

美国经济滞胀风险有多大

宏观点评

2025 年 1 月特朗普就职以来，一方面，对主要贸易伙伴加征关税，一方面缩减政府支出、裁减政府雇员，美国经济滞胀预期增强。整体而言，美国经济仍处于扩张阶段，短期内或有波动，滞胀的两个构成——衰退和通胀中，通胀相比衰退的风险更大一些，后续美联储降息路径存在不确定性。如果未来特朗普关税等政策超出预期，美国居民消费者信心将大幅恶化，美国经济可能衰退甚至滞胀。

美国经济滞胀担忧增加。市场对美国经济的担心主要来自居民支出走弱、净出口减少、财政支出下滑、流动性收缩等方面。近期美国居民支出走弱的原因除了天气恶劣外，还因为：（1）特朗普政策带来的衰退预期增强；（2）通胀预期上升，担忧未来消费成本增加；（3）资产价格下跌，金融条件收紧。当然，也有一些预测模型及数据表明美国经济仍很稳健。美国经济周期处于什么位置，还需要进一步系统地进行分析。

美国经济需要数据验证，但不能忽视特朗普政策的意外冲击。预计 2025 年美国实际经济增速虽可能有所下滑，但仍在潜在经济增速附近。美国企业和居民资产负债表比较健康，降低了经济大幅衰退的概率。当前，美国财政支出没有减弱，反而加大了力度。与此同时，美国居民薪资增速仍较高，收入平稳增长。如果未来特朗普关税等政策超出预期，美国居民消费者信心将大幅恶化，美国经济可能衰退甚至滞胀。当然，特朗普政策的不确定性较大，会根据经济和市场的表现动态调整。

美国经济存在再通胀风险。预计 2025 年，产出缺口依然为正，失业率保持低位，薪资增速、服务业通胀保持粘性，而关税等供给冲击的增加可能使前期处于低位的商品通胀明显上升。随着贝弗里奇曲线回到疫情前位置、劳动参与率稳定在 62.5% 附近，加上特朗普收紧移民政策，劳动力增速可能下降，薪资增速、通胀受需求端的影响将更加显著。如果 2025 年美国产出缺口为正，薪资增速和服务通胀将保持较高水平，甚至可能反弹。2025 年 1 月，特朗普就职之后，对主要贸易伙伴加征关税，4 月 2 日还将加征对等关税。预计随着关税对商品价格的影响逐渐显现，商品通胀可能继续上升。

未来降息路径存在不确定性。3 月美联储议息会议参会人员预计年内降息 2 次，并且预期 2026 年、2027 年继续降息，直到联邦基金目标利率降至 3% 左右。美联储的逻辑是，经济继续朝着软着陆进行，经济增速虽然下滑但仍稳健，通胀朝着 2% 目标前进的趋势不变，只是变得有些坎坷。而我们认为美国再通胀风险较大。一方面，经济增速仍高于潜在增速，或者潜在增速附近，薪资增速、服务通胀粘性。另一方面，特朗普加征关税以及其他逆全球化政策，或将导致商品通胀上升。整体而言，我们认为美国经济滞胀的两个构成——衰退和通胀中，通胀相比衰退的风险更大一些，后续美联储降息路径存在不确定性。

● **风险提示：特朗普政策超出预期；美国经济超预期衰退，全球资本市场波动加大。**

邢曙光（分析师）

xingshuguang@cctgsc.com.cn

登记编号：S0280520050003

钟 山（研究助理）

zhongshan01@cctgsc.com.cn

登记编号：S0280123070001

相关报告

《积极有为，乘风破浪》2024-12-30



目 录

1、 美国经济滞胀担忧增加.....	3
2、 美国经济需要数据验证，但不能忽视特朗普政策冲击.....	5
2.1、 疫情后美国经济潜在增速上升.....	5
2.2、 美国经济周期仍处于扩张阶段.....	6
2.3、 不能忽视特朗普政策的意外冲击.....	7
3、 美国经济存在再通胀风险.....	9
3.1、 服务通胀或保持高位.....	9
3.2、 商品通胀存在上涨风险.....	11
4、 未来降息路径存在不确定性.....	11

图表目录

图 1： 政策不确定性上升，消费者信心下降.....	4
图 2： 金融条件恶化，消费者信心下降.....	4
图 3： GDPNow 预测美国经济下滑.....	5
图 4： 不过 WEI 预测美国经济仍很稳健.....	5
图 5： 疫情后美国潜在经济增速回升.....	6
图 6： 疫情后外国出生人口大增.....	6
图 7： 即使产出增速下降，但只要高于潜在增速，产出缺口就会上升.....	8
图 8： 财政支出下短期中性利率上升.....	8
图 9： 美国财政赤字率仍较高.....	9
图 10： 劳动市场供给改善导致产出缺口和薪资增速背离.....	10
图 11： 住房通胀或将触底.....	10
图 12： 进口价格增速上升，商品通胀触底反弹.....	11
图 13： 美联储下调经济增速预期、上调通胀预期.....	12
图 14： 参会人员预期年内降息两次.....	12
图 15： 1970 年代美联储二次加息.....	13

2025年1月特朗普就职以来，一方面，对主要贸易伙伴加征关税或威胁加征关税，一方面缩减政府支出、裁减政府雇员，美国政策不确定性上升，经济滞胀预期增强，美股、美元汇率下跌，美债利率先下后上并保持高位，与此同时，黄金价格突破3000美元每盎司。但也有一些数据表明美国经济韧性仍在。整体上，美国经济仍处于扩张阶段，短期内或有波动，经济滞胀的两个构成——衰退和通胀中，通胀相比衰退的风险更大一些。如果未来特朗普关税等政策超出预期，美国居民消费者信心将大幅恶化，美国经济可能衰退甚至滞胀。

1、美国经济滞胀担忧增加

2024年11月美国大选之后，花旗美国经济意外指数一路走低，从2024年11月20日的40.6下降至2025年2月末的-16.5。3月18日，GDPNow预测，受净出口和消费拖累，美国GDP一季度环比折年率为-1.8%，其中消费的拉动率为0.3个百分点，净出口的拉动率为-3.95个百分点，分别较2024年四季度的实际值下降2.5、4.1个百分点。3月议息会议上，美联储将2025年GDP增速（实际上是四个季度GDP环比折年率均值，或2025年四季度GDP同比增速）预期从12月预期的2.1%下调至1.7%，并将PCE、核心PCE通胀预期分别从2.5%、2.5%上调至2.8%、2.7%。2月，美国失业率小幅上升0.1个百分点至4.1%，美国CPI、核心CPI同比增速分别从3%、3.3%下降至2.8%、3%。

近期的PMI数据则表明美国经济存在滞胀迹象。2月，美国ISM制造业PMI指数从50.9%下降至50.3%，其中新订单指数从55.1%下降至48.6%，而物价指数从54.9%上升至62.4%。3月，Markit制造业PMI初值从52.7%下降至49.8%，不及预期的51.8，其中受贸易摩擦影响，购进和出厂价格大幅上行。

整体而言，市场对美国经济的担心主要来自居民支出走弱、净出口减少、财政支出下滑、流动性收缩等方面。

一是居民支出有走弱迹象。2025年1月，零售、个人消费支出季调环比增速分别从0.73%、0.84%下降至-1.4%、-0.15%。2月，零售环比增速上升至0.2%，仍偏低。零售同比增速从2024年12月的4.4%连续下降至2025年2月的3.1%。此外，1月成屋、新屋销售分别季调环比下滑4.9%、10.5%，2月成屋、新屋销售有所恢复，分别环比增长4.2%、1.8%，但低于预期。2025年以来，美国居民支出走弱的原因除了天气恶劣外，还有以下几方面。

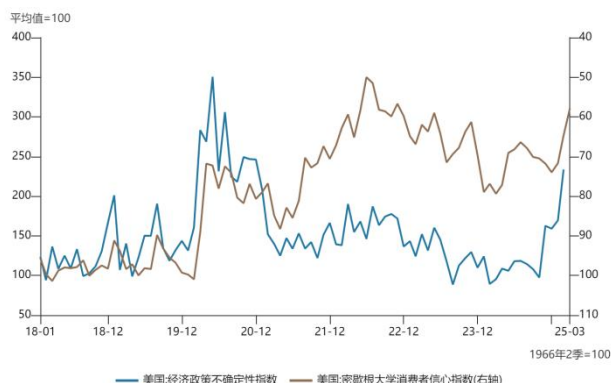
（1）特朗普政策带来的衰退预期增强。特朗普上台后，对外加征关税，和盟友之间的关系紧张，对内减少政府支出、裁减政府雇员，美国政策不确定指数从低点2024年10月的97.28飙升至2025年2月的233.65。人们对未来经济的担忧加剧，避险情绪上升，支出更加谨慎。

（2）通胀预期上升，担忧未来消费成本增加。密歇根大学1年期、5年期通胀率预期分别从2024年12月的2.8%、3%上升至2025年3月的4.9%、3.9%。受通胀上升、政策不确定性增加等原因影响，密歇根大学消费者信心指数从2024年12月的74连续下降至2025年3月的57.9。美国谘商会消费者信心指数连续四个月下滑，3月预期指数跌至65.2，短期通胀预期升至6.2%。

（3）资产价格下跌，金融条件收紧。金融条件和消费者信心也密切相关。2月以来，美国股市波动加大，最低点处纳斯达克指数、标普500、道琼斯工业指数分别最大回撤了14.2%、10.1%、9.3%。美元指数从前期高点109.7下降到低点103.3，最大回撤6.4%。金融市场的恶化，使得金融条件收紧，芝加哥全国金融状

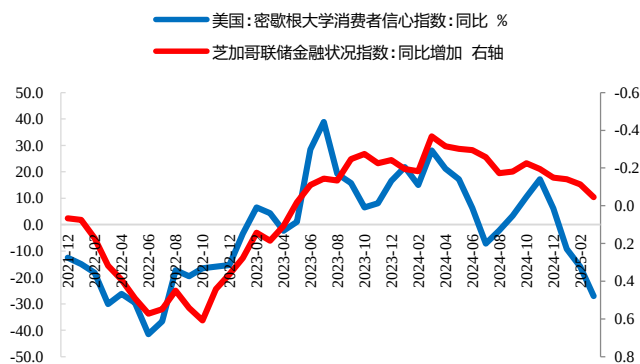
况指数从 2025 年 1 月的-0.62 上升至 2 月的-0.56，与此同时，消费者信心下降。

图1：政策不确定性上升，消费者信心下降



资料来源：Wind，诚通证券研究所

图2：金融条件恶化，消费者信心下降



资料来源：Wind，诚通证券研究所

二是净出口下滑。2024 年 12 月以来，为了避免被多征收关税，美国“抢进口”，进口增速大幅上升，2024 年 12 月、2025 年 1 月进口同比增速分别高达 12%、23%，但出口增速平稳，分别为 3%、4%，导致美国净出口下滑，贸易差额分别同比下滑 51%、97%，进而从统计上拉低了一些模型的 GDP 预测。但要看到，美国出口并没有大幅下滑，美国近期进口大增（包括黄金进口量大增），是未来计划要进口的，只是提前进口而已，这会导致存货增加，并不会影响国内商品和服务需求，从而也不影响 GDP。

三是美国超额流动性（美联储负债-财政存款-逆回购）减少也是市场担忧的一方面。超额流动性通过信贷和金融市场等渠道影响实体经济。自 2022 年 6 月美联储启动缩表以来，美联储负债规模已减少 2.2 万亿美元，以减少逆回购为主，逆回购减少了 1.7 万亿美元，同时财政存款减少了 4000 亿美元，而超额流动性并没有减少多少。但是当前，逆回购（不含外国账户）规模已下降至 1300 亿美元，下降空间极其有限。市场担忧如果继续缩表，超额流动性或将减少。3 月美联储议息会议决定 4 月 1 日起放缓缩表，每月缩表额度由 700 亿美元减少为 400 亿美元。由于只是减缓缩表速度，无法缓解对超额流动性将减少的担忧。不过，美联储那么快速地决定减缓缩表，也给市场一个预期，如果流动性紧张，美联储会停止缩表。

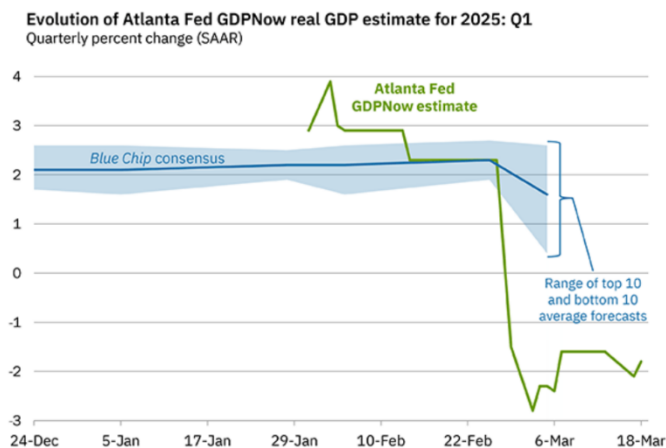
对于市场担心的美国支出减少尚未出现。2025 年以来，财政支出继续大幅增加，1 月、2 月财政支出同比增长 28.6%、6.4%，财政赤字分别为 1286 亿、3070 亿美元，财政赤字率（12 个月赤字之和/GDP）上升至 7% 以上。不过，也可能是特朗普缩减开支尚未进入实质性阶段。

当然，也有一些预测模型及数据表明美国经济仍很稳健。达拉斯联储的周度经济指数（WEI）一季度均值 2.4%，基本持平于 2024 年四季度实际 GDP 同比增速 2.5%。纽约联储预测美国一季度 GDP 同比增速为 2.7%，高于 2024 年四季度增速。美国企业和居民资产负债表比较健康，降低了经济大幅衰退的概率。虽然 2 月零售数据不佳，但和 GDP 核算消费项更相关的零售数据“控制组”上涨 1%。失业率 4%，仍处于低位，薪资同比增速仍高达 4%。职位空缺率停止下滑，从 2024 年 9 月的 4.3 上升至 2025 年 1 月的 4.6。

因此，美国经济数据实际上是喜忧参半，美国经济周期处于什么位置，还需

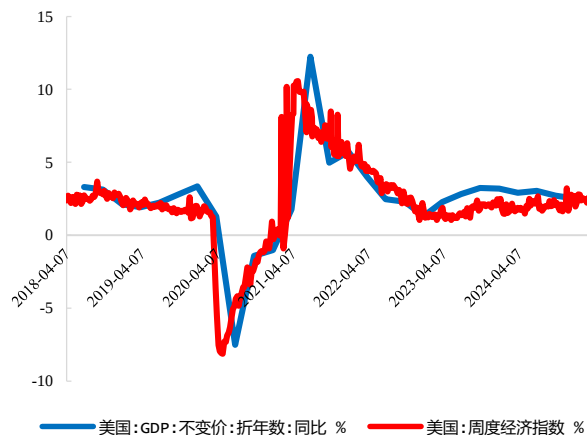
要进一步系统地进行分析。

图3： GDPNow 预测美国经济下滑



资料来源：Atlanta Fed GDPNow，诚通证券研究所

图4： 不过 WEI 预测美国经济仍很稳健



资料来源：Wind，诚通证券研究所

2、 美国经济需要数据验证，但不能忽视特朗普政策冲击

经济周期的位置是长期增长趋势以及短期波动的结合，判断经济周期的位置，需要明确经济长期趋势以及偏离长期趋势的幅度。疫情后美国经济韧性，既有长期趋势加速增长的原因，也因为政策刺激下需求大幅改善。美国经济仍处于扩张阶段，短期内或有波动，整体问题不大，但如果特朗普关税等政策超预期，美国经济则可能衰退甚至滞胀。

2.1、 疫情后美国经济潜在增速上升

美国国会预算办公室（Congressional Budget Office）估算，虽然受疫情影响2020-2021年美国潜在经济增速有所下滑，但是2022年之后再次上升，并在2025年达到2.3%左右。

潜在经济增速上升的原因可以从劳动生产率和劳动力数量来解释。美国劳工统计局（Bureau of Labor Statistics）统计的美国企业劳动生产率（每小时产量）同比增速从2023年三季度至2024年四季度连续6个季度高于2%。劳动生产率增速上升，一方面受益于人工智能等技术进步以及资本开支增加，另一方面因为疫情后贝弗里奇曲线先右移后左移，劳动力市场配置效率提升。

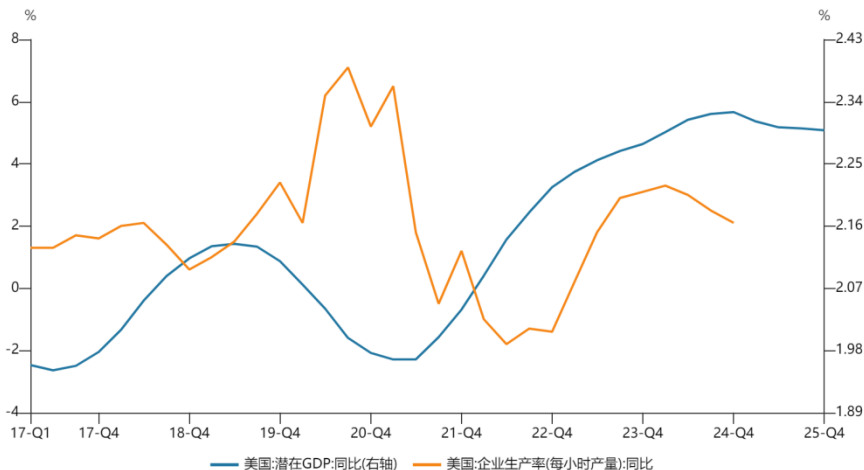
美国劳动力增速上升也提高了潜在经济增速。2022-2023年，美国劳动力增速高达1.5%左右，2024年下降至1%左右，而疫情前2010-2019年年均增速是0.7%。一方面，疫情缓解后，美国劳动参与率从2020年4月的60.1%，不断上升至2023年-2024年的62.5%左右。另一方面，移民增加也提供了大量劳动力。根据美国劳工部的数据，2022年初至2024年末，美国本土出生人数增加了263万人，而非本土出生人口则增加了481万人。美国人口普查局的当前人口调查（CPS）显示，2022年1月至2024年10月，移民净增加394万人，但圣路易斯联储的专家Alexander Bick认为¹，CPS存在遗漏统计非法移民，根据国会预算办公室（CBO）的估计，

¹ Alexander Bick, "The Recent Surge in Immigration and Its Impact on Unemployment," St. Louis Fed On the Economy, Jan. 3, 2025.

同期移民总数可能高达 865 万人。

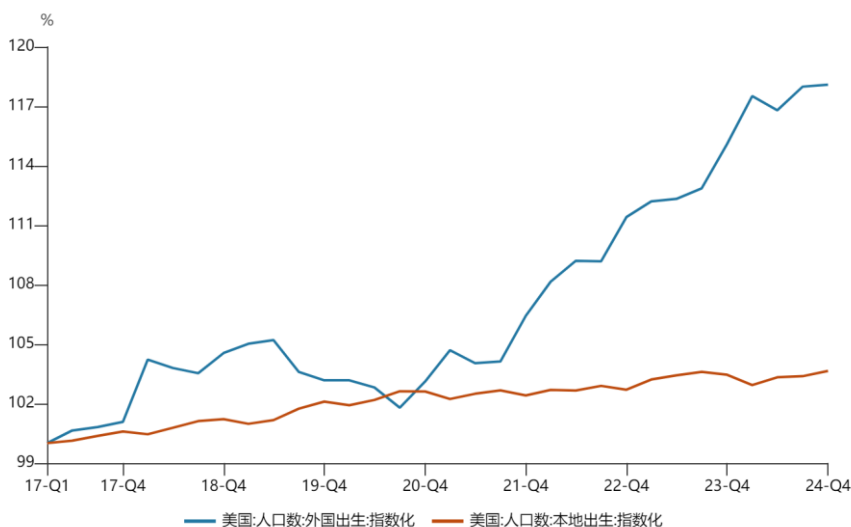
2025 年，虽然特朗普收紧移民政策，人口增速或将下滑，以及劳动力市场配置效率趋于稳定会拉低美国潜在经济增速，但技术进步以及放松行业管制将使潜在经济增速保持在 2% 左右。

图5： 疫情后美国潜在经济增速回升



资料来源：Wind，诚通证券研究所

图6： 疫情后外国出生人口大增



资料来源：Wind，诚通证券研究所

2.2、美国经济周期仍处于扩张阶段

衡量短期经济偏离长期趋势幅度有两个角度，一个是产出缺口，一个是产出增速缺口。实际上，经典经济周期指的是产出缺口，它对应着产能周期、失业率、通胀等指标。而产出增速缺口（产出增速和潜在增速之差）则是产出缺口的一阶差分，产出增速可能会有波动，但只要高于潜在增速，产出缺口就会继续扩张，通胀压力存续。只有当产出增速低于潜在增速，产出缺口才会下降，从而使失业率上升，通

胀压力缓解。

2020 年新冠疫情暴发之后，美国经济增速下滑、产出缺口下降，在货币财政政策刺激下，2020 年下半年美国经济开始回升，2021-2024 年经济增速均不低于 2.5%，高于潜在增速，产出缺口转正后仍继续扩大，美国经济整体处于扩张阶段。

产出缺口持续为正的原因，在于政府加杠杆。美国居民和企业杠杆率分别从 2021 年一季度末的 78.2%、86.5%下降至 2024 年三季度末的 70.5%、74.8%，并且低于疫情前 2019 年四季度末的 75%、78.1%。但是，政府杠杆率从 2019 年四季度末的 99.4%，上升至 2024 年三季度末的 112.4%。

美国政府加杠杆的经济影响，除了直接效应外，还有乘数效应，通过转移支付、财政补贴、减税降费、金融市场、雇佣、信心等渠道，拉动消费和投资支出。美国政策利率对市场化经济主体可能是限制性的，但财政支出下，短期中性利率高于长期中性利率，政策利率高于短期中性利率的幅度可能没有那么大。财政支出通过溢出效应也就间接导致了美国消费和投资对限制性利率的不敏感。最终，虽然政策利率比较高，但 2021-2024 年经济增速还维持在 2.5% 以上。

预计 2025 年美国经济增速虽可能有所下滑，但仍在潜在经济增速附近。美国企业和居民资产负债表比较健康，降低了经济大幅衰退的概率。当前，美国财政支出没有减弱，反而加大了力度，财政赤字率（12 个月赤字/GDP）从 2024 年四季度回升，2025 年前 2 月达到了 7% 以上。美国国会预算办公室（CBO）预测 2025 年美国赤字率为 6.2%，仍处于较高水平。这将支撑美国经济。

从其他经济指标看，2 月，美国 ISM 非制造业 PMI 上升至 53.5%，连续 8 个月高于 50%；3 月，美国 Markit 服务业 PMI 初值 54.3%，高于前值 51%，综合 PMI 初值 53.5%，高于前值 51.6%。美国居民薪资增速仍较高，收入平稳增长。美国居民的薪资同比增速仍高达 4%，1 月，美国居民个人总收入环比增长 0.88%，同比增长 4.62%。近期居民消费较弱，主要是消费者信心下降、消费意愿下滑，而消费能力仍然较强。预计资本市场经过调整之后，将恢复长期趋势，消费者信心也将随之修复。

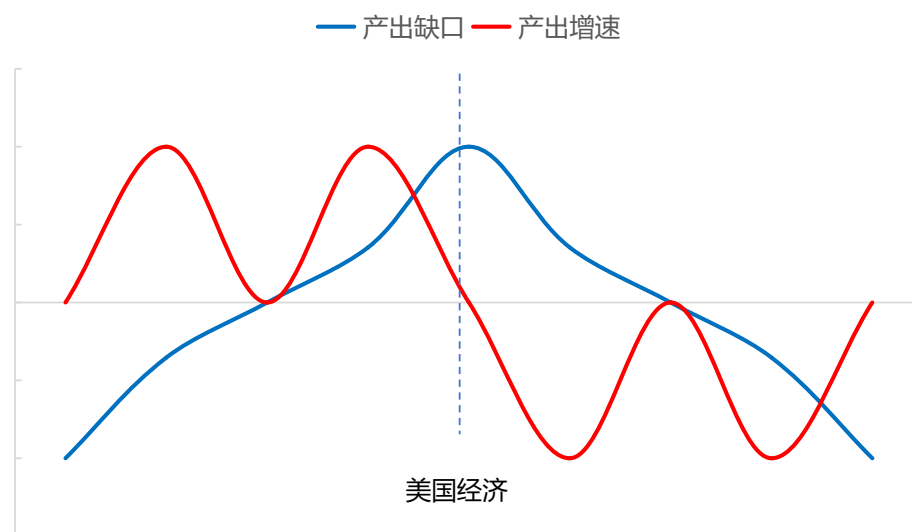
2.3、不能忽视特朗普政策的意外冲击

美国经济仍需要数据验证，但不能忽视特朗普政策带来的意外冲击。如果特朗普政策超出预期，美国消费者信心将大幅恶化，进而使经济衰退甚至滞胀。

开源节流是特朗普的重要政策主张，以便为减税等政策筹集资金。一方面，关税可能不仅是谈判的工具，而也是创收的手段。如果特朗普大幅提高进口关税，通胀预期将飙升，居民支出意愿将急剧下降，进而使美国经济进入滞胀。另一方面，特朗普主张裁减政府机构及雇员，虽然目前对失业率的影响还没有显现，但不排除未来增强实施力度，届时美国失业率可能较大幅度上升。退一步讲，只要存在裁减预期，这种不确定性也可能使美国居民减少开支，进而使美国经济衰退。

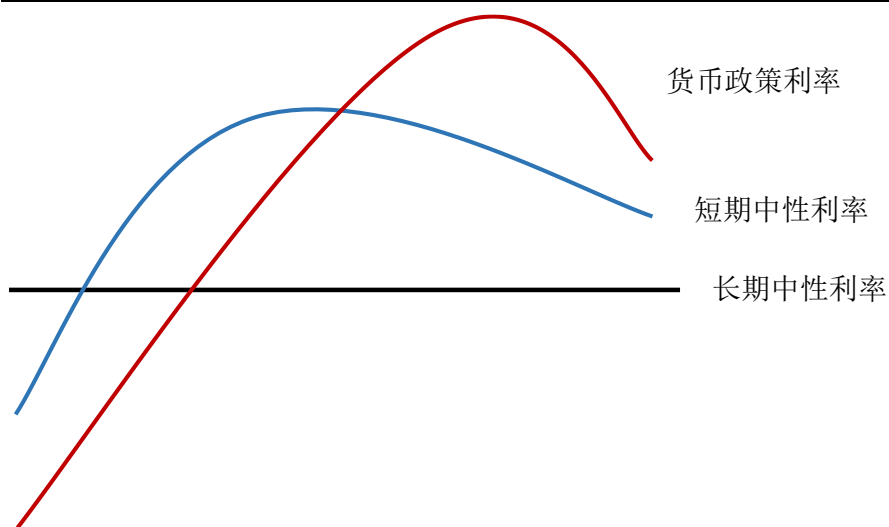
当然，特朗普政策的不确定性较大，会根据经济和市场的表现动态调整。特朗普原计划于 4 月 2 日征收广泛的对等关税，但近期美国资本市场大幅波动，经济衰退预期也增强，特朗普态度有所软化，声称对等关税将是弹性的，考虑采用两步走的方式实施，即在对贸易伙伴的正式调查完成之前，动用极少使用的紧急权力征收关税。此外，如果美国失业率上升，特朗普可能停止裁减政府雇员，同时也会向美联储实施降息的压力。

图7： 即使产出增速下降，但只要高于潜在增速，产出缺口就会上升



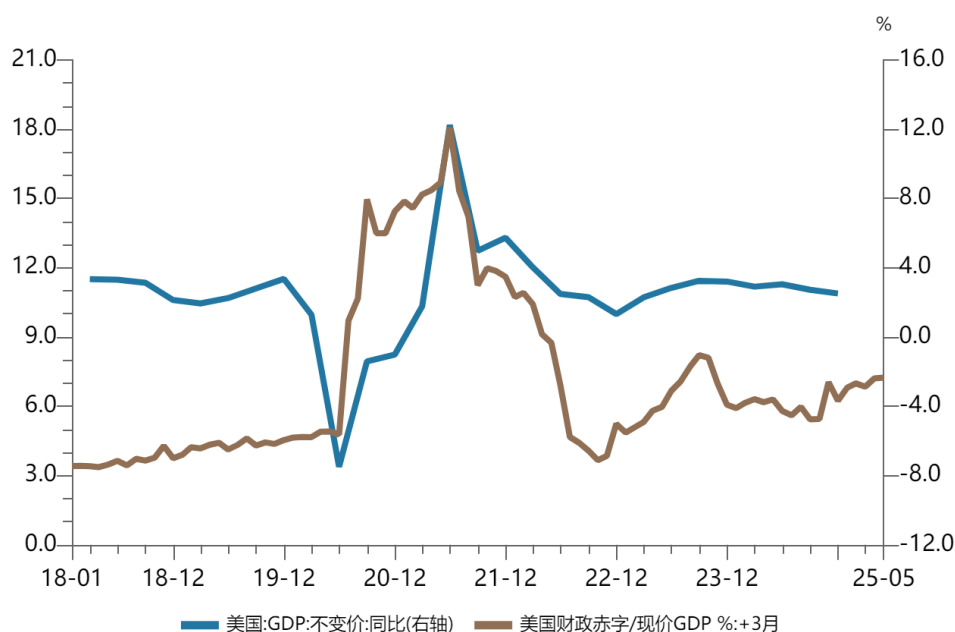
资料来源：诚通证券研究所

图8： 财政支出下短期中性利率上升



资料来源：诚通证券研究所

图9： 美国财政赤字率仍较高



资料来源：Wind，诚通证券研究所

3、 美国经济存在再通胀风险

根据新凯恩斯菲利普斯曲线，通胀可以分解为三因素， $\pi = \beta \pi^* + k(y - y^*) + e$ ，其中 π 是通胀率， π^* 是通胀预期， y 是实际产出（对数形式）， y^* 是潜在产出（对数形式）， e 是供给冲击， β 、 k 均为系数。预计2025年，产出缺口 $y - y^*$ 依然为正，失业率保持低位，薪资增速、服务业通胀保持粘性，而关税等供给冲击 e 的增加可能使前期处于低位的商品通胀明显上升。

3.1、 服务通胀或保持高位

2025年，美国经济增速可能仍高于潜在增速或在潜在增速附近，产出缺口不会大幅收窄，薪资增速和服务通胀将保持高位。

美国私人非农企业员工时薪同比增速虽然有所下降，但截至2025年2月，仍维持在4%左右的高位，服务（不含能源服务）CPI增速仍高达4.1%。预计2025年产出口为正，加上劳动力供给增速下降，薪资将保持较高增速，进而使服务通胀保持粘性。

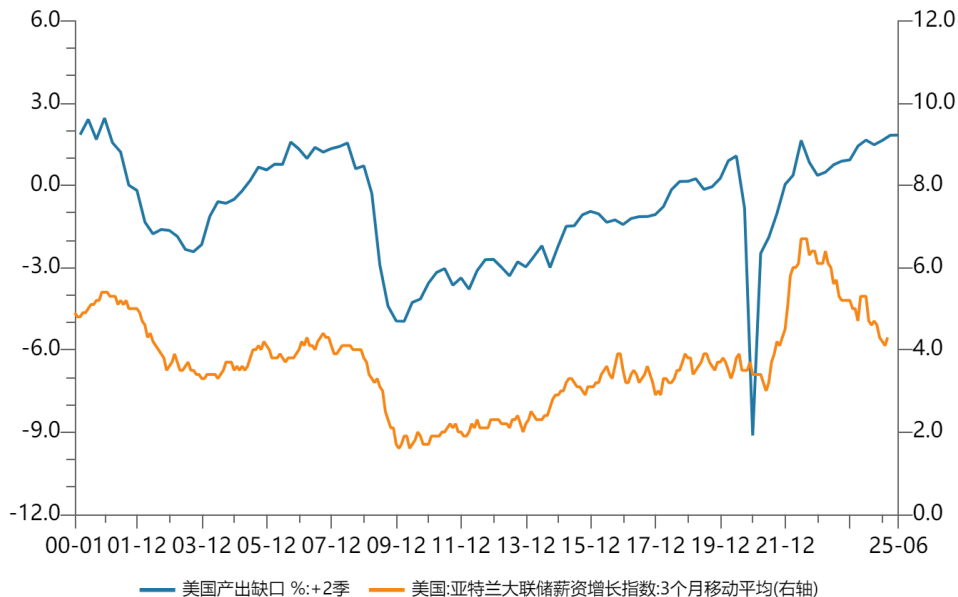
疫情缓解之后，劳动力市场配置效率改善、劳动力参与率提升，劳动力供给大幅增加，从而使薪资增速下降。需要注意的是，疫情后潜在产出增速波动比较大，劳动配置效率和劳动力参与率上升，以及非法移民的增加都会提升潜在经济增速，但计算的潜在经济增速往往没有完全考虑这些因素，从而被阶段性低估。这也是2023-2024年产出口扩张，但薪资增速、通胀下降的重要原因。

然而，随着贝弗里奇曲线回到疫情前位置、劳动参与率稳定在62.5%附近，加上特朗普收紧移民政策，劳动力增速可能下降，薪资增速、通胀受需求端的影响将更加显著。如果2025年美国产出口为正，薪资增速和服务通胀将保持较高

水平，甚至可能反弹。

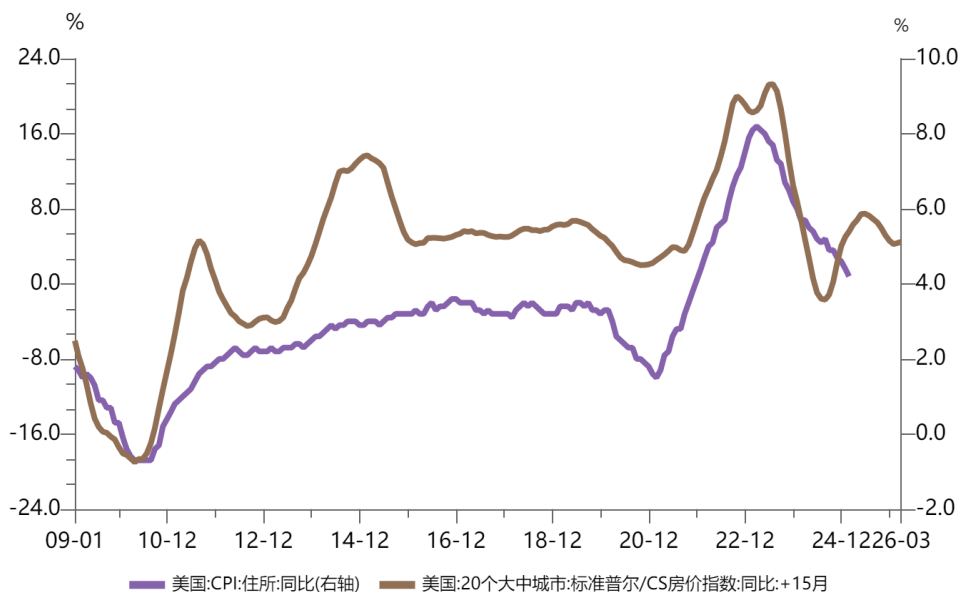
此外，住房通胀也是影响服务通胀的主要因素。住房 CPI 同比增速从 2023 年 3 月的 8.2% 下降至 2025 年 2 月的 4.2%。房价增速领先住房通胀一年半左右。房价同比增速从 2023 年 6 月上升，2024 年 3 月-10 月虽有所下降，但 2024 年 11 月以来又有回升迹象，未来住房通胀存在触底回升的可能。

图10： 劳动市场供给改善导致产出缺口和薪资增速背离



资料来源：Wind，诚通证券研究所

图11： 住房通胀或将触底



资料来源：Wind，诚通证券研究所

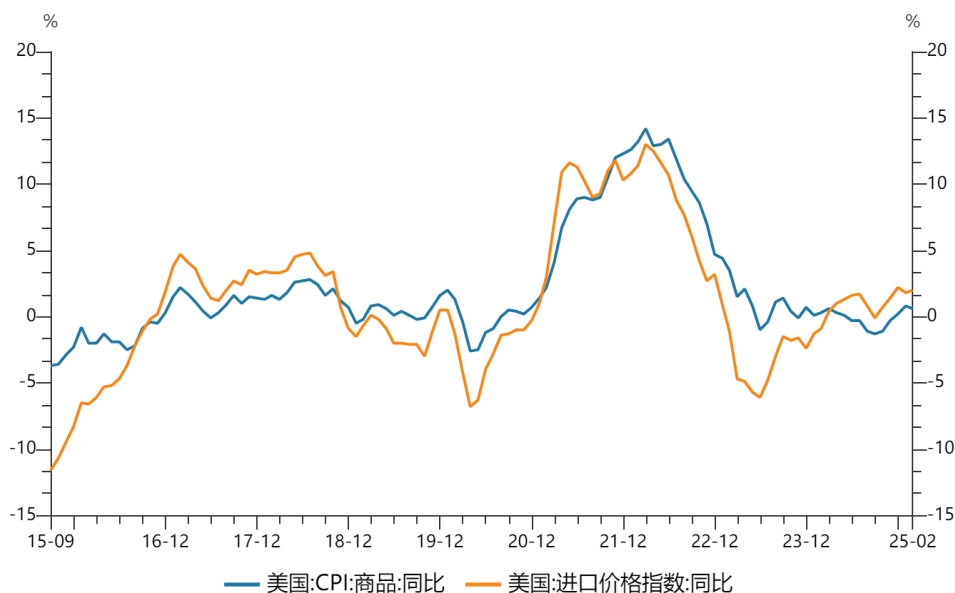
3.2、商品通胀存在上涨风险

随着疫情影响的减弱，全球供应链压力指数从2022年1月开始下降，美国进口价格同比增速也随之从2022年4月下滑，这极大地缓解了美国通胀压力。不过，2024年以来，全球供应链压力再次增加，美国进口价格同比增速从2024年10月触底回升，这也导致美国商品通胀抬头，商品CPI同比增速同时从-1.3%上升至2025年2月的0.6%。

2025年1月，特朗普就职之后，对主要贸易伙伴加征关税，4月2日还将加征对等关税。预计随着关税对商品价格的影响逐渐显现，商品通胀可能继续上升。

另外，新车、二手车价格合计占核心商品CPI的比重在20%以上，2024上半年汽车价格增速下降，很大程度拖累了商品通胀，但是2024年下半年以来，二手车、新车价格增速相继回升。汽车库存仍处于低位，而经过降息之后，美国商业贷款利率下降，汽车购买需求增加，如果美国对汽车加征关税，2025年汽车价格增速或将继续上涨。

图12：进口价格增速上升，商品通胀触底反弹



资料来源：Wind，诚通证券研究所

4、未来降息路径存在不确定性

3月议息会议，美联储委员会成员将2025年GDP增速（实际上是四个季度GDP环比折年率均值，或2025年第四季度GDP同比增速）预期从12月预期的2.1%下调至1.7%，并将PCE、核心PCE通胀预期分别从2.5%、2.5%上调至2.8%、2.7%（2025年1月PCE、核心PCE通胀分别为2.5%、2.7%）。同时，参会人员预计年内降息2次，并且预期2026年、2027年继续降息，直到联邦基金目标利率降至3%左右。

美联储的逻辑是，经济继续朝着软着陆进行，经济增速虽然下滑但仍稳健，通

胀朝着 2% 的目标前进的趋势不变，只是变得有些坎坷。而我们认为美国再通胀风险较大。一方面，经济增速仍高于潜在增速，或者潜在增速附近，薪资增速、服务通胀粘性。另一方面，特朗普加征关税以及其他逆全球化政策，或将导致商品通胀上升。

整体而言，我们认为美国经济滞胀的两个构成——衰退和通胀中，通胀相比衰退的风险更大一些，后续美联储降息路径存在不确定性。

第一次石油危机期间，为了稳定就业，美联储在没有完全控制通胀情况下，于 1974 年 8 月降息。由于通胀没有完全压下去，以及又受到第二次石油危机的影响，美联储于 1977 年 2 月再次加息，且加息幅度更大。特别是沃克尔就任美联储主席之后，以控制通胀为首要目标，一度将联邦基金利率推高到 20% 左右。

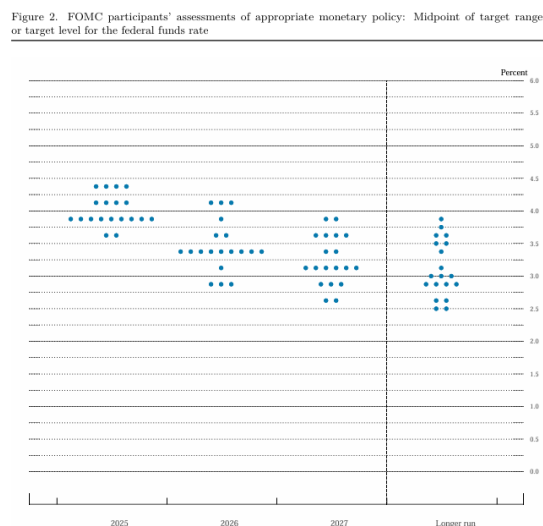
美联储 2021 年已经误判通胀一次，当时也认为通胀是暂时的。如果美国再通胀，可能重演 1970 年代二次加息情景，美联储声誉将受到极大损害。

图13： 美联储下调经济增速预期、上调通胀预期

Variable	Median ¹			
	2025	2026	2027	Longer run
Change in real GDP	1.7	1.8	1.8	1.8
December projection	2.1	2.0	1.9	1.8
Unemployment rate	4.4	4.3	4.3	4.2
December projection	4.3	4.3	4.3	4.2
PCE inflation	2.7	2.2	2.0	2.0
December projection	2.5	2.1	2.0	2.0
Core PCE inflation ⁴	2.8	2.2	2.0	
December projection	2.5	2.2	2.0	
Memo: Projected appropriate policy path				
Federal funds rate	3.9	3.4	3.1	3.0
December projection	3.9	3.4	3.1	3.0

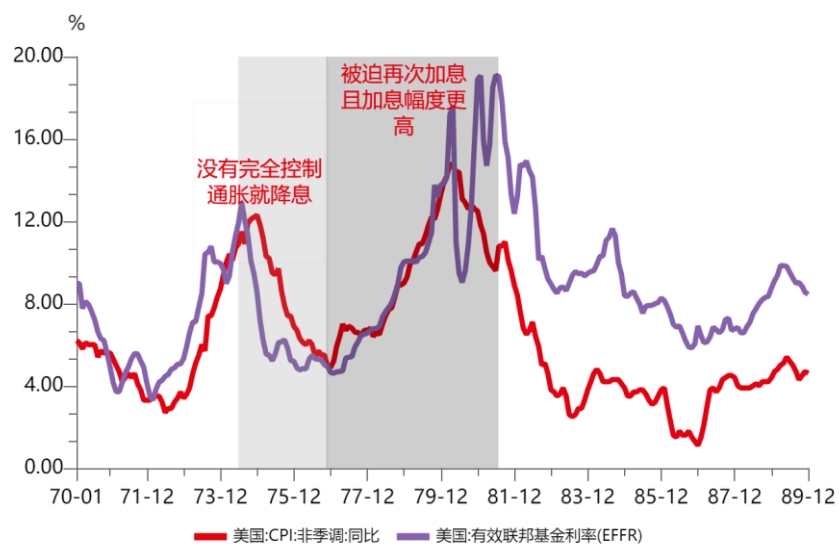
资料来源：Fed，诚通证券研究所

图14： 参会人员预期年内降息两次



资料来源：Fed，诚通证券研究所

图15： 1970 年代美联储二次加息



资料来源：Wind，诚通证券研究所

特别声明

根据《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》规定，诚通证券评定此研报的风险等级为 R3（中风险），适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为 C3、C4、C5 的普通投资者。若您为非专业投资者及风险承受能力低于 C3 的普通投资者，请勿阅读、收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

若因适当性不匹配，给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师声明

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，认真审慎、专业严谨、独立客观的出具本报告并对报告内容和观点负责。

分析师的薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

投资评级说明

诚通证券行业评级体系：推荐、中性、回避

推荐： 未来6—12个月，预计该行业指数表现强于同期市场基准指数。

中性： 未来6—12个月，预计该行业指数表现基本与同期市场基准指数持平。

回避： 未来6—12个月，预计该行业指数表现弱于同期市场基准指数。

市场基准指数为沪深 300 指数。

诚通证券公司评级体系：强烈推荐、推荐、中性、回避

强烈推荐： 未来6—12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅在20%以上。该评级由分析师给出。

推荐： 未来6—12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅介于5%—20%。该评级由分析师给出。

中性： 未来6—12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数变动幅度介于-5%—5%。该评级由分析师给出。

回避： 未来6—12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数跌幅在5%以上。该评级由分析师给出。

市场基准指数为沪深 300 指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

免责声明

诚通证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批复，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告由诚通证券股份有限公司（以下简称诚通证券）供其机构或个人客户（以下简称客户）使用，诚通证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给诚通证券客户的，属于机密材料，只有诚通证券客户才能参考或使用，如接收人并非诚通证券客户，请及时退回并删除。

本报告所载的全部内容只供客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。诚通证券根据公开资料或信息客观、公正地撰写本报告，但不保证该公开资料或信息内容的准确性或完整性。客户请勿将本报告视为投资决策的唯一依据而取代个人的独立判断。诚通证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。诚通证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告所载内容反映的是诚通证券在发表本报告当日的判断，诚通证券可能发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但诚通证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。诚通证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

对于浏览过程中可能涉及的诚通证券网站以外的地址或超级链接，诚通证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

除非另有说明，所有本报告的版权属于诚通证券。未经诚通证券事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式更改、复制、传播本报告中的任何材料，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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，均为诚通证券的商标、服务标识及标记。诚通证券版权所有并保留一切权利。

联系我们

诚通证券股份有限公司 研究所
北京市朝阳区东三环北路27号楼12层
公司网址：<http://www.cctgsc.com.cn>

邮编：100020