



美联储或“鹰派降息”

——美联储系列二十九

研究院 宏观组

徐闻宇

✉ xuwenyu@htfc.com

从业资格号：F0299877

投资咨询号：Z0011454

投资咨询业务资格：

证监许可【2011】1289号

宏观事件

北京时间 2025 年 12 月 11 日凌晨 3 点，美联储将公布 12 月利率决议，并发布经济展望报告（SEP）和利率点阵图。关注美联储是否调整 2026 年降息节奏和资产负债表政策。

核心观点

■ 关注“鹰派降息”提供的市场空间

- 1) 从经济增长角度，美国劳动力市场短期压力开始上升——11 月 ADP 就业单月减少 3.2 万，显示出经济动力不足的压力在上升。需要关注 12 月圣诞季消费对于预期的影响。
- 2) 从通货膨胀角度，服务型通胀的下降已经开始趋稳，而商品型通胀的压力逐渐上升，从核心通胀的角度，薪资增速继续强于生产力增速或削弱经济增长的动能。
- 3) 美联储 12 月结束 QT，但 TOMO 操作量增加，市场对于美联储流动性供给增加的预期抬升。结合财政扩张预计呈现短久期特征，美联储流动性管理或集中于短端。从时间来看，12 月或 1 月或是相关政策预期释放的窗口，关注美联储主席 12 月新闻发布会。

■ 策略

我们预计美联储 12 月降息后降低未来利率预期，但会给市场扩表的想象空间。

美元：随着美国货币市场流动性的逐渐趋紧，关注 12 月美联储若“鹰派降息”驱动的波动率先抑后扬的可能，等待波动率多头（+VIX）入场空间；同时，关注俄乌战事的不确定对欧洲的预期影响，维持欧元空头（-EUR）思路。

美债：关注美联储对未来降息空间的下修可能，通胀韧性的带动下预计收益率曲线重回扁平化（-2s10s）。趋势的角度，关注 TGA 账户的收敛情况，短期美联储推出扩张可能性仍不大，短期美债多头仍需等待（+2s）。

中债：战略头寸维持陡峭化，短期随着外部流动性环境的趋紧和国内流动性周期的转变，战术性调整至扁平化（-2s10s），关注年末机构对于长债仓位调整提供的入场机会。

商品：短期流动性环境约束情景下，商品预期或仍存在压力；重点关注供给侧因素对于商品定价的影响。建议继续关注商品调整后的配置型机会。

■ 风险

经济数据短期向下波动，流动性超预期宽松

目录

宏观事件	1
核心观点	1
货币条件：短期仍呈现宽松.....	4
流动性：关注美联储扩表.....	5
实体：仍然缺乏动力.....	6
通胀：短期影响中性.....	7
利率：预计 12 月降息 25BP.....	9
资产负债表：关注收益率扁平.....	10
财政：扩张的脚步逐渐临近	10
货币：预期或强于实际落地	11
宏观策略：围绕扩表构建策略.....	12

图表

图 1：美国金融条件“及其”宽松 单位：指数点，%.....	4
图 2：美联储 TOMO 操作四季度增加 单位：十亿美元.....	4
图 3：美国金融压力极度宽松 单位：指数点	4
图 4：关注金融资产短期反弹持续性 单位：%.....	4
图 5：美联储 RRP 降至低位 单位：万亿美元.....	5
图 6：央行流动性工具未显示压力 单位：亿美元	5
图 7：家庭信贷增速二季度维持低位 单位：%YoY.....	5
图 8：政府杠杆斜率暂不扩张 单位：%，%GDP	5
图 9：货币条件宽松和实体景气 单位：指数点	6
图 10：短期改善和中期预期压力 单位：指数点，BP.....	6
图 11：盈利延续缓慢放缓 单位：%YoY.....	6
图 12：生产率的相对改善面临成本阻力 单位：%YoY.....	6
图 13：美国通胀热力图显示 9 月核心通胀热度暂未上升 单位：STD.....	7
图 14：CPI 和核心 CPI 同比企稳 单位：%YoY.....	8
图 15：二手车和新车 CPI 同比走势 单位：%YoY.....	8
图 16：核心商品通胀开始向上回升 单位：%YoY.....	8
图 17：房价和住房租金价格均放缓 单位：%YoY.....	8
图 18：市场预期 12 月降息 25BP 单位：%PCT	9
图 19：市场预期 2026 降息 75BP（三次） 单位：%PCT	9
图 20：美国国债发行暂时维持稳定 单位：亿美元	10
图 21：财政利息支出和美元指数 单位：%.....	10
图 22：政府债务回升和美元指数 单位：%.....	10

图 23: M2 和银行总资产对比 | 单位: %YoY..... 11

图 24: 美联储利率和货币乘数对比 | 单位: BP 11

图 25: 美联储资产端环比变动 | 单位: 亿美元 11

图 26: 银行信贷标准和信贷需求对比 | 单位: %PCT..... 11

图 27: 美债扁平化和对外利差走阔 | 单位: BP 13

图 28: 美债扁平化的经济影响 | 单位: BP 13

图 29: 波动率和美元指数 | 单位: 指数点 13

图 30: 美元指数期货持仓扩张 | 单位: 万手 13

图 31: 美债期限利差和波动率 | 单位: BP 13

图 32: 中债期限利差和波动率 | 单位: BP 13

表 1: 美联储 3 月 SEP 展望 | 单位: % 9

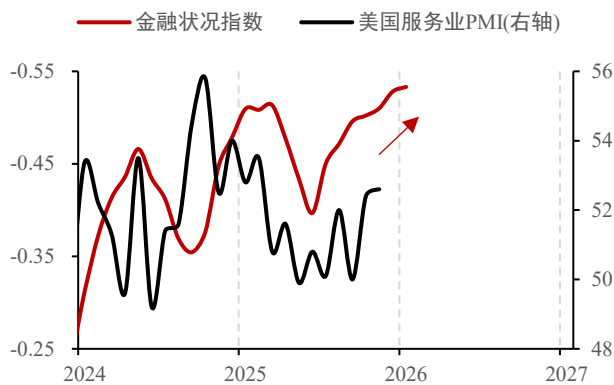
表 2: 美联储交易宏观策略跟踪 12

货币条件：短期仍呈现宽松

金融条件继续宽松，服务业 PMI 有望继续扩张。美联储自 2024 年暂停加息以来，金融条件虽有波动但持续宽松。随着中美关税暂停，市场波动率再次出现显著回落。

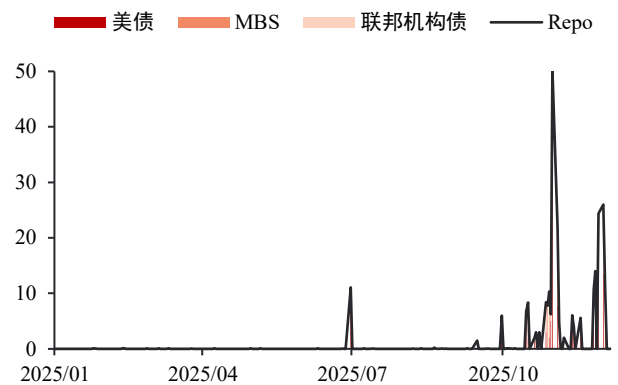
关注年末市场延续暖风的可能。四季度以来美联储临时公开市场操作（TOMO）的回购量持续增加，显示出随着美联储持续的缩表，市场的流动性呈现出紧张的局面。随着 12 月美联储暂停量化紧缩转向国债到期再投资，这一状况略有好转，但市场的压力仍未消除。关注美联储 12 月甚至明年 1 月议息会议是否释放进一步转变资产负债表政策的可能。

图 1：美国金融条件“及其”宽松 | 单位：指数点，%



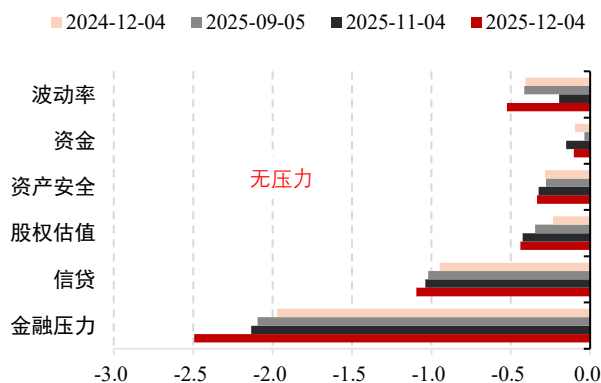
数据来源：iFinD 华泰期货研究院

图 2：美联储 TOMO 操作四季度增加 | 单位：十亿美元



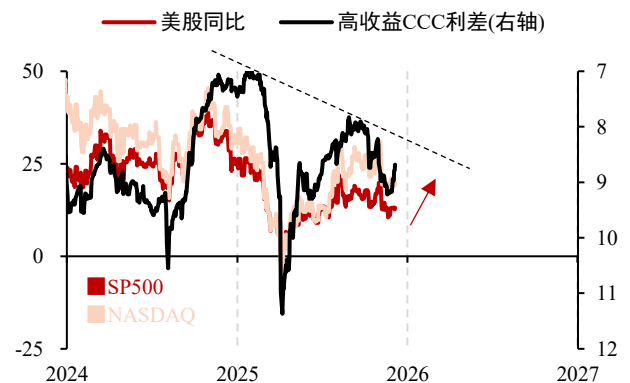
数据来源：iFinD 华泰期货研究院

图 3：美国金融压力极度宽松 | 单位：指数点



数据来源：iFinD 华泰期货研究院

图 4：关注金融资产短期反弹持续性 | 单位：%



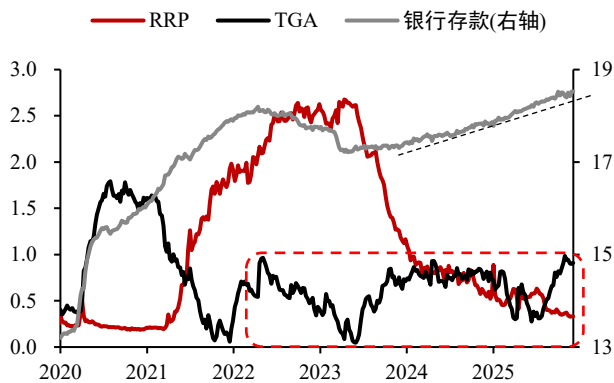
数据来源：iFinD 华泰期货研究院

流动性：关注美联储扩表

金融：关注美元流动性紧平衡。以 12 月初美联储不再缩表为标志，美国金融市场进入到流动性紧平衡状态，表现为隔夜逆回购账户规模的收缩（图 5）和美联储回购操作的增加（图 2）。在这一背景下，流动性有约束但未形成冲击的状态（央行流动性工具用量保持低位，见图 6）下，预计市场会反复交易美联储资产负债表政策的放松，带来市场一方面波动率的逐渐上升，另一方面阶段性呈现修复的可能。

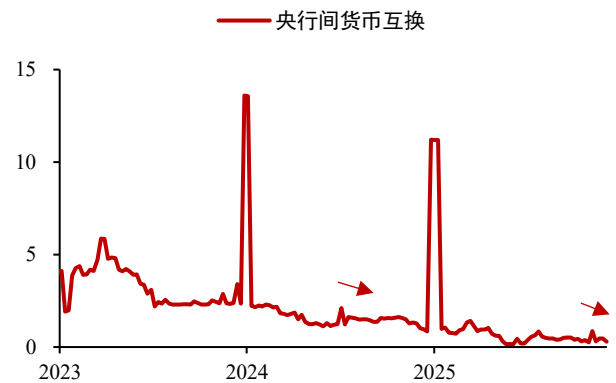
实体：流动性需求仍处在低位。2022 年的快加息不仅消耗了实体部门的储蓄，居民部门现金持续收缩；同时实体部门也处在谨慎状态不加杠杆，信贷增速降至近 1%。从结构上观察，一方面美国政府并未快速扩张，居民部门持续收缩；另一方面整体信贷增速逐渐企稳回升（图 8 和图 26），我们预计这背后是受到 AI 支出驱动的信贷扩张带动，也带来市场对相关资产泡沫化的担忧。

图 5：美联储 RRP 降至低位 | 单位：万亿美元



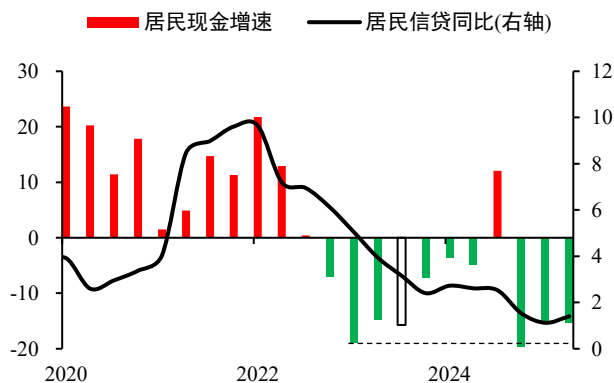
数据来源：iFinD 华泰期货研究院

图 6：央行流动性工具未显示压力 | 单位：亿美元



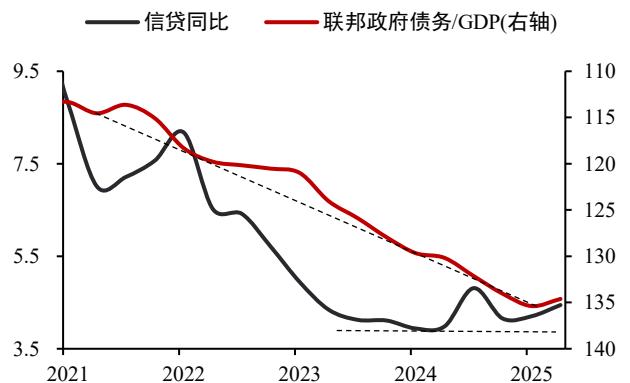
数据来源：iFinD 华泰期货研究院

图 7：家庭信贷增速二季度维持低位 | 单位：%YoY



数据来源：iFinD 华泰期货研究院

图 8：政府杠杆斜率暂不扩张 | 单位：%，%GDP



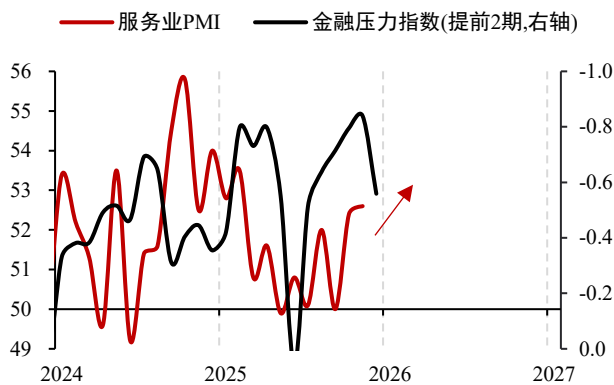
数据来源：iFinD 华泰期货研究院

实体：仍然缺乏动力

美国经济缓慢放缓现实未变。一方面，从上节流动性来看，货币市场流动性尽管当前保持相对宽松，但是如果没有增量、可持续的流动性供给，随着市场面临的债务压力逐渐上升，我们预计未来流动性条件逆转的风险在加大。另一方面，实体经济扩张的意愿仍不强，缺乏增量流动性的情况下潜在违约率或面临上行压力。

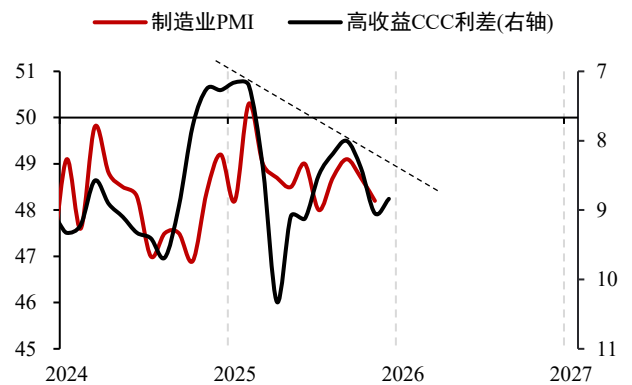
经济继续在“滞胀”边缘试探。从成本的角度来看（见下节），核心通胀虽然稳定但是继续下行的空间相对有限；而经历了生产力的阶段性改善后，2025年中劳动力成本再次超过生产力增速，随着中期选举开启，选票驱动经济再次进入“滞胀”的风险在加大。

图 9：货币条件宽松和实体景气 | 单位：指数点



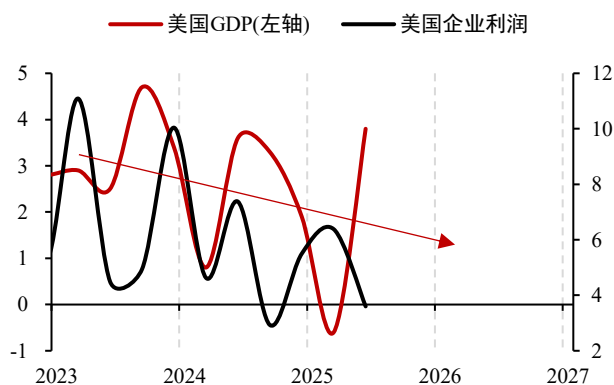
数据来源：iFinD 华泰期货研究院

图 10：短期改善和中期预期压力 | 单位：指数点，BP



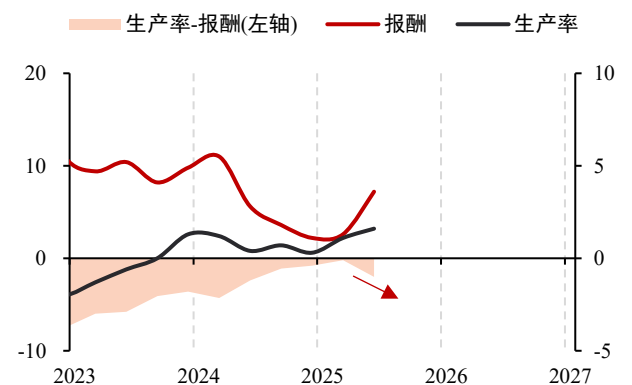
数据来源：iFinD 华泰期货研究院

图 11：盈利延续缓慢放缓 | 单位：%YoY



数据来源：iFinD 华泰期货研究院

图 12：生产率的相对改善面临成本阻力 | 单位：%YoY

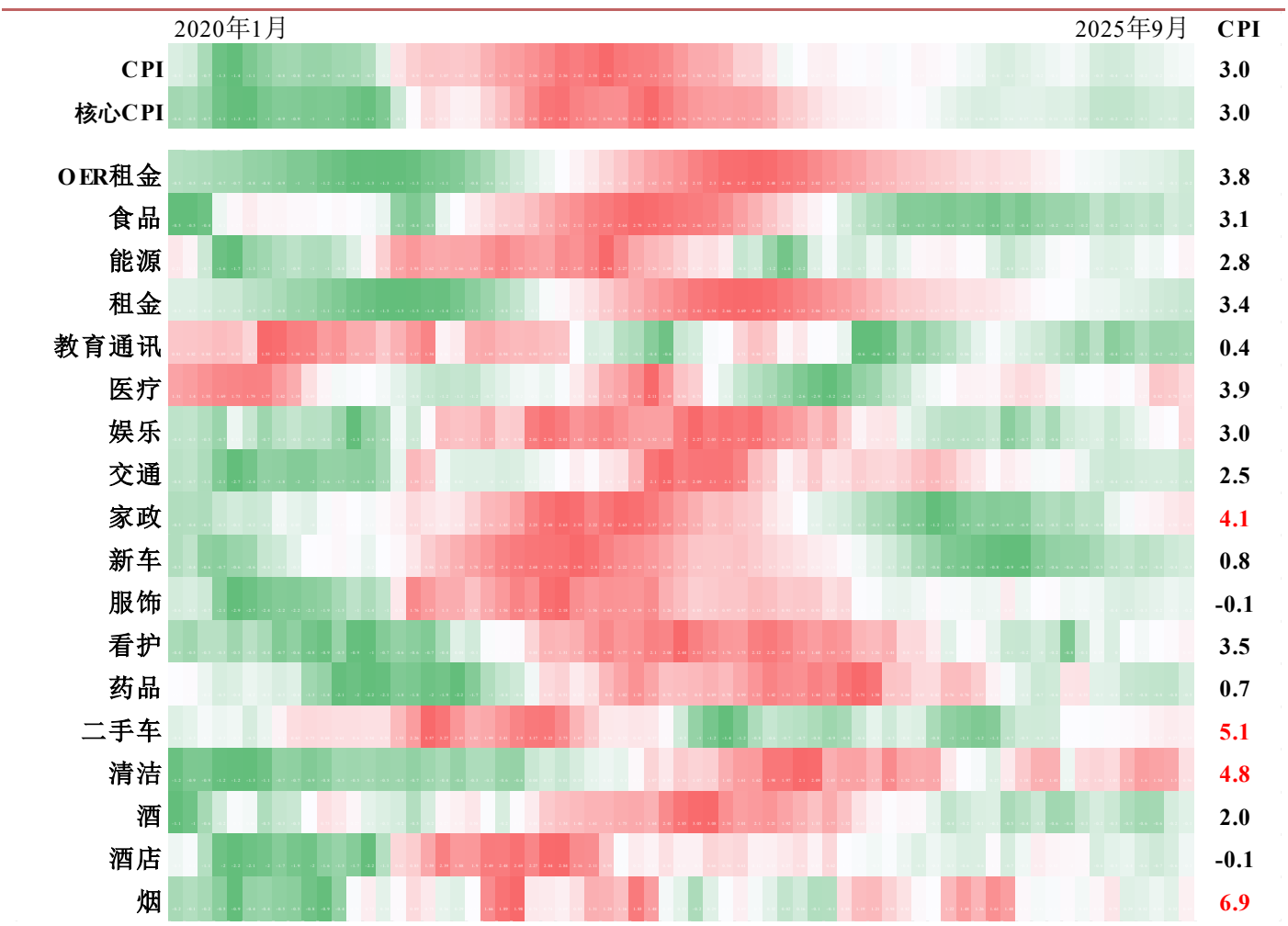


数据来源：iFinD 华泰期货研究院

通胀：短期影响中性

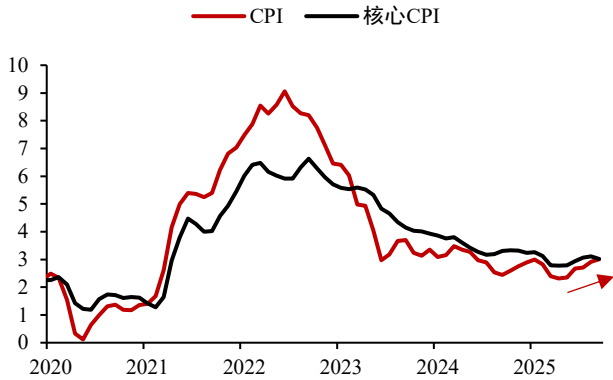
美国 9 月通胀热力图更新，显示出短期核心通胀相对较为缓和。由于政府 10 月停摆的影响，10 月数据将延后公布。根据 9 月数据来看，核心通胀读数暂时保持稳定在 3%。结构来看，住房分项（OER 等效租金回落至 3.8%，RPR 租金降至 3.4%）目前仍保持回落状态（见图 17）；从波动项来看，能源分项对于通胀形成的压制开始放松（同比转正至+2.8%）；交通运输分项降至 2.5%的低位，随着关税战阶段性暂停一年，预计运输通胀或继续保持低位。综合来看，我们认为当前美国整体通胀虽然未下降至 2%，但是已经趋于偏中性（通胀中枢或已经抬升），展望未来美国实际需求的“通缩”和成本推动的“通胀”或并存。

图 13：美国通胀热力图显示 9 月核心通胀热度暂未上升 | 单位：STD



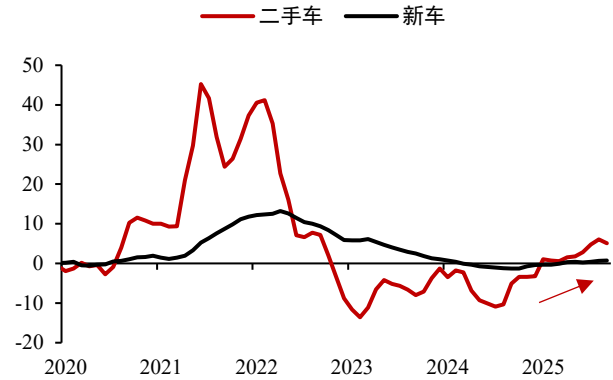
数据来源：FRED 华泰期货研究院

图 14: CPI 和核心 CPI 同比企稳 | 单位: %YoY



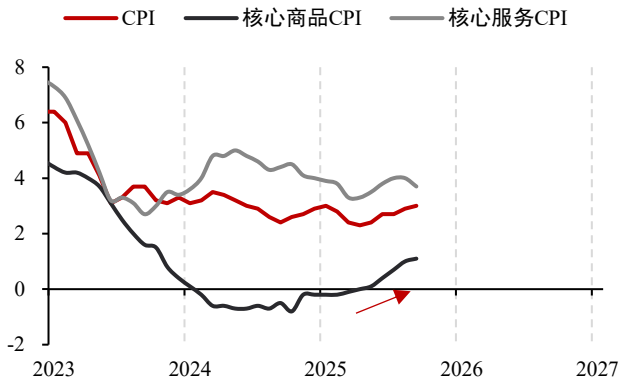
数据来源: iFinD 华泰期货研究院

图 15: 二手车和新车 CPI 同比走势 | 单位: %YoY



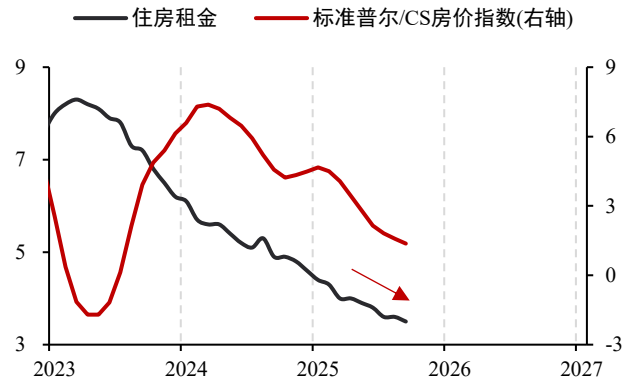
数据来源: iFinD 华泰期货研究院

图 16: 核心商品通胀开始向上回升 | 单位: %YoY



数据来源: iFinD 华泰期货研究院

图 17: 房价和住房租金价格均放缓 | 单位: %YoY



数据来源: iFinD 华泰期货研究院

利率：预计 12 月降息 25BP

我们预计美联储 12 月份将再次降息 25BP。1) 从经济增长/劳动力市场的角度而言，美国劳动力市场短期的压力开始上升——11 月 ADP 就业单月减少 3.2 万人，显示出经济动力不足的压力在上升。需要关注 12 月圣诞季消费对于预期的影响。2) 从通货膨胀的角度而言，服务型通胀的下降已经开始趋稳，而商品型通胀的压力逐渐上升，从核心通胀的角度而言，薪资增速继续强于生产力增速或削弱经济增长的动能。

表 1：美联储 9 月 SEP 展望 | 单位：%

	中值					集中趋势					范围				
	2025	2026	2027	2028	长期	2025	2026	2027	2028	长期	2025	2026	2027	2028	长期
实际 GDP	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	1.5-2.6	1.7-2.7	1.6-2.6	1.7-2.5
6 月预测	1.4	1.6	1.8		1.8	1.2-1.5	1.5-1.8	1.7-2.0		1.7-2.0	1.1-2.1	0.6-2.5	0.6-2.5		1.5-2.5
失业率	4.5	4.4	4.3	4.2	4.2	4.4-4.5	4.4-4.5	4.2-4.4	4.0-4.2	4.0-4.3	4.2-4.6	4.0-4.6	4.0-4.5	4.0-4.5	3.8-4.5
6 月预测	4.5	4.5	4.4		4.2	4.4-4.5	4.3-4.6	4.2-4.6		4.0-4.3	4.3-4.6	4.3-4.7	4.0-4.7		3.5-4.5
PCE	3	2.6	2.1	2	2	2.9-3.0	2.4-2.7	2.0-2.2	2	2	2.5-3.2	2.2-2.8	2.0-2.4	2	2
6 月预测	3	2.4	2.1		2	2.8-3.2	2.3-2.6	2.0-2.2		2	2.5-3.3	2.1-3.1	2.0-2.8		2
核心 PCE	3.1	2.6	2.1	2		3.0-3.2	2.5-2.7	2.0-2.2	2		2.7-3.4	2.2-2.9	2.0-2.4	2.0-2.2	
6 月预测	3.1	2.4	2.1			2.9-3.4	2.3-2.7	2.0-2.2			2.5-3.5	2.1-3.2	2.0-2.9		
加息路径															
利率	3.6	3.4	3.1	3.1	3	3.6-4.1	2.9-3.6	2.9-3.6	2.8-3.6	2.8-3.5	2.9-4.4	2.6-3.9	2.4-3.9	2.6-3.9	2.6-3.9
6 月预测	3.9	3.6	3.4		3	3.9-4.4	3.1-3.9	2.9-3.6		2.6-3.6	3.6-4.4	2.6-4.1	2.6-3.9		2.5-3.9

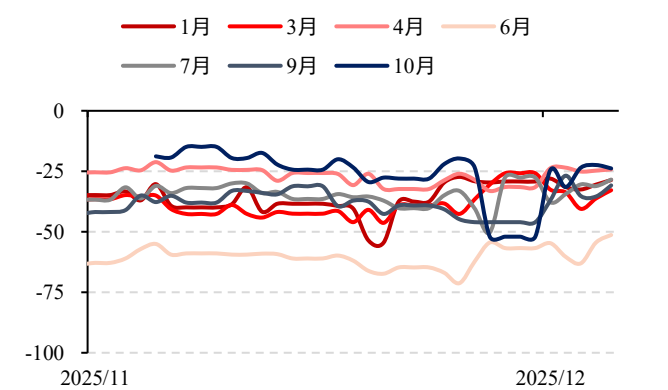
资料来源：FOMC 华泰期货研究院

图 18：市场预期 12 月降息 25BP | 单位：%pct



数据来源：Bloomberg 华泰期货研究院

图 19：市场预期 2026 降息 75BP（三次） | 单位：%pct



数据来源：Bloomberg 华泰期货研究院

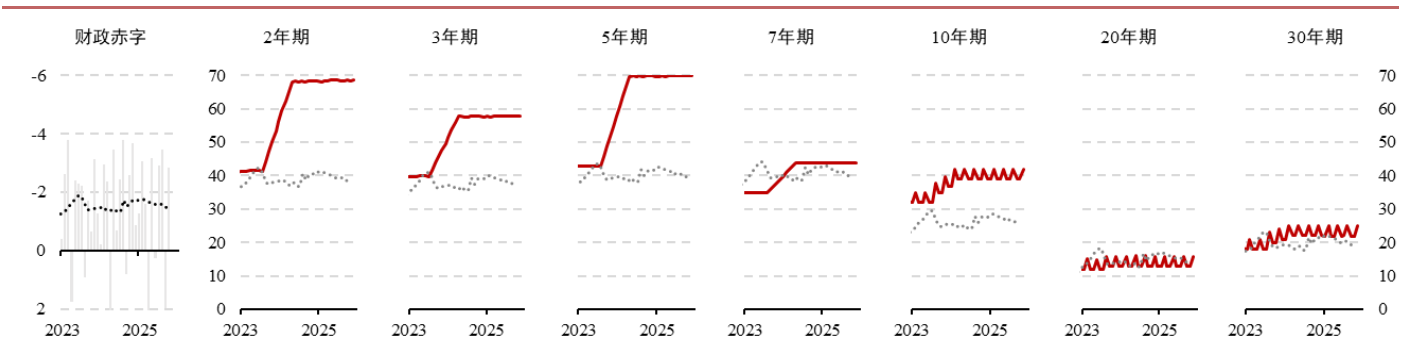
资产负债表：关注收益率扁平

财政：扩张的脚步逐渐临近

美国政府结束停摆。一方面，从财政方向的角度而言，7月“大美丽法案”的通过给出的是美国财政再次进入到扩张的现实。另一方面，财政扩张的结构仍将面临持续的分配问题，尽管10月政府最长时期的关门已经显示出内部的分配矛盾在不断上升，但是短期随着政府停摆的结束我们预计支出扩张的空间边际上将增加。

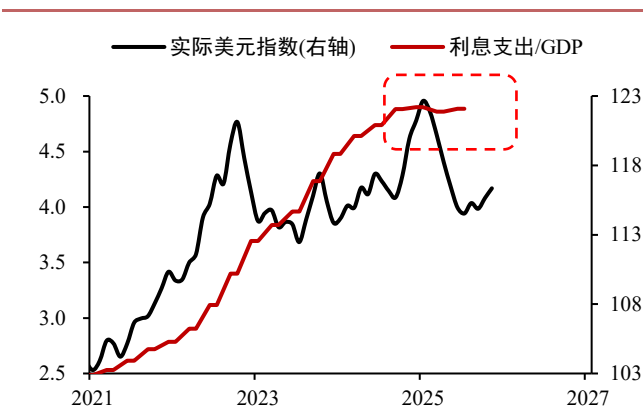
美国财政再融资短期不大。一方面，美国政府停摆期间TGA账户的扩张为财政支出提供了支撑（见图5），降低短期美国政府融资的压力。另一方面，在贝森特财政管理模式——降低中长期国债发行，提升短期国债占比的背景下，随着TGA账户的消耗未来短期债务的扩张仍将继续增加。

图 20：美国国债发行暂时维持稳定 | 单位：亿美元



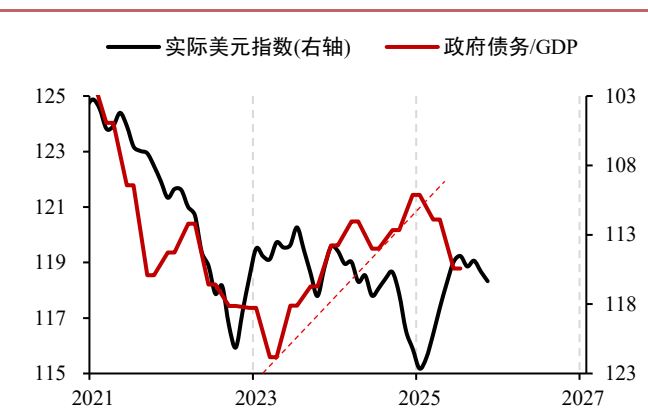
数据来源：Bloomberg 华泰期货研究院

图 21：财政利息支出和美元指数 | 单位：%



数据来源：iFinD 华泰期货研究院

图 22：政府债务回升和美元指数 | 单位：%



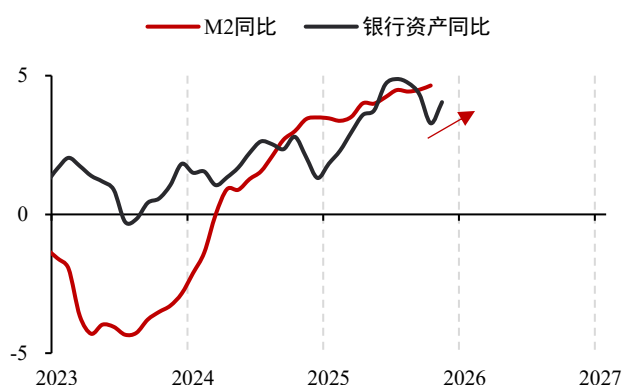
数据来源：iFinD 华泰期货研究院

货币：预期或强于实际落地

更新收益率曲线观点至扁平化。从不确定性角度，长端利率或承压。对外方面美国就关税问题同中国达成了暂停一年的约定，并通过《国家安全战略报告》的形式继续降低外部的这种不确定性；对内方面随着 11 月美国政府停摆的结束，两党对于中期选举的政治议题也将上升，相应地对于内部经济增长议题的关注上升或将驱动市场对于增长风险的敏感度上升。从国债微观结构来看，短期美债的供给或增加，抬升短端利率。

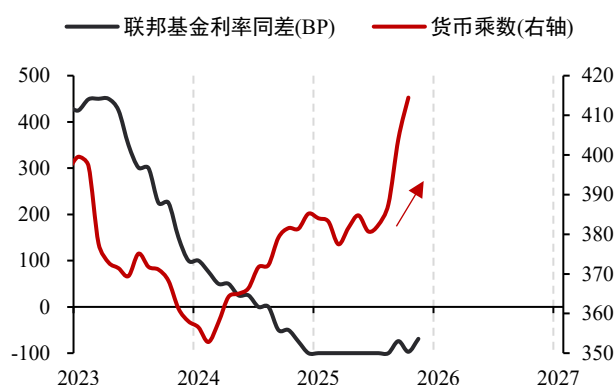
联储资产负债表政策的配合。随着美联储 12 月结束了 QT，结合 TOMO 操作量的增加，市场对于美联储流动性供给增加的预期逐渐抬升。结合财政扩张预计呈现短久期特征，美联储的流动性管理或集中于短端。从时间来看，12 月或 1 月或是相关政策预期释放的窗口，关注美联储主席 12 月新闻发布会。

图 23：M2 和银行总资产对比 | 单位：%YoY



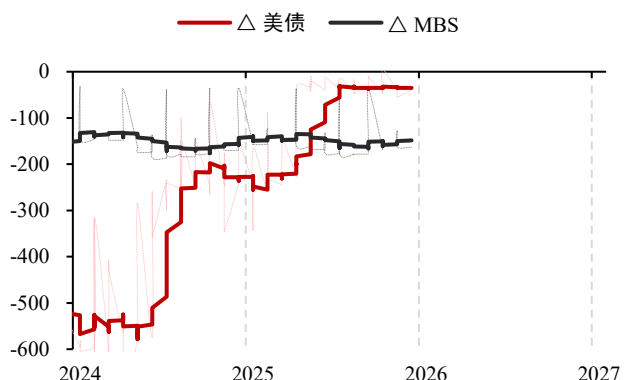
数据来源：iFinD 华泰期货研究院

图 24：美联储利率和货币乘数对比 | 单位：BP



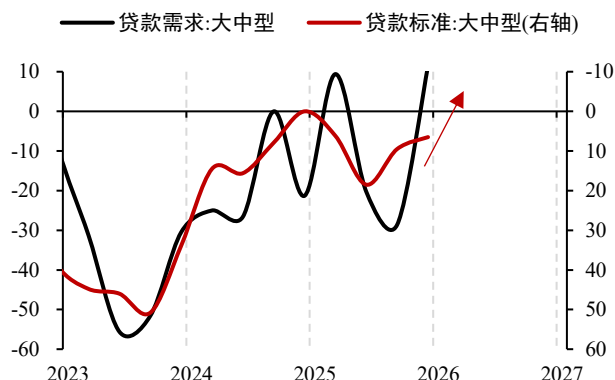
数据来源：iFinD 华泰期货研究院

图 25：美联储资产端环比变动 | 单位：亿美元



数据来源：iFinD 华泰期货研究院

图 26：银行信贷标准和信贷需求对比 | 单位：%pct



数据来源：iFinD 华泰期货研究院

宏观策略：围绕扩表构建策略

美联储利率政策和资产负债表政策选择取决于经济基本面。我们基准预计美联储 12 月将贴近市场定价的利率政策降息 25BP，驱动市场波动的核心或来自于两个方面：首先在特朗普已有美联储主席人选的情况下，12 月美联储会给市场一个更宽松的利率预期还是维持“鹰派降息”；其次对于资产负债表政策，在利率政策受到美国核心通胀（3%）约束降息空间的情况下，资产负债表的扩张可以同样起到改善流动性的目的。

基于此，我们预计美联储 12 月降息后降低未来利率预期，但会给市场扩表的想象空间。

美元：随着美国货币市场流动性的逐渐趋紧，关注 12 月美联储若“鹰派降息”驱动的波动率先抑后扬的可能，等待波动率多头（+VIX）入场空间；同时，关注俄乌战事的不确定对欧洲的预期影响，维持欧元空头（-EUR）思路。

美债：关注美联储对未来降息空间的下修可能，通胀韧性的带动下预计收益率曲线重回扁平化（-2s10s）。趋势的角度，关注 TGA 账户的收敛情况，短期美联储推出扩张可能性仍不大，短期美债多头仍需等待（+2s）。

中债：战略头寸维持陡峭化，短期随着外部流动性环境的趋紧和国内流动性周期的转变，战术性调整至扁平化（-2s10s），关注年末机构对于长债仓位调整提供的入场机会。

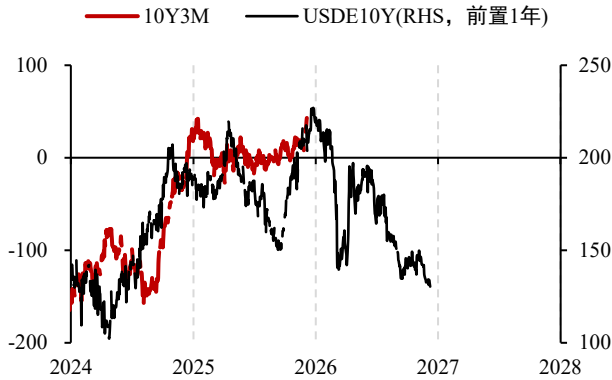
商品：短期流动性环境约束情景下，商品预期或仍存在压力；重点关注供给侧因素对于商品定价的影响。建议继续关注商品调整后的配置型机会。

表 2：美联储交易宏观策略跟踪

		策略	策略	跟踪 8 月 25 日	策略	跟踪 12 月 9 日
美元	波动率	+VXZ.B	止损	56.14	等待	55.35
	欧元	-6E0W.CME	试空	1.173	持有	1.16495
	曲线	+1×ZN0W.CBT - 2×ZT0W.CBT	试空	95.7031	扁平	96.1797
美债	方向	+@ZT0W.CBT	持有	103.922	持有	104.215
		-@ZN0W.CBT	试空	112.1406	持有	108
	曲线	+2×TS00.CFE-1×T00.CFE	等待	96.72	扁平	96.843
中债	方向	+TS00.CFE	持有	102.318	持有	102.424
		-T00.CFE	持有	107.915	持有	108.005

资料来源：iFinD 华泰期货研究院

图 27：美债扁平化和对外利差走阔 | 单位：BP



数据来源：iFinD 华泰期货研究院

图 28：美债扁平化的经济影响 | 单位：BP



数据来源：iFinD 华泰期货研究院

图 29：波动率和美元指数 | 单位：指数点



数据来源：iFinD 华泰期货研究院

图 30：美元指数期货持仓扩张 | 单位：万手



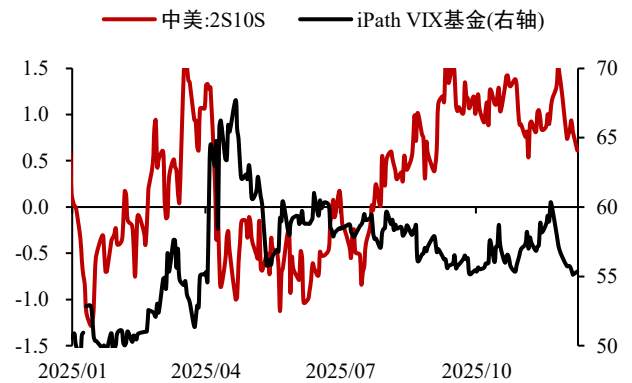
数据来源：iFinD 华泰期货研究院

图 31：美债期限利差和波动率 | 单位：BP



数据来源：iFinD 华泰期货研究院

图 32：中债期限利差和波动率 | 单位：BP



数据来源：iFinD 华泰期货研究院

免责声明

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、结论及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，投资者并不能依靠本报告以取代行使独立判断。对投资者依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰期货研究院”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

华泰期货有限公司版权所有并保留一切权利。

公司总部

广州市天河区临江大道1号之一2101-2106单元 | 邮编：510000

电话：400-6280-888

网址：www.htfc.com