



2025年12月11日

宏观研究

【粤开宏观】展望2026：美联储降息之路的图景与影响

投资要点

分析师：罗志恒

执业编号：S0300520110001
 电话：010-83755580
 邮箱：luoziheng@ykzq.com

分析师：范城恺

执业编号：S0300525120001
 电话：
 邮箱：fanchengkai@ykzq.com

近期报告

《【粤开宏观】政治局会议释放的七大信号》2025-12-08

《【粤开宏观】前瞻2026：对中国经济和宏观调控的思考与建议》2025-12-01

《【粤开宏观】反内卷对经济有何影响？有何政策启示？》2025-11-23

《【粤开宏观】做好科技金融大文章：“十五五”时期金融如何支持科技自立自强》
 2025-11-18

《【粤开宏观】税收赋能“十五五”：对税收职能的思考与六点建议》2025-11-16

摘要

继美联储在2025年9月重启降息、10月再次降息之后，12月连续如期降息，年内已累计降息75个基点。北京时间2025年12月11日凌晨，美联储公布年内最后一次会议决议，如期降息25个基点至3.5-3.75%。今年重启降息的逻辑从通胀转向就业，其中关税对通胀的影响相对低于预期，但就业增长放缓的不利影响更加凸显。观察2026年美联储货币政策，不仅要考虑经济层面美国通胀与就业形势的变化，还要考虑政治层面白宫对美联储独立性的施压和影响，即美联储主席及委员的人事变动。

2026年美联储人事变动对货币政策将产生什么影响？本次议息会议点阵图反映出2026年仅降息一次，美联储明年降息的幅度和节奏如何？本轮降息对美国及全球经济金融市场有何影响？本文将展望2026年美联储货币政策走向，探讨美联储政策的潜在影响。

一、2025年12月议息会议看点

美联储如期“鹰派降息”。美联储12位委员中有3位投出反对票。同时，美联储宣布增持短债以维持充足的准备金水平。本次会议声明在评估未来是否需要进一步调整利率时，新提“幅度和时机”(extent and timing)，可能为之后美联储放慢降息节奏做铺垫。

点阵图中位数维持2026年仅降息一次，但官员分歧仍然严重，反映出美联储内部对经济的核心矛盾是通胀还是就业、明年经济形势如何并未达成一致。12月经济预测对经济增长更加乐观，维持失业率预测，小幅下修通胀预测，进一步描绘出“软着陆”的乐观图景。

鲍威尔讲话中性偏鸽，认为劳动力市场逐渐降温、通胀预计将小幅回落。其没有特意引导美联储即将暂停降息，对1月会议持开放态度。同时，其讲话对就业市场持谨慎态度，多次提及官方就业数据高估、新增就业为负；对通胀回落持乐观态度，倾向认为关税对物价的整体影响是“一次性”的。**鲍威尔发言让市场感受更偏鸽派，引发宽松交易，股债双涨，美元指数下挫。**

二、2026年美联储政策展望

(一) 2026年美联储人事变动对货币政策的影响：哈西特或接替鲍威尔任新主席，曾支持更大幅度和更持续降息，但轮值票委人员变化导致票委结构可能更偏鹰派

2025年特朗普政府频繁干预美联储人事及决策，加剧联储内部分歧，挑战美联储独立性。新一任美联储主席换届前景逐渐清晰，哈西特较可能当选，政策取向偏鸽。哈西特现任白宫国家经济委员会主任，长期服务于共和党政府财税政策制定，曾表态支持更大幅度和更持续的降息路径，可能推动宽松货币政策以配合特朗普的扩张性财政政策。不过，哈西特12月8日讲话偏中性，强调货币政策必须依据经济数据，拒绝给出未来半年的降息路径指引。展望



2026 年，美联储票委人员变化更加关键，其中 4 位轮值票委可能更偏鹰派，白宫掌控美联储的实际难度较大。

（二）美联储 2026 年可能继续降息 2-3 次，降息节奏可能集中在上半年

2025 年美联储从暂停降息到重启降息，政策关注点由通胀逐步转向就业。关税对通胀的影响相对低于预期，但就业增长放缓的不利影响更加凸显。**展望 2026 年，基准情形下，美联储仍有 2 次降息，联邦基金目标利率（下限）降至 3% 左右。**在美国就业市场弱于长期趋势、通胀高于目标的背景下，美联储最优策略或是将利率校准至“中性利率”附近。不宜高估白宫对货币政策的干预效果。节奏上，我们预计 2026 上半年，美国就业市场维持疲弱，通胀保持相对稳定，**美联储较有理由在 2026 上半年集中降息；此后，伴随降息对经济的积极影响显现，就业市场逐步企稳，美联储则可能暂停降息。**

三、美联储政策的可能影响

美联储适度降息，有望托底美国经济及全球金融市场表现，但未必显著提振。一是，美国政策利率仅下降至“中性利率”附近，并非重回扩张性货币政策。尤其在美联储暂停降息阶段，金融市场可能重回紧张。二是，美联储独立性可能继续面临挑战，部分抵消降息的积极影响。三是，除美联储政策外，美国财政及关税政策、美国及全球 AI 发展、非美经济体自身发展趋势等，也将对美国及全球经济产生重要影响。

美元资产方面，美债收益率曲线趋于陡峭化，长端美债收益率存在反弹风险。美联储独立性挑战可能抬升市场对未来通胀预期；美国财政过度扩张，可能进一步抬升期限溢价。**美股**在适度降息的环境中有望表现积极，但也存在高波动风险。除利率环境外，投资者也将高度关注美股高估值、高集中度与 AI 投资泡沫风险等。**美元指数**受本轮降息的影响或有限。**黄金**可能受益于适度降息与美联储独立性风险。

美联储降息客观上对中国货币政策提供了窗口期，但中国经济运行的核心主导力量仍在国内因素，下一步仍将着力促进房地产市场止跌回稳、提振消费和优化化债政策，修复经济内生动能和激发微观主体活力。在美联储降息的窗口期，**中国货币政策能够更加“以我为主”。**人民币汇率有望保持韧性。中国科创发展与资本市场改革仍在继续，国内外中长期资金仍将流入，在美元流动性适度宽松的背景下，**中国资产表现仍值得期待。**

风险提示：美国关税政策超预期，美国经济韧性不及预期，美联储独立性不及预期，全球金融市场波动超预期等。



目 录

一、2025 年 12 月议息会议看点.....	4
(一) 会议决议：如期降息，三张反对票，增持短债	4
(二) 经济预测：上修增长，下修通胀，2026 年降息 1 次	4
(三) 鲍威尔讲话：中性偏鸽，谨慎看待就业	5
(四) 市场反应：“鹰派降息”担忧缓和.....	6
二、2026 年美联储政策展望.....	7
(一) 美联储人事受白宫干预，2026 年哈西特或任新主席，但轮值票委可能更偏鹰派	7
(二) 美联储已重启降息，我们认为 2026 年可能继续降息 2-3 次，降息节奏可能前置	9
(三) 美联储已结束缩表，2026 年仍可能调控资产负债表，呵护流动性	11
三、美联储政策的可能影响.....	14
(一) 对美国经济的影响：有限促进经济与就业，独立性牵动通胀预期	15
(二) 对美元资产的影响：美股和黄金适度受益，美元指数影响有限，长端美债利率存反弹风险	15
(三) 对中国经济和资本市场的影响：货币政策更加“以我为主”，人民币汇率保持韧性，中国资产表现值得期待.....	17

图表目录

图表 1：美联储 2025 年 12 月经济预测	5
图表 2：美联储 2025 年 12 月点阵图	5
图表 3：博彩网站显示，哈西特当选美联储主席的概率约 80%.....	7
图表 4：由于轮值票委更替，2026 年美联储票委立场光谱可能更偏鹰派	8
图表 5：随着职位空缺数下降，美国失业率可能进一步上升	9
图表 6：美国核心服务通胀降温，抵消核心商品通胀压力	10
图表 7：美联储在降息周期内，降息次数通常比较集中	11
图表 8：我们预计，2026 年上半年将兑现 2 次降息	11
图表 9：美联储准备金规模下降至 2021 年以来最低水平	12
图表 10：美联储隔夜逆回购工具用量已“接近 0”	13
图表 11：美国货币市场利率波动加大	13
图表 12：纽约联储预计，准备金将先下降后回升，最终实现准备金占 GDP 比重稳定	14
图表 13：美联储必要时可以启动回购工具，呵护市场流动性	14
图表 14：2025 年 5 月以后，10 年美债利率下行促进美股上涨	16
图表 15：黄金价格与 10 年美债实际利率关系弱化	17



一、2025年12月议息会议看点

（一）会议决议：如期降息，三张反对票，增持短债

北京时间 2025 年 12 月 11 日凌晨，美联储公布年内最后一次会议决议，如期降息 25 个基点，将联邦基金利率目标区间下调至 3.5-3.75%，符合市场预期。

投票情况显示，12 位委员中有 3 位投出反对票。其中，米兰 (Miran) 支持更大幅度降息 50 个基点，而古尔斯比 (Goolsbee)、施密德 (Schmid) 倾向于不降息。米兰和施密德的决议与 10 月会议一致；古尔斯比 10 月曾支持降息，作为曾经的鸽派委员，其自今年 8 月以来的政策主张转向鹰派，更加关注通胀风险。不过，施密德和古尔斯比在 2026 年将不再有投票权。

同时，美联储宣布增持短债以维持充足的准备金水平。美联储将于 12 月 12 日起，购买 1 年期以内的国库券 (Treasury bills)，或者 3 年期内的短期国债。声明称，委员会判断准备金余额已降至充足水平，并将根据需要启动短期国债购买，以持续维持充足的准备金供应。美联储曾于 10 月会议宣布，自 12 月 1 日起结束缩表。本次会议进一步重启购债，反映出近期美国银行体系准备金下降与流动性压力上升。

本次会议声明主要有两处变化。一是，经济描述方面，声明仅称失业率 “小幅上升” (edged up)，但不再提“仍处于低位” (remained low)。其余有关经济的表述基本不变，继续强调经济活动温和扩张，就业增长放缓，通胀较年初水平有所上升且保持较高水平。二是，在评估未来是否需要进一步调整利率时，新提“幅度和时机” (extent and timing)。此处变化可能为之后美联储放慢降息节奏做铺垫。

（二）经济预测：上修增长，下修通胀，2026 年降息 1 次

12 月经济预测对经济增长更加乐观，维持失业率预测，小幅下修通胀预测，进一步描绘出“软着陆”的乐观图景。经济增长方面，全面上修 2025-2028 年 GDP 增速预测，其中上修 2025 年 0.1 个百分点至 1.7%，上修 2026 年 0.5 个百分点至 2.3%。仍预计长期经济增长水平为 1.8%。失业率方面，维持 2025 和 2026 年失业率预测不变，分别为 4.5% 和 4.4%。仍预计长期失业率水平为 4.2%。通胀方面，下修 2025 和 2026 年通胀预测，两年核心 PCE 同比分别预计为 3.0% 和 2.5%，较 9 月预测均下修 0.1 个百分点。

点阵图中位数维持 2026 年仅降息一次，但官员分歧仍然严重。利率和点阵图方面，2025-2028 年利率中位数预测保持不变，仍预计 2026 年仅有 1 次降息，2027 年再降息 1 次，长期利率水平预测保持为 3.0%。但点阵图显示官员分歧仍然严重，19 位官员中，预计 2026 年加息 1 次、不降息、降息 1 次和降息超过 1 次的官员分别为 3 位、4 位、4 位和 8 位。

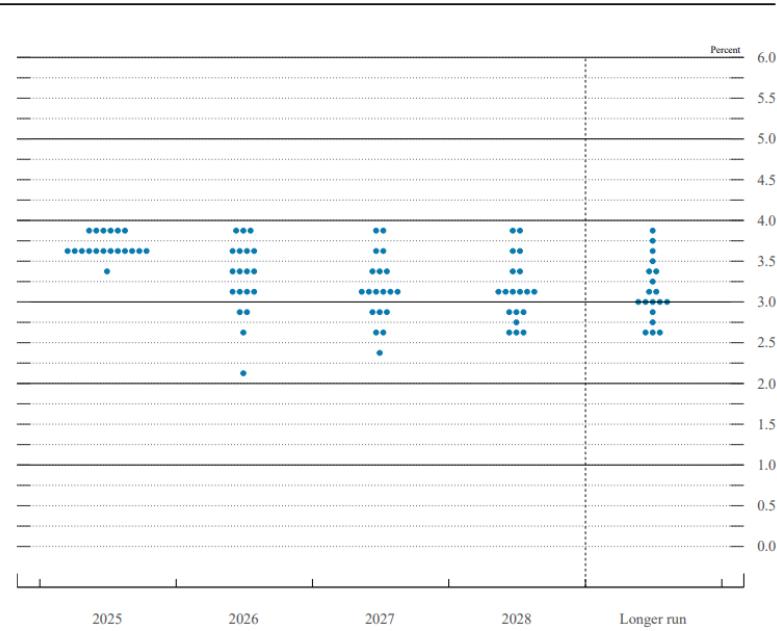


图表1：美联储 2025 年 12 月经济预测

Variable	Median ¹				
	2025	2026	2027	2028	Longer run
Change in real GDP	1.7	2.3	2.0	1.9	1.8
September projection	1.6	1.8	1.9	1.8	1.8
Unemployment rate	4.5	4.4	4.2	4.2	4.2
September projection	4.5	4.4	4.3	4.2	4.2
PCE inflation	2.9	2.4	2.1	2.0	2.0
September projection	3.0	2.6	2.1	2.0	2.0
Core PCE inflation ⁴	3.0	2.5	2.1	2.0	
September projection	3.1	2.6	2.1	2.0	
Memo: Projected appropriate policy path					
Federal funds rate	3.6	3.4	3.1	3.1	3.0
September projection	3.6	3.4	3.1	3.1	3.0

资料来源: Wind、粤开证券研究院

图表2：美联储 2025 年 12 月点阵图



资料来源: Wind、粤开证券研究院

(三) 鲍威尔讲话：中性偏鸽，谨慎看待就业

总的来看，鲍威尔讲话中性偏鸽，其没有特意引导美联储即将暂停降息，对1月会议持开放态度。同时，其讲话对就业市场持谨慎态度，多次提及官方就业数据高估、新增就业为负；对通胀回落持乐观态度，倾向认为关税对物价的整体影响是“一次性”的。

一是利率决议方面，鲍威尔详细解释了本次降息的原因，即劳动力市场逐渐降温，



而通胀预计将小幅回落。其解释了票委分歧的具体情况，部分人认为应该止步观望，部分人则认为影响继续降息一次或多次，但重启加息不是基准情形。其拒绝透露 1 月是否会继续降息，但称到时将掌握截至 12 月的大部分数据和更全面的信息。其认为目前的利率已处于中性利率的合理估计区间，但仍不是宽松状态。

二是购债决策方面，其介绍了具体的购债计划，美联储将于首月购债 400 亿美元，后续几个月也可能维持较高水平。此次购债仅为准备金管理，与货币政策立场无关，旨在缓解货币市场短期压力，尤其是应对 4 月 15 日纳税日等季节性准备金波动。

三是就业方面，其多次提到官方就业数据存在高估，实际新增就业可能为负。就业面临下行风险，但当前利率水平有望稳定劳动力市场，避免失业率大幅上升。人工智能（AI）对就业市场的影响目前尚不显著，长期影响待观察。

四是通胀方面，其认为通胀结构分化，商品通胀受关税影响回升，服务通胀持续通缩。关税对通胀的影响存在一定时滞，但倾向认为这些影响是一次性的，2026 年一季度商品通胀可能达峰。

五是经济方面，其认为美国经济增长动力主要包括消费者支出、AI 相关投资及财政支持。但也提到，美国存在“K 型经济”特征，高收入群体受益于资产增值主导消费，低收入群体受物价上涨压力收紧开支。房地产市场持续疲软，核心制约因素为住房供给不足、低利率抵押贷款持有者不愿搬家等结构性问题。

六是人事方面，其拒绝透露任期结束后是否继续留任美联储理事会，暂不回应关于新任主席的相关讨论。

（四）市场反应：“鹰派降息”担忧缓和

本次会议前，市场对“鹰派降息”已有一定心理准备。会议声明和点阵图显示 2026 年仅降息一次，并上修经济预测，传递鹰派信息。但鲍威尔发言令市场感受更偏鸽派，引发宽松交易，股债双涨，美元指数下挫。

在鲍威尔讲话后，10 年美债收益率高位回落，一度下降 4 个基点至 4.14%。美股三大股指走高，标普 500 指数涨幅扩大，日内收涨 0.67%。美元指数短线跳水，由 99 附近一度下挫至 98.6，最大跌幅约 0.4%。黄金价格短线冲高，Comex 黄金期货价由跌转涨，涨幅约 0.5%。



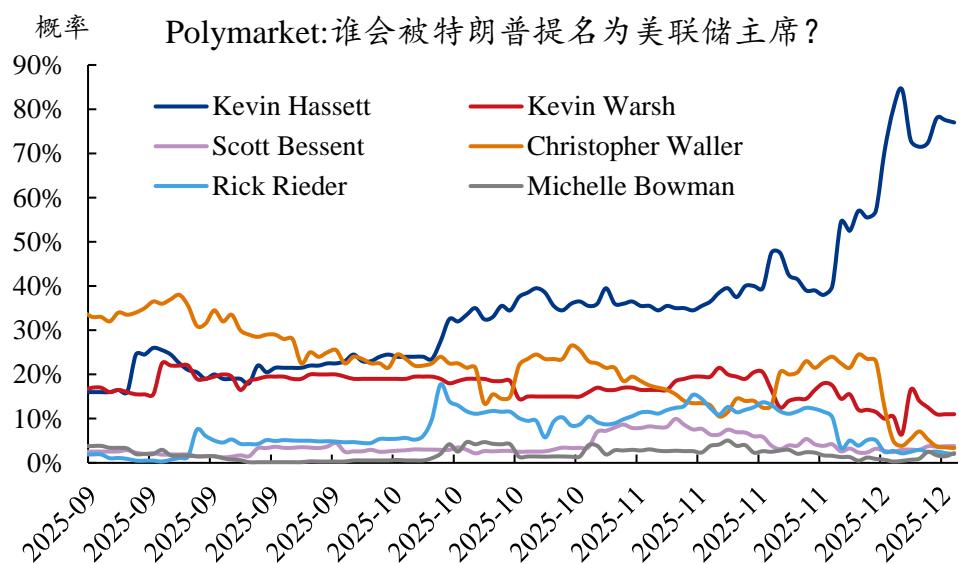
二、2026年美联储政策展望

（一）美联储人事受白宫干预，2026年哈西特或任新主席，但轮值票委可能更偏鹰派

2025年特朗普政府频繁干预美联储人事及决策，加剧联储内部分歧，挑战美联储独立性。首先，今年以来特朗普政府频繁向联储主席鲍威尔施压，公开指责其降息太迟。今年7月，特朗普指责美联储总部修缮费用超支，施压鲍威尔辞职。其次，今年8月，特朗普政府以房贷欺诈为由试图解雇美联储理事库克，库存诉诸司法暂时避免了总统罢免，最高法院将于2026年1月最终裁决此案。再次，白宫提前物色下一届美联储主席，间接加剧联储内部分歧。美联储理事鲍曼和沃勒作为下一届主席候选人，曾在7月会议支持降息25个基点、投下反对票，自1993年以来首次出现两名理事投反对票。最后，伴随美联储理事库格勒8月意外辞职，白宫快速推动斯蒂芬·米兰接任理事。米兰自9月上任后连续三次会议投下反对票、主张大幅降息50个基点。此外，其9月公开讲话提及“适度长期利率”这一美联储的“第三使命”，此后发言称美国“中性利率”仅为2.5%，这些言论引发市场宽松预期。

新一任美联储主席换届前景逐渐清晰，哈西特较可能当选，政策取向偏鸽。现任美联储主席鲍威尔任期将于2026年5月15日结束。按照惯例，美国总统通常在换届前3-6个月才会开始物色和宣布新人选。但本轮特朗普政府有意提前，自今年6月起已公开讨论潜在人选，有意弱化鲍威尔的市场影响力。今年10月，白宫透露新一任联储候选人范围已由11人缩减至5人；11月下旬以来，白宫和媒体积极暗示凯文·哈西特将成为下任联储主席。特朗普12月2日称，可能于2026年初公布新任主席提名。目前，美国博彩网站（Polymarket）显示哈西特当选概率约80%。哈西特现任白宫国家经济委员会主任，长期服务于共和党政府财税政策制定，曾表态支持更大幅度和更持续的降息路径，可能推动宽松货币政策以配合特朗普的扩张性财政政策。不过，哈西特12月8日最新讲话偏中性，强调货币政策必须依据经济数据，拒绝给出未来半年的降息路径指引。

图表3：博彩网站显示，哈西特当选美联储主席的概率约80%



资料来源：Polymarket、粤开证券研究院



展望 2026 年，美联储票委人员变化更加关键，其中 4 位轮值票委可能更偏鹰派，白宫掌控美联储的实际难度较大。联邦公开市场委员会 (FOMC) 票委共 12 人，包括 7 位理事、1 位纽约联储主席和 4 位轮值地区联储主席。2026 年比较确定的变化是，4 位轮值票委的更替，即哈马克 (偏鹰)、洛根 (偏鹰)、保尔森 (偏鹰) 和卡什卡利 (中性) 将作为新票委，替换 2025 年的施密德 (偏鹰)、古尔斯比 (偏鹰)、柯林斯 (中性) 和穆萨莱姆 (中性)。这可能让票委整体更偏鹰派。此外，三位理事的去留存在变数：一是鲍威尔的去留，尽管按照管理，美联储主席届满后，通常会同时辞去理事职位，但鲍威尔目前尚未表态其会否辞任，理论上其可以继续担任理事至 2028 年 1 月。二是米兰的去留，其临时任期于 2026 年 1 月到期。若鲍威尔留任理事，米兰较大概率需要卸任，哈西特接任理事之位以担任主席；若鲍威尔辞职，米兰则可能继续连任理事。三是库克的去留，特朗普罢免威胁的案件预计将于 2026 年 1 月获得最终裁决。目前来看，可能性较大的情形是鲍威尔不留任、库克继续留任，那么即使哈西特替换米兰担任理事和主席，2026 年票委结构将保持分化，相较 2025 年不一定更偏鸽派。

图表4：由于轮值票委更替，2026 年美联储票委立场光谱可能更偏鹰派

英文姓名	中文译名	职位	立场	2025 年投票权	2026 年投票权	备注
Jerome Powell	鲍威尔	美联储主席	中性	有 (固定)	无	假设不留任理事
John C. Williams	威廉姆斯	纽约联储主席	中性	有 (永久)	有 (永久)	
Lisa Cook	库克	美联储理事	偏鹰	有 (固定)	有 (固定)	假设未被罢免
Christopher Waller	沃勒	美联储理事	偏鸽	有 (固定)	有 (固定)	
Michelle Bowman	鲍曼	美联储理事	偏鸽	有 (固定)	有 (固定)	
Philip Jefferson	杰斐逊	美联储副主席	偏鸽	有 (固定)	有 (固定)	
Michael Barr	巴尔	美联储理事	中性	有 (固定)	有 (固定)	
Steven Miran	米兰	美联储理事	偏鸽	有 (固定)	有	假设继续留任
Jeffrey Schmid	施密德	堪萨斯城联储主席	偏鹰	有 (轮值)	无	
Susan Collins	柯林斯	波士顿联储主席	中性	有 (轮值)	无	
Alberto Musalem	穆萨莱姆	圣路易斯联储主席	中性	有 (轮值)	无	
Austan Goolsbee	古尔斯比	芝加哥联储主席	偏鹰	有 (轮值)	无	
Kevin Hassett	哈西特	拟提名美联储理事、主席	偏鸽	无	有 (固定)	
Beth Hammack	哈马克	克利夫兰联储主席	偏鹰	无	有 (轮值)	
Lorie Logan	洛根	达拉斯联储主席	偏鹰	无	有 (轮值)	
Anna Paulson	保尔森	费城联储主席	偏鹰	无	有 (轮值)	
Neel Kashkari	卡什卡利	明尼阿波利斯联储主席	中性	无	有 (轮值)	
2025 年立场光谱	偏鸽 (4) 中性 (5) 偏鹰 (3)					
2026 年立场光谱	偏鸽 (5) 中性 (3) 偏鹰 (4)					假设哈西特接任鲍威尔理事之位，米兰、库克留任理事

资料来源：美联储、Pensford、粤开证券研究院

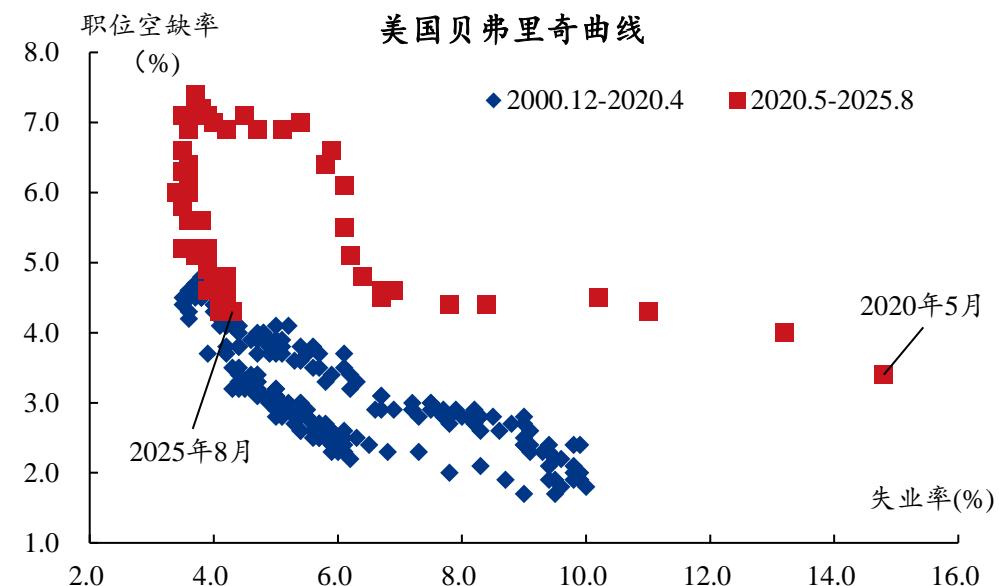


(二)美联储已重启降息，我们认为2026年可能继续降息2-3次，降息节奏可能前置

2025年美联储从暂停降息到重启降息，政策关注点由通胀逐步转向就业。2024年12月至今年8月，美联储维持联邦基金目标利率在4.25-4.5%区间，对关税政策引发的通胀上升风险保持警惕。美联储在今年9月重启降息，10月和12月连续降息，最新联邦政策利率为3.5-3.75%，年内累计降息75个基点。美联储降息的背景是经济增长放缓、就业市场走弱，尽管通胀仍高，但出于“平衡风险”而降息。具体来看，美联储在7月以后的声明中对于美国经济增长的描述，由此前的“稳健扩张”调整为“有所放缓”；9月以后的声明中将就业市场的表述从“稳健”调整为“新增就业放缓”，同时指出失业率小幅上升；但对通胀保留了“有所上升且偏高”的描述。

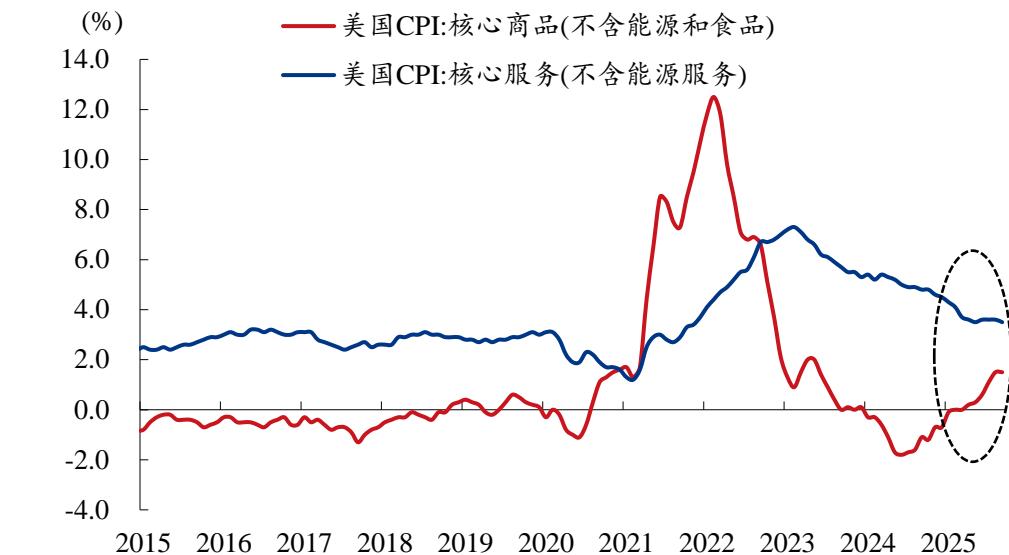
2026年美国就业市场可能维持弱势。美国失业率由今年1月的4.0%升至9月的4.4%，创2021年10月以来最高，且略高于美联储预测的长期失业率4.2%；在官方数据缺失的背景下，参考芝加哥联储预测，10-11月美国失业率或升至4.45%左右。美国就业市场走弱受多方面因素影响，包括趋势因素、政策扰动以及人工智能（AI）发展对劳动力的替代效应等。展望2026年，预计美国就业市场仍可能进一步降温，但不急剧恶化；失业率可能升至4.5%以上。最新贝弗里奇曲线（职位空缺率与失业率相关性曲线）显示，随着职位空缺数下降，美国失业率可能进一步上升。

图表5：随着职位空缺数下降，美国失业率可能进一步上升



资料来源：Wind、粤开证券研究院

2026年美国通胀反复的风险相对可控，关税对通胀的影响低于预期，服务通胀降温。今年以来，美国核心CPI和核心PCE通胀率分别保持在3%和2.8%附近窄幅波动。一方面，关税对美国商品终端价格的传导存在多个堵点。另一方面，服务通胀回落抵消了商品通胀的上升，限制了整体通胀水平。美国核心服务（不含能源服务）CPI同比在今年1-9月由4.3%下降至3.5%，对核心CPI通胀率的贡献下降了0.6个百分点，抵消了核心商品对核心CPI通胀产生的0.4个百分点的拉动。核心服务通胀改善主要得益于住房通胀降温。2026年，美国商品和服务通胀走势可能保持分化，导致核心通胀较2025年可能温和下降，但仍高于2%通胀目标。


图表6：美国核心服务通胀降温，抵消核心商品通胀压力


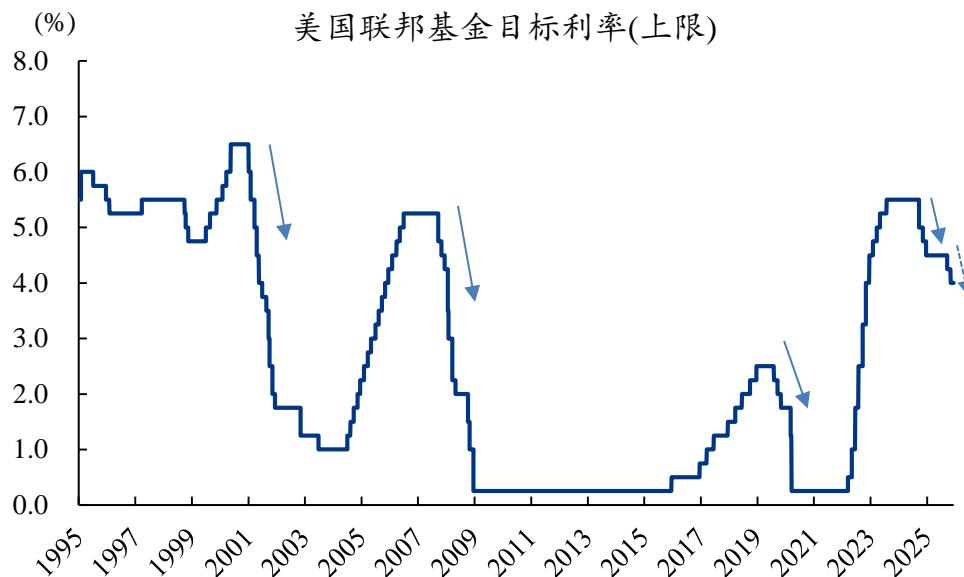
资料来源: Wind、粤开证券研究院

展望 2026 年，基准情形下，美联储仍有 2 次降息，联邦基金目标利率（下限）降至 3% 左右。首先，美国通胀走势趋于平稳，就业市场走弱风险较高，美联储具有进一步降息动力和空间。其次，在美国就业市场弱于长期趋势、通胀高于目标的背景下，美联储最优策略或是将利率校准至“中性利率”附近。尽管“中性利率”的估算存在分歧，但综合美联储、纽约联储 LW 模型等测算，美国“中性利率”大致在 3% 左右。最后，白宫对美联储的干预，包括美联储主席换届等，可能推动美联储政策天平向宽松取向倾斜，但鉴于美联储决策最终由票委投票决定，且不排除 2026 年票委结构可能较 2025 年更偏鹰派，因此不宜高估白宫对货币政策的干预效果。

降息节奏存在不确定性，我们认为较有可能在上半年兑现。据芝商所 (CME FedWatch) 数据，截至 12 月 8 日，市场预期 2026 年两次降息分别于 3-4 月和 7-9 月兑现。但根据历史经验，美联储在降息周期内，降息次数通常比较集中，例如 2023 年 7 月开启降息后连续 4 次降息、2019 年 8 月开启降息后连续 3 次降息等。主要原因在于，美联储通常在感受到通缩压力后才开启降息，而从降息到经济数据的改善存在时滞，而美联储需要看到数据改善后才有信心暂停降息。具体来看，我们预计 2026 上半年，美国就业市场维持疲弱，通胀保持相对稳定，美联储较有理由在 2026 上半年集中降息；此后，伴随降息对经济的积极影响显现，就业市场逐步企稳，美联储则可能暂停降息。

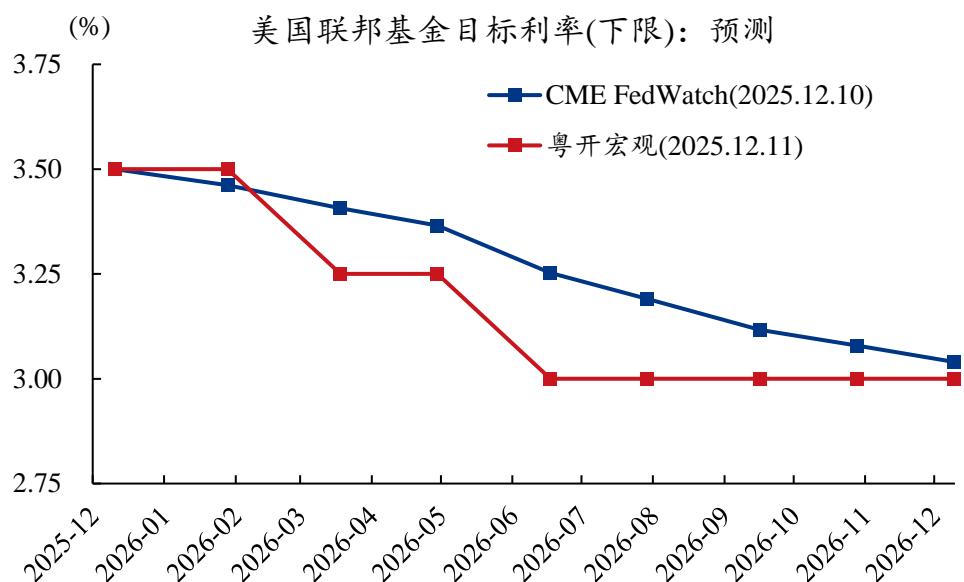


图表7：美联储在降息周期内，降息次数通常比较集中



资料来源：Wind、粤开证券研究院

图表8：我们预计，2026年上半年将兑现2次降息



资料来源：CME FedWatch、粤开证券研究院

（三）美联储已结束缩表，2026年仍可能调控资产负债表，呵护流动性

2025年美联储先后放缓和停止缩表，准备金不够“充足”的风险上升。美联储自2008年以后实行“充足准备金”框架，通过向存款机构付息来控制联邦基金利率，而不再依赖于公开市场操作，这需要确保银行体系中的准备金水平至少“充足”。2025年4月起，美联储进一步放缓缩表，将国债减持速度从每月250亿美元降至50亿美元，维持抵押支持证券（MBS）减持速度为每月350亿美元。12月起，美联储结束缩表。美联储结束缩



表的原因是，美国银行体系准备金水平接近理论上的“充足”水平。主要有四方面判断依据：一是，**依据准备金规模及其与经济和银行资产的占比**。美联储理事沃勒预计“充足准备金”规模为 2.7 万亿美元。纽约联储报告曾预计，长期来看，准备金占 GDP 比重应达到 10-12%。纽约联储主席威廉姆斯认为，准备金与商业银行资产比值不应低于 13%。目前准备金水平已略低于上述测算：截至 2025 年 12 月 3 日，美联储负债中的准备金规模为 2.88 万亿美元，占 2025 年二季度名义 GDP（折年数）的 9.4%，占美国商业银行总资产的 11.7%。二是，**隔夜逆回购（ON RRP）规模“接近 0”**。今年 11 月 7 日以后，ON RRP 金额已持续低于 1000 亿美元，相较 2022-2023 年超 20 万亿美元的水平，可以说已经“接近 0”。三是，**市场利率波动加大**。今年 10 月以来，有效联邦基金利率（EFFR）和有担保隔夜融资利率（SOFR）的敏感性上升，暗示准备金已没那么充裕。四是，**美联储启用常备回购工具（SFR）**。美联储的常备回购工具（SFR）是应对流动性紧张的应急工具，在今年 10 月中旬、12 月初等时点被大规模启动，引发市场对流动性风险的担忧。

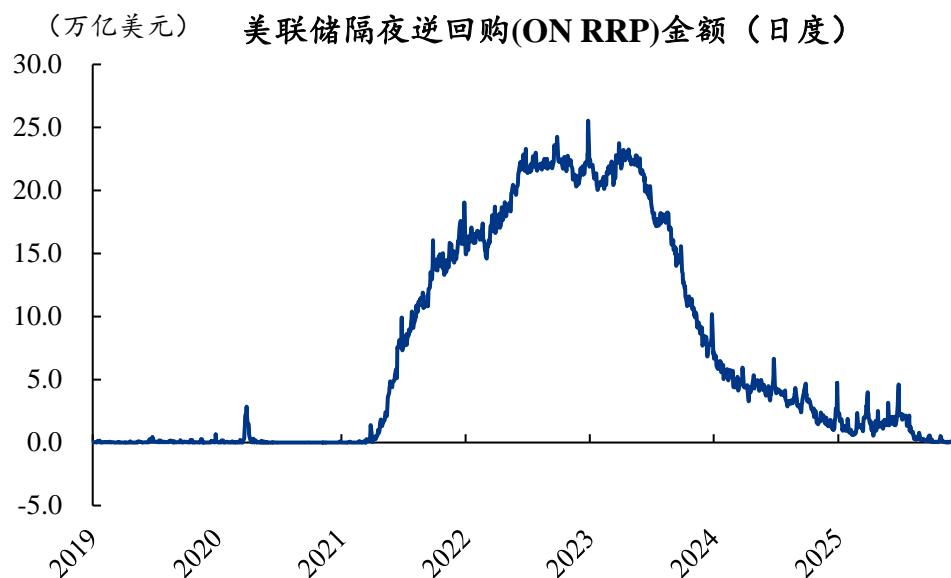
图表9：美联储准备金规模下降至 2021 年以来最低水平



资料来源：Wind、粤开证券研究院

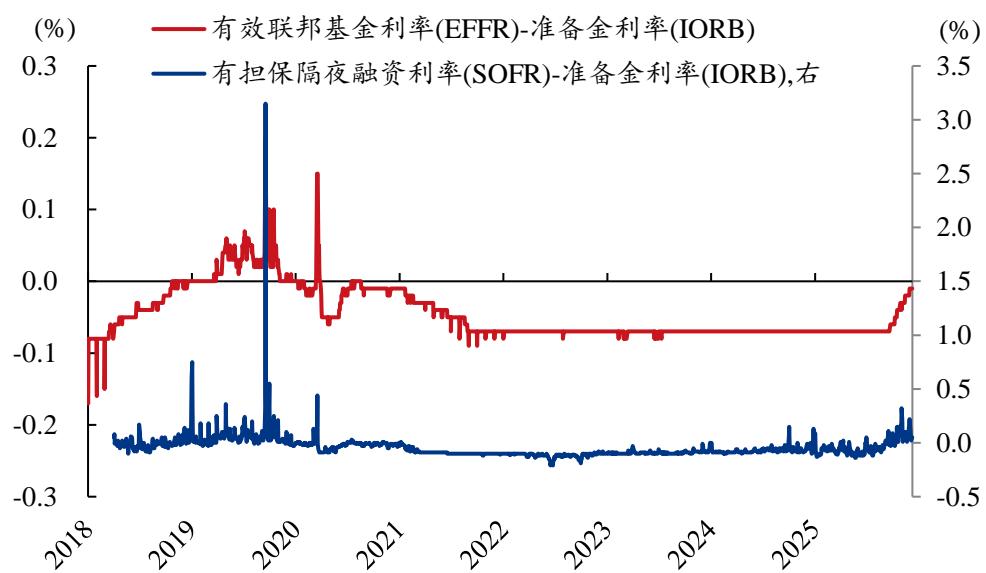


图表10：美联储隔夜逆回购工具用量已“接近0”



资料来源: Wind、粤开证券研究院

图表11：美国货币市场利率波动加大

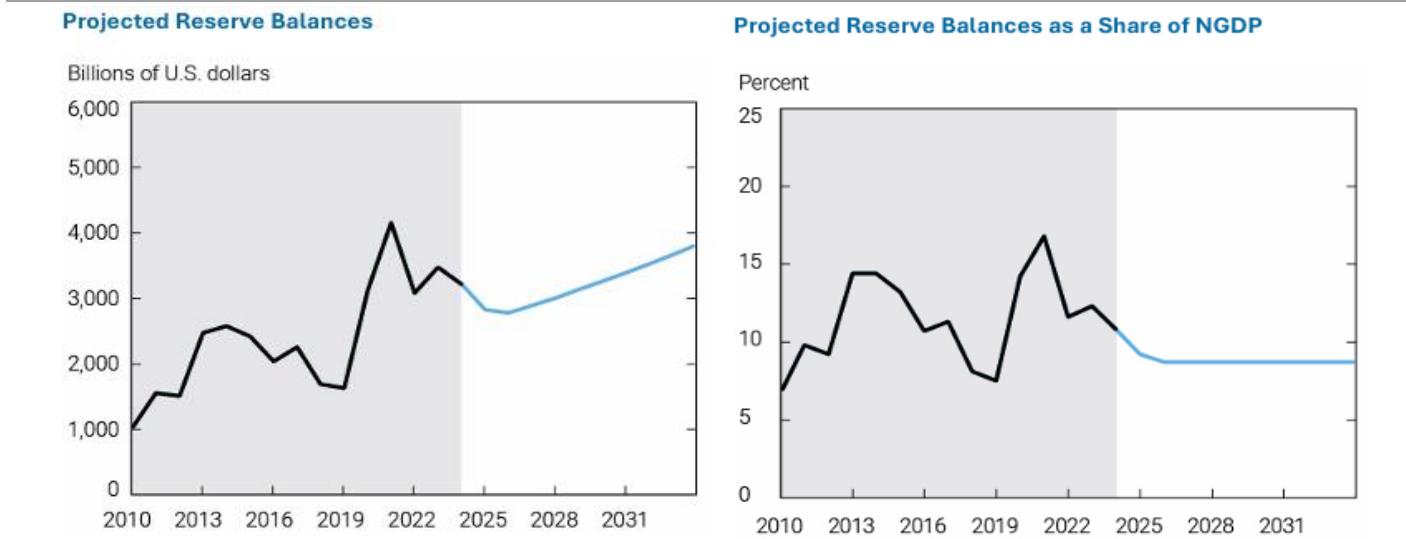


资料来源: Wind、粤开证券研究院

美联储结束缩表后，准备金规模仍可能惯性下降，这意味着流动性不会明显宽松，反而可能阶段性紧张。根据鲍威尔2025年10月的演讲稿，在美联储停止缩表后，准备金余额预计将继续下降，因为美联储其他负债还会增加；在达到某个时候，美联储将确定准备金已经下降至“充足”水平，并在此后根据需要管理持有的资产，使得准备金保持在“充足”水平。纽约联储(OMO 2024)报告预计，2026年上半年准备金将下降至“略高于2.7万亿美元”的水平，7月以后将开始温和增长，以实现准备金占名义GDP比重的基本稳定。这意味着，如果美联储仅停止缩表而不进行其他管理和干预，银行体系很可能继续出现流动性紧张的情况。



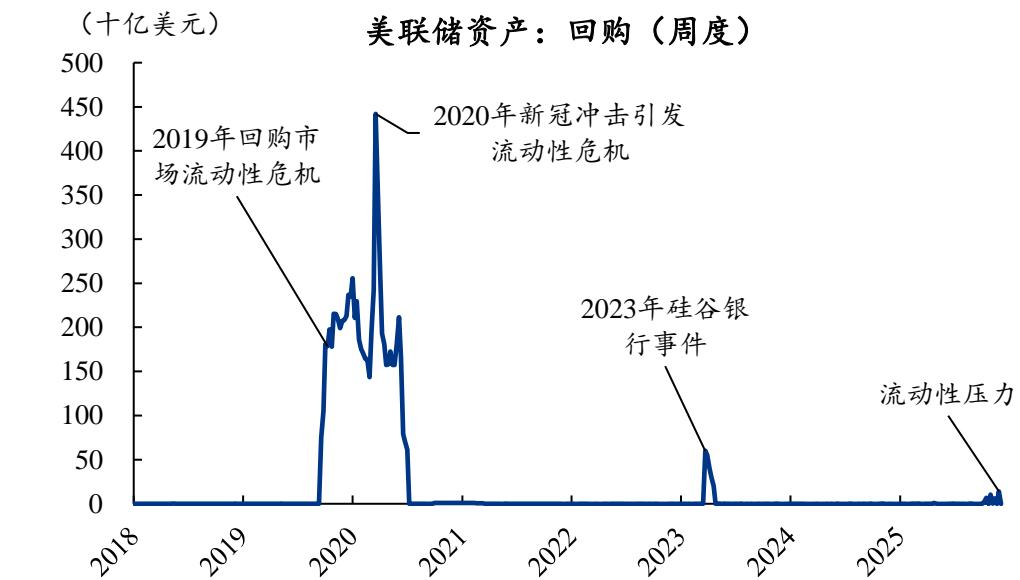
图表12：纽约联储预计，准备金将先下降后回升，最终实现准备金占GDP比重稳定



资料来源：纽约联储 (OMO 2024)、粤开证券研究院

前车之鉴下，美联储将高度重视资产负债表操作，避免流动性危机重现。2019年9月，美国回购市场经历了剧烈的流动性危机。这次教训后，美联储在本轮缩表过程中十分谨慎，通过提前宣导、多次调整缩表节奏等方式，校准准备金和流动性状态。展望2026年，在准备金接近充足的背景下，美联储预计将密切监测市场流动性状况。在必要时可能采取的行动包括：一是动用SFR和贴现窗口等工具，应对短期的流动性紧缺。二是适时重新扩表，可能阶段性增持1年期限内的短期国债(T-Bills)，阶段性补充准备金水平。总的来看，美联储应对流动性风险的工具较充足，流动性危机重演的概率不大。

图表13：美联储必要时可以启动回购工具，呵护市场流动性



资料来源：Wind、粤开证券研究院

三、美联储政策的可能影响

美联储适度降息，有望托底美国经济及全球金融市场表现，但未必显著提振。一是，美国政策利率仅下降至“中性利率”附近，并非重回扩张性货币政策。尤其在美联储暂



停降息阶段，金融市场可能重回紧张。二是，美联储独立性可能继续面临挑战，部分抵消降息的积极影响。三是，除美联储政策外，美国财政及关税政策、美国及全球AI发展、非美经济体自身发展趋势等，也将对美国及全球经济产生重要影响。

（一）对美国经济的影响：有限促进经济与就业，独立性牵动通胀预期

本轮降息对美国经济增长和就业的促进作用有限。增长方面，2026年美国经济增长前景复杂，财政政策的效果、关税影响的持续性等有待观察，AI发展带动的设备和知识产权等商业投资可能保持积极，但居民消费、地产投资、出口以及政府支出改善的难度较大。尽管降息可以在一定程度上降低企业和个人的借贷成本，托底投资和消费，但难以改变美国经济“着陆”趋势。就业方面，2026年美国就业市场不仅面临宏观需求降温，也将继续面临劳动力流失、AI对就业的冲击等特殊挑战，就业市场弱势可能更难扭转。

小幅降息不容易引发美国通胀上行，而美联储独立性对通胀的影响可能更加关键。经验上，1980年代之后，鲜有出现货币政策宽松引致美国通胀大幅上行。根据菲利普斯曲线，在美国经济和就业偏弱的背景下，美国通胀更可能受制于偏弱的宏观需求。但是，特朗普全面掌控美联储并迫使更快降息，货币政策独立性显著不及预期，市场通胀预期将面临上行和脱锚风险，并最终反映在实际通胀走势上。

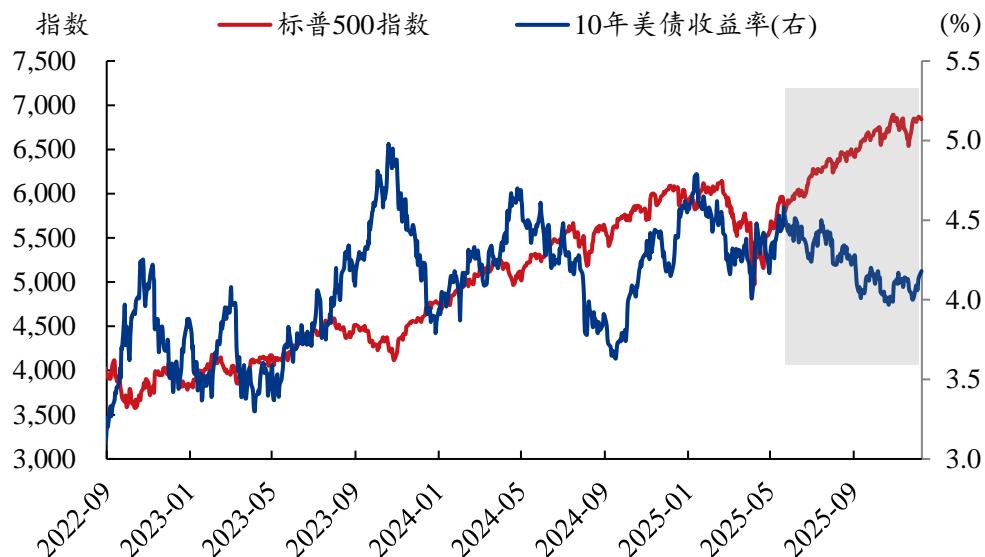
（二）对美元资产的影响：美股和黄金适度受益，美元指数影响有限，长端美债利率存反弹风险

美债收益率曲线趋于陡峭化，长端美债收益率存在反弹风险。中短期限美债利率可能受益于降息，但10年期及以上美债利率未必明显下降，尤其在下半年美联储暂停降息后可能还有反弹风险。一方面，美联储独立性挑战可能抬升市场对未来通胀预期，并计入美债名义利率。近期在哈西特当选新任联储主席的预期下，中长期美债利率出现显著反弹。另一方面，美国财政过度扩张，可能进一步抬升期限溢价。如果特朗普政策进一步损害财政纪律，增加赤字和发债，投资者可能扮演“债券义警”，主动抛售美债，且对于持有较长期限的美债或要求更高的风险补偿。

美股在适度降息和环境中有望表现积极，但也存在高波动风险。经验上，美联储适度降息且经济“软着陆”情形下，美股整体表现积极。但是，美股波动与调整风险仍不容小觑。一是，美联储独立性与通胀反复风险，可能增大美股波动。二是，美债利率下行空间可能不足。2025年5月以后，10年美债收益率因降息重启的预期而明显下行，为美股的上涨保驾护航，但2026年这一有利条件可能弱化。三是，除利率环境外，投资者也将高度关注美股高估值、高集中度与AI投资泡沫风险等。



图表14: 2025年5月以后, 10年美债利率下行促进美股上涨



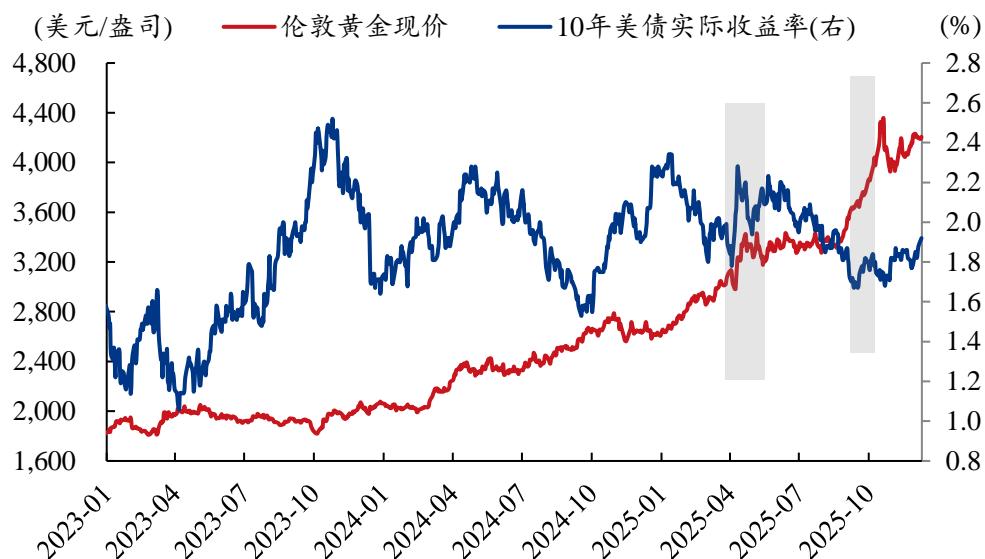
资料来源: Wind、粤开证券研究院

美元指数受本轮降息的影响或有限。美元汇率不单取决于美国利率水平,更取决于美国与非美经济体的利差水平,本质是经济成色与资产回报的比较关系。经验上,美元指数的走势与美联储是否降息无明显关联。2025年,美元指数超预期走弱,表面上由美联储降息助推,但也离不开美国经济走弱、美元资产信誉下降以及非美经济保持韧性等。2026年,美联储降息本身对美元汇率的影响有限,但美联储独立性以及美元信誉风险可能产生压制。此外,欧洲、日本等经济成色、政局走向等,也将对美元指数产生影响。

黄金可能受益于适度降息与美联储独立性风险。一方面,美联储适度降息与经济稳定,有利于减少金融波动及流动性风险,利好黄金。另一方面,本轮黄金价格与美债利率的相关性弱化,尽管美联储降息幅度不高、美债利率下行空间受限,但如果美联储独立性弱化,美国财政前景与美元信誉担忧继续发酵,黄金仍将继续受益。2025年,黄金价格与10年美债实际利率继续出现背离,尤其在4月“对等关税”和10月美国政府停摆后,美债实际利率走高,并未阻止金价走高。



图表15：黄金价格与10年美债实际利率关系弱化



资料来源：Wind、粤开证券研究院

（三）对中国经济和资本市场的影响：货币政策更加“以我为主”，人民币汇率保持韧性，中国资产表现值得期待

中国经济运行主线仍在国内因素，货币政策能够更加“以我为主”。2025年，中国经济呈现出两个“高于预期”，即中国出口的强劲韧性以及资本市场的显著走强。美联储适度降息，托底外需和国际金融市场，为中国经济创造有利条件。但另一方面，中国经济运行主线仍在国内因素，下一步仍将着力促进房地产市场止跌回稳、提振消费和优化化债政策，修复经济内生动能和激发微观主体活力。在美联储降息的窗口期，中国货币政策能够更加“以我为主”，进一步降准降息。12月政治局会议重申“适度宽松的货币政策”。

人民币汇率有望保持韧性，资本市场表现值得期待。2025年，人民币汇率走强，除了美联储重启降息与美元指数走弱外，更具备一系列内在支撑，包括出口表现强劲、贸易紧张局势改善、人民币资产吸引力上升等。2026年，人民币仍将具备上述支撑，有望保持韧性。2025年中国股市延续牛市，以中国科技叙事反转为起点，资本市场制度完善与资金持续流入保驾护航。2026年中国科创发展与资本市场改革仍在继续，国内外中长期资金仍将流入，在美元流动性适度宽松的背景下，中国资产表现仍值得期待。



分析师简介

罗志恒, 2020 年 11 月加入粤开证券, 现任副总裁, 兼首席经济学家、研究院院长, 证书编号: S0300520110001。

范城恺, 伦敦政治经济学院 (LSE) 经济学硕士, 现任资深宏观分析师, 证书编号: S0300525120001。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明: 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力, 在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则, 独立、客观地出具本报告, 结论不受任何第三方的授意或影响。本报告反映了本人的研究观点, 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接收到任何形式的报酬。

与公司有关的信息披露

粤开证券具备证券投资咨询业务资格, 经营证券业务许可证编号: 10485001。

本公司在知晓范围内履行披露义务。

股票投资评级说明

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。

股票投资评级标准

报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准, 投资建议的评级标准为:

买入: 相对大盘涨幅大于 10%;

增持: 相对大盘涨幅在 5%~10%之间;

持有: 相对大盘涨幅在-5%~5%之间;

减持: 相对大盘涨幅小于-5%。

行业投资评级标准

报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准, 投资建议的评级标准为:

增持: 我们预计未来报告期内, 行业整体回报高于基准指数 5%以上;

中性: 我们预计未来报告期内, 行业整体回报介于基准指数-5%与 5%之间;

减持: 我们预计未来报告期内, 行业整体回报低于基准指数 5%以下。



免责声明

本报告由粤开证券股份有限公司（以下简称“本公司”）向专业投资者客户及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者客户（以下统称客户）提供。若您并非上述类型的投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研究报告中的任何信息。公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的公开信息和资料，但本公司不保证信息的准确性和完整性，亦不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。本公司力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或询价，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。投资者据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司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。本公司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。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在允许的范围内使用，并注明出处为“粤开证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖意愿的引用、删节和修改。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。本公司并不对其他网站和各类媒体转载、摘编的本公司报告负责。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，本公司不承担任何法律责任。

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。

联系我们

广州市黄埔区科学大道 60 号开发区控股中心 19、22、23 层

北京市西城区广安门外大街 377 号

网址: www.ykzq.com