

核心内容

作者

东方金诚 研究发展部

分析师 徐嘉琦

部门总监 冯琳

时间

2025 年 11 月 4 日

上周美联储如期降息，FOMC 将联邦基金利率目标区间下调 25 个基点到 3.75%至 4.00%之间，符合市场预期，但会后鲍威尔讲话放鹰，表示 12 月是否进一步降息“远非已成定局”，意在管理市场预期。

上周公布的欧洲经济数据向好，欧元区三季度 GDP 环比增长 0.2%，核心 CPI 同比增速 2.4%，超出市场预期，欧央行继续按兵不动。考虑到通胀和经济增长的同时回升，12 月议息会议或将继续维持当前利率。

日本央行上周宣布保持利率不变，两名委员投下反对票。日本工业与商业销售数据回暖，消费信心持续上升，近期日本通胀持续高于政策目标，但日本央行始终保持谨慎态度，认为在美国关税政策对日本经济影响存在不确定性的背景下，加息需要审慎评估。



关注东方金诚公众号  
获取更多研究报告

 作者

东方金诚 研究发展部

分析师 徐嘉琦

部门总监 冯琳

 时间

2025年11月4日

	名称	2025/10/31	一周涨跌幅	年初至今涨跌幅
股市	上证指数	3955	0.11%	17.99%
	深证成指	13378	0.67%	28.46%
	标普 500	6840	0.71%	16.30%
	道琼斯工业指数	47563	0.75%	11.80%
	纳斯达克指数	23725	2.24%	22.86%
	英国富时 100	9717	0.74%	18.89%
	德国 DAX	23958	-1.16%	20.34%
	法国 CAC40	8121	-1.27%	10.03%
	日经 225	52411	6.31%	31.37%
	韩国综合指数	4108	4.21%	71.18%
	恒生指数	25907	-0.97%	29.15%
	澳洲标普 200	8882	-1.52%	8.86%
债市	10年期中国国债收益率	1.80	-5.32bps	18.77bps
	10年期美国国债收益率	4.11	9.00bps	-46.00bps
	10年期英国国债收益率	4.43	-3.25bps	-11.19bps
	10年期德国国债收益率	2.64	3.00bps	28.00bps
	10年期法国国债收益率	3.42	-1.20bps	20.20bps
	10年期日本国债收益率	1.66	-0.70bps	51.50bps
外汇	美元指数	99.73	0.80%	-8.07%
	美元兑人民币	7.11	-0.11%	-2.55%
	美元兑日元	154.01	0.74%	-2.31%
	欧元兑美元	1.15	-0.78%	12.43%
	英镑兑美元	1.31	-1.22%	6.25%
商品	现货价(伦敦市场):黄金:美元	4012	-2.26%	51.59%
	现货价(伦敦市场):白银:美元	49	1.99%	66.50%
	现货价:WTI 原油	61	-1.01%	-14.78%
	LME 铜	10892	-0.65%	24.03%



关注东方金诚公众号

获取更多研究报告

## 一、政策动向

### 1. 货币政策

**美联储 10 月会议宣布继续降息 25 个基点，12 月结束缩表。**美东时间 10 月 29 日，美联储在货币政策委员会 FOMC 会后公布，将联邦基金利率的目标区间从 4.00% 至 4.25% 下调至 3.75% 至 4.00%，降幅 25 个基点。在上次会议今年内首次降息后，本次是联储一年来首次连续第二次 FOMC 会议降息。声明重申“鉴于风险平衡已转变”决定降息，将“最近的”数据指标换为“可获得的”，新增指出，劳动力市场近期指标与政府关门趋势相符，称就业下行风险“近几个月增加”。声明指出，将于 12 月 1 日结束对其合计证券持仓的减持。这意味着，美联储的缩表行动将在持续三年半之后告终。鲍威尔表示，通胀短期仍有上行压力，就业面临下行风险，目前面临的局面颇具挑战；委员会对 12 月是否再次降息仍存较大分歧，降息并非板上钉钉。

**10 月决议后 3 位美联储官员反对 10 月降息，沃勒支持 12 月降息。**10 月 31 日，三位联储官员不约而同地公开表态，不支持 10 月美联储会议的降息决定，印证了周三当天宣布降息后美联储主席鲍威尔迅速发出的警告——12 月再次降息远非板上钉钉。上周五，达拉斯联储主席洛根和克利夫兰联储主席哈玛克均表示，他们更倾向于维持利率不变。堪萨斯城联储主席施密德早些时候发表声明，详细阐述了他在本周货币政策委员会 FOMC 会议上投反对票的理由。这些表态预示着，在 12 月 9 日至 10 日的下次货币政策会议到来前，未来六周内，联储内部将就是否继续降息展开激烈辩论。一方认为需要进一步放松政策以支撑劳动力市场，另一方则更担忧通胀问题。市场对 12 月降息的预期在上周五大幅降温。同日，下任美联储主席热门人选、任内永久拥有 FOMC 会议投票权的美联储理事沃勒表示：“我们目前最大的担忧是劳动力市场。我们知道通胀会回落，所以我依然主张 12 月降息，因为所有数据都表明应该这样做。”

**欧洲央行第三次“按兵不动”，拉加德表示通胀前景比以往更加不确定。**

10月30日，欧央行公布利率决议，连续第三次将基准利率维持在2%不变。支撑欧洲央行按兵不动的一个关键因素是，尽管面临外部挑战，欧元区经济的韧性超出预期。最新数据显示，欧元区上一季度GDP环比增长0.2%，优于欧央行此前预测的停滞以及经济学家预期的0.1%，其中西班牙和法国的经济增长均表现突出。尽管部分数据令人乐观，但欧洲央行仍对前景持谨慎态度。该行在声明中指出：“由于持续的全球贸易争端和地缘政治紧张局势，前景仍然不确定。”欧洲央行行长拉加德上周四在新闻发布会上表示，委员会对通胀前景的评估基本保持不变，通胀率仍接近2%的中期目标。尽管全球环境充满挑战，经济仍持续增长。她指出，强劲的劳动力市场、稳健的私营部门资产负债表以及过去的降息是经济韧性的重要来源。拉加德强调，由于全球贸易和地缘紧张局势持续存在，经济前景仍存在不确定性。欧洲央行将采取依赖数据、逐次会议决策的方式来确定适当的货币政策路径，不会预设的特定利率路径。

**日本央行维持利率不变，两名委员继续投反对票。**10月30日，日本央行宣布了最新的政策决定，维持利率不变，符合市场预期。政策委员田村直树和高田创投票反对维持利率不变，两人提议将基准利率上调至0.75%，与上月立场一致。投票格局未变表明日本央行短期内加息紧迫性有限，但两名反对者的存在也提醒市场，最早可能在12月迎来加息。这一决定是在美联储今年第二次降息数小时后做出的。日本央行在最新季度经济展望报告中将本财年经济增长预期从0.6%上调至0.7%。物价风险总体平衡，但下一财年经济风险偏向下行。央行重申如果经济和物价表现符合预期，将继续上调基准利率，同时指出贸易政策对全球的影响仍存不确定性。

## 2. 财政政策

当地时间10月28日，美国参议院以54票对45票的结果，再次未能通过程序性表决，推进旨在结束政府停摆的《2025财政年度持续拨款与延长期限

法案》。该法案由众议院通过，拟以当前资金水平临时恢复政府运作，在参议院需获得 60 票方能推进。此次为该法案第 13 次表决，仍未达到所需门槛，意味着政府停摆将继续。财政僵局持续削弱政策执行力，部分经济数据发布可能继续推迟。

法国国民议会当地时间 10 月 28 日通过了对 2026 年预算案的修正案。修正案将提高大型企业税率，目标在 2026 年通过增收 60 亿欧元弥补预算缺口，并推动大型企业承担更多税负。个税方面，修正案将所得税税率第一级上限从 11,497 欧元调整为 11,611 欧元，以适应通货膨胀率，避免新增 20 万户家庭的纳税义务。此外，修正案拟将对亚马逊、谷歌母公司 Alphabet 以及 Meta 等企业数字收入征收的税率从此前的 3% 提高至 6%。

### 3. 产业政策

**全球经贸磋商多线推进，区域合作信号改善。**中美经贸磋商取得阶段性成果。双方在吉隆坡达成多项共识，美方决定取消对中国商品加征的 10% “芬太尼关税”，暂停实施对华海事、物流与造船业 301 调查及出口管制 50% 穿透性规则一年；中方将相应调整或暂停相关反制措施。双方同意加强芬太尼禁毒合作、扩大农产品贸易，并妥善处理相关企业个案。日本首相高市早苗与美国总统特朗普签署协议，推动日本对美 5500 亿美元投资计划落地，涵盖能源、人工智能及关键矿产等领域；韩美就 3500 亿美元投资计划达成具体执行安排，美国将汽车关税从 25% 下调至 15%。美国与越南、泰国、马来西亚等东南亚国家亦签署新的互惠贸易及关键矿物合作框架。

## 二、经济数据

### 1. 美国：月度财政盈余

美国9月财政收入同比、环比增长，财政支出同比、环比减少，月度财政盈余。更新数据显示，美国9月财政收入5437亿美元，同比增长3.2%；9月财政支出3457亿美元，同比减少22.6%；9月财政盈余1980亿美元。周频数据显示，上周30年期抵押贷款利率继续下行，房屋销售价格有所回升。

表1 上周美国宏观数据更新汇总（月度数据）

分类		1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月
财政	财政收入:同比	7.5	9.3	10.7	9.5	14.7	12.9	2.5	12.3	3.2
	财政收入:环比	13.0	-42.3	24.0	131.3	-56.3	41.8	-35.7	1.7	57.9
	财政支出:同比	28.6	6.4	-7.1	4.4	2.4	-7.0	9.7	0.4	-22.6
	财政支出:环比	18.6	-6.0	-12.5	12.0	16.1	-27.3	26.1	9.5	-49.8
	财政赤字(盈余为负, 亿美元)	1,286.4	3,070.2	1,605.3	-2,584.0	3,156.5	-270.1	2,911.4	3,447.9	-1,979.5
国际收支	外汇储备(亿美元)	352.1	356.0	365.9	385.7	384.7	394.7	382.0	391.6	392.1
	外汇储备:环比	1.0	1.1	2.8	5.4	-0.3	2.6	-3.2	2.5	0.1

数据来源: wind, 东方金诚

图1 30年期抵押贷款利率下行(%)

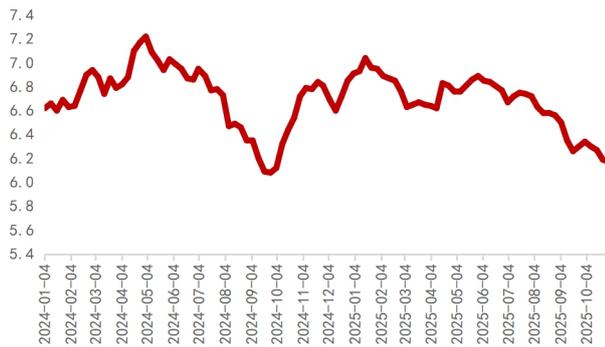


图2 房屋待售时长持平(四周滚动平均, 天)

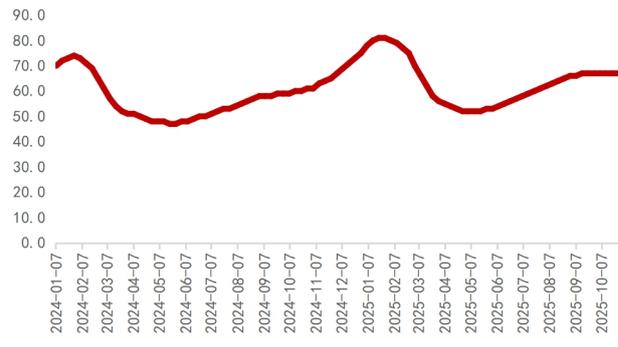


图3 房屋销售价格回升(中位数, 四周滚动平均, 万美元)

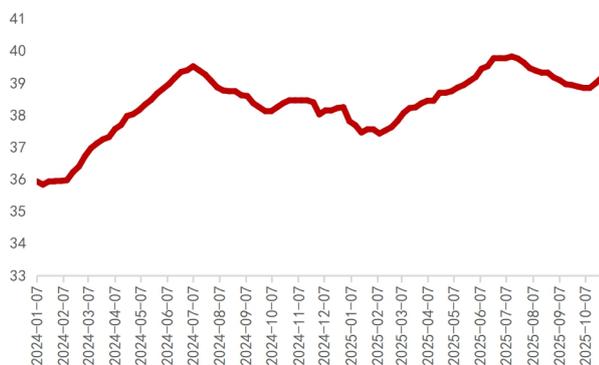
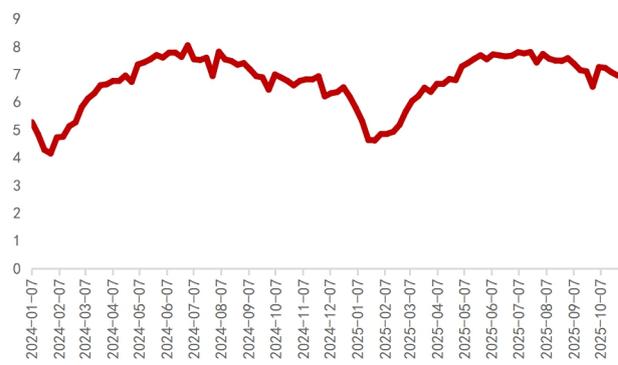


图4 房屋销售量小幅回落(四周滚动平均, 万套)



数据来源: 房地美, Redfin, wind, 东方金诚

## 2. 欧洲：三季度 GDP 环比增长 0.2%，通胀压力有所上升

欧元区三季度 GDP 环比增长 0.2%，超出市场预期，但成员国之间的表现分化加剧：法国增速创近三年最高，德国经济陷入停滞。根据欧盟统计局公布的初步数据，欧元区三季度 GDP 环比增长 0.2%，超过经济学家预期的 0.1%，也好于二季度的 0.1% 增幅。法国三季度 GDP 环比增长 0.5%，创下 2023 年以来最快增速，尽管该国近期经历政治动荡，这一表现仍超出预期。相比之下，德国三季度 GDP 环比持平，此前二季度收缩 0.2%，虽然避免了技术性衰退，但已连续 14 个季度处于低增长、零增长或经济收缩状态，出口下降是主要原因，美国提高贸易关税加剧了这一趋势。10 月欧元区核心 CPI 高于预期，同比增速维持 2.4%。

表 2 上周欧洲宏观数据更新汇总（月度数据）

分类		1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月
国民经济核算	欧元区 20 国:GDP:季调同比			1.6			1.5			1.3	
	欧元区 20 国:GDP:季调环比			0.6			0.1			0.2	
	法国:GDP:环比			0.1			0.3			0.5	
	德国:GDP:环比			0.3			-0.3			0.0	
通胀	欧元区 20 国:CPI:同比	2.50	2.30	2.20	2.20	1.90	2.00	2.00	2.00	2.20	2.10
	欧元区 20 国:CPI:环比	-0.30	0.40	0.60	0.60	-0.10	0.30	0.00	0.10	0.10	0.20
	欧元区 20 国:核心 CPI:同比	2.70	2.60	2.40	2.70	2.30	2.30	2.30	2.30	2.40	2.40
	欧元区 20 国:核心 CPI:环比	-0.90	0.50	1.00	1.00	0.00	0.40	-0.20	0.30	0.10	0.30
	法国:CPI:同比	1.70	0.80	0.80	0.80	0.70	1.00	1.00	0.90	1.20	1.00
	德国:CPI:同比	2.30	2.30	2.20	2.10	2.10	2.00	2.00	2.20	2.40	2.30
景气指数	欧元区 20 国:经济景气指数	95.20	96.20	95.20	93.90	95.00	94.20	95.80	95.40	95.60	96.80
	欧元区 20 国:工业信心指数	-12.50	-11.10	-10.70	-11.00	-10.30	-11.70	-10.30	-10.10	-10.10	-8.20
	欧元区 20 国:零售信心指数	-5.30	-5.20	-6.90	-8.80	-7.10	-7.60	-6.60	-6.30	-7.70	-6.80
	欧元区 20 国:服务业信心指数	5.70	5.20	2.50	1.90	2.00	3.10	4.10	3.80	3.70	4.00

数据来源：wind，东方金诚

## 3. 日本：工业与商业销售回暖，消费信心持续上升

9 月日本工业与商业销售回暖，失业率为上月持平，消费信心持续 3 个月上升。日本央行上周宣布保持利率不变，两名委员投下反对票认为应该立刻加息。近年来日本通胀持续高于政策目标，但日本央行始终保持谨慎态度，认为在美国关税政策对日本经济影响存在不确定性的背景下，加息需要审慎评估。

随着高市早苗上任，更强的财政支持政策或将出台，日本央行加息的紧迫性也在升高。

表 3 上周日本宏观数据更新汇总（月度数据）

分类		1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月
消费	商业销售额:环比	-13.39	0.39	14.37	-7.42	-5.19	3.95	4.16	-8.54	7.10	
	商业销售额:同比	6.10	1.90	3.40	2.10	-0.20	1.70	-0.60	-1.60	1.80	
	批发销售额:环比	-10.45	2.01	14.00	-7.24	-6.43	4.79	4.55	-9.76	9.81	
	批发销售额:同比	6.90	2.00	3.40	1.60	-0.90	1.60	-0.90	-1.60	2.10	
	零售销售额:环比	-20.93	-4.31	15.49	-7.96	-1.38	1.51	3.00	-4.82	-0.73	
	零售销售额:同比	4.40	1.30	3.10	3.50	1.90	1.90	0.40	-0.90	0.50	
	消费者信心指数	34.80	34.70	34.30	31.30	32.90	34.80	33.90	34.80	35.40	35.80
进出口	出口金额:同比	7.26	11.41	3.99	1.98	-1.73	-0.50	-2.62	-0.08	4.16	
	进口金额:同比	16.26	-0.69	1.90	-2.10	-7.64	0.31	-7.40	-5.12	3.29	
	贸易差额:季调:当月值	-27,417	5,855	5,543	-1,284	-6,425	1,476	-1,232	-2,501	-2,374	
制造业	工业生产指数:制造业:季调	100.30	102.30	102.50	101.20	100.80	103.20	102.20	101.00	102.90	
	生产者出货指数:制造业:季调	98.40	101.50	99.70	99.70	102.20	101.40	99.30	99.60	100.20	
就业	劳动参与率	63.20	63.20	63.30	63.70	64.00	64.20	63.90	64.00	64.20	
	失业率:季调	2.50	2.40	2.50	2.50	2.50	2.50	2.30	2.60	2.60	
	就业率	61.70	61.70	61.70	61.90	62.30	62.60	62.40	62.30	62.50	

数据来源: wind, 东方金诚

### 三、海外债市

#### 1. 美债

上周美债市场出现明显调整。美联储如期降息 25bp 并宣布结束缩表，但鲍威尔在新闻发布会上表示，美联储官员难以就货币政策的未来路径达成共识，12 月再次降息并非“板上钉钉”。市场降低了对美联储 12 月降息的押注，美债收益率大幅上行。截至上周五，美国 10 年期 TIPS 收益率较前一周五上行 8bp 至 1.81%。

图 5 上周美国 10 年期 TIPS 收益率上行

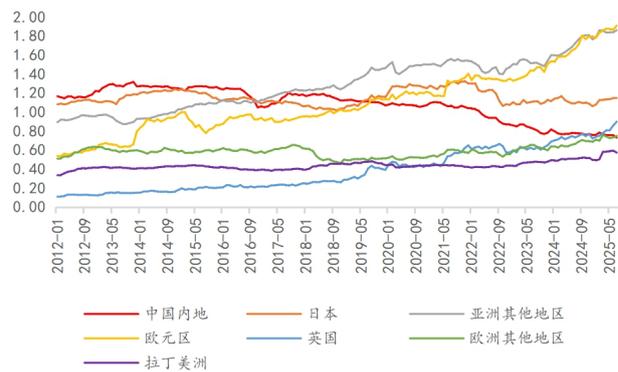


数据来源: wind, 东方金诚

图 6 外国投资者持有美国国债金额及结构



图 7 外国投资者分布 (万亿美元)



数据来源: wind, 东方金诚

表 4 上周美债发行数据

债券类型	期限	发行金额(亿美元)	发行日期	发行收益率(%)
Note	5-Year	740.20	2025-10-31	3.6250
Note	2-Year	729.62	2025-10-31	3.5000
Note	7-Year	465.27	2025-10-31	3.7500
Note	2-Year	317.23	2025-10-31	--
Note	5-Year	274.93	2025-10-31	1.1250
Bond	19-Year 10-Month	137.46	2025-10-31	4.8750
Bill	6-Week	1,003.23	2025-10-30	3.9520
Bill	13-Week	908.19	2025-10-30	3.8180
Bill	52-Week	528.02	2025-10-30	3.5870
Bill	26-Week	813.15	2025-10-30	3.7600

Bill	4-Week	1, 103. 10	2025-10-28	4. 0120
Bill	8-Week	952. 67	2025-10-28	3. 9780
Bill	17-Week	691. 95	2025-10-28	3. 8340

数据来源：iFind, 东方金诚

## 2. 其他主权债券

上周欧洲债市和日本债市延续各自的结构化特征。英债回落反映了市场对英国央行可能放缓加息步伐的预期升温，以及英国经济数据显示的增长动能边际放缓。德国国债收益率的上升与欧元区经济数据好于预期以及欧洲央行政策前景的不确定性有关。亚洲市场方面，日债收益率维持高位，反映了市场对政局变动、财政不确定下日本央行政策的持续关注。

图 8 日本十年期国债收益率维持高位(%)

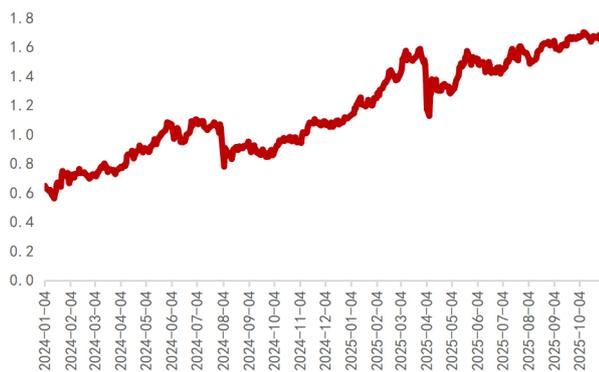


图 9 英国十年期国债收益率延续下行(%)

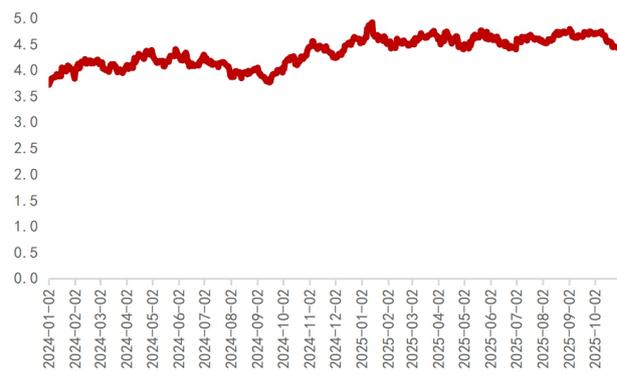


图 10 法国十年期国债收益率波动下行(%)

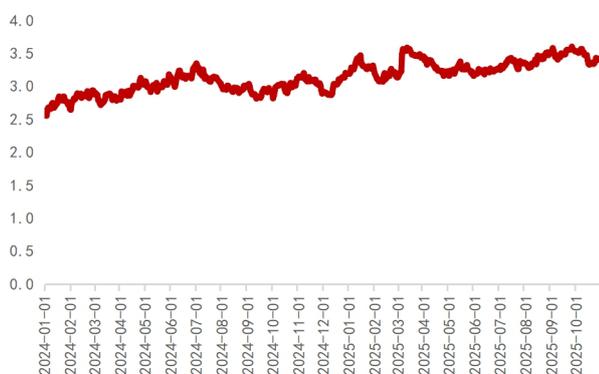
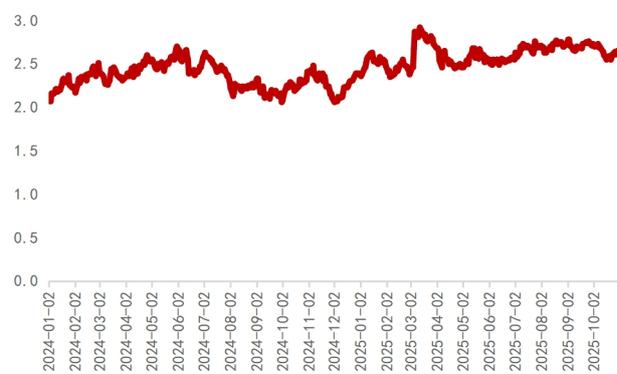


图 11 德国十年期国债收益率波动上行(%)



数据来源：wind, 东方金诚

**权利及免责声明：**

本研究报告及相关信用分析数据、模型、软件、评级结果等所有内容的著作权及其他知识产权归东方金诚所有，东方金诚保留与此相关的一切权利。建议各机构及个人未经书面授权，避免对上述内容进行修改、复制、逆向工程、销售、分发、引用或任何形式的传播。

本报告中引用的标明出处的公开资料，其合法性、真实性、准确性及完整性由资料提供方 / 发布方负责。东方金诚已对该等资料进行合理审慎核查，但此过程不构成对其合法性、真实性、准确性及完整性的任何形式保证。

鉴于评级预测具有主观性和局限性，需提醒您：评级预测及基于此的结论可能与实际情况存在差异，东方金诚保留对相关内容随时修正或更新的权利。

本报告仅为投资人、发行人等授权使用方提供第三方参考意见，不构成任何决策结论或建议。建议投资者审慎使用报告内容，自行承担投资行为及结果的责任，东方金诚不对此承担责任。

本报告仅授权东方金诚指定使用者按授权方式使用，引用时需注明来源且不得篡改、歪曲或进行类似修改。未获授权的机构及人士请避免获取或使用本报告，东方金诚对未授权使用、超授权使用或非法使用等不当行为导致的后果不承担责任。

**地址：**北京市丰台区丽泽路 24 号院平安幸福中心 A 座 45-47 层

**电话：**86-10-62299800（总机）

**传真：**86-10-62299803

**邮箱：**DFJCPX@coamc.com.cn