

2024年11月08日

美联储后续政策面临多重不确定性

宏观研究团队

——11月FOMC会议点评

何宁（分析师）

hening@kysec.cn

证书编号：S0790522110002

潘纬桢（分析师）

panweizhen@kysec.cn

证书编号：S0790122110044

● **事件**：美联储于北京时间11月8日凌晨3点发布11月FOMC会议声明，宣布降息25bp。

● **声明及发布会要点**

1. 美联储宣布降息25bp，缩表将按照2024年5月计划有序进行。

2. 再度降息25bp，对通胀顺畅回落的信心减弱。在声明中，美联储的措辞同9月份相比改变相对不多，即仍然认为美国经济继续在稳步扩张。就业方面，美联储认为劳动力市场状况总体有所缓解，9月则认为就业增长放缓，但还认为失业率有所上升但仍处于低位；通胀方面，与9月表述有一定差别，删除了对通胀率持续向2%迈进的信心增强判断，说明美联储对后续通胀回落的信心减弱，但仍判断实现就业和通胀目标的风险大致平衡。

3. 发布会上，鲍威尔整体表态较为中性，11月虽降息25bp，但对后续停止降息的可能持开放态度。在发言稿以及问答中，美联储主席鲍威尔表示如果经济表现强劲或者通胀没有持续向2%前进，后续降息将放缓，反之亦然。目前尚不能确定12月份是否可以降息。但当前的利率水平对经济活动仍然具有限制性，目前并不急于实现中性利率，尚未考虑加息的可能性。通胀离2%的目标水平已经越来越远，最新的通胀虽然超预期，但并不糟糕。美联储不会允许通胀预期走高。此外，鲍威尔还强调大选对货币政策没有影响，总统无法干预美联储决策。

● **美联储后续降息面临多重不确定性，12月暂停降息概率并不低**

1. 美国经济增长韧性充足，通胀下行之路或颇为曲折。在9月降息50bp后，美国经济展现出了较为明显的韧性，10月CPI虽尚未发布，但从纽约联储的多变量核心通胀趋势模型来看，当前美国核心通胀下行之路可能较波折。

2. 特朗普当选后，其经济政策或对美联储决策产生影响。一则是特朗普的竞选纲领中，降低通胀、减税、驱逐移民等政策具有重要优先级，结合共和党在当前参众两院选举中的优势地位，相关政策推进或将较为顺利，届时大概率会导致美国经济发生波动；二则是结合特朗普上一任的表现来看，其很有可能发动舆论攻势，对美联储造成一定的公众压力，从而可能影响其货币政策操作。

我们认为美联储后续降息面临较大不确定性，有较大概率在12月份或之后暂停降息，以应对特朗普后续施政对经济的影响。从当前经济基本面来看，考虑到后续通胀的可能反弹风险，12月份停止降息的可能性并不低。

● **短期市场风险偏好有所提振**

决议及发布会后，市场反应相对积极。美股方面，在发布会后，美股涨幅略有扩大，整体表现较好。道琼斯指数先跌后涨，纳斯达克指数上涨1.51%；美债方面，发布会后10年期美债收益率下行较多，目前已接近4.33%；美元方面，发布会后有所下行，整体表现震荡；黄金则涨幅扩大，超过2715美元/盎司。CME期货定价美联储将在12月降息25bp概率约为71%。

● **风险提示**：国际局势紧张引发通胀超预期，美国经济超预期衰退。

相关研究报告

《短期出口下行幅度或偏大——宏观经济点评》-2024.11.7

《对特朗普优先兑现政策及影响的几点理解——美国总统大选结果点评》-2024.11.6

《关注增量政策，更重在执行——宏观周报》-2024.11.3

目 录

1、 声明及发布会要点	3
1.1、 再度降息 25bp，对通胀顺畅回落的信心减弱.....	3
1.2、 发布会上，鲍威尔表态较为中性，对后续停止降息持开放态度.....	3
2、 美联储后续降息面临多种不确定性	4
2.1、 美国经济增长韧性充足，通胀下行之路或颇为曲折.....	4
2.2、 特朗普当选后，其经济政策或对美联储决策产生影响.....	4
3、 短期提振市场风险偏好	6
4、 风险提示	6

图表目录

图 1： 美国非制造业 PMI 连续上升	4
图 2： 纽约联储模型显示通胀仍然较难下行.....	4
图 3： 共和党掌握参议院，众议院有较大优势.....	5
图 4： 美债收益率近期上升较多	5
图 5： 美股录得一定涨幅	6
图 6： 10 年期美债收益率下行	6
图 7： 决议发布后美元指数有所下行	6
图 8： 黄金价格上涨	6
表 1： 美联储 11 月决议内容相较于 9 月改变相对不多.....	3

事件：美联储于北京时间 11 月 8 日凌晨 3 点发布 11 月 FOMC 会议声明，宣布降息 25bp。

1、声明及发布会要点

1.1、再度降息 25bp，对通胀顺畅回落的信心减弱

美联储在此次会议上宣布降息 25bp，利率水平在 4.5%—4.75% 区间。缩表方面，将继续按照 2024 年 5 月份会议上发布的缩表计划来有序缩减持有国债及 MBS。

在声明中，美联储的措辞同 9 月份相比**改变相对不多**，即仍然认为美国经济继续在稳步扩张。**就业方面**，美联储认为劳动力市场状况总体有所缓解，9 月则认为就业增长放缓，但还认为失业率有所上升但仍处于低位；**通胀方面**，与 9 月表述有一定差别，**删除了对通胀率持续向 2% 迈进的信心增强判断，说明美联储对后续通胀回落的信心减弱**，但仍判断实现就业和通胀目标的风险大致平衡。在美联储首次降息 50bp 后，虽然本次会议再次降息 25bp，但美联储对通胀的判断可能不甚乐观。货币政策的不确定性会比较高。

表1：美联储 11 月决议内容相较于 9 月改变相对不多

声明要点	9 月会议表述	11 月会议表述
美国经济	最近的指标显示，经济活动继续稳步增长。	最近的指标显示，经济活动继续稳步增长。
就业与通胀	就业增长放缓，失业率上升但仍处于低位。通胀率进一步向委员会 2% 的目标迈进，但仍 略有上升 。	劳动力市场状况总体有所缓解 ，失业率有所上升但仍处于低位。通胀率已朝着委员会 2% 的目标迈进，但仍略有上升。
货币政策目标	委员会寻求在较长时期内实现充分就业和 2% 的通胀率。委员会 对通胀率持续向 2% 迈进的信心增强 ，并判断实现就业和通胀目标的风险大致平衡。经济前景不确定，委员会对其双重使命面临的风险保持关注。	委员会寻求在较长时期内实现最大就业和 2% 的通胀率。委员会判断，实现就业和通胀目标的风险大致平衡。经济前景不确定，委员会对其双重使命面临的风险保持关注。
货币政策行动	鉴于 通胀进展和风险平衡，委员会决定将联邦基金利率目标区间下调 0.5 个百分点至 4.75% - 5% 。在考虑进一步调整联邦基金利率目标区间时，委员会将仔细评估后续数据、不断变化的前景和风险平衡。委员会将继续减持美国国债、机构债券和机构抵押贷款支持证券。委员会坚定地致力于支持充分就业，并将通胀率恢复至 2% 的目标。	为了实现目标，委员会决定将联邦基金利率目标区间 下调 0.25 个百分点，至 4.5%-4.75% 。在考虑进一步调整联邦基金利率目标区间时，委员会将仔细评估后续数据、不断变化的前景和风险平衡。委员会将继续减持美国国债、机构债券和机构抵押贷款支持证券。委员会坚定地致力于支持充分就业，并将通胀率恢复至 2% 的目标。
货币政策立场	在评估适当的货币政策立场时，委员会将继续监测新信息对经济前景的影响。如果出现可能阻碍委员会目标实现的风险，委员会将准备酌情调整货币政策立场。委员会的评估将考虑广泛的信息，包括劳动力市场状况、通胀压力和通胀预期以及金融和国际发展情况。	在评估适当的货币政策立场时，委员会将继续监测新信息对经济前景的影响。如果出现可能阻碍委员会目标实现的风险，委员会将准备酌情调整货币政策立场。委员会的评估将考虑广泛的信息，包括劳动力市场状况、通胀压力和通胀预期以及金融和国际发展情况。

资料来源：美联储、开源证券研究所

1.2、发布会上，鲍威尔表态较为中性，对后续停止降息持开放态度

从发布会上鲍威尔的发言和表态来看，**整体表态较为中性，11 月虽降息 25bp，但对后续停止降息的可能持开放态度。**

(1) **后续的降息方面**，美联储主席鲍威尔表示如果经济表现强劲或者通胀没有持续向 2% 前进，后续降息将放缓 (dial back policy restraint more slowly)，反之亦然。

目前尚不能确定 12 月份是否可以降息 (not rule out/in a cut in December)，还需要等待更多的经济数据。此外，对于后续可能的财政政策 (减税等) 对经济和降息的影响，鲍威尔也表示不做评论。但当前的利率水平对经济活动仍然具有限制性，**目前并不急于实现中性利率**，尚未考虑加息的可能性。

(2)关于**劳动力市场与通胀水平**，鲍威尔称劳动力市场很坚挺(conditions remain solid)，一系列广泛指标显示当前的劳动力市场**没有疫情前的 2019 年那么紧张** (less tight)，且不再是显著通胀压力的来源(not a source of significant inflationary pressures)。通胀离 2% 的目标水平已经越来越近，最新的通胀虽然超预期，但并不糟糕。美联储不会允许通胀预期走高，经济也不会走向滞胀。

(3)关于**美国经济**，鲍威尔表示当前美国经济表现较稳固 (solid)，2024 年 3 季度 GDP 较 2 季度相比变化不大(3.0%→2.8%)，私人消费保持了较为明显的韧性。但房地产领域的投资较为脆弱，供给侧的改善支撑了美国经济在需求端的韧性。

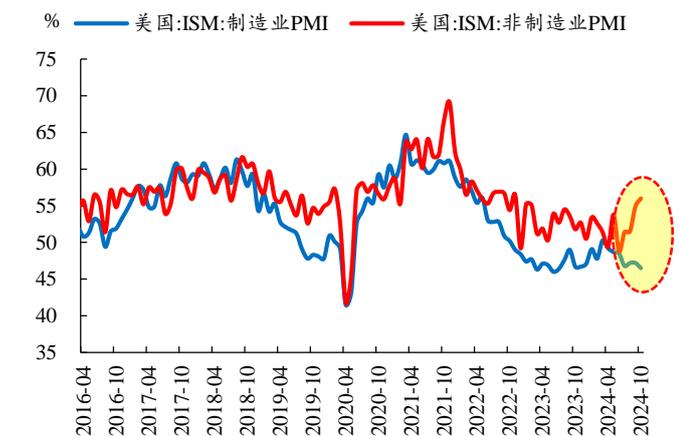
(4)鲍威尔还表示，他不会在总统要求离开时就辞职，美国总统也无权对美联储的领导层降职 (demote)，以回应特朗普当选对美联储的可能干预。并强调大选对货币政策没有影响。

2、美联储后续降息面临多重不确定性

2.1、美国经济增长韧性充足，通胀下行之路或颇为曲折

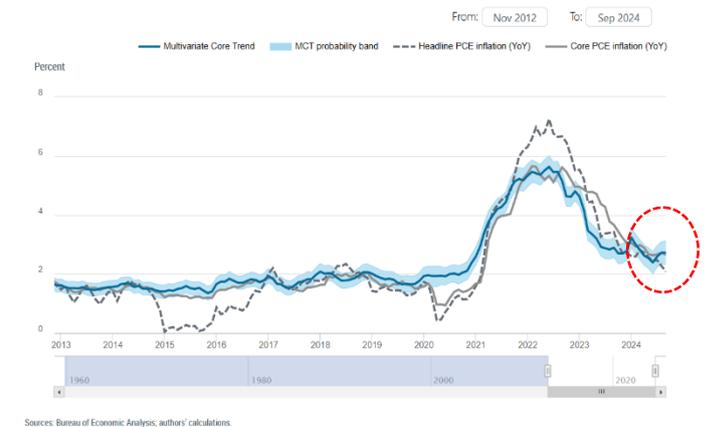
在 9 月降息 50bp 后，美国经济展现出了较为明显的韧性，核心通胀亦没有继续下行。3 季度 GDP 环比折年率虽然有所下行，但最终私人购买环比增速为 3.1%，较 2 季度上升 0.2 个百分点，显示当前美国消费仍然坚挺。《消费对美国经济增长作用进一步显现——美国 3 季度 GDP 数据点评》10 月非农数据虽然受到飓风影响低于预期，但实际仍颇具韧性。而 10 月 ISM 非制造业 PMI 录得 56%，连续 5 个月上行，且均处于荣枯线以上。通胀方面，由于 10 月 CPI 尚未发布，但从纽约联储公布的多变量核心通胀趋势模型来看，9 月录得 2.72%，与 8 月持平。显示在经济韧性下，当前美国核心通胀下行之路可能较波折。

图1：美国非制造业 PMI 连续上升



数据来源：Wind、开源证券研究所

图2：纽约联储模型显示通胀仍然较难下行



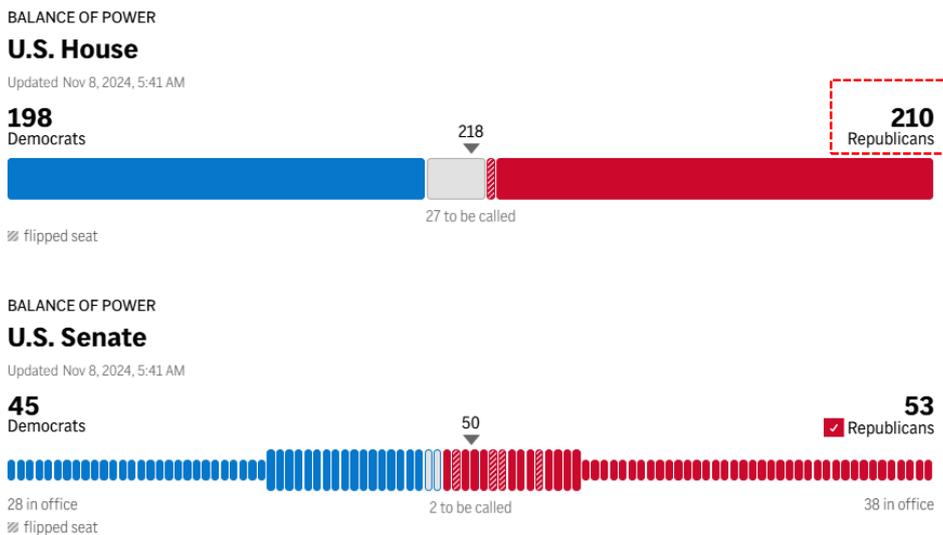
资料来源：纽约联储、开源证券研究所

2.2、特朗普当选后，其经济政策或对美联储决策产生影响

在 11 月 5 日的选举中，特朗普成功再一次当选，鉴于其上一任的表现及竞选纲领中的表述，市场担心其后续的经济政策具有较大的不确定性，且可能会对美联储

的决策带来较为明显的政治压力。我们认为，特朗普当选后，其经济政策或会对美联储的决策带来明显的影响。一、特朗普的竞选纲领中，降低通胀、减税、驱逐移民等政策具有重要优先级，结合共和党在当前参众两院选举中的优势地位，相关政策推进或将较为顺利，届时大概率会导致美国经济发生波动；二、虽然美联储理论上不受总统约束，但结合特朗普上一任的表现来看，其很有可能发动舆论攻势，对美联储造成一定的公众压力，从而可能影响其货币政策操作。

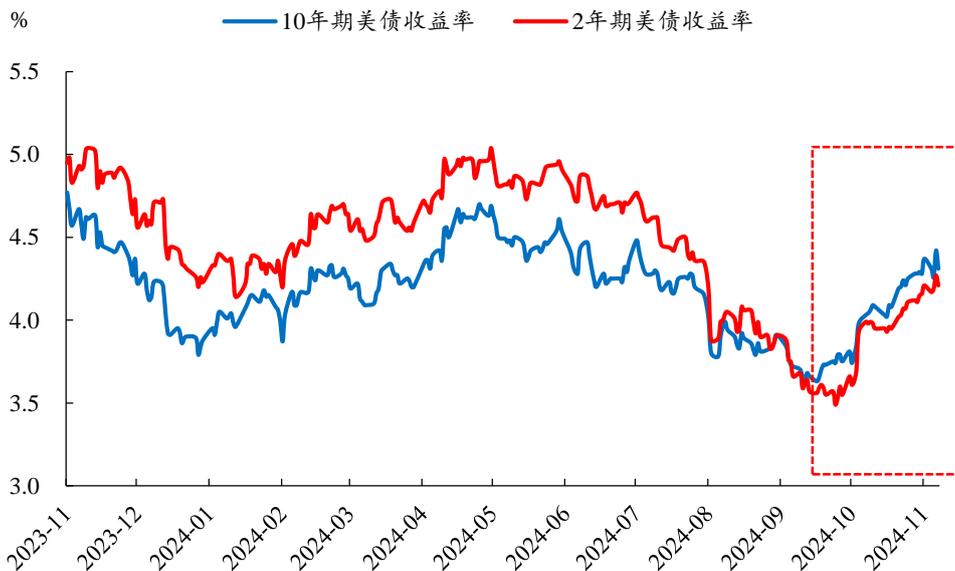
图3：共和党掌握参议院，众议院有较大优势



资料来源：AP、开源证券研究所，数据截至11月8日

结合鲍威尔的发言，我们认为美联储后续降息面临较大不确定性，有较大概率在12月份或之后暂停降息，以应对特朗普后续施政对经济的影响。从当前经济基本面来看，考虑到后续通胀的可能反弹风险，12月份停止降息的可能性并不低。不过由于近期美债收益率上升较多，美国金融条件收紧，经济后续可能面临一定压力。

图4：美债收益率近期上升较多

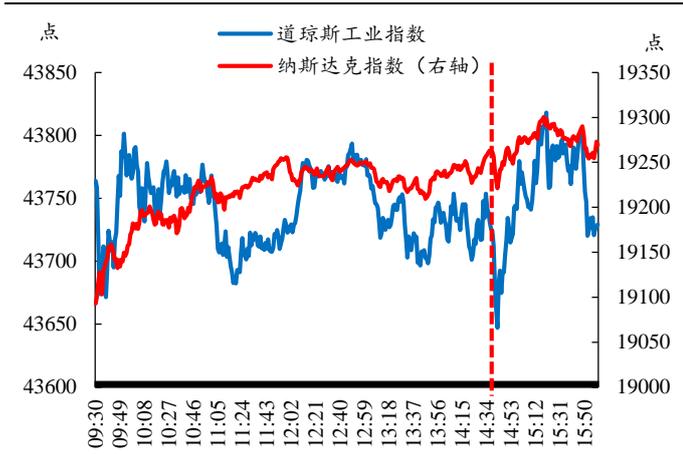


数据来源：Wind、开源证券研究所

3、短期提振市场风险偏好

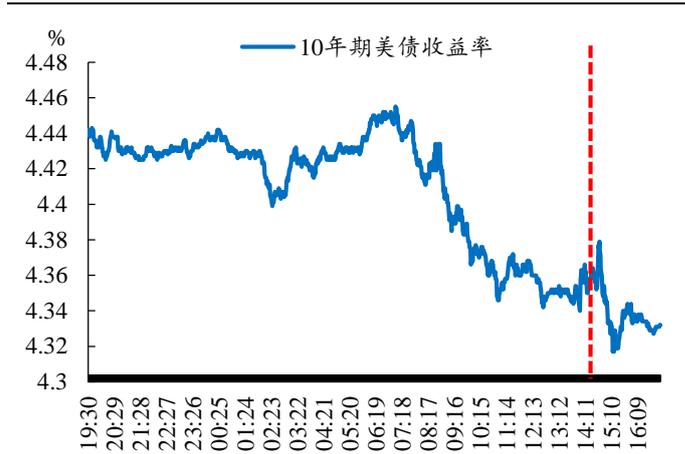
决议及发布会后，市场反应相对积极。美股方面，在发布会后，美股涨幅略有扩大，整体表现较好。最终道琼斯指数先跌后涨，纳斯达克指数上涨 1.51%；美债方面，发布会后 10 年期美债收益率下行较多，目前已接近 4.33%；美元方面，发布会后有所下行，整体表现震荡；黄金则涨幅扩大，超过 2715 美元/盎司。我们认为虽然后续货币政策不确定较大，但也不存在更多的重大风险，市场短期风险偏好将会有一定提振。CME 期货定价美联储将在 12 月降息 25bp 概率约为 71%。

图5：美股录得一定涨幅



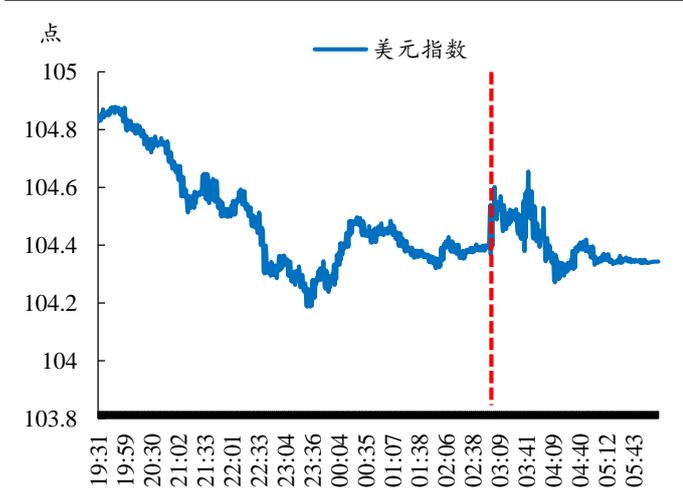
数据来源：Wind、开源证券研究所

图6：10年期美债收益率下行



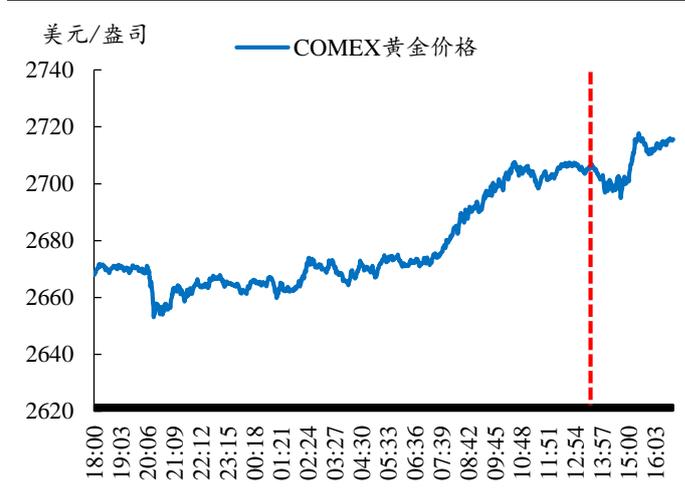
数据来源：Wind、开源证券研究所

图7：决议发布后美元指数有所下行



数据来源：Bloomberg、开源证券研究所

图8：黄金价格上涨



数据来源：Wind、开源证券研究所

4、风险提示

国际局势紧张引发通胀超预期，美国经济超预期衰退。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年15月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，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、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券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。开源证券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。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼3层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn