



▲隨着通脹壓力升溫，市場對美國年內減息兩次的預期，已轉為計算今年加息的可能性。

經濟觀察家

僅僅幾周，市場對今年剩餘時間的流動性預期便迎來180度急轉彎。在波斯灣局勢持續緊張、國際油價居高不下的壓力下，通脹風險再度升溫，主要央行普遍按兵不動，甚至釋放「鷹」派信號，市場此前的寬鬆預期快速逆轉。

同樣，美聯儲也不例外，年初市場還普遍預期美國年內降息兩次左右；但在通脹隱憂重新抬頭下，政策預期已顯著轉向，市場甚至開始計算其重啟加息的可能性。那麼，美聯儲今年是否存在再度加息的可能？

美聯儲年內會重啟加息嗎？



民生國計
陶川

回顧過去的加息周期，我們可以發現，從就業和通脹的雙重目標上，美聯儲啟動加息通常具備以下典型特徵。

就業疲弱 難承受貨幣緊縮

首先，就業市場持續回暖、勞動力供需偏緊所帶來的經濟韌性，往往構成美聯儲開啟加息的重要先決條件。1970年以來的加息周期中，加息啟動前美國新增非農就業3個月均值多維持在20萬人左右，失業率整體呈現下行趨勢，強勁的就業表現為美聯儲啟動貨幣緊縮提供了堅實基本面支撐。

此外，通脹水平是加息的重要考量，但通脹預期同樣重要，這直接決定了美聯儲收緊政策的緊迫性與力度。美聯儲加息並非總跟隨通脹明顯回升，在經濟企穩後，即便短期通脹溫和，聯儲也會因擔憂薪資黏性與後續通脹反彈，採取預防式加息，此時對未來通脹的預期更為重要；而1973、1977年石油危機以及2022年全球供應鏈、能源等重大供給衝擊時期，美聯儲則多呈現滯後性應對加息，利率上行節奏往往與物價上漲同步，甚至滯後於通脹走高。

反觀當前階段，宏觀環境與歷史加息周期存在明顯不同。一方面，美國勞動力市場已呈現持續疲弱態勢，就業修復基礎尚不穩固。當前美國新增非農中樞維持在零附近，失業率也呈現上行趨勢，在此背景下，若美聯儲貿然啟動加息，不僅難以形成政策支撐，反而可能進一步衝擊本就脆弱的就業市場，加劇經濟下行壓力。

另一方面，雖然短期存在通脹擔憂，但通脹預期依然相對穩定。我們認為，核心原因在於本輪國際油價上行，在供給端與需求端均缺乏通脹持續傳導的關鍵基礎。對比上世紀70年代石油危機、2022年俄烏衝突引發的兩次能源價格衝擊，其之所以能向通脹端持續擴散，本質上都離不開當時特殊的供給格局支撐與強力的需求刺激政策托底，而這些關鍵條件在當前均不具備。

除了加息的條件嚴苛以外，加息的代價也是美國經濟和特朗普政府所難以承受的。在美國經濟和金融市場（除了AI）愈發脆弱的背景下，倉促加息極有可能對經濟造成顯著的負面衝擊，市場當前定價的「滯脹」交易持續性或較弱，最終演化為「衰退」交易的可能性不低。

我們此前提到，當前美國經濟的核心問題是「K型」分化，這也是中期選舉年，特朗普要解決的根本問題。一方面要維持AI投資對經濟的支撐作用，以及股市上漲對消費的拉動；另一方面則要維持財政擴張的力

度來「保民生」。而一旦利率上行，對兩者的負面衝擊都是顯而易見的。首先從AI投資來看，儘管當前AI產業仍處於落地深化階段，雖可能尚未到形成資產泡沫的程度，但此前市場已多次出現對高估值與過快上漲的擔憂，科技股整體脆弱性顯著抬升，對政策與流動性變化極為敏感，稍有「風吹草動」便容易引發劇烈波動。一旦加息落地，可能使市場形成持續的負面預期，帶來風險偏好的快速回落，不僅會引發科技股估值回調，居民財富效應直接下降，更可能直接導致AI領域投融資降溫、資本開支收縮。

這一邏輯並非孤例，2000年科網泡沫時期的歷史經驗極具警示意義。在流動性收緊與利率上行周期中，高估值成長板塊往往首當其衝，前期由資金驅動的估值擴張難以為繼，如果再疊加盈利兌現不及預期，極易引發估值與盈利的「戴維斯雙殺」，形成資本市場與產業投資同步降溫的局面。2000年隨着美聯儲連續加息，思科、微軟、英特爾等科網龍頭估值快速坍塌、股價大幅下挫，市場對新經濟的成長敘事迅速修正，資本開支顯著收縮，風險偏好回落與產業投資放緩相互強化，形成顯著的負向反饋循環。

科企恐縮投資 估值塌方

同樣，當前AI的投資對於美國經濟的增長也至關重要，成為不可或缺的一環。截至2025年第四季，美國AI相關投資對美國經濟年環比增長的貢獻達到了1.07%，約佔總增長的一半左右。一旦利率上行引發企業投資快速收縮，可能顯著放大經濟下行壓力，成為推動經濟走向衰退的重要推手。

其次，加息與油價上漲形成的「雙重擠壓」效應，將顯著加劇中低收入群體的生活成本與償債壓力，甚至可能引發更深層次的民生困境。事實上，當前美國中低收入群體的經濟處境本就更為脆弱，正如我們在報告中所揭示的，中低收入群體在經濟增長中明顯掉隊，民生壓力已成為美國經濟的核心痛點。

在此背景下，若油價上漲與加息周期形成共振，無疑將是「雪上加霜」。油價攀升直接推高交通、取暖等基本生活開支，侵蝕本已縮水的可支配收入；而加息則意味着房貸、信用卡債務等利息支出增加，進一步擠壓家庭財務彈性。兩者疊加，不僅可能迫使中低收入家庭削減必要消費、推遲大額支出，甚至可能將其推向債務違約的邊緣，從而對其生活質量與資產負債表構成實質性威脅，這對特朗普應付中期選舉非常不利。

根據達拉斯聯儲測算，霍爾木茲海峽關閉將對2026年二季度經濟造

成顯著衝擊，單季拖累或達2.9個百分點。雖然短期復航，經濟活動有望回補，但實質性的供應鏈衝擊已經形成，全球供應鏈效率的下降，以及後續的庫存紊亂必然拖累經濟修復的幅度和時間。此時若再疊加加息的影響，供給衝擊與金融條件收緊共振，或使美國經濟陷入嚴重放緩。

因此，無論是出於經濟下行的壓力還是特朗普的政治考量，加息給本屆政府帶來的成本和面臨的阻力無疑是巨大的。

需先滿足三大條件

那麼，什麼條件有可能觸發今年美聯儲加息呢？我們認為，今年美聯儲若要重啟加息，可能需要從通脹源頭、需求傳導以及政策約束等多方面形成共振。

通脹源頭上，中東局勢現長期僵持化態勢，使得油價全年維持在100至120美元甚至更高位置。根據我們此前測算，靜態模型下，今年美國通脹將回升到3.5%以上，更關鍵的是，若地緣衝突持續發酵、供給擾動難以緩解，能源價格的持續上行將點燃中長期通脹預期，這比單純的通脹讀數反彈對美聯儲政策轉向更為關鍵。

傳導機制上，特朗普可能需要出台更大力度的財政擴張政策打通需求堵點。中期選舉年，若特朗普效仿拜登時期推出大規模財政刺激，通過居民補貼、減稅及此前承諾的一系列可負擔性支持政策，直接提振居民可支配收入，快速激活終端需求，可能打通通脹向下游投資消費傳導的鏈條，這或將成為年內二次通脹的最大風險來源。

政策約束上，沃什能否堅守政策獨立性也是不容忽視的關鍵條件。相較於鮑威爾，沃什當前政策立場明顯偏鷹，本輪競選公開傾向將利率降至3厘左右，展現的政策定力與抗通脹決心相對偏弱，在白宮的施壓下，其轉向緊縮的可能性值得商榷。除此之外，美聯儲領導層交接進程本身也構成潛在風險，若沃什未能順利通過參議院確認，鮑威爾將繼續以臨時主席身份主持決策，可能提升年內重啟加息的概率。

因此，綜合以上三大條件，我們認為年內需要重點觀察的重要風向標包括：通脹預期的邊際變化（油價的持續性）、財政政策的推出節奏與落地效果，以及沃什後續的政策表態與決策傾向，這些變量將共同影響今年美聯儲是否出現政策轉向，以及轉向的節奏與幅度。

但至少從當前來看，考慮到上述條件的達成難度，美聯儲年內加息的難度和門檻都不低。

（作者為國聯民生證券首席經濟學家）

供需恢復加快 中國製造業向好



經濟把脈
梁中華

3月份中國製造業採購經理指數（PMI）為50.4，比2月上升1.4個百分點，時隔兩個月重返擴張區間。在春節假期過後的月份，PMI通常環比回升，3月漲幅高於過去幾年的同期均值。究其原因，第一，春節擾動消退後，企業集中復工復產。第二，「十五五」規劃開局之年，政策前置發力，投資托底效應顯現。第三，中國出口延續韌性，對PMI的恢復形成支撐。

構成製造業PMI的5個分類指數中，生產指數和新訂單指數均高於臨界點，原材料庫存指數、從業人員指數和供應商配送時間指數則低於臨界點。其中，新訂單指數、生產指數分別把該月製造業PMI上拉0.9個、0.45個百分點。

大型企業PMI為51.6，比2月上升0.1個百分點；而此前受衝擊最嚴重的中、小型企業PMI分別回升至49和49.3，環比分別上升1.5個和4.5個百分點。究其原因，除了季節性因素的影響，也體現了出口韌性的支撐。

從行業看，高技術製造業PMI為52.1，比2月上升0.6個百分點，連續14個月高於臨界點；裝備製造業和消費品行業PMI分別為51.5和50.8，比2月分別上升1.7個和2個百分點；高耗能行業PMI為48.9，比上月上升1.1個百分點。

生產指數和新訂單指數分別為51.4和51.6，比2月上升1.8個和3個百分點。從行業看，農副食品加工、有色金屬冶煉及壓延加工等行業產需兩旺，生產指數和新訂單指數均高於55.0%；而紡織服裝服飾、化學纖維及橡膠塑料制品等行業兩個指數繼續低於臨界點，行業分化明顯。

中東衝突 推高油價與運費

出口方面，新出口訂單指數為49.1，較上月回升4.1個百分點。究其原因，一方面，得益於近期全球貿易溫和復甦。另一方面，或與部分行業搶出口有關。今年1月8日，財政部、稅務總局發布公告，自4月1日起取消光伏等產品的增值稅出口退稅。這或促使相關企業加快出口節奏，帶動新能源汽車、電力電子設備、光伏玻璃等產業鏈

出口走強。3月份，主要原材料購進價格指數和出廠價格指數分別為63.9和55.4，比2月上升9.1個和4.8個百分點。究其原因，一是，需求恢復帶動企業採購意願增強。採購量指數回升2.7個百分點至50.9；二是輸入性通脹的影響。中東地緣衝突推動國際油價上漲、物流運價增加，石油煤炭及其他燃料加工、化學原料及化學製品等行業購進價格指數均高於70。國家統計局調查顯示，3月反映原材料成本高的和物流成本高的企業比重均較2月上升。接下來，油價大概率維持高位，石油、化工等相關原材料高價仍將為整體價格指數提供支撐。

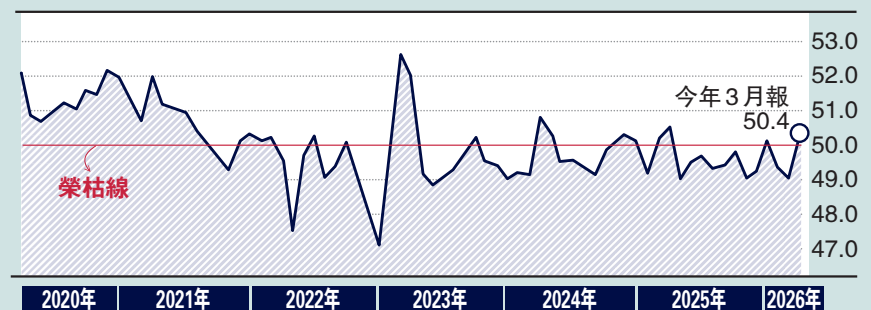
在產需恢復的帶動下，企業採購意願增強，採購量指數為50.9，比2月上升2.7個百分點。從庫存看，原材料、產成品庫存指數分別為47.7、46.7，比2月上升0.2個、0.9個百分點。春節後，復工復產帶動企業生產經營活動回暖，庫存去化速度有所放緩。服務業商務活動指數為50.2，比2月上升0.5個百分點。服務業的內部結構分化明顯，一方面，生產性服務業表現強勁。鐵路運輸、電訊廣播、貨幣金融服務等行業指數高於55，顯示基礎設施保障和金融服務需求旺盛；另一方面，消費性服務業景氣回落。零售、住宿、餐飲等行業指數低於臨界點，表明春節消費旺季過後，居民出行和接觸性消費出現邊際回落。

建築業商務活動指數為49.3%，比2月上升1.1個百分點。建築業新訂單指數為43.5，比2月上升1.3個百分點，但還有待進一步提升。此外，建築業業務活動預期指數為50.5，比上月下降0.4個百分點。儘管天氣轉暖，但房地產和基建項目的實際開工和新增需求依然不足，企業對未來市場前景預期趨於謹慎。

總結來看，春節後，製造業供需恢復加快，但是基礎尚不牢固。需要提醒的是，原材料價格飆升或擠壓中下游企業的利潤空間，可能抑制後續投資和生產意願。在非製造業，消費性服務業復甦基礎還需鞏固，建築業商務活動還需政策加大扶持。接下來，中東地緣衝突走勢仍然是關鍵變量。若油價持續高企，中下游行業成本壓力或將進一步凸顯。

（作者為國泰海通首席宏觀分析師）

中國製造業PMI近年來走勢



港樓市迎來價量齊升



樓市智庫
陳永傑

今年首季樓市展現出強勁的「復活」勢頭，一、二手市場同步價量齊升，交投活躍度顯著回暖。新盤市場百花齊放，發展商加快推盤步伐應市，帶動首季一手成交錄得超過6000宗，不僅重返疫情前水平，更刷新了自2013年一手新例實施以來的同期最高紀錄。對比2022年同期不足1000宗的低谷，成交量大幅反彈逾5倍。

隨着新盤頻現「一Q清袋」的理想銷情，入市氣氛被全面激發。購買力由一手擴散至二手市場，不少用家及投資客積極物色減價盤。首季二手私人住宅買賣登記量成功重上一萬宗大關，錄得一萬一千多宗，創下近5年同期新高。

三大因素推動復甦

樓價升勢亦明顯加快。中原城市領先指數（CCL）首季累計升幅接近5%，已連續三個季度報升。事實上，部分指標樓苑的表現更跑贏大市，像被公認為「樓市探熱針」的鯽魚涌太古城，首季升幅達到13%，反映出優質盤源的彈力極強。按此趨勢推算，全年樓價升幅極大機會超越年初預測的15%，復甦步伐遠超市場預期。

其實樓市能從低谷「復活」過來，主要是靠三股力

量在背後推波助瀾。首先，政府全面「撒辣」取消SSD、BSD和NRSD，直接移除了所有額外的交易門檻，讓內地買家和投資客不再觀望，甚至有人從「買一間」變成「掃十間」，信心瞬間噴發。

接着是減息預期提供了持續的動力，隨着息率見頂回落的信號愈來愈明確，大家的供樓壓力小了，長線入市的膽量也大了。最後，在租金一直升、利息向下的環境下，「供平過租」的轉折點再度出現，讓很多原本觀望的租客覺得「買樓划算過交租」，剛性需求就這樣全面釋放。

在這種積極入市的氣氛下，業主心態也完全轉強，現在平價盤買少見少，反價、惜售的情況屢見不鮮；與此同時，發展商亦開始善價而沽，部分新盤的銷售策略已由「求量」轉向「求價」，市場正進入價量齊升的新局面。

（作者為中原地產亞太區副主席兼住宅部總裁）



▲隨着樓市穩步復甦，近期的新盤銷售反應都表現理想。