



分析师：陶川

执业证号：S0100524060005

邮箱：taochuan@mszq.com

分析师：邵翔

执业证号：S0100524080007

邮箱：shaoxiang@mszq.com

分析师：裴明楠

执业证号：S0100524080002

邮箱：peimingnan@mszq.com

➤ **11月美联储降息 25bp 几无悬念，市场更关注的可能是特朗普对明年降息路径的影响。**

➤ **11月议息会议前瞻：**预计美联储将宣布放缓降息步伐，从上一次的 50bp 降至 25bp，联邦基金目标利率降至 4.5%-4.75% 区间，维持缩表节奏不变。

表示劳动力市场健康：10月非农就业人数骤跌，是受飓风和罢工的影响，而失业率仍然维持在较低水平。

肯定通胀的进展：9月整体通胀进一步放缓，核心通胀虽超预期，但仍在靠近目标的轨迹上。

强调经济韧性：没有衰退风险，对 12月降息不置可否，后续决策仍将依赖于数据。

在记者问答中，鲍威尔可能会被问到大选结果对经济以及美联储的影响，预计鲍威尔将强调联储的独立性，货币政策调整仅服务于就业和通胀目标，与政治无关。

➤ **预计本次 FOMC 影响不大，更重要的是 12月 FOMC。**

在 12月议息会议前，大概率能看到通胀增速反弹。9月中旬以来，掉期数据显示市场的通胀预期明显提升。根据测算，只要 CPI 环比为正，那么同比将在四季度连续上升，如果环比为 0.2%，那么四季度 CPI 同比有可能回到 3%（图 2）。若新增就业受大选落地后经济预期乐观的刺激、也有所好转，那么降息预期可能大幅调整。**市场将聚焦 12月公布的新一期的点阵图和经济展望（SEP），**美联储或在 12月上调通胀和 GDP 预期。

➤ **大选结果，会对美联储带来什么影响？**

“共和党横扫”结果落地后，市场对 2025 年的降息幅度的预期明显下调。如图 3-图 4，大选前后，市场对今年降息预期的变化较小，但对 2025 年底的政策利率水平的预期明显上调。

如图 5-图 6，相比于哈里斯上台，特朗普的政策议程对 GDP、薪资和居民消费的增长更有利。大选落地后，美国经济衰退的担忧基本消退，“再通胀”预期升温。国会统一的情况下，明年美国债务上限将顺利上移、财政刺激维持平稳甚至更强；而驱逐移民的政策或在明年初特朗普上任后率先落地，推升薪资增速和服务通胀。

但特朗普或对明年降息有诉求。一是，“共和党横扫”的情况下，减税等政策或将显著提高未来 4 年美国的赤字，政府债务加速增长，更多的降息可以减轻联邦政府的利息支出负担。二是，如果美国加关税的议程落地，降息可以部分抵消加关税对美国经济的负面影响。

相关研究

1. 美国大选点评：特朗普胜选后：已知与未知 -2024/11/06

2. 10月美国非农数据点评：10月非农：飓风遮望眼？ -2024/11/02

3. 美国大选跟踪：美国大选观战指南-2024/11/02

4. 2024年10月 PMI 数据点评：PMI 重回扩张的宏观信号-2024/10/31

5. 财政动态观察系列（二）：生育养老：财政的空间有多大？ -2024/10/28

➤ **回顾特朗普第一任期：货币政策从紧缩转向宽松、特朗普喜欢口头干预。**

2017年1月特朗普上任时美联储处于加息周期中，2017年10月美联储开始缩表。2018年下半年，受关税的影响，美国经济出现下滑迹象。2018年7月开始，特朗普多次批评鲍威尔降息；2018年美联储一共加息4次。

2019年美联储立场开始转向，2019年7月开始降息、10月开始扩表。而特朗普的“喊话”仍没有停，2019年9月表示“鲍威尔没有胆量、没有理智”、呼吁美联储将利率降至零。

特朗普 2.0 将如何影响美联储？类似的口头干预明年可能重演。此外，特朗普可能通过“影子美联储”的方式进行干预，例如，在鲍威尔2026年5月主席任期到期之前，特朗普即提名继任主席的人选，令市场对鲍威尔的关注度下降。

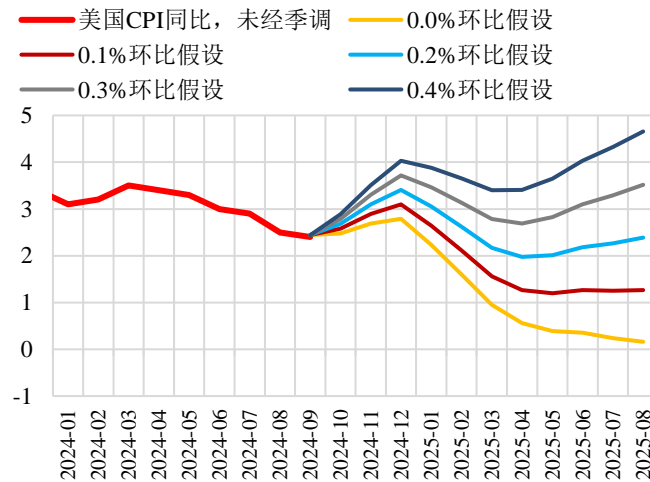
风险提示：美国大选的进程超预期、地缘因素超预期。

图1：9月中旬以来市场通胀预期明显上升



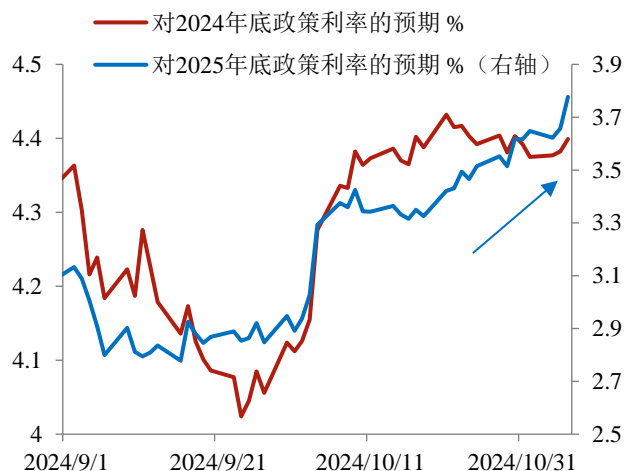
资料来源：彭博，民生证券研究院

图2：12月议息会议前，美国CPI增速大概率反弹



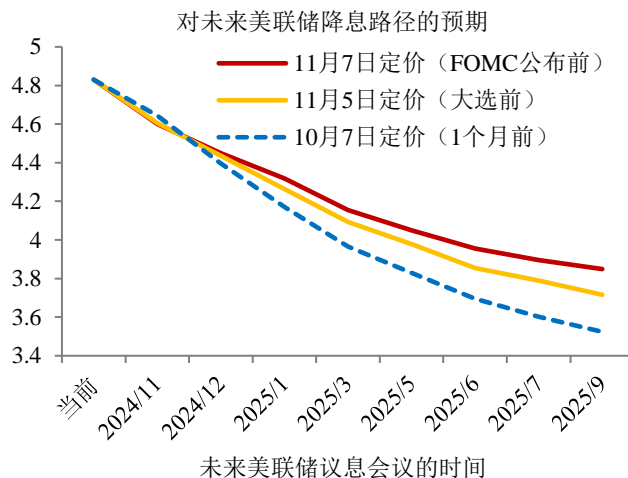
资料来源：wind，民生证券研究院

图3：今年底、明年底的联邦基金利率的市场预期



资料来源：彭博，民生证券研究院

图4：市场预期的美联储降息路径（单位：%）



资料来源：彭博，民生证券研究院

图5：特朗普、哈里斯的政策议程对美国经济的影响

单位：%	特朗普的整体政策议程	哈里斯的整体政策议程
GDP	-0.4	-1.3
资本存货	-0.4	-2.4
工作小时数	-0.3	-0.7
平均薪资	0	-0.8
居民消费	2.2	-0.7
公众持有联邦债务	9.3	4.4

资料来源：沃顿商学院，民生证券研究院

注：图中数据为与基准相比到2034年的影响百分比

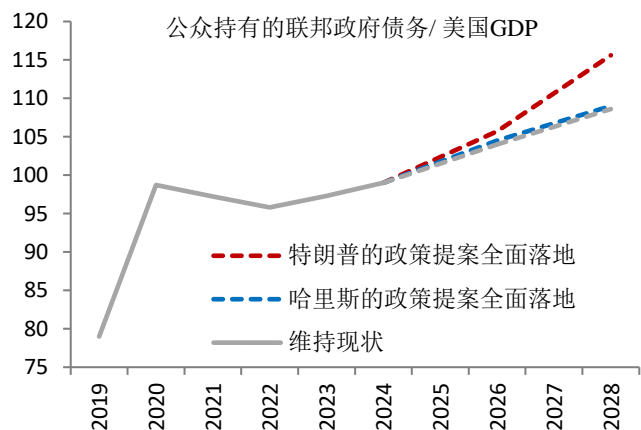
图6：特朗普、哈里斯的税收议程对美国经济的影响

	特朗普的税收政策	哈里斯的税收政策
GDP	+0.8%	-2.0%
资本存货	+1.7%	-3.0%
平均薪资	+0.8%	-1.2%
全职就业	+597,000	-786,000
未来10年财政收入	-3,013 (十亿美元)	+1,697 (十亿美元)

资料来源：美国税收基金会 (Tax Foundation)，民生证券研究院

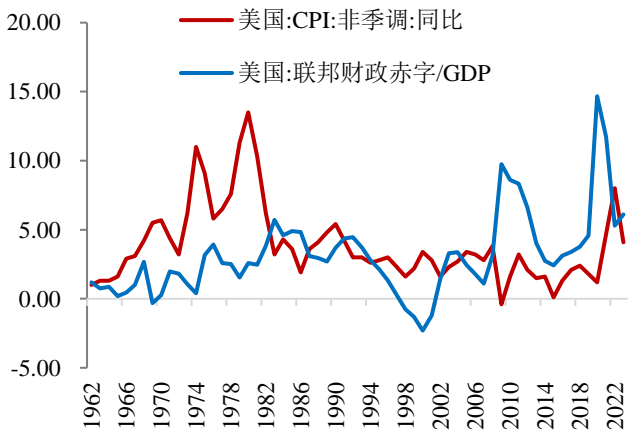
注：图中数据为对GDP、资本存货、就业的长期 (Long-run) 水平的影响

图7：未来美国债务增长的预测（单位：%）



资料来源：彭博，民生证券研究院

图8：赤字率上行往往带动通胀上行（单位：%）



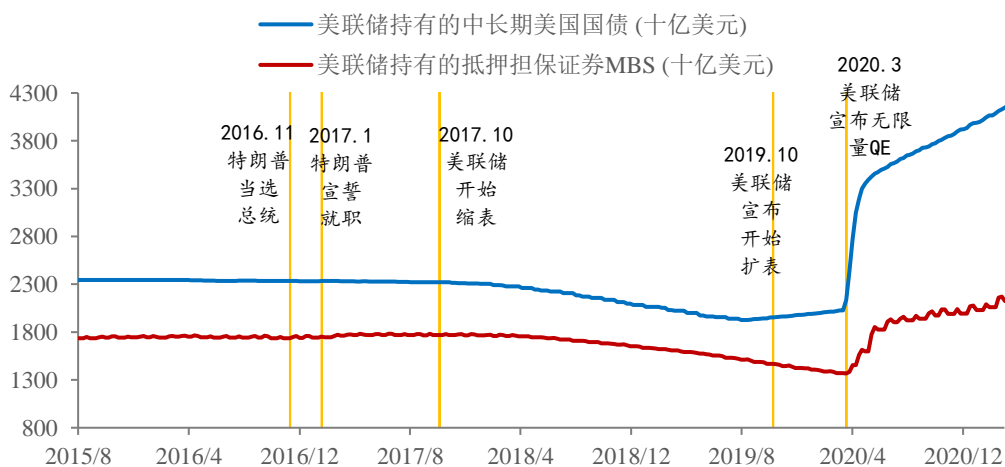
资料来源：Wind，民生证券研究院

图9：特朗普第一任期内，美联储加息降息复盘



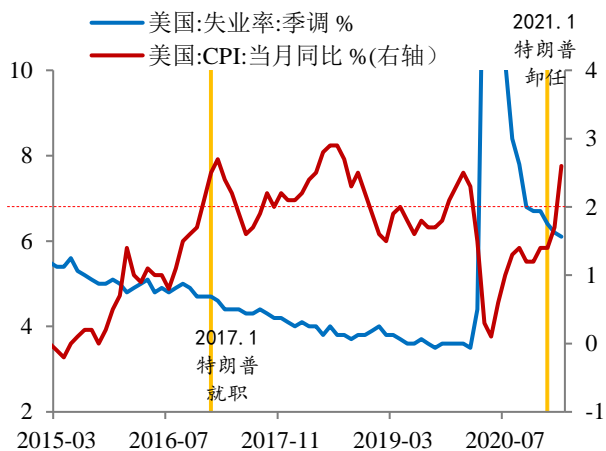
资料来源：彭博，民生证券研究院

图10：特朗普第一任期内，美联储缩表扩表的复盘



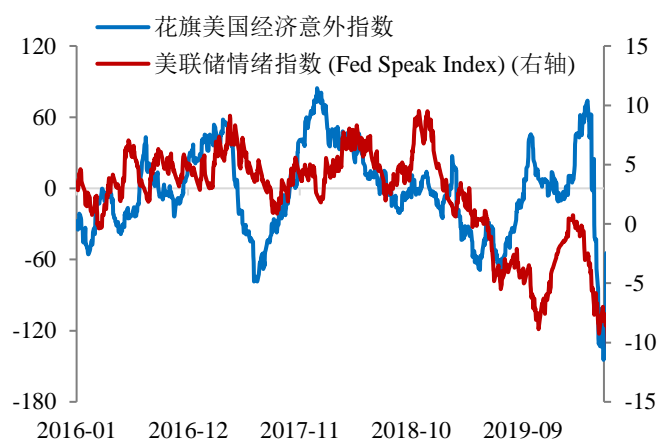
资料来源：彭博，民生证券研究院

图11: 特朗普第一任期内的失业率和通胀



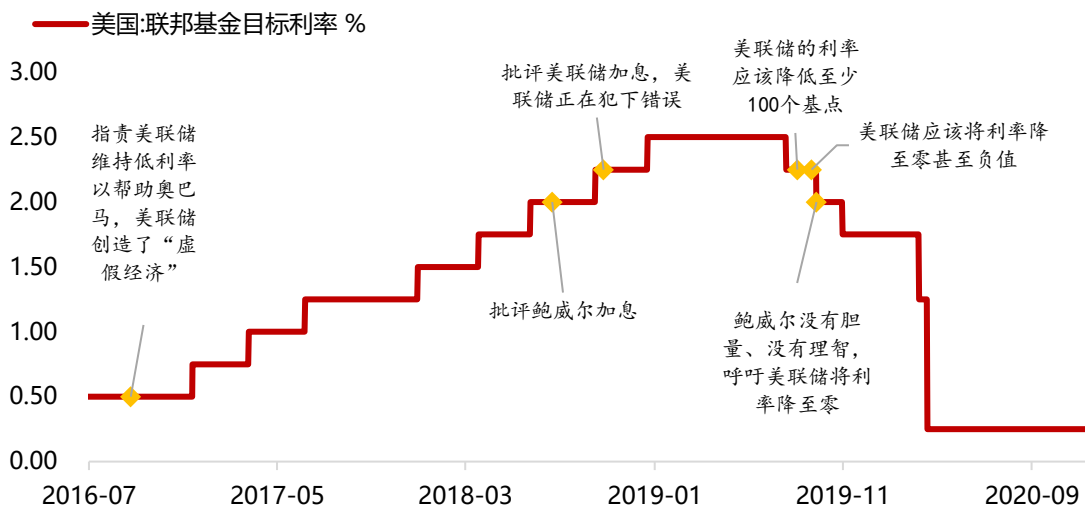
资料来源: ifind, 民生证券研究院

图12: 美国经济意外指数和美联储情绪指数



资料来源: 彭博, 民生证券研究院

图13: 特朗普在2016~2019年, 频繁对美联储“喊话”



资料来源: Wind, 新华社, 澎湃新闻, 民生证券研究院

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、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收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026