

9月降息的确切性与年内降息的变数

2025年08月24日

■ **核心观点：**本周美国经济数据好于预期，一度令9月降息预期回落，但周五 Jackson Hole 央行会议 Powell 发表鸽派讲话，认为风险平衡要求调整货币政策立场，为9月降息铺路。降息交易带动美股反弹、美元和美债收益率大跌。乐观情形下，我们预计9、12月各降息一次，全年降息幅度难超过50bps，短期仍需关注9月密集数据对年内降息预期的扰动，当前市场定价全年降息2.2次的降息预期乐观，面临回调风险。中期看，我们预期2026年5月美联储新主席上台后，货币政策将更宽松，悲观、基准、乐观情形下明年将分别有4、5、6次降息。9月FOMC后，市场当前计价的2026年仅3次的降息预期料将升温，届时2年美债利率、美元指数将重新回归下行趋势。

■ **大类资产：**Jackson Hole 会议主导市场情绪，美股连跌后反弹，10年期美债收益率下破4.3%。本周市场情绪被 Jackson Hole 全球央行会议主导。好于预期的8月标普美国PMI、新屋开工、偏鹰的7月FOMC会议纪要等一度令9月降息预期回落、美债收益率上行，叠加科技股高估值担忧，美股遭遇四连跌；但周五 Powell 鸽派讲话为9月降息铺路，降息交易重现，美股大涨，美元指数、美债收益率下行，整体来看，全周（8月18日至8月22日）10年期美债利率升5.4bps至4.262%，2年期美债利率降4.4bps至3.707%，美元指数降0.14%至97.72；标普500、恒生指数分别收涨0.3%、0.3%；现货黄金价格收跌1.1%至3372美元/盎司。

■ **Jackson Hole 会议：**风险平衡要求调整货币政策立场，为9月降息铺路。今年 Jackson Hole 全球央行年会的主题是《变迁中的劳动力市场：人口、生产率与宏观政策》，Powell 的演讲围绕劳动力市场讨论美国经济与货币政策。总体来看，Powell 对美国经济的描述偏鸽派，降低了9月降息门槛，体现在对就业与通胀数据的描述上，其在演讲的开始便表示，“通胀的上行风险已经减弱”，“但失业率上升了近一个百分点，这一发展在历史上从未在经济衰退之外发生过”。具体来看，**增长方面**，Powell 强调就业增长的放缓（过去三个月均新增非农就业仅35,000人，远低于2024年的每月168,000人），劳务市场处于均衡状态，但这种奇怪的均衡（“a curious kind of balance”）是来自供需双弱（移民政策减少了劳动力供给，进而降低“盈亏平衡”就业水平），因此就业的下行风险在上升，若风险坐实，则可引发失业率与裁员快速上涨（downside risks to employment are rising... sharply higher layoffs and rising unemployment）。与此同时，与劳动力市场的变化一致，美国经济的内循环（就业与消费）在放缓，例如25H1的GDP增速只有1.2%，而2024年是2.5%。**通胀方面**，Powell 表示关税正在推高商品价格，关税对通胀的影响正在清晰可见，但时点和幅度（timing and amounts）存在高度不确定性。货币政策关注的问题是关税带来的物价上涨是否是大幅、持续的，基准假设是，关税带来的通胀压力是一次性（one-time）但可能是渐进的（all at once），并且由于：①就业市场并不强，难有工资通胀螺旋，②长期通胀预期仍然锚定，因此，关税对通胀的影响更有可能不是持续性的。**货币政策方面**，由于政策仍是限制性的（当前4.25-4.5%，大于3%的中性利率），基准情形与风险平衡的转变要求“调整”政策立场。当然，Powell 也说到，这仍然取决于后续的经济数据。综合来看，Powell 演讲的要点可概括为：①关税带来的通胀是一次性的；②劳务市场供需双弱，导致了消费-就业内循环的恶化；③货币政策目标的平衡从通胀向增长转变，降息门槛变低，但未来数据仍然起决定性作用。

■ **货币政策框架调整：**取消“平均通胀目标制（AIT）”，回归灵活的2%通胀目标；删除对就业目标“短缺（shortfalls）”的表述，但仍保持关注。本次会议上，Powell 公布了美联储对货币政策框架的修订，及更新的美联储长期目标和货币政策策略声明（Statement on Longer-Run Goals and Monetary Policy Strategy）。在2012年首次提出之后，这一框架在2020年进行了五年一次的首次修订。当时，在长期低增长、低通胀、低

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

《高质量发展孕育“创新牛”》

2025-08-18

《中国出口增速或持续超市场预期》

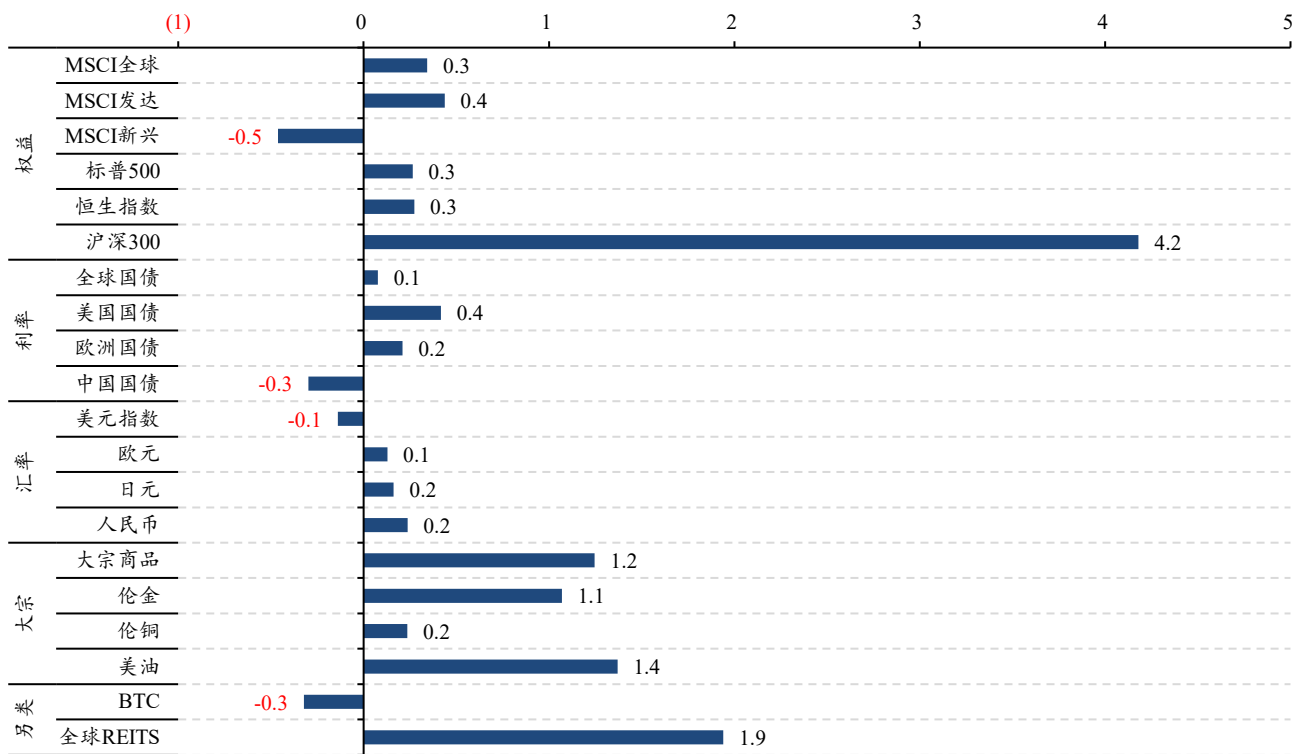
2025-08-18

利率环境下，美联储指出政策利率面临“零下界（ZLB）”的挑战，并提出了“平均通胀目标制”，即在一段时期内保持通胀在2%目标附近。然而，疫情危机之后，美国当下面临的高通胀、高利率环境已经与2020年大相径庭。因此，本次货币政策框架的修订主要体现在：①删除对于政策利率面临零下界（ZLB）特点的表述；②取消平均通胀目标制（AIT），致力于确保长期通胀预期稳定，这一变化与近年来美国通胀水平的巨大变化密切相关；③由于劳务市场供需状况的变化，在就业目标上，删除了关注就业“短缺（shortfalls）”这一存在沟通歧义的表述，但表示仍旧关注就业“短缺”而非实时的“偏离”，即若就业低于目标则会降息，若就业强劲则不一定加息。总体来看，这一次货币政策框架声明修订的变化不大，主要是在疫情后美国宏观环境发生剧烈变化的情况下（从低增长、低通胀、低利率环境转向高增长、高通胀、高利率），货币政策框架向最初的最大化就业与稳定通胀双目标的回归。

■ **策略启示：乐观情形下，预计9、12月各降息一次，全年降息幅度难超过50bps；短期仍需关注9月密集数据对年内降息预期的扰动。** Powell的讲话明确降低了9月降息的门槛，乐观情形下预计9、12月各降息25bps。值得注意的是，最新期货交易员对9月降息概率的押注从周五晚讲话时的最高95%再次回落至80%，全年降息预期仍在2.2次附近，意味着交易员仍预期9月FOMC前密集发布的数据（9月5日的非农、9日的QCEW校准、10日的PPI、11日的CPI）将对9月和年内降息产生扰动。届时，上述数据将基本确定9月的降息，并很大程度指引全年的降息节奏。中期看，随着2026年5月轮换新主席，美联储货币政策将面临更大的独立性问题，预期2026年降息幅度料较当前市场预期的3次更多。策略上，9月FOMC后，市场将加码押注2026年的降息预期，届时2年美债利率、美元指数将重新回归下行趋势。同时，由于市场对美联储独立性、债务可持续性、美元信用等的担忧长期存在，期限溢价将限制长期美债利率走势，因此2年10年美债期限利差将走阔。

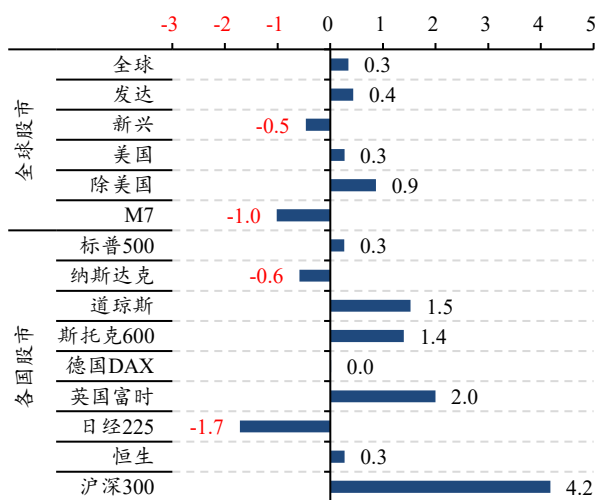
■ **风险提示：**特朗普政策超预期；美联储降息幅度过大引发通胀反弹甚至失控；美联储维持高利率水平时间过长，引发金融系统流动性危机。

图1：过去一周全球大类资产回报率



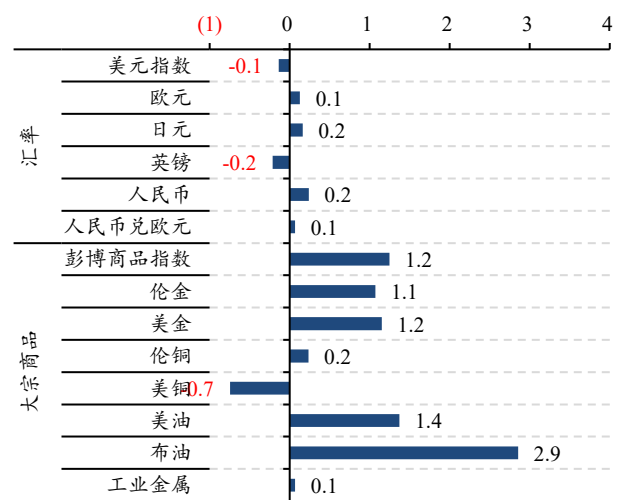
数据来源：彭博、东吴证券研究所；单位%，利率为彭博美债指数，汇率为对美元升值幅度

图2：过去一周全球股市回报率



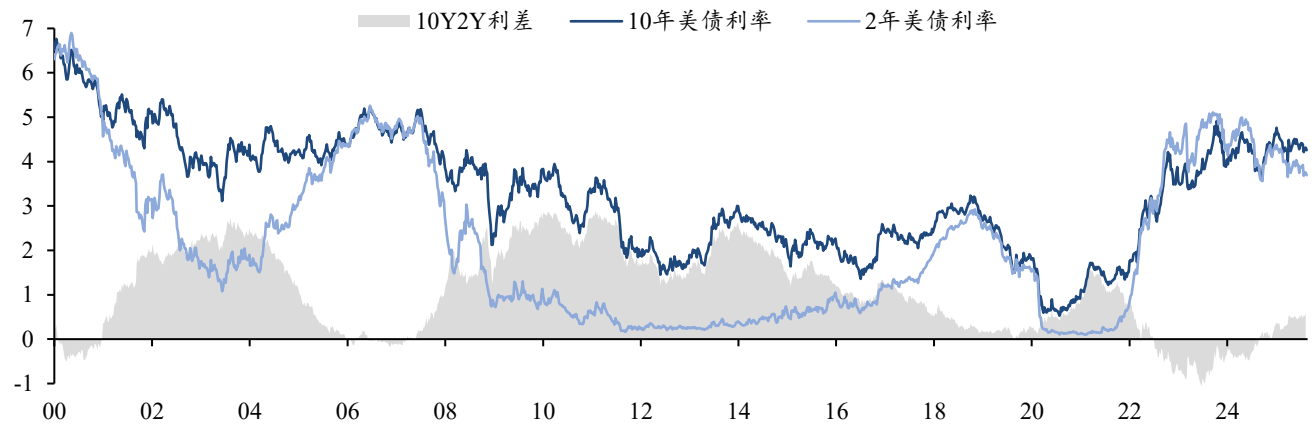
数据来源：彭博、东吴证券研究所；单位%

图3：过去一周汇率与大宗商品回报率



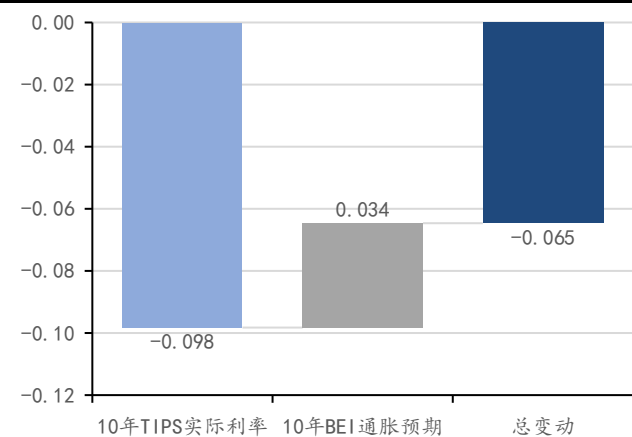
数据来源：彭博、东吴证券研究所；单位%

图4：10年、2年美债利率与利差



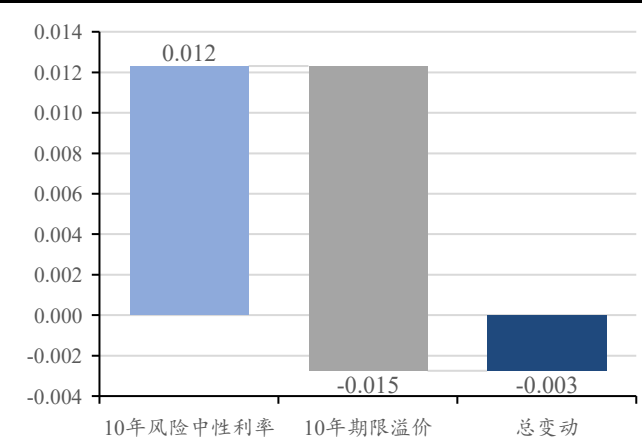
数据来源：彭博、东吴证券研究所；横轴单位为年份后两位，下同；纵轴单位%

图5：10年美债利率周度变动及贡献度拆分（风险中性利率与期限溢价视角）



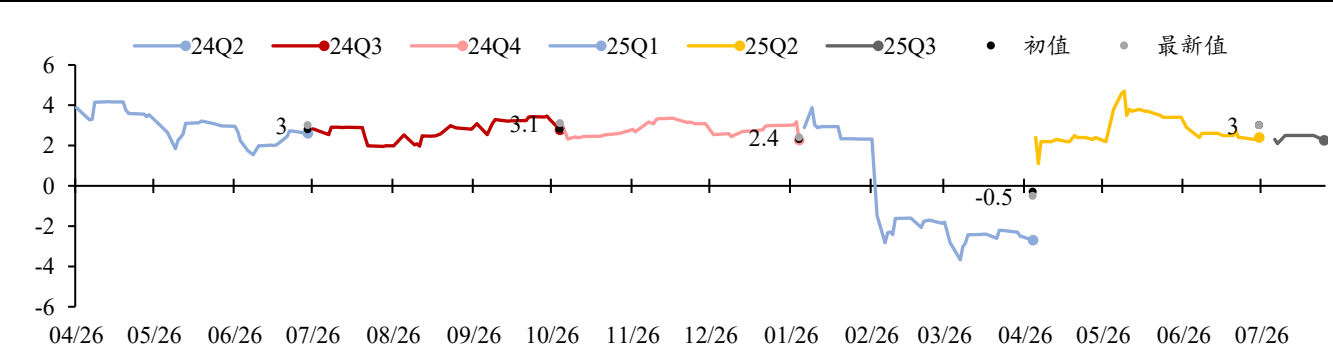
数据来源：彭博、东吴证券研究所；单位%

图6：10年美债利率周度变动及贡献度拆分（实际利率与通胀预期视角）



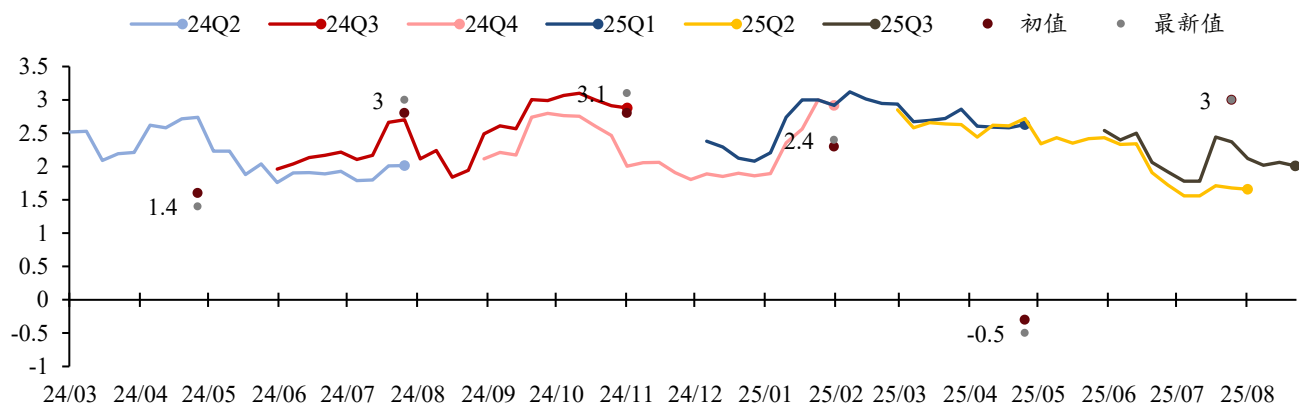
数据来源：彭博、东吴证券研究所；单位%

图7：亚特兰大联储 GDPNow 模型对最近6个季度美国GDP实时预测值 vs 实际值



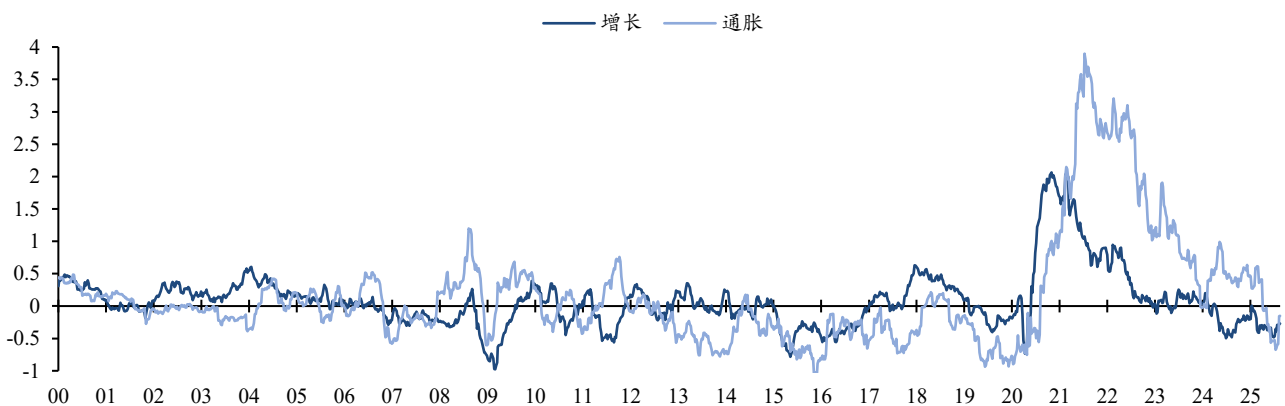
数据来源：彭博、东吴证券研究所；纵轴单位%，季调环比年率

图8: 纽约联储 Nowcasting 模型对最近五个季度美国 GDP 实时预测值 vs 实际值



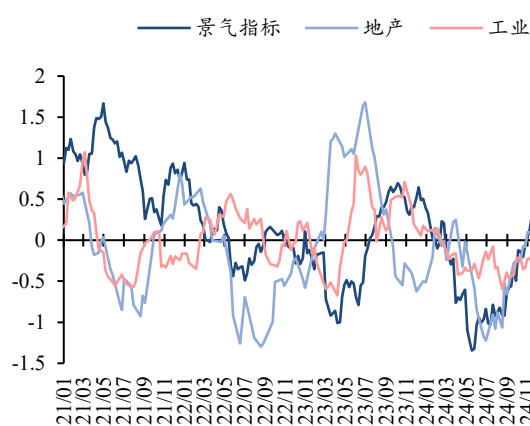
数据来源: 彭博、东吴证券研究所; 纵轴单位%, 季调环比年率

图9: 美国经济意外指数增长与通胀分项



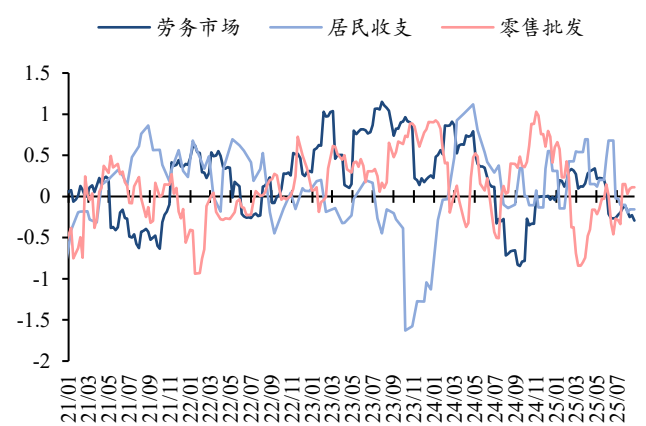
数据来源: 彭博、东吴证券研究所; 纵轴单位%, 季调环比年率

图10: 美国经济意外指数企业部门分项



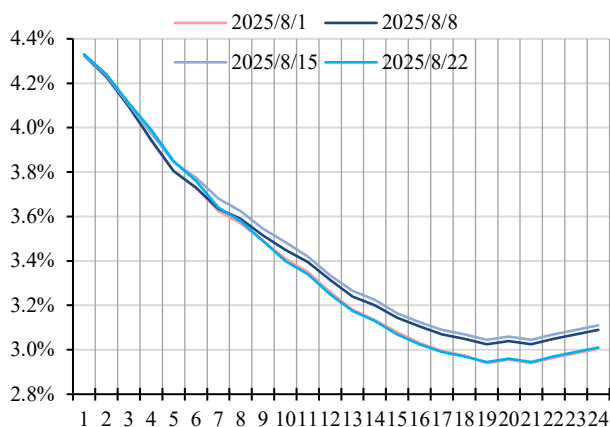
数据来源: 彭博、东吴证券研究所

图11: 美国经济意外指数家庭部门分项



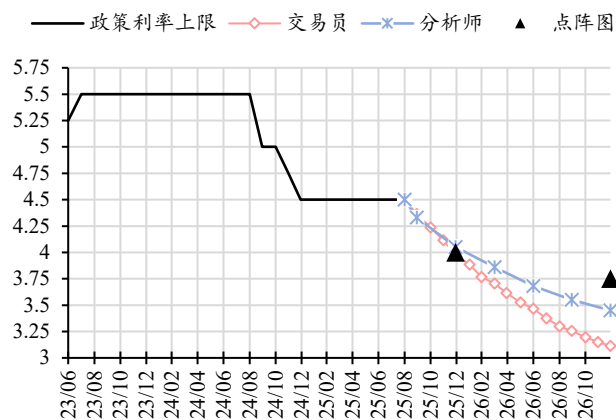
数据来源: 彭博、东吴证券研究所

图12: 联邦基金期货隐含未来 24 个月政策利率



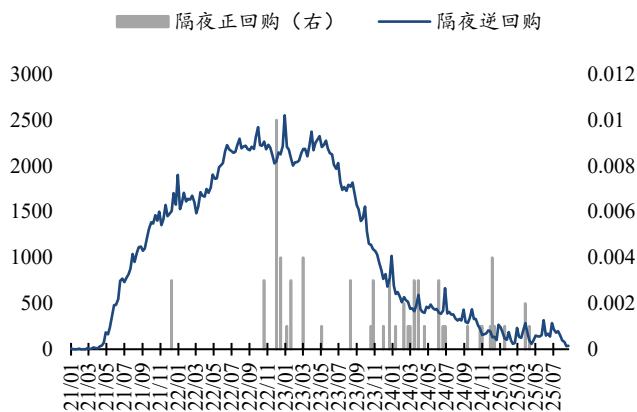
数据来源: 彭博、东吴证券研究所

图13: 各方对美国政策利率路径预测



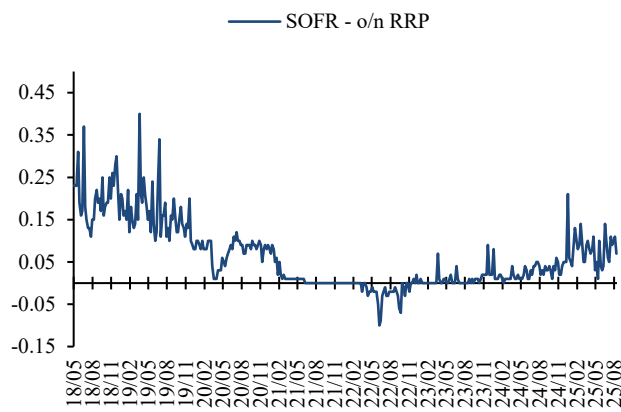
数据来源: 彭博、东吴证券研究所; 单位%

图14: 纽约联储每日回购情况



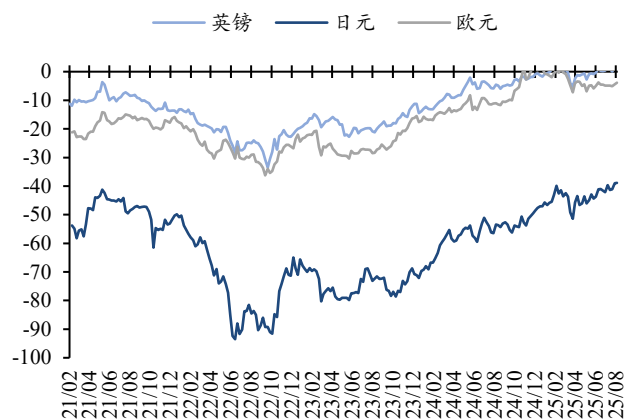
数据来源: 彭博、东吴证券研究所; 单位十亿美元

图15: 美国 SOFR 与 o/n RRP 利差



数据来源: 彭博、东吴证券研究所; 单位 bps

图16: 主要货币互换掉期点差



数据来源: 彭博、东吴证券研究所; 单位 bps

图17: 彭博金融条件指数



数据来源: 彭博、东吴证券研究所

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>