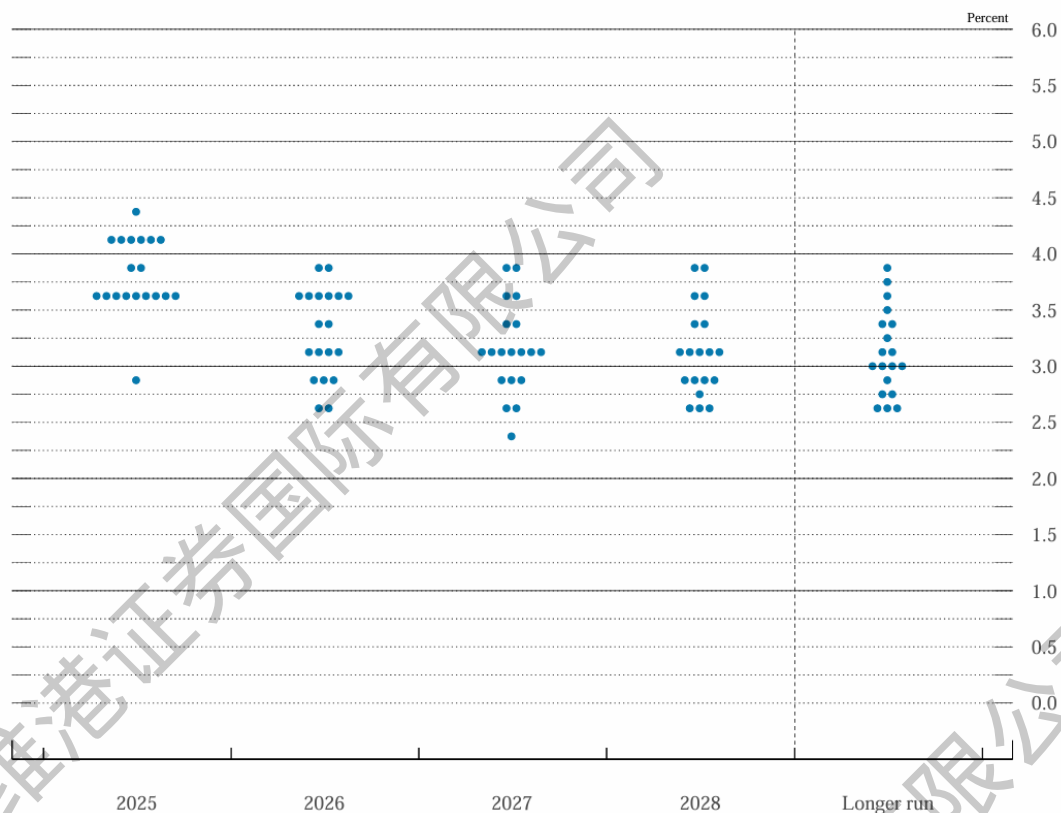


20250918—9月联储利率决议后的新变化：强GDP+弱就业，中美同此凉热

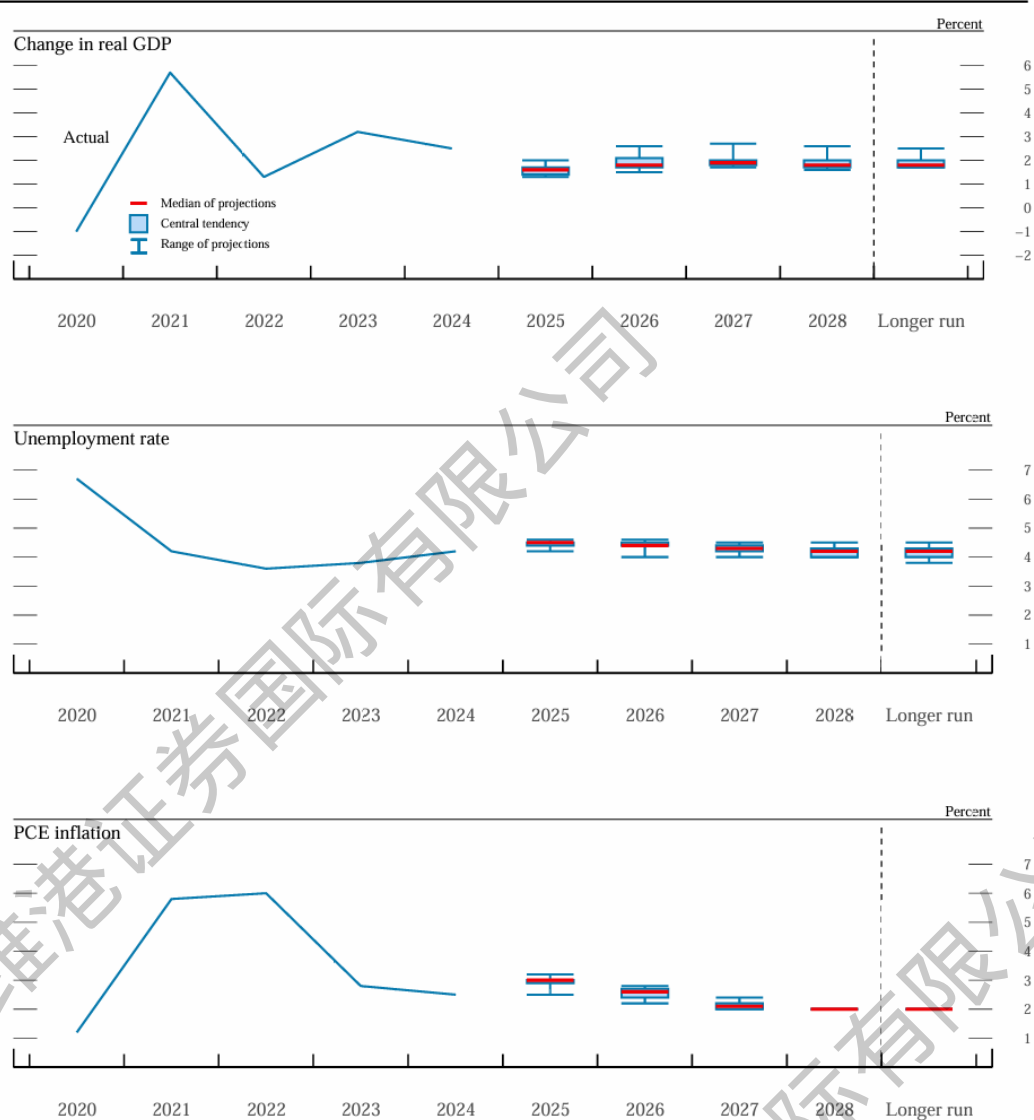
9月降息落地25BP，符合市场预期但低于川普预期：但十几个小时过去了他还没有开喷，从FED利率决议内容里面我们似乎能够找到一些解释：

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



1. 并不存在至少一半票委无底线舔川普的情况，除了 Miran 忠犬支持 50BP 降息外，其他的鸽派票委如鲍曼和沃勒也都投票 25BP。

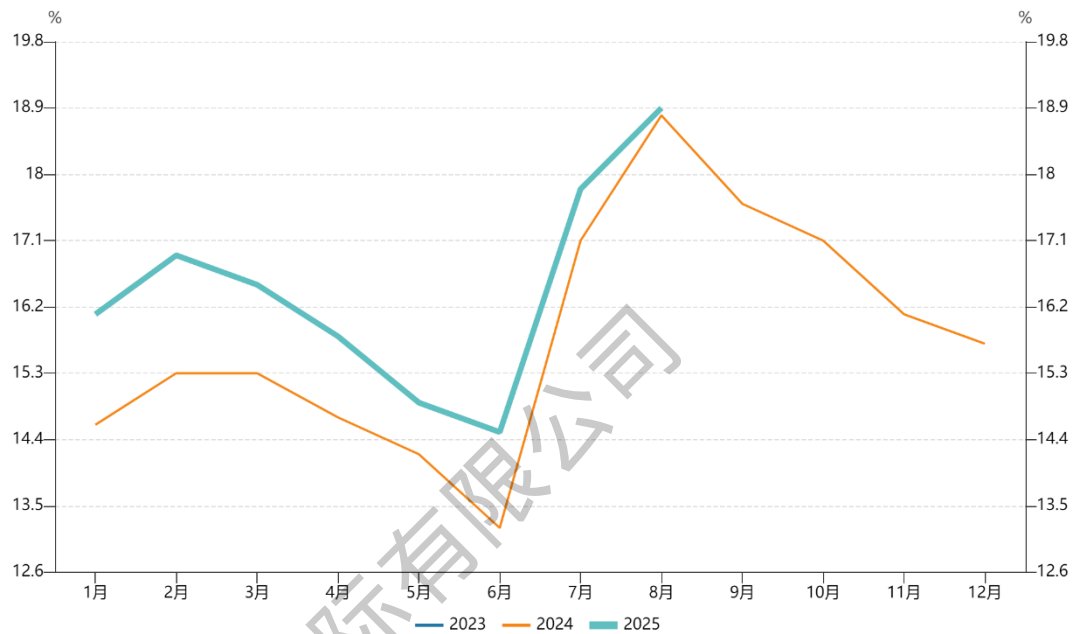
Figure 1. Medians, central tendencies, and ranges of economic projections, 2025–28 and over the longer run



2. 那么需要回答为什么?原因是 FED 大部分人都认为经济强劲,上调了 26 年 GDP 增速预测 0.2%, 通胀预测+0.2%, 失业率预测-0.1%。总体而言,对 26 年美国的经济更为乐观的复苏预期让联储认为今年 3 次 75BP 降息足够了,没理由再降更多

3. 因此川普好像确实没理由挑什么毛病,人家也没说错。既然 9 月降息符合预期,那么本次到底还有没有什么新信息?还是有的,那就是标题——经济和就业不是同一回事;这样的背离来自于技术周期而非经济周期。

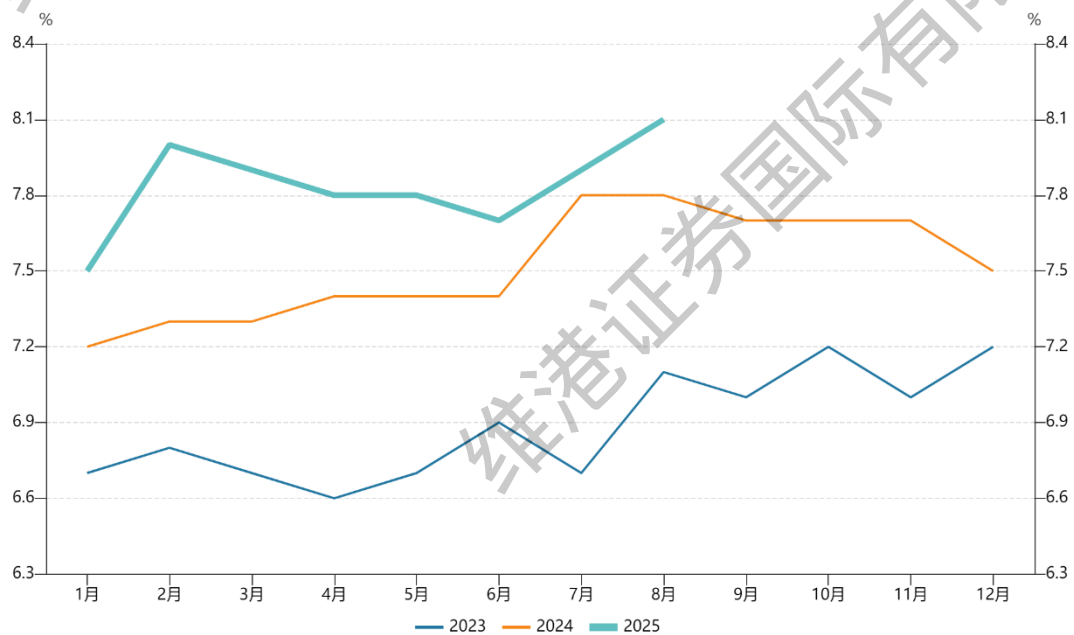
中国:城镇调查失业率:16-24岁劳动力(不含在校生)



数据来源: Wind

4. 身为中国人其实很容易理解这个差异, 持续超预期的 GDP 增长, 和青年人就业困难的背离这个问题我们已经看过三四年了, 年年都一样。就在本周, 公布的 8 月青年 sy 率数据刚刚创了统计新高; 可是这与新质生产力企业的激进资本开支与营收增长并不矛盾, 或者说后者正是前者的原因——新技术就是用来替代就业岗位的, 当经济增长的贡献不再依赖于普通劳动力, 后者的困境自然不是短期的货币 or 财政政策能够解决的, 正如中国经济都能和房地产脱敏一样。

美国:失业率:U6:季调

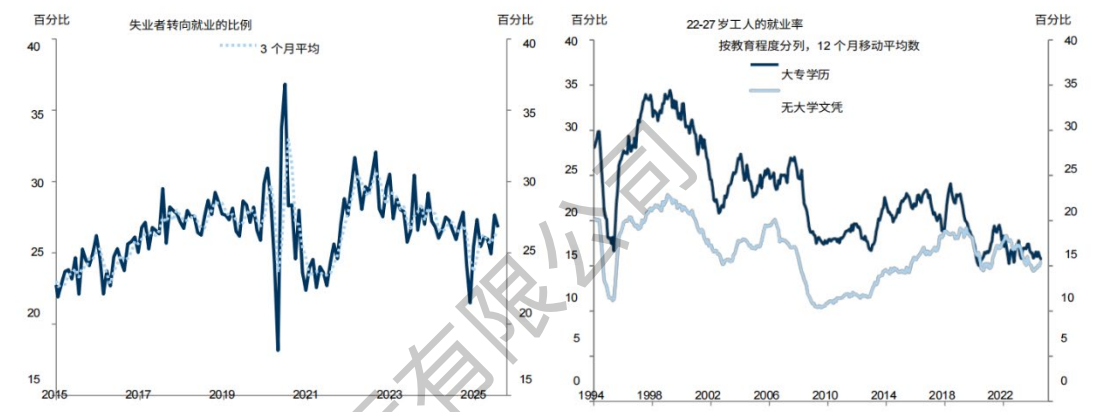


数据来源: Wind

5. 说回到美国的强 GDP 弱就业, 应该说联储正式确认了这个背离不是短期因素。P5 是上个月星球发过的高盛报告, 美国大学生找工作比金融危机时还困难, 如果单盯着这一个

因素那美国早就深度衰退了。对 26 年联储的展望也是经济和通胀目标上调，而就业改善幅度较小，因为答案真的不复杂，甲骨文和 OPEN AI 先别说那 X 千亿投资大饼到底落地多少，就一个简单的问题：投这些钱是为了新增更多就业岗位，还是为了消灭更多就业岗位？如果答案是后者，那么高投资、高盈利和弱就业就完全不矛盾，美式新质生产力。

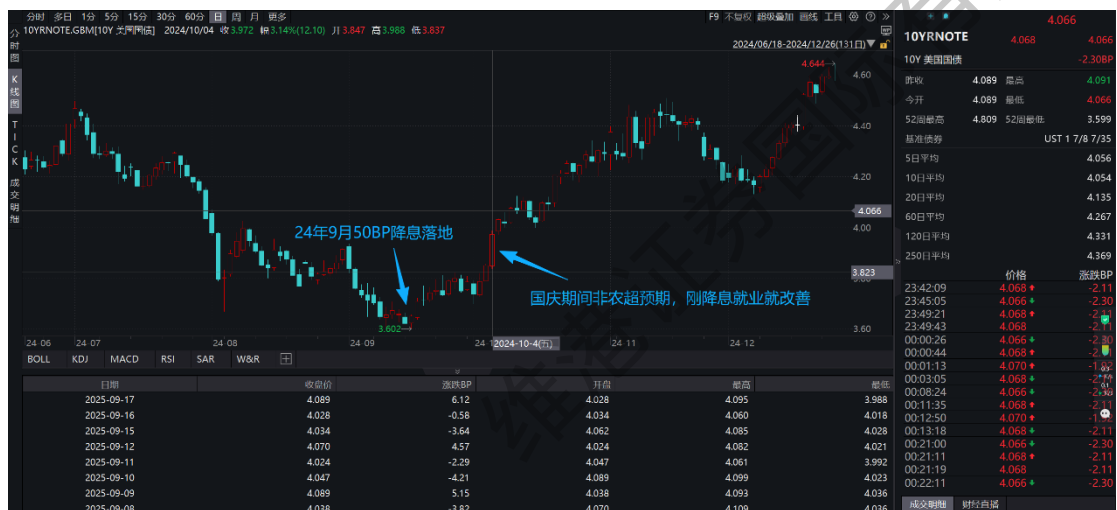
图表 13：低流动率劳动力市场有可能将失业者和新毕业生拒之门外



资料来源：高盛全球投资研究部、劳工部

6. 因为没有 50BP 降息，因此客观来说 YY 内需超跌反即证券、白酒、地产三波人抢一桌子菜，刻舟去年 9.24 的猪突猛进行情是失败了的；国内不太可能出台激进的刺激手段，围着 AI 打、不碰内需的这一情况不会有变化，即并不存在风格切换。

7. 除了内部刻舟不成功外，海外刻舟也不大容易成功。去年 9 月 50BP 降息后美债利率见底，随着 10 月初公布的非农就业大反弹，市场大幅缩减降息预测、彻底放弃美国衰退担忧，重新交易高增长、高利率、高通胀。而就本次的情况来说，温和且缓慢的降息+技术周期变化深入+持续强化移民管控不太容易让就业市场呈现立竿见影的变化，因此并不存在降息之后和去年一样的美元大反弹、美债利率大反弹基础；10Y 美债在 4.0% 附近停止下行转为震荡概率偏大，美元指数无法向下突破今年第三季度的震荡区间，



8. 因此从 7 月至今维持了两个多月的联储分母宽松交易靴子落地完毕，宽松讲不出更多空间：美元和美债都不支持，那就词穷了。回过头来尴尬地发现，哪怕展望明年，对 CN 和 US 来说有实质性景气的还是 AI 链，没其他的，经济预期上修之后也还是利好他们。

9. 分母交易切回分子检验，此前罗素 2000、美国地产链等跑赢 M7 的阶段抢跑可以认为已经结束：重新切换回 M7 概率较大。NV+达链的实质性利空微乎其微，货币现象影响

更大，不太可能长期跑输。鉴于东升西落最佳场景——50BP 已不存在，需留意此前恒科跑赢 M7 的情况阶段性反转的可能，人家又回去买自己基仓了，但是这个扰动对 BAT 来说不是实质性影响，因为基本面在变好，但是需严格限制在恒科里扩圈炒辣鸡。

10. 对于强 GDP+强通胀+弱就业的 26 年美国预期而言，铜仍然是顺周期资产优选。如果降 50BP 还需要担心跌衰退，目前不怕这个风险了，伦铜 1W 左右仍有强支撑。

11. 黄金是弱就业的终局保护伞，一张保单。即分配不均带来的 xx 风险，这个太远期逻辑了不想多吹，反正 COMEX 调不回 3500 了，股市赚钱哪天逛水贝看顺眼了多买两根小黄鱼吧。

维港证券国际有限公司

维港证券国际有限公司