



核心内容

① 作者

东方金诚 研究发展部

分析师 徐嘉琦

执行总监 冯琳

② 时间

2025年11月17日

- 上周特朗普签署临时拨款法案，美国政府结束史上最长关门，部分关键数据后续将陆续发布。政府停摆造成的数据空白影响美联储对经济状况的判断，联储内部“鹰派”表态升温，12月降息预期回撤推动美债收益率上行。本周重点关注美国9月非农报告（11月20日）。
- 上周公布的英国三季度GDP季调环比增长0.1%，9月失业率上升至5.0%。英国财政大臣里夫斯确认，政府不会在本轮预算案中实施提高所得税税率的措施，财政政策不确定性动摇市场对英国财政可持续性的信心，十年期国债收益率大幅上行。
- 日本央行公布的10月货币政策会议审议委员意见摘要显示，多数委员认为加息条件正在逐步成熟，少数人主张维持宽松，以观察通胀是否稳定在2%以上。整体来看，此次意见摘要释放出“加息预期升温但仍谨慎”的信号，未来仍需重点关注工资及物价数据。



关注东方金诚公众号

获取更多研究报告



东方金诚  
GOLDEN CREDIT RATING

美联储内部“鹰派”表态升温，本周关注9月非农数据

海外宏观周报（2025.11.10-2025.11.16）

## 作者

东方金诚 研究发展部

分析师 徐嘉琦

执行总监 冯琳

## 时间

2025年11月17日

	名称	2025/11/14	一周涨跌幅	年初至今涨幅
股市	上证指数	3990	-0.18%	19.06%
	深证成指	13216	-1.40%	26.90%
	标普500	6734	0.08%	14.49%
	道琼斯工业指数	47147	0.34%	10.82%
	纳斯达克指数	22901	-0.45%	18.59%
	英国富时100	9698	0.16%	18.66%
	德国DAX	23877	1.30%	19.93%
	法国CAC40	8170	2.77%	10.69%
	日经225	50377	0.20%	26.27%
	韩国综合指数	4012	1.46%	67.18%
	恒生指数	26572	1.26%	32.47%
债市	澳洲标普200	8635	-1.54%	5.83%
	10年期中国国债收益率	1.81	-0.02bp	20.63bp
	10年期美国国债收益率	4.14	3.00bp	-43.00bp
	10年期英国国债收益率	4.58	5.49bp	4.30bp
	10年期德国国债收益率	2.71	4.00bp	35.00bp
	10年期法国国债收益率	3.46	-0.50bp	23.60bp
外汇	10年期日本国债收益率	1.71	2.60bp	56.90bp
	美元指数	99.28	-0.26%	-8.07%
	美元兑人民币	7.08	-0.56%	-2.55%
	美元兑日元	154.53	0.72%	-2.31%
	欧元兑美元	1.16	0.48%	12.43%
商品	英镑兑美元	1.32	0.08%	6.25%
	现货价(伦敦市场):黄金:美元	4071	1.93%	51.59%
	现货价(伦敦市场):白银:美元	52	6.81%	66.50%
	现货价:WTI原油	60	0.02%	-16.55%
	LME铜	10846	1.21%	24.58%



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

美联储官员普遍表态偏鹰，对降息持谨慎态度。美国联邦政府停摆超过43天，导致10月的通胀和就业数据暂未发布。政府停摆造成的经济数据空白影响美联储对经济状况的判断，联储内部“鹰派”表态升温。今年FOMC会议票委、圣路易斯联储主席穆萨莱姆表示，鉴于通胀率高于目标水平，联储官员应谨慎行事。明年票委、克利夫兰联储主席哈玛克表示，美联储应维持利率不变，以继续抑制通胀。明年票委、明尼阿波利斯联储主席卡什卡利表示，他不支持上月末降息，尚未决定12月是否降息，将根据经济数据决定。2027年票委、旧金山联储主席戴利表示，现在判断是否应在12月降息还为时过早。北京时间11月16日，据CME“美联储观察”，美联储12月降息25个基点的概率跌破50%，仅有44.4%，维持利率不变的概率升至55.6%。

纽约联储主席表示美联储可能很快开始重启购债，以便管理流动性。美东时间11月12日，“美联储三把手”、纽约联储主席威廉姆斯在纽约联储的2025年美国国债市场会议上表示，美联储正在寻找“充足”的银行准备金水平，以此确保牢固控制联储的利率目标及正常的货币市场交易状况。他指出，基于近期持续的回购市场压力以及准备金从丰裕转向充足的其他迹象，预计不久就会达到充足的准备金水平。届时，美联储将开始逐步购买资产，以维持充足储备水平。威廉姆斯指出，确定系统何时达到充足准备金是一门“不精确的科学”。他表示，将密切关注与联邦基金市场、回购市场和支付相关的多项市场指标，判断准备金的需求状况。

日央行是否加息仍取决于经济数据。日本央行发布的10月货币政策会议审议委员意见摘要显示，多数委员认为加息条件正在逐步成熟，强调应密切关注工资增长与全球经济动向。一位委员指出，“当前虽不需立即行动，但不能错过加息时机”，另一位则强调“若全球经济无负面冲击且企业加薪趋势持续，

应尽快加息”。审议委员中仍有少数人主张维持宽松，以观察通胀是否稳定在2%以上。整体来看，此次意见摘要释放出“加息预期升温但仍谨慎”的信号。若未来数据确认工资与物价持续上行，央行可能在2025年末或2026年初启动加息。

## 2. 财政政策

**特朗普签署临时拨款法案，美政府结束史上最长“停摆”。**美东时间11月12日，美国总统特朗普在白宫签署了国会两院通过的一项联邦政府临时拨款法案，从而结束了已持续43天的史上最长联邦政府“停摆”。当天早些时候，美国国会众议院最终以222票支持、209票反对的结果，表决通过此前由参议院通过的一项联邦政府临时拨款法案。该法案将为联邦政府提供持续拨款，使大部分政府机构获得运作资金直至2026年1月30日。

**英国政府加税计划“急转弯”加剧市场不确定性。**在即将公布年度预算案前夕，英国政府突然撤回原拟提升所得税的计划，此临时调整令投资者对未来财政路径与经济前景更加谨慎。英国财政大臣里夫斯11月14日确认，政府不会在本轮预算案中实施提高所得税税率的措施。此前，外界普遍预期新政府为弥补财政缺口，可能在预算案中提出增税方案。里夫斯表示，政府在与多部门协商后，决定“采取更稳妥的方式”，并将在预算案中推出“更公平、更可持续”的替代措施，以确保经济增长与财政责任能够并行。

## 3. 产业政策

**美国关税体系加速重塑，多边经贸关系进入重新定价期。**美国与瑞士“基本”达成协议，将39%的关税降至15%，换取瑞士2000亿美元投资承诺；韩美签署3500亿美元投资备忘录，并将韩国输美多类商品税率统一至15%，不再征收“附加关税”。欧盟方面，财长会议决定废除“150欧元以下免税”规则，未来所有进入欧盟的货物均需缴税，跨境电商成本将全面抬升。

## 二、经济数据

### 1. 美国：10月ADP私营部门就业人数减少4.5万

10月ADP私营部门就业人数减少4.5万。ADP于上月开始发布更频繁的劳动力市场数据，作为对其长期月度报告的补充。这些数据基于四周移动平均值，发布时间滞后两周。当地时间11月11日，ADP研究机构与斯坦福数字经济实验室的初步估算显示，在截至10月25日的四周内，美国私营企业薪酬岗位数量平均每周减少11250个，累计计算当月共减少45000个工作岗位。这与此前公布的ADP10月就业回升不一致，考虑到周度数据波动较大，月度数据或更加可靠。

美国历史最长政府停摆结束后，积压的经济数据将密集发布，美国商务部和劳工部已公布详细时间表，数据发布将从11月20日陆续展开，包括9月非农就业（11月20日）、三季度GDP数据等。但10月CPI依然存在无法发布风险，意味着美联储12月议息前的决策基础仍不完整。

图1 30年期抵押贷款利率上行(%)

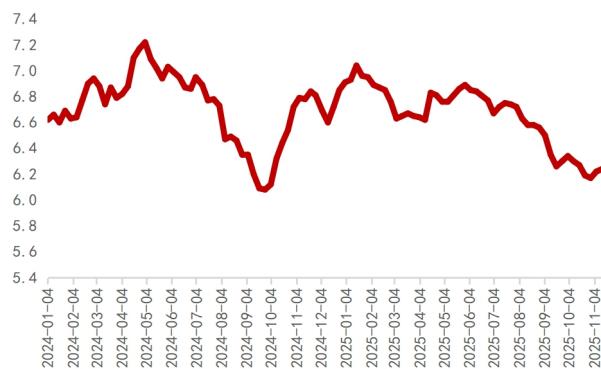


图2 房屋待售时长持平(四周滚动平均, 天)

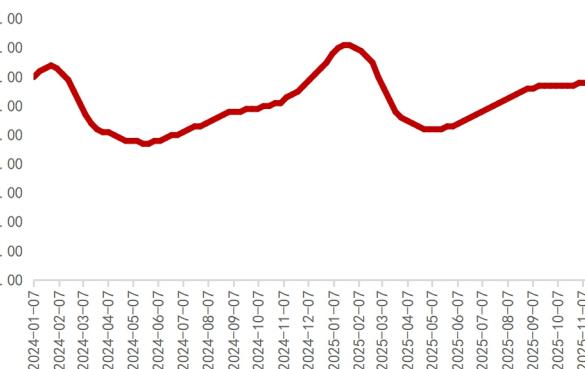
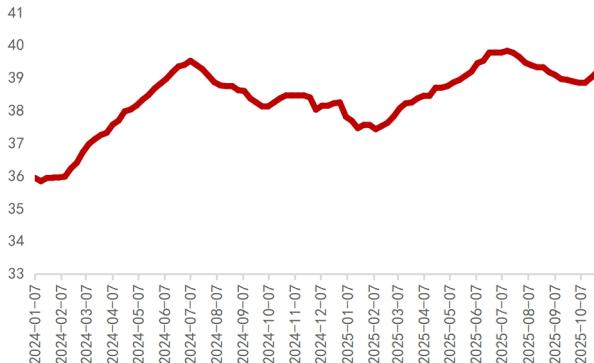
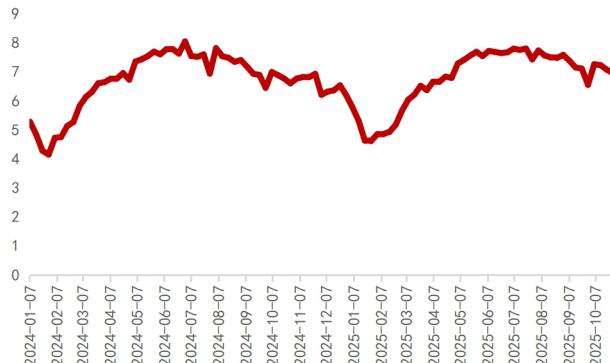


图3 房屋销售价格回升(中位数, 四周滚动平均, 万美元)



数据来源：房地美, Redfin, wind, 东方金诚

图4 房屋销售量小幅回落(四周滚动平均, 万套)



## 2. 欧洲：欧元区工业生产环比回升，英国三季度 GDP 低于预期

欧元区工业生产环比回升，9月工业生产指数季调环比+0.2%（前值-1.1%），季调同比+1.2%（前值+1.2%）。英国三季度 GDP 季调环比+0.1%（预期+0.2%，前值+0.3%），季调同比+1.3%（前值+1.4%）。英国9月失业率上升至5.0%（前值4.8%）。

表1 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
经济 增长	英国: GDP 环比 (%)			0.3			0.1		
	英国: GDP 同比 (%)			1.4			1.3		
就业	英国: 失业率 (%)	4.40	4.40	4.50	4.60	4.70	4.70	4.80	5.00
工业 生产	欧元区 20 国工业生产指数:季调	97.10	98.40	100.60	97.90	98.90	98.30	99.00	97.90
	欧元区 20 国工业生产指数:季调环比 (%)	0.50	1.30	2.20	-2.70	1.00	-0.60	0.70	-1.10
	欧元区 20 国工业生产指数:同比 (%)	-0.30	0.90	3.70	0.30	3.00	0.70	1.90	1.20

数据来源：wind, 东方金诚

## 3. 日本：经常账户顺差扩大，PPI 增速回落

9月日本国际收支经常账户差额4.35亿日元，较上月明显扩大。10月日本PPI同比增长2.66%，环比增长0.39%，较上月均有所回落。

表2 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
通货膨胀	PPI: 同比 (%)	4.24	4.31	4.30	3.94	3.10	2.76	2.51	2.60	2.75

	PPI:环比(%)	0.32	0.24	0.32	0.32	-0.08	-0.08	0.24	-0.24	0.47	0.39
进出口	经常账户差额:季调(万亿日元)	1.95	2.85	2.71	2.19	2.70	2.30	1.81	2.39	4.35	

数据来源: wind, 东方金诚

### 三、海外债市

#### 1. 美债

上周美国政府停摆结束，市场不确定性有所下降，加之美联储官员内部对于12月能否降息依然存在较大分歧，12月降息概率略低于50%，美债市场出现调整。截至上周五，美国10年期TIPS收益率较前一周五上行3bp至1.86%。本周重点关注9月非农数据，以此判断美联储后续政策路径。

图5 上周美国10年期TIPS收益率震荡上行



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



数据来源: wind, 东方金诚

图7 外国投资者分布 (万亿美元)

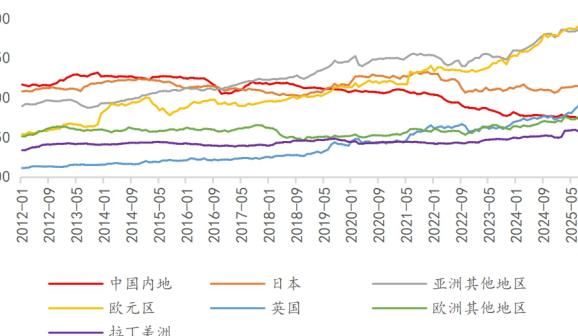


表 3 上周美债发行数据

债券类型	期限	发行金额(亿美元)	发行日期	发行收益率(%)
Bill	6-Week	1,010.59	2025-11-13	3.9620
Bill	26-Week	819.11	2025-11-13	3.8120
Bill	13-Week	914.86	2025-11-13	3.8690
Bill	4-Week	1,103.01	2025-11-12	3.9400
Bill	8-Week	952.60	2025-11-12	3.8910
Bill	17-Week	691.90	2025-11-12	3.8700

数据来源: iFind, 东方金诚

## 2. 其他主权债券

上周欧洲债市整体下跌。英国政府政策信号反复加剧市场不确定性，动摇市场对英国政府改善财政状况的信心，推动十年期国债收益率大幅上行。德国、法国国债收益率的上升与欧元区工业生产指数回升以及欧洲央行政策前景的不确定性有关。亚洲市场方面，日本央行发布10月政策会议意见摘要，多数委员认为加息条件正在逐步成熟，10年期日债收益率上行2.6bp至1.71%。

图 8 日本十年期国债收益率上行(%)

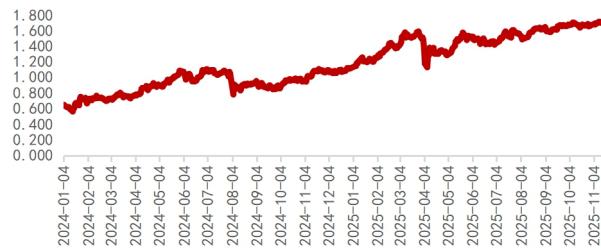


图 9 英国十年期国债收益率波动上行(%)

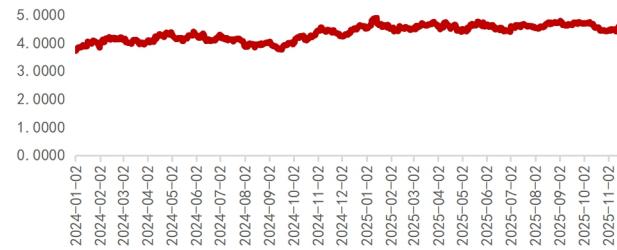
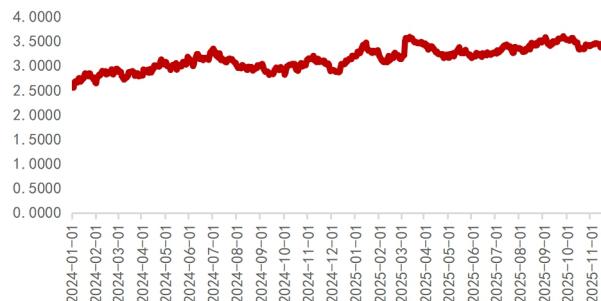
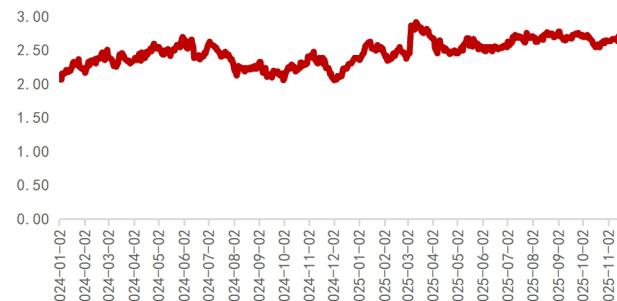


图 10 法国十年期国债收益率波动上行(%)



数据来源: wind, 东方金诚

图 11 德国十年期国债收益率上行(%)



**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