



## 25BP 降息背后的不确定性

### —11月 FOMC 会议

2024年11月08日

- 随着美国大选尘埃落定，全球市场关注点迅速转美联储（Fed）利率决议，美联储如预期实施了今年第二次 25BP 的降息，降息后的利率水平为 4.50%-4.75%。
- **特朗普当选没有影响本次降息决议，潜在政策落地前美联储降息步伐仍取决于双重目标的动态调整。**尽管美联储表明自己正朝着更中性的立场前进，但不可避免地要应对特朗普政府带来的不确定性，鲍威尔也表示目前存在相当程度的不确定性，不希望提供过多的前瞻性指引。因此我们认为在特朗普明确的贸易、移民等政策出台之前，美联储的降息步伐仍取决于通胀和就业数据的动态变化。9月 FOMC 将对通胀的关注转向对劳动力市场的关注，而本次美联储声明弃用了有关对通胀回归 2% 表示信心的措辞，或代表着降息节奏短期不再仅取决于劳动力市场的动态变化，仍要关注通胀反弹的风险。
- **美联储留出了 12 月份放缓降息节奏的空间，未来的降息节奏或更加“谨慎”且“灵活”。**鲍威尔发布会上解释，删除“通胀可持续向 2% 靠近”是因为美联储已经对通胀下行的路径较有信心（开始降息的先决条件），因此没有必要继续保留这一表述。整体上美联储对通胀的评估还是在四季度的同比上行后继续回落。我们仍然认为美联储的引导相对模糊，但是留出了 12 月份放缓降息节奏的空间，四季度 CPI 因为基数或出现小幅反弹，如果劳动市场仍有韧性且剩余的两份通胀数据超过预期，不排除 12 月暂停降息的可能。在通胀整体仍在缓和、劳动市场继续缓慢弱化的情况下，美联储大概率不会采取第一种情况中转而加息的策略，放缓降息节奏并观察特朗普带来的不确定性似乎是更好的选择。因此，美联储在 2024 和 2025 年的累计降息幅度可能都将从 9 月 FOMC 引导的 100BP 压缩至 75BP，但目前美联储在 2025 年转向加息的可能较低。
- **对特朗普上台后财政无序扩张的预期在大选前就引发了市场对美债供需问题的担忧，而从财政部 10 月底公布的债务发行计划来看，美债长端供给压力未加大，无需过虑特朗普当选后半年内的长债供给突然上行。**美国财政部 10 月底公布了 2024Q4 与 2025Q1 的债务发行计划和再融资计划（QRA），比较符合市场预期。中长端债净供给仍然稳定，继续符合 4 月 QRA 表明的未来几个季度长端债供给平稳的声明，因此无需过虑特朗普当选后半年内的长债供给突然上行，其财政计划的实施开始影响长债发行仍需时日。考虑到短期利率仍有望跟随联邦基金利率的温和降调而下行，如果市场因为特朗普交易和对 2025 年二次通胀以及高赤字担忧而继续推升长端收益率，那么财政部应会考虑进一步小幅提升中短期国债的发行比例。这一方面可以防止财政部的长期融资成本过高，另一方面长债净供给的比例稳定也有利于防止其收益率继续上行。
- **美股上行，美债美元收跌，降息周期依然看好美元风险资产。**在美联储降息 25BP 后，美股上行，美债收益率震荡，10 年期收益率收跌 4.33%，美元指数收跌 104.35。伦敦黄金价格上涨至 2707 美元/盎司。我们依然认为在降息周期美元风险资产仍会有较好的表现，同时在 10 年期美债收益率由于特朗普交易和对再通胀和高赤字担忧而超过 3.7%-4.3% 的合理范围的情况下，其配置价值可能进一步增加。特朗普的具体政策落地以及对通胀的实际影响仍然需要评估，且部分加大通胀压力的政策未必可以在 2025 年落地，因此如果短期担忧和情绪导致美债收益率进一步上行，可以考虑适当增加配置。从收益率曲线来看，3 年期和 5 年期美债面临更低的再通胀和高赤字预期扰动，且收益率具有一定吸引力。美元指数方面，预计在美国经济短期强劲、美联储降息较其他一篮子货币国家更加温和、关税等贸易壁垒扰动仍存的情况下，美元指数可能比美债收益率在高位保持更久。

#### 分析师

张迪

✉: zhangdi\_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码: S0130524060001

于金潼

✉: yujintong\_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码: S0130524080003

赵红蕾

✉: yujintong\_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码: S0130524060005

#### 风险提示

1. 美国劳动市场和经济数据超预期下行的风险
2. 美国银行系统意外出现流动性问题的风险
3. 二次通胀的风险

## 一、25BP 降息背后的不确定性

随着美国大选尘埃落定，全球市场关注点迅速转美联储（Fed）利率决议，美联储如期实施了今年第二次 25BP 的降息，降息后的利率水平为 4.50%-4.75%，与会者以 12-0 的比例一致通过利率决定。

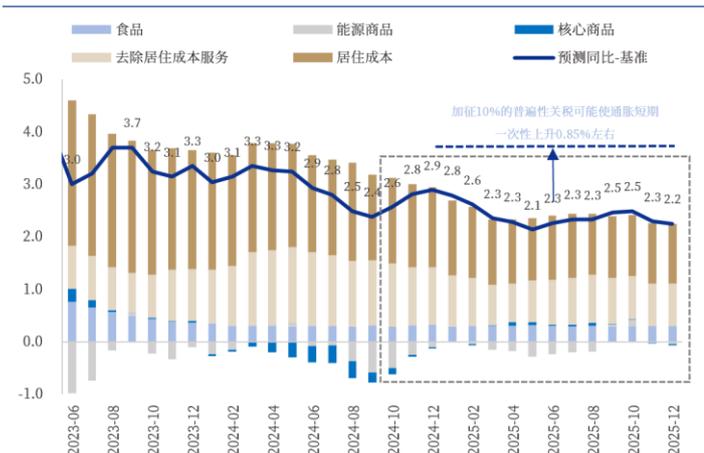
特朗普当选没有影响本次降息决议，潜在政策落地前美联储降息步伐仍取决于双重目标的动态调整。尽管美联储表明自己正朝着更中性的立场前进，但不可避免地要应对特朗普政府带来的不确定性。首先不确定特朗普政府会推动哪些政策落地，其次不确定对内减税对外关税、移民等政策会不会导致通胀飙升、就业市场恶化，鲍威尔也表示目前存在相当程度的不确定性，不希望提供过多的前瞻性指引。目前美联储并未对潜在的财政政策变化进行建模，立法通过后将会将财政政策纳入模型，因此我们认为在特朗普明确的贸易、移民等政策出台之前，美联储的降息步伐仍取决于通胀和就业数据的动态变化。

从本次 FOMC 的声明和发布会内容来看，美联储延续经济顺利软着陆基调，并认为就业和通胀双重目标面临的风险“大致平衡”。劳动力市场状况“总体缓解”，失业率上升但仍处于低位；通胀向 2% 迈进已“取得进展”，但仍处于略高水平。9 月 FOMC 将对通胀的关注转向对劳动力市场的关注，而本次美联储声明弃用了有关对通胀回归 2% 表示信心的措辞，或代表着降息节奏短期不再仅取决于劳动力市场的动态变化，仍要关注通胀反弹的风险。

鲍威尔发布会上解释，删除“通胀可持续向 2% 靠近”是因为美联储已经对通胀下行的路径较有信心（开始降息的先决条件），因此没有必要继续保留这一表述。整体上美联储对通胀的评估还是在四季度的同比上行后继续回落。我们仍然认为美联储的引导相对模糊，但是留出了 12 月份放缓降息节奏的空间，未来的降息节奏或更加“谨慎”且“灵活”，四季度 CPI 因为基数或出现小幅反弹，如果后期劳动市场仍有韧性且剩余的两份通胀数据超过预期，不排除 12 月暂停降息的可能。

在通胀整体仍在缓和、劳动市场继续缓慢弱化的情况下，美联储大概率不会采取第一种情况中转向加息的策略，放缓降息节奏并观察特朗普带来的不确定性似乎是更好的选择。因此，美联储在 2024 和 2025 年的累计降息幅度可能都将从 9 月 FOMC 引导的 100BP 压缩至 75BP，但目前美联储在 2025 年转向加息的可能较低。

图1：美国 CPI 预测（%）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图2：CME 数据显示交易者预期 12 月降息 25BP

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%	73.5%	26.5%
2025/1/29	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	26.7%	56.4%	16.9%
2025/3/19	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	19.2%	48.1%	28.0%	4.7%
2025/5/7	0.0%	0.0%	0.0%	3.1%	23.9%	44.8%	24.2%	4.0%
2025/6/18	0.0%	0.0%	2.0%	16.5%	37.4%	31.5%	11.1%	1.4%
2025/7/30	0.0%	0.7%	7.3%	24.1%	35.3%	24.1%	7.6%	0.9%
2025/9/17	0.1%	1.7%	9.9%	25.8%	33.6%	21.6%	6.6%	0.8%
2025/10/29	0.1%	1.6%	9.3%	24.8%	33.1%	22.3%	7.5%	1.1%
2025/12/10	0.8%	5.0%	16.2%	28.5%	28.3%	15.8%	4.7%	0.7%

资料来源：CME，中国银河证券研究院

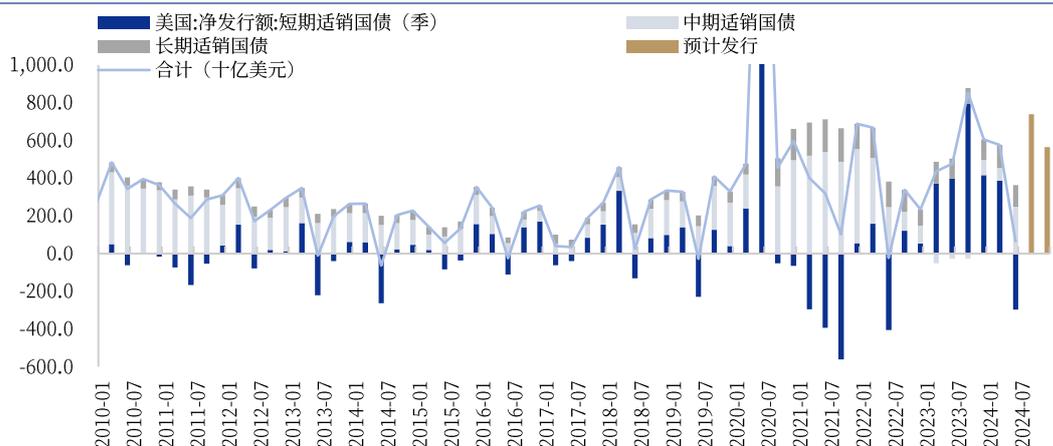
市场与资产方面：CME 数据显示，联邦基金利率期货交易者为 12 月大概率降息 25BP，但也可能暂停降息。在美联储降息幅度 25BP 后，美股上行，美债收益率震荡，10 年期收益率收跌 4.33%，美元指数收跌 104.35。伦敦黄金价格上涨至 2707 美元/盎司。我们依然认为在降息周期美元风险资产仍会有较好的表现，同时在 10 年期美债收益率由于特朗普交易和对再通胀和高赤字担忧而超过 3.7%-4.3% 的

合理范围的情况下，其配置价值可能进一步增加。特朗普的具体政策落地以及对通胀的实际影响仍然需要评估，且部分加大通胀压力的政策未必可以在 2025 年落地，因此如果短期担忧和情绪导致美债收益率进一步上行，可以考虑适当增加配置。从收益率曲线来看，3 年期和 5 年期美债面临更低的再通胀和高赤字预期扰动，且收益率具有一定吸引力。美元指数方面，预计在美国经济短期强劲、美联储降息较其他一篮子货币国家更加温和、关税等贸易壁垒扰动仍存的情况下，美元指数可能比美债收益率在高位保持更久。

## 二、债务发行计划符合预期，长端供给压力未加大

美国财政部 10 月底公布了 2024 四季度与 2025 年一季度的债务发行计划和再融资计划（QRA），比较符合市场预期。具体来看，财政部计划在 2024 年四季度发行约 5460 亿美元的私人持有适销债务（privately-held net marketable borrowing），比 7 月份宣布的 5650 亿美元低 190 亿美元，预计四季度末财政部账户（TGA）余额 7000 亿美元，比三季度末约 8350 亿美元的余额下行。财政部认为四季度债务发行量低于前期预测主要是高于预期的季度初现金水平所导致。2025 年一季度预计发行约 8230 亿美元的私人持有适销债务（主要是短债增加），预计明年一季度末财政部账户（TGA）余额回升至 8500 亿美元。中长端债净供给仍然稳定，继续符合 4 月 QRA 表明的未来几个季度长端债供给平稳的声明，因此无需过虑特朗普当选后半年内的长债供给突然上行，其财政计划的实施开始影响长债发行仍需时日。

图3：美国下半年国债发行量整体稳定，没有显著增长，不易推升长端国债收益率



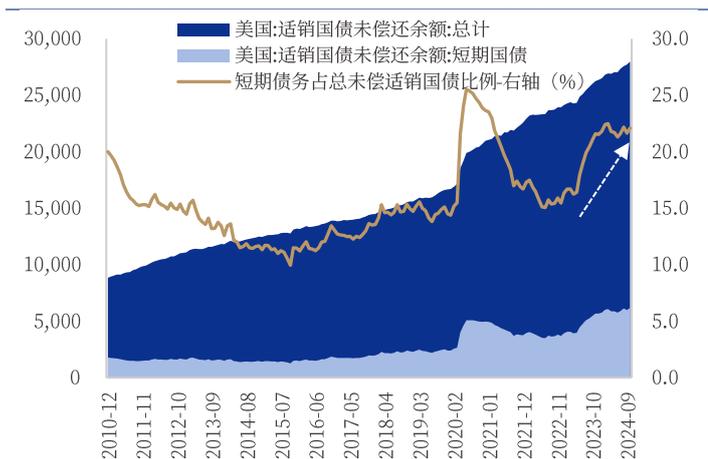
资料来源：US Treasury, 中国银河证券研究院

总体上，财政部较为符合计划的开启了 2025 财年的国债发行，继续符合 2024 年 4 月 QRA 表明的长债供给平稳的态度。截至 10 月，短期国债占适销国债余额的比例约 22% 左右，同样保持稳定且明显高于疫情前的占比。考虑到短期利率仍有望跟随联邦基金利率的温和降调而下行，如果市场因为特朗普交易和对 2025 年二次通胀以及高赤字担忧而继续推升长端收益率，那么财政部应会考虑进一步小幅提升中短期国债的发行比例。这一方面可以防止财政部的长期融资成本过高，另一方面长债净供给的比例稳定也有利于防止其收益率继续上行。对于特朗普政府的制造业回流美国计划，降低中长期融资成本似乎也是鼓励本土投资不可或缺的环节，因此其中在制定具体的财政和税务计划时也不能忽视通胀和国债利率进行刺激。

从发行结构上来看，2024 年四季度的短债净供给由前一季度的 1810 亿美元转为 690 亿美元，对应的两年及以上债券（coupons）四季度净发行预计为 4770 亿美元（原定 4750 亿美元，变化不大），比

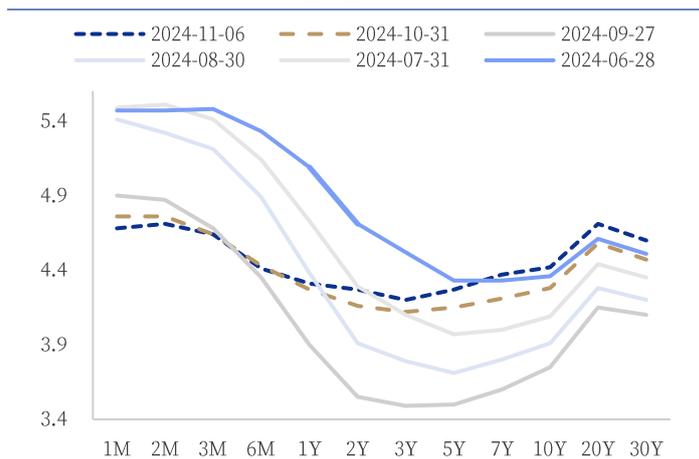
第三季度的 5590 亿美元还有所回落。2025 年一季度，短债净供给由于需要补充财政部账户以应对 2025 年 1 月的债务上限等因素而显著增加至 3740 亿美元；两年及以上债券预计的净发行额度为 4490 亿美元，供给依然保持稳定，因此短期并没有必要担忧长债供给突然增加。短期来看，我们仍然认为：(1) 如果联邦政府需要扩大赤字且 10 年期美债收益率处于 4.3% 以上的高位，那么财政部可能倾向于增加一年期以内的短债供给，而非进一步的大规模增发高成本的长债。(2) 财政部账户从 2022 年 5 月近 9500 亿美元的高点，到上一次债务上限耗尽财政部资金 (X date) 的 2023 年 6 月，经历了一年左右；按目前的选情来看，共和党很可能控制两院，且财政部账户资金较为充足，2025 年的债务上限可能不会遭遇严重的拉锯，这有利于债市保持稳定。

图4：三季度短债 (bills) 占比和供给将回升 (亿美元)



资料来源：US Treasury、Wind、中国银河证券研究院

图5：美债收益率曲线短端跟随降息大幅回落 (%)



资料来源：Wind、中国银河证券研究院

图6：财政部 2024 四季度长端债务供给和净供给计划 (十亿美元)

Security	October - December 2024 Coupon Issuance			Fiscal Year-to-Date Coupon Issuance			Security	January - March 2025 Coupon Issuance			Fiscal Year-to-Date Coupon Issuance		
	Gross	Maturing	Net	Gross	Maturing	Net		Gross	Maturing	Net	Gross	Maturing	Net
2-Year FRN	86	68	18	86	68	18	2-Year FRN	86	68	18	172	136	36
2-Year	207	125	82	207	125	82	2-Year	207	126	81	414	251	163
3-Year	174	166	8	174	166	8	3-Year	174	150	24	348	316	32
5-Year	210	96	114	210	96	114	5-Year	210	100	110	420	196	224
7-Year	132	70	62	132	70	62	7-Year	132	68	64	264	138	126
10-Year	120	59	61	120	59	61	10-Year	120	53	67	240	112	128
20-Year	42	0	42	42	0	42	20-Year	42	0	42	84	0	84
30-Year	69	3	66	69	3	66	30-Year	69	3	66	138	7	131
5-Year TIPS	46	39	7	46	39	7	5-Year TIPS	0	0	0	46	39	7
10-Year TIPS	17	0	17	17	0	17	10-Year TIPS	36	40	(4)	53	40	13
20-Year TIPS <sup>1</sup>	0	0	0	0	0	0	20-Year TIPS <sup>1</sup>	0	27	(27)	0	27	(27)
30-Year TIPS	0	0	0	0	0	0	30-Year TIPS	9	0	9	9	0	9
Coupon Subtotal	1,103	626	477	1,103	626	477	Coupon Subtotal	1,085	636	449	2,188	1,262	926

资料来源：US Treasury、中国银河证券研究院

## 风险提示

- (1) 美国劳动市场数据和经济超预期下行的风险
- (2) 美国银行系统意外出现流动性问题的风险
- (3) 二次通胀的风险

## 分析师承诺及简介

本人承诺以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

张迪：中国银河证券宏观分析师  
于金潼：中国银河证券宏观分析师  
赵红蕾：中国银河证券宏观分析师

## 免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。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。

银河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。银河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。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

## 评级标准

评级标准	评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 到 12 个月行业指数（或公司股价）相对市场表现，其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准，北交所市场以北证 50 指数为基准，香港市场以恒生指数为基准。	行业评级	推荐：相对基准指数涨幅 10% 以上
		中性：相对基准指数涨幅在 -5%~10% 之间
		回避：相对基准指数跌幅 5% 以上
公司评级	推荐：相对基准指数涨幅 20% 以上	
	谨慎推荐：相对基准指数涨幅在 5%~20% 之间	
	中性：相对基准指数涨幅在 -5%~5% 之间	
	回避：相对基准指数跌幅 5% 以上	

## 联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 层

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 层

北京市丰台区西营街 8 号院 1 号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：程曦 0755-83471683 chengxi\_yj@chinastock.com.cn

苏一耘 0755-83479312 suyiyun\_yj@chinastock.com.cn

上海地区：陆韵如 021-60387901 luyunru\_yj@chinastock.com.cn

李洋洋 021-20252671 liyangyang\_yj@chinastock.com.cn

北京地区：田薇 010-80927721 tianwei@chinastock.com.cn

褚颖 010-80927755 chuying\_yj@chinastock.com.cn