



# 经济降温&物价升温：美联储最新一期《褐皮书》再次强化降息预期

联合资信 研究中心 | 王妍 吴玥 张振

2025年9月4日凌晨美联储发布的最新一期《褐皮书》显示，美国经济增长动能减弱，多数地区经济活动几无变化，消费者支出疲软，企业招聘意愿下降。报告突出强调加征关税对物价的推动作用，导致企业成本上升和消费者购买力受压。劳动力市场出现降温迹象，职位空缺减少，移民政策收紧加剧部分行业用工紧张。经济政策不确定性上升，企业资本开支趋于谨慎。该报告强化了市场对美联储降息的预期，预示美联储可能采取行动以应对经济下行风险和贸易政策带来的负面影响。



**联合资信评估股份有限公司**  
China Lianhe Credit Rating Co., Ltd.



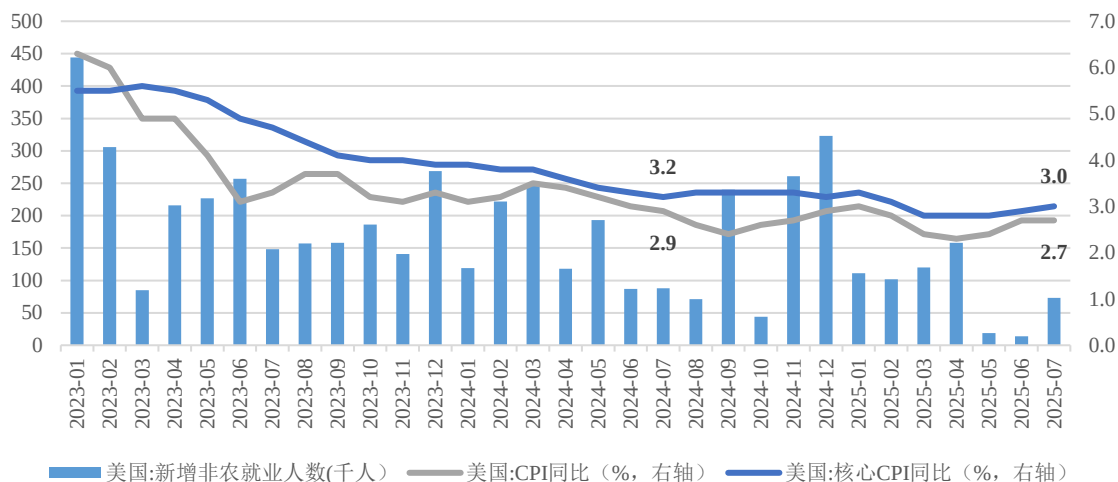
2025 年 9 月 4 日凌晨，美联储发布的最新一期《全国经济形势调查报告》（以下简称《褐皮书》）。报告显示，近期美国经济活动略有下降，表明关税和高度不确定性正在对经济产生广泛影响。这一报告不仅揭示了当前美国经济面临的挑战，也反映了政策制定者和市场参与者对未来的担忧。

## 一、美联储《褐皮书》的主要内容

**2025 年最新一期《褐皮书》显示，美国经济增长动能正在衰减。**自 7 月中旬到 8 月底，大多数联储地区报告经济活动几乎没有变化，仅 4 个地区显示呈现温和增长，同时，消费者支出维持平稳或下降，主要由于多数家庭工资跟不上物价上涨。亚特兰大联储 GDP Now 模型在《褐皮书》发布当周 9 月 2 日下调美国第三季度 GDP 增速为 3.0%，此前预计为 3.5%，显示经济增长动能正在衰减。

**劳动力市场降温但未失速。**根据美国劳工部劳工统计局发布的职位空缺和劳动力流动调查报告（JOLTS）显示，截至 2025 年 7 月底，美国职位空缺环比减少了 17.6 万个至 718.1 万个，降至去年 9 月以来的最低水平，也是自 2020 年疫情以来的次低读数；雇佣率保持在 3.3% 不变，处于 2013 年以来非疫情阶段的最低水平。《褐皮书》提到，11 个地区总体就业水平几乎无变化，但有 1 个地区表示略有下降。鉴于经济不确定性和需求状况疲软，企业倾向持观望状态，且“只出不进”现象普遍，即在员工辞职或退休后不填补空缺职位，以此来减少员工人数。但由于特朗普政府收紧移民政策，却加剧了制造业、医疗保健以及建筑业等部分行业用工紧张。

**物价延续温和上涨，但关税效应逐步显现。**7 月美国 CPI 同比 2.7%，核心 CPI 同比 3.0%，均低于 2024 年同期的 2.9% 与 3.2%。《褐皮书》指出，“10 个地区显示价格温和上涨，2 个地区显示价格强劲增长”，并指出几乎所有地区调查报告均显示价格上涨与关税相关。虽然部分公司反馈已将关税增加成本转嫁客户，但由于客户价格敏感、企业缺乏定价权以及担心失去业务等原因，绝大部分地区仍表示对提高终端产品售价有些犹豫。最后，大多数地区调查结果显示企业预计未来几个月会考虑提升价格以对抗成本压力，其中三个地区指出将加快价格上涨速度。



资料来源：Wind，联合资信整理

图1 美国经济滞胀风险走高

“政策不确定性”被企业反复提及。根据WTO和IMF公布的数据显示，随着新关税于8月7日生效，截至8月底，美国应税进口商品平均税率已升至20.1%，为自20世纪10年代初期以来的最高水平（今年早些时候出现过的一次短暂飙升除外）。

《褐皮书》案例显示，“政策不确定性”被企业反复提及，因无法预测关税、利率和移民政策走向，企业普遍推迟资本开支，尤其是制造业和房地产等行业。

总体看，最新一期《褐皮书》更突出地强调了加征关税对物价的推动作用，以及由此带来的消费者支出疲软和企业招聘意愿下降。劳动力市场的描述从之前的“紧俏”或“稳定”更多转向“稳定但出现疲软迹象”和“招聘放缓”，对于经济前景的看法也更加谨慎。

## 二、美联储《褐皮书》的意义

### 《褐皮书》的编制周期

美联储《褐皮书》是一份由12家地区联邦储备银行联合编制的《美国经济形势调查报告》，每年发布8次，通常在每次联邦公开市场委员会（FOMC）货币政策会议前两周发布。该报告通过各地区的企业、银行、经济学家等渠道，收集定性信息，反映美国经济的实时动态，是美联储制定货币政策的重要参考资料。

表1 2025年已发布《褐皮书》

| 次数 | 发布日期  | 编制机构 | 覆盖周期               |
|----|-------|------|--------------------|
| 1  | 1月15日 | 费城联储 | 2024年11月底—2025年1月初 |

| 次数 | 发布日期  | 编制机构   | 覆盖周期     |
|----|-------|--------|----------|
| 2  | 3月5日  | 圣路易斯联储 | 1月初—2月底  |
| 3  | 4月23日 | 克利夫兰联储 | 3月初—4月中旬 |
| 4  | 6月4日  | 亚特兰大联储 | 4月中旬—5月底 |
| 5  | 7月17日 | 里士满联储  | 6月初—7月初  |
| 6  | 9月4日  | 费城联储   | 7月中旬—8月底 |

资料来源：联合资信根据公开资料整理

### 《褐皮书》主要作用

美联储《褐皮书》作为经济形势调查报告，对于经济趋势判断、美联储政策决策以及市场投资者操作具有重要参考意义，具体可以体现在以下三方面：

一是可作为实时经济“体检报告”。《褐皮书》提供定性、基层的经济信息，补充官方统计数据的不足，帮助美联储判断经济是否过热或衰退。

二是可作为货币政策风向标。《褐皮书》直接影响 FOMC 利率决策，若报告描绘经济疲软，可能促使美联储降息；若显示过热，则可能加息。

三是可作为市场敏感指标。投资者、企业和经济学家均会密切关注《褐皮书》，因其能提前透露就业、物价、消费等关键趋势，影响股市、债市、美元汇率。

## 三、为何本期《褐皮书》得到市场普遍关注？

2025 年 9 月 4 日凌晨发布的最新一期美联储《褐皮书》之所以得到市场的普遍关注，主要是因为它清晰地揭示了美国经济在关税政策影响下的一些关键变化，并且强化了市场对美联储即将开启降息的预期。

一方面，本期《褐皮书》强化了市场降息预期。《褐皮书》是美联储货币政策例会的重要参考资料，最新一期报告揭示的经济增速放缓迹象、消费者支出疲软以及劳动力市场招聘意愿减弱，与此前一些美联储官员沃勒关于“劳动力市场恶化风险比通胀更值得担忧”的警告形成呼应。这份报告为 9 月 FOMC 会议提供了最新的经济状况评估，是决策者判断是否需要在短期内调整利率以支持经济和就业的关键依据，极大强化了市场对美联储即将降息的预期。报告发布后，据芝商所“美联储观察”工具显示，市场预计美联储 9 月降息 25 个基点的概率升至 96.6%。

一方面，它也揭示关税政策对物价的推高作用。今年以来，美国政府不断挥舞关



税“大棒”，对贸易伙伴征收更高关税。7月31日，美国公布69个贸易伙伴输美商品适用的关税税率，从10%至41%不等。自7月中旬到8月底，许多联邦储备区报告关税对投入价格的影响尤其明显，多个地区报告保险、公用事业和技术服务价格上涨。一些公司已将所有成本上涨转嫁给了客户。美联储所调查的企业广泛预期未来几个月价格将继续上涨。本期《褐皮书》明确且频繁地指出关税是推高物价的重要因素，这提供了观察美国贸易政策如何具体影响企业成本和消费者价格的新证据，有助于市场评估其潜在长期影响。

总体看，最新一期《褐皮书》之所以备受关注，主要是因为它描绘了一幅在关税政策影响下经济增长动能放缓、物价普遍上涨但消费者支出疲软、就业市场停滞且企业招聘意愿减弱的图景。这份报告不仅证实了特朗普关税政策对美国经济的深层冲击，更重要的是，它极大地强化了金融市场对美联储即将开启降息周期以应对可能的经济下行风险的预期。

## 联系人

投资人服务    010-85172818-8088    [investorservice@lhratings.com](mailto:investorservice@lhratings.com)

## 免责声明

本研究报告著作权为联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）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。如引用须注明出处为“联合资信评估股份有限公司”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本研究报告的，联合资信将保留追究其法律责任的权利。

本研究报告中的信息均来源于公开资料，联合资信对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本研究报告所载的资料、意见及推测仅反映联合资信于发布本研究报告当期的判断，仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。

在任何情况下，本研究报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。联合资信对使用本研究报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。