

投资策略

全球市场策略：2025 年美国政府停摆评估

美国政府停摆造成的数据真空，或将迫使市场与联储重新评估降息路径

一、本次美国政府停摆的原因以及关键日期

1. 根本原因：拨款法案未通过，而非债务上限问题

本轮美国政府停摆 (shutdown) 始于 2025 年 10 月 1 日，起因是国会未能在财政年度 (FY2026) 开始前通过 12 项常规拨款法案，也未能延续临时拨款 (Continuing Resolution, CR)。

债务上限问题早在 2025 年 7 月随 OBBBA (One Big Beautiful Bill Act) 解决，法案允许财政部扩大发债额度 5 万亿美元，因此本轮停摆与之无关。

- 10 月 - 11 月初：劳工部 BLS 与 BEA 原定多项重要数据 (就业、CPI、PPI) 受影响推迟披露。

二、历史上的主要政府停摆及对经济影响

自 1977 年现代预算程序确立以来，美国共经历 20 多次部分或完全政府停摆。我们在此节选具有代表性的一些，并在附录收录了几十年来的全部案例。可以看到，债务上限僵局与拨款停摆性质不同：前者威胁主权债务偿付，后者仅暂停部分政府开支。2025 年属后者范畴。



姜越

(852) 3911 8243

verajiang@ccbintl.com



赵文利

(852) 3911 8279

cliffzhao@ccbintl.com

2. CR 是什么

CR 即 Continuing Resolution (继续决议)，是一种临时预算授权机制。当国会无法按时完成正式拨款时，CR 会沿用上一财年的开支水平，维持政府运作。其有效期通常数周或数月。若 CR 过期且新的 CR 或拨款案未获通过，政府即进入停摆。

3. 两党分歧焦点

- 共和党立场：由众议长 Mike Johnson 代表的共和党主张 “clean CR”，即不附带任何政策修正，保持 OBBBA 的财政纪律与削减力度。
- 民主党立场：希望趁 CR 谈判恢复在 OBBBA 中被削减的 Medicaid 拨款与 ACA (平价医疗法案) 补贴增长机制。
- 核心冲突：是否暂缓执行 OBBBA 中 Medicaid 拨款削减，以及是否恢复 ACA 补贴的自动上调条款。

4. 时间线与关键节点

- 9 月 30 日：上财年拨款到期。
- 10 月 1 日：政府正式停摆。
- 10 月 9 日：进入第 9 天，众议长 Johnson 宣布众院继续休会，以施压参院民主党。
- 10 月 15 日：军人工资发放节点。若停摆持续，约 130 万现役军人薪资可能延迟，引发巨大政治风险。

各轮政府停摆成因不同，并非都与债务上限相关

年份	主因	持续时间	白宫	众院控制	参院控制	是否涉及债务上限
1995-1996	克林顿与共和党国会争议财政平衡方案	21 天 +5 天	民主党 (克林顿)	共和党	共和党	否
2013 Sep	共和党要求削减 Obamacare 拨款	16 天	民主党 (奥巴马)	共和党	民主党	否
2018 Jan	DACA 移民议题	3 天	共和党 (特朗普)	共和党	共和党	否
2018-2019	边境墙资金	35 天	共和党 (特朗普)	共和党	共和党	否
2025 Oct	ACA 补贴与 Medicaid 拨款争议	进行中	共和党 (特朗普)	共和党	共和党	否

数据源：综合媒体

综合 CBO 测算与历史经验，若本轮政府停摆持续 2-3 周，对季度 GDP 增速的拖累预计约 0.3-0.4 个百分点；若持续超过一个月，拖累可能扩大至约 0.5 个百分点。此外经济影响在于统计与政策延迟造成的不确定性放大。

三、2025 年与 2013 年

尽管白宫与两院主导不同，我们认为 2025 年的停摆与 2013 年有相似性。

1、议题重叠：平价医疗法案为导火索

2013 年由共和党主导的众院拒绝批准对 ACA 的资金支持，导致政府停摆 16 天。2025 年虽由共和党执政，但冲突仍围绕 ACA 及 Medicaid 拨款：

- 当年共和党反对 ACA；
- 如今民主党要求恢复 ACA 补贴。
- 形式互换、逻辑相似，皆以医疗财政为战场。

2、数据披露延迟模式几乎相同

2013 年 BLS 与 BEA 在停摆期间停止采样与发布：

- 原定 10 月 4 日发布的 9 月就业报告 → 推迟至 10 月 22 日。
- 原定 10 月 16 日的 CPI → 推迟至 10 月 30 日。
- 随后 10 月数据 延至 11 月 8 日公布。

2025 年的参考判断：若停摆持续 10–20 天，本应 10 月 3 日公布的 9 月就业报告可能延至 10 月底或 11 月初。CPI 与 PPI 等价格数据或在 10 月 24 日–11 月 5 日期间恢复。

媒体报道，美国劳工统计局 (BLS) 已经宣布在 **10 月 24 日美联储决议前夕公布本应 10 月 15 日发布的 CPI 数据**，而这份报告是**官方高频核心通胀口径中唯一明确保留发布的重要数据**。而且停摆可能影响了 CPI 部分数据的准确度和及时性。

3、对联储的影响

2013 年 10 月，美国政府因拨款僵局停摆 16 天，导致劳工部与商务部停止发布关键经济数据，9 月非农与 CPI 均延迟约三周公布。美联储在 10 月 FOMC 会议时缺乏最新就业与通胀信息，只能依据滞后数据与市场判断经济走势。受财政不确定性与数据空窗影响，委员会选择维持政策不变，推迟市场早先认定 10 月计划的 QE 缩减，直到 12 月会议才宣布每月购债规模缩减，正式启动退出进程。

对比 2025 年，美联储于 9 月重启降息，此前已放缓国债与机构证券的到期不再投资节奏以放缓缩表 QT 进程。但目前仍处于通胀与就业双重脆弱的局面。停摆导致非农等关键统计延迟，FOMC 再次陷入与 2013 年类似的“数据盲区”。

在 10 月 14 日进入静默期前的最后一次讲话中，鲍威尔指出**劳动力市场持续走弱、政府关门干扰了经济评估**，并提到未来数月可能暂停缩表。我们判断，这表明美联储在承认信息不足的同时，正主动

管理宽松节奏与政策工具组合预期，同时保留进一步降息的空间。过去几周，多位联储官员亦持续释放谨慎信号，以避免在数据不全的情况下过早放松政策，凸显财政与统计不确定性对货币决策时点的持续干扰。

10 月 24 日发布的 9 月 CPI 数据或成为极大的**政策与市场不确定因素**。该报告将在政府停摆期间公布，且缺乏非农就业等关键对照数据。若通胀显著高于预期，可能动摇联储“风险更偏向就业、而通胀压力相对可控”的政策判断基础。

鉴于市场在 9 月已基本完全计入 10 月降息预期，任何来自联储的谨慎降息信号都可能触发短期波动与回调。

4、市场影响

2013 年 S&P 500 在停摆期反涨 3%，美债收益率变动有限，显示投资者视停摆为短暂政治噪音而非系统性风险。

2025 年市场情绪亦类似：截至 10 月 9 日，标普温和波动甚至屡创新高，直到 10 月 10 日受贸易紧张与政策不确定性扰动后才回调。

四、停摆对评级的实际影响

1、评级机构的历史逻辑

美国在 21 世纪被三大评级机构将主权信用下调：

- **2011 年 S&P 下调至 AA+** — 因债务上限谈判僵局、违约风险上升；
- **2023 年 Fitch 下调至 AA+** — 理由同样为财政赤字扩大与政治治理恶化。
- **2025 年 5 月 Moody's 下调值 Aa1** — 理由是美国政府债务及利息增加

换言之，评级机构关注的是“偿债能力与治理稳定性”，而非短期停摆。只要财政部仍能支付国债利息、债限未受影响，评级一般不会因政府停摆本身而被下调。包括 Fitch 等机构近期亦表示短期停摆对于评级影响有限。

2、2025 年的特殊性

若停摆持续至 10 月 15 日军人薪资延迟，将在民意与政治层面形成负面冲击，但并不会触及联邦债务偿付。因此，在政府关门时间较短的情况下，评级机构可能发出“警告”而非实际下调，市场预计反应较为平淡。

五、美国民众与舆论反应

1、政治分裂背景下的认知对称

舆论调查显示，超 4 成美国民众认为国会共和党人和特朗普应对政府停摆负主要责任，但如果具体来看，对停摆责任的判断仍沿党派线分裂：

- 共和党选民普遍认为“参院民主党拒绝 clean CR 导致停摆”；
- 民主党支持者则指责“特朗普政府和众院共和党坚持 OBBBA 削减过度”。

2、政策焦虑点：工资与民生服务

接近 4 成受访者认为生活将被影响，民调中最受关注的为民生问题：

- 联邦雇员工资能否如期发放；
- 国家公园、签证服务、税务退税等是否停摆。

这类民生型停摆往往在第二周后引发舆论反噬，对执政党支持度不利。

3、“习惯性停摆”的麻木感上升

经过近年多次“关门”经验，公众对短期政府关门反应明显迟钝。多数受访者认为其“只是政治秀”。

市场与企业部门同样采取“静观一等待”策略。除非停摆时间继续延长、阻碍军人工资发放、影响 GDP 季度数据，舆论压力才会快速积聚。

六、总体评估

本轮停摆的本质是 OBBBA 医疗条款的延伸谈判。它反映财政约束与社会支出间的长期矛盾，而非债务危机。

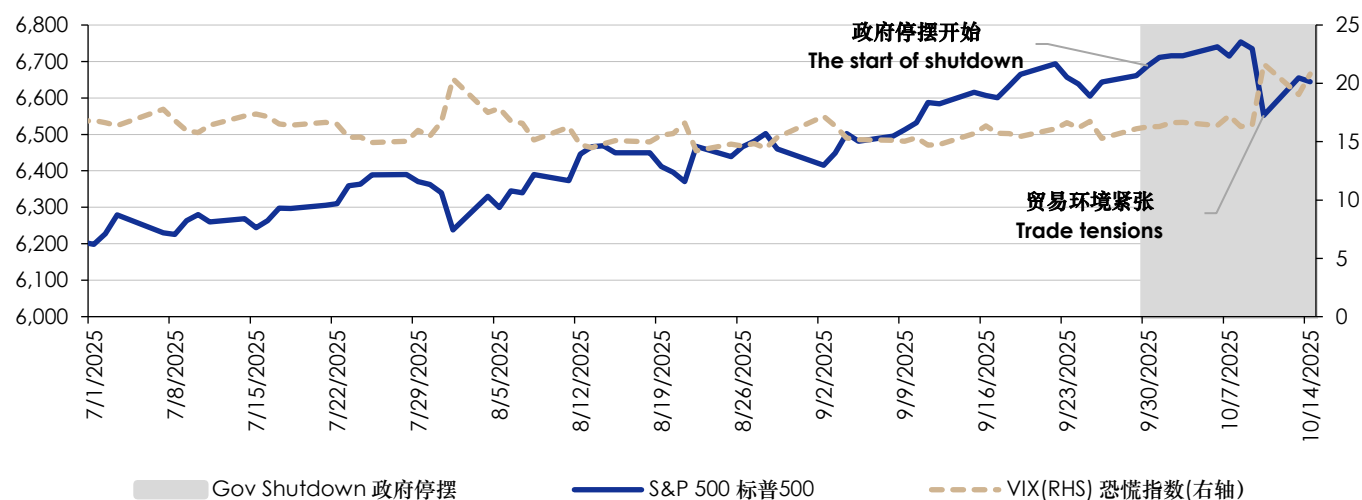
除非持续时间过长或出现其他财政意外，市场与评级机构仍将视其为短期噪音而不会出现评级下调。

10 月 24 日公布的 9 月 CPI 数据，或将成为决定政策与**市场节奏的关键拐点**。该报告将在政府停摆尚未完全解除的背景下发布，数据完整性与解读空间均存在不确定性。

若通胀明显高于预期，可能重新塑造市场对美联储“风险更偏向就业、通胀压力可控”的判断框架。而在市场已提前充分计入 10 月降息预期的情况下，任何来自联储的谨慎信号，都可能引发对宽松节奏的重新定价与短期波动。

Chart 1: Despite government shutdown, the S&P traded with modest volatility, before pulling back on Oct 10 amid renewed trade tensions and policy uncertainty

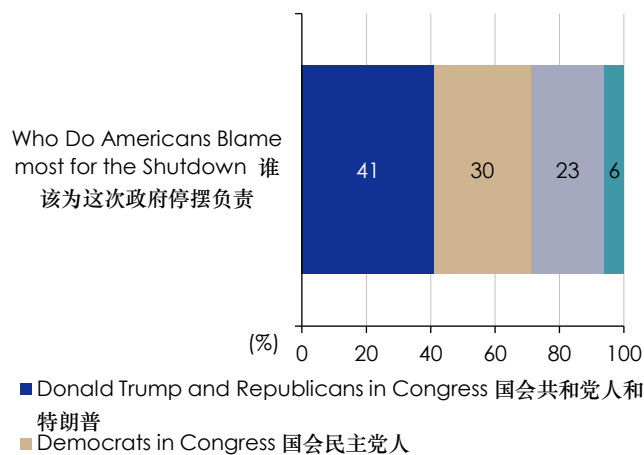
尽管政府停摆，标普温和波动甚至屡创新高，直到 10 月 10 日受贸易紧张与政策不确定性扰动后才回调



Source: Bloomberg, CCBIS

Chart 2: Over 40% blame congressional Republicans and Trump

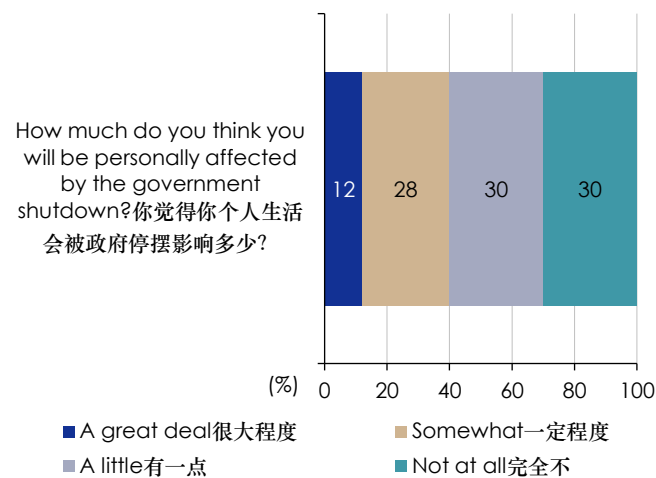
民调显示超四成受访者认为共和党该为政府停摆负责



Sources: The Economist/YouGov, Oct 4-6 poll

Chart 3: Nearly 40% of respondents expect to be affected

四成受访者认为生活收到政府停摆的较大影响



Sources: The Economist/YouGov, Oct 4-6 poll

Chart 4: U.S. Equities Show Stable Performance Across Major Government Shutdowns Over the Past 30 Years

近三十年的政府停摆时的股指表现较为稳健，说明政府停摆并不一定导致市场恐慌

Year(s)	Date(s)	Duration of funding gap days	Date funding restored	SPX at first date	SPX at last date	% during shutdown	3 days after funding restored	% from restored	7 days after funding restored	% from restored	14 days after funding restored	% from restored
年份	停摆日期	天数	恢复日期	停摆当日	恢复当日	政府停摆期间%	恢复后 3 天	距离恢复 当日%	恢复后 7 天	距离恢复 当日%	恢复后 14 天	距离恢复 当日%
1990	1990/10/5	3	1990/10/9	312	305	(2.05)	300	(3.68)	299	(4.04)	312	0.28
1995	1995/11/13	5	1995/11/19	592	597	0.77	598	1.03	601	1.52	614	3.61
1995	1995/12/15	21	1996/1/6	616	618	0.34	609	(1.12)	600	(2.68)	613	(0.48)
2013	2013/9/30	16	2013/10/17	1,682	1,733	3.07	1,745	3.75	1,752	4.19	1,757	4.46
2018	2018/1/19	2	2018/1/22	2,810	2,833	0.81	2,839	1.03	2,854	1.54	2,649	(5.74)
2018	2018/2/9	1	2018/2/10	2,620	2,656	1.39	2,663	1.66	2,716	3.69	2,780	6.11
2018	2018/12/21	34	2019/1/25	2,417	2,665	10.27	2,644	9.40	2,707	12.00	2,708	12.05

Source: Bloomberg, CCBIS

Chart 5: Longest Shutdown in 50 years -34 Days under Trump (2018)

近五十年的政府停摆，最长一次为特朗普上一任期 (2018 年) 的 34 天记录

Year(s)	Date(s)	Duration of funding gap days	Date funding restored	President	House 众议院多数党派
年份	开始日期	政府停摆时间	重获资金日期	时任总统	(D=民主党; R=共和党)
1976	1976/9/30	10	1976/10/11	Ford	Dem 民主党
1977	1977/9/30	12	1977/10/13	Carter	Dem 民主党
1977	1977/10/31	8	1977/11/9	Carter	Dem 民主党
1977	1977/11/30	8	1977/12/9	Carter	Dem 民主党
1978	1978/9/30	17	1978/10/18	Carter	Dem 民主党
1979	1979/9/30	11	1979/10/12	Carter	Dem 民主党
1980	1980/5/1	1	1980/5/3	Carter	Dem 民主党
1981	1981/11/20	2	1981/11/23	Reagan	Dem 民主党
1982	1982/9/30	1	1982/10/2	Reagan	Dem 民主党
1982	1982/12/17	3	1982/12/21	Reagan	Dem 民主党
1983	1983/11/10	3	1983/11/14	Reagan	Dem 民主党
1984	1984/9/30	2	1984/10/3	Reagan	Dem 民主党
1984	1984/10/3	1	1984/10/5	Reagan	Dem 民主党
1986	1986/10/16	1	1986/10/18	Reagan	Dem 民主党
1987	1987/12/18	1	1987/12/20	Reagan	Dem 民主党
1990	1990/10/5	3	1990/10/9	Bush	Dem 民主党
1995	1995/11/13	5	1995/11/19	Clinton	Rep 共和党
1995	1995/12/15	21	1996/1/6	Clinton	Rep 共和党
2013	2013/9/30	16	2013/10/17	Obama	Rep 共和党
2018	2018/1/19	2	2018/1/22	Trump	Rep 共和党
2018	2018/2/9	1	2018/2/10	Trump	Rep 共和党
2018	2018/12/21	34	2019/1/25	Trump	Rep & Dem 民主党 & 共和党

Source: Multiple Meda, CCBIS

分析师证明:

本文作者谨此声明: (i) 本文发表的所有观点均正确地反映作者有关任何及所有提及的证券或发行人的个人观点, 并以独立方式撰写; (ii) 其报酬没有任何部分曾经, 目前或将来会直接或间接与本文发表的特定建议或观点有关; 及 (iii) 该等作者没有获得与所提及的证券或发行人相关且可能影响该等建议的内幕信息/非公开的价格敏感数据。本文作者进一步确定 (i) 他们或其各自的关联人士 (定义见证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则) 没有在本文发行日期之前的 30 个历日内曾买卖或交易过本文所提述的股票, 或在本文发布后 3 个工作日 (定义见《证券及期货条例》(香港法例第 571 章)) 内将买卖或交易本文所提述的股票; (ii) 他们或其各自的关联人士并非本文提述的任何公司的雇员; 及 (iii) 他们或其各自的关联人士没有拥有本报告提述的证券的任何金融利益。

免责声明:

本文由建银国际证券有限公司编写。建银国际证券有限公司为建银国际 (控股) 有限公司 (「建银国际控股」) 和中国建设银行股份有限公司 (「建行」) 全资附属公司。本文内容之信息相信从可靠之来源所得, 但建银国际证券有限公司, 其关联公司及/或附属公司 (统称「建银国际证券」) 不对任何人士或任何用途就本文信息的完整性或准确性或适切性作出任何形式担保、陈述及保证 (不论明示或默示)。当中的意见及预测为我们于本文目的判断, 并可更改, 而无需事前通知。建银国际会酌情更新其研究报告, 但可能会受到不同监管的阻碍。除个别行业报告为定期出版, 大多数报告均根据分析师的判断视情况不定期出版。预测、预期及估值在本质上是推理性的, 且可能以一系列偶发事件为基础。读者不应将本文中的任何预测、预期及估值视作为建银国际证券或以其名义作出的陈述或担保, 或认为该等预测、预期或估值, 或基本假设将实现。投资涉及风险, 过去的表现并不反映未来业绩。本文的信息并非旨在对任何有意投资者构成或被视为法律、财务、会计、商业、投资、税务或任何专业意见, 因此不应因而作为依据。本文仅作参考资讯用途, 在任何司法管辖权下的地方均不应被视为购买或销售任何产品、投资、证券、交易策略或任何类别的金融工具的要约或招揽。建银国际不对收件人就本报告中涉及的证券的可用性 (或相关投资) 做任何陈述。本文中提及的证券并非适合在所有司法管辖权下的地方或对某些类别的投资者进行销售。建银国际证券及其它任何人仕对使用本文或其内容或任何与此相关产生的任何其它情况所引发的任何损害或损失 (不论直接的、间接的、偶然的、示范性的、补偿性的、惩罚性的、特殊的或相应发生的) 概不负上任何形式的责任。本文所提及的证券、金融工具或策略并不一定适合所有投资者。本文作出的意见及建议并没有考虑有意投资者的财政情况、投资目标或特殊需要, 亦非拟向有意投资者作出特定证券、金融工具及策略的建议。本文的收件人应仅将本文作为其做出投资决定时的其中一个考虑因素, 并应自行对本文所提及的公司之业务、财务状况及前景作出独立的调查。读者应审慎注意 (i) 本文所提及的证券的价格和价值以及来自该等证券的收益可能有所波动; (ii) 过去表现不反应未来业绩; (iii) 本文中的任何分析、评级及建议为长期性质的 (至少 12 个月), 且与有关证券或公司可能出现的表现的短期评估无关联。在任何情况下, 未来实际业绩可能与本文所作的任何前瞻性声明存在重大分歧; (iv) 未来回报不受保证, 且本金可能受到损失; 以及 (v) 汇率波动可能对本文提及的证券或相关工具的价值、价格或收益产生不利影响。应注意的是, 本文仅覆盖此处特定的证券或公司, 且不会延伸至此外的衍生工具, 该等衍生工具的价值可能受到诸多因素的影响, 且可能与相关证券的价值无关。该等工具的交易存在风险, 并不适合所有投资者。尽管建银国际证券已采取合理的谨慎措施确保本文内容提及的事实属正确、而前瞻性声明、意见及预期均基于公正合理的假设上, 建银国际证券不能对该等事实及假设作独立的复核, 且建银国际证券概不对其准确性、完整性或正确性负责, 亦不作任何陈述或保证 (不论明示或默示)。除非特别声明, 本文提及的证券价格均为当地市场收盘价及仅供参考而已。没有情况表明任何交易可以或可能依照上述价格进行, 且任何价格并不须反映建银国际证券的内部账簿及记录或理论性模型基础的估值, 且可能基于某些假设。不同假设可能导致显著不同的结果。任何此处归于第三方的声明均代表了建银国际对由该第三方公开或通过认购服务提供的数据、信息以及/或意见的阐释, 且此用途及阐释未被第三方审阅或核准。除获得所涉及到的第三方书面同意外, 禁止以任何形式复制及分发该等第三方的资料内容。收件人须对本文所载之信息的相关性、准确性及足够性作其各自的判断, 并在认为有需要或适当时就此作出独立调查。收件人如对本文章内容有任何疑问, 应征求独立法律、财务、会计、商业、投资和/或税务意见并在做出投资决定前使其信纳有关投资符合自己的投资目标和投资界限。

使用超链接至本文提及的其它网站或资源 (如有) 的风险由使用者自负。这些链接仅以方便和提供信息为目的, 且该等网站内容或资源不构成本文的一部分。该等网站提供的内容、精确性、意见以及其它链接未经过建银国际证券的调查、核实、监测或核准。建银国际证券明确拒绝为该等网站出现的信息承担任何责任, 且不对其完整性、准确性、适当性、可用性、安全性作任何担保、陈述及保证 (不论明示或默示)。在进行任何线上或线下访问或与这些第三方进行交易前, 使用者须对该等网站全权负责查询、调查和作风险评估。使用者对自身通过或在该等网站上进行的活动自负风险。建银国际证券对使用者可能转发或被要求通过该等网站向第三方提供的任何信息的安全性不做担保。使用者已被认为不可不撤销地放弃就访问或在该等网站上进行互动所造成的损失向建银国际证券索赔。

与在不同时间或在不同市场环境下覆盖的其它证券相比, 建银国际根据要求可能向个别客户提供专注于特定证券前景的专门的研究产品或服务。虽然在此情况下表达的观点可能不总是与分析师出版的研究报告中的长期观点一致, 但建银国际证券有防止选择性披露的程序, 并在观点改变时向相关读者更新。建银国际证券亦有辨别和管理与研究业务及服务有关联的潜在利益冲突的程序, 亦有中国墙的程序确保任何机密及/或价格敏感信息可被恰当处理。建银国际证券将尽力遵守这方面的相关法律和法规。但是, 收件者亦应注意中国建设银行、建银国际证券及其附属机构以及/或其高级职员、董事及雇员可能会与本文所提及的证券发行人进行业务往来, 包括投行业务或直接投资业务, 或不时自行及/或代表其客户持有该等证券 (或在任何相关的投资中) 的权益 (和/或迟后增加或处置)。因此, 投资者应注意建银国际证券可能存在影响本文客观性的利益冲突, 而建银国际证券将不会因此而负上任何责任。此外, 本文所载信息可能与建银国际证券关联人士, 或中国建设银行的其它成员, 或建银国际控股集团公司的意见不同或相反。本文中所提及的产品、投资、证券、金融工具或行业板块, 仅为建银国际的机构和专业客户所提供, 本文不应提供给零售客户。

如任何司法管辖权区的法例或条例禁止或限制建银国际证券向您提供本文, 您并非本文的目标发送对象。在阅读本文前, 您应确认建银国际证券根据有关法例和条例向您提供有关投资的研究资料, 且您被允许并有资格接收和阅读本文。尤其本文只可分发给依据美国证券法许可建银国际证券分发的指定美国人士, 但不能以其它方式直接或间接分发或传送至美国或任何其他美国人士。任何本文接收者中的美国人士 (根据美国《交易法》或 1986 年《美国国内税收法 (修订)》的定义), 如希望根据此处提供的信息进行任何证券买卖或相关金融工具的交易, 则此类交易仅限转交与, 且仅应通过建银国际海外 (美国) 公司进行。除非根据适用法律, 本文同样不能直接或间接分发或传送至日本和加拿大, 及中国境内的公众人士 (就本文而言, 不包括香港、澳门及台湾)。严禁以任何方式擅自将本研究报告的全部或任何部分再复制或分发给任何人士, 建银国际证券对第三

方再分发本研究报告的行为概不承担任何责任。若本文已经通过电子途径，如电子邮件分发，则该途径并非保证安全或无误，因为信息可能被拦截、损坏、丢失、破坏、迟达或不完整，或包含病毒。因此，建银国际证券对电子传送对本文可能产生的任何错误，或内容遗漏不负责任。本文中所述的披露由建银国际证券编制，应按香港法律管辖及解释。

在新加坡的分发：本文中的信息/研究由建银国际（新加坡）有限公司（建银国际新加坡）（公司注册号 201531408W）的外国分支机构建银国际证券有限公司（“建银国际证券”）提供。建银国际新加坡持有新加坡金融管理局颁发的资本市场服务牌照，可用于基金管理、资本市场产品交易（特别是证券和集体投资计划）并提供托管服务，并且是新加坡 Financial Advisers Act 规定的通过发布或颁发研究分析或研究报告的豁免财务顾问。建银国际证券可以根据新加坡 Financial Advisers Regulations 第 32C 条之与建银国际新加坡的安排分发信息/研究报告。建银国际证券在香港获得了提供此类信息/研究报告的许可。新加坡接收者应通过+ 65-68071880 与建银国际新加坡联系，解决分发此信息引起的或与之相关的事宜。

©建银国际证券有限公司 2025。本文所使用的标志、标识和徽章及公司名称「建银国际证券有限公司」均属于中国建设银行、建银国际控股和/或建银国际证券的注册及非注册商标。版权所有，违者必究。除非另有说明，本文中的所有材料的版权为建银国际证券所有。未经建银国际证券的书面同意，本文或本文中的任何部分不得复制、出售或再次派发。

以上声明以英文版本为准。

建银国际证券有限公司

香港中环干诺道中 3 号中国建设银行大厦 12 楼

电话: (852) 3911 8000 / 传真: (852) 2537 0097