

2024年11月8日

全球宏观

全球流动性风向标系列（十五）

降息路径将迎特朗普考验—11月美联储FOMC会议点评

2024年11月8日，美国大选后，市场焦点重回美联储。11月FOMC会议将基准利率下调至4.50-4.75%区间，为连续第二次降息，符合市场及我们的预期。利率声明删减了对通胀取得“更多进展、更大信心”的表述，反映了委员会对于通胀的担忧，基调上是一次“偏鹰”的降息。但尽管如此，劳动力市场的继续放缓仍成为了推动降息的关键。由于11月会议没有经济预测摘要，所传递出来的前瞻性指引相对有限，而美联储主席鲍威尔在新闻发布会上亦未给出明确的降息指引及对特朗普政策影响的预判，并明确表示不会辞职，强调美联储独立性。我们预计更多针对特朗普政策带来的潜在影响可能会在12月会议的经济预测摘要中有所反映，即关注对经济增速、通胀预期给出的预期指引，以及相应的利率指引。

蔡瑞, CFA

Carl.Cai@bocomgroup.com
(852) 3766 1808

李少金

Evan.Li@bocomgroup.com
(852) 3766 1849

通胀有隐忧，但就业仍是推动降息的关键

⊖ 通胀隐忧下，降息利率声明“偏鹰”

- * **11月利率声明暗示对通胀的担忧。**利率声明较上月相差不大，但是通胀的描述上删去了通胀“取得更多进展（made further progress）”，以及委员会获得“更强信心（has gained greater confidence）”的表述。9月会议至今，美联储仅获得了9月的CPI和PCE数据，通胀也仅是略超预期，删去通胀表述可能更多表达的是对于未来通胀上行的隐忧，我们认为既有住房等领先指标显示通胀回落快要放缓和停滞，又有来自于市场对特朗普新政策潜在推高通胀的预期，这也很有可能为后续放缓或暂停降息所铺垫。

⊖ 就业市场延续放缓是推动持续降息的关键

- * **就业重要性大于通胀，就业放缓推动降息。**既然委员会表达了对通胀的担忧，为何还要继续降息？我们认为美联储在本次会议前仅获得一份通胀参考数据，且未显示意外上行，但关键还是看就业。我们在9月报告中提及美联储降息转变的重点在于就业，且将其位次置于通胀之前。就业和通胀的风险已大致平衡，阻止就业市场进一步放缓便成了美联储当务之急。9、10两月非农数据整体延续放缓，且罢工、飓风双重夹击，10月非农仅新增1.2万人，就业数据支持进一步降息。
- * **利率仍有限制性，距离中性利率仍有距离。**9月以来一系列经济数据好于预期，美国经济“软着陆”甚至“不着陆”的概率上升，叠加特朗普当选总统后，通胀上行预期重燃，推升美债10年期收益率升至4.4%上方。考虑到劳动力市场仍在放缓，以及制造业PMI连续处于通缩区间，反映利率的限制性影响仍在发挥作用，鲍威尔亦在新闻发布会上强调利率仍有限制性，也是推动此次降息的重要因素。

交银国际研究

全球流动性风向标系列

降息路径将迎特朗普考验— 2024-11-08

11月美联储FOMC会议点评

后续仍可能会修正降息路 2024-09-19

径—9月美联储FOMC会议点
评

美联储政策立场的再平衡— 2024-08-02

7月美联储FOMC会议点评

谨慎应对，降息还需等待— 2024-06-13

6月美联储FOMC会议点评

降息概率进一步下降，但 2024-05-03

风险资产仍有机会—5月美

联储FOMC会议点评

上调通胀、增长预测，维 2024-03-21

持降息立场—3月美联储

FOMC会议点评

紧缩转中性，但不急于降 2024-02-01

息—1月FOMC

加息或已完成，但降息判 2023-12-15

断仍需审慎—12月FOMC

加息是暂停还是终结？—11 2023-11-02

月FOMC

由于11月会议没有经济预测摘要，所传递出来的前瞻性指引相对有限，而美联储主席鲍威尔在新闻发布会上亦未给出明确的降息指引，以及对特朗普政策影响的预判，我们预计更多针对特朗普政策带来的潜在影响，可能会在12月会议的经济预测摘要中有所反映，即关注对经济增速、通胀预期给出的预期指引，以及相应的利率指引。

尽管如此，鲍威尔还是就市场关心的热点问题给出了回应：

1. 美国新当选总统特朗普上任后，会不会解雇鲍威尔或者要求其辞职？

⊕ 美联储鲍威尔直言不会辞职，既主观上不会请辞，客观上又有法律保护。

- * 美联储独立性是其有效运作的关键。美联储主席鲍威尔亦多次强调美联储的独立性，并表示不会因政治压力而辞职。同时，美联储主席的任期受到法律保护，根据《联邦储备法》，美联储主席只能因“正当理由”被解雇，而非出于政策分歧。
- * 考虑到美联储在经济政策中的重要性，强行更换美联储主席还可能面临国会和公众的反对，并带来高昂的政治成本。因此，尽管预期特朗普新政府对某些货币政策持不同意见，但直接干预美联储领导层的可能性极小，更有可能是通过正常的沟通渠道和政策协调机制来影响经济政策的整体方向。

⊕ 美联储主席鲍威尔任期至2026年6月份，可谓是几乎贯穿此轮降息周期。

- * 鉴于当前经济环境的复杂性和不确定性，保持货币政策的连续性和可预测性对维护经济和金融市场稳定至关重要。我们有理由相信后续的降息周期内，如果新政策包括减税、增加关税等措施引发通胀，可能会导致放缓和暂停降息，而非特朗普要求的低利率政策主张。

2. 特朗普政策对美联储降息路径影响几何？

特朗普政策对美联储降息路径的影响可能是间接和渐进的。鲍威尔明确表达“不猜测、不推测，也不做假设。”。预计美联储会等待政策细节明确后，采取循序渐进的方法来评估新政策的影响，对应我们认为的最早可能会在12月议息会议的经济预测摘要中有所反映。

- ⊕ 短期内，降息路径可能不会因新政府的政策预期而发生显著变化。鲍威尔明确表示短期内，新总统当选不会对美联储政策决定产生任何影响，表明美联储不会立即因新政府的政策预期而改变其降息路径，将继续保持其依赖数据的利率决策方式。
- ⊕ 长期来看，美联储将根据政策实施后的实际经济影响，在其经济模型和预测中逐步调整，从而可能影响未来的利率决策。但基于美联储的独立性，任何政策变化都将通过美联储的双重使命（充分就业和价格稳定）框架来评估，因而特朗普政策的影响将被视为众多影响利率决策的因素之一，而非单独决定降息路径的因素。

3. 鲍威尔对近期美债收益率快速上行的看法？

美联储主席鲍威尔表示近期美债收益率上行主要归因于市场对经济增长前景的改善预期，而非通胀压力或金融风险的增加，暗示此轮美债收益率上行可能是暂时的，并未给予较大考量。

- * 鲍威尔在新闻发布会上表示美债收益率的上升主要反映了市场对经济增长前景的改善预期，且同时指出美债收益率上升并未伴随通胀预期的显著上升，作为参考，5 年期远期通胀预期并没有出现多大的变化。
- * 另一方面，鲍威尔强调尽管美债收益率快速上升，但整体金融条件仍然相对宽松，表示近期收益率的上行尚未对经济产生显著的紧缩效应。

作为参考，鲍威尔指出此前美债 10 年期收益率一度上升到 5%，而在三周后就下降了 50 个基点，暗示其当前倾向于认为美债收益率可能是市场的短期反应，可能会随着经济形势的变化以及市场情绪的变化而调整，暂时可能不会给予较大的货币政策立场考量。

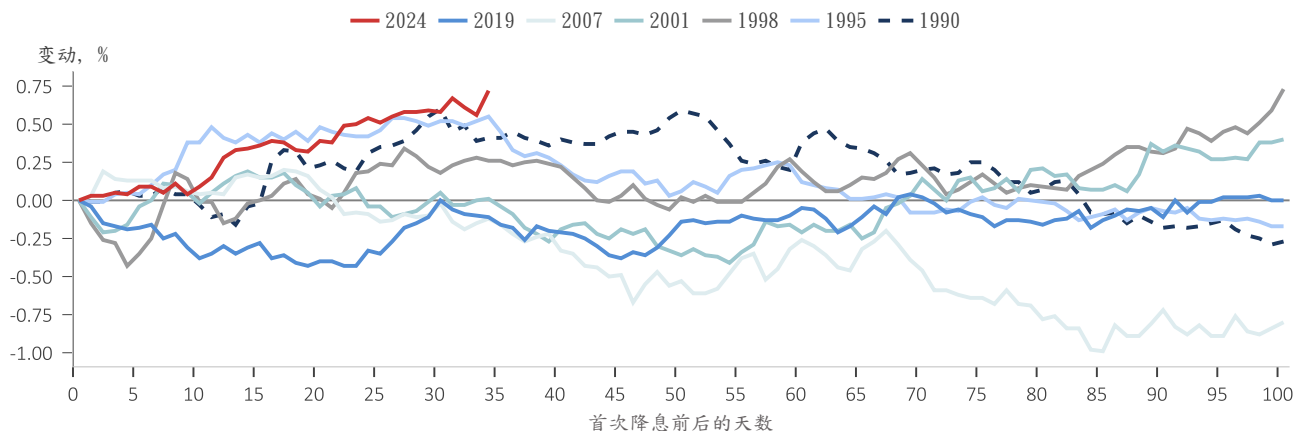
值得注意的是，我们同样观察到自 1990 年以来的历次首次降息后，此轮降息周期中的美债 10 年期收益率上升幅度最大，略高于 1995 年首次降息时 10 年美债收益率上升的幅度，而在 1995 年的降息周期中，美国经济实现了“软着陆”。但仅基于历史复盘来看，长债收益率在冲高后会有所回落。

图表 1: 9 月以来，美国经济乐观预期升温，降息预期修正，美债 10 年期收益率升至 4.4% 上方



资料来源: Macrobond, 交银国际

图表 2: 1990 年以来的历次首次降息后，此轮降息周期中的美债 10 年期收益率上升幅度最大



资料来源: Macrobond, 交银国际

4. 12 月会议会不会暂停降息？以及能否排除 2025 年加息的可能性？

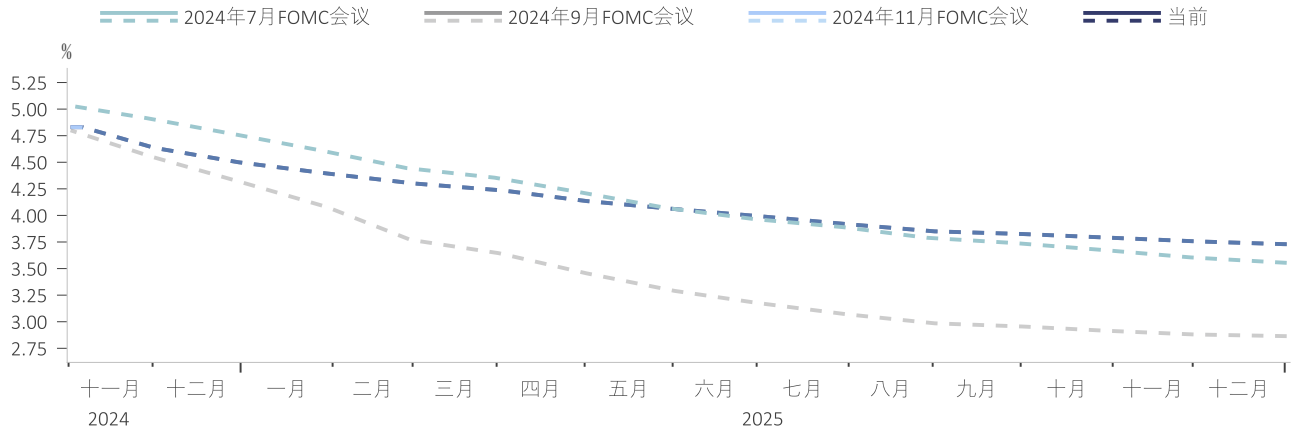
⊕ 12 月会不会暂停降息？降息 25 基点仍有较大概率，但依然是看数据。

- * 鲍威尔肯定了当前经济活动强劲，劳动力市场持续强劲，通胀已从高点大幅下降，美国 3 季度 GDP 增长估计为 2.8%，全年可能达到 2.5%，但表示美联储并没有预设 12 月是否会暂停降息的决定。鲍威尔亦表示正在逐步降低政策立场，朝着更中性的水平移动，但准备根据经济前景的变化调整步伐和目标，并强调美联储将根据即将到来的经济数据来做出决策，即依然是数据依赖的情形。
- * 最新利率期货市场隐含的降息概率显示，当前市场定价 12 月降息 25 基点的概率是 76.5%。但 12 月会议前仍有一份就业数据报告和两份 CPI 报告需要参考，通胀演化的形式仍有不确定性，意味着 12 月是否暂停降息将取决于未来六周的经济数据。

⊕ 能否排除 2025 年加息的可能性？目前不能。

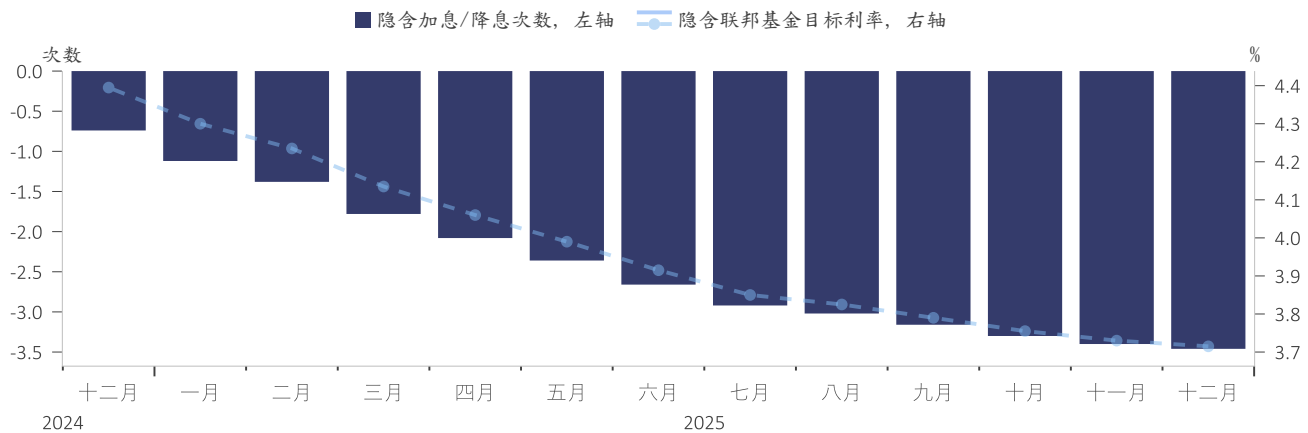
- * 首先，美联储鲍威尔在发布会上明确表示不会排除那么久以后的任何可能性，包括 2025 年加息。
- * 我们认为美联储当前基准预期是继续逐步向中性利率方向移动，总体方向是从当前的限制性立场逐步移向更中性的政策立场，显然当前的利率水平距离潜在中性利率水平 3.0-3.5% 仍有较大一段距离。但考虑到特朗普新政府潜在的政策不确定性，通胀路径的变动仍较难估测，因而即使降息还有空间，但亦不能排除再度加息的可能性。

图表 3: 2024年11月会议后，市场对于年内降息预期已有较大的向上修正



资料来源: Macrobond, 交银国际

图表 4: 利率期货市场隐含的降息路径



资料来源: Macrobond, 交银国际

交銀國際

香港中环德辅道中 68 号万宜大厦 10 楼

总机: (852) 3766 1899 传真: (852) 2107 4662

评级定义

分析员个股评级定义：

买入：预期个股未来12个月的总回报**高于**相关行业。

中性：预期个股未来12个月的总回报与相关行业**一致**。

沽出：预期个股未来12个月的总回报**低于**相关行业

无评级：对于个股未来12个月的总回报与相关行业的比较，分析员**并无确信观点**。

分析员行业评级定义：

领先：分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现相对于大盘标杆指数**具吸引力**。

同步：分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现与大盘标杆指数**一致**。

落后：分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现相对于大盘标杆指数**不具吸引力**。

香港市场的标杆指数为**恒生综合指数**，A股市场的标杆指数为**MSCI 中国A股指数**，美国上市中概股的标杆指数为**标普美国中概股50（美元）指数**

2024年11月8日

全球宏观



分析员披露

本研究报告之作者，兹作以下声明：i) 发表于本报告之观点准确地反映有关于他们个人对所提及的证券或其发行者之观点；及ii) 他们之薪酬与发表于报告上之建议/观点并无直接或间接关系；iii) 对于提及的证券或其发行者，他们并无接收到可影响他们的建议的内幕消息/非公开股价敏感消息。

本报告之作者进一步确认：i) 他们及他们之相关有联系者【按香港证券及期货监察委员会之操守准则的相关定义】并没有于发表本报告之30个日历日前交易或买卖本报告内涉及其所评论的任何公司的证券；ii) 他们及他们之相关有联系者并没有担任本报告内涉及其评论的任何公司的高级人员（包括就房地产基金而言，担任该房地产基金的管理公司的高级人员；及就任何其他实体而言，在该实体中担任负责管理该等公司的高级人员或其同级人员）；iii) 他们及他们之相关有联系者并没拥有于本报告内涉及其评论的任何公司的证券之任何财务利益。根据证监会持牌人或注册人操守准则第16.2段，“有联系者”指：i) 分析员的配偶、亲生或领养的未成年子女，或未成年继子女；ii) 某信托的受托人，而分析员、其配偶、其亲生或领养的未成年子女或其未成年继子女是该信托的受益人或酌情对象；或iii) 惯于或有义务按照分析员的指示或指令行事的另一人。

有关商务关系及财务权益之披露

交银国际证券有限公司及/或其有关联公司在过去十二个月内与交通银行股份有限公司、国联证券股份有限公司、交银国际控股有限公司、四川能投发展股份有限公司、光年控股有限公司、七牛智能科技有限公司、致富金融集团有限公司、潮州燃气股份有限公司、Leading Star (Asia) Holdings Limited、武汉有机控股有限公司、安徽皖通高速公路股份有限公司、上海小南国控股有限公司、Sincere Watch (Hong Kong) Limited、乐能物流股份有限公司、途虎养车股份有限公司、北京第四范式智慧技术股份有限公司、深圳市天图投资管理股份有限公司、迈越科技股份有限公司、极兔速递环球有限公司、山西省安泰集团股份有限公司、富景中国控股有限公司、中军集团股份有限公司、佳民集团有限公司、集海资源集团有限公司、君圣泰医药、天津建设发展集团股份有限公司、长久股份有限公司、乐思集团有限公司、出门问问有限公司、趣致集团、宜搜科技控股有限公司、老铺黄金股份有限公司、中邮通信(集团)控股有限公司及地平线有投资银行业务关系。

交银国际证券有限公司及/或其集团公司现持有东方证券股份有限公司、光大证券股份有限公司及七牛智能科技有限公司的已发行股本逾1%。

免责声明

本报告之收取者透过接受本报告(包括任何有关的附件)，表示并保证其根据下述的条件下有权获得本报告，并且同意受此中包含的限制条件所约束。任何没有遵循这些限制的情况可能构成法律之违反。

本报告为高度机密，并且只以非公开形式供交银国际证券的客户阅览。本报告只在基于能被保密的情况下提供给阁下。未经交银国际证券事先以书面同意，本报告及其中所载的资料不得以任何形式(i)复制、复印或储存，或者(ii)直接或者间接分发或者转交予任何其它人作任何用途。

交银国际证券、其附属公司、关联公司、董事、关联方及/或雇员，可能持有在本报告内所述或有关公司之证券、并可能不时进行买卖、或对其有兴趣。此外，交银国际证券、其附属公司及关联公司可能与本报告内所述或有关的公司不时进行业务往来，或为其担任市场庄家，或被委任替其证券进行承销，或可能以委托人身份替客户买入或沽售其证券，或可能为其担当或争取担当并提供投资银行、顾问、包销、融资或其它服务，或替其从其它实体寻求同类型之服务。投资者在阅读本报告时，应该留意任何或所有上述的情况，均可能导致真正或潜在的利益冲突。

本报告内的资料来自交银国际证券在报告发行时相信为正确及可靠的来源，惟本报告并非旨在包含投资者所需要的所有信息，并可能受送递延误、阻碍或拦截等因子所影响。交银国际证券不明示或暗示地保证或表示任何该等数据或意见的足够性、准确性、完整性、可靠性或公平性。因此，交银国际证券及其集团或有关的成员均不会就由于任何第三方在依赖本报告的内容时所作的行为而导致的任何类型的损失（包括但不限于任何直接的、间接的、随之而发生的损失）而负上任何责任。

本报告只为一般性提供数据之性质，旨在供交银国际证券之客户作一般阅览之用，而非非考虑任何某特定收取者的特定投资目标、财务状况或任何特别需要。本报告内的任何资料或意见均不构成或被视为集团的任何成员作出提议、建议或征求购入或出售任何证券、有关投资或其它金融证券。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映交银国际证券或其集团的立场，亦可在没有提供通知的情况下随时更改，交银国际证券亦无责任提供任何有关资料或意见之更新。

交银国际证券建议投资者应独立地评估本报告内的资料，考虑其本身的特定投资目标、财务状况及需要，在参与有关报告中所述公司之证券的交易前，委任其认为必须的法律、商业、财务、税务或其它方面的专业顾问。惟报告内所述的公司之证券未必能在所有司法管辖区或国家或供所有类别的投资者买卖。

对部分的司法管辖区或国家而言，分发、发行或使用本报告会抵触当地法律、法则、规定、或其它注册或发牌的规例。本报告不是旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。本报告的发送对象不包括身处中国内地的投资人。如知悉收取或发送本报告有可能构成当地法律、法则或其他规定之违反，本报告的收取者承诺尽快通知交银国际证券。

本免责声明以中英文书写，两种文本具同等效力。若两种文本有矛盾之处，则应以英文版本为准。

交银国际证券有限公司是交通银行股份有限公司的附属公司。