

特别评论

分析师联络人

左丰铭

+852-28607142

saul_zuo@ccxap.com

庄承浩

+852-28607124

peter_chong@ccxap.com

特别评论：美联储或将于9月降息，带动美元债市场融资成本降低

随着美国经济数据持续释放疲软信号，加上美联储主席鲍威尔近期鸽派发言，市场对美联储在2025年9月启动降息的预期迅速升温。美国制造业PMI连续低于荣枯线，消费者信心指数下滑，核心通胀虽仍具韧性但已显回落趋势，加之全球主要央行纷纷转向宽松，美联储的“高利率坚守”正面临重新评估。联邦基金利率期货显示，投资者已将9月降息的概率定价至90%以上，金融市场进入政策转折的敏感窗口。美元债市场对此反应尤为迅速。作为全球资本流动的重要通道，美元债的融资成本与美联储利率政策高度联动。利率上行周期中，企业发债成本飙升，一级市场发行意愿受限，二级市场估值承压。而一旦进入降息通道，融资利率下行将显著改善企业的资本结构与再融资条件，推动美元债市场重启扩张。

美联储迟迟不降息的原因

尽管市场对降息的呼声日益高涨，美联储却始终保持谨慎，其背后是对通胀、就业和政策信誉的多重考量。表面上看，美国整体通胀已从高点回落，但核心通胀率（剔除食品与能源）依然顽固，尤其是服务业价格持续上涨。住房、医疗、教育等领域的价格调整缓慢，使得通胀回落进程远不如市场预期。美联储在多次声明中强调，通胀“尚未令人信服地回归2%目标”，这成为其按兵不动的主要理由。美国就业市场表现出惊人的韧性。失业率维持在历史低位，职位空缺数量仍远高于疫情前水平，薪资增长也保持稳定。这种“过热”的就业环境意味着消费能力依然强劲，通胀压力未完全解除。美联储担心过早降息会进一步刺激需求，导致通胀反弹。自2022年启动加息周期以来，美联储逐步确立了“higher for longer”的政策框架，即使停止加息，也将维持高利率水平较长时间。这一策略旨在巩固通胀治理成果，避免重蹈2019年过早宽松导致资产泡沫与通胀回升的覆辙。

在美联储坚持紧缩立场的同时，政治层面的干预也愈发明显，尤其是前总统特朗普对货币政策的持续施压，构成了政策独立性的重要挑战。特朗普在任期间多次公开批评美联储“加息过快”，认为其政策抑制了经济增长与股市表现。他主张通过降息刺激投资与消费，以维持美国经济的强劲表现，尤其是在选举周期临近之际。货币政策通常在美国选举政治中具有重要影响。低利率环境通常伴随着资产价格上涨、消费信心增强，有助于执政者塑造“经济繁荣”的形象。特朗普深知这一点，因此频繁施压美联储，希望通过宽松政策为选情加分。特朗普不仅在记者会上公开批评鲍威尔“缺乏远见”，还在社交媒体上频繁发文要求降息。此外，他也尝试通过提名更鸽派的官员进入联邦公开市场委员会（FOMC），以影响决策方向。这种政治施压虽未直接改变美联储的利率路径，但在市场层面产生了显著影响。投资者开始押注政策转向，风险偏好上升，美元债市场融资环境逐步改善。美联储也在一定程度上调整了沟通策略，以缓解外部压力。

近期降息预期升温的触发因素

近期市场对美联储降息的预期迅速升温，背后是多重经济信号与全球政策环境的联动效应。最新公布的制造业采购经理人指数（PMI）连续数月处于收缩区间，显示工业活动疲软。与此同时，零售销售增速放缓，消费者信心指数也出现明显下滑，反映出家庭部门对未来经济前景的担忧。这些数据共同指向经济增长动能减弱，为货币政策转向提供了基础。这些微观数据的疲软表现与宏观趋势形成共振，进一步强化了市场对经济动能减弱的判断。在此基础上，投资者开始重新评估美联储的政策路径，认为当前的高利率水平已不再具有持续性。此外，全球主要央行纷纷释放鸽派信号，欧洲央行、英国央行甚至新加坡金管局均暗示可能进入降息周期，美联储若继续维持紧缩立场，将面临国际资本流动与汇率压力的双重挑战。

与此同时，美联储主席鲍威尔在佛罗里达州 Jacksonville 的讲话成为市场情绪的转折点。鲍威尔在讲话中重申美联储将“以数据为依据”进行政策决策，并强调“灵活性”是当前货币政策的核心。这一表态被市场解读为美联储可能放弃此前“higher for longer”的立场，转向更具适应性的政策框架。他同时承认通胀已出现实质性回落，但指出经济增长动能正在减弱，尤其是消费与投资领域的疲软。这种双重表态被视为鸽派信号，强化了市场对降息窗口开启的判断。讲话发布后，美国国债收益率出现大幅下行，10 年期美债收益率一度跌破关键支撑位，反映出市场对未来利率路径的重新定价。风险资产同步走强，显示出投资者对流动性改善的乐观预期。

在货币政策转向的关键时刻，前总统特朗普罢免美联储理事库克的举动引发对美联储独立性的关注。特朗普此举被广泛解读为对美联储施加政治压力的延续，意图通过人事调整影响政策方向。此类干预行为引发市场与学界对美联储独立性的严重担忧，认为其可能削弱政策制定的专业性与中立性。美联储的独立性源于其法定地位与长期形成的制度惯例，旨在避免货币政策被短期政治利益所左右。然而，在现实操作中，总统拥有提名理事与主席的权力，国会也可通过立法影响其职能范围，使得“制度独立”面临“政治现实”的挑战。一旦美联储被视为受政治操控，其政策可信度将大打折扣，市场对其前瞻指引的信任度下降，可能引发资产价格剧烈波动。同时，国际投资者对美元资产的信心也将受损，影响美国在全球金融体系中的地位。

9 月降息预期升温对美元债市场的影响

随着市场对美联储 9 月降息的预期升温，美元债市场正处于关键转折点。若降息落地，其影响将从融资端传导至投资端，进而重塑市场结构与参与者行为。首先，降息将直接降低企业的融资成本，尤其是对依赖债务融资的中大型企业而言，利率下行意味着资本结构优化的机会。预计在降息预期明确后，企业将加快美元债发行节奏，尤其是科技、能源等资本密集型行业。发行量激增不仅反映融资需求，也体现企业对未来利率环境的判断。另外，高收益债也可能获得资金关注，风险溢价趋于收窄。但需警惕信用事件风险被市场低估，尤其是在部分企业基本面尚未完全企稳的背景下。另外，降息将推动债券价格上涨，尤其是中长期期限的美元债，其久期较长，对利率变动更为敏感。收益率曲线

可能出现陡峭化，短端利率快速下行，长端则因通胀与增长预期仍存分歧而波动加剧。整体来看，市场流动性将显著改善，交易活跃度提升。

以中资美元债的一级新发情况为例，美联储在 2024 年 9 月、11 月和 12 月分别降息 3 次，合计降息 100bp。中资美元债 2024 年共计发行 207 笔，规模为 494.4 亿美元，同比上涨超 150%。其中，约 300 亿美元发行自下半年，即美联储即将降息和落地降息的周期内。从利率方面看，融资成本的显著下降可能是发行规模变动的主要原因。2024 年上半年中资美元债平均融资成本为 5.81%，2025 年上半年大幅下降至 5.48%，平均融资成本锐减超 30 个基点。因此，随着美联储或将再次进入降息周期，在降息政策落地前一段时间到降息政策落地之后，中资美元债有望在 2025 年上半年的发行基础上再次迎来增长。

与此同时，需注意若降息开启新一轮宽松周期，美元债市场有望进入扩张阶段，发行规模与投资需求同步增长。然而，需警惕未来利率反转的风险，一旦通胀重新抬头或美联储政策转向，市场可能面临估值重定价与流动性收缩的双重压力。投资者需加强久期管理与信用风险控制，避免在宽松周期中过度追逐收益。

总结与展望

2025 年初，美联储在面对市场降息预期时选择了按兵不动，其背后是对通胀粘性 & 劳动力市场过热的深度担忧。核心通胀率居高不下、服务业价格坚挺，加之薪资增长与就业数据强劲，使得美联储坚持 “higher for longer” 的利率框架，力图巩固通胀治理成果。

然而，进入第三季度，经济数据开始松动，制造业与消费指标走弱，全球央行同步释放鸽派信号，加之鲍威尔在 Jacksonville 讲话中强调 “灵活性” 与 “数据依赖性”，市场迅速重估利率路径。与此同时，特朗普对美联储的持续施压与人事干预也加剧了政策转向的政治张力，美联储独立性面临现实挑战。

在此背景下，若 9 月美联储正式降息，美元债市场将迎来显著变化。一级市场首当其冲，融资成本下降将激发企业发债热情，尤其是高评级发行人有望加快融资节奏、锁定低利率窗口。发行规模可能快速扩张，推动美元债市场进入新一轮增长周期。二级市场方面，债券价格上涨与收益率下行将改善流动性，但其影响相较融资端更为温和。

展望未来，大概率即将到来的降息不仅是货币政策的技术调整，更是美元债市场的结构性转折点。投资者与发行人都需在流动性改善与信用风险之间重新定位，以应对利率重塑的新周期。

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。

©本文版权归中国诚信(亚太)信用评级有限公司（以下简称“中诚信亚太”）和/或其被许可人所有。

未经中诚信亚太事先书面许可，任何人不得对本刊物的任何内容进行复制、转售或传播。

信用评级是对受评主体和债项的信用品质所表达的前瞻性信用风险意见。中诚信亚太发布的信用评级是其对受评主体或债项当前和未来相对信用风险的意见，但不涉及其他风险，包括但不限于流动性风险、市场价格风险及利率风险。

中诚信亚太刊物中的信用评级级别、非信用评估及其他意见并非建议投资者购买、出售或持有任何证券，也不评估受评主体和债项的市场价值。中诚信亚太相信其所获取的信息是可靠的，但中诚信亚太并不对其从受评主体或第三方来源获取的信息进行审计，也不承担独立核实或验证的责任。

本刊物内的所有信息属中诚信亚太所有，中诚信亚太可在不事先通知的情况下更改信息。所有信息以“现状”和“现有”为基础提供，中诚信亚太相信信息是准确和可靠的，但不保证信息的准确性、充分性、完整性或及时性。

在法律允许的范围内，中诚信亚太及其董事、经理、雇员、代表和代理对任何人或任何实体均不承担以下任何责任(i) 因本文所载信息、或本文所载信息的使用或未能使用而引起的任何直接或补偿性损失或损害，包括但不限于由中诚信亚太或其任何董事、经理、雇员、代表或代理的疏忽、及其控制范围内或超出其控制范围的偶发事件而引起的；以及(ii) 因本文所载信息、或本文所载信息的使用或未能使用而引起的任何间接、特殊、后果性或附带性损失或损害，即使中诚信亚太或其任何董事、经理、雇员、代表或代理被事前告知该等损失或损害的可能性。

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
网址： www.ccxap.com
邮箱： info@ccxap.com
电话： +852-2820 0711
传真： +852-2820 8020