

两难之中静观其变——美联储 5 月会议点评

宏观点评

日期： 2025.05.13

分析师 尤春野

登记编码：S0950523100001

☎：021-61102508

✉：youchunye1@wkzq.com.cn

事件描述

北京时间 5 月 8 日凌晨，美联储公布 5 月利率会议决议。会议决定维持联邦基金利率目标区间在 4.25%-4.5% 不变，缩表速度不变，符合市场预期。

事件点评

美国滞胀压力加大。在关税战的影响之下，美国经济已经开始出现滞胀信号，美联储也对此高度重视。美联储在会议公告中添加了“高失业和高通胀的风险都有所上升”的表述，鲍威尔在新闻发布会上也表示“如果已宣布的大幅提高关税措施持续下去，可能会导致通胀上升、经济增长放缓和失业率上升”，表明美联储高度重视滞胀风险。从白宫最新表态来看，对于和各国的关税谈判，美国政府不打算取消 10% 的基准加征幅度，即关税的影响还会在未来持续体现，尤其在进口价格上。我们认为美国陷入滞胀的可能性较大，衰退的概率也不低。

保就业和防通胀的两难选择。美联储选择暂时观望，不采取任何行动。鲍威尔在新闻发布会上声称，“我们认为，不需要急于调整利率”，“我们认为可以耐心，我们将关注数据”，“对我们来说，观望和观察是一个相当明确的决定”。也就是说，在贸易政策和经济趋势进一步明确之前，美联储都倾向于不采取行动，6 月份降息的可能性也相对较低。美联储下一步行动的方向将取决于就业走弱和通胀抬升的趋势哪一个更加明显，未来几个月的数据将成为判断依据。

预计下半年继续降息。虽然美联储没有给出任何对于未来政策路径的指引，但我们预计下半年仍会继续降息 3-4 次。首先，就短期趋势而言，经济下行比通胀上行的压力更加明显。如果关税造成美国经济衰退，则在衰退阶段会出现需求萎缩导致的通缩动力，从而在一定程度上对冲关税的通胀压力。所以对于美联储而言，呵护经济可能相对更加紧迫。其次，金融市场可能会倒逼美联储加大宽松力度。如果特朗普政府的贸易谈判进展不够顺利，或经济基本面恶化速度过快，则美国股市可能会再度出现抛售潮。同时，近期美国长端国债收益率也大幅上行，市场对美债的抛售力度也增加。为了维护金融稳定，美联储实施降息的必要性较强。我们认为美联储降息周期仍会持续，全球流动性仍将趋于宽松，宽松周期的节奏可能受到关税战的干扰，但是大方向不变。

风险提示： 1、美国关税谈判陷入僵局；2、美国通胀快速上升；3、美国经济超预期下行。

美联储如期维持利率不变

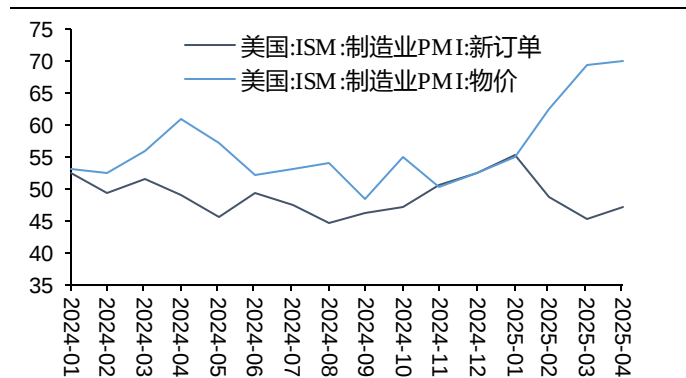
北京时间 5 月 8 日凌晨，美联储公布 5 月利率会议决议。会议决定维持联邦基金利率目标区间在 4.25%-4.5% 不变，缩表速度不变，符合市场预期。会后，美元上涨，黄金下跌，美股小幅下跌。资产价格的变化反映出市场对于会议做出了偏鹰派的解读。

美国滞胀压力加大

在关税战的影响之下，美国经济已经开始出现滞胀信号，美联储也对此高度重视。从企业端的调查来看，近几个月美国 PMI 新订单指数大幅下滑，而物价指数持续上升，反映出较为明显的“滞胀”预期。从居民端调查来看，近几个月美国消费者信心持续下行，同时通胀预期持续上行，也是较强的“滞胀”组合。美联储在会议公告中添加了“高失业和高通胀的风险都有所上升”的表述，鲍威尔在新闻发布会上也表示“如果已宣布的大幅提高关税措施持续下去，可能会导致通胀上升、经济增长放缓和失业率上升”，表明美联储高度重视滞胀风险。

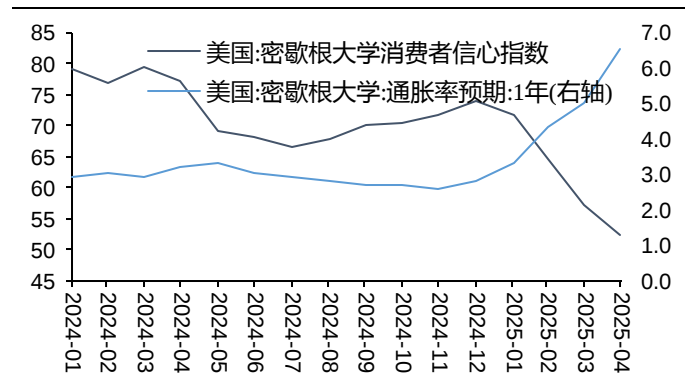
从白宫最新表态来看，对于和各国的关税谈判，美国政府不打算取消 10% 的基准加征幅度，即关税的影响还会在未来持续体现，尤其在进口价格上。我们认为美国陷入滞胀的可能性较大，衰退的概率也不低。

图表 1：美国 PMI 指数显示出滞胀压力



资料来源：Wind，五矿证券研究所

图表 2：美国消费者信心



资料来源：Wind，五矿证券研究所

保就业和防通胀的两难选择

美国的“滞胀”预期导致美联储陷入两难境地。一方面，经济面临的下行压力需要美联储加快降息以呵护经济和金融市场。但另一方面，关税战阴云之下美国通胀预期不断升温，限制了美联储宽松的空间。

在“保就业”和“防通胀”的两难选择之间，美联储选择暂时观望，不采取任何行动。鲍威尔在新闻发布会上声称，“我们认为，不需要急于调整利率”，“我们认为可以耐心，我们将关注数据”，“对我们来说，观望和观察是一个相当明确的决定”。也就是说，在贸易政策和经济趋势进一步明确之前，美联储都倾向于不采取行动，6 月份降息的可能性也相对较低。美联储下一步行动的方向将取决于就业走弱和通胀抬升的趋势哪一个更加明显，未来几个月的数据将成为判断依据。

预计下半年继续降息

虽然美联储没有给出任何对于未来政策路径的指引，但我们预计下半年仍会继续降息 3-4 次。

首先，就短期趋势而言，经济下行比通胀上行的压力更加明显。如果关税造成美国经济衰退，则在衰退阶段会出现需求萎缩导致的通缩动力，从而在一定程度上对冲关税的通胀压力。所以对于美联储而言，呵护经济可能相对更加紧迫。

其次，金融市场可能会倒逼美联储加大宽松力度。如果特朗普政府的贸易谈判进展不够顺利，或经济基本面恶化速度过快，则美国股市可能会再度出现抛售潮。同时，近期美国长端国债收益率也大幅上行，市场对美债的抛售力度也增加。为了维护金融稳定，美联储实施降息的必要性较强。

我们认为美联储降息周期仍会持续，全球流动性仍将趋于宽松，宽松周期的节奏可能受到关税战的干扰，但是大方向不变。

风险提示

1. 美国关税谈判陷入僵局。
2. 美国通胀快速上升。
3. 美国经济超预期下行。

分析师声明

作者在中国证券业协会登记为证券投资咨询(分析师)，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。作者保证：(i) 本报告所采用的数据均来自合规渠道；(ii) 本报告分析逻辑基于作者的职业理解，并清晰准确地反映了作者的研究观点；(iii) 本报告结论不受任何第三方的授意或影响；(iv) 不存在任何利益冲突；(v) 英文版翻译若与中文版有所歧义，以中文版报告为准；特此声明。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即以报告发布日后的 6 到 12 个月内的公司股价(或行业指数)相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	股票评级	买入	预期个股相对同期相关证券市场代表性指数的回报在 20%及以上；
		增持	预期个股相对同期相关证券市场代表性指数的回报介于 5%~20%之间；
		持有	预期个股相对同期相关证券市场代表性指数的回报介于-10%~5%之间；
		卖出	预期个股相对同期相关证券市场代表性指数的回报在-10%及以下；
		无评级	预期对于个股未来 6 个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
	行业评级	看好	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%~10%之间；
		看淡	预期行业整体回报低于基准指数整体水平-10%以下。

一般声明

五矿证券有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本公司不会因接收人收到本报告即视其为客户，本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。本报告的版权仅为本公司所有，未经本公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式对本研究报告的任何部分以任何方式制作任何形式的翻版、复制或再次分发给任何其他人。如引用须联络五矿证券研究所获得许可后，再注明出处为五矿证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。在刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的同时，也应注明本报告的发布人和发布日期及提示使用证券研究报告的风险。若未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入或将产生波动；在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告的作者是基于独立、客观、公正和审慎的原则制作本研究报告。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。在任何情况下，报告中的信息或意见不构成对任何人的投资建议，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。本公司及作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

五矿证券版权所有。保留一切权利。

特别声明

在法律许可的情况下，五矿证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到五矿证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

联系我们

上海	深圳	北京
地址：上海市浦东新区富城路 99 号震旦大厦 30 楼 邮编：200120	地址：深圳市南山区滨海大道 3165 号五矿金融大厦 23 层 邮编：518035	地址：北京市海淀区首体南路 9 号 4 楼 603 室 邮编：100037

Analyst Certification

The research analyst is primarily responsible for the content of this report, in whole or in part. The analyst has the Securities Investment Advisory Certification granted by the Securities Association of China. Besides, the analyst independently and objectively issues this report holding a diligent attitude. We hereby declare that (1) all the data used herein is gathered from legitimate sources; (2) the research is based on analyst's professional understanding, and accurately reflects his/her views; (3) the analyst has not been placed under any undue influence or intervention from a third party in compiling this report; (4) there is no conflict of interest; (5) in case of ambiguity due to the translation of the report, the original version in Chinese shall prevail.

Investment Rating Definitions

The rating criteria of investment recommendations The ratings contained herein are classified into company ratings and sector ratings (unless otherwise stated). The rating criteria is the relative market performance between 6 and 12 months after the report's date of issue, i.e. based on the range of rise and fall of the company's stock price (or industry index) compared to the benchmark index. Specifically, the CSI 300 Index is the benchmark index of the A-share market. The Hang Seng Index is the benchmark index of the HK market. The NASDAQ Composite Index or the S&P 500 Index is the benchmark index of the U.S. market.	Ratings		Definitions
	Company Ratings	BUY	Stock return is expected to outperform the benchmark index by more than 20%;
		ACCUMULATE	Stock relative performance is expected to range between 5% and 20%;
		HOLD	Stock relative performance is expected to range between -10% and 5%;
		SELL	Stock return is expected to underperform the benchmark index by more than 10%;
		NOT RATED	No clear view of the stock relative performance over the next 6 months.
	Sector Ratings	POSITIVE	Overall sector return is expected to outperform the benchmark index by more than 10%;
		NEUTRAL	Overall sector expected relative performance ranges between -10% and 10%;
		CAUTIOUS	Overall sector return is expected to underperform the benchmark index by more than 10%.

General Disclaimer

Minmetals Securities Co., Ltd. (or "the company") is licensed to carry on securities investment advisory business by the China Securities Regulatory Commission. The Company will not deem any person as its client notwithstanding his/her receipt of this report. The report is issued only under permit of relevant laws and regulations, solely for the purpose of providing information. The report should not be used or considered as an offer or the solicitation of an offer to sell, buy or subscribe for securities or other financial instruments. The information presented in the report is under the copyright of the company. Without the written permission of the company, none of the institutions or individuals shall duplicate, copy, or redistribute any part of this report, in any form, to any other institutions or individuals. The party who quotes the report should contact the company directly to request permission, specify the source as Equity Research Department of Minmetals Securities, and should not make any change to the information in a manner contrary to the original intention. The party who re-publishes or forwards the research report or part of the report shall indicate the issuer, the date of issue, and the risk of using the report. Otherwise, the company will reserve its right to taking legal action. If any other institution (or "this institution") redistributes this report, this institution will be solely responsible for its redistribution. The information, opinions, and inferences herein only reflect the judgment of the company on the date of issue. Prices, values as well as the returns of securities or the underlying assets herein may fluctuate. At different periods, the company may issue reports with inconsistent information, opinions, and inferences, and does not guarantee the information contained herein is kept up to date. Meanwhile, the information contained herein is subject to change without any prior notice. Investors should pay attention to the updates or modifications. The analyst wrote the report based on principles of independence, objectivity, fairness, and prudence. Information contained herein was obtained from publicly available sources. However, the company makes no warranty of accuracy or completeness of information, and does not guarantee the information and recommendations contained do not change. The company strives to be objective and fair in the report's content. However, opinions, conclusions, and recommendations herein are only for reference, and do not contain any certain judgments about the changes in the stock price or the market. Under no circumstance shall the information contained or opinions expressed herein form investment recommendations to anyone. The company or analysts have no responsibility for any investment decision based on this report. Neither the company, nor its employees, or affiliates shall guarantee any certain return, share any profits with investors, and be liable to any investors for any losses caused by use of the content herein. The company and its analysts, to the extent of their awareness, have no conflict of interest which is required to be disclosed, or taken restrictive or silent measures by the laws with the stock evaluated or recommended in this report.

Minmetals Securities Co. Ltd. 2019. All rights reserved.

Special Disclaimer

Permitted by laws, Minmetals Securities Co., Ltd. may hold and trade the securities of companies mentioned herein, and may provide or seek to provide investment banking, financial consulting, financial products, and other financial services for these companies. Therefore, investors should be aware that Minmetals Securities Co., Ltd. or other related parties may have potential conflicts of interest which may affect the objectivity of the report. Investors should not make investment decisions solely based on this report.

Contact us

Shanghai

Address: Room 2208, 22F, Block A, Eton Place, No.69 Dongfang Road, Pudong New District, Shanghai
Postcode: 200120

Shenzhen

Address: 23F, Minmetals Financial Center, 3165 Binhai Avenue, Nanshan District, Shenzhen
Postcode: 518035

Beijing

Address: Room 603, 4F, No.9 Shoutinian Road, Haidian District, Beijing
Postcode: 100037