

专题报道： 面对关税不确定性，美联储保持利率不变

重点

- ◆ 一如市场预期，美联储维持联邦基金利率目标区间于 4.25% 至 4.50% 不变。联邦公开市场委员会试图平衡近期疲弱的经济数据和衰退风险上升，同时亦关注关税问题及通胀可能加快的风险。
- ◆ 尽管未来经济增长和通胀之间的平衡可能进一步恶化，我们仍预计美联储将于今年 6 月、9 月及 12 月各降息 25 个基点。不过，若 5 月份的就业数据未见疲软迹象（无论是失业率还是就业增长，或两者皆是），美联储或会在 6 月份再度按兵不动。
- ◆ 对固定收益投资者而言，虽然短期内或受关税推高通胀的影响，但任何市场利率的回升可视为策略性的潜在机会。至于美股方面，关税广泛实施及通胀可能升温，继续压抑企业盈利及 2025 年经济增长前景。企业盈利大幅向下修订，反映经济放缓及企业利润空间收窄，特别是在关税落实而企业选择承担部分成本增加的情况下。在关税政策尘埃落定之前，美股或将持续波动，企业盈利展望仍难明朗，故我们目前对美股维持中性看法。



Jose Rasco

汇丰环球私人银行及财富管理
美洲首席投资总监



Michael Zervos

汇丰环球私人银行及财富管理
投资策略分析师

发生了什么事？

- 一如市场预期，美联储维持联邦基金利率目标区间于 4.25% 至 4.50% 不变，这已是联邦公开市场委员会连续第三次会议按兵不动。
- 本次会议未发布经济预测，下一份《经济预测摘要》将于 6 月份会议发布。
- 鲍威尔主席重申：“目前政策立场合适，美联储并无急于行动的压力，鉴于贸易政策走向不明朗，现阶段以‘观望为上，是一个相当清晰的决定’。”他同时表示：“基本的通胀情况理想。”
- 他亦指出，“目前政策属温和或中度限制性”，并认同现在的实质利率仍有助压抑通胀，“尚未达到中性水平”。他坦言“加征关税对经济的影响仍极不确定”，若关税持续，“通胀可能上升，经济增长放缓，失业亦可能增加”，但亦补充，“关税对通胀的影响或属短暂性，仅为一次性的物价水平调整”。

2025 年 3 月份联邦公开市场委员会经济增长预测中位数

变化 %	中位数			
	2025	2026	2027	长线
实际国内生产总值变动	1.7	1.8	1.8	1.8
12 月份预测	2.1	2.0	1.9	1.8
失业率	4.4	4.3	4.3	4.2
12 月份预测	4.3	4.3	4.3	4.2
个人消费支出通胀	2.7	2.2	2.0	2.0
12 月份预测	2.5	2.1	2.0	2.0
核心个人消费支出通胀	2.8	2.2	2.0	
12 月份预测	2.5	2.2	2.0	
备忘录：预计适当的政策路径				
联邦基金利率	3.9	3.4	3.1	3.0
12 月份预测	3.9	3.4	3.1	3.0

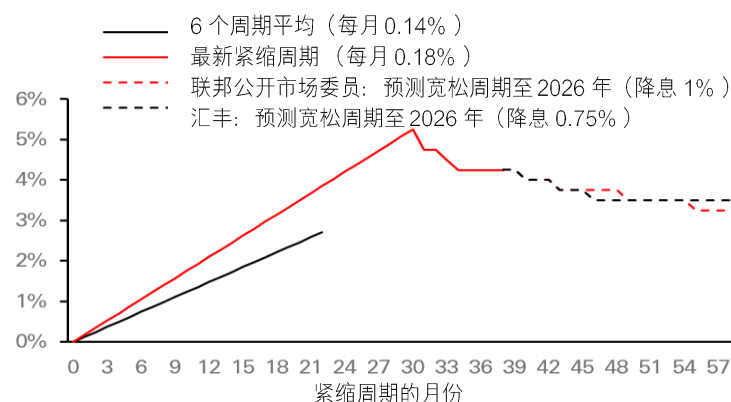
数据源：美联储、汇丰环球私人银行及财富管理，截至 2025 年 5 月 7 日。预测可能会改变。

- 谈及通胀，鲍威尔表示：“通胀压力也有可能持续存在，其影响程度将取决于关税的幅度、成本增加反映至价格的时间，以及最终能否维持长期通胀预期稳定。”至于通胀预期方面，他指出：“短期通胀预期有所上升，这反映在市场数据及调查结果当中。无论是消费者、企业、专业预测人士，受访者普遍认为关税是推动通胀上升的主因。然而，展望明年以后，大部分长期通胀预期的指标仍和美联储 2% 的目标一致。”

- 美国近期的“软数据”——包括消费者和企业对美国经济的调查结果——明显较“硬数据”疲弱。2025 年第一季度，美国经济按季收缩 -0.3%(经季节性调整年率)。然而，进口对首季度国内生产总值为 -5.0%，原因是企业为避免关税提前进口商品。本地购买者的最终销售(国内生产总值剔除库存和贸易影响)于首季增长 3.0%，而 2024 年第四季度则为 2.9%。

- 5 月份的就业新增人数为 17.7 万，高于市场预期及前一个月的表现；失业率维持在 4.2%，接近 56 年低位的 3.4%。在通胀方面，平均时薪按月仅上升 0.2%，按年升幅亦放缓至 3.8%，稍为缓和通胀压力。
- 关税忧虑亦导致企业盈利预测下调。根据 FactSet 慧甚数据，标普 500 企业 2025 年盈利的市场预测由年初的 +14.8% 下调至 +9.5%；2026 年盈利预测亦受关税、经济增长放缓及通胀上升的预期所拖累，由 +14.2% 降至 +11.1%。此等下调引发市场重新评价股票资产。
- 我们认为，关税仍为通胀带来上行风险，而经济放缓和失业上升的压力，或将促使美联储加快宽松步伐。我们维持预测美联储将于今年 6 月、9 月及 12 月各降息 25 个基点，而 2026 年则预计利率维持不变。

美联储历来最激进的加息周期，会否换来同样猛烈的降息？



数据源：彭博、汇丰环球私人银行及财富管理，截至 2025 年 5 月 7 日。
预测可能会改变。

投资影响

- 对固定收益投资者而言，尽管短期内关税或会带来通胀压力，但任何市场利率的回升可视为策略性的入市机会。虽然通胀回落的进程较预期缓慢，但美联储似乎对通胀逐步迈向 2% 的方向感到满意，即使短期内仍有关税引发的通胀忧虑。因此，政策宽松有望很快重启。
- 至于美股投资者，关税广泛实施及通胀可能加速，令 2025 年的企业盈利和经济增长继续受压。
- 企业盈利预测大幅下调，反映出关税若正式实施，将导致经济增长放缓及利润空间收窄，特别是企业选择承担部分成本增加。在关税政策尘埃落定之前，美股或将持续波动，企业盈利展望仍难明朗。
- 现时估值已较为合理，市场气氛相对疲弱，显示美股的估值调整或已接近尾声。
- 值得注意的是，尽管短期风险仍存，标普 500 指数在 2026 年的企业盈利预测大幅加快至 11%，为估值趋于合理的市场带来上行空间。再加上美联储料将重启宽松政策，过往数据显示此举对盈利增长及股市表现均具有正面推动作用。

免责声明

本文件或影片由香港中环皇后大道中1号香港上海汇丰银行有限公司（「HBAP」）编制。HBAP在香港注册成立，为汇丰集团成员。本文件或影片由汇丰银行（中国）有限公司、HBAP、汇丰银行（新加坡）有限公司、汇丰（台湾）商业银行有限公司及汇丰金融科技服务（上海）有限责任公司（合称「分发方」）分发及/或提供。本文件或影片仅供一般传阅及参考用途。

无论基于任何原因，本文件或影片所载之部分或全部内容均不得复制或进一步分发给任何人士或实体。如于某司法管辖区内分发本文件属违法，则不得于该司法管辖区内分发本文件或影片。所有未经授权之复制或使用权使用本文件或影片，均属使用者的责任，并有机会引致法律诉讼。本文件或影片只提供一般性数据，文件内所载的观点，并不构成投资研究或出售或购入投资产品的意见或建议。本文件或影片内所载的部分陈述可能会被视为前瞻性陈述，提供目前预测或未来事件预估。相关的前瞻性陈述不保证未来表现或事件，并涉及风险及不确定性。基于多项因素，实际结果可能与相关前瞻性陈述大不相同。HBAP及分发方对更新其中的前瞻性陈述，或对提供实际结果与前瞻性陈述的预测不同的原因，概不承担任何责任。本文件或影片并无契约效力，在任何情况下，于任何司法管辖范围内均不应被视为促销或建议购入或出售任何金融工具，而此等建议并不合法。当中所载内容反映汇丰环球投资委员会于编制时的观点及意见，可能随时变更。这些观点未必代表汇丰投资管理目前的投资组合构成。汇丰投资管理所管理的个别投资组合主要反映个别客户的目标、风险取向、投资期限及市场流动性。

投资价值及所得收益可升亦可跌，投资者有机会未能取回投资本金。本文件或影片所载之过去业绩并不代表将来的表现，所载之任何预测、估计及模拟均不应被视为将来表现的指标。任何涉及海外市场的投资，均有机会受到汇率兑换影响而令投资价值上升或下跌。与成熟市场相比，新兴市场投资本质上涉及较高风险，而且较为波动。新兴市场的经济一般倚赖国际贸易，因此一直以来并可能继续会受贸易壁垒、外汇监管、相对币值控制调整及其他与其进行贸易的国家/地区实施或协商的保护主义措施的不利影响。而此等经济体系亦会或继续受到其他与其进行贸易的国家/地区的经济状况的负面影响。投资涉及市场风险，请细阅所有与投资相关的文件。

本文件或影片就近期经济环境提供基本概要，仅供参考。文章或影片代表HBAP的观点，并以HBAP的环球观点为依据，未必与分发方的当地观点一致。其内容并非按照旨在促进投资研究独立性的法律规定编制，并且分发前不受任何禁止交易规定的约束。其内容不拟提供且投资者不应加以依赖以作会计、法律或税务意见。作出任何投资决策之前，应咨询独立的财务顾问。如选择不咨询财务顾问，则须审慎考虑投资产品是否适合。建议您在必要时寻求适当的专业意见。

有关第三方资料乃取自我们相信可靠的资料来源，我们对于有关资料的准确性及/或完整性并无作出独立查证。因此您必须在作出投资决策前从多个数据来源求证。

此条款仅适用于汇丰（台湾）商业银行有限公司向其客户分发时的情况：汇丰（台湾）办理信托业务，应尽善良管理人之注意义务及忠实义务。汇丰（台湾）不担保信托业务之管理或运用绩效，委托人或受益人应自负盈亏。

关于 ESG 和可持续投资的重要信息

从广义上，「ESG 和 可持续投资」产品包括在不同程度上考虑环境、社会、管治和/或其他可持续发展因素的投资策略或工具。汇丰归入此类别的个别投资可能正在改变，以实现可持续发展成果。并不保证ESG和可持续投资所产生的回报与不考虑这些因素的投资回报相近。ESG和可持续投资产品或会偏离传统市场基准。此外，ESG和可持续投资或可持续投资带来的影响并没有标准定义或量度准则。ESG和可持续投资及可持续发展影响的量度准则是 (a) 高度主观的，而且 (b) 在不同板块之间和同一板块之内可能存在重大差异。

汇丰可能依赖由第三方供应商或发行机构设计和/或报告的量度准则。汇丰不会经常就量度准则自行作出具体的尽职审查。并不保证：(a) ESG/可持续发展影响或量度准则的性质将与任何个别投资者的可持续发展目标保持一致；(b) ESG/可持续发展影响将达到指定水平或目标水平。「ESG和可持续投资」是一个不断演变的领域，新的监管规例可能生效，这或会影响投资的分类或标签方式。今天被视为符合可持续发展准则的投资未必符合未来的准则。

当我们某项投资或服务归入汇丰ESG和可持续投资分类（即汇丰ESG 增强、汇丰主题或汇丰创效）之一时，这并不一定意味产品或投资组合的所有相关持仓均符合可持续投资准则。同样，当我们股票或固定收益类产品归类为汇丰ESG增强、汇丰主题或汇丰创效类别时，这并不意味着相关发行人的活动与分类的相关ESG产品或可持续特征完全一致。就此而言，可持续投资分类并不意味一项基金或全权委托管理投资组合的所有相关持仓将符合可持续投资准则。不是所有投资、投资组合或服务都能被归类为汇丰可持续投资分类。这可能是由于未有足够资讯或某项产品并未符合汇丰可持续投资分类的准则。

目前，汇丰仍向一些排放大量温室气体的行业提供融资。为协助我们的客户减排以及减少我们自身的碳排放，汇丰已制定了相关的气候策略。请浏览www.hsbc.com/sustainability以了解更多资讯。

*本文件或影片为 HBAP 根据英文报告翻译的译文。HBAP、汇丰银行（中国）有限公司、汇丰（台湾）商业银行有限公司、汇丰银行（新加坡）有限公司及汇丰金融科技服务（上海）有限责任公司已采取合理措施以确保译文的准确性。如中英文版本的内容有差异，须以英文版本内容为准。

本文件或影片的内容未经任何香港或任何其他司法管辖区的监管机构审阅。建议您就相关投资及本文件或影片内容审慎行事。如您对本文件或影片的内容有任何疑问，应向独立人士寻求专业意见。

© 版权所有 2025。香港上海汇丰银行有限公司。保留一切权利。

未经香港上海汇丰银行有限公司事先书面许可，不得以任何形式或任何方式（无论是电子、机械、影印、摄录或其他方式）复制或传送本文件或影片的任何部分或将其任何部分储存于检索系统内。