

## 降息 25bp 幅度符合预期，未来路径保持开放

——2024 年 11 月份美联储议息会议点评

国投期货研究院

朱赫 期货投资咨询号 Z0015192

靳顺柔子 期货投资咨询号 Z0014424

**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。本次美联储降息的行动和幅度均符合市场预期，让短期市场的风险偏好继续维持比较高的状态，前期“特朗普交易”推动的美债利率和美元强势小幅退潮，而风险资产的热情较高，人民币强势，中概股跑赢同时商品普涨。

### 点评：

#### 一、会前关注点：美联储后续降息路径再受考验

9 月份的议息会议上，美联储宣布将联邦基金利率的目标区间从 5.25%到 5.50%降至 4.75%至 5.0%，降幅 50 个基点，略超市场预期，正式启动本轮紧缩周期以来首次降息。会后声明方面表示对于通胀的回落信心增强，重新侧重于履行双重使命中的就业目标。点阵图来看，相比于 6 月份的预测，9 月联储官员将 24-25 年三年的降息力度大幅提升，点阵图预估显示，年内剩余时间将进一步降息 50 基点，并在 2025 年再降息 100 基点。经济数据预测调整幅度较小，整体思路是相对大幅下调通胀预期，上调失业率预测。发布会上鲍威尔对于后续降息路径和降息节奏的表述对于市场偏鸽的定价进行了一定的矫正。

9 月份议息会议后，一系列经济数据显示美国经济喜忧参半，消费以及 GDP 数据回暖，但制造业与就业数据持续走弱。经济增长方面，三季度美国 GDP 初值为 2.8%，虽有所放缓，但受到良好的消费支撑仍然较为强劲。通胀方面，PCE 物价指数稳步放缓，9 月美国个人消费支出（PCE）已降至 2.1%，虽然核心 PCE 连续三个月保持在 2.7%，显示出一定黏性风险，但整体通胀较去年大幅降温，距离 2%的目标水平越来越近。就业方面，劳动力市场仍在逐渐韧性走软，受飓风以及波音罢工的影响，10 月非农数据大幅低于预期，职位空缺超预期下降、JOLTS 私营裁员率上升，就业市场持续降温。**整体来看，尽管近期各类经济数据仍有上下波动，但总体指向通胀降温、就业市场压力加大**

## 这一趋势，市场普遍预计 11 月 FOMC 将继续降息。

由于市场广泛预期，美联储在 11 月份的议息会议上，仍会继续降息 25BP，将利率从 4.75%-5% 降至 4.5%-4.75%，但随着美国大选以特朗普获胜的结果尘埃落定，新一届美国政府的政策以及美国当前有所矛盾的经济数据，都让美联储后续利率路径充满变数。在特朗普胜选后，根据芝商所 (CME) 美联储观察工具显示，市场仍然预计美联储将在今年剩余两次会议上分别降息 25 个基点，但 12 月降息 25 个基点的概率大幅回落到 70% 左右，同时调降了对美联储 2025 年降息的预期，预期在 2025 年上半年再降息两次后，停止降息，将基准利率降至 3.75%-4%。总得来说，经济数据和大选结果加大了美联储后续决策的难度，本次会议的看点在于决议声明和鲍威尔的新闻发布会，寻找特朗普当选后可能的政策影响和未来利率路径指引。

### 二、会议内容- 降息 25 bp 符合预期，为未来路径保持开放

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。继 9 月四年来首次启动宽松周期后，这是美联储连续第二次会议决定降息，在累计加息 525 个基点后，两次合计降息 75 个基点。本周四稍早，芝商所 (CME) 的工具显示，期货市场预计美联储本周降息 25 个基点概率约为 99%，因此本次美联储降息的行动和幅度均符合市场预期。

会后声明方面，和 9 月份议息会议相比，主要有以下变动：**其一是删除了上次声明新增的 FOMC “对通胀持续迈向 2% 更有信心”**，这一表述或对应了 9 月份通胀数据的反弹，也对应了此次降息幅度小于 9 月份的降息幅度；**其二是修改了对劳动力市场的评价**，不再说就业增长已放慢，而是新增评价：劳动力市场的状况已经宽松。这一表述或对应了 10 月份的新增非农就业数据的弱势。此外，不同于上次声明反映的有一人反对，本次声明显示，全体 FOMC 投票委员都对本次降息 25 个基点的决策投了赞成票，包括上次投反对票的美联储理事鲍曼。

从发布会的要点来看：第一，**关注近期通胀与就业数据的评价问题**，鲍威尔表示虽然九月核心 PCE 同比上涨 2.7%，仍然略高，但长期通胀预期保持稳定，10 月份的就业数据有临时性的拖累因素，劳动力市场紧张状况有所缓解，劳动力市场已经不是

显著的通胀压力来源，提到10月份美债收益率大幅飙升时，他认为主要受经济增长驱动；第二，**关于美国大选结果是否影响货币政策的问题**，他明确提到短期内美国大选不会对货币政策产生影响，不过也警告称，在美联储寻求降低利率之际，政府的任何变动都可能影响货币政策，他也表示美国赤字不断上升是经济的阻力，债务规模不可持续；第三，**关于未来降息节奏的问题**，他表示美联储在转向更中性的立场，没有预设路径，如果经济保持强劲，可以更缓慢地减少政策限制，如果劳动力市场意外走弱，通胀率下降速度快于预期，可以更快采取行动。

总的来看，由于10月份以来的持续引导，美联储此次落地的25bp符合市场预期。对于大选结果对后续美联储政策的影响，鲍威尔给出了比较开放性的立场，但他提到了财政赤字扩张的问题，因此这需要从后期特朗普政策框架的进一步清晰后寻找线索。符合预期的政策落地，让短期市场的风险偏好继续维持比较高的状态，前期“特朗普交易”推动的美债利率和美元强势小幅退潮，而风险资产的热情较高，人民币强势，中概股跑赢同时商品普涨。

### 三、市场展望—风险偏好平稳延续的时间窗口，挖掘特朗普未来政策组合思路

9月议息会议后，我们提出未来在三个方向上跟踪宏观上的矛盾：**第一，观察50bp降息后对于美国经济的支持，是否能带来下行经济数据的反弹和再通胀；第二，跟踪地缘局势变化，基准情景仍然是在大选后延续既有的博弈节奏，不会大幅改善也不会超预期恶化；第三，关注国内经济政策的出牌思路，如果仅是货币政策回归，那么带来的提振有限，如果是包含货币、财政和地产的一揽子政策回归则对风险资产提振明显。**（《货币政策框架重新校准，首次降息50bp落地——2024年9月份美联储议息会议点评》）。从宏观状态的实际发展来看，9月份议息会议降息25bp后，我们看到了美国的消费服务数据相对受到提振，因此在10月份FED纠正了降息次数。同时10月份大选前虽然地缘局势有所扰动，但是总体来说并无太大的地缘风险溢价冲击，大选前的“维稳”思路仍然明确。另外国内一揽子政策组合，对于国内的宏观因子的低位修复起到重要作用。

对于大类资产的运行而言，呈现出以下几个方面的特征：首先，是国内资产的重估和通缩预期的动摇，随着央行与非银机构支持股市的互换工具推出，大中华区股指在9月底呈现出快速的资金推动的β行情，体现出国内流动性机制修复带来的资产重估效应，

与此同时国内定价的大宗商品亦表现出了相同的节奏，体现出政策回归带来的估值修复；第二，国内资产经历了从估值修复到高位震荡的格局，即在快速的估值修复后，市场向短期的高位震荡转换，一方面在金融政策先行后，市场等待财政政策细节的落地，另一方面也体现出当前央行支持股市的货币政策工具对于“慢牛”的内在诉求。随后股票市场进入到大市值指数高位震荡，同时中小市值各类题材相对活跃的阶段，而商品亦进入到快速反弹后的震荡蓄势；第三，海外呈现“特朗普交易”的回归，7-8月份的“特朗普交易”，伴随着美国经济数据的低于预期和美联储引导降息落地，因此呈现出弱美债利率和弱势美元的格局，而10月份以来的“特朗普交易”，其背景在于美国消费服务的韧性和美联储矫正过大的降息幅度，因此“特朗普交易”呈现出美债利率和美元的强势反弹，这对于10月份以来的风险资产的估值有一定的压制，且临近十一月底，随着美债利率的持续走强开始对于美股产生抑制；第四，随着大选尘埃落定，“共和党横扫”模式下，美元和美债利率则是朝着10月份以来的“特朗普交易”的方向有了一定的延续性，即美债利率和美元指数有一定冲高，人民币顺势走贬，能源有一定承压，且随着大选结果不确定性的消失，美国的股债隐含波动率都有所下降，而不确定性下降后强势美元带来的流动性压力让贵金属亦承压，而A股在大选结果落地出现短暂的波动后，再度恢复偏强势走势中。

后续来看，在美联储11月份议息会议后，**未来可以从以下三个维度观察宏观主要矛盾的演化：第一，关注国内财政政策的实际落地情况**，由于特朗普的关税政策会压制中国的贸易盈余，市场普遍预计会在一次性化债、财政赤字、特别国债发行、财政资金支持房地产和支持扩大消费等领域采取偏积极的模式，需要在总量和推进时间等角度跟踪是否超出市场预期；**第二，关注美债利率和美元持续强势对于美元金融稳定性的影响**，近期美债利率和美元持续强势，目前来看虽然对于金融体系在产生压力，尤其大选后权力的平稳过渡推升了风险偏好，且当前阶段从全球基本面来看，整体有从低位边际修复的迹象，短期压力还不明显，因此仍需继续跟踪强势美债利率的压力传导问题；**第三，关注特朗普班底的人选构成**，在大选期间特朗普对于其第二任期的政策框架介绍并不充分，后续可从其班底人选的安排中寻找其在国际和国内政策领域的线索，从而为中期的政策取向，以及美元和美债利率的方向寻找线索。

对于大类资产后续看点而言，我们在月报中《国内宏观因子低位修复，把握大选落地后风险资产的交易机会》中提到，关注大选落地后，如果权力平稳交接，等待美债利率和美元冲高回落给风险资产带来的交易机会。目前来看，由于特朗普明年1月份才会正式上任，且短期来看全球的基本面有低位修复迹象，在12月下旬前美联储议息会议前的这个阶段理论上仍然给风险偏好的修复带来一个较好的时间窗口。国内股指而言，基本面低位修复和政策预期犹存的背景下，偏强的格局有所延续，在风险偏好提振下国债以震荡为主等待中美财政的线索。金属的估值或在美元的抑制因素和基本面的边际改善下呈现震荡偏强，关于特朗普政策框架中“关税”的主题可能会根据其未来的政策预期而反复活跃，总体来看再通胀交易或偏积极。

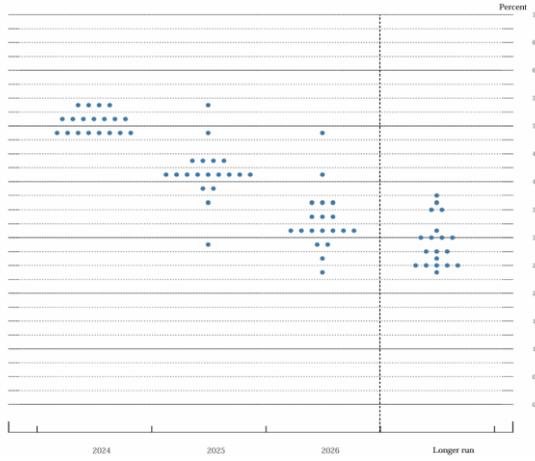
**表：近几次美联储 FOMC 会议会后声明对比**

	2024年7月会议声明	2024年9月会议声明	2024年11月会议声明
经济	<ul style="list-style-type: none"> <li>最近的指标显示，经济活动继续在稳步扩张。<b>就业增长有所放缓，失业率有所上升，但仍保持低位</b></li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>最近的指标显示，经济活动继续在稳步扩张。就业增长有所放缓，失业率有所上升，但仍保持低位。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>最近的指标显示，经济活动继续在稳步扩张。<b>今年早些时候以来，劳动力市场状况总体宽松，失业率有所上升，但仍保持低位。</b></li> </ul>
通胀	<ul style="list-style-type: none"> <li>通胀过去一年有所放缓，但仍然有些高企。近几个月，在实现委员会2%的通胀目标方面，<b>取得了一些进一步的进展。</b></li> <li>委员会判断，实现就业和通胀目标的风险<b>持续</b>走向更好的平衡。经济前景仍不明朗，<b>委员会关注其双重使命都面临的风险。</b></li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li><b>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。</b></li> <li><b>委员会对通胀可持续接近2%的信心有所增强，</b>并认为在实现就业和通胀目标方面的风险<b>大体平衡</b>。经济前景不明朗，委员会关注其双重使命面临的风险。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li><b>通胀已经朝着委员会2%的目标取得进展，但仍有所高企。</b></li> <li>委员会认为实现就业和通胀目标的风险大体均衡。经济前景不明朗，委员会关注双重使命面临的两方面风险。</li> </ul>

<p>货币政 策工具</p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 委员会决定将联邦基金利率目标区间维持在 5.25%至 5.5%的水平不变。在考虑对联邦基金利率目标区间的任何调整时，委员会将仔细评估最新数据、不断变化的前景和风险平衡。在对通胀持续迈向 2%更有信心之前，委员会不认为降低利率目标区间是适宜的。</li> <li>● 委员会坚定致力于让通胀回归其 2% 的目标。</li> <li>● 如之前公布的计划所述，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。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 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范围的任何调整时，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。</li> <li>● 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。</li> <li>● 如之前公布的计划所述，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。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 为支持自身目标，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 4.50%至 4.75%。在考虑进一步对联邦基金利率目标范围的新调整时，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。</li> <li>● 委员会坚定承诺支持充分就业，以及让通胀回到其目标 2%。</li> <li>● 如之前公布的计划所述，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。</li> </ul>
--------------------	---	---	--

**图：2024年6月议息会议点阵图**

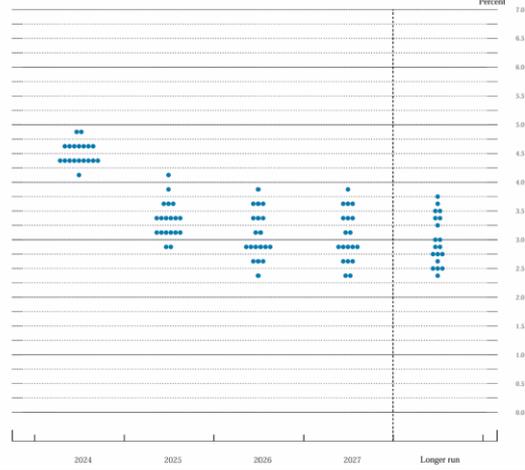
Figure 2. FOMC participants' assessments of appropriate monetary policy: Midpoint of target range or target level for the federal funds rate



资料来源：美联储，国投期货

**图：2024年9月议息会议点阵图**

Figure 2. FOMC participants' assessments of appropriate monetary policy: Midpoint of target range or target level for the federal funds rate



资料来源：美联储，国投期货

**图：2024年6月议息会议数据预测**

Variable	Median <sup>1</sup>			
	2024	2025	2026	Longer run
Change in real GDP	2.1	2.0	2.0	1.8
March projection	2.1	2.0	2.0	1.8
Unemployment rate	4.0	4.2	4.1	4.2
March projection	4.0	4.1	4.0	4.1
PCE inflation	2.6	2.3	2.0	2.0
March projection	2.4	2.2	2.0	2.0
Core PCE inflation <sup>4</sup>	2.8	2.3	2.0	
March projection	2.6	2.2	2.0	
Memo: Projected appropriate policy path				
Federal funds rate	5.1	4.1	3.1	2.8
March projection	4.6	3.9	3.1	2.6

资料来源：美联储，国投期货

**图：2024年9月议息会议数据预测**

Variable	Median <sup>1</sup>				
	2024	2025	2026	2027	Longer run
Change in real GDP	2.0	2.0	2.0	2.0	1.8
June projection	2.1	2.0	2.0		1.8
Unemployment rate	4.4	4.4	4.3	4.2	4.2
June projection	4.0	4.2	4.1		4.2
PCE inflation	2.3	2.1	2.0	2.0	2.0
June projection	2.6	2.3	2.0		2.0
Core PCE inflation <sup>4</sup>	2.6	2.2	2.0	2.0	
June projection	2.8	2.3	2.0		
Memo: Projected appropriate policy path					
Federal funds rate	4.4	3.4	2.9	2.9	2.9
June projection	5.1	4.1	3.1		2.8

## 免责声明

本研究报告由国投期货有限公司撰写,研究报告中所提供的信息仅供参考。报告根据国际和行业通行的准则,以合法渠道获得这些信息,尽可能保证可靠、准确和完整,但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。本报告不能作为投资研究决策的依据,不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证,无论是否已经明示或者暗示。国投期货有限公司将随时补充、更正和修订有关信息,但不保证及时发布。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。

本报告版权仅为国投期货有限公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用发布,需注明出处为国投期货有限公司,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。国投期货有限公司对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。