



分析师：陶川

执业证号：S0100524060005

邮箱：taochuan@mszq.com

分析师：裴明楠

执业证号：S0100524080002

邮箱：peimingnan@mszq.com

➤ **特朗普上任后的第一次 FOMC，美联储没有“认怂”。**2025 年 1 月美联储会议宣布暂停降息，符合市场预期，但对于 3 月是否降息依旧保持谨慎。这和此前特朗普在 1 月 23 日达沃斯世界经济论坛上关于压降油价和“立即降息”“比鲍威尔更懂利率”的喊话背道而驰。美联储在 1 月会议上对宽松依旧保持谨慎，通胀在政策不确定性下的上行风险是美联储“骑虎难下”的核心。

➤ **FOMC 强调劳动力市场健康，删除通胀取得进展的措辞，不急于调整利率。**会议声明表示失业率“稳定”，劳动力市场依然“强劲”，删除了此前劳动力市场“有所缓和”的表述。通胀方面，会议声明中删除了“通胀目标取得进展”的表述，重申通胀“仍然偏高”。记者问答环节，美联储主席鲍威尔表示，经济仍然总体强劲，不急于调整政策利率，将需要时间分析特朗普的新政策，并表示还没有与特朗普接触。

➤ **我们维持本轮降息周期尚未结束的观点，上半年仍有降息可能性、但门槛很高，关键是能否看到通胀连续下行。**考虑到 3 月议息会议之前能观测的经济数据数量和质量都有限，当前看 3 月降息的概率并不大。美联储的政策路径，关键还是在白宫：

➤ **关税是首要顾虑。**继对哥伦比亚实施加征关税的威胁后，白宫发言人重申计划 2 月 1 日对加拿大、墨西哥加征关税；新任财政部长贝森特近期还提出每月 +2.5% 的渐进式全球普遍关税；如果落地，我们预计对通胀的影响或不是上一次中美贸易摩擦可比。

➤ **移民政策也是隐患。**在无证移民占比高的行业（农业、建筑业、个人护理等）劳动力市场将更加紧张，食品和部分低端服务业成本上行压力更大。

➤ **对于市场而言，今年降息的市场预期略降，本次 FOMC 决议与鲍威尔讲话未大超预期。**1 月 29 日当日美元指数小幅收涨 0.12%，10 年期、2 年期美债收益率分别小幅下行 0.4bp、上行 1.8bp。根据彭博 WIRP 模型，本次 FOMC 会议后，市场预计 3 月降息的概率降至 17%，预计 2025 全年的降息次数从 2.0 次降至 1.9 次（一次 25bp）。

➤ 对资产价格来说，更重要的是特朗普关税政策的兑现程度，以及未来的美国 CPI 数据。此外，欧洲央行预计将继续降息 25bp，欧美央行降息节奏的分化（如图 2）或引发美元波动。

➤ **风险提示：**美联储货币政策超预期，特朗普政策超预期，美国经济基本面变化超预期。

相关研究

1. 2024 年 12 月工业企业利润数据：工业企业“收官战”成色几何？-2025/01/27
2. 2025 年 1 月 PMI 数据：距离“开门红”还有多远？-2025/01/27
3. 2024 年 12 月财政数据点评：12 月财政中的“不平凡”-2025/01/25
4. 美国时政跟踪：Trump 就职典礼的布局之招-2025/01/21
5. 美国时政跟踪：中美缓和：转机与悬念-2025/01/19

图1：市场预期美联储政策利率的路径（%）

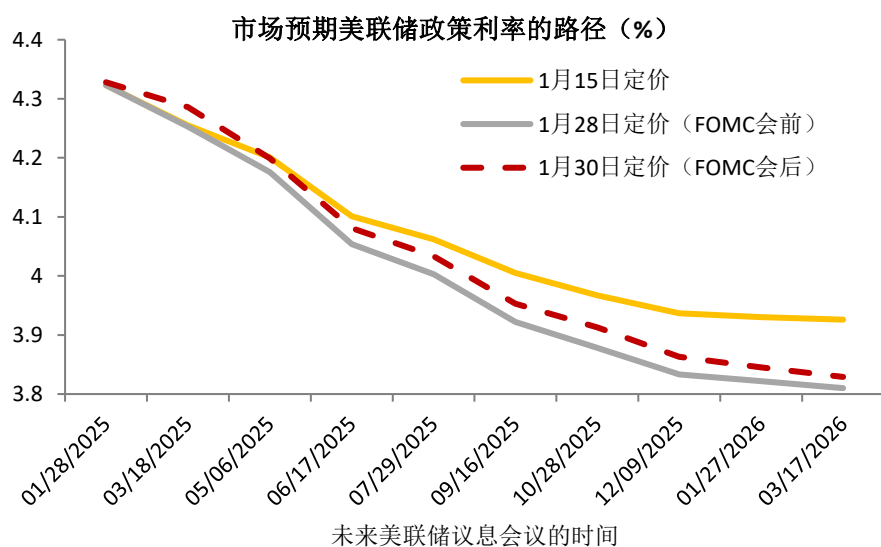


图2：市场预期 2025 年美联储降息次数仅为欧洲央行的一半(假定一次 25bp)

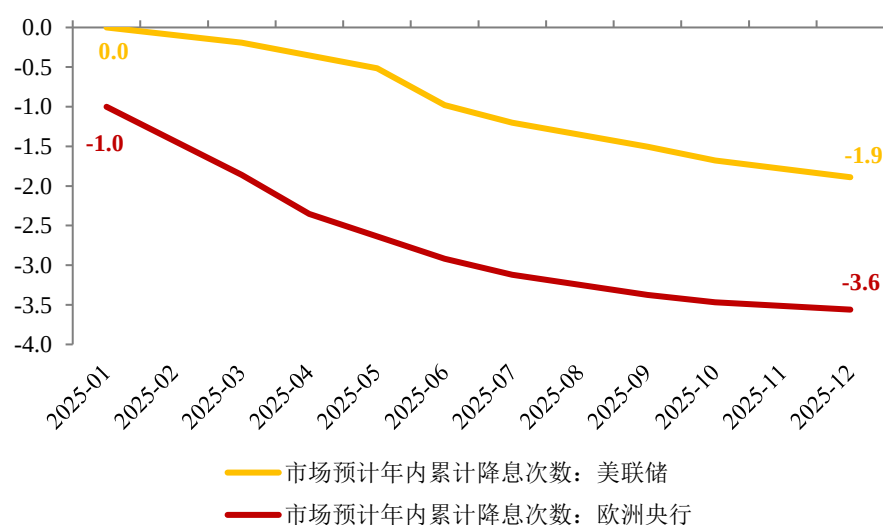


图3：美元指数和 10Y 美债收益率走势



资料来源：彭博，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机构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：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

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