

## 美联储继续降息 25bp，未来政策节奏不确定性加大

### ——美联储 11 月货币政策会议点评与展望

研究发展部高级副总监 白雪

事件：美东时间 11 月 7 日周四，美联储在货币政策委员会 FOMC 会后宣布，将联邦基金利率的目标区间从 4.75% 至 5.0% 降至 4.5% 至 4.75%，降幅 25 个基点，为 9 月上次会议决定降幅的一半。本次声明大致沿用了 9 月 18 日公布的上次 FOMC 会议声明内容，但声明删除了关于“在抗通胀问题上获得信心”的表述，或暗示对 12 月暂停降息持开放态度。会后，美联储主席鲍威尔称，对抗通胀的抗争尚未结束，核心通胀仍然在某种程度上偏高，就业市场继续非常缓慢地降温，美联储会继续降息，但若通胀降温停滞且经济强，可以更慢降息。短期内美国大选对货币政策没有影响，未来财政政策影响会考虑在内，美国赤字和财政政策是经济阻力。

对此，东方金诚解读如下：

11 月会议美联储继续降息 25bp，主因近期数据反弹并未改变近半年来通胀、就业数据长期向下的趋势，加之市场利率大幅走高，需要通过降息进行抑制，以及出于保持政策连续性的需要。

在 9 月会议后美国公布的通胀以及就业数据总体偏强的背景下，美联储依然继续降息 25 个基点，我们认为主要有三方面原因：

一是 9 月数据反弹并未改变近半年来通胀、就业数据长期向下的趋势。可以看到，美联储此前在 9 月大幅降息 50 个基点，是劳动力市场和通胀在 4-7 月持续降温的结果。而 9 月 CPI 数据显示，美国通胀水平延续向下已超过 6 个月，且核心通胀中的权重最大的房租价格也在下行通道，去通胀进程总体较为顺利。此外，9 月核心 CPI 增速反弹，主因运输和医疗价格、二手车价格的推动作用，尚不足以形成“再通胀”的基础。从美联储当前更为注重的就业数据表现来看，受飓风以及波音公司罢工等影响，10 月非农新增就业数据大幅疲软，但即使排除飓风、罢工以及调查回复率偏低等数据“噪音”等短期因素，从 3 个月新增就业平均值趋势、就业结构、失业人数、职位空缺数以及劳动参与率来看，美国就业市场依然延续温和降温的态势。因此，尽管美国 9 月经济数据反弹，但并未改变近半年来美国就业和通胀总体向下的大趋势。

值得注意的是，本次会议声明中删除了关于“在抗通胀问题上获得信心”的表述，我们认为，这

一变化主要源于是9月通胀数据略超预期，而10-11月也有阶段性反复可能，但这一看似鹰派的表态并不意味着美联储暗示将在对12月暂停降息。鲍威尔在回答提问时，强调美联储对通胀态度没有改变，9月降息就已经代表承认通胀在持续回落。

二是近期以美债收益率为主的市场利率大幅走高，需要通过降息进行抑制。9月会议以来，在经济数据走强与“特朗普交易”持续升温的推动下，美债利率出现大幅上行——截至11月7日，10年期美债收益率较9月19日已大幅上行超过60bp。市场利率大幅走高。因此，美联储需要继续降息，抑制市场利率过快上行，避免对未来的经济和通胀形成下行压力。

三是出于保持政策连续性的需要。降息周期一旦开启，在不出现重大数据波动或外部冲击的情况下，贸然暂停降息不利于政策的连续性以及稳定市场预期的需要。

**二、今年年末，在特朗普就任之前，美国经济与就业温和向下、通胀延续降温的趋势发生逆转的可能性较小，美联储因此将继续推动降息进程，12月大概率继续降息25bp。但明年1月特朗普就任后，考虑到其政策推行落地实施的可能性较大，可能将对后续货币政策节奏带来一定扰动，明年降息步伐可能会由此放缓，1月暂停降息的可能性增大。**

截至今年9月，美联储最新预测的中性利率水平为2.9%，而目前4.50%-4.75%的政策利率水平依然明显高出中性利率，这一方面意味着在当前高利率（包括名义和实际利率）的压制下，美国经济总体易下难上；另一方面也意味着美联储降息空间较为充足。因此，渐进式降息依然是美联储政策操作的大方向。近期公布的各项指标显示，美国经济和就业延续温和放缓，但总体看仍有一定韧性，同时通胀下行出现阶段性反复。我们认为，今年年末，在特朗普就任之前，美国经济与就业温和向下、通胀延续降温的趋势发生逆转的可能性较小，美联储因此将继续推动降息进程，以对冲经济下行压力。我们测算，今年四季度美国月度核心CPI同比、环比可能分别保持在3.3%、0.3%左右，但明年一季度可能会回落至3.1%附近，大致符合美联储12月继续降息的标准。因此，若10-11月的非农就业、通胀数据大致符合预期，12月会议大概率将再次降息25bp。

不过，明年1月特朗普就任后，考虑到其政策推行落地实施的可能性较大，可能会对后续的美联储货币政策节奏带来一定扰动。由于特朗普“减税增加赤字、提高进口关税、限制移民”的政策组合倾向于推高通胀，加强薪资增速的粘性，加之其政策必然会导致财政大幅扩张，这可能会导致美联储在进行货币政策决策时更加谨慎，明年降息步伐可能会放缓。鲍威尔在发布会也表示“随着政策利率向着中性利率靠拢，会放慢降息步伐”，这表明美联储已经提前充分考虑到新政带来的影响，并不排除适时暂停降息的可能性。而9月会议点阵图显示2025全年降息幅度为100bp，也就是每个季度降息25bp。预计美联储最早可能在明年1月暂停降息，待3月视数据走势再决定是否继续降息，并给出新

的利率指引。不过，考虑到即使特朗普就任后，减税等政策的最终落地和起效也仍然需要一段时间，各类政策推进顺序也存在不确定性，明年美联储降息节奏的不确定性在增强，政策能见度可能也将明显降低，“数据驱动”的特征将更加突出。

**三、伴随“特朗普交易”继续发酵，短期内美债利率有上行风险，但中长期仍将处于下行通道。美元走势短期内依然偏强，但中长期美元指数持续强势上行的可能性不大。**

短期内美债利率或有一定上行风险。背后的原因是特朗普的主要政策主张，包括大幅加征关税、扩张性财政以及强硬的移民政策等，推升了市场对美国通胀、利率水平以及美债供给的担忧。不过，我们认为，特朗普本次胜选带动美债利率上行的持续时间会偏短，中长期美债收益率仍将处于下行通道。一是本次大选前市场对于特朗普当选的预期较强，并提前开始“特朗普交易”，对其胜选市场已有定价；二是伴随美联储已进入降息周期，伴随政策利率的下行，美债利率持续上行的动能也将受到抑制。

短期内美元走势将依然偏强。一方面，由于汇率反映的是不同经济体的经济基本面的相对强弱变化，短期看美国经济基本面相对于其他发达经济体更加具有韧性，支撑美元走强；另一方面，短期内美债利率仍有一定上行压力，这将加大美国与其他国家的利差，有助于美元回流，从而提振美元。因此我们预计，美元指数短期内仍将维持在偏强水平。不过，中长期看，特朗普第二任期内，“逆全球化”趋势可能还将进一步加剧，加之联邦债务加速上行以及成本上升，导致美国债务可持续性不断降低，这将对于美元作为安全资产的地位构成一定冲击。此外，全球“去美元化”进程的不断推进，以及对非美货币的需求不断增加，也将逐渐削弱美元强势地位。由此，中长期美元指数持续强势上行的可能性不大。

**四、美联储持续降息、全球主要央行连续下调政策利率有利于国内货币政策强化支持性立场，加大逆周期调节力度，2025年国内央行降息降准都有空间。明年人民币汇价或有下调趋势，但大幅贬值的风险可控。**

国内方面，11月美联储持续降息，同日英国央行亦降息25个基点，欧洲央行等全球主要央行也在连续下调政策利率，这意味着全球金融环境至少在2025年还会延续全面宽松。这将有利于国内货币政策强化支持性立场，加大逆周期调节力度。我们判断，2025年国内央行降息降准都有空间，特别是针对房地产市场的定向支持政策会进一步加码。这意味着国内资本市场将面临更为有利的政策环境。全球利率下行、国内稳增长政策加力背景下，短期内债市收益率易下难上。汇率方面，美联储降息有助于收窄中美利差，客观上利好人民币。不过，当前决定人民币走向的是贸易战风险和国内经济基本面。特朗普胜选后，如果2025年美国发起新一轮贸易战，美元指数有一定上升动能，人民币对

美元汇价可能面临一定下行压力。不过，这也将推动国内实施更为有力的稳楼市、稳增长政策，人民币汇率有望得到经济基本面的支撑，而监管层稳汇市政策工具也会适时出手。我们判断，明年人民币汇率或有下调趋势，但大幅贬值的风险可控。

权利及免责声明：

本研究报告及相关的信用分析数据、模型、软件、研究观点等所有内容的著作权和其他相关知识产权均归东方金诚所有，东方金诚保留一切与此相关的权利，任何机构及个人未经东方金诚书面授权不得修改、复制、逆向工程、销售、分发、储存、引用或以其他方式传播。未获书面授权的机构及人士不应获取或以其他方式使用本研究报告，东方金诚对本研究报告的未授权使用、超授权使用和非法使用等不当使用行为所造成的一切后果均不承担任何责任。

本研究报告中引用的标明出处的公开资料，其合法性、真实性、准确性、完整性均由资料提供方或/及发布方负责，东方金诚对该等资料进行了合理审慎的核查，但不应视为东方金诚对其合法性、真实性、准确性及完整性提供了任何形式的保证。

本研究报告的结论，是在最初发表本报告日期当日按照东方金诚的研究流程及标准做出的独立判断，遵循了客观、公正的原则，未受第三方组织或个人的干预和影响。东方金诚可能不时补充、修订或更新有关信息，也可能发出其他与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但没有义务和责任更新本报告并通知报告使用者。

本研究报告仅用于为投资人、发行人等授权使用方提供第三方参考意见，并非是对某种决策的结论或建议；投资者应审慎使用本研究报告，自行对投资行为和投资结果负责，东方金诚不对其承担任何责任。

本声明为本研究报告不可分割的内容，任何使用者使用或引用本报告，应转载本声明。并且，相关引用必须注明来自东方金诚且不得篡改、歪曲或有任何类似性质的修改行为。