

9 月美联储：注定“两难”的降息

2025 年 09 月 17 日



分析师：陶川

执业证号：S0100524060005

邮箱：taochuan@glms.com.cn

分析师：林彦

执业证号：S0100525030001

邮箱：linyan@glms.com.cn

分析师：邵翔

执业证号：S0100524080007

邮箱：shaoxiang@glms.com.cn

研究助理：武朔

执业证号：S0100125070003

邮箱：wushuo@glms.com.cn

➤ **9 月议息会议在降息的市场共识下即将拉开帷幕，但这场政策博弈远未终结。**劳动力市场降温与通胀粘性的“数据悖论”，米兰任命带来的政治博弈以及点阵图的分散化倾向，将市场对后续宽松路径的定价推向复杂化，也使得美联储的政策路径面临“两难”局面。**因此，我们认为，相较于降息本身，9 月会议传递的后续政策信号更为重要：**无论是基于维护美联储独立性的考量，还是平衡通胀与就业的微妙压力，美联储或通过点阵图、经济预测、以及鲍威尔的表态等进一步引导宽松预期，从而为四季度政策转向预留操作空间。

➤ **具体来看，9 月降息基本“板上钉钉”，因此更值得关注的是会议上美联储如何引导宽松预期：**

➤ **预计会议声明对劳动力市场的措辞趋于温和，为降息提供了依据，但大概率不会预设明确的利率路径。**预计鲍威尔将延续杰克逊霍尔会议表态，承认就业市场放缓风险，以此为政策调整提供支撑；但同时会强调当前失业率仍处低位、通胀压力居高不下，因此尚不足以启动全面降息周期，后续政策路径将继续依赖数据走势。

➤ **点阵图较 6 月预计整体下移且离散度上升，但中值未必指向市场预期的三次降息。**值得注意的是，米兰的任命或使 9 月会议暗流涌动——以沃勒、鲍曼和米兰为首的“超级鸽派”可能倾向于更大幅度的降息，对美联储决策形成施压。

➤ **不过，外部政治压力可能激发其他官员维护联储独立性的共识，促使其在货币政策取向上更趋谨慎。**从经济基本面看，由于失业率上行缓慢、通胀风险尚未解除，多数官员或仍维持年内降息 2 次的判断。两大阵营的分歧下，点阵图离散度可能上升。

➤ **经济预测或将延续“滞胀”主基调，预计对 2025 年经济增长与通胀预期进行小幅修正：**

➤ **增长端：**受就业市场超预期走弱及年度非农数据大幅下修影响，美国经济增长隐患进一步显现，预计 2025 年 GDP 增长率或小幅下修，失业率预测小幅上调；

➤ **通胀端：**鉴于当前关税对价格的传导相对温和（企业通过库存调整、避税等行为缓冲涨价压力），相较于 6 月的悲观预测，全年核心 PCE 或小幅调降。

➤ **尽管短期劳动力市场走弱与通胀压力暂缓锁定了 9 月降息，但降息后的政策路径将更加扑朔迷离。**仅从当前经济形势判断，我们认为，渐进式降息（9 月与四季度各降一次）可能是美联储更好的选择：

➤ **当前主导市场降息预期的新增非农数据存在噪音——**受裁员潮、问卷回复率

相关研究

1. 2025 年 8 月经济数据点评：8 月经济：逆风破局的政策信号-2025/09/15

2. 宏观经济点评：降息周的市场悬念-2025/09/14

3. 海外市场点评：8 月 CPI：美联储降息的后续棋-2025/09/11

4. 2025 年 8 月物价点评：8 月通胀：冷暖的微妙信号-2025/09/10

5. 2025 年 8 月贸易点评：8 月进出口：减速后动能几何？-2025/09/08

低及潜在政治因素影响，非农数据存在失真可能。8 月非农调查回复率为 2010 年以来同期最低，结合历史经验来看，后续上修概率不小（7 月数据已上修），且年度非农终值常因初步修正的高估倾向而上调（类似去年情况）。因此，若后续非农数据反向变动，依赖线性外推的市场预期可能面临剧烈修正。

➤ **此外，就业市场虽放缓但未失速：**作为美联储更看重的指标，当前失业率、薪资增速放缓的幅度与节奏均相对可控；永久性失业占比保持稳定，劳动力市场尚未出现系统性风险。

➤ **通胀方面，关税对价格的影响类似“温水煮青蛙”——**短期因库存缓冲、避税策略等因素（详见《关税“悖论”：真的越加越通缩？》和《保税区库存，美企避税的最后自留地》），终端涨价幅度偏缓，但更多影响的是传导的节奏，不改变长期通胀结果。渐进式降息有助于美联储观察通胀上行节奏，而连续大幅降息（75bp 以上）可能成为短期加速通胀的导火索，这是美联储必须权衡的关键问题。

➤ **后续美联储若要打开连续降息大门，除政治压力倒逼外，需要关注几个重要风向标：**

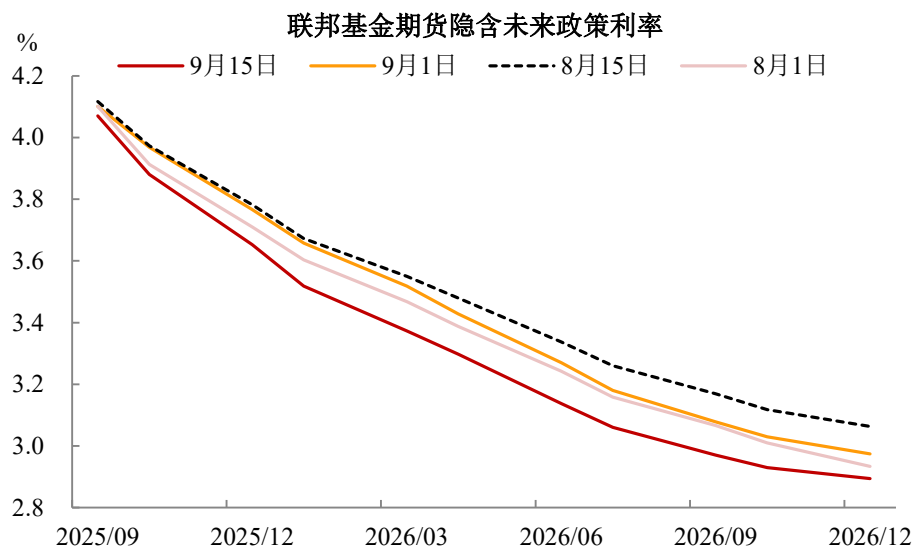
➤ **一是劳动力市场恶化速率。**尤其关注失业率恶化速度，作为当前美联储最看重的指标，若后续失业率加速上升，可能推动美联储重新评估就业风险；

➤ **二是最高法院对关税合法性的审理。**鉴于最高法院将于 11 月就关税合法性进行口头辩论，若最终判定违法，即便特朗普寻求 122 条款或双边协议等替代方案，关税的整体税率水平下降以及执行时间延后，对通胀的影响也将显著减弱。

➤ **对市场而言，需警惕后续宽松预期修正引发的资产波动风险。**当前市场核心矛盾在于宽松定价的动量过强——政治压力与非农走弱推动市场押注美联储采取过度宽松的路径，这种极端押注下，依赖线性外推的市场预期对数据波动将更敏感。一旦通胀上行或非农数据逆转等反向信号出现，宽松预期的修正可能显著放大资产波动。

➤ **风险提示：**美国经贸政策大幅变动；关税扩散超预期，导致全球经济超预期放缓、市场调整幅度加大。

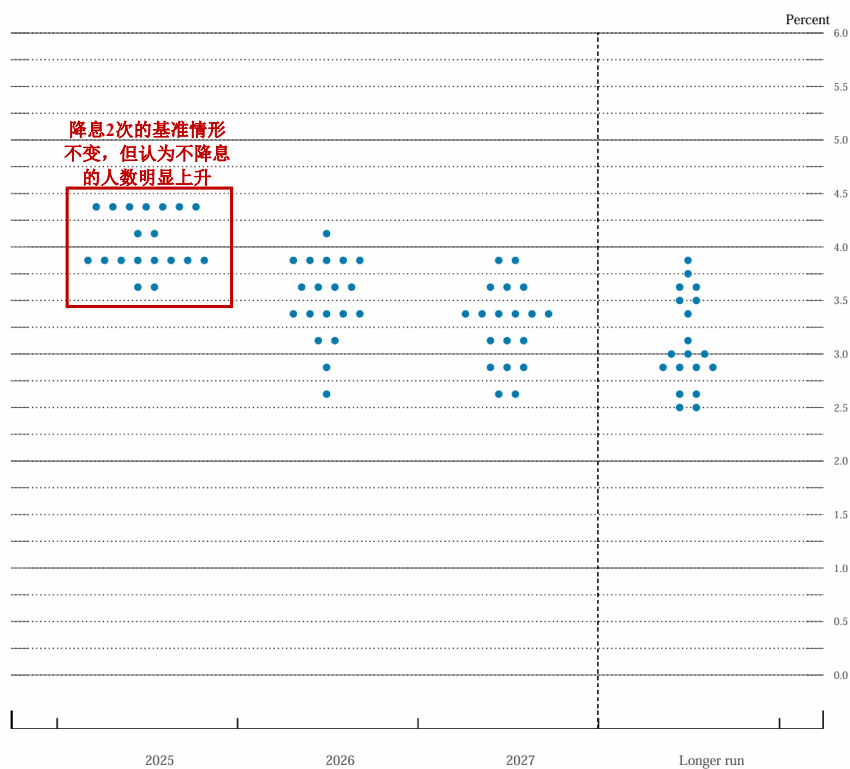
图1：市场定价年内降息三次



资料来源：Bloomberg，民生证券研究院

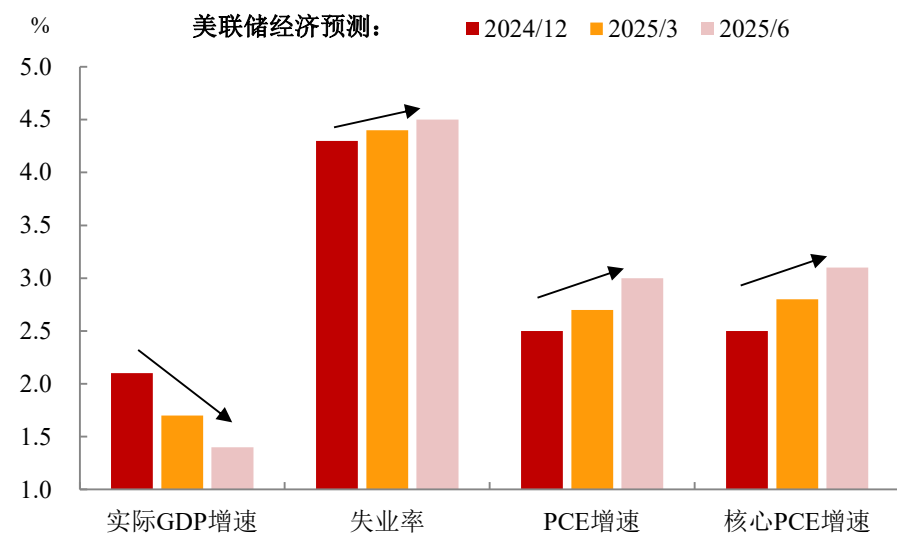
图2：2025年6月点阵图

Figure 2. FOMC participants' assessments of appropriate monetary policy: Midpoint of target range or target level for the federal funds rate



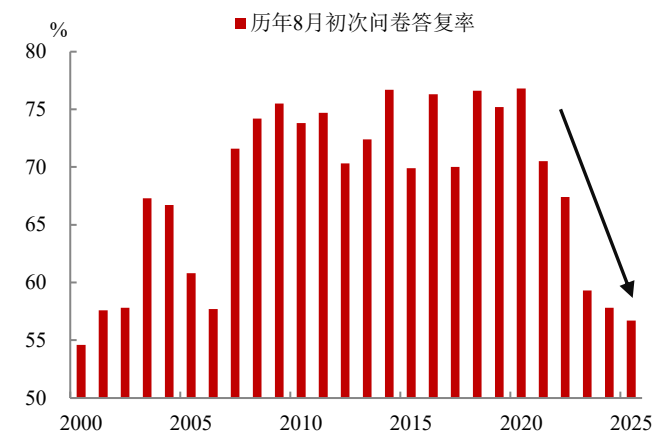
资料来源：FOMC，民生证券研究院

图3：预计9月SEP进一步下调GDP增长



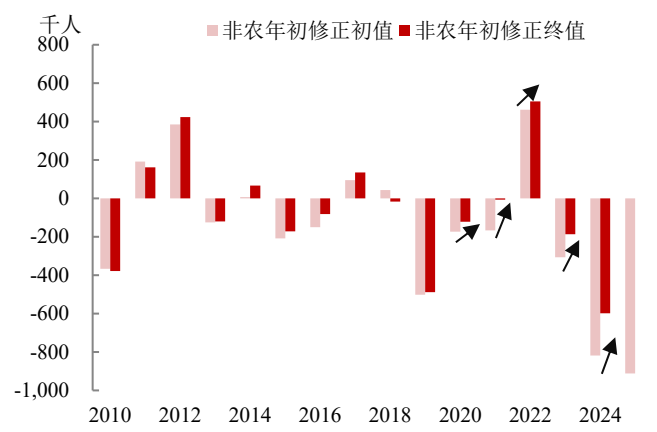
资料来源：FOMC，民生证券研究院

图4：8月问卷答复率较低



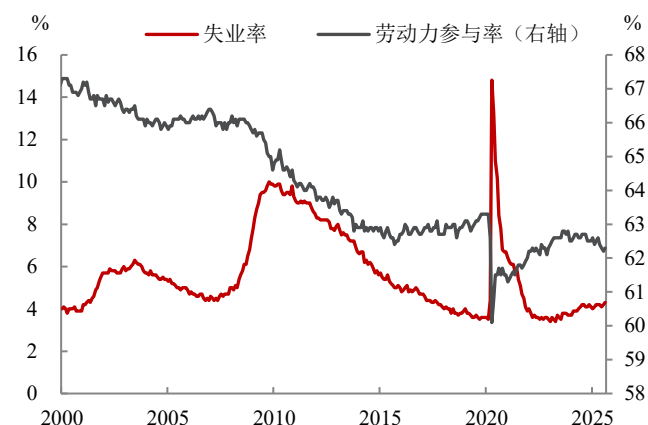
资料来源：Bloomberg，民生证券研究院

图5：非农年度数据往往在终值上调



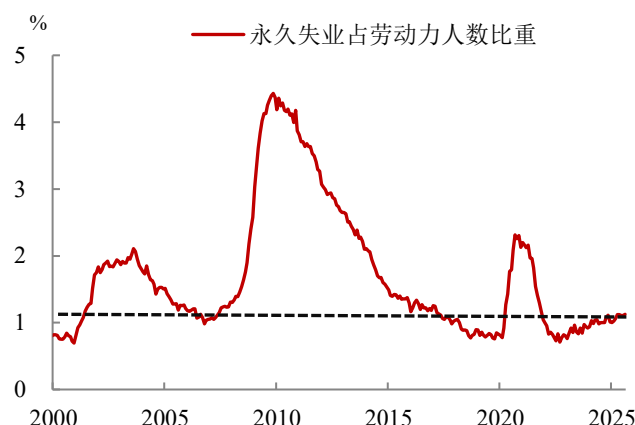
资料来源：ifind，民生证券研究院

图6：失业率上行缓慢



资料来源：ifind，民生证券研究院

图7：永久失业占比保持相对稳定



资料来源：ifind，民生证券研究院

图8：零售端来自进口的商品价格上涨



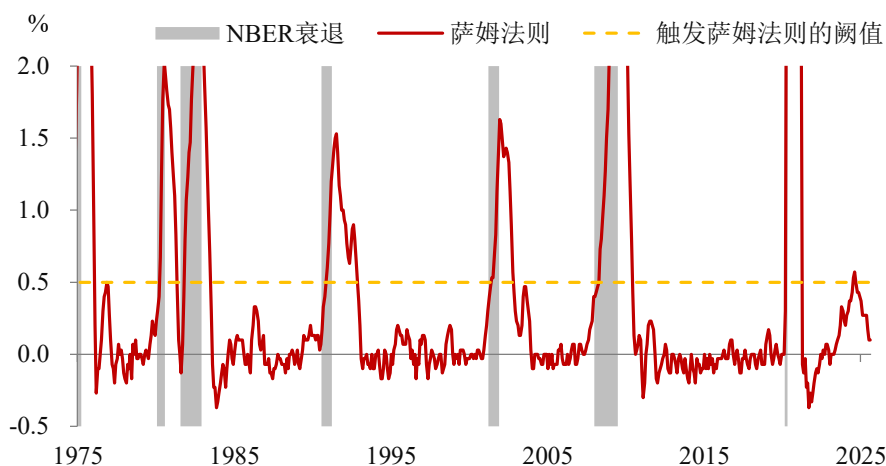
资料来源：DIGITAL DATA DESIGN INSTITUTE AT HARVARD，民生证券研究院

图9：抢进口库存进入尾声，保税区净流入放缓



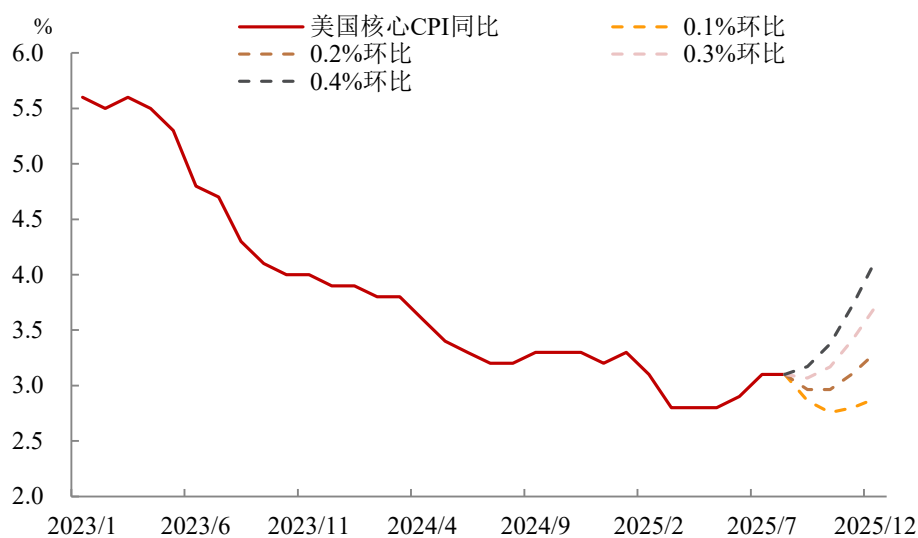
资料来源：ifind，民生证券研究院

图10：失业率上行的速度可控



资料来源：CEIC，民生证券研究院

图11：以当前的环比增速外推，通胀或将加速上行



资料来源：ifind，民生证券研究院预测

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、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收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准		评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	公司评级	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
		谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上
	行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑获取本报告的机构及个人的具体投资目的、财务状况、特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，进行独立评估，并应同时考量自身的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代自身的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，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、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市虹口区杨树浦路 188 号星立方大厦 7 层； 200082

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 1 座 10 层 01 室； 518048