

2026 年 10 月 30 日

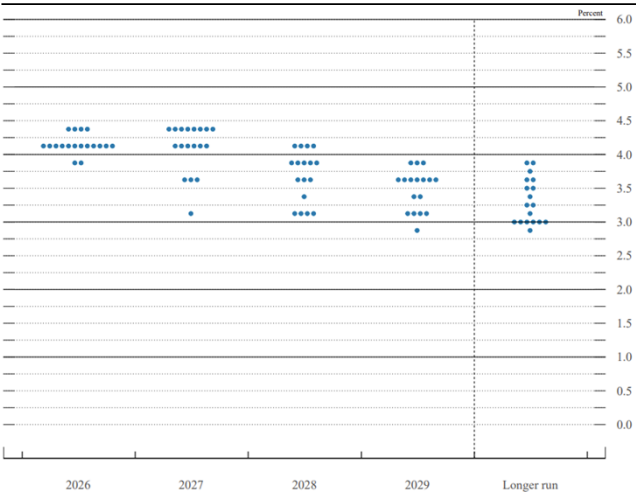
全球宏观

预期之内的暂停——10 月美联储会议点评

王博群, PhD, FRM
hugh.wang@bocomgroup.com
(852) 3766 1853

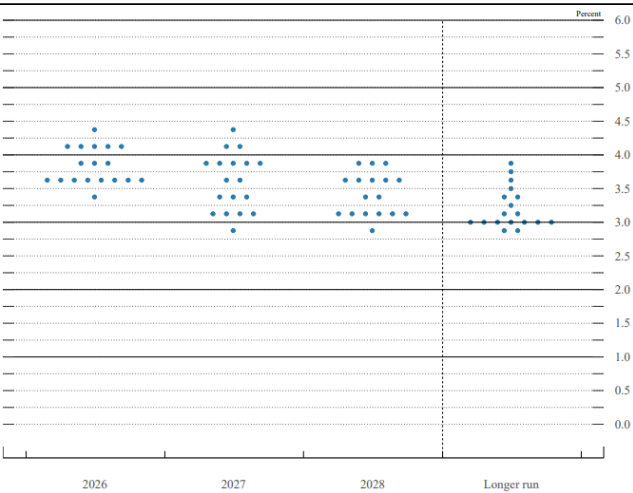
- ④ **预期之内的暂停加息，但加息周期还未结束。**10 月议息会议上，美联储暂停加息，政策利率的目标维持在 3.75%-4%，符合市场预期。会议前，市场对 10 月不加息的定价超过为九成，不加息被期货市场认为是基准情形。我们认为，10 月会议正好在美国中期选举之前，美联储加息的动力不足。此次 10 月会议中，有两位委员投了反对票，认为 10 月就应该加息。12 月再次加息概率超过八成，仍是基准情形。
- ④ **9 月通胀数据略超预期，但还没到不得不加息的地步。**9 月美国 CPI 环比上涨 0.6%，较 8 月的 0.4% 进一步加速，同比由 3.4% 升至 3.7%，高于市场预期的 3.6%；核心 CPI 环比上涨 0.3%，与 8 月持平，高于预期的 0.2%，同比由 8 月的 2.4% 升至 2.6%。总体通胀回升主要由能源推动，油价维持高位，而核心通胀环比增速仍高，通胀回落进程面临新的阻力。同时，美国 9 月新增非农仅 2.9 万，低于市场预期，也给了美联储等待更多数据的理由。
- ④ **美国经济衰退风险仍低，美联储仍有加息空间。**10 月会议美联储不公布新的经济预期概要，因而无法从委员预测中获得更新。数据上看，美国经济尚未出现明显走弱，此前 6-7 月世界杯或带来了额外的季节性干扰。9 月非季调的新增非农仍略强于去年。非季调的非农 9 月增加 33.3 万人，去年 9 月增加 30.5 万人。经季调后新增非农的 2.9 万人则低于去年同期修正后的 7.6 万人。芝加哥联储的金融条件指数的非金融杠杆分项在衰退前往往会明显上行，但目前来看也仍处于低位。这为年内美联储加息提供了一定空间。
- ④ **美联储将从 2027 年开始调整议息会议安排。**美联储主席凯文·沃什在记者会上透露，虽然每年八次会议对联邦公开市场委员会（FOMC）来说是“合适的数量”，但从 2027 年开始，将有一次会议专注于宏观货币政策战略，不进行利率投票，也不发布政策声明；2028 年此类战略会议将增至两次，政策设定会议相应减少至六次。
- ④ **流动性指标显示整体流动性仍处于充裕区间。**担保隔夜融资利率 99 分位和 1 分位的利差在 2019 年 9 月曾出现了显著的扩大，近期的数据上看，这个利差大概在十几基点波动。美联储负债占名义 GDP 的比重下降到了约 20.5%，距离 2019 年的低点 17.1% 的差距约为 3.4%。芝加哥联储金融条件指数也仍处于宽松的负值区间，不过杠杆分项指数略有上行。
- ④ **短端利率下行，美股上涨。**会议当日收盘，美股方面三大股指都上涨，其中标普 500 上涨 0.28%、纳指上涨 0.27%、道指上涨 0.19%，标普行业指数里 11 个行业中仅有 3 个下跌，分别是公用事业、房地产和必需消费，而信息技术、能源和金融的涨幅靠前。会议后美债短端收益率普遍下行，3 个月下降 4 个基点，2 年下降 3 个基点，美元小幅走弱，黄金下跌约 0.56%。短期美国股市或受益于暂停加息，但加息周期仍未结束，未来或仍有压力。

图表 1：9 月会议的点阵图



资料来源：Macrobond，交银国际

图表 2：6 月会议的点阵图



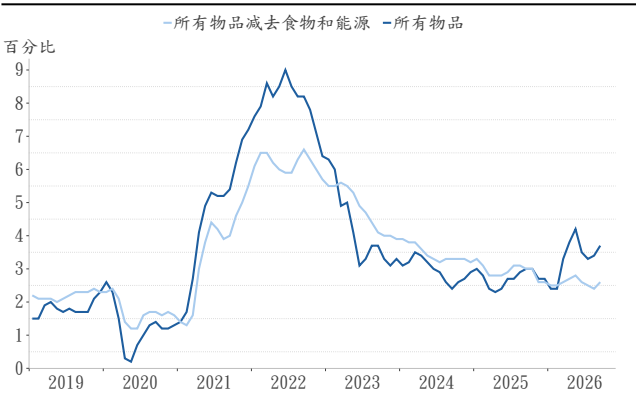
资料来源：Macrobond，交银国际

图表 3：美联储经济预期概要（SEP）（2026 年 9 月）

变量	2026	2027	2028	2029	长期	颜色
实际 GDP	2.3%	2.4%	2.2%	2.1%	2.0%	变差
2026 年 6 月会议	2.2%	2.3%	2.1%		2.0%	变好
失业率	4.1%	4.1%	4.1%	4.1%	4.2%	不变
2026 年 6 月会议	4.3%	4.3%	4.2%		4.2%	
PCE 通胀	3.7%	2.3%	2.1%	2.0%	2.0%	
2026 年 6 月会议	3.6%	2.3%	2.0%		2.0%	
核心 PCE 通胀	3.4%	2.5%	2.2%			
2026 年 6 月会议	3.3%	2.5%	2.1%			
政策利率	4.1%	4.1%	3.9%	3.6%	3.2%	
2026 年 6 月会议	3.8%	3.6%	3.4%		3.1%	

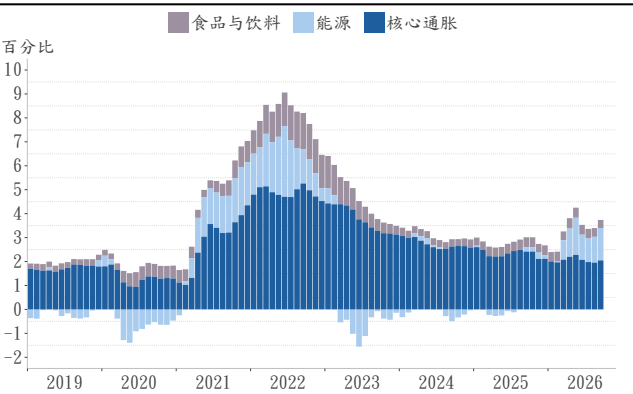
资料来源：美联储，交银国际

图表 4：美国 CPI 通胀同比趋势



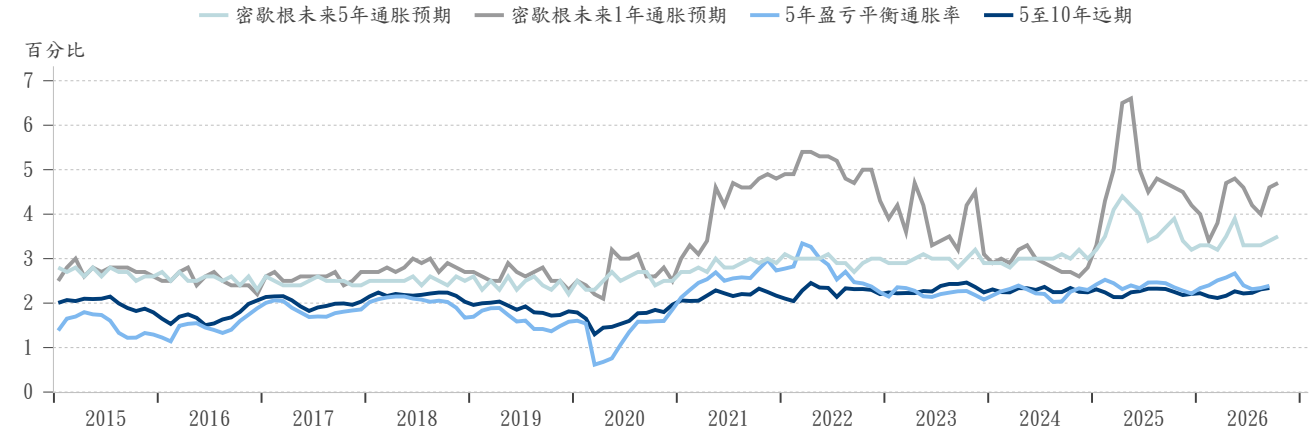
资料来源：Macrobond，交银国际

图表 5：CPI 通胀的 4 个主要分项贡献(%)



资料来源：Macrobond，交银国际

图表 6：美国市场隐含通胀预期



资料来源：Macrobond，交银国际

图表 7：CPI 通胀的主要分项当月同比

分项	2026年9月	2026年8月	2026年7月
食品	2.5%	2.7%	3.0%
能源	20.4%	16.3%	14.7%
核心CPI	2.6%	2.4%	2.5%
核心商品	0.7%	0.7%	0.8%
新交通工具	0.6%	0.6%	0.5%
二手汽车和卡车	-1.5%	-2.3%	-1.9%
服装	3.4%	3.6%	3.9%
医疗护理商品	-3.3%	-2.7%	-2.7%
核心服务	3.1%	3.0%	3.0%
住房	3.2%	3.0%	3.2%
运输服务	2.7%	2.4%	2.9%
医疗护理服务	2.5%	2.5%	2.7%

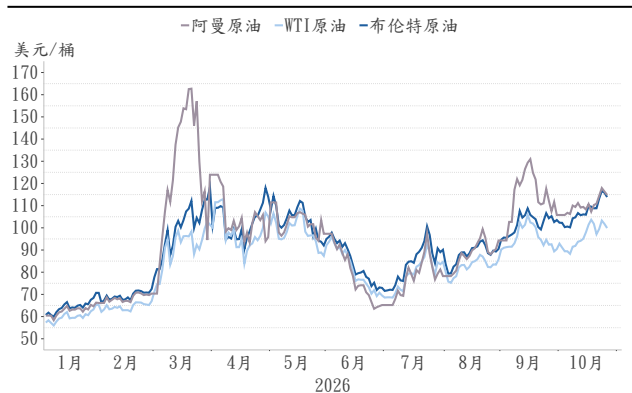
资料来源：Macrobond，交银国际

图表 8：CPI 通胀主要分项对总通胀同比的贡献

分项	2026年9月	2026年8月	2026年7月
食品	0.34	0.36	0.41
能源	1.35	1.08	0.98
核心CPI	2.05	1.95	1.98
核心商品	0.14	0.13	0.16
新交通工具	0.02	0.02	0.02
二手汽车和卡车	-0.03	-0.05	-0.04
服装	0.08	0.09	0.09
医疗护理商品	-0.05	-0.04	-0.04
核心服务	1.90	1.82	1.82
住房	1.14	1.08	1.13
运输服务	0.17	0.15	0.18
医疗护理服务	0.17	0.17	0.18

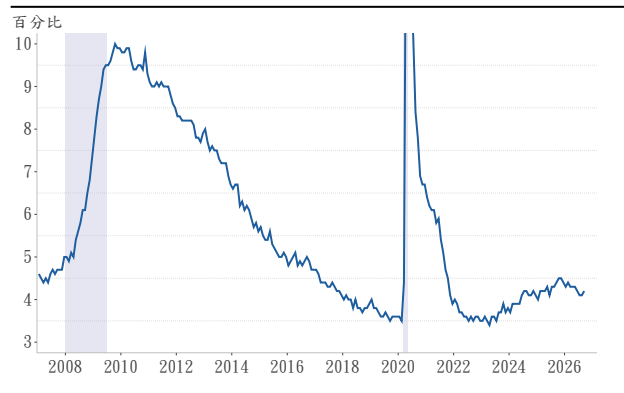
资料来源：Macrobond，交银国际

图表 9：油价近期回到上升通道



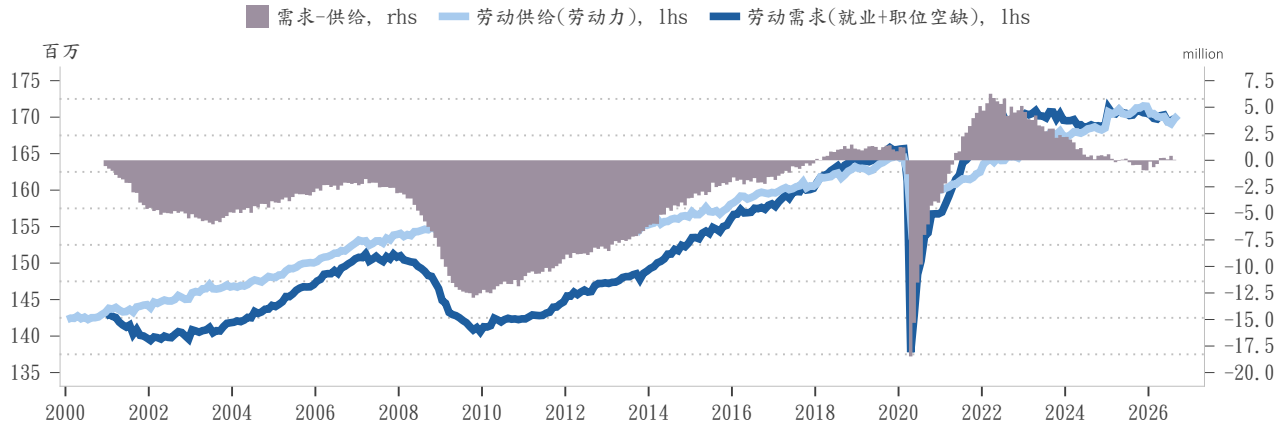
资料来源：Macrobond，交银国际

图表 10：美国失业率维持相对低位



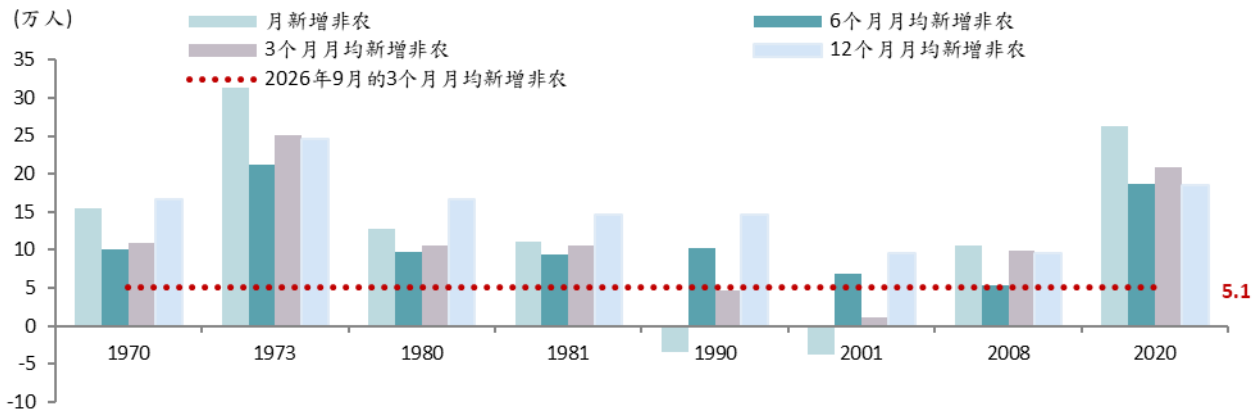
资料来源：Macrobond，交银国际

图表 11：劳动力市场供需基本平衡，劳动力需求略微大于劳动力供给（百万人）



资料来源：Macrobond，交银国际

图表 12：美国历次衰退前新增非农及移动平均(单位:万人)



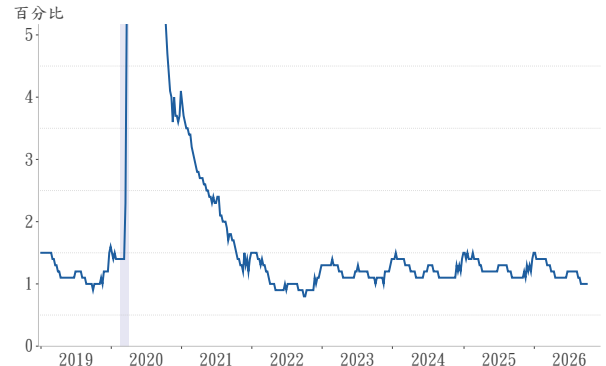
资料来源：美国劳工统计局，同花顺，交银国际

图表 13：美国当周初次申领失业金人数



资料来源：Macrobond，交银国际

图表 14：美国持有失业保险的失业率



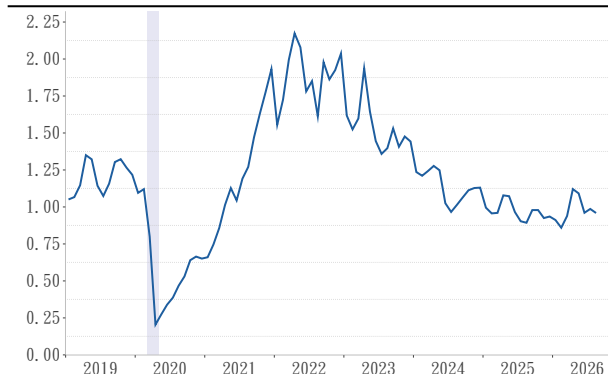
资料来源：Macrobond，交银国际

图表 15：美国职位空缺数



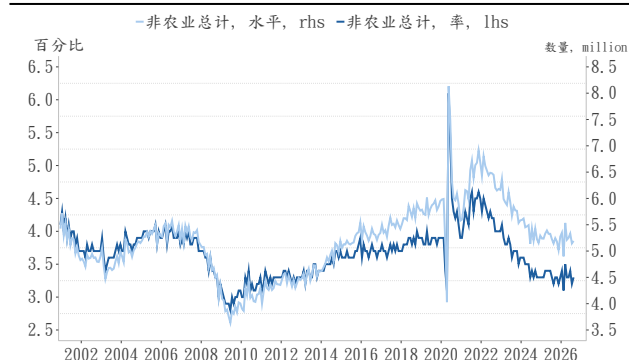
资料来源：Macrobond，交银国际

图表 16：美国空缺失业比



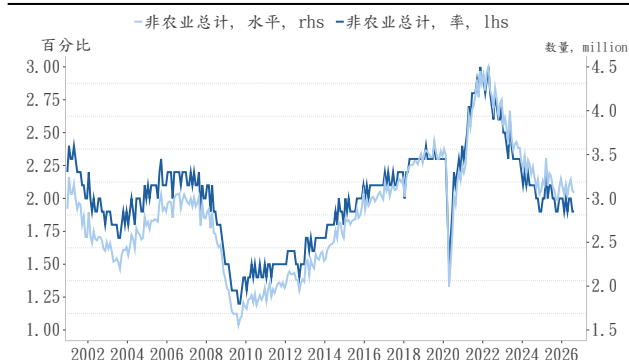
资料来源：Macrobond，交银国际

图表 17：美国招聘率回到偏弱水平



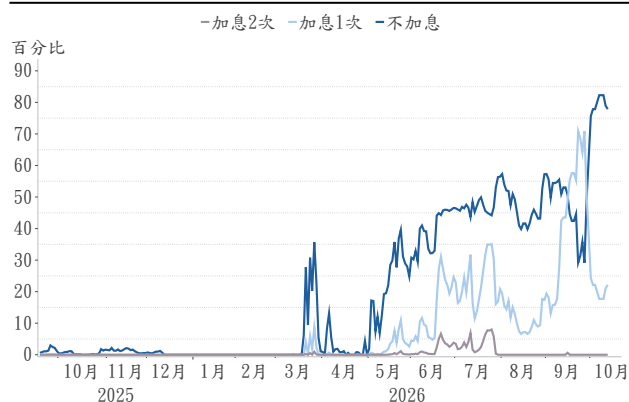
资料来源：Macrobond，交银国际

图表 18：美国辞职率仍在正常水平



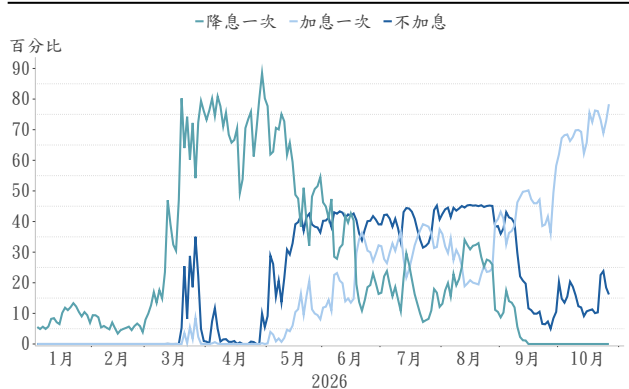
资料来源：Macrobond，交银国际

图表 19：美联储 10 月会议加息预期



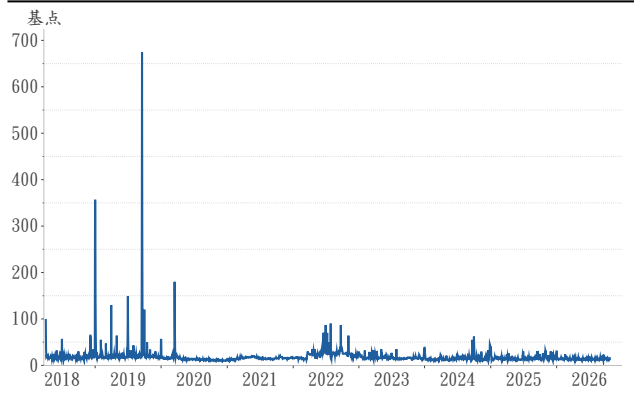
资料来源：Macrobond，交银国际

图表 20：美联储 12 月会议加息预期



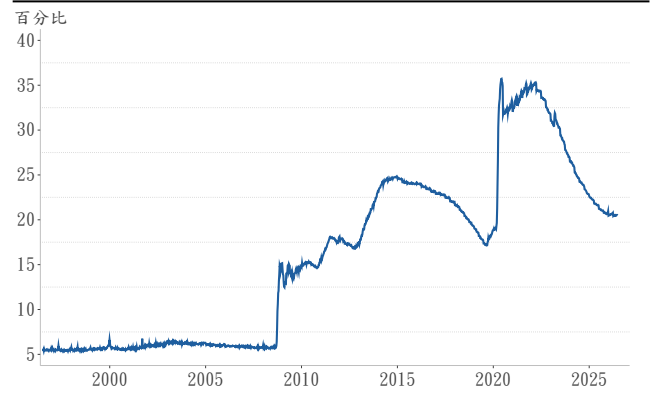
资料来源：Macrobond，交银国际

图表 21：SOFR 第 99 百分位和第 1 百分位利差



资料来源：Macrobond，交银国际

图表 22：联储总负债占名义 GDP 比重仍高于上次缩表低点



资料来源：Macrobond，交银国际

图表 23：芝加哥联储金融条件指数



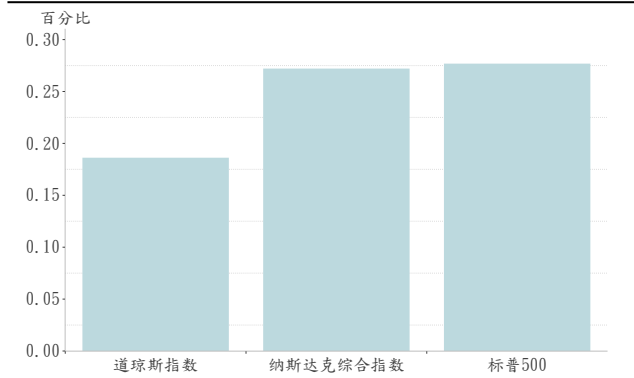
资料来源：Macrobond，交银国际

图表 24：芝加哥联储金融条件分项指数



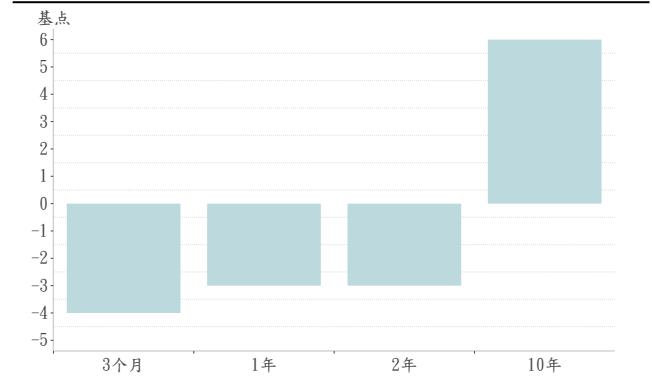
资料来源：Macrobond，交银国际

图表 25：美国三大股指 10 月 28 日表现



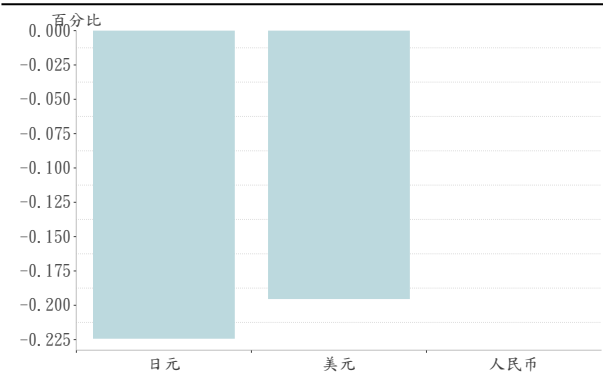
资料来源：Macrobond，交银国际

图表 26：美国国债利率 10 月 28 日变化



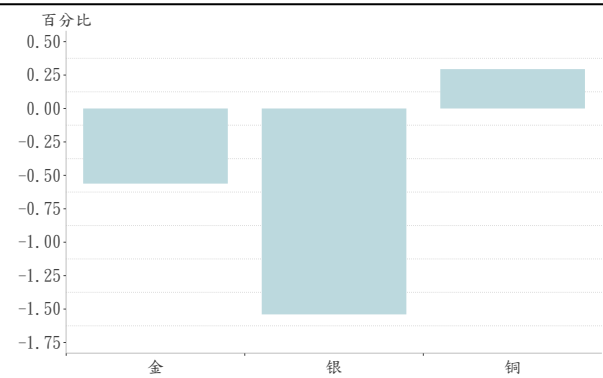
资料来源：Macrobond，交银国际

图表 27：汇率 10 月 28 日变化



资料来源：Macrobond，交银国际。注：正为升值。

图表 28：金银铜期货 10 月 28 日价格变化



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有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、武汉有机控股有限公司、Sincere Watch (Hong Kong) Limited、滴普科技股份有限公司、山东快驴科技发展有限公司、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、协创数据技术股份有限公司、上海宝济药业股份有限公司、深圳迅策科技股份有限公司、北京智谱华章科技股份有限公司、天九共享智慧企业服务有限公司、红星冷链（湖南）股份有限公司、爱芯元智半导体股份有限公司、牧原食品股份有限公司、国民技术股份有限公司、福信富通科技股份有限公司、宁波菲仕技术股份有限公司、智慧互通科技股份有限公司、深圳市兆威机电股份有限公司、南京埃斯顿自动化股份有限公司、上海易景信息科技股份有限公司、驭势科技（北京）股份有限公司、北京深演智能科技股份有限公司、Yangtuo Holdings Inc.、星环信息科技(上海)股份有限公司、苏州登临科技股份有限公司、深圳市远信储能技术股份有限公司及赣州和美药业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及光大证券股份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。