



分析师：陶川

执业证号：S0100524060005

邮箱：taochuan@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

➤ **通胀数据回落为 10 月降息铺平道路，但降息之外的政策宽松信号更值得关注**——政府停摆引发的经济扰动以及缩表终止时点的临近，正成为本次会议的关键观察点。一方面，10 月以来持续的政府关门放大了短期就业市场的扰动和经济下行压力，可能成为影响鲍威尔判断后续降息节奏的重要考量因素；另一方面，美国流动性压力加速累积，美联储或借本次会议释放暂停缩表的信号，为市场注入流动性支撑。“降息+暂停缩表”的双向宽松可能成为推动短期流动性拐点的因素，对资产端形成利好支撑。

➤ 具体来看，

➤ **通胀的不及预期使得美联储 10 月降息几乎“板上钉钉”**。9 月以来就业市场风险进一步加剧，虽然缺少官方数据支撑，但 ADP 等私营部门就业数据已提供更多劳动力市场走软的证据，而通胀数据也并未成为降息的“拦路虎”，这基本锁定了 10 月降息的可能。

➤ 我们认为，10 月降息的好处在于既保留了年内 3 次降息的可能性，又无需提前给予市场承诺。这给美联储留下更灵活的决策空间，可优先缓解就业问题，再根据通胀走势决定是否进一步降息。

➤ **除了降息之外，本次会议的深层看点，在于鲍威尔对两大变量的定调**：其如何描述就业风险和政府关门下的经济前景，以及在结束缩表时点上的表态，可能释放额外的宽松信号：

➤ **前瞻指引或将更突出“风险管理”**，尤其是 10 月以来的政府关门进一步放大了对后续经济的扰动。鉴于当前政府停摆已历时 1 个月，即将逼近历史最高水平，对实体经济的拖累逐步增大，且短期关门带来的临时“政府部门失业”也会扰动就业数据，这可能成为鲍威尔判断后续是否进一步降息的重要考量因素。

➤ **缩表进程的转折点或成为本次会议的关键变量**。自 QT 以来，美联储资产负债表规模持续收缩，已从峰值 9 万亿美元缩减至 6.6 万亿美元，近期银行系统准备金也跌破 3 万亿美元，创 2025 年 1 月以来新低，货币市场流动性压力持续累积。

➤ **本次准备金加快下行的核心原因在于，财政部国债增发导致市场流动性紧缺**。自 7 月债务上限解除后，美国财政部加大了发债力度，以重建现金余额，从市场抽离巨额流动性，当前隔夜逆回购工具（ON-RRP）余额即将消耗殆尽，流动性缓冲功能显著减弱，而银行准备金也逐步承压，影响金融市场正常运作。作为融资市场流动性的“缓冲垫”，两者的快速消耗动摇了市场对短期利率稳定的信心，加剧货币市场利率波动。

➤ **流动性压力下，缩表政策“窗口期”临近**。鲍威尔此前已释放政策信号，明确表示“可能在未来几个月内停止缩表”，强调当准备金水平“略高于充裕储备标准”时将启动调整，这也意味着四季度缩表终止决策进入“观察窗口期”，10 月

相关研究

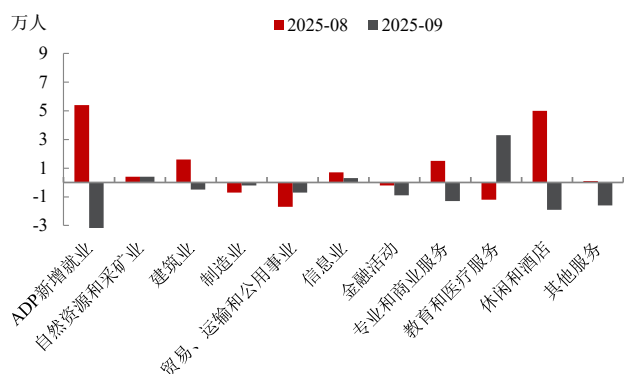
1. “十五五”规划《建议》点评：“十五五”建议稿：哪些新热度？-2025/10/28
2. 2025 年 9 月工业企业利润点评：利润高增可持续性几何？-2025/10/27
3. 中美贸易谈判点评：马来西亚谈判的微妙信号-2025/10/26
4. 海外市场点评：9 月美国 CPI：降息的“定心丸”-2025/10/25
5. 二十届四中全会点评：四中全会公报：5 个新亮点-2025/10/23

议息会议可能是关键转折点。

➤ **若美联储明确释放缩表终止信号，将与 10 月降息形成“双宽松”协同。**这一转变有望提振科技股、黄金等利率敏感资产估值，为市场注入新动能。简言之，本次会议不仅是降息“明牌”，更是流动性拐点的“暗棋”，将对资本市场形成进一步支撑。

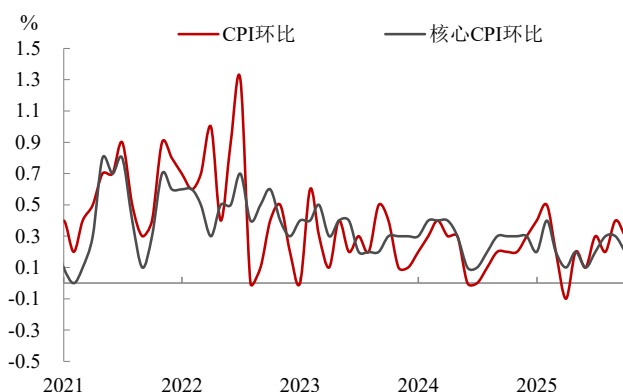
➤ **风险提示：**美国经贸政策大幅变动；关税扩散超预期，导致全球经济超预期放缓、市场调整幅度加大。

图1：私营部门数据提供更多的就业市场走软证据



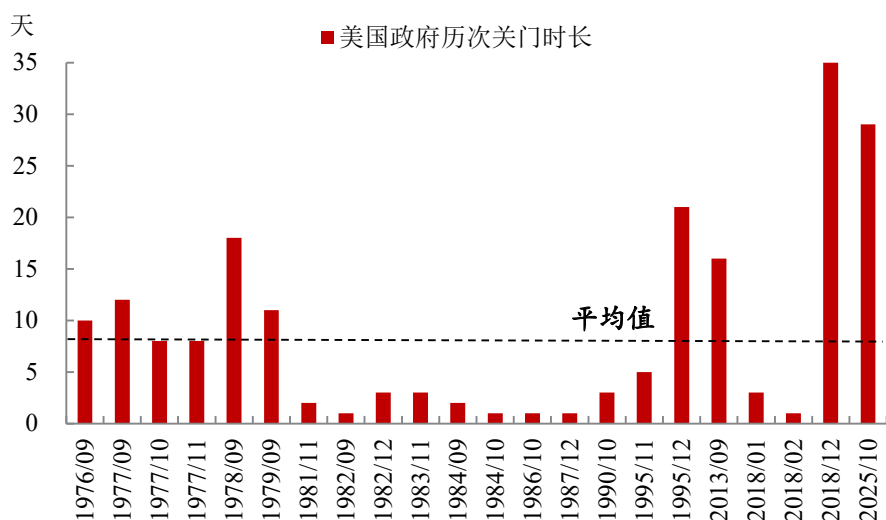
资料来源：Iifind，民生证券研究院

图2：美国通胀并未出现进一步回升



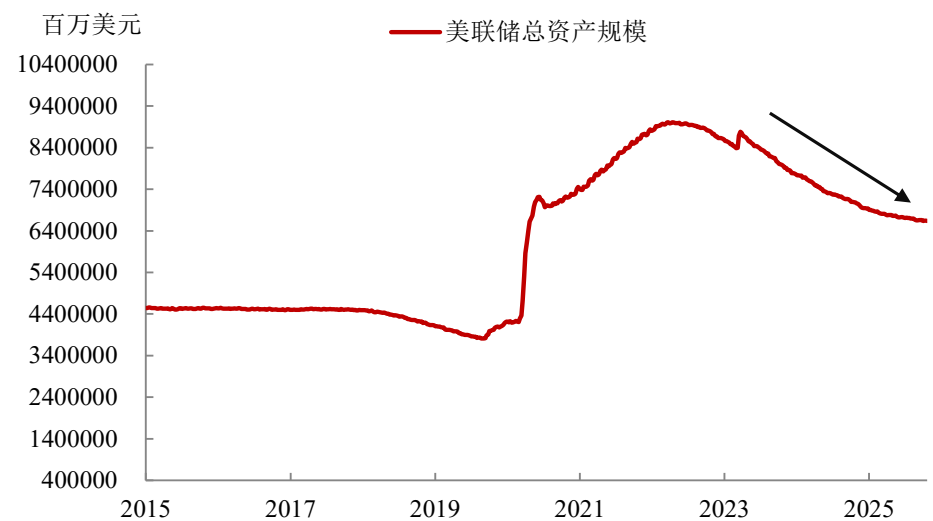
资料来源：Iifind，民生证券研究院

图3：政府关门逼近历史最高水平



资料来源：白宫，民生证券研究院

图4：美联储总资产规模持续下行



资料来源：Iifind，民生证券研究院

图5：美国银行准备金规模跌破 3 万亿美元



资料来源：Iifind，民生证券研究院

图6：美国隔夜逆回购即将消耗殆尽



资料来源：Iifind，民生证券研究院

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