

# 2025 年美联储货币政策展望

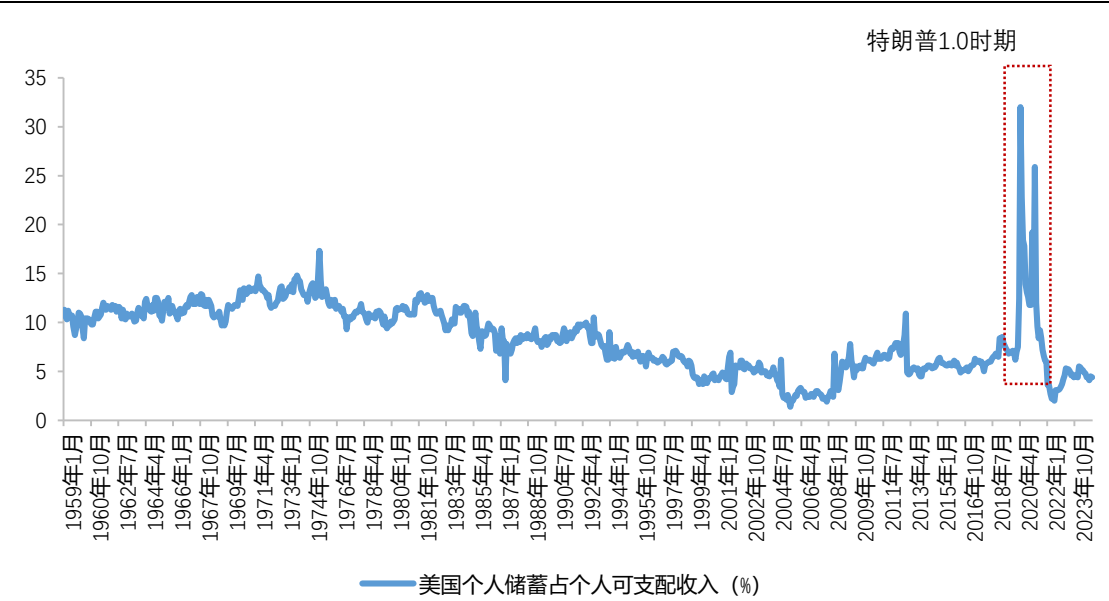
——或将崎岖但不改大方向

**主要观点：**2025 年，美联储货币政策路径将主要取决于以下两个因素的相互作用：首先，美国自身经济（就业市场）的发展态势；其次，经济基本面与特朗普政策可能引发的通胀压力之间的再平衡。鉴于此，依据美国经济在 2025 年有望实现软着陆以及特朗普重返政坛对 2025 年引发“再通胀”风险相对较低的基准判断，预计美国降息周期在 2025 年或将面临曲折，但不改大方向上的延续。

## 一、2025 年美国的经济：软着陆的可能性较大

在 2024 年 12 月经济预测摘要中，美联储对 2024 年和 2025 年美国全年经济增长预期较 9 月有所上调，同时对这两年的失业率预期有所下修，这反映出美联储对美国前景的相对乐观态度。从经济韧性的发展趋势来看，我们预计 2025 年美国大概率将往弱的方向走，实现软着陆的可能性较大。首先，美国通胀前景较难实现“再通胀”，但通胀增速下行趋势放缓的概率较高。其次，美联储在 12 月的会议上明确指出，美国劳动力市场将逐步降温而非急剧恶化，这与我们的判断一致，即美国劳动力市场将呈现温和恶化态势。因此，2025 年美国的利率环境可能在大部分时间内保持适度的限制性，从而促使经济温和下行。与此同时，回顾 2024 年以来美国的表现，在个人消费这一主要增长驱动力的支撑下，其展现出的韧性远超市场预期。然而，特朗普主张的关税政策对个人消费倾向的潜在负面影响不容忽视。历史经验表明，在特朗普 1.0 时期，随着贸易摩擦的加剧，美国个人储蓄率曾出现显著上升。因此，在特朗普 2.0 时期，若其继续大举推行关税政策，可能导致类似现象，进而削弱个人消费对美国经济的支撑力度。此外，个人可支配收入也可能因为 2025 年美股的较大波动而受到影响。

图 1：美国个人储蓄率历史情况



数据来源：Bloomberg 南华研究

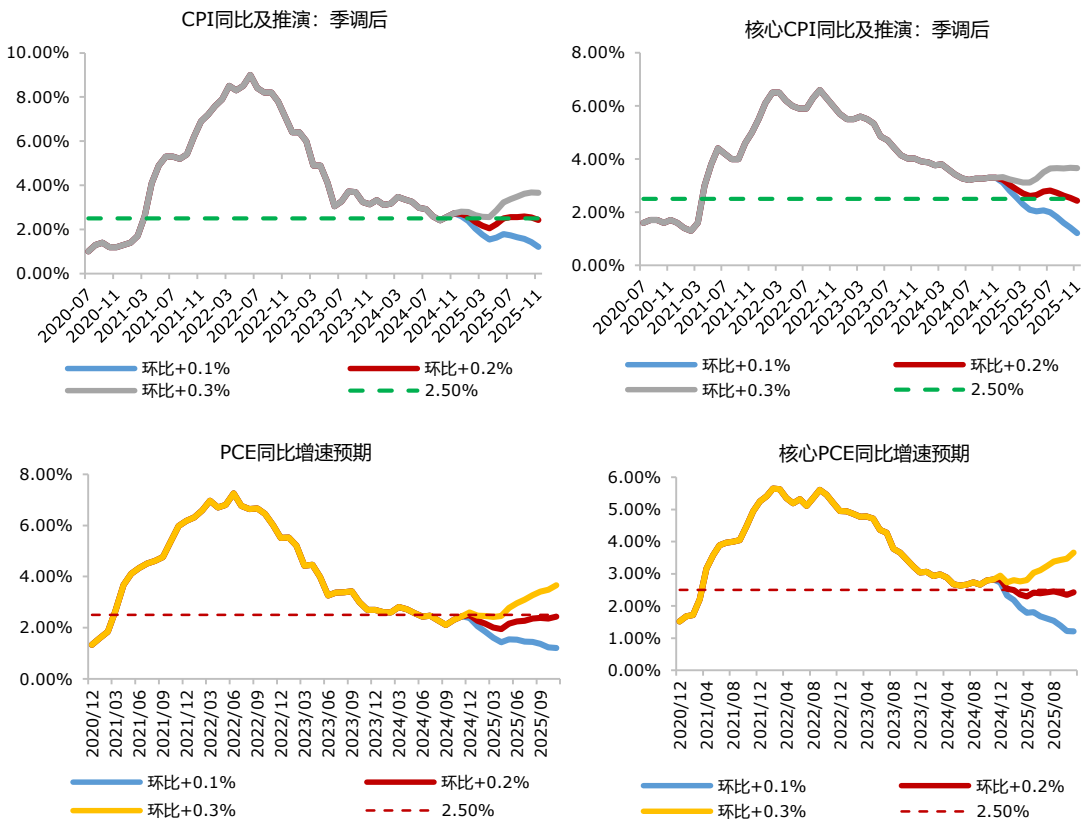
因此，综合我们对 2025 年美国自身发展态势及劳动力市场表现的分析，以及美股与美联储货币政策之间相互作用的预期，预计美联储在 2025 年大概率将继续推进降息进程。然

而，特朗普重返政坛可能从通胀层面在一定程度上对这一进程产生阶段性扰动，具体分析将在下文详细阐述。

二、2025 年特朗普政策的潜在影响：“再通胀”或需缓一缓

12 月美联储会议纪要显示，如果数据符合预期，将适宜继续逐步向更为中性的政策立场推进，但需谨慎行事。与会者预计通胀将继续向 2% 的目标水平回落，但通胀仍高于预期，且潜在的贸易政策变化可能会让去通胀进程比预期的更为复杂。可见，美联储暗示未来降息节奏可能放缓的主要原因在于对通胀的考量，尤其是将特朗普上台后的政策不确定性纳入后续货币政策的考量。我们认为，目前无论是美联储还是市场，对特朗普执政可能引发“再通胀”现象的担忧主要集中在两个因素上：一是关税政策可能导致核心商品价格的上涨；二是移民政策收紧可能引发服务业成本的上升。我们认为，2025 年美国通胀的整体趋势大概率仍将呈现放缓态势，但下行斜率会有所放缓，从而对本轮美国降息周期产生短期扰动，但不改变其大方向。首先，关税对通胀的影响通常并不能立刻显现。以史为鉴，特朗普加征关税的过程多呈现为渐进，且涉及多轮复杂的谈判和互动。其次，特朗普在短期内迅速实施大规模移民收紧政策的概率不大。根据 PIIE 的预测，即使以每年 100 万至 140 万人的驱逐规模计算，这种规模对 2025 年美国通胀的影响也相当有限，而特朗普不太可能实现超过这一规模的驱逐人数。最后，特朗普在控通胀方面具备一定的良好经验，究其原因在于其政策的兑现率并不高，多数政策承诺仅停留在口头层面，未能完全转化为实际的政策措施。综上所述，从通胀的角度来看，尽管特朗普在其第二任期内可能推行大规模的关税贸易保护政策以及严苛的移民政策，但美国通胀在 2025 年呈现下行趋势的可能性依然较高，预计不会对美国降息周期的持续性构成显著影响。

图 2：美国 CPI、PCE 同/环比推演



数据来源：Wind 南华研究