

国信期货贵金属专题报告

金银

美联储的“盲飞”降息：数据真空中的关键抉择

2025 年 10 月 28 日

● 主要结论

2025 年 10 月的全球金融市场，正面临一场在数据“真空”中进行的货币政策决策。美联储将于北京时间 10 月 30 日公布议息会议结果，市场对降息 25 个基点的定价概率已高达 97.3%，近乎视为定局。在政府停摆导致关键经济数据全面缺失的背景下，此次会议不仅是货币政策延续宽松的节点，更是一场在通胀粘性未消、就业疲软信号与政治压力交织下的复杂博弈。对大宗商品特别是黄金等贵金属而言，美联储降息预期将从利率与美元两个核心渠道提供支撑，但实际价格表现将取决于降息落地后政策路径信号的强弱。

展望后市，最关键的风险在于数据“真空期”结束后可能出现的预期修正。一旦政府停摆结束，延迟发布的经济数据若与当前市场预期产生显著偏差，将迫使投资者重新评估降息前景，可能引发跨资产类别的剧烈波动。在这个敏感时期，投资者需要重点关注三个维度：首先是美联储内部的政策共识度，这将决定后续降息路径的稳定性；其次是停摆结束后首批经济数据的实际表现；最后是政策信号的持续性与一致性。这些因素的相互作用，将共同塑造未来一段时间全球金融市场的运行轨迹。

分析师：顾冯达

从业资格号：F0262502

投资咨询号：Z0002252

电话：021-55007766-6618

邮箱：15068@guosen.com.cn

分析师助理：钱信池

从业资格号：F03143995

电话：021-55007766-305186

邮箱：15957@guosen.com.cn

独立性申明：

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

2025年10月的全球金融市场，正面临一场在数据“真空”中进行的货币政策决策。美联储将于北京时间10月30日公布议息会议结果，市场对降息25个基点的定价概率已高达97.3%，近乎视为定局。在政府停摆导致关键经济数据全面缺失的背景下，此次会议不仅是货币政策延续宽松的节点，更是一场在通胀粘性未消、就业疲软信号与政治压力交织下的复杂博弈。对大宗商品特别是黄金等贵金属而言，美联储降息预期将从利率与美元两个核心渠道提供支撑，但实际价格表现将取决于降息落地后政策路径信号的强弱。

一、数据“真空”下的政策困境：停摆冲击与决策挑战

2025年10月的美联储议息会议面临着前所未有的“数据盲区”困境。美国政府自10月1日起因预算僵局陷入持续停摆，截至10月28日已持续28天，成为美国历史上第二长的政府停摆事件。这场政治僵局导致美国劳工统计局、商务部等关键部门的数据采集与发布工作全面停滞，包括非农就业、零售销售、PPI等多项重要经济数据均未能按时发布。

数据“真空”对美联储货币政策制定构成了严峻挑战。美联储主席鲍威尔在费城经济学会议上坦言“现在没有无风险的路径”，强调在信息不完整的背景下制定政策的难度。他特别指出，若政府停摆持续，“我们很快就会开始错过数据，特别是10月的核心数据”，这种信息缺口使得政策制定者难以准确评估经济现状。

数据缺失的严重性不仅体现在数量上，更体现在质量方面。高盛分析指出，政府长期停摆可能从两个维度损害数据质量：一方面，数据收集流程本身受到直接干扰，例如在2013年停摆期间，负责采集CPI数据的价格调查员被迫休假，导致劳工统计局仅收集到约75%的常规价格样本；另一方面，数据收集流程的中断可能引入结构性偏差，进一步削弱数据的代表性和准确性。美联储理事沃勒在公开讲话中也承认，官方数据的缺失正显著影响货币政策的制定，尽管来自私营部门的替代数据在一定程度上填补了信息空白，但其传递的信息仍相对有限。

二、经济信号分析：通胀维持稳定与就业疲软的双重印证

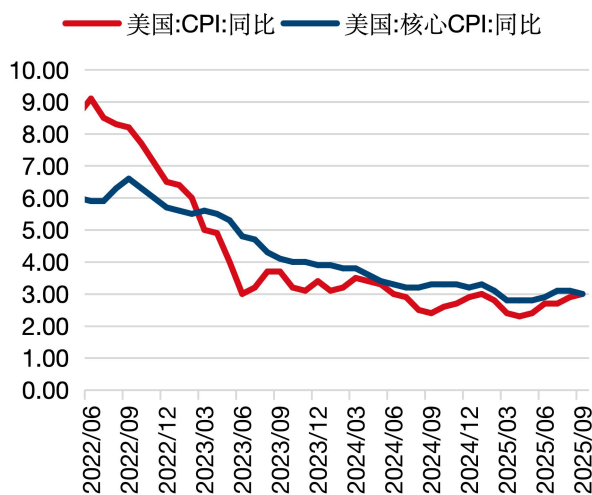
在数据“真空”的背景下，有限的经济指标却传递出相对一致的政策信号。北京时间10月24日晚发布的9月CPI数据显示，美国9月消费者物价指数同比增长3%，低于预估的3.1%，环比增长0.3%，也低于预期的0.4%。更值得关注的是，核心CPI同比增长3.0%，低于预期的3.1%，环比增长0.2%，创下三个月来最低增速。这份在政府停摆期间特殊发布的通胀报告显示出明确的结构性放缓特征，其中核心服务业成本下降是主要推动因素，超核心服务业通胀已降至2021年11月以来最低水平。

就业市场的疲软信号同样明显。素有“小非农”之称的ADP就业报告显示，美国9月私营部门就业人数意外减少3.2万人，远低于市场预期的增加5.1万人，创下自2023年3月以来的最大降幅。尽管部分原因可归咎于ADP自身的年度数据基准调整，但这一数据与其他就业指标形成了相互印证。回顾政府停摆前最后一份完整就业报告，8月非农数据本就已显露疲态：新增非农就业2.2万人，远低于预期的7.5万人；6月数据更是大幅下修至减少1.3万人，为2020年以来首次录得负增长；失业率升至4.3%，创2021年以来新高。

就业市场的结构性恶化迹象尤为值得关注。数据显示，全职岗位大幅减少35.7万个，而兼职岗位激增59.7万个，同时拥有多份工作的人数激增44.3万。这种就业结构的变化反映出劳动者在生活成本压力下寻求额外收入来源的现实困境，也从侧面印证了经济增长放缓的压力正在向就业市场传导。

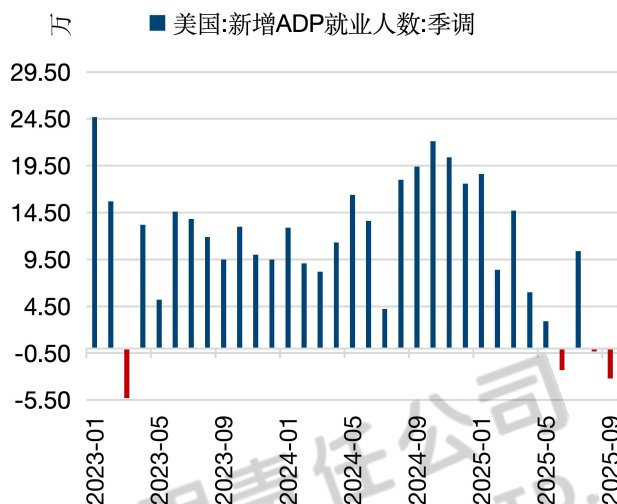
这些相对一致的经济信号为美联储的降息决策提供了依据。尽管面临数据“真空”的挑战，但通胀维持稳定与就业疲软的双重印证，使得美联储在平衡“抗通胀”与“稳就业”两大目标时，倾向于更加关注就业市场下行风险。这种政策取向的微妙变化，在美联储官员近期的表态中已有所体现，为即将到来的议息会议奠定了基调。

图：美国 CPI 同比与核心同比 (%) 均低于预期



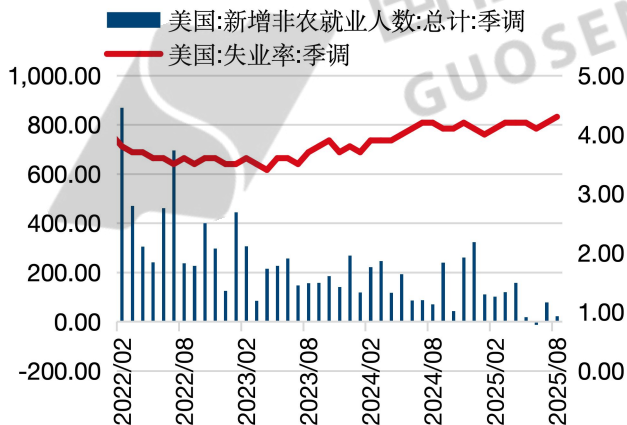
数据来源：WIND 国信期货

图：美国 9 月私营部门就业人数意外减少 3.2 万人



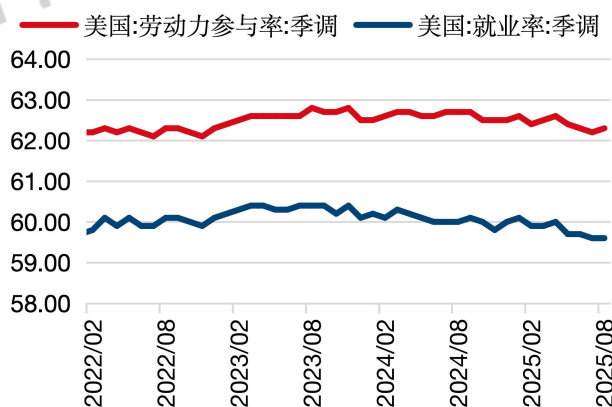
数据来源：WIND，国信期货

图：美国 8 月非农就业人口新增远低于预期



数据来源：WIND 国信期货

图：美国 8 月劳动力参与率与就业率



数据来源：WIND，国信期货

三、鲍威尔的平衡艺术：政策转向与风险管控

在数据“真空”与政策的不确定性双重挑战下，美联储主席鲍威尔展现出精妙的政策平衡艺术。他在最近的公开讲话中明确阐述了美联储面临的两难抉择：一方面，过快地降息可能“让抗通胀的任务功亏一篑”；另一方面，过慢地降低借贷成本则可能引发“就业市场痛苦的损失”。这种平衡在关键经济数据缺失的背景下显得尤为困难。

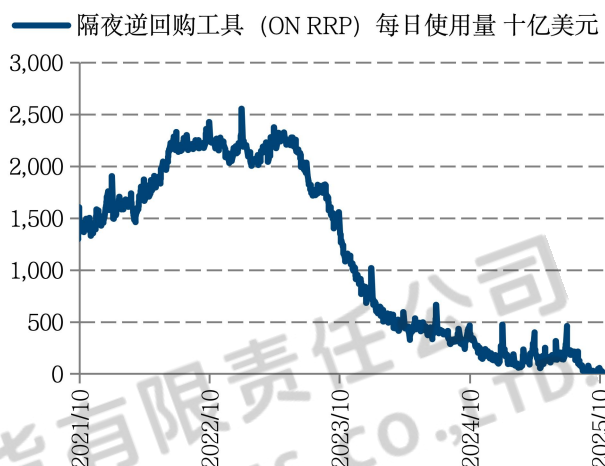
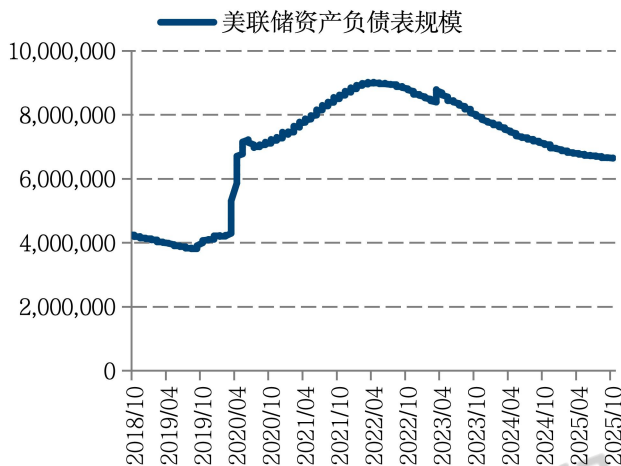
值得注意的是，鲍威尔在强调平衡艺术的同时，还释放了关于缩表政策的重要信号。他明确表示，“我们可能在未来几个月接近那个时点”，暗示持续三年多的缩表行动可能即将结束。自 2022 年年中启动量

化紧缩以来，美联储已将其资产负债表规模从约9万亿美元削减至当前的6.6万亿美元，持续从金融体系抽离流动性。如今这一紧缩进程或暂告段落。鲍威尔特别强调，美联储已商定采取“非常谨慎的方法，以避免2019年9月经历的那种货币市场紧张状况”，显示出对金融市场稳定性的高度关注。

除了货币政策本身，鲍威尔还花费相当篇幅为美联储的政策独立性辩护，间接回应了近几个月来对其货币政策操作的一系列批评。他特别对国会试图取消美联储向银行提供准备金支付利息能力的努力发出警告，指出如果这一政策工具被取消，美联储可能失去对短期利率的控制能力，将被迫在短时间内大规模出售国债或抵押贷款支持证券，这可能给市场功能带来压力并引发金融动荡。

图：美联储资产负债表规模变化

图：美联储隔夜逆回购工具跟踪



数据来源：WIND 国信期货

数据来源：WIND，国信期货

四、内部分歧与政策博弈：降息共识下的路径之争

尽管美联储内部对10月降息已形成基本共识，但在未来政策路径上却显现出深刻分歧。这种分歧主要体现在降息的节奏、幅度和后续路径上，反映出各位官员对经济风险评估的差异。

在支持更积极降息的阵营中，新任美联储理事斯蒂芬·米兰主张采取更大幅度的降息措施，显示出较为激进的政策立场。纽约联储主席威廉姆斯也明确支持进一步放松政策，强调劳动力市场风险的上升需要货币政策作出响应。这一派官员的主要论据建立在就业市场出现明显放缓迹象的基础上，认为美联储需要采取预防性措施来避免经济陷入更深的衰退。

与此形成鲜明对比的是，美联储理事巴尔为代表的谨慎派多次强调需要对通胀风险保持警惕。巴尔明确指出“物价上涨速度仍然过快”，并警告“不能对实现2%通胀目标掉以轻心”。他的观点得到了堪萨斯城联储主席杰弗里·施密德的呼应，尽管施密德在上月支持了首次降息，但他明确表示对进一步降息持保留态度，认为当前的政策立场“只是略微紧缩，这是一个合适的位置”。

这种内部分歧在数据“真空期”被进一步放大。由于缺乏最新的官方经济数据，各位官员只能依据各自对有限信息的解读做出判断。支持降息的官员更关注就业市场的疲软信号，而持谨慎态度的官员则更担忧通胀可能出现的反复。

总体而言，美联储10月降息25个基点或成定局，市场对年底前累计降息50个基点的预期概率高达99.9%。然而，在特朗普政府试图通过人事任命影响货币政策、政府停摆导致关键经济数据全面缺失的背

景下，此次会议不仅是货币政策延续宽松的节点，更是一场在通胀粘性未消、就业疲软信号与政治压力交织下的复杂博弈。

五、市场展望与资产影响：预期与现实的对决

随着美联储议息会议的临近，市场正站在从预期交易转向现实验证的关键节点。当前市场对降息的强烈预期已经充分定价，这不仅体现在利率期货市场上，更已深刻影响了大类资产的近期表现。

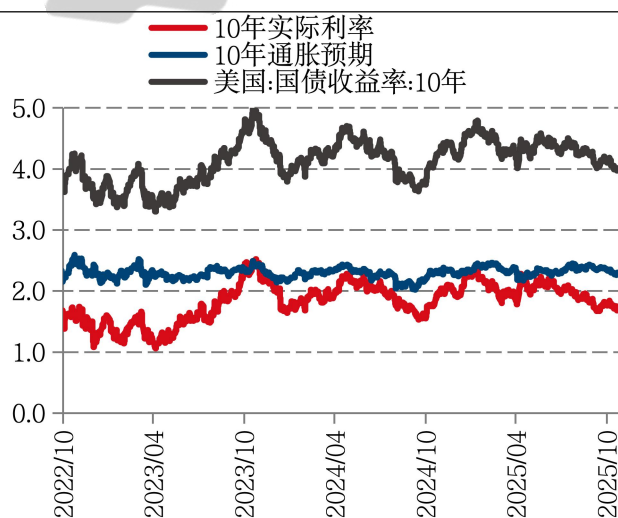
美债市场率先作出反应。2025年10月期间，10年期美债收益率自去年9月以来首次跌破4%关键水平，一度下探至3.970%，创下特朗普关税政策实施后的新低。这一走势反映了市场对经济增长放缓的担忧以及对降息预期的充分定价。然而，债券收益率的持续下行空间将取决于实际降息路径与市场预期的一致性。如果美联储在释放鸽派信号的同时表现出对后续行动的谨慎，可能引发收益率的反弹。

美元指数在98-99区间持续震荡，陷入多空拉锯格局。尽管降息预期对美元构成持续压力，但地缘政治风险与全球经济不确定性又为其提供了避险支撑。特别是中美贸易关系的反复性与俄乌冲突的持续演变，使美元走势充满变数，但整体仍延续弱势整理态势。

贵金属市场在美联储降息预期支撑下保持相对强势，但实际表现仍受多因素制约。地缘政治局势的演变、美元指数的波动以及市场风险偏好的转换，共同影响着贵金属的定价逻辑。在当前数据“真空期”，这些因素的复杂互动使得黄金等贵金属保持高度敏感性，预计短期内将进入高位震荡阶段。

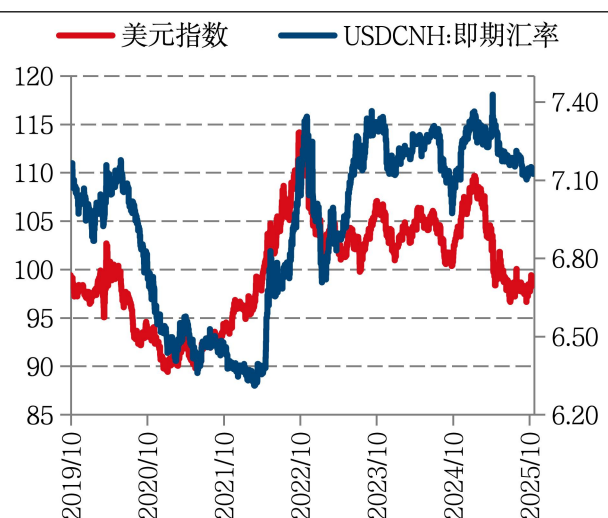
展望后市，最关键的风险在于数据“真空期”结束后可能出现的预期修正。一旦政府停摆结束，延迟发布的经济数据若与当前市场预期产生显著偏差，将迫使投资者重新评估降息前景，可能引发跨资产类别的剧烈波动。在这个敏感时期，投资者需要重点关注三个维度：首先是美联储内部的政策共识度，这将决定后续降息路径的稳定性；其次是停摆结束后首批经济数据的实际表现；最后是政策信号的持续性与一致性。这些因素的相互作用，将共同塑造未来一段时间全球金融市场的运行轨迹。

图：美国10月10年期美债收益率大幅下跌



数据来源：WIND 国信期货

图：美国10月美元指数仍呈现疲软态势



数据来源：WIND，国信期货

重要免责声明

本研究报告由国信期货撰写，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布及分发研究报告的全部或部分给任何其他人士。如引用发布，需注明出处为国信期货，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。国信期货保留对任何侵权行为和有悖报告原意的引用行为进行追究的权利。

报告所引用信息和数据均来源于公开资料，国信期货力求报告内容、引用资料和数据客观与公正，但不对所引用资料和数据本身的准确性和完整性作出保证。报告中的任何观点仅代表报告撰写时的判断，仅供阅读者参考，不能作为投资研究决策的依据，不得被视为任何业务的邀约邀请或推介，也不得视为诱发从事或不从事某项交易、买入或卖出任何金融产品的具体投资建议，也不保证对作出的任何判断不会发生变更。阅读者在阅读本研究报告后发生的投资所引致的任何后果，均不可归因于本研究报告，均与国信期货及分析师无关。

国信期货对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。

