



宏观研究报告

2025年5月19日

周浩

+852 2509 7582

Hao.zhou@gtjas.com.hk

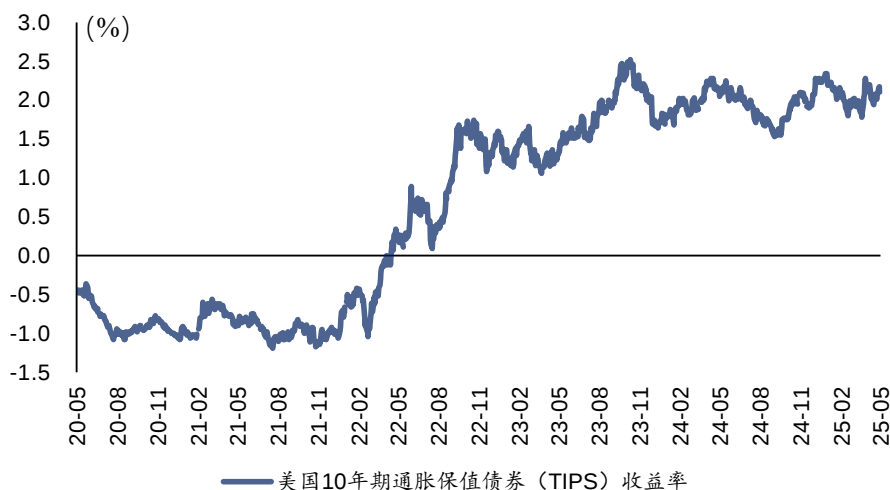
孙英超

+852 2509 2603

billy.sun@gtjas.com.hk

美国评级被下调，市场在困扰什么？

美国通胀预期保持稳定



资料来源：Bloomberg，国泰君安国际

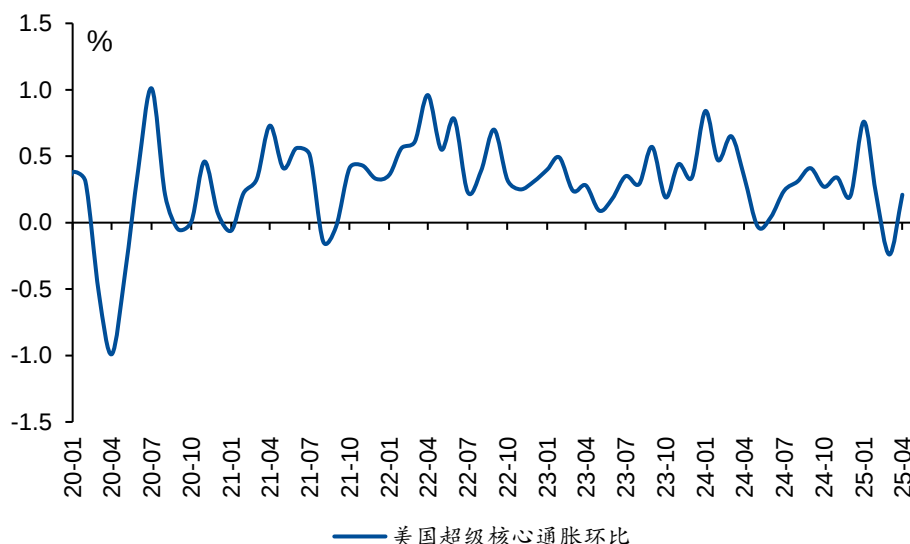
- 评级机构穆迪于上周五突然宣布下调美国的主权信用评级，从 Aaa 下调至 Aa1，同时将美国主权信用评级展望从“负面”调整为“稳定”。此前，惠誉评级和标普全球评级已将美国评级调至 AAA 以下，穆迪的这一决定意味着美国已被三大评级机构全部降级。由于穆迪是最后一家下调美国主权评级的机构，因此市场整体反应有限，但对美国财政的担忧，却一直是市场最为头疼的问题。这一问题伴随着特朗普政府正在推行的减税，而愈发引发市场的关注。
- 自特朗普再次当选后，另一个市场的干扰因素则是关税问题。稍早些时间，中美关税政策的调整对各自经济都产生一定影响，而后双方在日内瓦进行谈判以缓解贸易摩擦。5月12日，中美两国同步发布《中美日内瓦经贸会谈联合声明》。可以肯定的是，这份协议不仅暂停了双方贸易战的升级，更建立起了重要的缓冲期和对话协商机制，后者的意义远超关税税率下调本身。
- 在中美双方达成协议后，市场的焦点再次转回到美国经济基本面。上周美国劳工统计局发布了4月CPI数据，同比增长2.3%，连续三个月低于预期，为自2021年2月以来最低水平。
- 对美联储而言，通胀进入下行通道无疑是降息的有利时机，但是上周以来市场对美联储降息预期整体推后，从市场预期来看，预计下一次美联储降息时点从7月推迟至9月，年内降息两次。换言之，通胀数据的缓解并没有带给美联储更多的降息信心。
- 上周另一个值得关注的事情是美联储主席鲍威尔就货币政策评估发表的讲话。鲍威尔的表态在一定程度上意味着美联储面对不确定性会采取“相机决策”，但与此同时，也有市场人士将其解读为利率会在中长期处于高位。鲍威尔也指出，导致长端利率高企的主要原因是实际利率走高，而通胀预期的走势仍然较为稳定。通胀预期的稳定，似乎也意味着美联储采取的政策仍然是有效的。从这个角度而言，市场也认可相对较高的长端利率和期限溢价在一定程度上是对政策不确定性的定价。

评级机构穆迪于上周五突然宣布下调美国的主权信用评级，从 Aaa 下调至 Aa1，同时将美国主权信用评级展望从“负面”调整为“稳定”。此前，惠誉评级和标普全球评级已将美国评级调至 AAA 以下，穆迪的这一决定意味着美国已被三大评级机构全部降级。由于穆迪是最后一家下调美国主权评级的机构，因此市场整体反应有限，但对于美国财政的担忧，却一直是市场最为头疼的问题之一。这一问题伴随着特朗普政府正在推行的减税，而愈发引发市场的关注。

自特朗普再次当选后，另一个市场的干扰因素则是关税问题。中美作为全球核心经济体，经贸关系的变化也始终是市场关注的焦点。稍早些时间，双方关税政策的调整对各自经济都产生一定影响，而后双方在日内瓦进行谈判以缓解贸易摩擦。5月12日，中美两国同步发布《中美日内瓦经贸会谈联合声明》，宣布达成重大协议，将双边关税水平大幅下调至10%，这一结果远超市场预期。可以肯定的是，这份协议不仅暂停了双方贸易战的升级，更建立起了重要的缓冲期和对话协商机制，后者的意义远超关税税率下调本身。

在中美双方达成协议后，市场的焦点再次转回到美国经济基本面。上周美国劳工统计局发布了4月CPI数据，同比增长2.3%，连续三个月低于预期，为自2021年2月以来最低水平；4月环比增长0.2%，也低于市场预期；从结构上看，核心商品价格仅上涨0.06%，部分原因是服装价格下跌0.20%，此外新车价格（-0.01%）和二手车价格（-0.53%）均有所下降，表明新关税尚未传导至汽车消费从而带动价格上涨；受益于机票价格的下行（-2.8%），服务业通胀也在持续下降。

图 1：美国通胀保持整体平稳



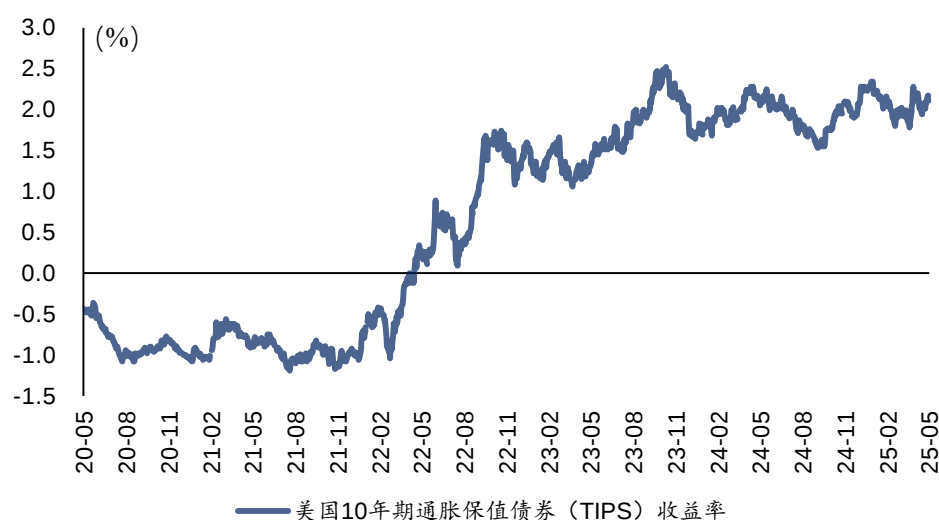
资料来源：Bloomberg，国泰君安国际

对美联储而言，通胀进入下行通道无疑是降息的有利时机，但是上周以来市场对美联储降息预期整体推后，从市场预期来看，预计下一次美联储降息时点从7月推迟至9月，年内降息两次。换言之，通胀数据的缓解并没有带给美联储更多的降息信心。究其原因，首先，4月CPI报告反映的更多是关税前的通胀趋势，关税调整后美国方面抢进口带来的价格波动并不能完全体现，按照美国进口商品运输周期测算，4月关税调整的影响或将于6月开始进一步显露。因此，在当前相对乐观的中美经贸关

系下，如无关税再度波动，美联储有望于年内完成“控制通胀”任务。然而，由于关税冲击的存在，4月通胀读数可能已经触及年内最低点，甚至不排除中美贸易谈判进展不顺利，从而带来更大的再通胀危机。另一方面，短期来看，随着中美关税税率大幅下调，美国经济衰退风险也随之下降，美联储完全有充裕空间观察通胀进展，从而进一步降低通胀反弹风险。

上周另一个值得关注的事情是美联储主席鲍威尔就货币政策评估发表的讲话。鲍威尔表示：“实际利率上升也可能反映出，未来通胀可能会比21世纪10年代两次危机之间的时期更加波动。我们可能正在进入一个供应冲击更频繁、可能更持久的时期——这对经济和央行来说都是一个艰巨的挑战。”这样的表态，在一定程度上意味着美联储面对不确定性会采取“相机决策”，但与此同时，也有市场人士将其解读为利率会在中长期处于高位。鲍威尔也指出，导致长端利率高企的主要原因是实际利率走高，而通胀预期的走势仍然较为稳定。通胀预期的稳定，似乎也意味着美联储采取的政策仍然是有效的。从这个角度而言，市场也认可相对较高的长端利率和期限溢价在一定程度上是对政策不确定性的定价。这些不确定性的加总，也开始影响市场对于“降息”的预期，甚至也有人认为降息之后，长债的利率仍然会走高。同时，长债利率的走高对于美国财政部的融资也带来了压力，同时也加大了美国公共债务的压力，从这个角度而言，美债评级被下调也存在合理性。技术上而言，美国财政部和美联储仍然可以通过各种方式，比如说“扭曲操作”来控制期限溢价的过快上升，但市场真正需要关注的，是美国财政和国际收支平衡的走势和趋势。

图 2: 美国通胀预期保持稳定



资料来源: Bloomberg, 国泰君安国际

个股评级标准

参考基准:香港恒生指数/纳斯达克综合指数

评级区间:6至18个月

评级	定义
买入	相对表现超过 15% 或公司、行业基本面展望良好
收集	相对表现 5%至 15% 或公司、行业基本面展望良好
中性	相对表现-5%至 5% 或公司、行业基本面展望中性
减持	相对表现-5%至-15% 或公司、行业基本面展望不理想
卖出	相对表现小于-15% 或公司、行业基本面展望不理想

行业评级标准

参考基准:香港恒生指数/纳斯达克综合指数

评级区间:6至18个月

评级	定义
跑赢大市	相对表现超过 5% 或行业基本面展望良好
中性	相对表现-5%至 5% 或行业基本面展望中性
跑输大市	相对表现小于-5% 或行业基本面展望不理想

利益披露事项

- (1) 分析员或其有联系者并未担任本研究报告所评论的发行人的高级人员。
- (2) 分析员或其有联系者并未持有本研究报告所评论的发行人的任何财务权益。
- (3) 国泰君安国际控股有限公司及/或其附属公司并未持有本研究报告所评论的发行人的市场资本值的1%或以上。
- (4) 国泰君安国际控股有限公司及/或其附属公司在过去12个月内没有与本研究报告所评论的发行人存在投资银行业务的关系。
- (5) 国泰君安国际控股有限公司及/或其附属公司没有为本研究报告所评论的发行人进行庄家活动。
- (6) 没有任何受聘于国泰君安国际控股有限公司及/或其附属公司的个人担任本研究报告所评论的发行人的高级人员。没有任何国泰君安国际控股有限公司及/或其附属公司有联系的个人为本研究报告所评论的发行人的高级人员。

免责声明

本研究报告并不构成国泰君安证券(香港)有限公司(“国泰君安”)对购入、购买或认购证券的邀请或要约。国泰君安与其集团公司有可能会与本报告涉及的公司进行投资银行业务或投资服务等其他业务(例如:配售代理、牵头经办人、保荐人、承销商或自营投资)。

国泰君安的销售人员,交易员和其他专业人员可能会口头或书面提供与本研究报告中的观点不一致或截然相反的观点或投资策略。国泰君安的资产管理和投资银行业务团队亦可能会做出与本报告的观点不一致或截然相反的投资决策。

本研究报告中的资料力求准确可靠,但国泰君安不会对该等资料的准确性和完整性做出任何承诺。本研究报告中可能存在一些基于对未来政治和经济状况的某些主观假定和判断而做出的前瞻性估计和预测,而政治和经济状况具有不可预测性和可变性,因此可能具有不确定性。投资者应明白及理解投资之目的和当中的风险,如有需要,投资者在决定投资前务必向其个人财务顾问咨询并谨慎抉择。

本研究报告并非针对且无意向任何隶属于或位于某些司法辖区内之人士或实体发布或供其使用,如果此等发布、公布、可用性或使用会违反该司法辖区内适用的法律或规例、或者会令国泰君安与其集团公司因而必须在此等司法辖区范围内遵守相关注册或牌照规定。

© 2025 国泰君安证券(香港)有限公司版权所有,不得翻印

香港中环皇后大道中181号新纪元广场低座27楼

电话: (852) 2509-9118 传真: (852) 2509-7793

网址: www.gtjai.com