

## 市场对降息过于乐观了吗？

2025 年 07 月 02 日



分析师：陶川

执业证号：S0100524060005

邮箱：taochuan@mszq.com

分析师：林彦

执业证号：S0100525030001

邮箱：linyan@mszq.com

分析师：邵翔

执业证号：S0100524080007

邮箱：shaoxiang@mszq.com

➤ **降息，真的能成为美国的救命稻草吗？** 近期降息预期开始发酵，根据 CME 的 FedWatch 工具显示（截至 2025 年 7 月 2 日），市场预计年内预计降息 3 次，截止 2026 年年底降息 5 次。市场开始出现“肌肉记忆”，美元和美债利率同步下行，美股开始拔估值（美股中报还没开始出，盈利变化目前并不明确）。

➤ **众所周知，降息对股债都是好事，但这里我们可能要给市场泼两盆冷水：**

➤ **降息：未必有那么快。**

➤ **联储降息节奏可能比市场预期的线性降息路径要曲折。** 我们认为，联储的降息节奏可能不是线性的，因为目前市场没有充分定价美元贬值带来的输入性通胀。以 2024 年数据为例，美国年进口约 3.3 万亿美元，贸易赤字超过 1.2 万亿美元，若美元贬值 10%，将使得前者扩大至约 3.6 万亿美元，后者由于美国的出口受限于供给而非需求，无法通过薄利多销换取更多出口，大概率要扩大更多。这就在拉高通胀的同时，增加了经济的下行压力。

➤ **关税对于通胀的冲击效果还需要时间。** 我们在报告《如何理解美元和美股走势背离？》中提到，下半年，有减税、有宽松（预期），边际上影响更大的无疑是“通胀”。一方面，若美元持续走弱，输入性通胀会依旧会是大问题。另一方面，特朗普的油价下行政策被地缘政治干扰，而关税对于通胀的冲击很可能是“不是不报，时候未到”。

➤ **历史经验表明，当美元下跌时，输入型通胀往往会推高物价，同时可能存在一定的滞后效应。** 本轮来看，虽然截止至 5 月 CPI 数据，美国物价尚未出现明显回升，但随着下半年美元的持续弱势和关税的滞后影响显现，通胀回升是大概率事件：我们预计服务业将维持相对平稳的走势，但在低基数和关税的影响下，商品价格的上涨将是大问题，所以美国 CPI 同比的年内低点可能在 4、5 月已经出现，后续将进入上行阶段，若下半年 CPI 月均环比增速维持在 0.2% 左右，那么截止至年底通胀同比将上升至 3% 以上。

➤ **降息：未必有那么好。**

➤ **这次降息对需求的刺激效果可能会不及市场预期：**

➤ 首先，欧元区和英国的例子已经证明，在全球动荡的情况下，降息未必有效果。由于经济结构性制约和外部环境压力，欧洲经济动能增长缓慢，在缺乏财政等其他措施的协同配合下，降息带来的融资成本下降难以转化为实际需求扩张。因此，虽然 2024 年以来欧元区累计降息超 200bp，但无论制造业 PMI 还是 GDP 的修复都相对缓慢。

➤ 其次，这一次降息的财富效应可能有所不同。降息对于经济主体的影响应该从资产和负债端两个角度去分析，传统的降息有利论主要是从负债端入手。而近五年来美债供需方面最大的结构性变化之一就是美国私人部门持有越来越多的美国国债、尤其是短债。在这种情况下降息会对资产负债同时产生影响：与过去 30 年美债的需求大头在外资和联储不同，这次降息在财富效应（资产端）上对于私人部门的不利影响可能更强，尽管融资成本下降，但降息整体的刺激结果相较

## 相关研究

1. 2025 年 6 月 PMI 数据点评：PMI 稳住了吗？-2025/06/30

2. 海外市场点评：如何理解美元和美股走势背离？-2025/06/29

3. 经济动态跟踪：7 月流动性会更松吗？-2025/06/29

4. 2025 年 5 月工业企业利润点评：5 月工业企业利润缘何大降？-2025/06/27

5. 海外市场追踪：“减税法案”埋了哪些“雷”？-2025/06/26

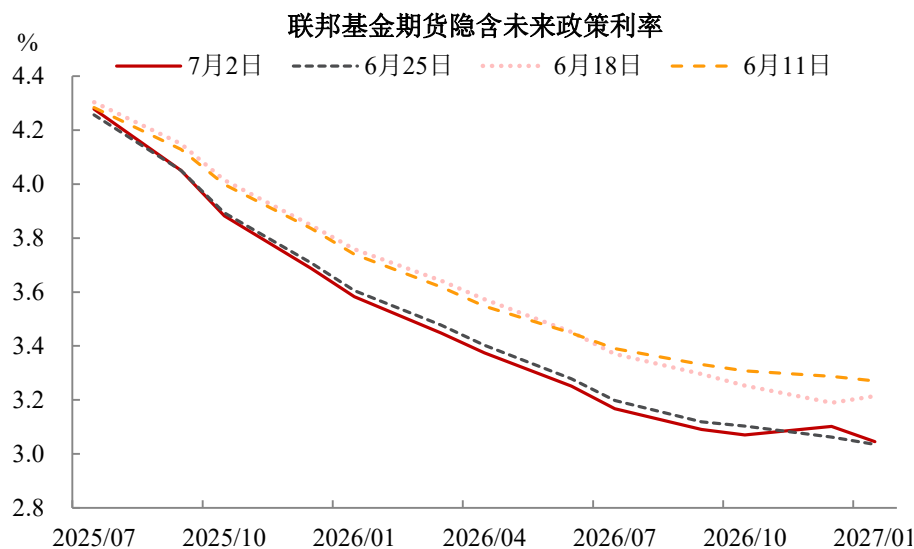
至之前要打折。

➤ **反而可能存在降幅不够不如不降的情况。**当前美联储的政策利率水平是偏高的，而我们在之前报告中反复强调，未来两年左右美国企业债的到期/续作压力会变大，如果置换 2020 年发行、近期到期的低息贷款/债券，如果降息幅度不够，对比下来净财务成本反而可能是上升的，而不是下降的。

➤ 因此，我们认为对于降息的预期需要谨慎，预期一旦纠偏，市场的反向动能很强，因为六月下旬美元资产对降息预期押注较大。

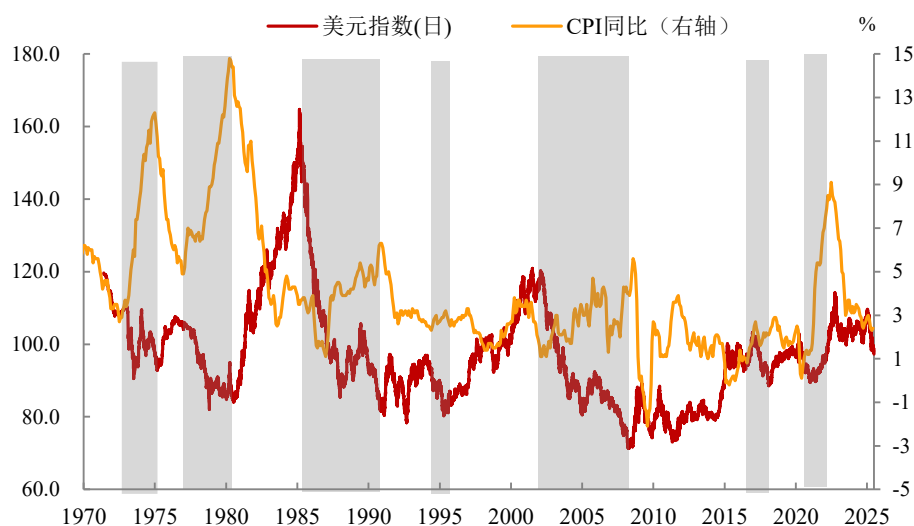
➤ **风险提示：**美国经贸政策大幅变动；关税扩散超预期，导致全球经济超预期放缓、市场调整幅度加大。

图1：6月底以来市场对未来降息押注明显上升



资料来源：彭博，民生证券研究院

图2：美元走弱往往带来输入性通胀



资料来源：ifind，民生证券研究院

**图3：通胀在美元回落 6 个月后显示出更强韧性**

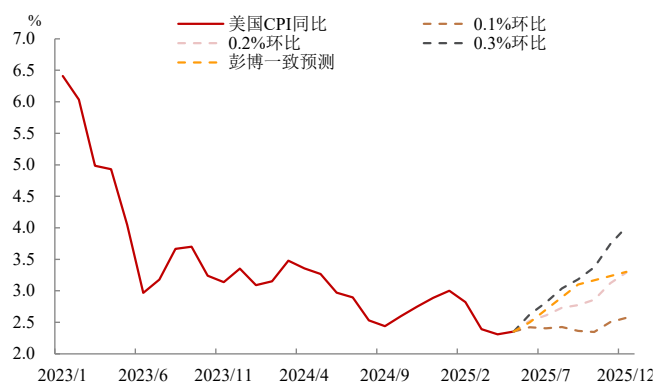
| 1980年以来美元自阶段顶部回落近6个月内经济表现  |           |               |               |               |                |               |
|----------------------------|-----------|---------------|---------------|---------------|----------------|---------------|
|                            |           | 1985/2-1985/8 | 2002/1-2002/7 | 2009/3-2009/8 | 2010/6-2010/11 | 2025/1-2025/6 |
| 美元指数                       | 区间收益      | -15.5%        | -11.7%        | -12.4%        | -11.3%         | -11.3%        |
|                            | 月均收益      | -2.8%         | -2.1%         | -2.2%         | -2.0%          | -2.0%         |
|                            | 后三个月收益    | -7.2%         | 1.3%          | -3.2%         | -1.1%          | --            |
|                            | 后六个月收益    | -12.5%        | -3.7%         | 3.6%          | -4.3%          | --            |
| 经济数据均值(箭头为区间期末-期初变化方向)     | 制造业PMI    | 47.8 ↓        | 52.4 ↑        | 42.6 ↑        | 56.5 ↓         | 49.5 ↓        |
|                            | CPI (%)   | 3.7 ↑         | 1.3 →         | -1.2 ↓        | 1.1 ↓          | 2.6 ↑         |
|                            | PPI (%)   | --            | -2.3 ↑        | -4.6 ↓        | 3.7 ↓          | 3.1 ↓         |
|                            | 新增非农 (万人) | 22.9 ↑        | -3.7 ↑        | -53.1 ↑       | -0.4 ↓         | 12.4 ↓        |
|                            | 失业率 (%)   | 7.3 ↑         | 5.8 ↑         | 9.2 ↑         | 9.4 ↓          | 4.1 ↓         |
| 经济数据后6个月均值(箭头为区间期末-期初变化方向) | 制造业PMI    | 50.4 ↑        | 50.0 ↓        | 55.1 ↑        | 59.1 ↑         | --            |
|                            | CPI (%)   | 3.5 ↑         | 1.9 ↑         | 0.7 ↑         | 2.0 ↑          | --            |
|                            | PPI (%)   | --            | -0.3 ↑        | -0.1 ↑        | 3.2 ↓          | --            |
|                            | 新增非农 (万人) | 18.1 ↓        | -3.5 ↓        | -14.3 ↑       | 16.3 ↑         | --            |
|                            | 失业率 (%)   | 7.0 ↓         | 5.8 ↑         | 9.8 ↑         | 9.2 ↓          | --            |

资料来源：ifind，民生证券研究院整理

**图4：历次美元自顶部回落至底部时的通胀变动**

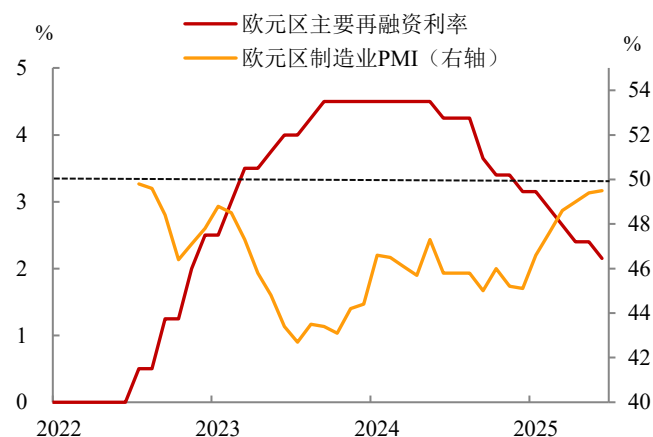
| 1980年以来美元自顶部回落至底部时的通胀变动 |        |          |           |           |
|-------------------------|--------|----------|-----------|-----------|
| 区间                      | 间隔 (月) | 美元跌幅 (%) | CPI变动 (%) | PPI变动 (%) |
| 1985/2-1987/12          | 34     | -48.1    | 0.9       | --        |
| 1989/6-1991/2           | 19     | -23.8    | 0.1       | --        |
| 1991/8-1992/9           | 12     | -18.8    | -0.8      | --        |
| 1994/2-1995/4           | 14     | -17.2    | 0.6       | 2.0       |
| 2002/1-2004/12          | 35     | -32.8    | 2.2       | 6.9       |
| 2005/11-2008/3          | 28     | -22.5    | 0.5       | 2.3       |
| 2009/3-2012/12          | 8      | -16.7    | 2.2       | 5.6       |
| 2010/6-2011/4           | 10     | -17.5    | 2.1       | 1.5       |
| 2017/3-2018/2           | 11     | -13.3    | -0.2      | 0.6       |
| 2020/3-2021/1           | 9      | -12.8    | -0.1      | 1.3       |
| 平均                      | 18.0   | -22.3    | 0.8       | 2.9       |

资料来源：ifind，民生证券研究院

**图5：美国下半年通胀大概率回升**


资料来源：ifind，彭博，民生证券研究院

图6：欧央行自 2024 年以来降息超 200bp



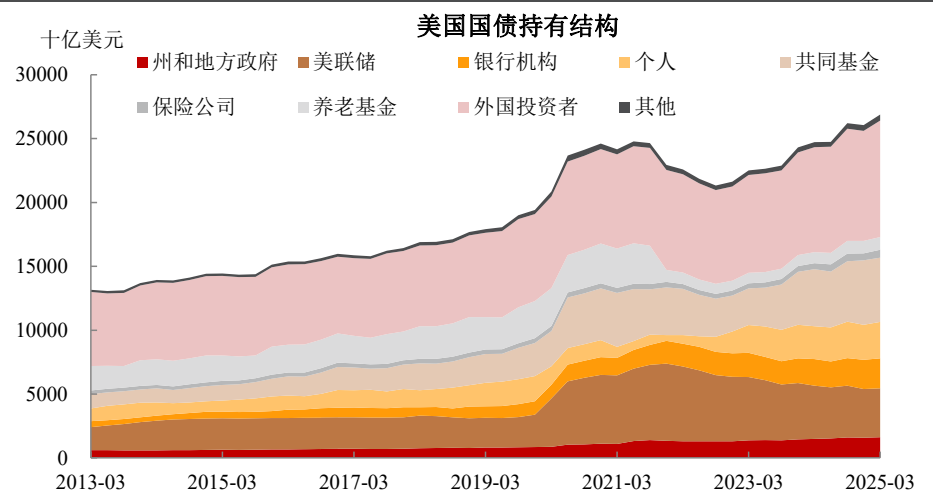
资料来源：ifind，民生证券研究院

图7：欧元区经济整体不温不火



资料来源：ifind，民生证券研究院

图8：私人部门持有美债占比明显提升



资料来源：ifind，民生证券研究院

## 分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

## 评级说明

| 投资建议评级标准                                                                                                              |      | 评级   | 说明                  |
|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|------|------|---------------------|
| 以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。 | 公司评级 | 推荐   | 相对基准指数涨幅 15%以上      |
|                                                                                                                       |      | 谨慎推荐 | 相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间 |
|                                                                                                                       |      | 中性   | 相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间  |
|                                                                                                                       |      | 回避   | 相对基准指数跌幅 5%以上       |
|                                                                                                                       | 行业评级 | 推荐   | 相对基准指数涨幅 5%以上       |
|                                                                                                                       |      | 中性   | 相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间  |
|                                                                                                                       |      | 回避   | 相对基准指数跌幅 5%以上       |

## 免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑获取本报告的客户及个人的具体投资目的、财务状况、特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，进行独立评估，并应同时考量自身的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代自身的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

## 民生证券研究院：

上海：上海市虹口区杨树浦路 188 号星立方大厦 7 层； 200082

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 1 座 10 层 01 室； 518048