

美联储 10 月再度预防式降息，但数据缺失、通胀风险将推升后续降息变数

——美联储 10 月货币政策会议点评与展望

研究发展部高级副总监 白雪

事件：美东时间 10 月 29 日周三，美联储在货币政策委员会 FOMC 会后公布，将联邦基金利率的目标区间从 4.00% 至 4.25% 下调至 3.75% 至 4.00%，降幅 25 个基点。在上次会议今年内首次降息后，本次是联储一年来首次连续第二次 FOMC 会议降息。声明重申“鉴于风险平衡已转变”决定降息，将“最近的”数据指标换为“可获得的”，新增指出，劳动力市场近期指标与政府关门趋势相符，称就业下行风险“近几个月增加”。声明不再继续重申，美联储将继续减少其持有的美国国债、机构债和机构抵押贷款支持证券（MBS），而是明确指出将于 12 月 1 日结束对其合计证券持仓的减持。这意味着美联储的缩表行动将在持续三年半之后告终。

会后鲍威尔表示，通胀短期仍有上行压力，就业面临下行风险，目前面临的局面颇具挑战；委员会对 12 月是否再次降息仍存较大分歧，降息并非板上钉钉，FOMC 某些成员认为，是时候暂停一下了；较高的关税正推动某些商品类别的价格上涨，从而导致整体通胀上升。

对此，东方金诚解读如下：

本次降息依然属于“预防式降息”，近期“通胀低于预期+就业明显疲软”的数据组合为本次降息提供了支撑；近期货币市场流动性压力持续累积、准备金规模接近流动性“阈值”，加大了停止缩表的必要性。

9 月以来美国就业市场风险进一步加剧。虽然 9 月非农数据因为政府关门而缺失，导致官方数据缺乏支撑，但“小非农”ADP 等就业数据提供了清晰的劳动力市场走软的证据：9 月 ADP 私营部门就业减少 3.2 万人，大幅低于市场预期的增加 5 万人，是自 2023 年 3 月以来的最大跌幅，且 8 月数据从 5.4 万下修至 -0.3 万，就业市场放缓趋势明显。美联储本月发布的“褐皮书”也指出，美国各地区、各行业的劳动力需求普遍低迷。美联储主席鲍威尔近期公开表示，劳动力市场已“显著走弱”。因此，继续降息来托底经济的必要性增强。与此同时，上周公布的 9 月 CPI 全面不及预期，且其中与关税相关的家具、休闲商品价格环比涨幅远低于 6-7 月的连续环比大涨，这打消了市场对 8 月关税普遍升级导致通胀失控的担忧，进一步巩固了降息的数据支撑。

除降息之外，本次会议另一个重点在于美联储决定将从12月起结束缩表，背后的主要原因，一是自本轮缩表以来，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，已基本达成了缩表目标，停止缩表是必然结果；二是近期货币市场流动性压力持续累积，金融体系的准备金正从“极度充裕”向“充足”甚至“结构性紧张”过渡，加大了停止缩表的必要性。

一方面，从市场利率指标，也就是“价”的角度来看，近期回购利率明显抬升，SOFR（有担保隔夜融资利率）利率一度抬升至4.5%的高点，SOFR-OIS利差也明显走阔，表明回购市场流动性有所收紧；另一方面，从“量”的角度来看，美联储银行系统准备金也跌破3万亿美元，触及了“充裕流动性”与“紧张流动性”的分水岭；充当市场流动性“安全垫”功能的隔夜逆回购工具也在变薄——隔夜逆回购用量从6月底的高点4607亿美元降至当前55亿美元的四年来新低。市场流动性收紧的背后主要是财政部大规模增发国债所致：债务上限解决后，美国财政部加大了发债力度以补充现金账户，从市场抽走了大量流动性；同时，10月中下旬企业缴税、监管考核等时点性因素，也加剧了资金的临时性紧张。考虑到市场流动性缓冲功能显著减弱，为防止加剧货币市场利率波动风险，需要停止量化紧缩，以缓解流动性紧张的趋势。

预防式降息基调下，预计12月仍有望继续降息，但并非板上钉钉。2026年仍有2次左右的降息空间，但关税向通胀的传导压力加大以及美联储主席换届，将显著推升明年降息节奏的不确定性。

一方面，考虑到美联储短期对就业的重视大于通胀，12月仍有望再度降息。当前就业下行的趋势较为确定，而10月以来的政府停摆将会进一步放大短期内经济和就业下行风险。当前政府停摆已历时1个月，即将逼近历史最高水平，对实体经济的拖累可能逐步增大——2019年美国政府关门34天，导致失业率临时抬升0.2个点；同时DOGE买断计划到期，加之特朗普对联邦雇员永久裁员的威胁可能对就业市场带来一定冲击，加剧失业率的波动风险，这可能成为后续进一步降息的重要考量因素。同时，关税对通胀的推升作用在年内可能较为温和可控，这意味着经济下行风险要暂时大于通胀上行风险，从而支持美联储继续降息。

另一方面，12月降息并非“板上钉钉”。鲍威尔在新闻发布会上强调“9-10月的降息是风险管理式降息，12月会议上进一步降低政策利率并非必然结果”，以及“越来越多官员希望推迟降息，认为至少应该等待一个周期”。这表明，首先，持续政府关门背景下的数据缺失，可能将对后续政策决策形成较大扰动——如果关门时间过长，经济数据严重缺失，很可能成为美联储暂停降息、维持谨慎观察防止“盲判”的主要原因之一。其次，对于关税影响下对通胀上行的担忧仍未完全消失。圣路易斯联储2025年10月报告显示，截至2025年8月消费者仅承担约35%的关税影响，约65%的关税影响尚未显现，未来可能随企业部门提价而进一步增加向居民部门的传导比例，这意味着通胀仍有上行压

力。

2026 年的政策路径将更加依赖经济、就业数据的演变趋势与政治周期的互动，是否连续降息的不确定性较高。根据美联储 9 月会议公布的点阵图指引，预期 2026 年利率中值为 3.4%，这意味着从政策空间上看，明年仍可以实施 2 次左右的降息。

不过，考虑到关税政策导致今年上半年美国进口出现大幅增加，企业“抢进口”带来的大量的库存缓冲有效对冲了通胀向消费端的传导，后续随着超额进口效应消退，库存将逐渐消化，加之需求端美国消费支出维持韧性，关税对通胀的推升作用也将会逐渐抬头，这意味着 2026 年即使关税整体水平保持稳定，但通胀仍存在上行压力，这将掣肘明年的整体降息空间。

此外，美联储主席换届也将增加明年降息路径，尤其是 2026 年二季度后政策的复杂性。现任主席鲍威尔的任期将在 2026 年 5 月届满，若白宫在明年年初完成提名并经参议院批准，新任主席最快可于 6 月中旬的会议后开始主导货币政策，不排除新主席会因政治因素而超预期降息的可能性。

权利及免责声明：

本研究报告及相关信用分析数据、模型、软件、评级结果等所有内容的著作权及其他知识产权归东方金诚所有，东方金诚保留与此相关的一切权利。建议各机构及个人未经书面授权，避免对上述内容进行修改、复制、逆向工程、销售、分发、引用或任何形式的传播。

本报告中引用的标明出处的公开资料，其合法性、真实性、准确性及完整性由资料提供方 / 发布方负责。东方金诚已对该等资料进行合理审慎核查，但此过程不构成对其合法性、真实性、准确性及完整性的任何形式保证。

鉴于评级预测具有主观性和局限性，需提醒您：评级预测及基于此的结论可能与实际情况存在差异，东方金诚保留对相关内容随时修正或更新的权利。

本报告仅为投资人、发行人等授权使用方提供第三方参考意见，不构成任何决策结论或建议。建议投资者审慎使用报告内容，自行承担投资行为及结果的责任，东方金诚不对此承担责任。

本报告仅授权东方金诚指定使用者按授权使用方式使用，引用时需注明来源且不得篡改、歪曲或进行类似修改。未获授权的机构及人士请避免获取或使用本报告，东方金诚对未授权使用、超授权使用或非法使用等不当行为导致的后果不承担责任。