特别评论

分析师联络人
左丰铭
+852-28607142
saul_zuo@ccxap.com

唐永盛
+852-28607125
vincent_tong@ccxap.com

2025 年美元利率展望：政策不确定性增加，降息速度或将放缓

2024 年 9 月 18 日，美联储在维持了一年多 5.25%-5.5%的高基准利率后首次降息，并宣布会在通货膨胀稳定的前提下在未来逐步、多次降息，随后在 2024 年四季度，美联储共计进行了三次降息，将利率从高位降至 4.25%至 4.5%。美联储最新的点阵图显示，2025 年的利率预期中位数在 3.75%-4.00%之间，意味著未来可能再减息两次。然而，特朗普重新执政后，对美联储后续的行动增添不确定因素，特朗普潜在出台政策包括提高关税、税收减免、驱逐非法移民等都可能会短期推高通胀，同时在当前美国经济及就业数据表现较强下，2025 年降息步伐可能会有所放缓。对于中资境外债市场，美元维持较高利率下，将增加境外美元债发行人的偿付压力及降低美元融资意欲，预期中资境外发行人会加快调整其融资结构，透过包括发行境外人民币或寻求境内融资置换存量美元债等方式降低成本。不过，对于信用资质一般、再融资能力较弱的企业而言，降息步伐减慢将造成较大负担。

一、美国短期经济增长及通胀将掣肘美联储降息

1. 美国短期经济数据表现良好

自 2022 年 3 月以来，美国 CPI 持续高企推使美联储多次加息，在 2022、2023 两年内将基准利率从 0%-0.25%加至 5.25%-5.5%，以解决居高不下的通货膨胀。经过近年的调控，美国通胀水平已显著回落至接近美联储认定的安全通胀率 2%水平，2024 年 9 月份 CPI 更降至 2.4%，为近 3 年内的最低。然而，虽然环球经济放缓，但美国近期经济数据似乎较市场预期好。美国消费市场第四季度显著回升，12 月 CPI 年增率将从 2.7%上升至 2.9%，月增 0.38%，核心 CPI（剔除能源和食品）较去年将连续四个月成长 3.3%。美国就业情况平稳，近年处于 4%左右水平，12 月的非农就业人数更超预期增长 256 万个，大幅高于预测值 164 万个，显示较好的劳动市场状况。美国经济的强韧以消费推动，工资增长继续超过通胀水平，同时也受惠于股市攀升，美国家庭财富创新纪录，从而支持家庭支出持续扩张。另外，已有多位美联储官员对美国 2025 年经济展望表示乐观，预计经济成长与就业市场仍会保持强韧，并不急于降息。

2. 特朗普潜在政策或推高通胀，美联储需要更多时间观察政策影响

特朗普重新上台并成功带领共和党在美国众议院保住了多数席位，取得参众两院控制权，成就“完全执政”地位，也意味着其落实政策的阻力较低。共和党视为优先措施包括减税、关税上调、移民管制和减少对华尔街和能源产业的监管力度，虽然政策的落地时间仍面对一定的不确定性，但相关政策均被认为会推高美国通胀，影响美联储降息的步伐。2025 年 2 月 2 日，特朗普宣布对美国三大贸易伙伴中国、墨西哥和加拿大的所有进口商品征收新关税，对加拿大和墨西哥征收 25%的关税，对中国征收 10%的关税。加拿大和墨西哥均表示，他们正在准备征收报复性关税。其中，加拿大政府预计将对价值 1,550 亿加元的美国商品征收 25%的关税，当中 300 亿加元的商品将于 2 月中旬生效。贸易战的开启最终会推升美国消费市场物价，进而导致通胀水平上升。虽然，我们认为

贸易保护主义升温以及其带来的地缘政治风险增加将对美国经济前景形成抑制，但预期特朗普提出的放宽监管及推行扩张性财政措施等将会推动经济增长。

另一边，我们认为美联储的独立性仍然较高，不易受特朗普所影响，但对于特朗普预期推动的政策，美联储可能会更谨慎行事、放缓降息，甚至可能在 2025 年暂停降息。特朗普层在公开演讲中向美联储施压，要求采取宽松的货币政策以刺激经济活力。1 月 23 日，他在瑞士达沃斯举行的世界经济论坛年会上发表讲话，称将要求沙特和石油输出国组织的其他成员国降低油价，并认为这将导致美联储降息，“随着油价下跌，我将要求立即降低利率。同样，世界各地的利率都应该下降”。同日晚上，特朗普在白宫再次强调，希望看到利率“大幅下降”。美联储是否会坚持以控制通胀为第一目标暂缓降息，抑或顺从于来自白宫的施压继续降息，仍需更多时间来进行观察，这也为 2025 年对美联储的利率调整行动预判带来较大不确定性。

3. 市场预期出现转向

从美联储官员近期的发言来看，也看出美联储更为谨慎。2025 年 1 月 9 日，美国费城联储主席哈克在最新的讲话中表示，现阶段，美联储暂停下调利率政策行动将是适宜的。美联储可以暂时性地维持当前的货币政策不变，但不要持续太久。哈克表示，他仍预计美联储将降息，但政策路径被相当大的不确定性所笼罩。哈克认为，在不确定性中，美联储适合稍作暂停。美联储可以在当前利率水平维持一段时间，观察数据的发展。波士顿联储主席苏珊·柯林斯也表示，鉴于美联储官员面临的美国经济前景存在“相当大的不确定性”，有理由放慢调整利率的步伐。以每次降息 25 个基点为计算，19 位美联储官员预测中位数显示，今年将只会降息“两次”，与之相比，去年 9 月份时预测的是“四次”，即总共降息 100 个基点。1 月 30 日美联储议息会议后，美联储官员决定将基准利率维持在 4.25%-4.5%之间，表明经济可能正在步入一个“政策中性”的阶段。鲍威尔会后在新闻发布会上公开表示，美联储“没有急于”降息，并且希望看到通胀进一步得到控制或劳动力市场有所放缓才会再次考虑降息。这一表态表明，当前美联储对于降息的前景保持谨慎态度，特别是在通胀仍然没有完全得到有效控制的情况下。根据美联储的政策指引，未来的货币政策将继续依赖于经济数据的变化，特别是通胀和劳动力市场的动态。

市场对美联储 2025 年的降息预测也出现了转向。目前最新的联邦基金期货价格显示，美联储最快降息可能要到 6 月份。多家大型银行也相继调整今年预测。巴克莱、瑞士银行、摩根大通和高盛预测美联储 2025 年将降息 1 到 2 次，幅度为 25bps 到 50bps，理由是尽管通胀趋势目前处于下行阶段，可以继续降息，但是需要平衡潜在的通胀增长因素，故需有节制的缓缓降息。德意志银行预测 2025 年美联储将不会降息，该行认为美国政府的减税和关税政策将一定推升通胀，故美联储不会在此种情况下降息。花旗银行则预测美联储将在 2025 年降息 4-5 次，幅度为 100bps 到 125bps，理由为美国政府的财政政策对通胀的影响会有滞后性，且关税政策冲击会放缓经济增长势头，因此需采取宽松货币政策加以缓解。中诚信亚太认为，面对特朗普的扩张性财政政策对外贸易战的开打，新政策落地影响以及美国就业和通胀数据仍是美联储主要考虑点，预期 2025 年的美联储降息幅度将较去年收窄，估计幅度在 25bps 至 50bps。

二、高利率环境延续将加重美元融资为主的企业偿债压力

在持续的高利率环境下，债务结构更偏重美元融资的中资企业其偿债压力及财务健康将受更大的影响。不少中资企业在过去几年中依赖低利率环境进行大规模的境外融资，积累了相对较高的美元债务。高息状况持续将增加企业利息支出，削弱盈利能力。同时，高利率环境还增加企业再融资风险，特别对信用质量较差的企业，由于高利率环境下信用质量较差企业的信用利差走宽，使融资环境恶化，导致相关企新增融资成本大幅上升，蚕食其财务健康水平。另一边，部分中资企业或不能全额为其美元债进行再融资，需透过境内资金偿还债券，或对其现金流带来较大损耗。截至 2025 年 1 月末，中资企业存续美元债 1632 笔，合计规模约 6,573.3 亿美元，存续主体以金融和产业类为主，其中许多产业类主体面临较大再融资压力，其公司经营压力叠加当前仍较高的融资成本将对其再融资产生压力。另外，城投的境外再融资同样值得关注，尽管目前的监管政策允许地方融资平台借新还旧，但近期对城投境外融资政策变化以及相对境内较高发行成本让许多城投主体面临更高的再融资成本。

三、境外发行人或寻求包括点心债等替代融资以降低债务成本

在当前的基准利率下，美元债的融资成本变得较高，影响了境外发行人的发债意愿，这些主体或将转而选择其他融资方式，例如寻求境内债融资或转而发行人民币计价境外债。境内融资方面，中资企业在政策的推动下，或将逐步做出调整。2024 年三季度中央 134 号文出台，明确提出境外债可用境内债做借新还旧。在政策指导下，多家城投主体拟发行境内债券来置换存续的境外美元债，2025 年 1 月 27 日，云南省投资控股集团有限公司成功发行了一笔 3 年期境内债，规模为 14 亿人民币，票息 2.78%。此前公司公告称将用这笔境内债置换公司即将在 2025 年 3 月到期的一笔 2 亿美元的美元债。除了境内融资，人民币计价境外债也成为了较普遍的替代，推使点心债市场持续扩容，在 2024 年同比增长近 40%，单年发行规模达到 385.6 亿美元，连续第三年创年发行额新高。其中，不乏有主体在美元债即将到期之际转而选择发行点心债以借新还旧。例如，江苏皋开投资发展集团有限公司在 2025 年 1 月初发行了 3 年期 7.3 亿人民币债券，为其在 2025 年 1 月末到期 1 亿美元债进行再融资。

展望与总结

美国政府换届后，政策不确定性增加，加之贸易战的开打招来贸易伙伴的反制措施，其影响存仍不明朗。我们预期 2025 美联储的降息计划会相对延后，以待观察政策出台及对美国主要经济指标的影响，今年内美联储降息幅度或在 25bps 至 50bps。我们认为降息的放缓会使得中资美元债市场受到直观影响：一方面，高利率环境延续将加重美元融资为主的企业偿债压力，加大其信用风险，尤其是存续债券规模大、有较大的再融资需求的主体将面临更大压力；另一方面，发行人或寻求包括点心债及境内融资等替代融资以降低债务成本，但这将受限于企业本身的信用资质以及在境内的融资能力。

本新闻稿不构成评级行动。有关任何中诚信亚太所发布的评级，请参阅 www.ccxap.com 上的评级结果页面，以获取最新的评级行动信息和评级历史记录。

版权

本文版权归**中诚信国际信用评级有限公司、中国诚信(亚太)信用评级有限公司**（合并简称“**中诚信**”）和/或其被许可人所有。本文件包含的所有信息受法律保护，未经中诚信事先书面许可，任何人不得对本文件的任何内容进行复制、拷贝、重构、转让、传播、删改、截取、转售或进一步扩散，或为上述目的存储本文件包含的信息。

重要资讯

本文件中包含的信息由中诚信从其认为可靠、准确的渠道获得，因为可能存在人为或机械错误及其他因素影响，上述信息以提供时现状为准。中诚信对于该等信息的准确性、及时性、完整性、针对任何商业目的的可行性及合适性不作任何明示或暗示的陈述或担保。

在法律允许的范围内，中诚信或其董事、经理、雇员、代表、代理人不对任何人或任何实体就(a)中诚信或其董事、经理、雇员、代表、代理人在获取、收集、编辑、分析、翻译、交流、发表、提交上述信息过程中可以控制或不能控制的错误、意外事件或其他情形引起的、或与上述错误、意外事件或其他情形有关的部分或全部损失或损害，或(b)即使中诚信或其董事、经理、雇员、代表、代理人事先被通知该等损失的可能性，任何由使用或不能使用上述信息引起的直接或间接损失承担任何责任。

中诚信的信用级别、评估或意见应该而且只能解释为一种意见，而不能解释为事实陈述。任何人不能据此采取投资、借贷等交易行为，也不能作为任何人购买、出售、持有任何证券的建议。中诚信的信用评级评估和其他意见无意供散户投资者在做出投资决定时使用。投资者购买、持有、出售证券时应该对每一只证券、每一个发行人、保证人、信用支持人作出自己的研究和评估。

中诚信国际信用评级有限责任公司
地址： 北京市东城区朝阳门内大街
南竹竿胡同 2 号银河 SOHO6 号楼
邮编：100020
电话： (8610) 6642 8877
传真： (8610) 6642 6100
网址： http://www.ccxi.com.cn

China Chengxin International Credit Rating Co., Ltd
Address: Building 6, Galaxy SOHO,
No.2 Nanzhugan hutong, Chaoyangmennei Avenue,
Dongcheng district, Beijing, 100020
Tel: (8610) 6642 8877
Fax: (8610) 6642 6100
Website: http://www.ccxi.com.cn

中国诚信(亚太)信用评级有限公司
地址: 香港中环康乐广场 1 号
怡和大厦 19 楼 1904-1909 室
电话: (852) 2860 7111
传真: (852) 2868 0656
网址: http://www.ccxap.com

China Chengxin (Asia Pacific) Credit Ratings Company Limited
Address: Suites 1904-1909, 19/F, Jardine House,
1 Connaught Place, Central, Hong Kong
Tel: (852) 2860 7111
Fax: (852) 2868 0656
Website: http://www.ccxap.com