

从特朗普交易向基本面回归： 11月FOMC会议点评

团队成员

事件：

11月8日，美联储公布11月议息会议结果，将联邦基金利率下调25BP至4.5%-4.75%，符合市场预期。

投资要点：

利率决议降息25BP，符合市场预期，总计传递信息有限，但对通胀的表述更加谨慎，略偏鹰派：（1）利率：11月决议将联邦基金利率下调0.25%至4.5%-4.75%，降息幅度较9月放缓，基本符合市场预期；（2）购债：继续按计划缩表，符合市场预期；（3）经济：与9月表述类似，对经济表态仍偏积极，认为在实现就业和通胀目标方面的风险大体平衡，对就业的表述更偏积极，新增“自今年早些时候以来，劳动力市场状况普遍有所缓解”表述；（4）通胀：删去了“委员会对通胀可持续接近2%的信心有所增强”的表述，反映美联储对通胀态度更加谨慎。

鲍威尔讲话再次强调降息过快和过慢的双向风险，表示比起逐渐调整至中性货币政策立场的趋势，降息步伐显得没有那么重要，同时重申选举不会对美联储决策带来影响，对市场情绪进行安抚：（1）利率：政策立场将随着时间推移向中性立场转变。如果经济保持强劲，通胀未能回落至2%，则可以更缓慢地调整政策；（2）通胀：总体看通胀方面有所进展。对通胀向2%目标的回归充满信心；（3）经济：整体经济表现强劲，美联储将继续全力关注双重使命目标，致力于维持经济的强劲发展。对经济活动的整体情况感到乐观；（4）大选和政治因素：在短期内，选举将不会对政策产生影响。不清楚政策将如何影响美联储的目标。美联储不对财政政策发表评论。目前美联储并未对潜在的财政政策变化进行建模。

市场更多反应特朗普交易退潮：（1）议息会议后降息预期略有回调：目前市场预期12月或降息25BP、2025年降息50BP；（2）美债利率反而大幅回落：略偏鹰的议息会议结果公布后，美债利率反而大幅回落，主要源于此前经济边际上行+特朗普交易预期打满，在特朗普成功当选后，美债利率大幅回落；（3）美债进入击球区，美股中长期维持看好，但短期需警惕估值和拥挤度问题：在10年期美债利率已升至4.3%以上的背景下，9月以来的利率上行意味着后续美国经济或有再度下行压力，叠加特朗普交易退潮且其政策推行仍需时间，后续美债利率的配置价值加大。对于美股而言，衰退交易证伪+本轮降息更接近预防式降息剧本，对美股总体利好，但短期需警惕估值偏高及市场集中度过高带来的压力。

风险提示：一是美国通胀下行偏慢；二是大宗商品价格上涨；三是美联储表态偏鹰等。

分析师 燕翔
 执业证书编号：S0210523050003
 邮箱：yx30128@hfzq.com.cn

联系人 石琳
 邮箱：sl30332@hfzq.com.cn

相关报告

- 1、《暗示9月降息，宽松交易或未结束——7月FOMC会议点评》—2024.08.01
- 2、《降息渐近，但短期仍需等待——6月FOMC会议点评》—2024.06.13
- 3、《通胀压力加大，降息信心不足——5月FOMC会议点评》—2024.05.02



正文目录

1	降息 25BP，符合市场预期	3
2	市场更多反应特朗普交易退潮.....	4
3	风险提示	6

图表目录

图表 1: 11 月和 9 月议息会议利率决议文本对比.....	3
图表 2: 市场隐含 12 月降息 25BP 预期	4
图表 3: 9 月下旬以来美债利率和美元指数大幅提升.....	5
图表 4: 金融条件领先美国基本面约一个季度.....	5
图表 5: 截至 11.07，标普 500 远期 PE 为 24.9X.....	6
图表 6: 截至 11.07，美股前十大股票市值占比达 36%.....	6

1 降息 25BP，符合市场预期

利率决议降息 25BP，符合市场预期，总计传递的信息有限，但对通胀的表述更加谨慎，略偏鹰派：**(1) 利率**：11 月决议将联邦基金利率下调 0.25% 至 4.5%-4.75%，降息幅度较 9 月放缓，但基本符合市场预期。值得指出的是，9 月议息会议中有一名委员反对降息 50BP 决议、支持降息 25BP，而本轮降息 25BP 得到全体票委同意；**(2) 购债**：继续按计划缩表，符合市场预期；**(3) 经济**：与 9 月表述类似，对经济表态仍偏积极，认为在实现就业和通胀目标方面的风险大体平衡，对就业的表述更偏积极，新增“自今年早些时候以来，劳动力市场状况普遍有所缓解”表述；**(4) 通胀**：删去了“委员会对通胀可持续接近 2% 的信心有所增强”的表述，反映近期通胀压力边际提升，使得美联储对通胀态度更加谨慎。

图表 1：11 月和 9 月议息会议利率决议文本对比

	11 月 FOMC 声明	9 月 FOMC 声明
利率	为了支持其目标，委员会决定将联邦基金利率目标区间下调 0.25%，到 4.5% 至 4.75%。在考虑进一步对联邦基金利率目标区间的任何调整时，委员会将仔细评估未来的数据、不断变化的前景和风险平衡。	鉴于通胀的进展和风险的平衡，委员会决定将联邦基金利率目标区间下调 0.5%，到 4.75% 至 5%。在考虑进一步对联邦基金利率目标区间的任何调整时，委员会将仔细评估未来的数据、不断变化的前景和风险平衡。
购债	继续减少国债、机构债和机构 MBS 持有量。	继续减少国债、机构债和机构 MBS 持有量。
经济	最近的指标表明，经济活动继续稳步扩张。自今年早些时候以来，劳动力市场状况普遍有所缓解，失业率有所上升，但仍保持在低位。委员会认为，实现就业和通胀目标的风险大致处于平衡状态。经济前景不明朗，委员会关注其双重使命面临的风险。	最近的指标表明，经济活动继续稳步扩张。就业增长有所放缓，失业率有所上升但整体维持低位。委员会对通胀可持续接近 2% 的信心有所增强，并认为在实现就业和通胀目标方面的风险大体平衡。经济前景不明朗，委员会关注其双重使命面临的风险。
通胀	通货膨胀在朝着委员会的 2% 目标进一步推进，但仍略高于目标。委员会坚定承诺支持充分就业，并将通胀率恢复到 2% 的目标。	通货膨胀在朝着委员会的 2% 目标进一步推进，但仍略高于目标。委员会坚定承诺支持充分就业，并将通胀率恢复到 2% 的目标。

来源：美联储、华福证券研究所；标红为新增或修改部分

鲍威尔讲话再次强调降息过快和过慢的双向风险，表示比起逐渐调整至中性货币政策立场的趋势，降息步伐显得没有那么重要，同时重申选举不会对美联储决策带来影响，对市场情绪进行安抚：**(1) 利率**：政策立场将随着时间推移向中性立场转变，美联储将继续采取逐次会议的方式做出决策。降息将有助于维持经济的强劲发展。政策在应对风险方面处于良好状态。如果经济保持强劲，通胀未能回落至 2%，则可以更缓慢地调整政策；**(2) 通胀**：总体看通胀方面有所进展。3 个月和 6 个月核心个人消费支出（PCE）通胀数据显示出显著进展。非住房服务和商品的通胀已回到本世纪初的水平。住房服务成本上升，因为旧租约需要几年的时间才能赶上新的、较低的租

金水平。对通胀向 2%目标的回归充满信心；**(3) 经济：**整体经济表现强劲，美联储将继续全力关注双重使命目标，致力于维持经济的强劲发展。对经济活动的整体情况感到乐观；**(4) 大选和政治因素：**在短期内，选举将不会对政策产生影响。不会谈论与选举相关的任何事项。不清楚政府政策变化的时机和实质。因此，不清楚政策将如何影响美联储的目标。美联储不对财政政策发表评论。目前美联储并未对潜在的财政政策变化进行建模。

2 市场更多反应特朗普交易退潮

利率决议发布后，降息预期略有回调，目前市场预期 12 月或降息 25BP、2025 年降息 50BP。利率决议和鲍威尔讲话后，市场隐含的降息预期略有回调，12 月降息 25BP 概率由 69.9%降至 67.8%，不降息概率由 29.5%提升至 32.2%，对于 2025 年全年隐含降息 50BP 预期，调整已较为充分。

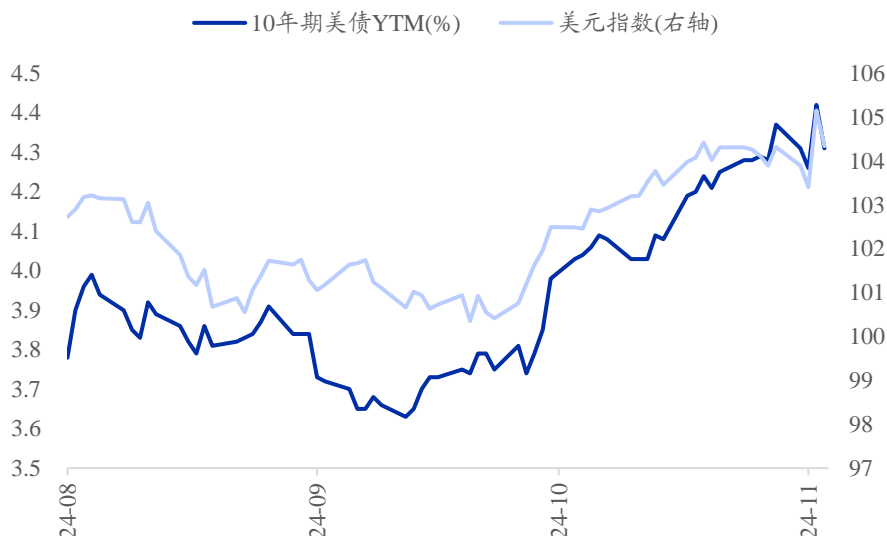
图表 2：市场隐含 12 月降息 25BP 预期

MEETING DATE	CME FEDWATCH TOOL - CONDITIONAL MEETING PROBABILITIES							
	275-300	300-325	325-350	350-375	375-400	400-425	425-450	450-475
2024/12/18			0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	67.8%	32.2%
2025/1/29	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	27.5%	53.3%	19.1%
2025/3/19	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	18.2%	44.6%	30.7%	6.5%
2025/5/7	0.0%	0.0%	0.0%	7.1%	28.4%	39.2%	21.3%	4.0%
2025/6/18	0.0%	0.0%	3.4%	17.3%	33.6%	30.6%	13.0%	2.1%
2025/7/30	0.0%	1.2%	8.4%	23.2%	32.5%	24.3%	9.0%	1.3%
2025/9/17	0.2%	2.2%	10.5%	24.5%	31.4%	22.1%	8.0%	1.1%
2025/10/29	0.5%	3.5%	12.6%	25.5%	30.0%	20.0%	6.9%	1.0%
2025/12/10	0.9%	4.8%	14.5%	26.2%	28.5%	18.1%	6.1%	0.8%

来源：CME FedWatch、华福证券研究所

略偏鹰的议息会议结果公布后，美债利率反而大幅回落，主要源于此前经济边际上行+特朗普交易预期打满，在特朗普成功当选后，美债利率大幅回落。9 月底以来在特朗普胜选概率持续提升背景下，大类资产中美债利率、黄金、美元明显走强，6 日当天 10 年期美债利率一度上行 19BP 至 4.47% 高点。特朗普当选后，由于各类资产计价在短期已较为充分，因此尽管议息会议结果略偏鹰，但美债利率反而大幅回落。

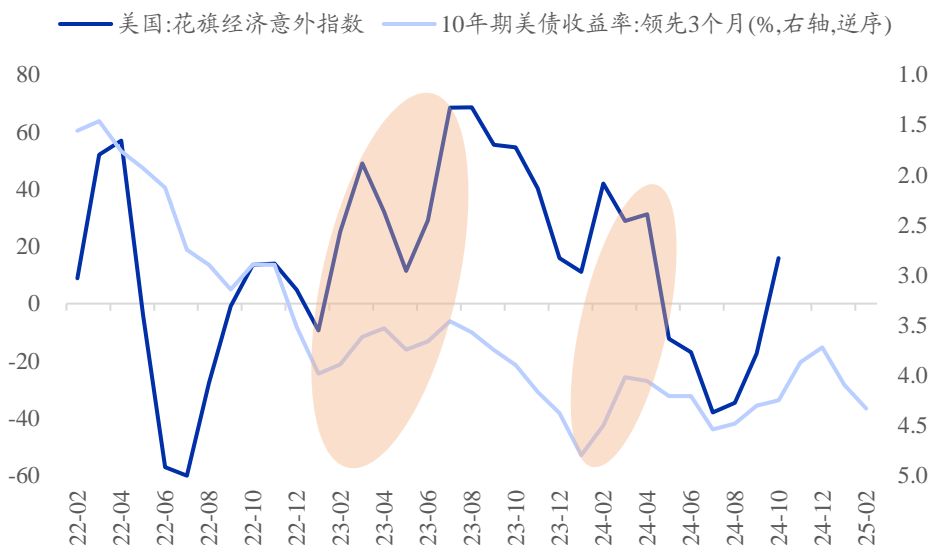
图表 3：9 月下旬以来美债利率和美元指数大幅提升



来源：Wind、华福证券研究所

往后看，美债进入击球区，美股中长期维持看好，但短期需警惕估值和拥挤度问题。9月下旬以来的美债利率大幅上行，一方面源于前期利率下行过快，金融条件反身性发挥作用，也即“美国经济下行→提前交易衰退/降息→美债利率下行→金融条件放松→美国经济上行”，另一方面特朗普交易持续升温，尤其是其全面加征关税、国内限制移民，以及减税和扩大财政赤字的政策组合，均意味着美债利率易上难下。但在10年期美债利率已升至4.3%以上的背景下，9月以来的利率上行意味着后续美国经济或有再度下行压力，叠加特朗普交易退潮且其政策推行仍需时间，后续美债利率的配置价值加大。对于美股而言，衰退交易证伪+本轮降息更接近预防式降息剧本，对美股总体利好，但短期需警惕估值偏高及市场集中度过高带来的压力。

图表 4：金融条件领先美国基本面约一个季度



来源：Wind、华福证券研究所

图表 5: 截至 11.07, 标普 500 远期 PE 为 24.9X



来源: Factset、华福证券研究所

图表 6: 截至 11.07, 美股前十大股票市值占比达 36%



来源: Factset、华福证券研究所

3 风险提示

一是美国通胀下行偏慢; 二是大宗商品价格上涨; 三是美联储表态偏鹰等。

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，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。

一般声明

华福证券有限责任公司（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。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，该等公开资料的准确性及完整性由其发布者负责，本公司及其研究人员对该等信息不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，之后可能会随情况的变化而调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，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。

在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司仅承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告以供投资者参考，但不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。投资者应自行决策，自担投资风险。

本报告版权归“华福证券有限责任公司”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。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	评级	评级说明
公司评级	买入	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在 20%以上
	持有	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市	未来 6 个月内，行业整体回报高于市场基准指数 5%以上
	跟随大市	未来 6 个月内，行业整体回报介于市场基准指数-5%与 5%之间
	弱于大市	未来 6 个月内，行业整体回报低于市场基准指数-5%以下

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

联系方式

华福证券研究所 上海

公司地址：上海市浦东新区浦明路 1436 号陆家嘴滨江中心 MT 座 20 层

邮编：200120

邮箱：hfyjs@hfzq.com.cn