



10 月 FOMC 会议点评

宏观经济点评

证券研究报告

宏观经济组

分析师：宋雪涛（执业 S1130525030001）

songxuetao@gjzq.com.cn

10 月 FOMC 会议点评

基本内容

从 7 月底至今，鲍威尔对联储双重目标的侧重反复横跳。

尽管 10 月 FOMC 会议如期降息 25bp，并宣布将于 12 月 1 日停止缩表，到期的 MBS 将全部置换为短期美债 T-Bills 从而缩短整体持有久期；但从内容上看，鲍威尔选择了激进的鹰派表达，开门见山地表示“12 月降息远非一锤定音（far from foregone conclusion）”，明显打压了几乎完全定价的降息预期，7 月 FOMC 那位“鹰派卫道士”又回来了。

我们理解对于经济认知的分歧是客观存在的，联储主席的任务之一就是协调委员间的货币政策态度。这次公开充分暴露分歧的目的实际是既想打压过满的降息预期，延续体现联储独立性，又不想独自承担潜在货币政策决策“失误”的风险，强调倾听集体决策。

这种既要又要的考量导致鲍威尔有些技术变形，给出来对于劳动力市场的乐观依据实质上仍然指向了进一步放缓；因此我们认为此次鲍威尔发言内容参考性相对有限，应更多理解为给未来降息的现实性铺路。

风险提示

1) 特朗普的政策不确定性加大，带来金融市场更明显的动荡和海外资金更快逃离美元。2) 全球经济在关税越发明确的情况下受到更大影响，下半年全球同步宽松幅度超预期，甚至带来全球共振扩表，明显缓解长端利率压力。3) 技术突破带来制造业回流加剧，美国生产成本明显降息，信用需求激增。



从7月底至今，鲍威尔对联储双重目标的侧重反复横跳。

7月FOMC表达了对通胀上行风险更大的关注，认为在GDP增速稳健的情况下，货币政策就理应更紧从而压制通胀。但随后公布的非农“急坠”，鲍威尔在8月中旬上演了“杰克逊霍尔大撤退”，迅速转向鸽派，开始极度担忧就业下行风险，年内连续降息预期升温。

9月FOMC会议在新理事米兰火速加入、理事库克面临法律诉讼、理事沃勒和鲍曼上次会议投下反对票的情况之下，如期降息25bp，通过SEP再次释放了年内连续降息的信号。此后，非农初次基准迎来大幅下修，通胀连续符合乃至小幅低于预期，停摆导致官方就业数据“真空”，市场基本完全定价10月、12月各降25bp（年内共75bp）。

在10月FOMC会议静默期前的最后一次演讲中，鲍威尔仍着重强调了就业市场的下行风险，且表示缩表即将结束。这基本消除了年内货币政策路径的不确定性，导致10月FOMC会议关注的焦点一直在于是否给出缩表路径，而并非对12月降息预期的博弈。

图1：过去的三个月，鲍威尔对联储双重目标的侧重反复横跳



来源：Wind，国金证券研究所

尽管10月FOMC会议如期降息25bp，并宣布将于12月1日停止缩表，到期的MBS将全部置换为短期美债T-Bills从而缩短整体持有久期；但从内容上看，鲍威尔选择了激进的鹰派表达，开门见山地表示“12月降息远非一锤定音(far from foregone conclusion)”，明显打压了几乎完全定价的降息预期，7月FOMC那位“鹰派卫道士”又回来了。

同时，鲍威尔直白表达了此次会议联储内部关于未来降息路径的分歧巨大(strongly differing views)。此次会议10-2的决策（堪萨斯联储主席施密特支持不降息，理事米兰支持降息50基点）背后的讨论过程竟出现如此分歧，令人意外。不由回望7月FOMC会议，彼时是时隔32年再次有两位理事投下反对票，鲍威尔都并未如此形容，这意味着可能有不少委员在此次讨论中质疑12月降息的必要性。

我们理解对于经济认知的分歧是客观存在的，联储主席的任务之一就是协调委员间的货币政策态度。这次公开充分暴露分歧的目的实际是既想打压过满的降息预期，延续体现联储独立性，又不想独自承担潜在货币政策决策“失误”的风险，强调倾听集体决策。

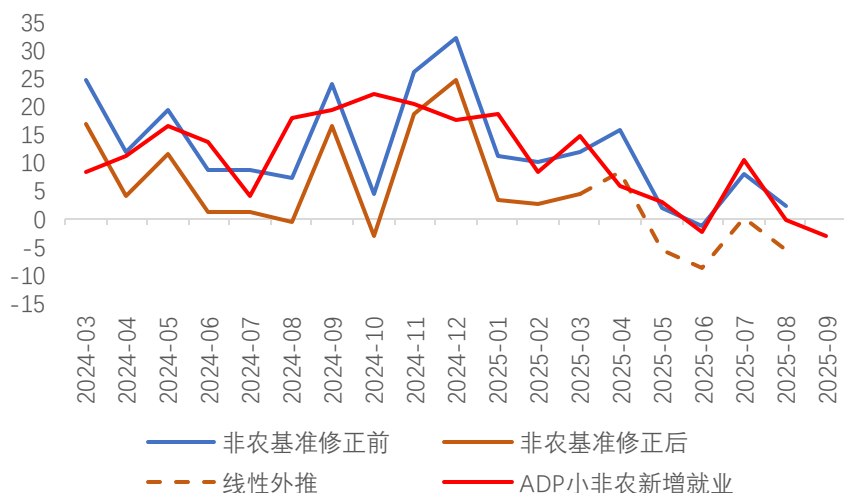
这种既要又要的考量导致鲍威尔有些技术变形，给出来对于劳动力市场的乐观依据实质上仍然指向了进一步放缓；因此我们认为此次鲍威尔发言内容参考性相对有限，应更多理解为给未来降息的现实性铺路。

10月FOMC记者会中，鲍威尔表示部分委员开始更加关注劳动力的下行风险是否“真实存在或仍在加剧”，他认为非官方的劳动力数据并未反映出一个更加疲软的就业市场，尤其提到了职位空缺数以及失业金申领人数。我们认为这是一个十分乐观的判断，且他所提到的数据都在进一步走弱而非企稳，这似乎更应该支撑12月降息的发生。

例如9月小非农ADP在经过基准调整后录得-3.2万人，过去四个月月均新增就业仅为1.1万人；而高频职位空缺数在夏季小幅反弹后，9月至今再度走弱，乃至呈现加速下行。

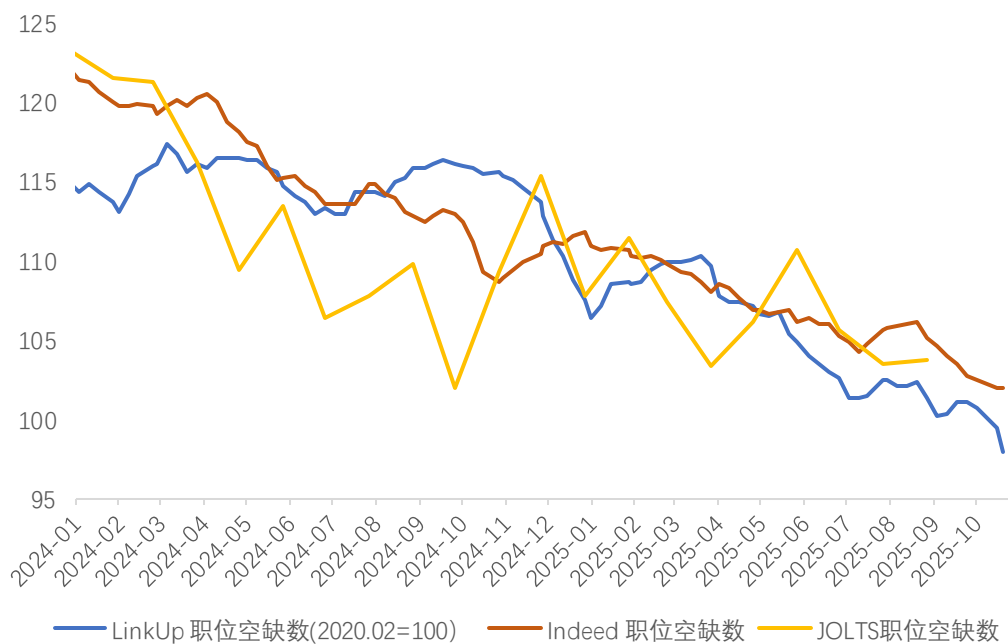


图 2：从 ADP 视角看，美国 9 月非农可能维持零增长水平



来源：Wind，国金证券研究所

图 3：高频职位空缺数在进入 10 月后明显下行

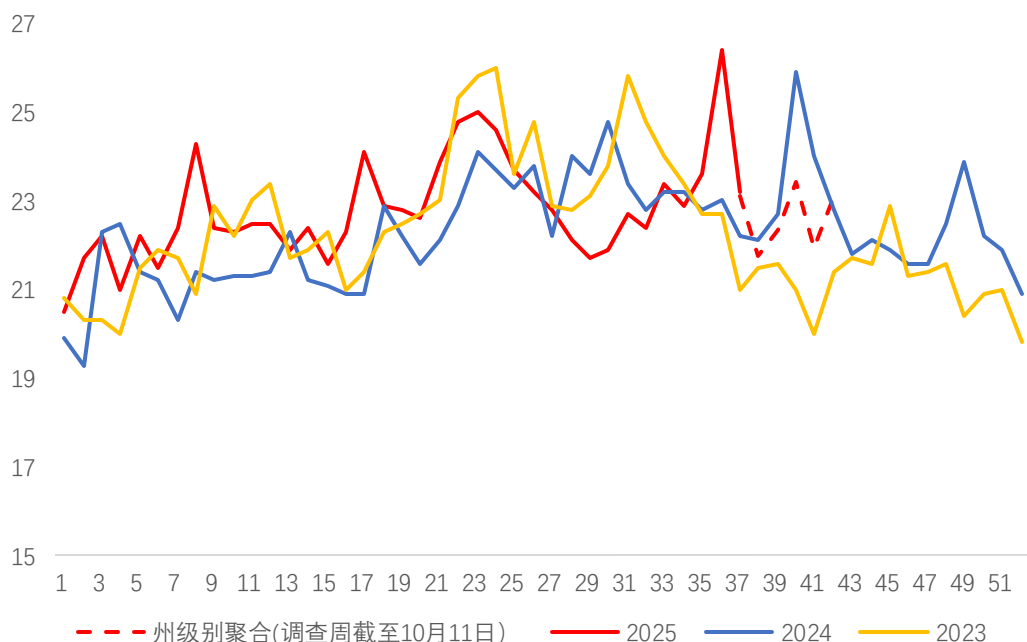


来源：Bloomberg，国金证券研究所

加总后的失业金申领数据尽管较为稳定，但该数据的弊端是（相较于裁员）存在滞后性，且去年同期有“海伦”飓风冲击，对比意义有限；如果与 2023 年相比，可以发现过去四周的差异幅度明显高于今年此前平均水平。地方联储制造业就业指标以及谘商会就业充足率也指向一个持续放缓的就业市场，美国就业疲软仍是一个需求问题。



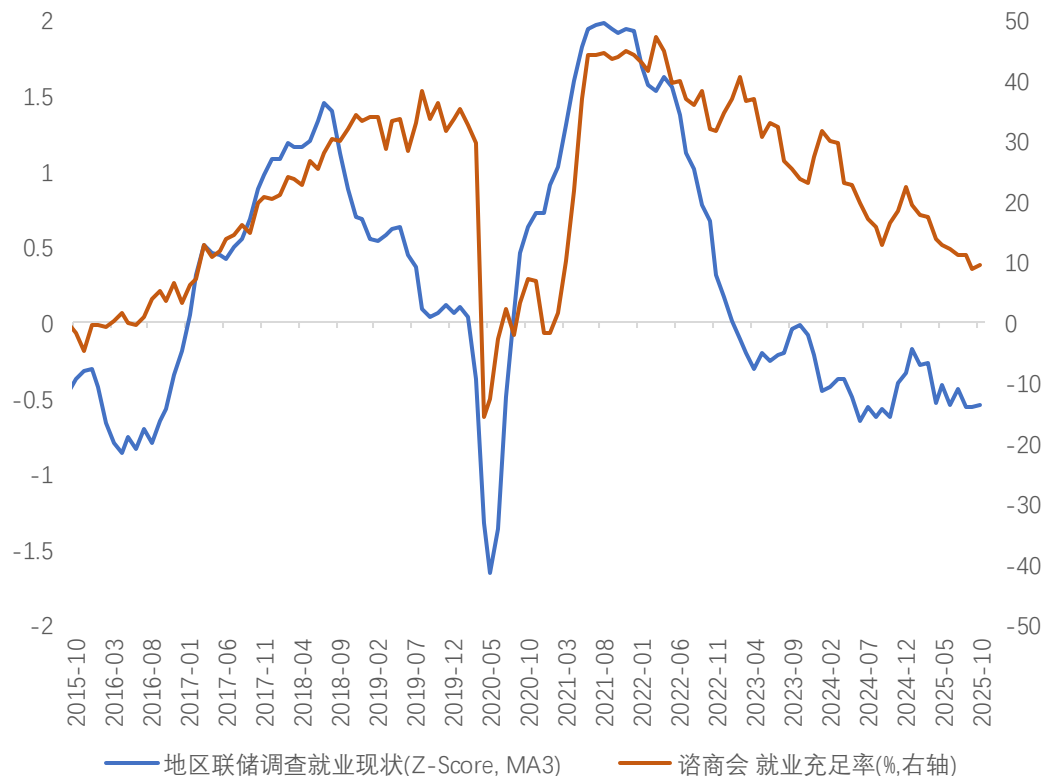
图 4：州级别聚合下的美国初中失业金人数较为稳定，但明显高于 2023 年水平



来源：美国劳工部，国金证券研究所

直观的结论是这些非官方数据足以让联储对就业的下行风险保持警惕，且以上数据都尚未完全计入政府停摆的影响。超 50 万暂时休假的联邦公务员并非全貌，与之对应的上百万联邦承包商也可能因为付款流程暂停而被迫休假，如此造成的冲击将延续更长的时间。联邦公务员在政府停摆结束后可以获得薪资补偿，但广义联邦承包商的薪资则难以回溯弥补，对经济增长的冲击也更为明显。

图 5：鲍威尔对就业重拾信心，却难以找到明确数据支撑



来源：Bloomberg，国金证券研究所（Z-Score 基于 2001. 10-2019. 12 区间计算）

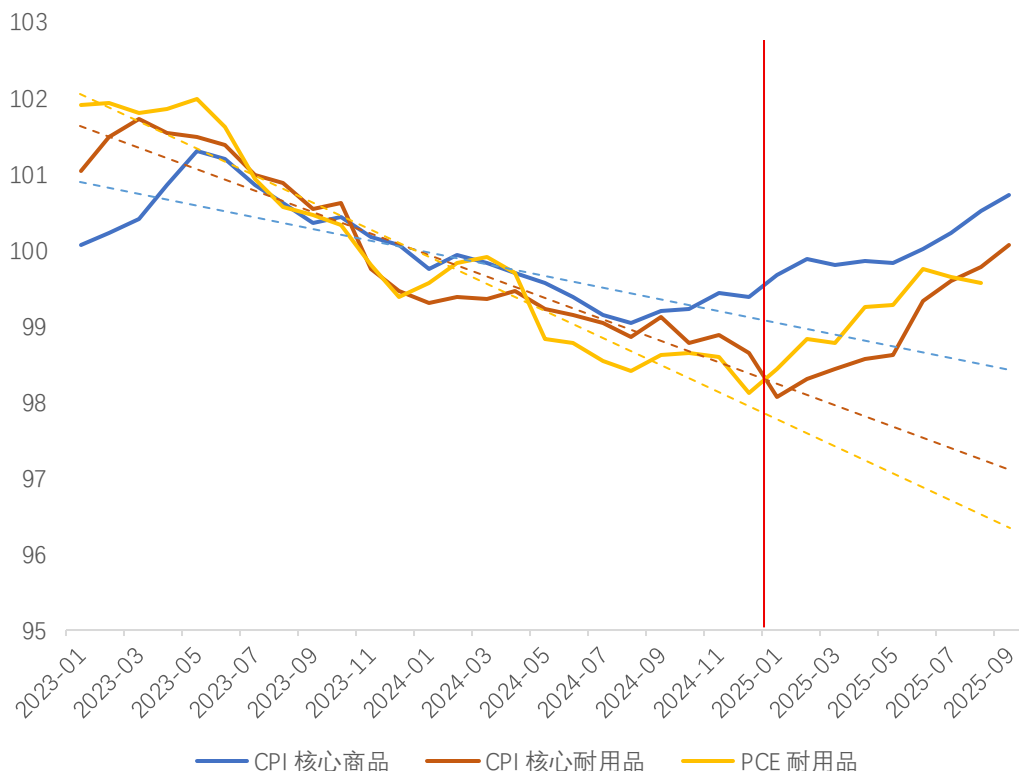


对就业不悲观的同时,鲍威尔也表达了对去通胀的乐观态度。他开发了一个新的观察维度:非关税核心 PCE(non-tariff core PCE), 并认为该指标的去通胀方向并未明显偏离 2%的物价目标。

自从鲍威尔在杰克逊霍尔全球央行年会将通胀动态的基准情形调整为“一次性冲击”后,通胀数据的“影响力”明显降低。一方面是过去几个月的通胀数据大多符合或者不及预期,另一方面是关税的不确定性下降,降低了物价螺旋式上升的尾部风险。

我们认为在美国关税通胀出现二阶导变化(即环比增加加快)之前,联储将维持“一次性冲击”的认知;但这并不代表关税通胀不显著,或不会对美国经济增长带来新的变化。尤其是随着关税税率更加清晰,企业间运营成本的差异可能带来价格策略的变化:既可能通过直接涨价的方式转嫁成本,也可能通过裁员等方式来缩减人力支出成本。如何演进则主要取决于美国经济需求侧的韧性以及降息对实体经济传导效率的高低,仍需密切观察。

图 6: 关税通胀在呈现二阶导变化前, 联储将维持“一次性冲击”认知

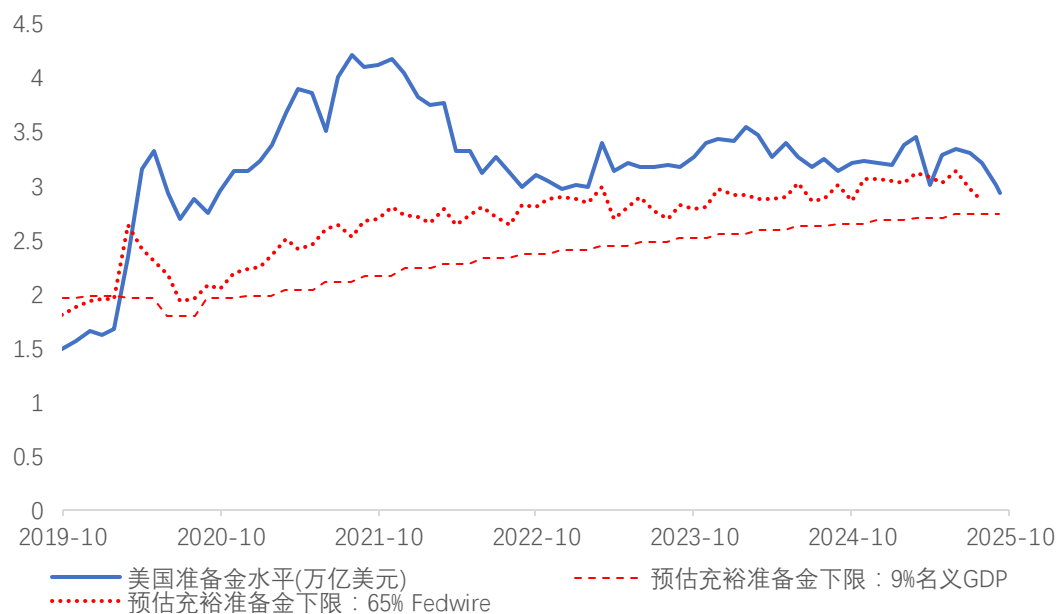


来源: Wind, 国金证券研究所 (2023-2024 年平均水平=100)

此次会议选择结束缩表更像是顺水推舟: 此前联储缩表节奏仅为每个月 50 亿美元国债, 及 350 亿美元 MBS, 绝对规模较小; 其次, 隔夜逆回购接近归零, 且储备金水平也接近不同方法所估计的充裕水平下限范围附近, 回购市场利率频繁跳升以及流动性工具使用频率的增加都指向了一个逐渐收紧的美元流动性水平, 以及结束缩表必要性的增加。



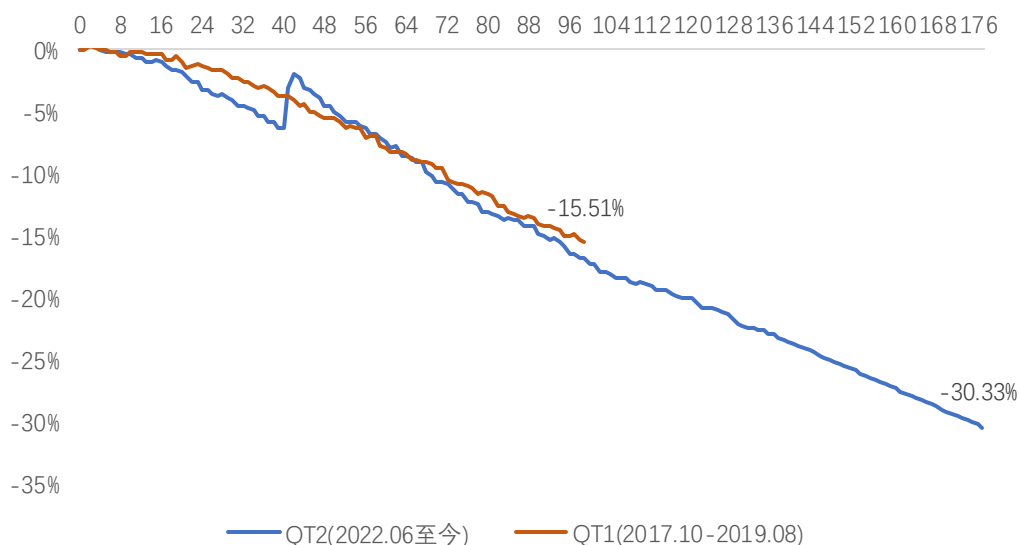
图 7：联储结束缩表是顺水推舟的结果



来源：FRED，国金证券研究所

联储从 2022 年 6 月开始的缩表进程虽遭遇硅谷银行危机等扰动，但迄今为止的 177 周时间内仍成功缩减了 30.3% 的资产负债表规模，相较于上一轮周期 99 周时间内削减 15.5% 的资产负债表规模接近翻番。但当前转向自然扩表仍不具备明显的必要性，未来再度 QE 可能需要具体流动性风险事件催化。

图 8：本轮缩表比例达到 QT1 的一倍



来源：FRED，国金证券研究所

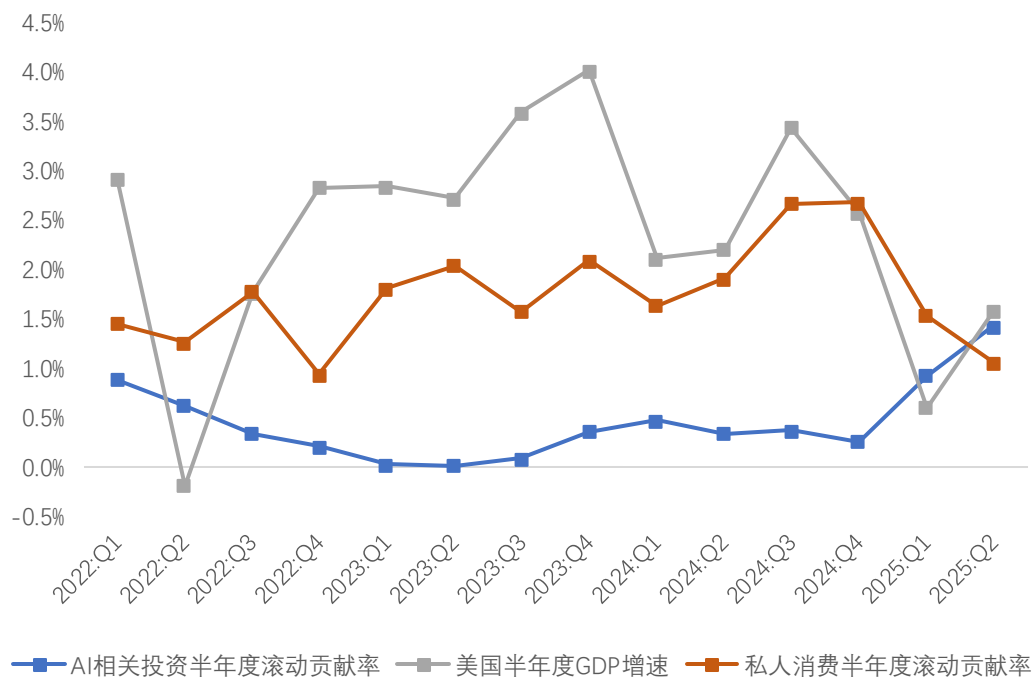
最后，鲍威尔不免被频繁问到 AI 相关话题。他认为当下的 AI 资本开支对利率依然不敏感，且相较于当年的科网泡沫，当下企业的商业模式更清晰，也有了明确的盈利增长。

尽管如此，鲍威尔从措辞到预期实际上对 AI 和经济增长间的关系保持相对谨慎的态度。尽管 AI 相关投资对美国实际 GDP 的拉动在 2025 年上半年就已较为明显，但考虑到鲍威尔还有不到半年就将卸任联储主席，他似乎也并无必要对 AI 前景进行一个格林斯潘式的大胆决断；万花丛中过，片叶不沾身才是最好的选择。

从基本面的角度看，联储降息的现实路径依然比较清晰，但预期路径可能波动较大。当前正面临特朗普不确定性下降，但鲍威尔不确定性上升的局面，在官方非农数据公布前，降息预期的博弈仍将延续。



图 9：AI 相关投资对美国实际 GDP 的拉动率在 2025 上半年超过私人消费



来源：FRED，国金证券研究所

风险提示

- 1) 特朗普的政策不确定性加大，带来金融市场更明显的动荡和海外资金更快逃离美元。
- 2) 全球经济在关税越发明确的情况下受到更大影响，下半年全球同步宽松幅度超预期，甚至带来全球共振扩表，明显缓解长端利率压力。
- 3) 技术突破带来制造业回流加剧，美国生产成本明显降息，信用需求激增。



特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建国门内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究