

2025 年 10 月 30 日

全球宏观

预防式降息延续——美联储 10 月 FOMC 会议点评

李少金

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

2025 年 10 月 30 日，美联储 10 月议息会议如期降息 25 基点至 3.75%-4.00% 区间，但本次决策的背景更为复杂。由于美国政府停摆导致 9 月非农就业报告等关键数据缺失，美联储在无法及时感知劳动力市场真实温度的情况下，仍选择降息，再次印证了其预防式降息的政策取向。特别是在美股屡创历史新高、金融条件持续宽松的背景下，此次降息更多体现为“雾天开车”——对就业下行风险的提前对冲。尽管现有可得的私营部门数据显示劳动力市场并未出现失速迹象——初请失业金人数维持低位，职位空缺数据相对稳定，而 9 月 ADP 数据显示就业市场仍在放缓。同时，9 月 CPI 数据的延续放缓也未能对本次降息形成阻拦，促成了美联储此次的顺势降息。

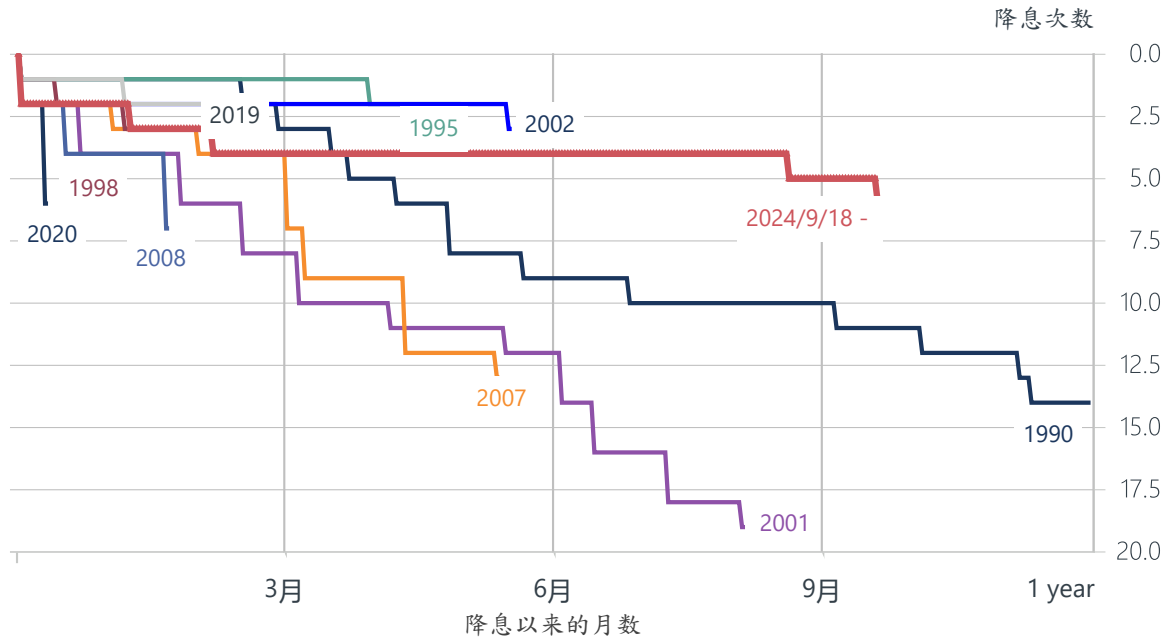
美联储内部分歧扩大，后续降息趋于谨慎。本次利率声明中出现两张反对票：理事斯蒂芬·米兰主张降息 50 基点，而堪萨斯联储主席施密德则认为应暂停降息。随后美联储主席鲍威尔在新闻发布会上释放鹰派信号，明确表示 12 月进一步降息“远非板上钉钉”（“*far from it*”），并强调“政策并非遵循预设路径”，可以反映美联储内部对于后续降息的态度愈发谨慎。我们认为，维持谨慎降息具有合理性，主要由于当前政策利率已降至 4%，距离多数官员认为的 3% 中性利率水平仅余约 4 次降息空间，货币政策的限制性程度已明显缓解。在此背景下，通胀上行风险仍存，而一旦劳动力市场确认企稳，继续降息的必要性或将大幅下降。12 月议息会议前，我们认为美国政府停摆有望于 11 月中旬的窗口结束，届时美联储将获得 11 月的就业与通胀数据，我们建议关注该判断政策走向的关键窗口。此外，近期中美经贸关系的阶段性缓和成为近期潜在利好因素之一，或在一定程度上缓解关税引发的通胀上行压力。

美联储亦宣布将于 12 月 1 日停止缩表。近期美国货币市场已出现流动性趋紧的明显信号：隔夜逆回购余额持续下降；常设回购便利使用量增加；银行准备金规模收缩；有效联邦基金利率相对于准备金余额利率开始上升。以上迹象表明准备金水平已接近“充足”标准的临界点。同时，自 2022 年 6 月启动缩表以来，美联储资产负债表规模已缩减 2.2 万亿美元，占 GDP 比重由高峰时的 35% 已降至约 21%，因而当前停止缩表的时机也较为适宜。停止缩表后，美联储将继续允许机构抵押贷款支持证券（MBS）到期，并将所得资金再投资于短期国债，旨在缩短资产负债表的加权平均久期，使其更接近流通中国债存量的久期结构，从而进一步推进资产负债表正常化进程。

美联储正处于从“预防式降息”向“观望等待”过渡的关键阶段，短期政策路径的不确定性预计将有所上升。10 月议息会议后，市场对 12 月降息的预期已明显回落——从会前的 82.4% 降至 63.8%。我们认为，12 月的利率决议仍将是数据路径依赖，核心关注点仍在于政府停摆结束后就业数据能否显示出明显改善，及关税对商品通胀的滞后影响是否超出预期。

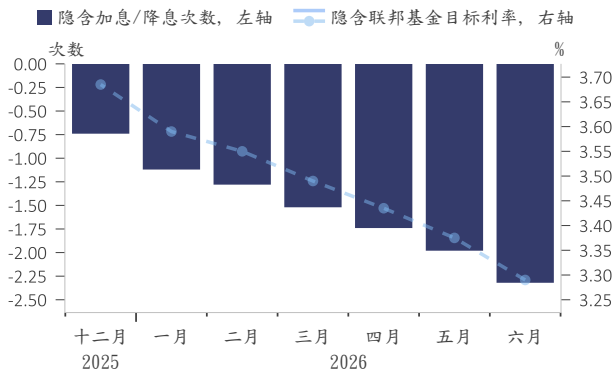
展望后市：美元指数近期已出现阶段性触底反弹迹象，在鲍威尔释放“鹰派”信号后，预计将进一步走强，叠加美股在历史高位运行、市场融资杠杆比例向历史高点攀升的背景下，市场波动风险预计将会显著增加，并可能对金属价格，以及新兴市场风险资产造成扰动。

图表 1: 2024 年 9 月以来，本轮降息节奏与此前降息周期的对比



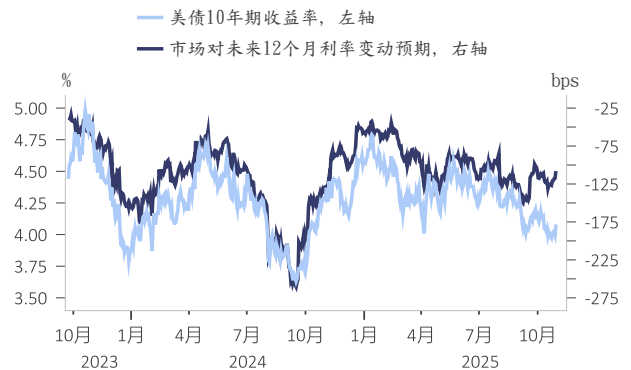
资料来源: Macrobond, 交银国际

图表 2: 利率期货市场隐含的降息路径



资料来源: Macrobond, 交银国际

图表 3: 市场对未来 12 个月利率变动预期



资料来源: Macrobond, 交银国际

图表 4: 美国市场净流动性虽有下降但仍平稳



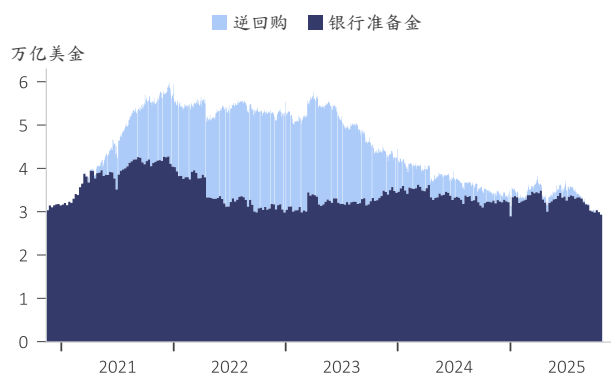
资料来源: Macrobond, 交银国际

图表 5: 资产负债表与 GDP 比例已显著下降



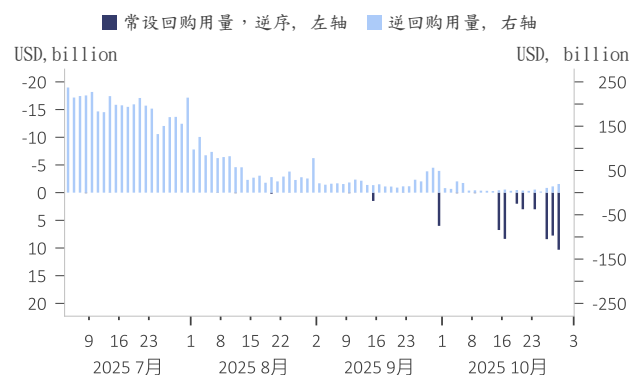
资料来源: Macrobond, 交银国际

图表 6: 逆回购及银行准备金近期均有减少



资料来源: Macrobond, 交银国际

图表 7: 而常设回购用量近期明显增加



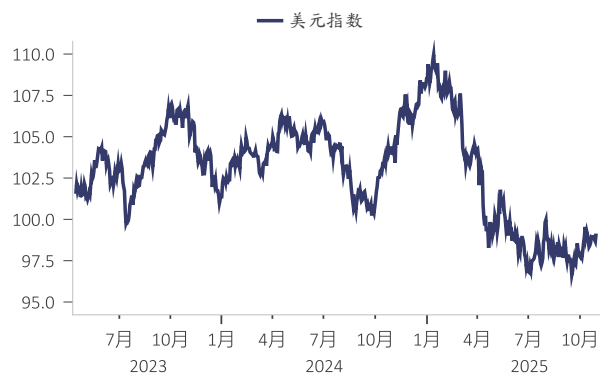
资料来源: Macrobond, 交银国际

图表 8: 杠杆融资比例向历史高位上升



资料来源: Macrobond, 交银国际

图表 9: 美元指数阶段性触底反弹



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 9 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**

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、武汉有机控股有限公司、上海小南国控股有限公司、Sincere Watch (Hong Kong) Limited、地平线、多点数智有限公司、草姬集团控股有限公司、安徽海螺材料科技股份有限公司、北京赛目科技股份有限公司、滴普科技股份有限公司、Mirxes Holding Company Limited、山东快驴科技发展有限公司、佛山市海天调味食品股份有限公司、药捷安康（南京）科技股份有限公司、周六福珠宝股份有限公司、捷康视云制药有限公司、富卫集团有限公司、宜搜科技控股有限公司、广州银诺医药集团股份有限公司、劲方医药科技（上海）股份有限公司、长风药业股份有限公司、武汉艾米森生命科技股份有限公司、上海挚达科技发展有限公司、上海森亿医疗科技股份有限公司及协创数据技术股份有限公司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，或可能以受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，在参与有关报告内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。