

研究报告

欢迎扫码关注
工银亚洲研究



中国工商银行（亚洲）

东南亚研究中心

李卢霞 张润锋 杨童舒

分歧中的谨慎平衡

——美联储 12 月议息会议点评

阅读摘要

12 月美联储 FOMC 会议降息 25BP 符合预期，具体看有 4 个要点：

（1）会议前降息概率大幅波动；（2）委员会内部分歧加大；（3）关注就业市场下行风险，淡化关税引发的通胀风险，对未来经济预测总体较上次会议乐观；（4）开启扩表。

短期内增长与就业均有结构性失衡迹象指向继续降息，但未来通胀存在一定上升风险指向缓降息；“影子美联储主席”的温和鸽派倾向指向进一步降息、但后续空间或不及此前市场预期；流动性总体保持宽松但充裕度下降，部分指标显示压力结构性、阶段性积聚。综合看，我们的“四边形”模型指向后续延续降息但路径仍存较大不确定性，预估 2026 年降息次数略高于点阵图中值，中性情形下降息 2 次共 50BP。

资产价格影响前瞻看，美元中枢回落是基本趋势，受消费、通胀和就业等关键经济数据表现，美联储降息预期反复，外部或有冲击等因素影响，波动性料仍大；美债利率曲线延续“牛陡”走势，关注日央行加息等外部冲击的或有影响；中性情形下，美股大幅回调风险有限，估值高企背景下市场较为敏感，关注美联储降息预期反复、AI 商业化数据表现等的扰动。

分歧中的谨慎平衡

——美联储 12 月议息会议点评

一、12 月议息会议核心要点

12 月 10 日，美联储 FOMC 会议将基准利率降低 25BP 至 3.5%-3.75% 水平，点阵图显示 2026 年继续降息 1 次，并重启扩表。

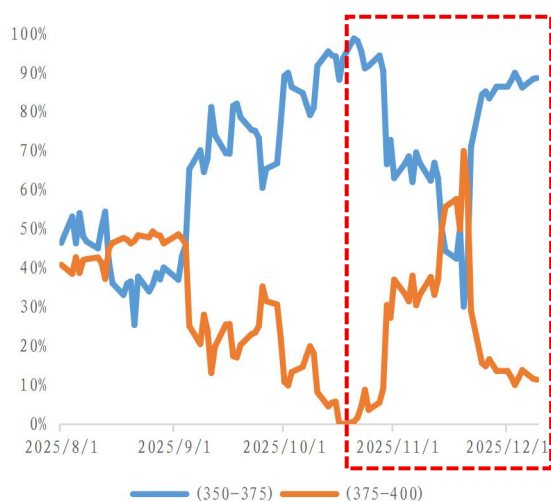
（一）会前市场变动：降息概率大幅波动，市场预期较为摇摆、分歧较大

（1）降息预期上，美联储 10 月鹰派降息，政府关门期间非农、CPI 等重要数据缺失¹，数据真空期内市场在“雾天开车”背景下采取保守预期，12 月降息概率大幅下行。后续美联储理事沃勒、戴利放鸽，特朗普暗示哈塞特或成为下任美联储主席，叠加部分经济数据有走弱迹象，如 ADP 负增、零售低于预期等，降息预期再度升温（见图表 1）。

（2）市场利率上，由于此前市场预期本次会议为“鹰派降息”，且下任美联储主席热门人选哈塞特鸽派程度不及此前市场预期，十年期国债从 4.0% 附近回升至 4.2% 附近，会议后略有回落（见图表 2）。

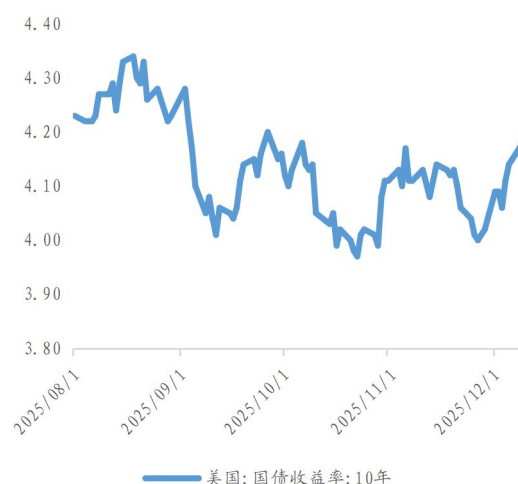
¹ 10 月非农、10 月 CPI 未能发布，11 月非农在 12 月 16 日、11 月 CPI 于 12 月 18 日公布。

图表 1：12 月会议降息概率在近期先降后升



数据来源：CME、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

图表 2：会议前 10 年期美债利率上行



数据来源：WIND、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

（二）会议要点：降息 25BP 符合预期，关注就业市场下行风险，淡化关税引发的通胀风险，开启扩表

（1）降息 25BP 符合预期。美联储将基准利率降低 25BP 至 3.5%-3.75% 水平，为年内连续第三次降息。委员会内部分歧加大，有 2 位官员投票主张维持基准利率不变（古尔斯比、施密特），1 位官员投票主张降息 50BP（米兰）。否定后续加息预期。鲍威尔称“加息并非任何人的基本预期”，表明当前环境下美联储暂时无意改变货币政策风向。

（2）关注就业市场下行风险。美联储在声明中不再使用失业率“仍处低位”（remains low）这一表述。鲍威尔称在对就业数据中存在的高估进行调整后，自 4 月以来就业增长可能已经略微转为负值。劳动力市场仍在持续、逐步降温，可能只是比此前预期的降温幅度略微更温和一些。

（3）重申“关税通胀暂时论”，对通胀前景较有信心。

鲍威尔称美国已经在非关税通胀领域取得进展²，关税影响明年料逐渐消退³。如果不实施新的关税，商品通胀可能会在2026年一季度见顶⁴。

(4) 开启扩表，美联储认为储备余额已降至充足水平 (reserve balances have declined to ample levels)，将于2025年12月12日起开始购买短期国债（纽约联储声明表示必要时购买剩余期限在3年或以下的国债），初期规模为每月400亿美元⁵，并取消对常设隔夜回购操作的操作限制⁶。

(三) 经济预测 (SEP): 对未来经济预期较上次会议乐观，基本维持就业市场预期，通胀预期略微下调

1. 上调经济增速预期，将2025、2026、2027、2028年GDP增速预期上调至1.7%、2.3%、2.0%、1.9%（9月预期值分别为：1.6%、1.8%、1.9%、1.8%）。

2. 未来就业市场预期基本不变，维持2025、2026年失业率预期在4.5%、4.4%不变，将2027年失业率预期值自4.3%略微下调至4.2%。

3. 略微下调通胀预期，2025、2026年PCE预测值分别自3.0%、2.6%下调至2.9%、2.4%，核心PCE预测值分别自3.1%、2.6%下调至3.0%、2.5%。

² 鲍威尔在记者会上表示，目前的经济并不像是那种会引发典型菲利普斯曲线式通胀的“过热经济”。

³ 鲍威尔在记者会上表示：“我认为，越来越多的证据表明，目前的情况是服务业通胀在回落，而商品通胀在上升；而商品通胀的上升几乎完全集中在存在关税的领域。这进一步强化了当前的判断。到目前为止，当前通胀超出目标的主要来源是商品，而商品通胀中超过一半来自关税。”

⁴ 鲍威尔在记者会上表示，“每一项关税都会对应一个完全传导的时间窗口”，“如果不再有新的关税出台，商品价格的关税影响大约需要九个月左右才能完全消化”。

⁵ 纽约联储公告详见链接 <https://www.newyorkfed.org/markets/opolicy/operating-policy-251210a>。

⁶ 但鲍威尔称扩表“与货币政策立场本身完全是两回事，其目的只是为了维持体系中充足的准备金”。

图表 3：12 月经济预测较 9 月乐观

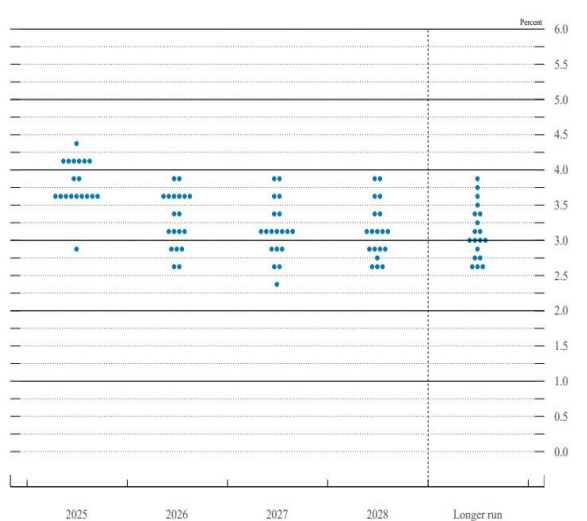
Variable	Median ¹					Central Tendency ²					2025
	2025	2026	2027	2028	Longer run	2025	2026	2027	2028	Longer run	
Change in real GDP	1.7	2.3	2.0	1.9	1.8	1.6–1.8	2.1–2.5	1.9–2.3	1.8–2.1	1.8–2.0	1.5–2.0
September projection	1.6	1.8	1.9	1.8	1.8	1.4–1.7	1.7–2.1	1.8–2.0	1.7–2.0	1.7–2.0	1.3–2.0
Unemployment rate	4.5	4.4	4.2	4.2	4.2	4.5–4.6	4.3–4.4	4.2–4.3	4.0–4.3	4.0–4.3	4.4–4.6
September projection	4.5	4.4	4.3	4.2	4.2	4.4–4.5	4.4–4.5	4.2–4.4	4.0–4.3	4.0–4.3	4.2–4.6
PCE inflation	2.9	2.4	2.1	2.0	2.0	2.8–2.9	2.3–2.5	2.0–2.2	2.0	2.0	2.7–2.9
September projection	3.0	2.6	2.1	2.0	2.0	2.9–3.0	2.4–2.7	2.0–2.2	2.0	2.0	2.5–3.2
Core PCE inflation ⁴	3.0	2.5	2.1	2.0		2.9–3.0	2.4–2.6	2.0–2.2	2.0		2.7–3.1
September projection	3.1	2.6	2.1	2.0		3.0–3.2	2.5–2.7	2.0–2.2	2.0		2.7–3.4
Memo: Projected appropriate policy path											
Federal funds rate	3.6	3.4	3.1	3.1	3.0	3.6–3.9	2.9–3.6	2.9–3.6	2.8–3.6	2.8–3.5	3.4–3.9
September projection	3.6	3.4	3.1	3.1	3.0	3.6–4.1	2.9–3.6	2.9–3.6	2.8–3.6	2.8–3.5	2.9–4.4

数据来源：美联储、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

（四）点阵图中值与 9 月一致、指示 2026 年降息 1 次，但官员分歧加大

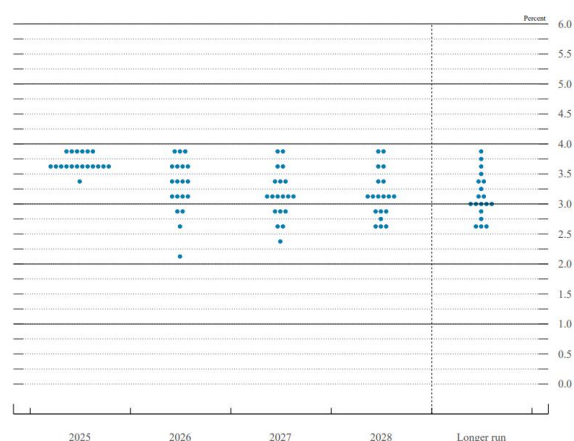
点阵图中位数显示美联储在 2026 年降息 1 次，与 9 月一致。但官员分歧加大，2026 年政策利率有 7 种预测值。具体地：3 人预计 2026 年内加息 1 次（9 月为 2 人），4 人预计维持利率不变（9 月为 6 人），4 人预计降息 1 次（9 月为 2 人），4 人预计降息 2 次（与 9 月相同），2 人预计降息 3 次（9 月为 3 人）、另有 1 人预期降息 100BP（9 月为 2 人）、1 人预期降息 150BP（9 月无该预期），委员会内部分歧明显。2026 年、2027 年、2028 年末联邦基金利率中值为 3.4%、3.1%、3.1%，降息终点中值保持在 3.0%，与 9 月一致。

图表 4：2025 年 9 月点阵图



数据来源：美联储、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

图表 5：2025 年 12 月点阵图



数据来源：美联储、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

综上，本次降息符合预期，鲍威尔表态偏中性（尤其是对通胀担忧的淡化一定程度上降低此前市场对本次会议“鹰派降息”的预期），扩表实施时间较市场预期早，经济预测较 9 月乐观，会议后美元走弱、美债利率回落、美股上涨。

二、“四边形”模型指向后续延续降息但路径仍存不确定性

（一）从经济数据看：短期内增长与就业均有结构性失衡迹象，指向有必要继续降息

消费端 K 型分化，低收入家庭受高物价、薪资放缓，以及医疗补助门槛被抬高、营养援助投入被削减等政策挤压，高收入人群依托财富效应、企业减税维持韧性；投资端库存投资短期内受消耗前期囤积存货影响，处于阶段性去库，地产投资、企业投资的成本收益大致相同、尚待长端利率进一

步下行，AI 投资则或因算力瓶颈与边际效益递减而温和放缓。

劳动力市场疲软，结构性失衡加剧。11 月 ADP 就业岗位意外减少 3.2 万（预期增 4 万）；且失业率连续三个月上升至 9 月的 4.4%，佐证周期承压。尽管供需缺口逐步弥合、初请失业金人数呈周期性回落趋势，但深层矛盾持续累积。供给端潜能未释放，劳动参与率 62.7% 仍低于疫情前 63.4%；需求端潜能收缩，JOLTS 职位空缺与失业人数之比（Vacancy-to-Unemployed Ratio）自 2022 年 7 月高点的 2:1 以上逐步回落至 2025 年 8 月的约 0.98:1，职位空缺比的下降或更多源于企业招工意愿萎缩而非就业实质改善，同时 AI 商业化或将进一步带来结构性扰动。

（二）从通胀看：短期温和，但未来存在一定上升风险，指向缓降息

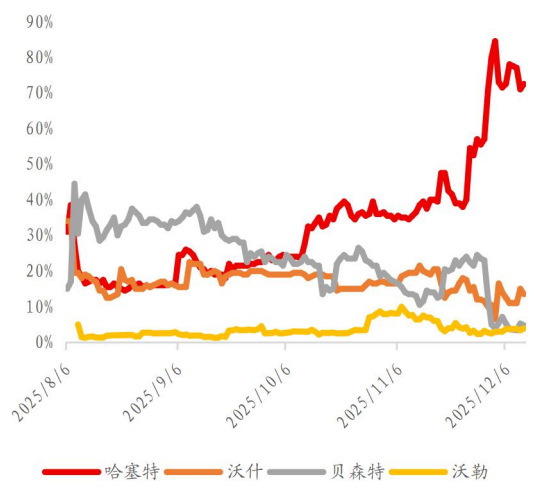
通胀压力短期温和，9 月核心 PCE 同比 2.8%（低于预期及前值 2.9%），核心 PPI 同比 2.6%、创一年多最小涨幅。但**未来消费者承担的关税或将进一步上升**：2025 年上半年因“对等关税”延期与物流滞后，进口成本主要由制造商吸收，CPI 与 PPI 剪刀差显著；而 7 月以来进口价格指数同比回升，CPI、PPI 剪刀差收敛，佐证成本正加速向下游转嫁。展望 2026 年，随着“对等关税”全面落地，进口价格指数同比逐步回升，预计未来消费品价格将更直接反映进口成本而推升物价指数，叠加《大而美法案》减税释放的消费动能，通胀中枢存在一定上移风险。

（三）从非经济因素看，“影子美联储主席”的温和鸽派倾向指向进一步降息、但后续空间或不及此前市场预期

目前市场预计白宫国家经济委员会主任哈塞特胜选概率最大（见图表 6），其主张较美联储主要官员鸽派。其（1）主张短期继续适度下调利率，长期希望“将利率降至低得多的水平”。其认为生产率的提高给予美联储宽松空间，即 AI 投资或带来类似 1990 年代的“正向供给冲击”，生产率的提高可以实现经济增长的同时压制通胀，美联储不应压制此类正向冲击；（2）淡化关税对物价的影响，将通胀未显著上行归因于消费者转购国产商品。但相较于现任理事米兰激进鸽派立场，哈塞特的鸽派路径更加“依赖数据”，强调沟通的审慎，如其称美联储不应预设政策路径⁷，且其主张灵活性更高、随形势变化而修正，如由于三季度起部分商品价格的抬头，哈塞特对通胀的观点转为考虑调整食品关税。

⁷ 如果提前公布未来六个月利率政策的具体路径是“不负责任的”，必须以经济数据为依据来作决策。

图表 6：博彩市场显示下任美联储主席候选人中，哈塞特赢面较大



数据来源：Polymarket、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

图表 7：哈塞特在 12 月 8 日 CNBC 访谈中的主要观点⁸

鲍威尔在协调内部各意见方面做得很好
或许应当继续将利率进一步下调，但要谨慎行事，并密切关注相关数据
美联储主席的工作是观察数据、据此调整并向市场解释美联储政策
若直接向市场传递未来 6 个月的政策路径，是不负责的
90 年代经历了来自计算机领域的正向供应冲击，当年正是这种供给改善使得格林斯潘愿意让经济稍微过热一些
如果能够通过正增长（类似 90 年代因正向供应冲击产生的）的途径降低通胀，那么就有足够的空间让 10 年期国利率下降
债券市场的状况相比年初已有很大改善

数据来源：CNBC、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

（四）从流动性看，总体保持宽松但充裕度下降，部分指标显示压力结构性、阶段性积聚，政府关门风波对流动性的影响逐步褪去

（1）总体看流动性保持宽松状态，但部分指标（准备金、SOFR）显示市场压力结构性、阶段性积聚。存款准备金占商业银行总资产比率 11.8%⁹，略低于“充裕”下界¹⁰；作为流动性“缓冲垫”的逆回购水平回落至 3,300 亿美元水平，较峰值缩减了 87%但仍高于疫情前约 2,000 亿的水平；1 个月、3 个月 SOFR 保持下行，隔夜 SOFR 除 11 月末短暂上行约 20BP 至 4.12%外，目前回落至 3.9%附近；芝加哥金融条件指

⁸ 详见 CNBC 链接
<https://www.cnbc.com/video/2025/12/08/watch-cnbc-full-interview-with-white-house-national-economic-council-director-kevin-hassett.html>。
⁹ 截至 2025 年 11 月 26 日数据。
¹⁰ 12%-13%为“充裕”。

数 NFCI 在-0.55¹¹显示相对宽松。

（2）美国政府关门风波引起的“吸金”效应预计逐步褪去。此前因美国政府经历长达 43 天的关门，税收不变、支出受阻背景下 TGA（财政部账户）余额自 10 月初的 8,194 亿美元升至 11 月中旬的 9,431 亿美元，吸收超 1 千亿美元流动性，但随着 11 月 13 日政府重新开门，各项支出恢复正常后，TGA 账户已回落至 9,085 亿美元，后续预计回落至约 8,000 亿美元附近¹²、部分改善流动性。

综上，“四边形”模型指向后续延续降息但路径仍存不确定性，目前点阵图中值指向 2026 年或降息一次。但考虑到美国消费目前的“K”型分化压力，以及地产与设备投资成本收益关系，我们预估的降息次数略微高于点阵图中值，中性情形下全年可能延续降息 2 次、合计 50BP。

三、金融资产价格走势前瞻

1. 美元：美元指数中枢回落是基本趋势、跌幅或收窄，波动性料仍大

往后看，欧央行降息基本结束、日央行加息趋势不变，叠加美联储尚有降息空间，美元整体偏弱是基准情形，但路径仍存较大不确定性，关注消费、投资、通胀、就业等关键经济数据表现，美联储降息预期，日欧等央行政策调整等因

¹¹ 截至 2025 年 12 月 5 日数据。

¹² 2024 年全年 TGA 账户波动较小，约为 7,800 亿美元。

素的不确定性影响（详见前期报告《美元周期的回顾与展望——一个基于供需的分析框架》）。

2. 美债：短端利率下行较为确定，长端下行幅度有限，曲线“牛陡”是基本预判

未来降息空间仍存、并且扩表购买短期国债也将促进短债收益率进一步下行，短端利率下行较为确定；长端短期内溢价方面同时受到商品通胀上行、美国财政可持续性隐忧影响，实际利率方面也或受人工智能技术进步推动经济增长的影响，同时本次扩表并非 QE、不涉及长债购买，因此长债利率下行幅度相对有限，曲线“牛陡”概率较大。关注日央行加息等外部冲击的或有影响。

3. 美股：中性情形下大幅回调风险或有限，重点关注美联储降息预期、AI 商业化数据表现等因素的或有扰动

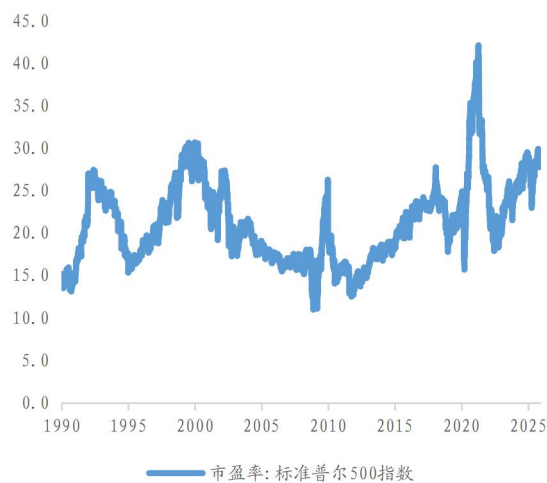
当前美股估值相对较高（标普 500 市盈率接近 2000 年科网泡沫，见图表 8），且市场担心巨额资本支出挤占企业自由现金流¹³。不过，（1）当前企业盈利增速表现较好，《大而美法案》全额折旧、利息与研发费用扣除政策逐步落地有利于进一步增厚利润（见图表 9）；（2）未来美联储仍存的降息空间预计将进一步降低企业融资成本¹⁴，重启扩表也对流动性带来额外提振；（3）美股集中度的下降缓释了部分风险，2024 年标普 500 市值增长的 51%来自于 Mag7，而这一比例在 2025 年下降至 39%。综合判断，中性情形下，后续美股大幅

¹³ 事实上，从 2025 年标普 500 成分股的企业自由现金流（FCFF）确实较 2024 年同期有所下降。

¹⁴ 事实上，2025 年三季度起部分评级的公司债（如 BBB 级、A 级）利率有较明显的下行。

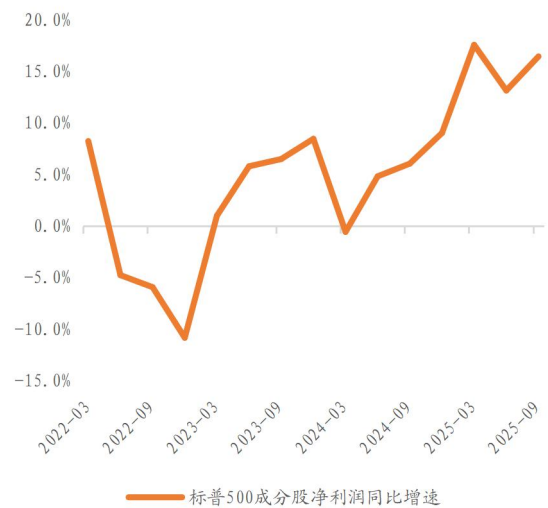
回调的风险相对有限，但高估值下市场较为敏感，持续关注
美联储降息预期、AI 商业化数据表现等或有扰动。

图表 8：标普 500 市盈率接近 2000 年科网泡沫



数据来源：WIND、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

图表 9：标普 500 成分股净利润同比增速抬升



数据来源：WIND、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心



香港中資銀行業協會
Chinese Banking Association
of Hong Kong

本文章版权属撰稿机构及/或作者所有，不得转载。

本文章发表的内容均为撰稿机构及/或作者的意见及分析，并不代表香港中资银行业协会意见。