

研究报告

欢迎扫码关注
工银亚洲研究

中国工商银行 (亚洲)

东南亚研究中心

李卢霞 兰澜 杨童舒

降息必要性仍存、紧迫性待观察

——美联储4月议息会议点评

阅读摘要

4月美联储FOMC会议维持基准利率在3.5%-3.75%不变符合预期。具体看有3个要点：(1)委员会内部分歧显著加大，鹰派压力有所上升，宽松倾向面临一定挑战。(2)中东能源冲击与关税效应交织推高通胀，经济前景不确定性增大。(3)鲍威尔与沃什的主席交接预计平稳推进，政策连续性有望得到维护。后续需重点关注中东冲突演绎路径及经济数据表现，6月会议更新的经济预测摘要(SEP)及点阵图，预计可为下半年政策路径提供更多信息。

往后看，我们基于“四边形模型”的判断较市场略偏鸽。中性情形下(中东冲突趋势性缓和)，**预计2026年仍存在一次25BP的降息空间，但不确定性仍高**。基本上，美国经济(尤其是消费端)仍具一定韧性；同时劳动力市场的结构性错配尚未完全缓解，使政策抉择具备一定观望空间。通胀方面，短期或受到能源价格扰动，但核心通胀整体保持稳定(预计2026年约为2.4%)，年内加息的可能性较低。金融条件总体处于相对宽松且稳健状态，也意味着降息的紧迫性有限，**政策路径更可能表现为缓慢、渐进式宽松**。

从资产价格前瞻来看，**美元指数**受地缘因素支撑，短期或维持高位震荡；伴随地缘风险趋势缓和、避险需求回落，其支撑预计在二季度边际减弱。若市场开始计入降息预期，美元中期趋势性走弱的动能料逐步显现。**美债方面**，美联储政策观望期间短端利率下行空间有限，长端利率或延续高位震荡格局，同时需关注地缘形势反复及日本央行政策路径等外部变量的扰动。

降息必要性仍存、紧迫性待观察

——美联储4月议息会议点评

一、4月议息会议核心要点

4月30日，美联储FOMC会议维持基准利率在3.5%-3.75%不变、符合预期，但委员会内部分歧显著扩大，鹰派压力有所上升，宽松倾向面临一定挑战。中东能源冲击与关税效应交织推高通胀，经济前景不确定性增大。鲍威尔（Jerome Powell）与沃什（Kevin Warsh）的主席交接预计平稳推进，政策连续性有望得到维护。

1. 维持利率不变符合预期。美联储将基准利率维持在3.5%-3.75%水平，为年内连续第三次维持利率不变。然而，委员会内部分歧创30余年来之最，仅三分之二的官员投票支持，其余有3位官员虽支持利率的目标区间但反对在声明中保留宽松倾向的措辞¹、1位官员投票主张降息25BP（米兰），宽松倾向面临一定挑战。声明中保留了未来对利率“额外调整”（additional adjustments）的表述，但三位官员的反对票释放出对通胀压力更多的担忧信号，整体上美联储内部政策立场或向更加审慎的中性区间移动。

2. 关注中东冲突对通胀和增长的进一步冲击。声明将通胀描述为“通胀处于高位”（Inflation is elevated），较此前“略高”（somewhat elevated）的措辞升级，反映了对

¹克利夫兰联储主席哈马克、明尼阿波利斯联储主席卡什卡里和达拉斯联储主席洛根。

中东冲突推升能源价格、进而推高通胀的担忧。鲍威尔在发布会上进一步披露，3月整体PCE同比上涨3.5%、核心PCE上涨3.2%，后者主要受关税对商品部门价格的传导效应驱动。经济增长方面，声明指出“中东事态的发展正在加剧经济前景的高度不确定性”。

3. 美联储主席预计平稳交接，政策连续性可期。鲍威尔将于5月卸任主席，但继续以理事身份留任至调查程序结束，具体时间待定。他明确承诺“保持低调”，不会充当“影子主席”。沃什的提名已获参议院银行委员会推进，后续确认程序大概率顺利。整体看，美联储稳定性及独立性得到维护，政策连续性可期。

二、“四边形”模型指向后续仍有1次降息（25BP），政策路径不确定性仍高

尽管核心通胀影响尚不明显、但整体通胀受能源冲击扰动上行，劳动力市场结构性趋弱但消费仍呈韧性、金融环境整体偏宽松，短期降息掣肘仍存、紧迫性有限；沃什在强调政策独立性的同时为调整预留空间，但其与鲍威尔分歧不大、实际影响仍存不确定性，短期政策难有明显变化，后续更可能体现为边际转松。在此背景下，“四边形”模型仍指向后续存在一次25BP降息空间。

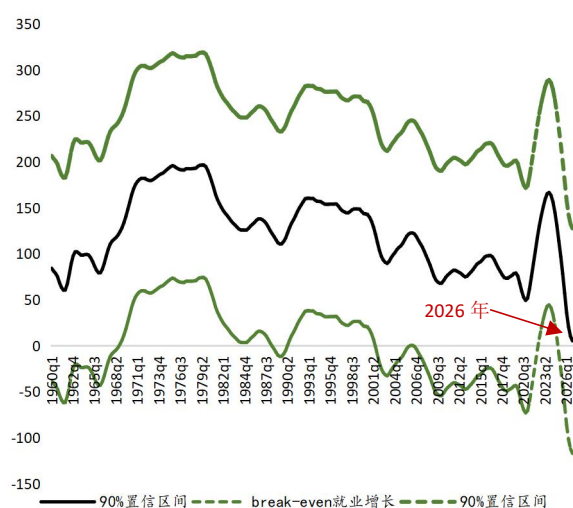
（一）从经济数据看：增长与劳动力市场整体表现温和，但结构性隐忧仍存，政策空间有所打开但紧迫性有限

增长仍具韧性但结构分化加剧。2025 年实际 GDP 环比折年率为 2.1%（前值 2.8%），经济延续温和扩张。步入 2026 年，消费增长“K 型”特点突出，能源支出上升挤压服务消费，核心通胀侵蚀实际收入，低收入群体消费受限。AI 关联投资、补库周期等有望推动投资逐步修复但结构性、不确定性挑战仍存，前期累库去化接近尾声，补库周期或重启，但劳动力短缺、供应链割裂、利率高企背景下制造业普遍回流难度仍大；市场 AI 投资意愿仍积极，霍尔木兹海峡受阻对 AI 产业链供应冲击、AI 商用的广泛效益仍待持续观察；高利率对房地产投资的抑制作用仍在持续，住房部门活动较为疲软。净出口对增长的拖累效应有望趋势性减弱，伴随贸易政策回归常规工具框架、关税冲突最激烈阶段或已过去（“抢进口”背景下 2025 年 1 季度净出口大幅拖累增长，2 和 3 季度转为正向拉动，4 季度正向影响趋弱）；科技与 AI、原油与药品等进口需求高增仍带动 2 月贸易逆差延续扩大，但中东冲突推高油价、利好成品油出口。

劳动力市场温和增长，但结构性失衡持续加剧。规模看，周期承压底色未改。2026 年一季度新增非农就业月均 6.8 万人，较 2025 年月均不到 1 万人温和扩张，但仍远低于 2024 年水平。3 月失业率微降至 4.3%，但劳动参与率滑落至 61.9%，为 2021 年 11 月以来最低，就业人数实际减少 6.4 万人，失业率下行或更多源于劳动力退出而非就业实质改善。结构上，

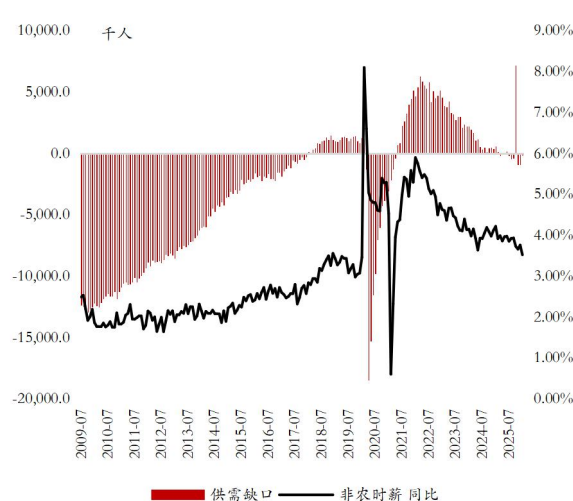
劳动力市场平衡向“弱需求”转换。美联储近期研究²指出：2024-2025年，劳动力增长显著放缓，2026年“维持失业率不变所需的就业增长水平（breakeven employment growth）”可能接近于零。这意味着盈亏平衡就业增长接近零、就业正负波动概率趋同，且潜在增长将主要由生产率驱动，标志劳动力市场与增长结构的显著转变。

图表 1：美联储指出，为使失业率不变所需就业增长水平可能接近于 0



数据来源：WIND、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

图表 2：劳动力市场平衡向“弱需求”转换



数据来源：WIND、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

从数据上看，JOLTS 职位空缺与失业人数之比（Vacancy-to-Unemployed Ratio）已从 2022 年 7 月高点 2:1 回落至 2026 年 2 月约 0.91:1。薪资增速持续减弱，3 月平均时薪同比上涨约 3.5%，为 2021 年 5 月以来最低增速。企业招聘意愿下降、议价能力增强，失业压力边际抬升，同时 AI 商业化或将进一步带来结构性扰动。

² 参考美联储报告：Labor force growth, breakeven employment, and potential GDP growth.

（二）从通胀看：通胀压力短期受能源冲击扰动，核心通胀彰显韧性，短期指向缓降息

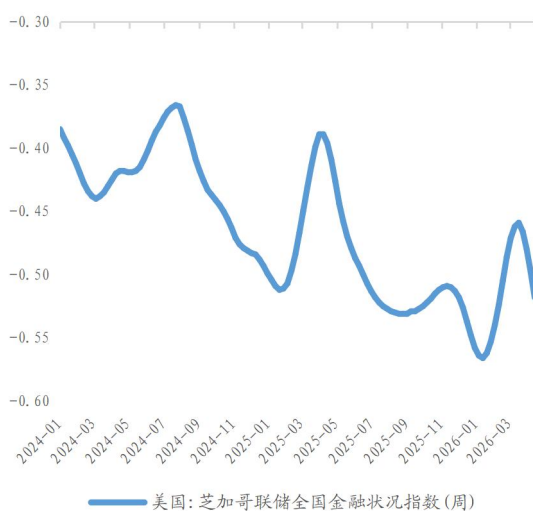
短期通胀受能源价格扰动上行。2026年3月CPI同比3.3%（前值2.4%），核心CPI为2.6%（前值2.5%），本轮上行主要由能源驱动，对整体涨幅贡献接近四分之三。核心通胀总体保持稳定，核心商品温和增长、核心服务涨幅略有放缓，但交通与机票价格显示一定二次传导。未计入能源影响的2月的核心PCE仍处3.0%，高于政策目标。展望来看，若能源传导与关税成本，叠加《大而美法案》减税对需求的支撑效应，短期通胀回落或受扰；但考虑到产业链消化与企业成本调整机制，能源冲击影响预计偏阶段性，不改变中长期通胀与政策主线。

（三）从金融市场流动性看：金融环境总体宽松稳健，降息迫切性不大

2025年12月再度降息以来，金融状况总体维持宽松、边际上略有收敛。货币市场利率方面，美国担保隔夜融资利率（SOFR）的隔夜、1个月、3个月期限利率均呈现震荡走势，隔夜SOFR在3.65%附近波动。但3个月SOFR期货隐含利率年初以来显示小幅回升迹象，市场对未来降息空间的定价或趋于收敛。银行体系流动性方面，存款准备金占商业银行总资产比率自2025年11月以来曾短暂下探

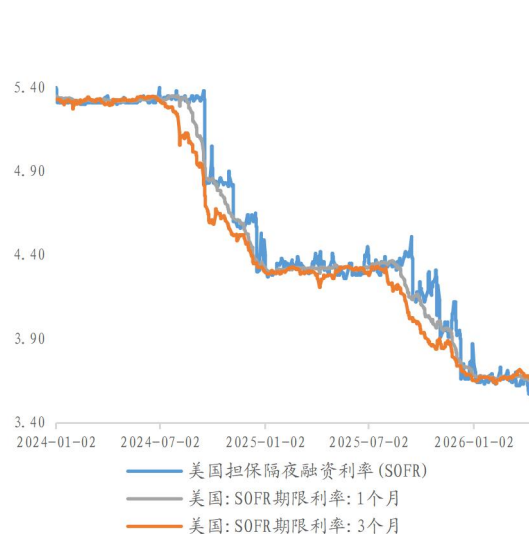
至“充裕”区间³下限附近，2026年4月以来已回升至“充裕”范围内、4月12日为12.39%。芝加哥金融条件指数4月读数⁴为-0.52，虽较去年底的-0.54略有收敛，但仍处于负值区间，显示相对宽松。

图表 3：芝加哥金融条件指数仍处于负值区间



数据来源：WIND、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

图表 4：各期限 SOFR 利率区间震荡



数据来源：WIND、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

（四）从非经济因素看：美联储候任主席强调美联储独立性、主张政策框架变革，长期或仍有降息空间

4月21日，美联储候任主席凯文·沃什在参议院听证会上强调政策独立性，否认政治干预，并提出优化通胀分析框架、关注人工智能对通胀与劳动力市场的长期影响。其表述虽未明确指向降息，但为政策调整保留空间，“降息+缩表”的组合仍具讨论基础。近期司法部终止对鲍威尔的调查后，参议院推进沃什确认程序，市场对其偏鸽预期有所升温，但

³ 根据纽约联储，准备金占商业银行总资产比率处在12%-13%以上为充裕 (abundant)，8%-10%以下则为缺乏 (scarce)，在此之间一般认为是适度充裕 (ample)。

⁴ 截至2026年4月24日数据。

这一判断仍需谨慎：其在 FOMC 内的实际影响力存在不确定性，且其通胀分析框架与鲍威尔并无本质差异。总体看，在当前不确定性较高的环境下，人事变化对短期政策影响有限，但若提名落地，下半年政策存在边际转松可能。

三、金融资产价格走势前瞻

1. 美元：短期内预计延续偏高位震荡走势，后续随着降息逐渐计入趋势性走弱

会议后美元指数与会前几乎持平，报 98.9 点⁵。美元指数短期仍受地缘不确定性与避险需求支撑，或维持高位震荡；但随着风险事件逐步缓和、资金回流风险资产，其支撑预计在二季度边际减弱。若市场开始更充分计入后续降息路径，叠加美国增长动能边际放缓，美元中期趋势性走弱的动能料逐步显现。

2. 美债：短端下行空间有限，长端或维持高位震荡

美债方面，短端利率对政策预期更为敏感，在降息节奏偏缓、通胀仍具粘性的背景下，下行空间整体有限，更多体现为阶段性交易机会而非趋势性回落。长端利率则受期限溢价与供需结构主导，在财政赤字维持高位、国债供给压力持续及海外配置需求存在不确定性的情况下，或延续高位震荡格局。与此同时，需重点关注地缘形势反复、私募信贷市场

⁵ 统计时段为自北京时间 2026 年 4 月 30 日凌晨 2 点 30 分（美元指数报 98.95 点）起至上午 9 点（美元指数报 98.90 点）。

潜在风险⁶、日本央行政策正常化及全球资金流向变化等外部扰动对利率中枢的影响。

⁶ 详见前期报告《近期美国私募信贷赎回事件简析》。



香港中資銀行業協會
Chinese Banking Association
of Hong Kong

**本文章版权属撰稿机构及/或作者
所有，不得转载。**

**本文章发表的内容均为撰稿机构
及/或作者的意见及分析，并不代
表香港中资银行业协会意见。**