

研究报告

2025 年：放缓降息的确定性和不确定性

——美联储 12 月议息会议点评

阅读摘要

12 月 18 日，美联储 FOMC 会议将基准利率下调 25BP 至 4.25%-4.50% 水平。整体而言，本次议息会议态度偏“鹰”，点阵图显示 2025 年降息两次，长期利率中枢将有所上升。总体来看，本次会议反映了美联储对短期经济前景较为乐观，但认为通胀路径可能出现反复，预期后续降息空间收窄。但同时，美联储认为不确定性仍存，需要对“特朗普 2.0 时代”政策及影响保留相机抉择空间。

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 兰澜

张润锋 杨童舒

2025 年：放缓降息的确定性和不确定性

——美联储 12 月议息会议点评

一、12 月议息会议主要内容

(一) 经济指标预测¹调整指向不急于降息

1. **上调增长预测**: 大幅上调 2024 年 GDP 增速²预测至 2.5% (9 月: 2.0%), 小幅上调 2025 年 GDP 增速预测至 2.1% (9 月: 2.0%), 2026 年预测值为 2.0% 不变。

2. **上调通胀预测**: 上调 2024 年 PCE 同比增速至 2.4% (9 月: 2.3%), 大幅上调 2025 年 PCE 同比增速至 2.5% (9 月: 2.1%); 对应的核心 PCE 调整幅度相对较小, 分别上调至 2.8% (9 月: 2.6%)、2.5% (9 月: 2.2%)。通胀预测的调整反映美联储预期特朗普新政府后续政策大概率将推升通胀。

3. **下调失业预测**: 下调 2024 年失业率预测至 4.2% (9 月: 4.4%), 下调 2025 年失业率预测至 4.3% (9 月: 4.4%)。该调整符合我们此前对于美联储劳动市场的分析, **劳动市场缓慢降温而非极速降温** (详见前期报告《美国就业市场的再观察和新常态》)。

¹ 此处所有经济指标预测均为美联储 12 月议息会议 SEP 报告中的中位数。

² GDP 增速均为实际 GDP 的同比增速。

图表 1：美联储 12 月经济预测

Percent

Variable	Median ¹					Central Tendency ²					Range ³				
	2024	2025	2026	2027	Longer run	2024	2025	2026	2027	Longer run	2024	2025	2026	2027	Longer run
Change in real GDP	2.5	2.1	2.0	1.9	1.8	2.4-2.5	1.8-2.2	1.9-2.1	1.8-2.0	1.7-2.0	2.3-2.7	1.6-2.5	1.4-2.5	1.5-2.5	1.7-2.5
September projection	2.0	2.0	2.0	2.0	1.8	1.9-2.1	1.8-2.2	1.9-2.3	1.8-2.1	1.7-2.0	1.8-2.6	1.3-2.5	1.7-2.5	1.7-2.5	1.7-2.5
Unemployment rate	4.2	4.3	4.3	4.3	4.2	4.2	4.2-4.5	4.1-4.4	4.0-4.4	3.9-4.3	4.2	4.2-4.5	3.9-4.6	3.8-4.5	3.5-4.5
September projection	4.4	4.4	4.3	4.2	4.2	4.3-4.4	4.2-4.5	4.0-4.4	4.0-4.4	3.9-4.3	4.2-4.5	4.2-4.7	3.9-4.5	3.8-4.5	3.5-4.5
PCE inflation	2.4	2.5	2.1	2.0	2.0	2.4-2.5	2.3-2.6	2.0-2.2	2.0	2.0	2.4-2.7	2.1-2.9	2.0-2.6	2.0-2.4	2.0
September projection	2.3	2.1	2.0	2.0	2.0	2.2-2.4	2.1-2.2	2.0	2.0	2.0	2.1-2.7	2.1-2.4	2.0-2.2	2.0-2.1	2.0
Core PCE inflation ⁴	2.8	2.5	2.2	2.0		2.8-2.9	2.5-2.7	2.0-2.3	2.0		2.8-2.9	2.1-3.2	2.0-2.7	2.0-2.6	
September projection	2.6	2.2	2.0	2.0		2.6-2.7	2.1-2.3	2.0	2.0		2.4-2.9	2.1-2.5	2.0-2.2	2.0-2.2	
Memo: Projected appropriate policy path															
Federal funds rate	4.4	3.9	3.4	3.1	3.0	4.4-4.6	3.6-4.1	3.1-3.6	2.9-3.6	2.8-3.6	4.4-4.6	3.1-4.4	2.4-3.9	2.4-3.9	2.4-3.9
September projection	4.4	3.4	2.9	2.9	2.9	4.4-4.6	3.1-3.6	2.6-3.6	2.6-3.6	2.5-3.5	4.1-4.9	2.9-4.1	2.4-3.9	2.4-3.9	2.4-3.8

数据来源：FED、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

（二）点阵图：预计 2025 年降息 2 次，长期均衡利率上调

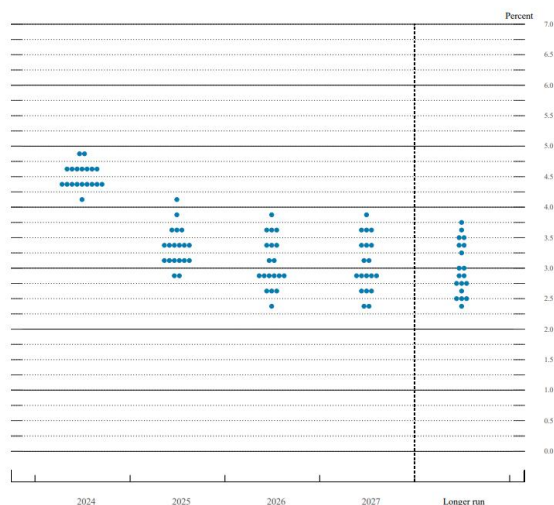
美联储点阵图中位数显示，FOMC 成员倾向于在 2025 年的 8 次会议³中降息 2 次。但美联储官员意见存在分歧：（1）1 位认为 2025 年不应降息；（2）3 位认为 2025 年应降息 25BP；（3）10 位认为 2025 年应降息 50BP；（4）3 位认为 2025 年应降息 75BP；（5）1 位认为 2025 年应降息 100BP；（5）1 位认为 2025 年应降息 125BP。

除此之外，FOMC 上调了 2025、2026 年末的利率水平预测至 3.9% 及 3.4%，将长期均衡利率小幅上修至 3.0%。鲍威尔表示美联储“接近或已到达”放缓、暂停降息的节点。

³ 2025 年 8 次 FOMC 会议分别在：1 月 29 日、3 月 19 日、5 月 7 日、6 月 18 日、7 月 30 日、9 月 17 日、10 月 29 日、12 月 10 日。

图表 2：2024 年 9 月点阵图

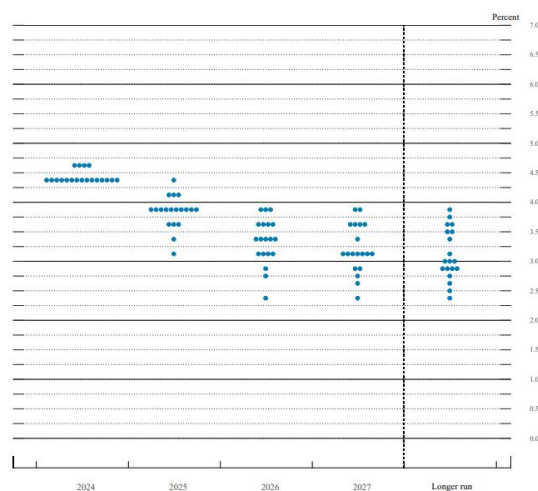
Figure 2. FOMC participants' assessments of appropriate monetary policy: Midpoint of target range or target level for the federal funds rate



数据来源：FED、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

图表 3：2024 年 12 月点阵图

Figure 2. FOMC participants' assessments of appropriate monetary policy: Midpoint of target range or target level for the federal funds rate



数据来源：FED、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

二、“四边形”模型分析美联储货币政策前景

基于美联储货币政策决议“四边形”分析模型⁴，目前美国经济数据较为乐观，通胀近期由于能源价格有所反复，金融状况较为充裕，总体来看对降息要求不高。会后，FedWatch 显示 2025 年 1 月维持利率不变概率达 91.4%⁵，2025 年上半年、全年预期累计降息 22BP、33BP 左右，与会议前⁶相比下调 10BP 至 15BP 左右。综合判断，我们预期 2025 年 1 月暂停一次降息，后续降息路径整体偏保守，但相机抉择的空间仍大。

（一）近期美国经济数据超预期，就业市场保持韧性

美国经济表现超预期，前三季度 GDP 环比折年率分别

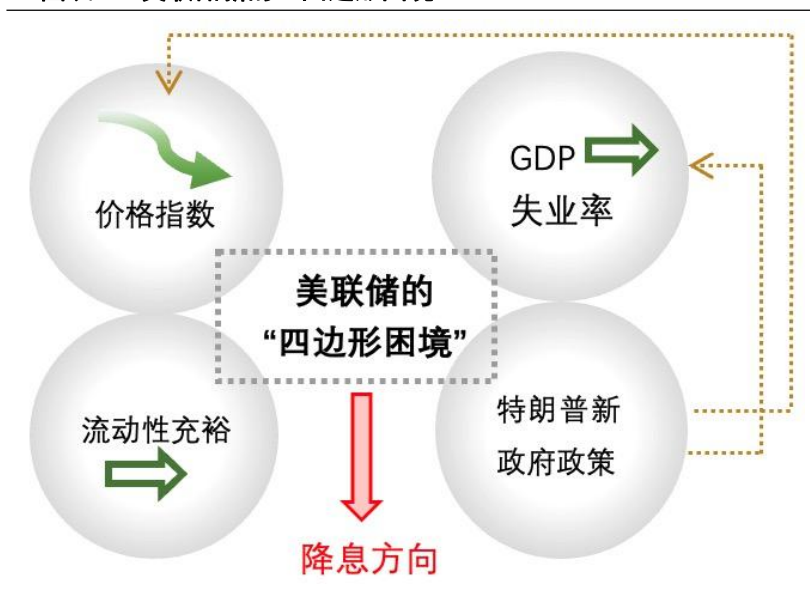
⁴ 具体请参考中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心报告《美联储政策选择的“四边形”困境》。

⁵ 截至 2024 年 12 月 19 日。

⁶ 截至 2024 年 12 月 17 日。

为 1.6%、3.0%、2.8%、亚特兰大联储 GDPNow 模型预估四季度增速进一步抬升至 3.2%⁷。尽管可能有假日效应、担忧“特朗普 2.0 时代”政策影响的消费前置等因素影响，10 月零售数据环比增长 0.4%（预期 0.3%），整体超预期。就业市场保持韧性。随着飓风及罢工事件影响因素消退，11 月新增非农就业回升至 22.7 万。虽然失业率升至 4.2%，但已连续 2 个月未触发“萨姆规则”，且由于疫后劳动参与率下降、劳动力市场结构性改变，失业率中枢的抬升并不意味着就业市场大幅降温⁸。

图表 4：美联储新的“四边形困境”



数据来源：WIND、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

（二）短期通胀缓和，但美联储或需预留一定政策空间应对中长期的再通胀风险

10、11 月通胀因能源价格波动小幅反弹、核心通胀连续 2 个月持平，反映短期内通胀下行态势延续。由于近

⁷ 12 月 18 日预测值。

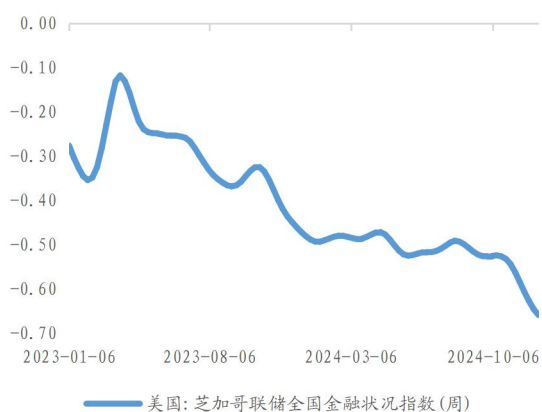
⁸ 详见报告《美国就业市场的再观察和新常态》。

期核心商品价格上行或有季节性、假日性影响因素，房价和租金等领先指标反映的核心服务仍有下行空间，能源价格大幅上行概率有限，**短期内通胀上行压力不大**。但特朗普新政府计划实施的关税和移民政策或在中长期分别抬升商品及服务通胀中枢，美联储或需预留一定政策空间以应对中长期通胀的不确定性。

（三）金融环境整体宽松稳健，降息迫切性不大

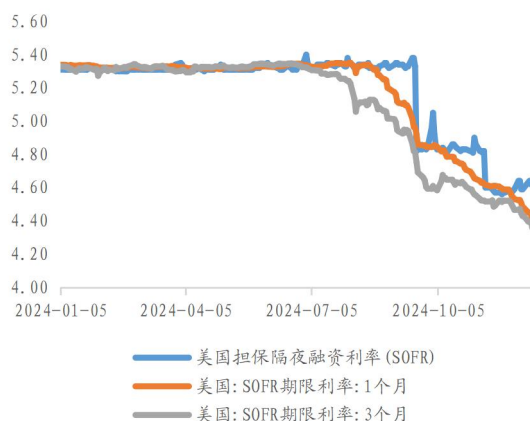
9月降息后金融状况持续宽松，**芝加哥金融条件指数持续走低**、自9月初的-0.51至12月中的-0.66，创年初以来最低点(见图表5)；同期**美国担保隔夜融资利率(SOFR)**的1个月、3个月期限利率持续下行(见图表6)。12月4日存款准备金占商业银行总资产比率为13.7%、略低于年初的14.9%但仍在“充裕”范围内⁹。

图表5：芝加哥金融指数在9月降息后持续下行



数据来源：WIND、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

图表6：各期限 SOFR 利率保持下行



数据来源：WIND、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

（四）特朗普新政府对内减税、对外加税、反移民的政

⁹ 根据纽约联储，准备金占商业银行总资产比率处在12%-13%以上为充裕(abundant)，8%-10%以下则为缺乏(scarce)，在此之间一般认为是适度充裕(ample)。

策主张将对美国经济产生复杂影响

特朗普新政府的减税政策将提振经济增长，但增加关税和新移民限制可能对经济产生部分拖累。其中，**减税**增加居民收入、提高企业利润。但**提高关税**及相应国家或有的关税反制或加剧输入型通胀、抑制消费增长。**反移民**政策或加剧劳动力市场紧张，增强服务通胀粘性，抬升中长期通胀中枢。但“特朗普 2.0 时代”政策落地的节奏和程度仍存较大不确定性（详见前期报告《“特朗普 2.0 时代”可能会有哪些变化——政策及经济篇》），对此，美联储短期内大概率保持观望、预留部分政策空间，静待政策落地后抉择。

三、“鹰派”预期扰动资产价格走势

（一）降息预期减弱，美元走强

会议后美元指数上行 1.1% 至 107.8¹⁰。受中长期经济增长及通胀中枢预期抬升，美联储后续降息预期有所减弱影响，叠加欧洲经济疲软、欧央行后续降息幅度料高于美联储¹¹，**我们预期 2025 年美元将保持偏强态势**。但同时，尽管此次竞选中特朗普表示要维护美元储备货币地位，但此前对美元的表态¹²或预示新政府也不希望美元出现单边大幅升值、以保证出口竞争力。

¹⁰ 涨幅为自北京时间 2024 年 12 月 19 日凌晨 2 点 30 分起至上午 9 点，美债利率涨幅统计时间相同。

¹¹ 欧元兑美元占美元指数权重的 57.6%。

¹² 在第一个任期内，特朗普曾多次指责其他国家让本币兑美元变得过低，损害了美国的出口能力。

（二）实际利率及通胀隐忧推升美债利率、可能的供给冲击或也会带来时点性上行冲击

会议后 2 年期、10 年期美债分别上行 13BP、12BP 至 4.35%、4.51%。基于对“特朗普 2.0 时代”的政策预期，目前市场预期实际利率水平有所上升（纽约联储：2025 年美国的实际利率预测上调至 2.3%¹³）。叠加再通胀隐忧，虽然 2025 年美联储降息仍会带动美债利率下行，但下行的空间和幅度或较之前预期减弱。综合看，短期内预期各期限美债收益率仍将保持相对高位，仍需要关注减税政策落地大概率伴随着美国债务上限上调、美债进一步扩容等配套财政举措，届时对美债利率也会产生时点性上行冲击。

（三）美股受企业盈利影响更为明显

截至收盘，会议后纳斯达克指数、标普 500 分别下跌 3.76%至 19,392.69 点、3.12%至 5,872.16 点¹⁴。总量上，特朗普新政府减税政策将直接抬升企业税后利润，高盛预估美国国内法定税率每降低 1 个百分点，标普 500 指数成分股 EPS 或实现略低于 1%的增幅，美国经济“软着陆”也为美股提供较为稳定的宏观环境。结构上，AI 应用场景推广促进相应投资扩张（四大厂商¹⁵资本开支加速增长，2024 年前三季度分

¹³ 一、二季度分别为 1.9%、2.2%。

¹⁴ 跌幅为北京时间 2024 年 12 月 19 日 3:00 至 5:00（对应美东时间 12 月 18 日 14:00 至 16:00），纳斯达克指数两个时点分别报 20,150.01、19,392.69 点，标普 500 指数两个时点分别报 6,061.54、5,872.16 点。截至收盘，美东时间 12 月 18 日当日纳斯达克指数跌 3.56%，报 19,392.69 点（前日收盘价 20,109.06）；标普 500 指数跌 2.95%，报 5,872.16 点（前日收盘价 6,050.61）。

¹⁵ 谷歌、微软、Meta、亚马逊。

别同比增 31%、58%、59%)，短期内科技及相关供应链行业的盈利增长仍有韧性。待美联储累计降息幅度达一定程度后，传统利率敏感型行业盈利逐步改善，叠加部分国内营收占比较高的小盘股届时受贸易波动影响或较小，预计 2025 年下半年美股的分化行情将有所收敛。后续短期内经济基本面对美股预期有所支撑，但需同时关注降息路径超预期对市场的扰动。



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。**