

2025 年 10 月 30 日

美联储 12 月降息可能性仍较大

宏观研究团队

——10 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 10 月 30 日凌晨 2 点发布 10 月 FOMC 会议声明，宣布继续降息 25bp，并于 12 月 1 日起结束缩表。

● 声明及发布会要点

1. 美联储在此次会议上宣布继续降息 25bp 至 3.75%-4.0% 区间。缩表方面，将在 12 月 1 日起停止缩表。

2. **继续降息 25bp，12 月开始停止缩表，再次出现 2 张反对票。**在声明中，美联储的措辞同 9 月份相比基本维持不变。美联储认为经济活动正以温和的速度扩张。就业方面，美联储认为就业增长放缓，失业率略有上升，但仍保持在较低水平；通胀方面，承认通胀仍处于较高水平。此外，美联储认为近几个月来就业下行风险有所上升。本次会议还决定将于 12 月 1 日起结束缩表，宣告美联储量化紧缩告一段落。与 9 月会议相似，本次会议中再次出现反对票，且观点相反。

3. **发布会上，鲍威尔整体表态偏鹰，称 12 月降息并非板上钉钉，政策并非提前预定。**在发言稿以及问答中，美联储主席鲍威尔表示当前面临通胀上行及就业下行的双向风险，但考虑到风险平衡的变化，本次降息是合适的。但在 12 月是否降息方面，美联储内部存在着非常强烈的意见分歧，因此 12 月是否降息远非定局。因为预测者关注到了更强的经济活动，并提升了对经济增长的预测。目前利率水平已经落入中性利率区间（预估在 3%-4%），而在政府关门，经济数据无法获得的情况下，美联储可能会选择慢下来，观察劳动力市场真实的下行风险。

● 政府关门及通胀缓和背景下，美联储后续可能继续降息

1. **美国政府持续关门，叠加 9 月 CPI 边际缓和，美联储或继续降息。**虽然美联储关门无法获得准确的经济数据，但考虑到美国科技巨头开启较大规模的裁员，美国政府关门可能造成的经济损失、政府部门就业人员的可能减少，很多数据指向当前经济下行压力较大，与美联储在 9 月经济预测中的基准指引相对一致。**参考 9 月点阵图，美联储在 12 月份可能还有一次降息，2025 年全年共降息 75bp。**

2. **美联储结束缩表或为了防范风险，对市场的边际影响或并不大。**近期美国货币市场的流动性似乎开始出现一定程度的紧张态势，首先是作为“冗余流动性”存在的隔夜逆回购用量目前已经不足 200 亿美元；此外银行准备金也跌破 3 万亿美元这一关口。与之相对应，美国银行间市场的利率水平出现一定程度的上行，考虑到在 2019 年 9 月美联储缩表时出现了 SOFR 利率飙升，为了避免货币市场发生较大波动，美联储选择此时结束缩表是一个较为合适的选择。但需要注意的是，这对市场的边际影响或有限，更多的是出于防范风险的需要。

● 短期内市场风险偏好面临一定程度的压制

决议及发布会后，市场风险偏好受到一定压制。美股方面，在声明及发布会后，美股下跌。最终道琼斯指数收跌 0.16%，纳斯达克指数收涨 0.55%；美债方面，10 年期美债收益率总体上行，收盘后上升至 4.0% 以上；美元方面，发布会后持续上行，已经超过 99；黄金则录得下跌，收盘后低于 3950 美元/盎司。我们认为由于美联储表态较鹰派，市场风险偏好短期内面临一定抑制，**后续或主要关注政府关门及中美贸易谈判进展。CME 期货定价美联储将在 12 月降息概率超过 60%。**

● **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

《低基数延续提振利润，工企年内首次补库——兼评 9 月企业利润数据》
-2025.10.27

《“十五五”：坚持以经济建设为中心——宏观经济专题》-2025.10.27

《美联储继续降息或无悬念——美国 9 月 CPI 点评》-2025.10.25

目 录

1、 声明及发布会要点	3
1.1、 继续降息 25bp，12 月开始停止缩表，出现 2 张反对票	3
1.2、 发布会上，鲍威尔表态偏鹰，不认为 12 月一定降息	3
2、 政府关门及通胀缓和背景下，美联储后续可能继续降息	4
2.1、 美国政府持续关门，叠加 9 月 CPI 边际缓和，美联储或继续降息	4
2.2、 美联储结束缩表或为了防范风险，对市场的边际影响或并不大	5
3、 短期内市场风险偏好面临一定程度的压制	6
4、 风险提示	6

图表目录

图 1： 美国通胀趋势出现下降	5
图 2： 美联储资产负债表规模持续削减	5
图 3： 隔夜逆回购用量快速下降	5
图 4： 美股在发布会后下跌	6
图 5： 10 年期美债收益率总体上行	6
图 6： 美元指数总体上行	6
图 7： 黄金价格下跌	6
表 1： 美联储 10 月决议内容相较于 9 月基本维持不变	3

事件：美联储于北京时间 10 月 30 日凌晨 2 点发布 10 月 FOMC 会议声明，宣布继续降息 25bp，并于 12 月 1 日起结束缩表。

1、声明及发布会要点

1.1、继续降息 25bp，12 月开始停止缩表，出现 2 张反对票

美联储在此次会议上宣布继续降息 25bp 至 3.75%-4.0% 区间。缩表方面，将在 12 月 1 日起停止缩表。

在声明中，美联储的措辞同 9 月份相比**基本维持不变**。由于美股政府关门导致的数据真空，美联储认为现有指标表明，经济活动正以温和的速度扩张，9 月则认为上半年经济活动增长放缓。**就业方面**，美联储认为就业增长放缓，失业率略有上升，但仍保持在较低水平；**通胀方面**，承认通胀仍处于较高水平，与 9 月表述基本相同。此外，美联储认为近几个月来就业下行风险有所上升，较 9 月相比判断劳动力市场形势更加严峻。本次会议还决定将于 12 月 1 日起结束缩表，宣告美联储量化紧缩告一段落。与 9 月会议相似，本次会议中再次出现反对票，且观点相反。米兰（Stephen I. Miran）认为应该降息 50bp，施密德（Jeffrey R. Schmid）则认为应该不降息，美联储内部的分歧仍然较大。

表1：美联储 10 月决议内容相较于 9 月基本维持不变

声明要点	9 月会议表述	10 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。	现有指标表明，经济活动正 以温和的速度扩张 。
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。	今年就业增长放缓，失业率略有上升，但截至 8 月份仍保持在较低水平，近期指标也与这些趋势相符。通胀率自年初以来有所上升，目前仍处于较高水平。
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。	委员会的目标是在长期内实现充分就业和 2% 的通胀率。经济前景的不确定性依然很高。委员会密切关注其双重使命所面临的风险，并认为 近几个月来就业下行风险有所上升 。
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 3.75% 至 4% 。在考虑对联邦基金利率目标区间进行进一步调整时，委员会将仔细评估最新数据、不断变化的经济前景以及风险平衡。 委员会决定于 12 月 1 日结束其证券持仓总量的减持 。委员会坚定地致力于支持充分就业，并将通胀率恢复至 2% 的目标水平。
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，委员会将继续密切关注新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，委员会将随时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等。

资料来源：美联储、开源证券研究所

1.2、发布会上，鲍威尔表态偏鹰，不认为 12 月一定降息

从发布会上鲍威尔的发言和表态来看，**整体表态偏鹰**，称 12 月降息并非板上钉钉，政策并非提前预定。

(1) 后续的降息方面，美联储主席鲍威尔表示当前面临通胀上行及就业下行的

双向风险，但考虑到风险平衡的变化，本次降息是合适的。但在 12 月是否降息方面，美联储内部存在着**非常强烈的意见分歧**（there were strongly differing views），因此 12 月是否降息远非定局（not a forgone conclusion—far from it）。这其中的分歧是因为预测者关注到了更强的经济活动，并提升了对经济增长的预测。目前利率水平已经落入中性利率区间（预估在 3%-4%），而在政府关门，经济数据无法获得的情况下，美联储可能会选择慢下来，观察劳动力市场真实的下行风险。

（2）关于劳动力市场与通胀水平，鲍威尔称 8 月份的失业率仍然较低，虽然 9 月就业数据被延迟发布，但现有数据表明劳动力市场活力下降且略显疲软（less dynamic and somewhat softer），因此下行风险在近几个月有所上升，但变化是持续渐进的。关税正在推高某些商品的价格，根据不同的估计，对通胀的影响大概在 0.4-0.5 个百分点。基准情形下，其影响应该是短暂的。且服务业的通胀下降仍在持续，短期通胀预期有所上升，但长期通胀预期基本稳定。

（3）关于美国经济，鲍威尔表示政府关门前的数据显示经济**可能比预期的要更强劲**，主要是源于消费者支出更加强劲（stronger consumer spending）。企业在设备以及无形资产方面的投资仍在扩张，房地产市场则相对脆弱。此外 AI 的基础设施建设（数据中心等）对利率并不敏感。政府关门对经济有一定负面影响，但在关门结束后相关影响会被逆转（reverse）。

（4）鲍威尔还表示，本次会议决定 12 月 1 日起停止缩表，一方面是因为银行的准备金已符合美联储认为的充裕准备金（ample reserve condition）水平；另一方面在货币市场上出现了回购利率上升的情况，相关压力有所提升，因此决定停止缩表。在停止缩表后，预计准备金仍然会继续下降，**其持有到期后的债券收益将会投资于短期国债**。

2、政府关门及通胀缓和背景下，美联储后续可能继续降息

2.1、美国政府持续关门，叠加 9 月 CPI 边际缓和，美联储或继续降息

由于 10 月 1 号后美国政府关门，原本 10 月初应发布的 9 月非农就业数据未能如期发布，使得美联储无法准确评估美国劳动力市场的情况。但从 9 月 ADP 录得-3.2 万来看，美国就业市场下行风险仍然较高。叠加近期由于 AI 发展，美国科技巨头开启较大规模的裁员¹，以及美国政府关门可能造成的经济损失、政府部门就业人员的可能减少²，美国劳动力市场的风险在短期内甚至可能会增加。

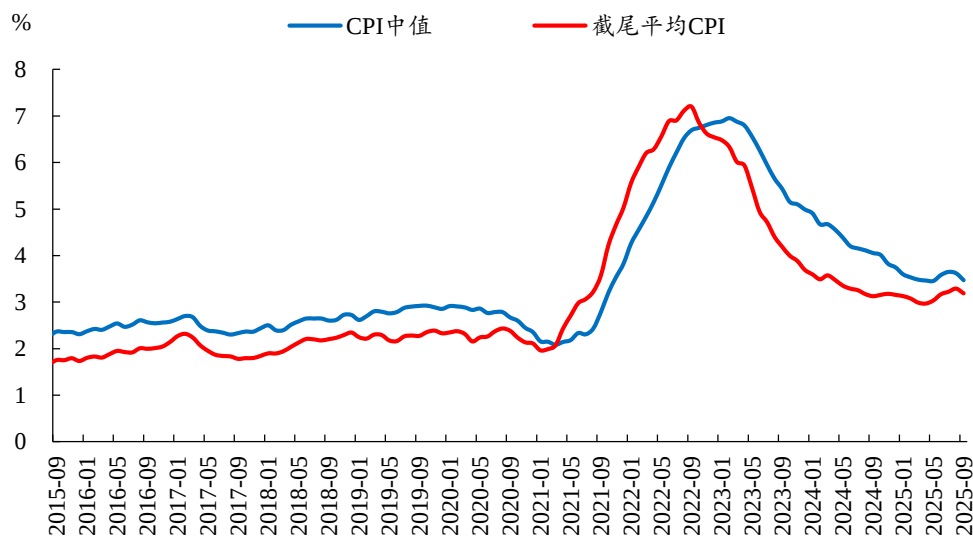
结合 CPI 数据来看，9 月美国 CPI 同比增速虽然反弹 0.1 个百分点至 3.0%，但核心 CPI 下跌 0.1 个百分点至 3.0%，环比增速亦在边际走弱。（《美联储继续降息或无悬念——美国 9 月 CPI 点评》）此外，CPI 中值、截尾平均 CPI 这两项能代表通胀趋势的值在 9 月均出现了不同程度的下降，美联储前期担心的通胀上行风险有所下降。

因此，虽然美联储由于美国政府关门无法获得准确的经济数据（就业、GDP 等），但如前所述，美国的经济基本面的变化方向很多指向当前经济下行压力较大，与美联储在 9 月经济预测中的基准指引相对一致。**参考 9 月点阵图，美联储在 12 月份可能还有一次降息，2025 年全年共降息 75bp。**

¹ <https://wallstreetcn.com/articles/3758015>

² 特朗普政府可能利用政府关门来对美国政府雇员进行裁员，叠加前期 DOGE 的裁员过渡期到期，美国政府就业可能迎来较大规模下降，详见：<https://www.yicai.com/news/102851813.html>

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

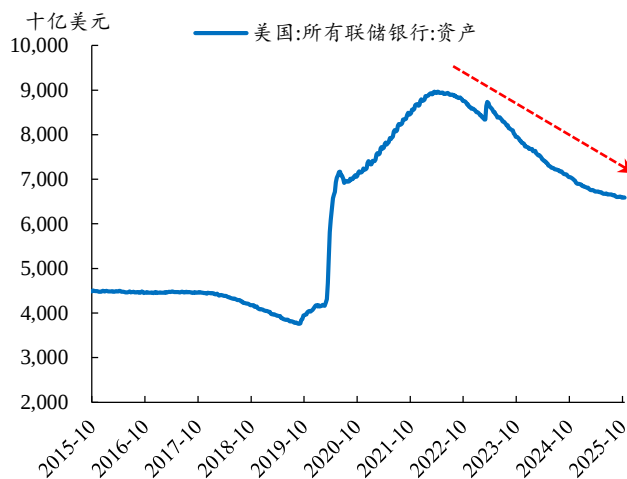
图1：美国通胀趋势出现下降


数据来源：Wind、开源证券研究所

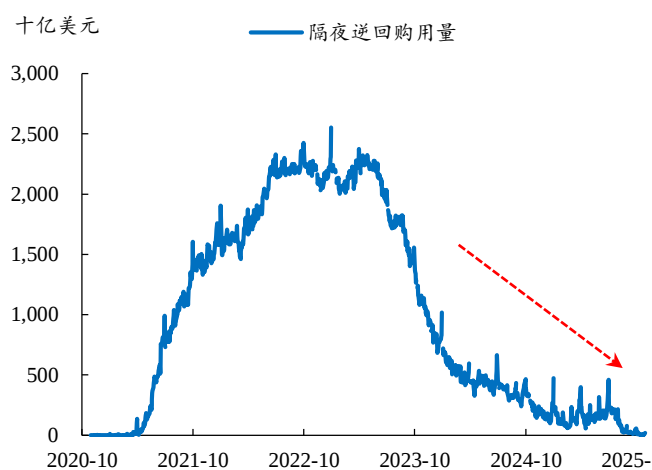
2.2、美联储结束缩表或为了防范风险，对市场的边际影响或并不大

美联储结束缩表是本次会议的另一大变化。作为紧缩性货币政策的重要举措，美联储本轮缩表自 2022 年 6 月开启，截止 2025 年 10 月 22 日，美联储的资产负债表规模已经下降了约 2.4 万亿美元至 6.6 万亿美元左右。但随着缩表的持续进行，近期美国货币市场的流动性似乎开始出现一定程度的紧张态势，首先是作为“冗余流动性”存在的隔夜逆回购用量在 10 月份后进一步下降，目前已经不足 200 亿美元，较高峰时期的约 2.5 万亿美元相比已经接近耗尽；此外银行准备金也跌破 3 万亿美元这一关口，落入美联储较为合宜的水平。

与之相对应，美国银行间市场的利率水平出现一定程度的上行，其中 SOFR 利率已经略微超过 4.25% 的联邦利率上限，考虑到在 2019 年 9 月美联储缩表时出现了 SOFR 利率飙升，并迫使当时的美联储再度扩表，为了避免货币市场发生较大波动，美联储选择此时结束缩表是一个较为合适的选择。但需要注意的是，这对市场的边际影响或有限，更多的是出于防范风险的需要。

图2：美联储资产负债表规模持续削减


数据来源：Wind、开源证券研究所

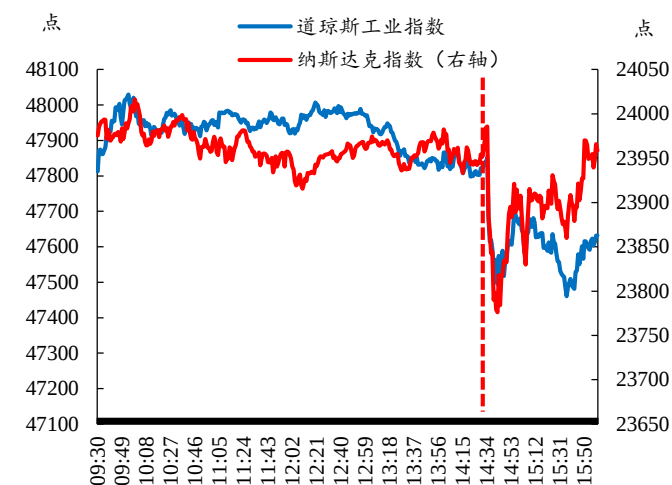
图3：隔夜逆回购用量快速下降


数据来源：Wind、开源证券研究所

3、短期内市场风险偏好面临一定程度的压制

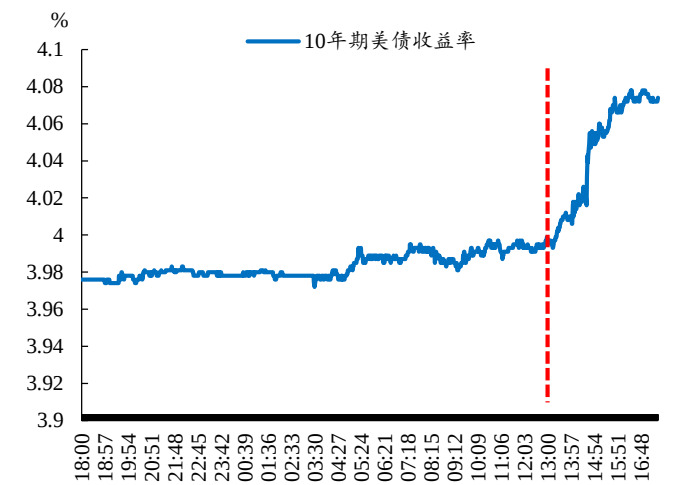
决议及发布会后，市场风险偏好受到一定压制。美股方面，在声明及发布会后，美股下跌。最终道琼斯指数收跌 0.16%，纳斯达克指数收涨 0.55%；美债方面，10 年期美债收益率总体上行，收盘后上升至 4.0% 以上；美元方面，发布会后持续上行，已经超过 99；黄金则录得下跌，收盘后低于 3950 美元/盎司。我们认为由于美联储表态较鹰派，市场风险偏好短期内面临一定抑制，后续或主要关注政府关门及中美贸易谈判进展。CME 期货定价美联储将在 12 月降息概率超过 60%。

图4：美股在发布会后下跌



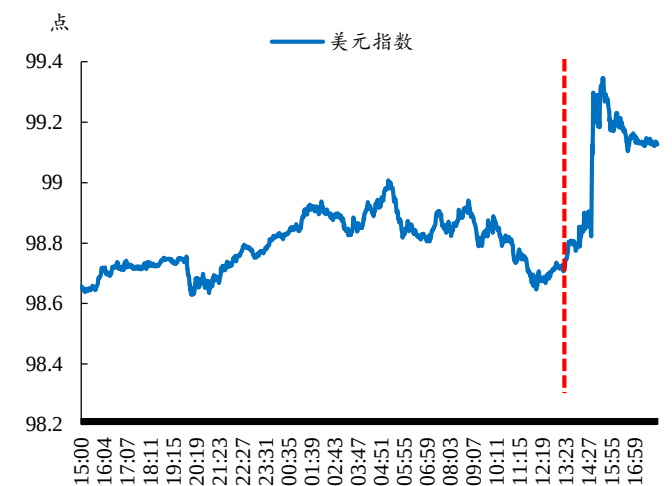
数据来源：Wind、开源证券研究所

图5：10 年期美债收益率总体上行



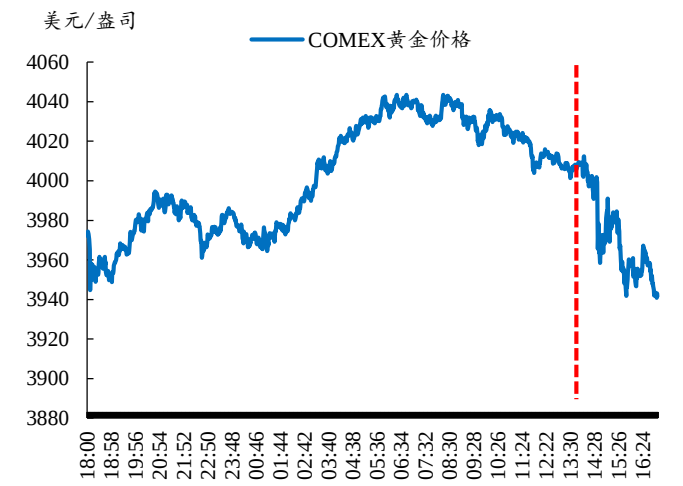
数据来源：Wind、开源证券研究所

图6：美元指数总体上行



数据来源：Wind、开源证券研究所

图7：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11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

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

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

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