

專題報導： 面對關稅不確定性，聯儲局保持利率不變

重點

- ◆ 一如市場預期，聯儲局維持聯邦基金利率目標區間於 4.25% 至 4.50% 不變。聯邦公開市場委員會試圖平衡近期疲弱的經濟數據與衰退風險上升，同時亦關注關稅問題及通脹可能加快的風險。
- ◆ 儘管未來經濟增長與通脹之間的平衡可能進一步惡化，我們仍預計聯儲局將於今年 6 月、9 月及 12 月各減息 0.25%。不過，若 5 月份的就業數據未見疲軟跡象（無論是失業率還是就業增長，或兩者皆是），聯儲局或會在 6 月份再度按兵不動。
- ◆ 對固定收益投資者而言，雖然短期內或受關稅推高通脹的影響，但任何市場利率的回升可視為策略性的入市機會。至於美股方面，關稅廣泛實施及通脹可能升溫，繼續壓抑企業盈利及 2025 年經濟增長前景。企業盈利大幅向下修訂，反映經濟放緩及企業利潤空間收窄，特別是在關稅落實而企業選擇承擔部分成本增加。在關稅政策塵埃落定之前，美股或將持續波動，企業盈利展望仍難明朗，故我們目前對美股維持中性看法。



Jose Rasco

滙豐環球私人銀行及財富管理
美洲首席投資總監



Michael Zervos

滙豐環球私人銀行及財富管理
投資策略分析師

發生了什麼事？

- 一如市場預期，聯儲局維持聯邦基金利率目標區間於 4.25% 至 4.50% 不變，這已是聯邦公開市場委員會連續第三次會議按兵不動。
- 本次會議未有的經濟預測，下一份《經濟預測摘要》將於 6 月份會議發布。
- 鮑威爾主席重申：「目前政策立場合適，聯儲局並無急於行動的壓力，面對貿易政策走向不明朗之際，現階段作出『觀望為上，是一個相當清晰的決定』。」他同時表示：「基本的通脹情況理想。」
- 他亦指出，「目前政策屬溫和或中度緊縮」，並認同現在的實質利率仍有助壓抑通脹壓力，「尚未達到中性水平」。他坦言「加徵關稅對經濟的影響仍極不確定」，若關稅持續，「通脹可能上升，經濟增長放緩，失業亦可能增加」，但亦補充，「關稅對通脹的影響或屬短暫性，僅為一次性的物價水平調整」。

2025 年 3 月份聯邦公開市場委員會經濟增長預測中位數

變化 %	中位數			
	2025	2026	2027	長線
實際國內生產總值變動	1.7	1.8	1.8	1.8
12 月份預測	2.1	2.0	1.9	1.8
失業率	4.4	4.3	4.3	4.2
12 月份預測	4.3	4.3	4.3	4.2
個人消費支出通脹	2.7	2.2	2.0	2.0
12 月份預測	2.5	2.1	2.0	2.0
核心個人消費支出通脹	2.8	2.2	2.0	
12 月份預測	2.5	2.2	2.0	
備忘錄：預計適當的政策路徑				
聯邦基金利率	3.9	3.4	3.1	3.0
12 月份預測	3.9	3.4	3.1	3.0

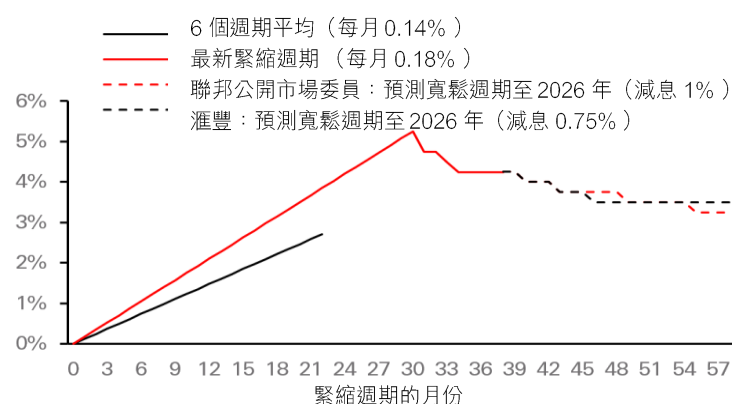
資料來源：聯儲局、滙豐環球私人銀行及財富管理，截至 2025 年 5 月 7 日。預測可能會改變。

- 談及通脹，鮑威爾表示：「通脹壓力也有可能持續存在，其影響程度將取決於關稅的幅度、成本增加反映至價格的時間，以及最終能否維持長期通脹預期穩定。」至於通脹預期方面，他指出：「短期通脹預期有所上升，這反映在市場數據及調查結果當中。無論是消費者、企業及專業預測人士，受訪者普遍認為關稅是推動通脹上升的主因。然而，展望明年以後，大部分長期通脹預期的指標仍與聯儲局 2% 的目標一致。」

- 美國近期的「軟數據」——包括消費者與企業對美國經濟的調查結果——明顯較「硬數據」疲弱。2025 年第一季度，美國經濟按季收縮 -0.3%(經季節性調整年率)。然而，進口對首季度國內生產總值為 -5.0%，原因是企業為避免關稅提前進口商品。本地購買者的最終銷售(國內生產總值撇除庫存與貿易影響)於首季增長 3.0%，而 2024 年第四季度則為 2.9%。

- 5 月份的就業新增人數為 17.7 萬，高於市場預期及前一個月的表現；失業率維持在 4.2%，接近 56 年低位的 3.4%。在通脹方面，平均時薪按月僅上升 0.2%，按年升幅亦放緩至 3.8%，稍為緩和通脹壓力。
- 關稅憂慮亦導致企業盈利預測下調。根據 FactSet 數據，標普 500 企業 2025 年盈利的市場預測由年初的 +14.8% 下調至 +9.5%；2026 年盈利預測亦受關稅、經濟增長放緩及通脹上升的預期所拖累，由 +14.2% 降至 +11.1%。此等下調引發市場重新評價股票資產。
- 我們認為，關稅仍為通脹帶來上行風險，而經濟放緩與失業上升的壓力，或將促使聯儲局加快寬鬆步伐。我們維持預測聯儲局將於今年 6 月、9 月及 12 月各減息 0.25%，而 2026 年則預計利率維持不變。

聯儲局歷來最激進的加息週期，會否換來同樣猛烈的減息？



資料來源：彭博、滙豐環球私人銀行及財富管理，截至 2025 年 5 月 7 日。預測可能會改變。

投資影響

- 對固定收益投資者而言，儘管短期內關稅或會帶來通脹壓力，但任何市場利率的回升可視為策略性的入市機會。雖然通脹回落的進程較預期緩慢，但聯儲局似乎對通脹逐步邁向 2% 的方向感到滿意，即使短期內仍有關稅引發的通脹憂慮。因此，政策寬鬆有望很快重啟。
- 至於美股投資者，關稅廣泛實施及通脹可能加速，令 2025 年的企業盈利與經濟增長繼續受壓。
- 企業盈利預測大幅下調，反映出關稅若正式實施，將導致經濟增長放緩及利潤空間收窄，特別是企業選擇承擔部分成本增加。在關稅政策塵埃落定之前，美股或將持續波動，企業盈利展望仍難明朗。
- 現時估值已較為合理，市場氣氛相對疲弱，顯示美股的估值調整或已接近尾聲。
- 值得注意的是，儘管短期風險仍存，標普 500 在 2026 年的企業盈利預測大幅加快至 11%，為估值趨於合理的市場帶來上行空間。再加上聯儲局料將重啟寬鬆政策，過往數據顯示此舉對盈利增長及股市表現均具有正面推動作用。

免責聲明

本文件或影片由香港上海滙豐銀行有限公司（「HBAP」）（地址：香港皇后大道中1號）製作。HBAP在香港註冊成立，隸屬於滙豐集團。本文件或影片由滙豐銀行（中國）有限公司、滙豐銀行（新加坡）有限公司、滙豐銀行中東有限公司（阿聯酋）、滙豐英國銀行有限公司、滙豐銀行馬來西亞有限公司（198401015221（127776-V））/滙豐銀行馬來西亞有限公司分發和/或提供（20080100642 1（807705-X））、滙豐商業銀行（台灣）有限公司、滙豐銀行有限公司澤西島分行、滙豐銀行有限公司根西島分行、馬恩島滙豐銀行有限公司、滙豐歐洲大陸分行、希臘分行、香港上海滙豐銀行有限公司、豐拉圭銀行有限公司（滙豐印度）烏拉圭中央銀行授權及監理）、HBAP 斯里蘭卡分行、香港上海滙豐銀行有限公司菲律賓分行、滙豐投資及保險經紀菲律賓有限公司、滙豐金融科技服務（上海）有限公司及滙豐墨西哥股份有限公司銀行業 機構滙豐金融集團（統稱為「分銷商」）向其各自的客戶。本文件或影片僅供一般傳播及參考之用。

不得為任何目的複製或進一步散佈本文件或影片的內容（無論全部或部分）給任何個人或實體。本文件或影片不得在其散佈非法的任何司法管轄區內分發。所有未經授權複製或使用本文件或影片的行為均由使用者承擔責任，並可能導致法律訴訟。本文件或影片中包含的資料僅供一般參考，並不構成投資研究或建議或購買或出售投資的建議。本文件或影片中包含的一些陳述可能被視為前瞻性陳述，提供當前預期或對未來事件的預測。此類前瞻性陳述並非對未來績效或事件的保證，且涉及風險和不確定性。由於各種因素，實際結果可能與此類前瞻性陳述中所述的結果有重大差異。HBAP 和經銷商不承擔更新此處包含的前瞻性陳述的任何義務，也不承擔更新實際結果可能與前瞻性陳述中的預測結果不同的原因的任何義務。本文件或影片不具合約價值，也不以任何方式構成招攬，也不在任何此類要約不合法的司法管轄區內建議購買或出售任何金融工具。所表達的觀點和意見是基於編寫時滙豐全球投資委員會的觀點和意見，並可能隨時更改。這些觀點不一定能反映滙豐資產管理目前投資組合的組成。滙豐資產管理所管理的個人投資組合主要反映個人客戶的目標、風險偏好、時間範圍及市場流動性。

投資價值及其收益可能會下降也可能會上升，投資者可能無法收回最初投資的金額。本文件或影片中包含的過去表現並非未來表現的可靠指標，同時本文中包含的任何預測、預期和模擬均不應被視為未來結果的指標。當持有海外投資時，貨幣匯率可能會導致此類投資的價值下跌或上漲。新興市場的投資本質上比某些成熟市場的投資風險更高且波動性更大。新興市場的經濟一般嚴重依賴國際貿易，因此，它們已經並可能繼續受到其貿易國實施或談判的貿易壁壘、外匯管制、相對貨幣價值的管理調整和其他保護主義措施的不利影響。這些經濟體也已經並可能繼續受到其貿易國經濟狀況的不利影響。投資受市場風險影響，請仔細閱讀所有與投資相關的文件。

本文檔或影片概述了最近的經濟環境，僅供參考。所呈現的觀點是HBAP的觀點，基於HBAP的全球觀點，不一定與經銷商的本地觀點一致。該報告並未依照促進投資研究獨立性的法律要求編制，且在發布前不受任何交易禁令的約束。它並非旨在提供會計、法律或稅務建議，也不應被視為會計、法律或稅務建議的依據。在做出任何投資決定之前，您可能希望諮詢獨立財務顧問。如果您選擇不尋求財務顧問的建議，您應該仔細考慮該投資產品是否適合您。建議您在必要時取得適當的專業建議。

我們認為可靠的來源獲得的任何第三方資訊的準確性和/或完整性可能尚未經過獨立驗證，因此客戶在做出投資決定之前必須從多個來源尋求資訊。

以下聲明僅適用於滙豐墨西哥SA多重 銀行業 機構滙豐金融集團關於如何向其客戶分發該出版物的規定：該出版物由滙豐銀行墨西哥分行的 Wealth Insights 分發，其目的僅供參考，不應被解釋為購買或出售與金融工具、投資或其他金融產品有關的任何證券的要約或邀請。本通訊並非旨在詳盡描述在作出對任何產品進行任何變更和/或修改的決定時可能重要的考慮因素，本報告中包含或反映的內容不構成、也不旨在構成、也不應被解釋為建議、投資建議或購買或出售任何服務、產品、證券、商品、貨幣或任何其他資產的推薦、要約或邀請。

接收者不應將本文件視為其自身判斷的替代品。本文所提及的證券或金融工具的過去表現不一定能代表未來的結果。所有資訊及所示價格如有變更，恕不另行通知；墨西哥滙豐銀行財富洞察沒有義務更新或保持其最新狀態，或在本文提供的資訊發生任何更新或變更時發出任何通知。本文所述的證券和投資產品可能不適合在所有司法管轄區銷售，或可能不適合某些類別的投資者。

本通訊所包含的資訊來自多種被認為可靠的來源；但其準確性和完整性無法保證。滙豐墨西哥分行對於因傳輸錯誤、不準確、遺漏、市場因素或條件變化或任何其他超出滙豐控制範圍的情況而產生的任何損失或損害概不負責。不同的滙豐法人實體可能會根據當地監管要求在國際上進行財富洞察分銷。

關於香港上海滙豐銀行有限公司（印度）（「滙豐印度」）的重要訊息

滙豐印度是香港上海滙豐銀行有限公司的一個分行。滙豐印度是一家在印度註冊並受監管共同基金分銷商和第三方實體投資產品的推薦商。滙豐印度不向美國、加拿大的公民或居民分送投資產品 或紐西蘭或任何其他此類分發違反法律或法規的司法管轄區。

以下聲明僅適用於滙豐商業銀行（台灣）股份有限公司就本刊物如何派發予客戶而言：滙豐商業銀行（台灣）股份有限公司（以下簡稱「本行」）於提供信託服務/業務時，應盡到作為合理人應盡的受託責任。但本行並未對信託業務的管理或營運表現作出任何擔保。

以下聲明僅適用於 PT Bank HSBC Indonesia（「HBID」）：PT Bank HSBC Indonesia（「HBID」）由印尼金融服務管理局（「OJK」）授權並受其監管。客戶必須明白，歷史表現並不能保證未來的表現。HBID 提供的投資產品是第三方產品，HBID 是共同基金和債券等第三方產品的銷售代理。HBID 和滙豐集團（滙豐控股有限公司及其子公司和聯營公司或任何分支機構）不保證基礎投資、本金或客戶投資的回報。印尼存款保險公司（LPS）的存款保險計劃不涵蓋共同基金和債券的投資。

有關 ESG 和永續投資的重要訊息

今天，我們為許多對溫室氣體排放貢獻巨大的產業提供資金。我們有一個策略來幫助我們的客戶減少他們的排放並減少我們自己的排放。欲了解更多信息，請訪問：www.hsbc.com/sustainability。

廣義上，「ESG 和永續投資」產品包括不同程度考慮環境、社會、治理和/或其他永續因素的投資方法或工具。我們歸類為可持續的某些工具可能正在發生變化，以實現永續性成果。無法保證 ESG 和永續投資產品會產生與不考慮這些因素的產品類似的回報。ESG 和永續投資產品可能與傳統市場基準有所不同。此外，ESG 和永續投資或 ESG 和永續投資產品的影響沒有標準定義或衡量標準。ESG 和永續投資及相關影響衡量標準 (a) 高度主觀，且 (b) 在不同產業之間和同一產業內可能存在很大差異。

滙豐銀行可能依賴第三方提供者或發行人制定和報告的測量標準。滙豐銀行並非總是針對衡量標準進行自己的特定盡職調查。無法保證：(a) 投資的 ESG/永續性影響或衡量標準的性質將與任何特定投資者的永續性目標保持一致；或 (b) 將實現規定的 ESG / 永續性影響水準或目標水準。ESG 和永續投資是一個不斷發展的領域，正在製定的新法規將影響投資的分類或標籤方式。今天被認為符合永續標準的投資在未來某個時候可能不再符合這些標準。

本文件或影片的內容尚未經過香港或任何其他司法管轄區的任何監管機構的審查。建議您對投資和本文件或影片保持謹慎。如果您對本文件或影片的任何內容有疑問，您應該尋求獨立的專業建議。

© 版權所有 2025。香港上海滙豐銀行有限公司。保留一切權利。

未經香港上海滙豐銀行有限公司事先書面許可，不得以任何形式或任何方式（無論是電子、機械、影印、攝錄或其他方式）複製或傳送本文件或影片的任何部分或將其任何部分儲存於檢索系統內