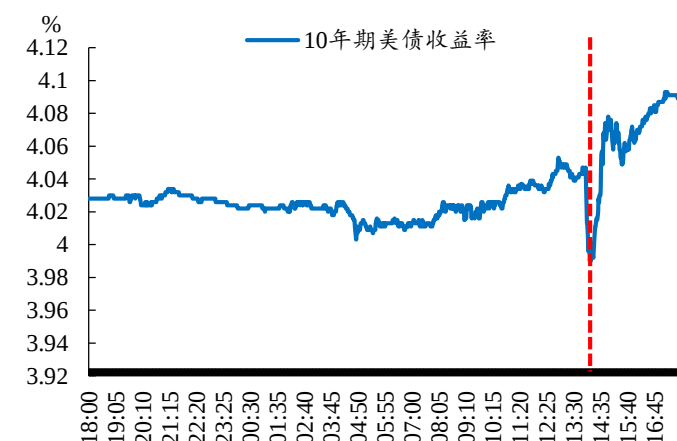
决议及发布会后，市场风险偏好略有提升。美股方面，在声明及发布会后，美股先下后上，总体稳定。最终道琼斯指数收涨 0.57%，纳斯达克指数收跌 0.33%；美债方面，10 年期美债收益率先下后上，目前略低于 4.1%；美元方面，发布会后略有回升，但总体上行幅度较小，目前仍低于 97.5；黄金则录得一定幅度下跌，目前已跌破 3700 美元/盎司。我们认为由于美联储表态较中性，且基本符合市场预期，市场风险偏好或略有提升，我们需持续关注美国经济基本面变化。CME 期货定价美联储将在 2025 年共降息 75bp。

图5：美股先跌后涨



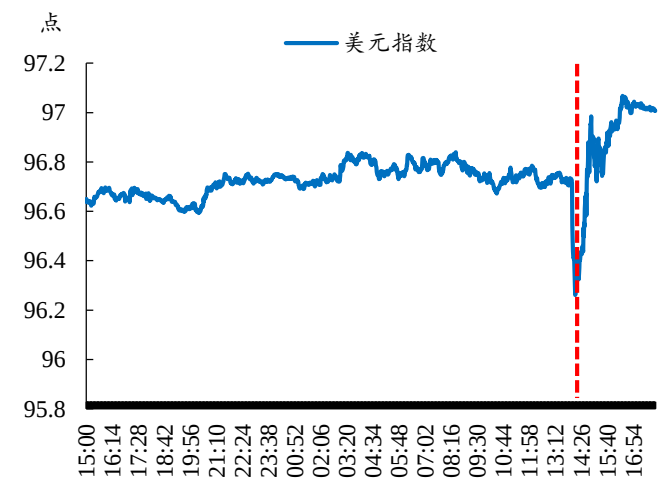
数据来源：Wind、开源证券研究所

图6：10 年期美债收益率先下后上



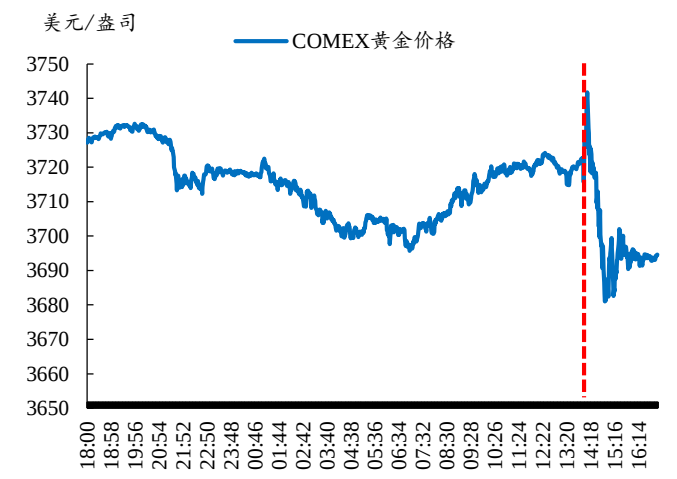
数据来源：Wind、开源证券研究所

图7：美元指数先下后上



数据来源：Wind、开源证券研究所

图8：黄金价格下跌



数据来源：Wind、开源证券研究所

4、风险提示

国际局势紧张引发通胀超预期，美国经济超预期衰退。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年17月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、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）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。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取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。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。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券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。开源证券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。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼3层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn