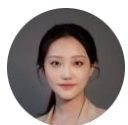


美国 5 月宏观经济点评：“负增”之下的美国经济还能走多远？



杨见一 分析师
Email: yangjianyi@lcqz.com
证书: S1320525050001



沈夏宜 分析师
Email: shenxiayi@lcqz.com
证书: S1320523020004

核心观点：

4 月 30 日，美国一季度实际 GDP 环比折年率-0.3%，低于预期的-0.2%和前值的 2.4%。美国一季度 GDP 负增主要系特朗普关税政策预期下美国“抢进口”造成进口激增：一季度进口环比折年激增 41.3%，净出口拖累 GDP 增长-4.83%。其他分项中，库存、固定资产投资、消费拉动一季度 GDP 增长，分别贡献 2.25%、1.35%和 1.21%。库存方面，美国进口增加部分转化为库存，平衡了进口对经济增长的拖累。投资方面，信息处理设备（计算机）投资和知识产权投资大幅拉动固定投资增长。消费方面，服务消费基本维持韧性，耐用品消费环比下降。PCE 价格方面，一季度 PCE 环比上行至 3.6%，核心 PCE 环比上行至 3.5%，美国物价持续抬升。整体来看，GDP “负增”的表征之下，美国服务消费仍然具有一定韧性，且降息周期企业投资回归，一季度美国经济数据基本符合市场预期，市场对美国经济“负增”反应相对冷静。但是，在特朗普贸易政策不断变化、美国通胀压力显现、企业和消费者预期遭受打击的情况下，下一阶段美国经济风险仍然较强。

5 月 2 日，美国 4 月非农就业新增 17.7 万人，失业率持平 4.2%，就业表现优于市场预期。4 月新增就业彭博一致预期 13.8 万，新增就业前值 12.5 万；失业率预期 4.0%，前值 4.1%。家庭调查（CPS）口径的劳动力人数增加 51.8 万人，劳动参与率回升至 62.6%。数据公布同时，劳工部修订了 2-3 月的新增非农就业数据，2 月由初值公布的 15.1 万上调至 18.5 万，3 月由初值的 22.8 万下调至 10.2 万，合计下修 9.2 万人，修订后近三月平均新增就业 15.5 万，反映美国劳动力市场降温，但整体仍然稳健。4 月美国劳动力市场表现优于市场预期，淡化了市场衰退担忧的同时，也降低了市场对于美联储降息的预期。

5 月 8 日，美联储议息会议决议维持当前 425-450bps 的利率区间不变，鲍威尔表态中性偏鹰。5 月委员会会议声明将一季度美国 GDP 负增归因于净出口的波动，强调美国经济仍然稳健，但认为美国经济风险“持续增加”，并判断“失业率和通胀走高的风险提升”。鲍威尔在记者会上的表态整体中性偏鹰，强调白宫政策不确定性较强的情况下，仍然需要观察后续数据来决定货币政策走向。整体来看，美联储表态意在淡化市场焦虑的“美联储能否降息兜底经济衰退”的逻辑，强调美国经济离衰退仍有距离，且美联储货币政策干预不是必要举措，需要持续观望贸易政策进展和请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明

相关报告

4 月高频数据跟踪

2025.05.07

4 月 PMI 数据点评：关税影响显现，制造业 PMI 落入收缩区间

2025.05.06

3 月财政数据点评：收入降幅收窄，支出持续提高

2025.04.22

通胀、就业两端风险来决定后续货币政策方向。会议结束后，美国股债汇市场反应平平，CME 数据显示市场仍然定价美联储 2025 年降息 3 次（分别在 7 月、9 月、12 月），但我们判断特朗普政策压力下美联储今年实现 3 次降息难度较高，预计全年降息次数在 2 次左右。

总结来看，当前美国经济具有一定韧性，但前景仍然“危机四伏”。下一阶段，美国将进入政策影响“验证期”，经济表现与市场预期仍然面临多重挑战。一是，特朗普关税政策对经济的实际打击将在二季度逐步显现，消费、投资面临边际放缓的压力，或牵制二季度整体经济从“负增”中大幅修复。二是，关税造成的通胀风险仍然较高，尤其是关税预期下美国批零商家价格调整“抢跑”可能造成终端销售价格提前上行，加速通胀升温。三是，美国经济“两难”和白宫施压之下，美联储 2025 年降息次数大概率不及预期，后续市场或面临降息预期调整带来的波动。从优先级来看，下一阶段，市场的决定性因素仍是特朗普政策，尤其是关税谈判进展。进入二季度，市场对于美国经济数据“验证”或“证伪”美国经济衰退的关注度也将同步提升。最后，建议持续关注美联储官员表态和美联储货币政策预期变化。

风险提示：特朗普政策超预期；美联储货币政策紧缩超预期；美国经济下行超预期。

目 录

1. 美国一季度经济“负增”	5
2. 美国 4 月就业表现超预期	10
3. 美联储 5 月议息会议继续暂停降息	15
4. 展望：美国经济有韧性，但前景仍然“危机四伏”	16
5. 风险提示	17

图表目录

图 1	一季度美国 GDP 分项环比贡献率 (%)	6
图 2	美国一季度 PCE 价格指数环比上升 (%)	6
图 3	美国一季度 PCE 价格指数月度同环比变化 (%)	6
图 4	美国一季度个人消费支出分项贡献率 (%)	7
图 5	美国零售分项同比贡献率拆分 (%)	7
图 6	领先指标红皮书指数显示美国消费维持增速 (%)	7
图 7	美国私人投资分项贡献率拆分 (%)	7
图 8	住宅投资分项贡献率 (%)	8
图 9	非住宅建筑投资分项贡献率 (%)	8
图 10	设备器械投资分项贡献率 (%)	8
图 11	知识产权投资分享贡献率 (%)	8
图 12	美国新屋、成屋销售额同比及房贷利率 (%)	8
图 13	美国上中下游库存水平同比 (%)	9
图 14	美国进出口分项拆分 (%)	9
图 15	美国政府支出和投资分项拆分 (%)	9
图 16	关税政策下, 美国消费者通胀预期大幅增加	10
图 17	关税政策预期下, 美国消费者信心大幅下降	10
图 18	美国非农就业数据公布同时修正近 2 个月数据	11
图 19	最近 12 个月美国新增非农就业分布, 按行业 (千人)	11
图 20	美国失业率与美联储 SEP 指引 (%)	11
图 21	美国劳动力供需再平衡, 就业缺口基本弥合 (千人)	12
图 22	美国劳动力参与率及同比增速 (%)	12
图 23	美国非农名义平均时薪及实际时薪同比 (%)	12
图 24	美国非农名义平均时薪及实际时薪环比 (%)	12
图 25	最近 12 个月美国各行业平均时薪环比增速 (%)	13
图 26	美国疫情后各年龄段劳动力参与率恢复水平 (%)	13
图 27	美国各年龄段劳动力人数分布 (千人, %)	13
图 28	美国企业职位空缺率及同比增速 (%)	13
图 29	Indeed 领先指标与职位空缺数	13
图 30	美国挑战者企业裁员人数 (人, %)	14
图 31	美国初次与持续申领失业金人数 (万人)	14
图 32	美国广义失业率和狭义失业率 (%)	14
图 33	美国因经济原因兼职人数 (人)	14
图 34	美国服务业平均周工时 (小时)	14
图 35	美国就业市场离职率 (%)	14
图 36	美联储会议声明措辞对比	15
图 37	会议后市场预期 2025 年降息 3 次	16

1. 美国一季度经济“负增”

4月30日，美国一季度实际GDP环比折年率-0.3%，低于预期的-0.2%和前值的2.4%。美国一季度GDP负增主要系特朗普关税政策预期下美国“抢进口”造成进口激增：一季度进口环比折年激增41.3%，净出口拖累GDP增长-4.83%。进出口波动对GDP造成的影响大概率是一次性冲击，预计二季度贸易逆差的影响将回归均值。GDP“负增”的表象之下，美国服务消费仍然具有一定韧性，且降息周期企业投资回归、库存增加平衡贸易赤字，经济数据韧性实际超出市场预期，因此市场对美国经济“负增”反应相对冷静。但是，在特朗普贸易政策不断变化、美国通胀压力显现、企业和消费者预期遭受打击的情况下，美国经济前景仍然“危机四伏”。

一季度GDP主要拉动项中，库存、固定资产投资、消费分别贡献2.25%、1.35%和1.21%。库存方面，美国进口增加部分转化为库存，一定程度上平衡了进口对经济增长的拖累。固定资产投资方面，设备投资为主要拉动项，环比贡献6.14%，主要系一季度信息处理设备投资在新一轮AI浪潮下快速增长（贡献5.54%）。知识产权投资对GDP也有所拉动（贡献1.28%），其中软件投资（贡献1.13%）和研发投资（贡献0.22%）明显增长，或同样对应人工智能投资浪潮。向前看，关注关税政策落地后美国或进入库存去化阶段，库存对GDP贡献在二季度大概率回落。同时，一季度人工智能投资继续大幅增加的可能性仍需观察，预计二季度固定资产投资可能边际放缓。

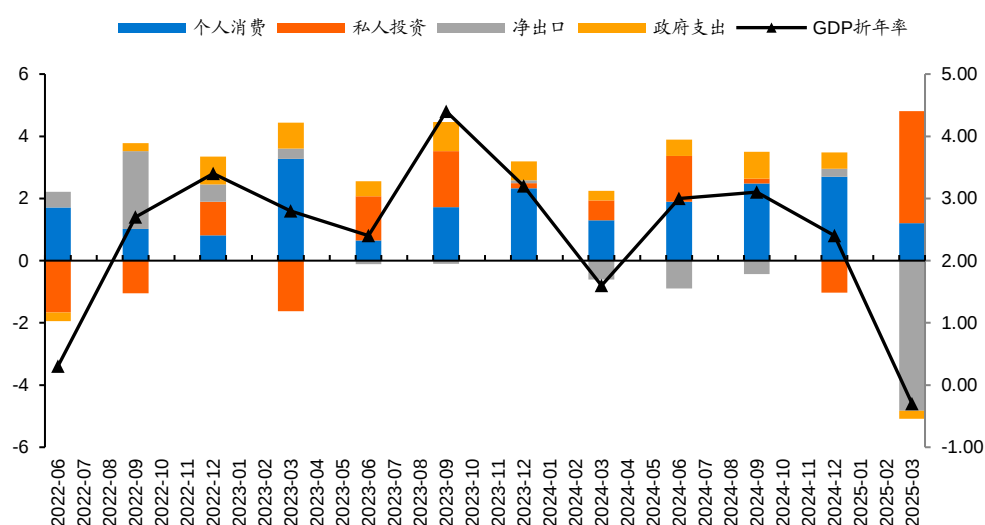
市场此前担忧的美国消费在一季度有所回落，但服务消费仍有一定韧性。一季度消费环比贡献由四季度的2.7%回落至1.21%，其中耐用品消费负增（贡献-0.26%，前值0.87%）是消费整体下滑的主要原因。相比之下，服务消费和非耐用品消费基本持平前值，分别贡献1.1%（前值1.41%）和0.37%（前值0.42%），反映美国居民消费仍具韧性。红皮书零售等领先指标显示，4-5月美国消费增长趋势基本同前，预计二季度居民消费不是美国经济的主要风险。但是，由于一季度关税预期下，美国出现了一定程度的“抢消费”现象，因此二季度美国居民消费表现或仍然面临一定压力，需要持续跟踪。

除进出口外，主要拖累项中政府支出、住宅投资有所下滑。马斯克牵头的政府效率部裁员减支对美国政府支出造成影响，美国一季度政府支出环比贡献由四季度的0.52%转负至-0.25%，其中联邦国防支出降幅最大，环比贡献由四季度的0.18%转负至-0.31%。住宅投资则在美联储降息持续暂停的预期下同步放缓增长，环比贡献率由四季度的0.22%下降至0.05%。向前看，预计美国政府削减开支仍未结束，政府支出短期内或难以逆势回升，而在当前美联储下半年重启降息的一致预期下，二季度地产投资复苏有难度。

价格方面，一季度PCE环比上行至3.6%，核心PCE上行至3.5%，通胀压力显现。从2024年四季度以来，美国PCE通胀如期出现反弹。2025年一季度PCE环比3.6%，核心PCE环比3.5%，较2024年四季度的2.3%和2.5%显著上升。2025年1-3月，美国PCE通胀环比分别为0.4%，0.4%，0.0%，核心PCE通胀环比0.3%，0.5%，0.0%，较上一季度明显增加。向前看，特朗普关税政策下，美国二季度通胀或仍难顺利下行，对美联储降息造成挑战。

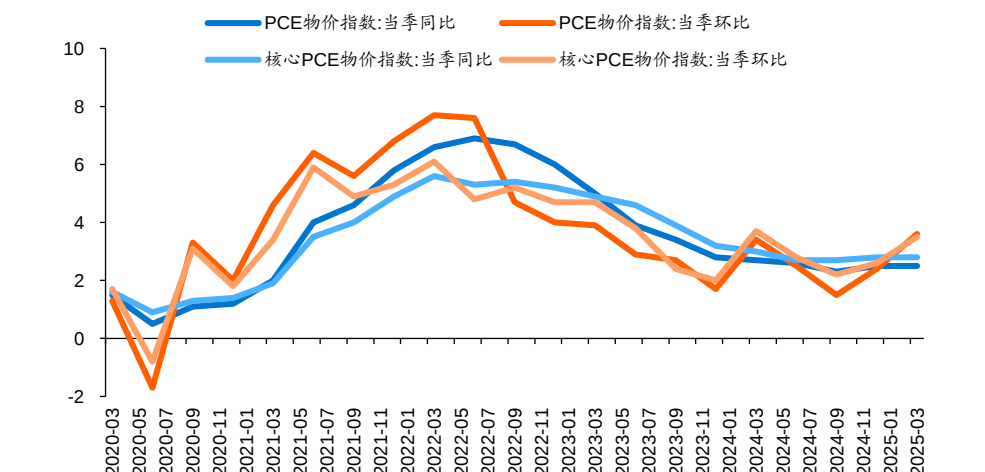
整体来看，一季度美国经济数据负增是关税政策预期和减支政策实际影响的共同结果，但美国经济本身仍有韧性。此外，美国通胀压力已经逐步显现。展望下一阶段，预计二季度美国关税政策落地后，“抢进口”放缓，进口对GDP的拖累或将回归正常范围。相应地，进口激增带来的库存增加也将随着二季度美国进口放缓而减少。我们判断，进口拖累解除后，二季度美国经济持续负增的可能性下降。但是，由于关税政策本身和通胀上行的预期持续压制美国消费意愿，美国个人消费同样面临放缓压力。叠加人工智能相关投资边际放缓、地产投资暂时难以反弹和政府支出仍将进一步收缩的预期，预计二季度美国经济表现较2024年仍然大概率放缓。一季度关税政策对美国的影响更多停留在“预期”的层面——政策预期下，进口激增、库存上升、消费意愿下滑，贸易赤字高企对经济数据表现有一定扭曲。而二季度关税政策落地后，美国经济面临的实际压力将更加直观地暴露，预计美国经济转弱的风险仍强，需要持续关注。

图1 一季度美国 GDP 分项环比贡献率 (%)



资料来源：同花顺 iFinD，联储证券研究院

图2 美国一季度 PCE 价格指数环比上升 (%)



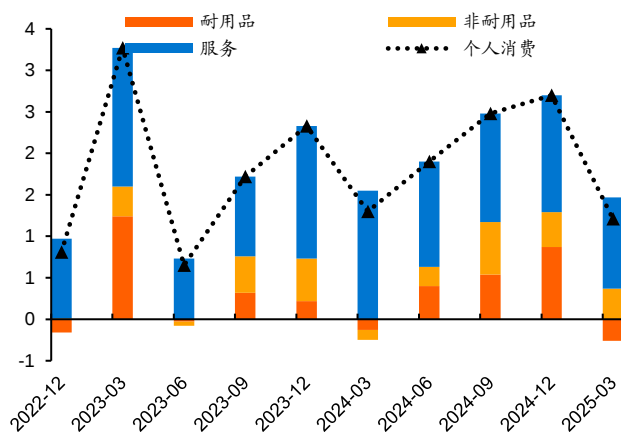
资料来源：FRED，联储证券研究院

图3 美国一季度 PCE 价格指数月度同环比变化 (%)

项目	环比趋势	环比 (%，SA)			同比趋势	同比 (%，NSA)		
		Mar. 2025	Feb. 2025	Jan. 2025		Mar. 2025	Feb. 2025	Jan. 2025
PCE		0.0	0.4	0.4		2.3	2.7	2.6
商品		-0.5	0.2	0.5		-0.3	0.4	0.6
耐用品		-0.1	0.4	0.3		-1.0	-0.9	-1.2
非耐用品		-0.7	0.1	0.6		0.1	1.0	1.6
服务		0.2	0.5	0.3		3.5	3.8	3.5
核心PCE		0.0	0.5	0.3		2.6	3.0	2.7
食品		0.5	0.0	0.3		2.0	1.5	1.6
能源		-2.7	0.1	1.2		-5.0	-1.2	0.9

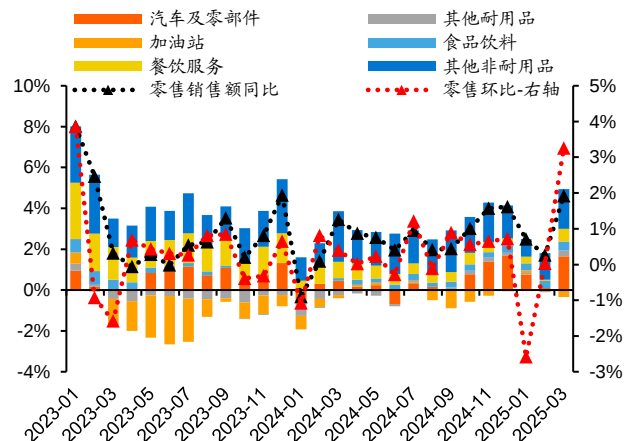
资料来源：同花顺 iFinD，联储证券研究院

图4 美国一季度个人消费支出分项贡献率 (%)



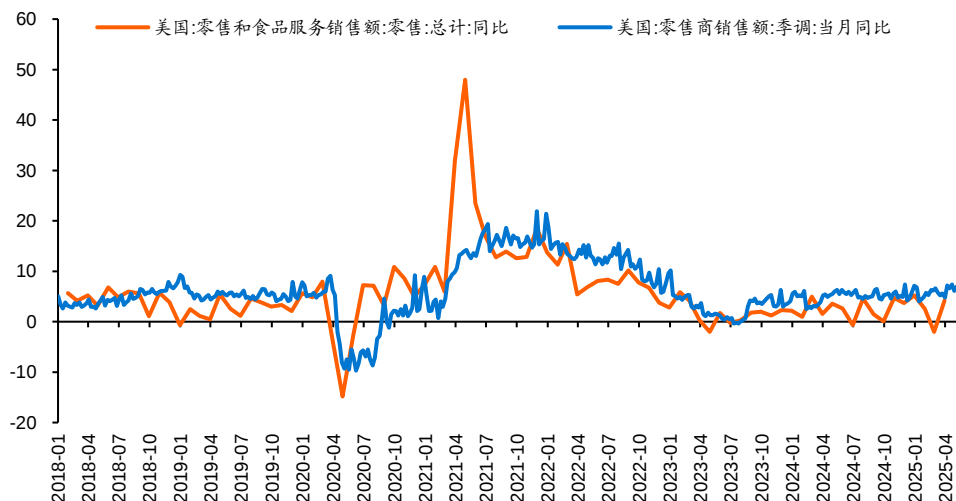
资料来源：同花顺 iFinD，联储证券研究院

图5 美国零售分项同比贡献率拆分 (%)



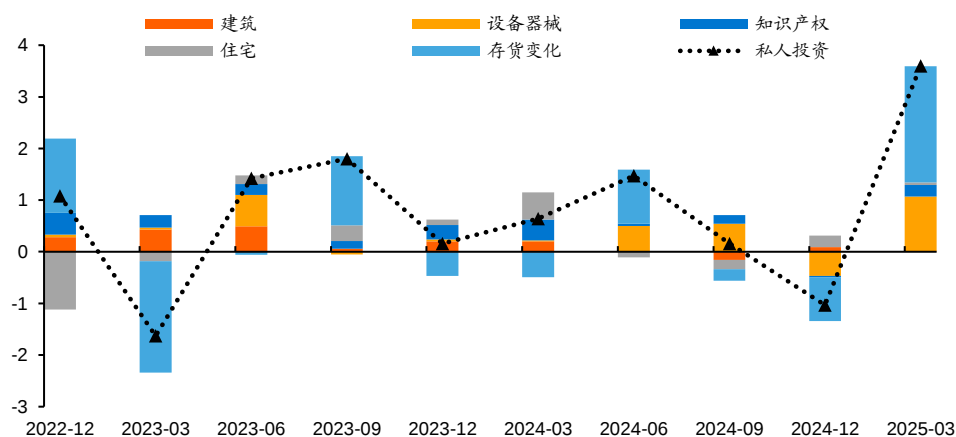
资料来源：同花顺 iFinD，联储证券研究院

图6 领先指标红皮书指数显示美国消费维持增速 (%)



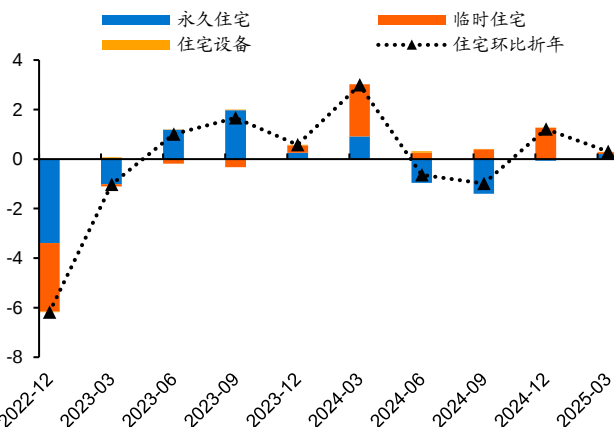
资料来源：同花顺 iFinD，联储证券研究院

图7 美国私人投资分项贡献率拆分 (%)



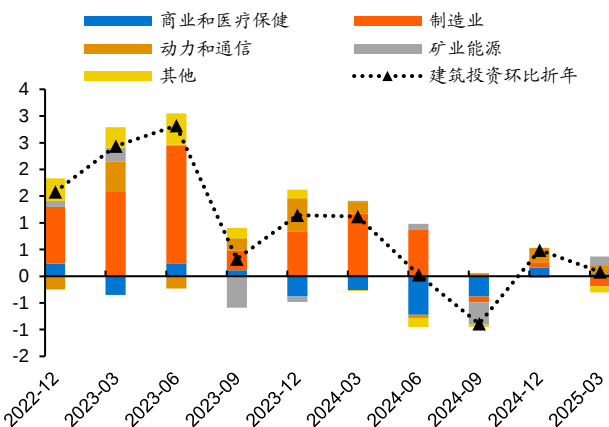
资料来源：同花顺 iFinD，联储证券研究院

图8 住宅投资分项贡献率 (%)



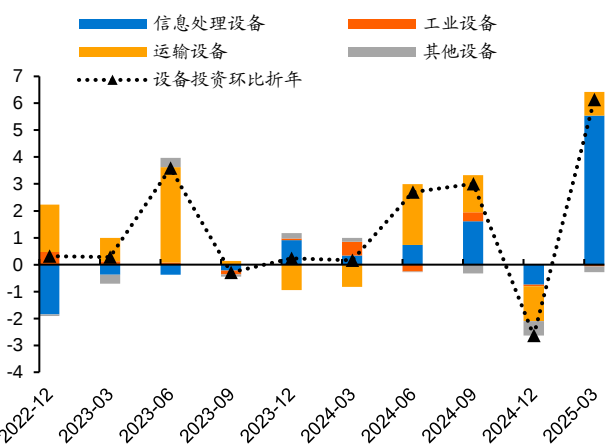
资料来源：同花顺 iFinD，联储证券研究院

图9 非住宅建筑投资分项贡献率 (%)



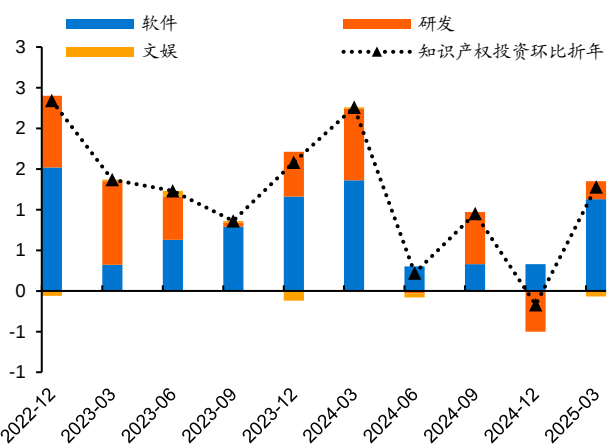
资料来源：同花顺 iFinD，联储证券研究院

图10 设备器械投资分项贡献率 (%)



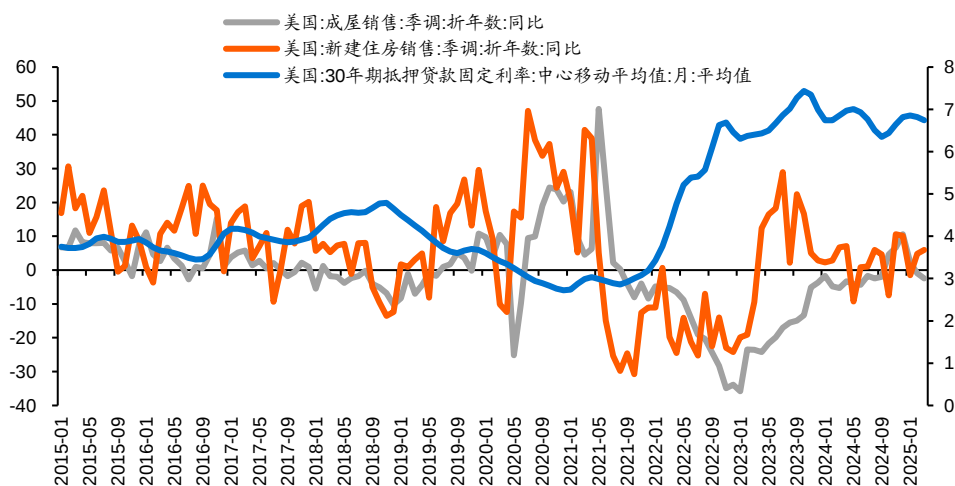
资料来源：同花顺 iFinD，联储证券研究院

图11 知识产权投资分享贡献率 (%)



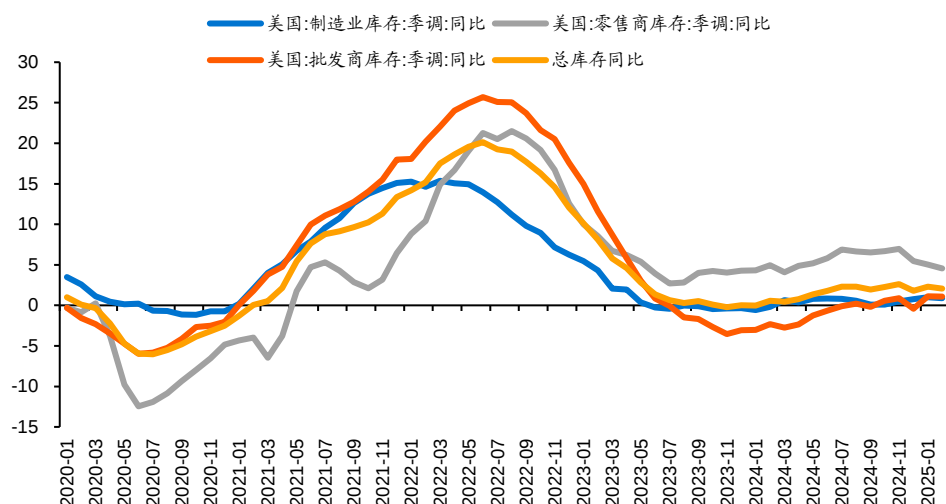
资料来源：同花顺 iFinD，联储证券研究院

图12 美国新屋、成屋销售额同比及房贷利率 (%)



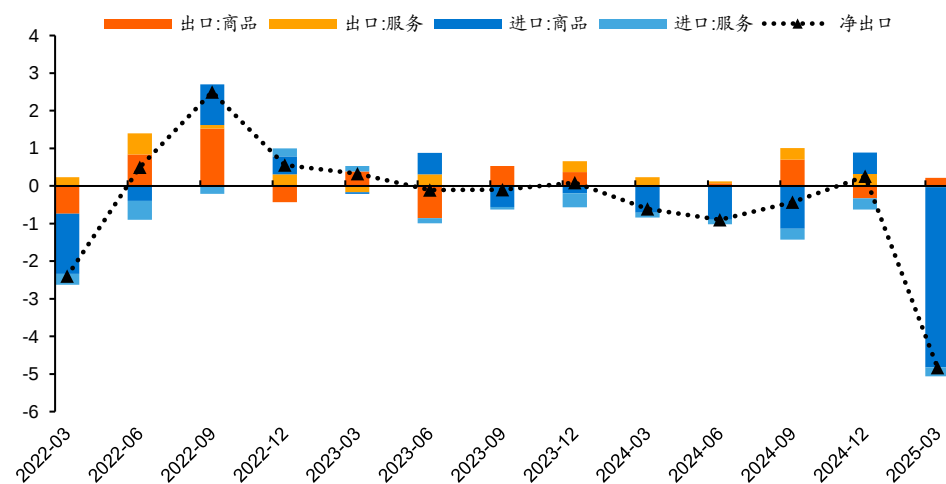
资料来源：同花顺 iFinD，联储证券研究院

图13 美国上中下游库存水平同比 (%)



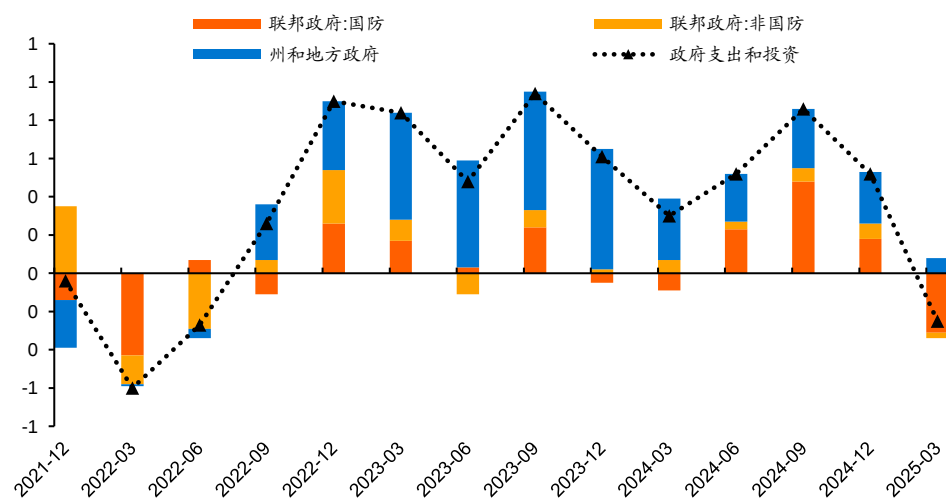
资料来源: 同花顺 iFinD, 联储证券研究院

图14 美国进出口分项拆分 (%)

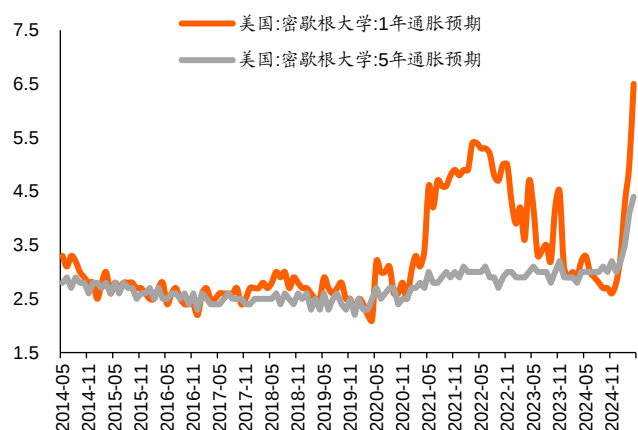


资料来源: 同花顺 iFinD, 联储证券研究院

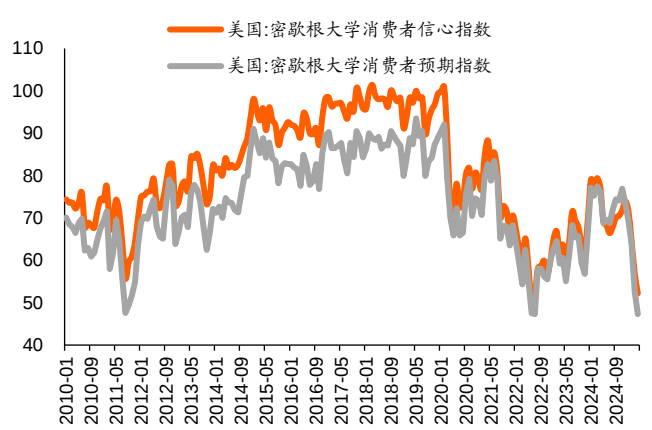
图15 美国政府支出和投资分项拆分 (%)



资料来源: 同花顺 iFinD, 联储证券研究院

图16 关税政策下，美国消费者通胀预期大幅增加


资料来源：同花顺 iFinD，联储证券研究院

图17 关税政策预期下，美国消费者信心大幅下降


资料来源：同花顺 iFinD，联储证券研究院

2. 美国 4 月就业表现超预期

美国 4 月非农新增 17.7 万人，超出预期；失业率持平 4.2%。4 月新增就业彭博一致预期为 13.8 万，新增就业前值 12.5 万；失业率预期 4.0%，前值 4.1%。家庭调查（CPS）口径的劳动力人数增加 51.8 万人，劳动参与率回升至 62.6%。数据公布同时，劳工部修订了 2-3 月的新增非农就业数据，2 月由初值公布的 15.1 万上调至 18.5 万，3 月由初值的 22.8 万下调至 10.2 万，合计下修 9.2 万人，修订后近三月平均新增就业 15.5 万，反映美国劳动力市场降温但整体仍然稳健。4 月美国劳动力市场表现高于市场预期，淡化市场衰退担忧的同时，也降低了市场对于美联储降息的预期。

4 月商品、服务行业就业基本持平前值。商品生产行业就业新增 1.1 万，前值 0.9 万。其中，建筑业就业为主要支撑，4 月新增 1.1 万，前值 0.7 万；采矿伐木业就业小幅修复（+0.1 万，前值-0.1 万），制造业就业明显下降（-0.1 万，前值+0.3 万）。服务行业就业 4 月新增 15.6 万，前值 16.1 万。受特朗普关税政策影响，居民消费意愿大幅下降，零售商普遍遭受冲击，零售行业就业大幅放缓（-0.2 万，前值 2.2 万）。但是，4 月运输仓储行业就业大幅增加，新增 2.9 万，前值 0.3 万，或受到“抢进口”影响。此外，休闲酒店业（-2.4 万，前值 3.8 万）和其他服务行业就业（-0.1 万，前值 1.7 万）较前值放缓，主要系 3 月天气影响缓和后。最后，4 月政府就业仍然维持低位，新增 1 万，前值 1.5 万，持续受到美国政府裁员行动影响。

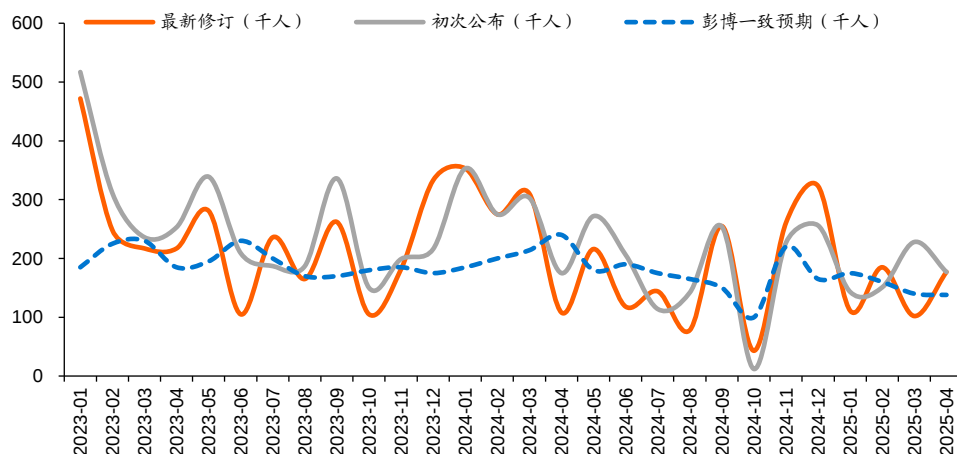
薪资方面，4 月美国平均时薪增速下滑，关注后续美国消费者购买力下降的风险。4 月美国平均时薪 \$36.06，环比增速 0.17%，较 1-3 月平均 0.3% 的环比增速明显下降。从行业结构来看，薪资增速下降主要系制造业薪资下降拖累，4 月薪资环比增长 0.0%，较前值的 0.12% 继续下降；商品业种采矿伐木业薪资环比持续下滑，4 月环比-0.31%，前值 0.83%。服务业方面，4 月批发、零售行业薪资增速均放缓，批发薪资环比 0.0%，前值 0.58%，零售薪资环比 0.07%，前值 0.16%。

美国劳动供需缺口接近闭合，或为失业率上行打开通道。劳动供需来看，供给端劳动力总人数上升 51.8 万人，参与率回升至 62.6%，前值 62.5%。需求端 3 月职位空缺率进一步放缓至 4.3%，前值 4.5%，反映美国劳动力需求持续下降。Indeed 招聘领先指标显示美国用工需求将继续下行。当前，美国劳动力市场供给缺口已经缩小至 10.9 万人，接近闭合，或将为失业率进一步上行打开空间。

其他就业数据中，广义失业率、裁员、兼职等数据边际好转。广义失业率来看，4 月 U6 失业率 7.8%，较前值有所回落，边缘劳动力就业情况有所好转。挑战者裁员人数在连续大幅增加两个月后有所回落，当月裁员 10.5 万人，前值 27.5 万人。因经济原因兼职人数 462.3 万人，较前值的 471.7 万人有所改善。除劳工部就业报告外，其他就业数

据同样反映美国就业市场走弱。除此之外，周工时数据显示美国 4 月平均周工时边际回升，平均工时 33.2 小时，前值 33.17 小时。上周（4 月 25 日）初中失业金数据意外走高至 24 万人，前值 22.3 万人，后续观察美国失业上行情况是否持续。

图18 美国非农就业数据公布同时修正近 2 个月数据



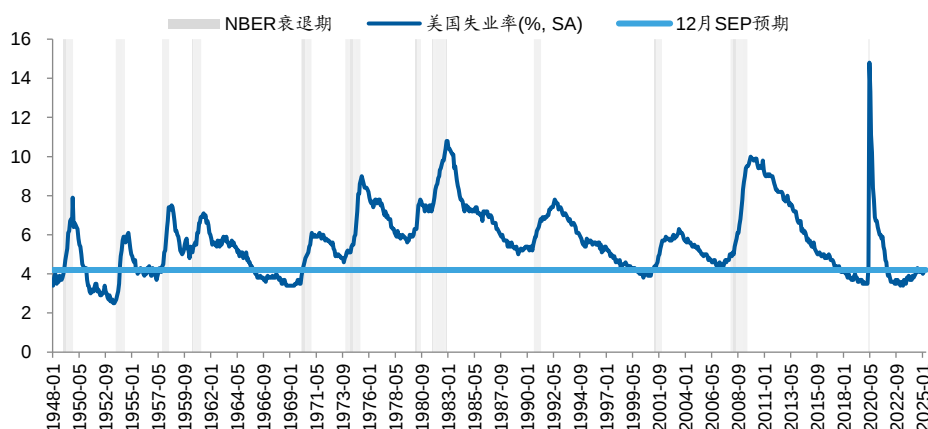
资料来源：BLS，联储证券研究院

图19 最近 12 个月美国新增非农就业分布，按行业（千人）

		趋势	当月增加 (千人)											
总量	非农总量		2024-05	2024-06	2024-07	2024-08	2024-09	2024-10	2024-11	2024-12	2025-01	2025-02	2025-03	2025-04
	商品		12	2	21	2	15	-53	28	4	-11	24	9	11
	采矿业		-4	0	1	0	1	0	2	-1	-3	4	-1	1
	建筑业		13	18	14	28	26	-1	6	15	-3	12	7	11
	制造业		3	-16	6	-26	-12	-52	20	-10	-5	8	3	-1
	服务		194	95	78	35	240	96	216	283	90	83	161	156
	批发		-2	6	5	7	2	7	5	13	-4	7	-1	6
	零售		8	-20	-4	-15	7	9	-14	34	36	-4	22	-2
	运输和仓储		26	11	-2	11	8	-10	28	34	21	18	3	29
	公用事业		1	1	0	0	3	-1	0	-1	1	1	1	-1
	信息		-1	0	-16	-8	1	-2	5	17	-4	0	-2	0
	金融活动		12	13	-4	7	6	5	16	12	14	15	6	14
	专业和商业服务		55	-11	-4	-47	22	-10	37	36	-35	15	3	17
	私立教育和医疗保健		69	82	67	67	91	74	73	83	62	65	74	70
	休闲和酒店		18	4	38	9	61	-8	54	47	-14	-34	38	24
	其他服务		7	8	-3	4	6	-3	12	7	13	0	17	-1
政府	政府		10	21	45	41	33	34	17	36	32	-5	15	10

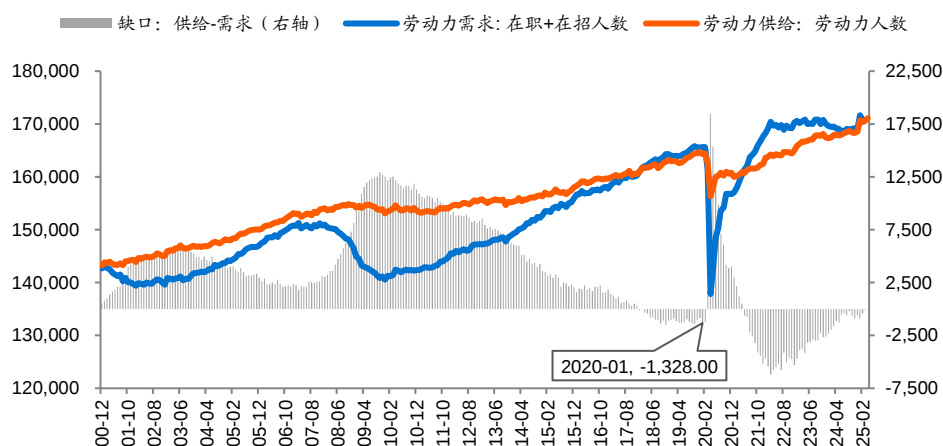
资料来源：BLS，联储证券研究院

图20 美国失业率与美联储 SEP 指引 (%)



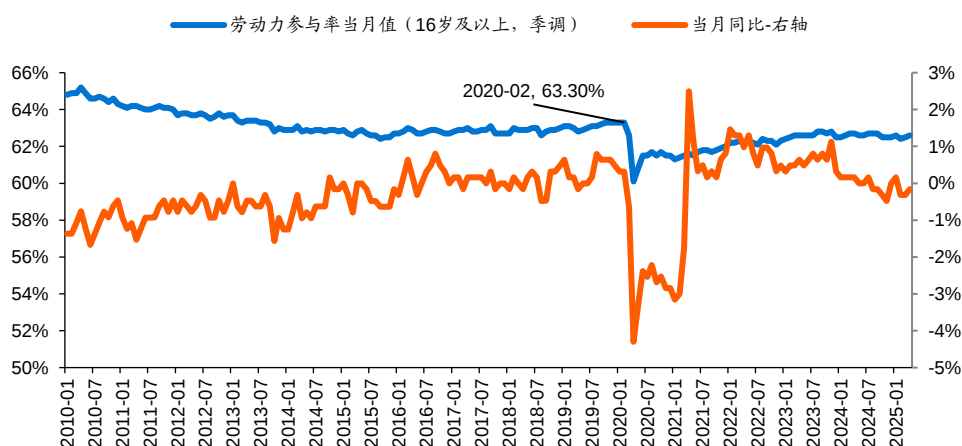
资料来源：BLS，美联储，联储证券研究院

图21 美国劳动力供需再平衡，就业缺口基本弥合（千人）



资料来源：同花顺 iFinD，联储证券研究院

图22 美国劳动力参与率及同比增速（%）



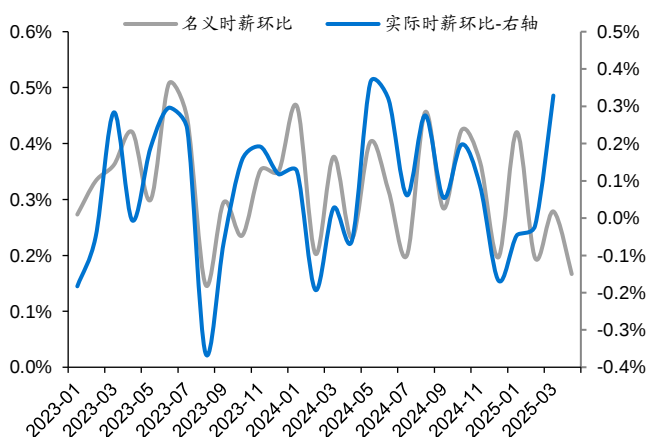
资料来源：同花顺 iFinD，联储证券研究院

图23 美国非农名义平均时薪及实际时薪同比（%）



资料来源：同花顺 iFinD，联储证券研究院

图24 美国非农名义平均时薪及实际时薪环比（%）



资料来源：同花顺 iFinD，联储证券研究院

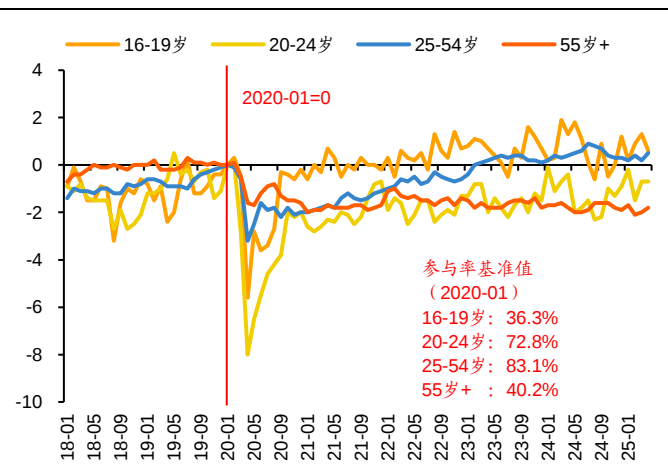
图25 最近 12 个月美国各行业平均时薪环比增速 (%)

部门	2024-05	2024-06	2024-07	2024-08	2024-09	2024-10	2024-11	2024-12	2025-01	2025-02	2025-03	2025-04
平均时薪环比	0.40%	0.32%	0.20%	0.46%	0.28%	0.42%	0.37%	0.20%	0.42%	0.20%	0.28%	0.17%
商品生产	0.34%	0.48%	0.28%	0.31%	0.39%	0.28%	0.28%	0.28%	0.47%	0.27%	0.60%	-0.05%
采矿和伐木业	0.54%	0.59%	0.24%	0.29%	0.23%	0.29%	0.32%	0.20%	0.55%	0.43%	0.83%	-0.31%
建筑业	0.08%	0.26%	0.42%	0.29%	0.57%	0.23%	0.26%	0.41%	0.33%	0.13%	0.23%	0.31%
制造业	-0.18%	0.33%	-0.20%	0.20%	0.40%	0.20%	0.18%	-0.27%	0.65%	-0.07%	0.12%	0.00%
服务	0.40%	0.29%	0.20%	0.46%	0.29%	0.43%	0.40%	0.17%	0.39%	0.20%	0.22%	0.20%
贸易、运输和能源	0.41%	0.35%	0.29%	0.35%	0.43%	0.23%	0.46%	0.23%	0.34%	0.11%	-0.20%	0.23%
零售	0.41%	0.45%	0.14%	0.57%	0.59%	0.47%	0.61%	0.39%	0.21%	0.28%	0.16%	0.07%
批发	0.32%	0.32%	0.23%	0.36%	0.27%	0.32%	0.27%	0.31%	0.58%	0.18%	0.58%	0.00%
信息	0.24%	0.59%	0.34%	0.70%	0.26%	2.14%	-0.16%	-0.70%	0.71%	0.12%	-0.14%	0.97%
金融活动	0.54%	0.19%	0.60%	0.38%	0.19%	0.44%	0.16%	0.25%	0.56%	0.00%	-0.58%	0.12%
专业和商业服务	0.53%	0.09%	0.24%	0.53%	0.02%	0.50%	0.13%	0.43%	0.45%	0.32%	0.53%	0.47%
教育和健康服务	0.34%	0.03%	0.10%	0.40%	0.17%	0.40%	0.43%	-0.16%	0.40%	0.20%	0.62%	0.42%
娱乐	0.49%	-0.04%	0.08%	0.37%	0.20%	0.57%	0.81%	-0.28%	0.44%	0.28%	0.92%	0.55%
其他服务	0.13%	0.05%	0.13%	0.21%	-0.03%	0.21%	0.40%	-0.16%	0.16%	0.42%	0.50%	0.47%

资料来源：同花顺 iFinD，联储证券研究院

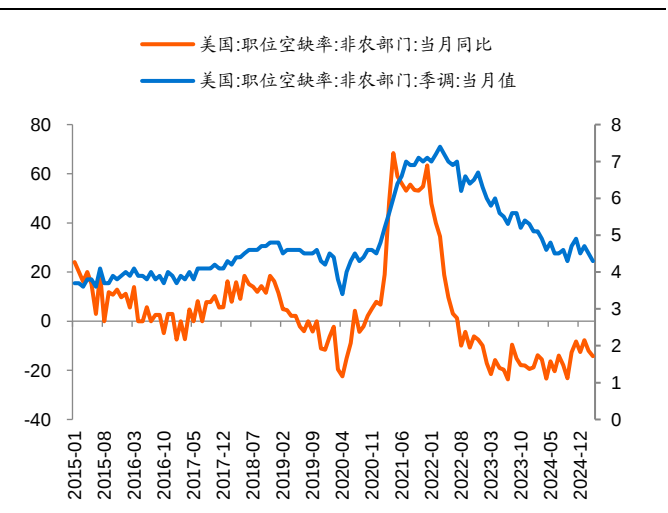
*颜色以当月非农平均时薪为基准 (白色)

图26 美国疫情后各年龄段劳动力参与率恢复水平 (%)



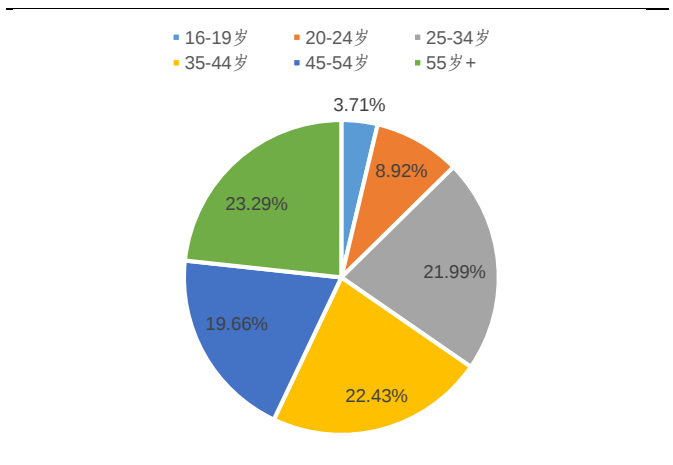
资料来源：FRED，联储证券研究院

图28 美国企业职位空缺率及同比增速 (%)



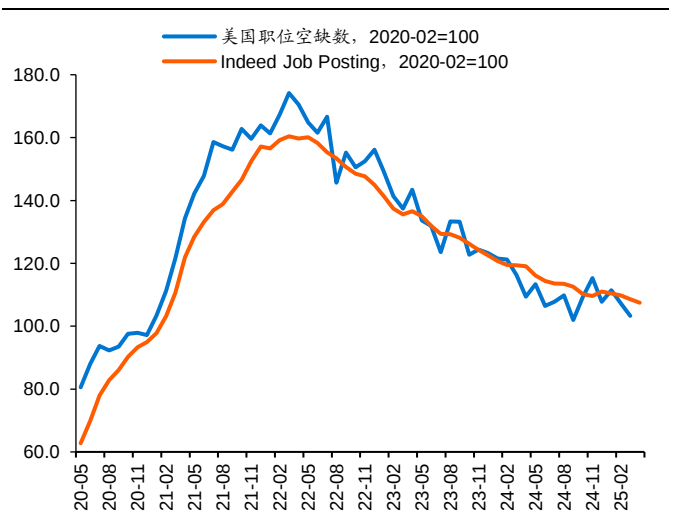
资料来源：同花顺 iFinD，联储证券研究院

图27 美国各年龄段劳动力人数分布 (千人, %)



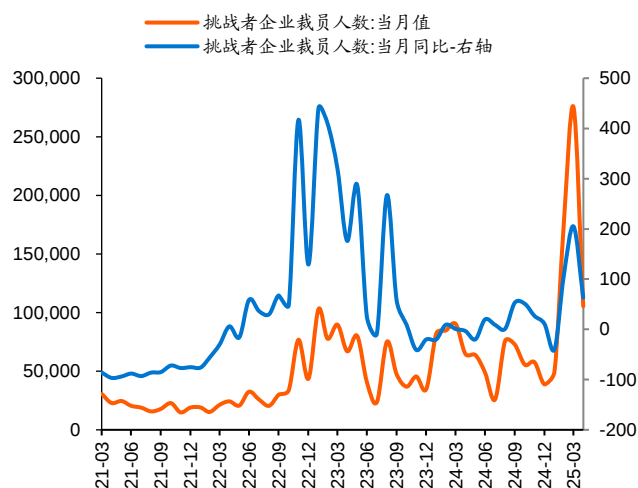
资料来源：BLS，联储证券研究院

图29 Indeed 领先指标与职位空缺数



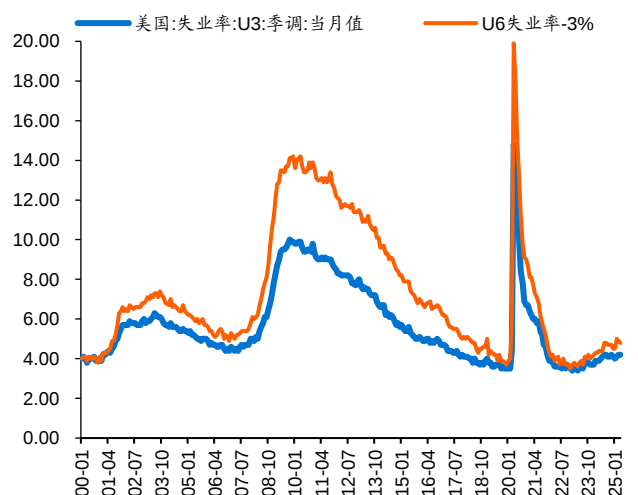
资料来源：FRED，联储证券研究院

图30 美国挑战者企业裁员人数（人，%）



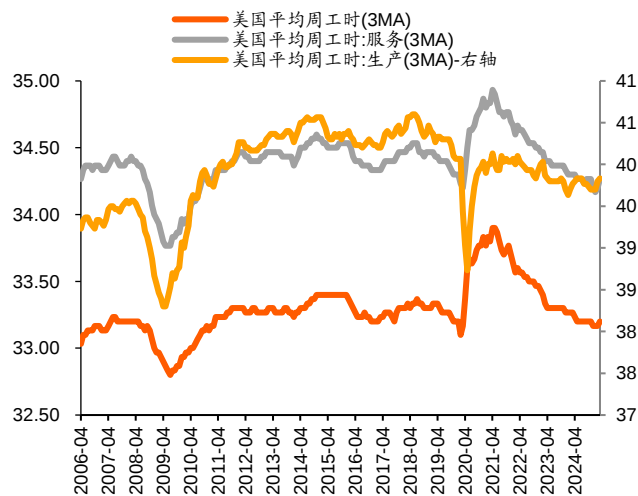
资料来源：同花顺 iFinD，联储证券研究院

图32 美国广义失业率和狭义失业率（%）



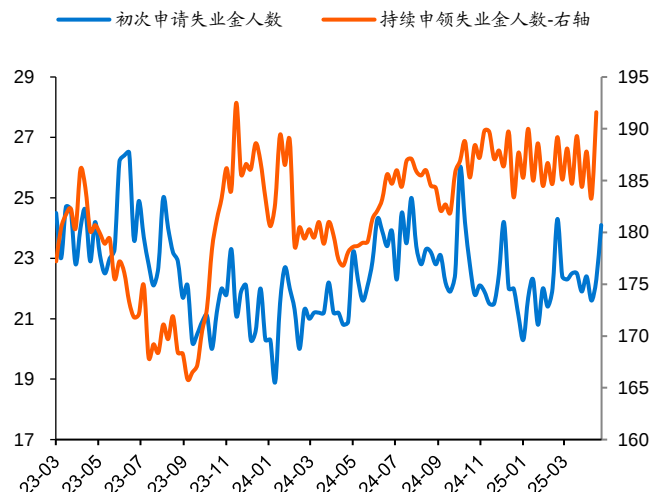
资料来源：同花顺 iFinD，联储证券研究院

图34 美国服务业平均周工时（小时）



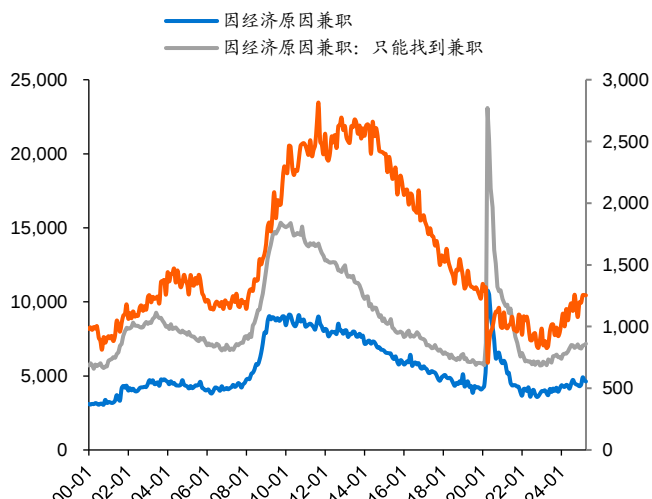
资料来源：同花顺 iFinD，联储证券研究院

图31 美国初次与持续申领失业金人数（万人）



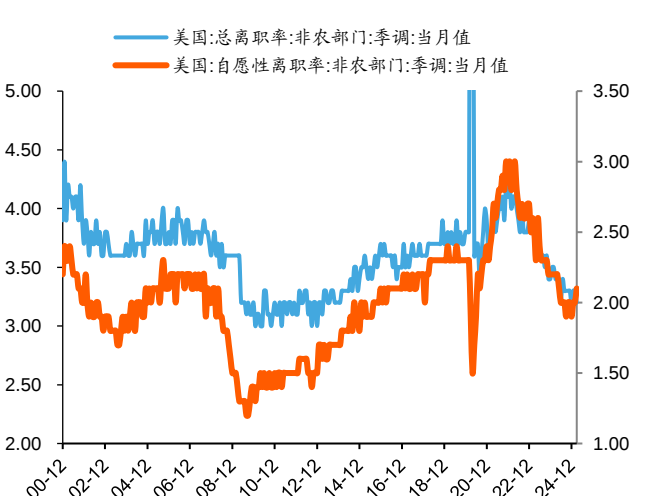
资料来源：同花顺 iFinD，联储证券研究院

图33 美国因经济原因兼职人数（人）



资料来源：同花顺 iFinD，联储证券研究院

图35 美国就业市场离职率（%）



资料来源：同花顺 iFinD，联储证券研究院

3. 美联储 5 月议息会议继续暂停降息

5 月 8 日 FOMC 会议决议维持当前 425-450bps 的利率区间不变，符合市场预期。5 月委员会会议声明主要有三处改动，强调美国经济稳健但风险上升。第一，在经济情况的描述中，将一季度美国 GDP 负增归因于净出口的波动（swings in net exports），并认为美国经济仍然稳健。第二，在风险和不确定性部分，将美国经济风险“有所增加（increased）”的表述改为“持续增加（further increased）”。第三，判断“失业率和通胀走高的风险提升”（risks of higher unemployment and inflation have risen）。从会议声明来看，美联储进一步承认了美国经济面临的风险和不确定性正在增加，但同时强调当前经济数据，包括 GDP、通胀、就业等，均反映美国经济仍在稳健扩张。

鲍威尔在记者会上的表态整体中性偏鹰。第一，关于政策利率后续会怎样变化，鲍威尔表态仍然偏鹰派，强调仍然需要观察后续数据来决定货币政策。第二，关于美国再通胀和衰退风险给美联储造成的“两难”，鲍威尔表示目前仍不确定何种政策反应是合适的，且美国当前的经济现状也允许美联储继续等待，暗示美联储仍将对美国经济保持“观望”态度。第三，鲍威尔强调特朗普关税政策和关税政策对经济影响的不确定性仍然巨大，极大程度地取决于后续关税谈判进展，因此美联储货币政策同样“前景不明”，需要“按兵不动”。

美联储表态意在淡化市场焦虑的“美联储能否降息兜底经济衰退”的逻辑。一方面，鲍威尔强调美国经济离衰退仍有距离，经济必然衰退的前提假设并不绝对成立。一方面，鲍威尔弱化美联储货币政策干预的必要性，强调白宫贸易政策和谈判进展不确定、通胀就业两端风险孰轻孰重尚不明确的情况下，货币政策的最优解仍是“观望”。美联储此次会议暗示美联储后续预防式降息的可能性不高，但如果硬数据转弱，能够迅速转向宽松。我们认为，尽管会议结束后 CME 数据显示市场仍然定价美联储 2025 年降息 3 次（分别在 7 月、9 月、12 月），但特朗普政策下美国通胀上行压力明显，预计美联储今年 3 次降息难度较高。会议结束后，美国股债汇市场反应较平，美股微幅收涨、美债利率下行后反弹、美元同样先跌后涨。

图36 美联储会议声明措辞对比

内容	最新变化	5月FOMC会议声明	3月FOMC会议声明
经济情况	尽管净出口的波动影响了数据表现，但美国经济仍在稳健扩张。失业率稳定在较低水平，就业市场保持稳健，通胀稍高的描述不变。	Although swings in net exports have affected the data, recent indicators suggest that economic activity has continued to expand at a solid pace. The unemployment rate has stabilized at a low level in recent months, and labor market conditions remain solid. Inflation remains somewhat elevated.	Recent indicators suggest that economic activity has continued to expand at a solid pace. The unemployment rate has stabilized at a low level in recent months, and labor market conditions remain solid. Inflation remains somewhat elevated.
风险和不确定性	经济前景的不确定性持续增加；美国失业率上行和通胀上行的风险增加。	The Committee seeks to achieve maximum employment and inflation at the rate of 2 percent over the longer run. Uncertainty about the economic outlook has increased further. The Committee is attentive to the risks to both sides of its dual mandate and judges that the risks of higher unemployment and higher inflation have risen.	The Committee seeks to achieve maximum employment and inflation at the rate of 2 percent over the longer run. Uncertainty around the economic outlook has increased. The Committee is attentive to the risks to both sides of its dual mandate.
货币政策	决定维持政策目标利率区间在 4.25-4.5% 不变。	In support of its goals, the Committee decided to maintain the target range for the federal funds rate at 4-1/4 to 4-1/2 percent.	In support of its goals, the Committee decided to maintain the target range for the federal funds rate at 4-1/4 to 4-1/2 percent.
	在考虑进一步调整联邦基金利率目标区间的幅度和时机时，委员会将仔细评估后续数据、经济前景以及风险平衡。	In considering the extent and timing of additional adjustments to the target range for the federal funds rate, the Committee will carefully assess incoming data, the evolving outlook, and the balance of risks.	In considering the extent and timing of additional adjustments to the target range for the federal funds rate, the Committee will carefully assess incoming data, the evolving outlook, and the balance of risks.
	保持缩表内容和速度不变，强调委员会致力于将通胀降至 2% 的目标水平。	The Committee will continue reducing its holdings of Treasury securities and agency debt and agency mortgage-backed securities. The Committee is strongly committed to supporting maximum employment and returning inflation to its 2 percent objective.	The Committee will continue reducing its holdings of Treasury securities and agency debt and agency mortgage-backed securities. Beginning in April, the Committee will slow the pace of decline of its securities holdings by reducing the monthly redemption cap on Treasury securities from \$25 billion to \$5 billion. The Committee will maintain the monthly redemption cap on agency debt and agency mortgage-backed securities at \$35 billion. The Committee is strongly committed to supporting maximum employment and returning inflation to its 2 percent objective.
	美联储保持“目标导向+数据依赖”的货币政策逻辑不变。	In assessing the appropriate stance of monetary policy, the Committee will continue to monitor the implications of incoming information for the economic outlook. The Committee would be prepared to adjust the stance of monetary policy as appropriate if risks emerge that could impede the attainment of the Committee's goals. The Committee's assessments will take into account a wide range of information, including readings on labor market conditions, inflation pressures and inflation expectations, and financial and international developments.	In assessing the appropriate stance of monetary policy, the Committee will continue to monitor the implications of incoming information for the economic outlook. The Committee would be prepared to adjust the stance of monetary policy as appropriate if risks emerge that could impede the attainment of the Committee's goals. The Committee's assessments will take into account a wide range of information, including readings on labor market conditions, inflation pressures and inflation expectations, and financial and international developments.
投票情况	所有成员对5月货币政策投票赞成。	Voting for the monetary policy action were Jerome H. Powell, Chair; John C. Williams, Vice Chair; Michael S. Barr; Michelle W. Bowman; Susan M. Collins; Lisa D. Cook; Austan D. Goolsbee; Philip N. Jefferson; Neel Kashkari; Adriana D. Kugler; Alberto G. Musalem; and Christopher J. Waller. Neel Kashkari voted as an alternate member at this meeting.	Voting for the monetary policy action were Jerome H. Powell, Chair; John C. Williams, Vice Chair; Michael S. Barr; Michelle W. Bowman; Susan M. Collins; Lisa D. Cook; Austan D. Goolsbee; Philip N. Jefferson; Adriana D. Kugler; Alberto G. Musalem; and Jeffrey R. Schmid. Voting against this action was Christopher J. Waller, who supported no change for the federal funds target range but preferred to continue the current pace of decline in securities holdings.

资料来源：美联储，联储证券研究院

图37 会议后市场预期 2025 年降息 3 次

	CME FEDWATCH TOOL - CONDITIONAL MEETING PROBABILITIES									
MEETING DATE	200-225	225-250	250-275	275-300	300-325	325-350	350-375	375-400	400-425	425-450
2025/6/18					0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	20.1%	79.9%
2025/7/30	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	12.1%	55.9%	32.0%
2025/9/17	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	10.1%	48.7%	36.0%	5.3%
2025/10/29	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	7.1%	37.3%	39.7%	14.3%	1.6%
2025/12/10	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	5.2%	29.4%	39.1%	21.0%	4.9%	0.4%
2026/1/28	0.0%	0.0%	0.0%	2.3%	15.9%	33.7%	31.1%	13.9%	2.9%	0.2%
2026/3/18	0.0%	0.0%	1.2%	9.3%	25.0%	32.3%	22.3%	8.3%	1.5%	0.1%
2026/4/29	0.0%	0.3%	3.3%	13.3%	26.9%	29.7%	18.7%	6.5%	1.2%	0.1%
2026/6/17	0.1%	1.2%	6.4%	17.5%	27.8%	26.3%	14.9%	4.9%	0.8%	0.1%
2026/7/29	0.3%	2.1%	8.3%	19.3%	27.5%	24.4%	13.2%	4.2%	0.7%	0.0%
2026/9/16	0.6%	3.2%	10.3%	20.8%	26.9%	22.3%	11.5%	3.5%	0.6%	0.0%
2026/10/28	0.8%	3.6%	10.9%	21.1%	26.7%	21.7%	11.1%	3.4%	0.6%	0.0%
2026/12/9	0.7%	3.2%	9.8%	19.6%	25.8%	22.5%	12.7%	4.6%	1.0%	0.1%

资料来源：CME，联储证券研究院

4. 展望：美国经济有韧性，但前景仍然“危机四伏”

一季度美国经济放缓叠加政府政策剧变，对经济和市场预期造成严重扰动。一季度，美国特朗普政府频繁发布、调整贸易政策，关税水平大超预期，严重打击美国居民消费意愿和企业扩张意愿。截至目前，美国消费者信心指数已经下降至 52.2，为 2022 年 8 月以来最低水平。同时，马斯克牵头政府效率部对美国各个政府部门进行裁员并缩减财政开支，对美国就业和政府支出形成压制。美国 2025 年政府就业大幅下滑，加速美国就业市场降温。叠加美国经济本身持续放缓，而关税压力下再通胀风险激增，一季度市场一度定价美国经济衰退或走入滞胀，出现股债汇三杀的情形。

进入 4 月，美国经济数据、就业数据反映美国经济比预期更加稳健，市场情绪有所好转。尽管当前美国经济衰退风险上升，但目前为止各项“硬指标”暂未出现问题。从 GDP 来看，一季度 GDP 负增主要系美国商家“抢进口”导致贸易赤字激增，而投资、消费等数据表现超出市场预期，暂不指向美国经济衰退。4 月非农就业数据超预期，失业率数据持平前值，反映美国劳动力市场仍然稳健，劳动供需进一步平衡下就业数据逐步回归正常范围。5 月 FOMC 会议中，美联储同样维持美国经济仍然稳健的判断，强调当前经济表现允许美联储进一步观望和等待。

下一阶段，美国将进入政策影响“验证期”，经济表现与市场预期仍然面临多重压力。首先，特朗普关税政策对经济的实际打击将在二季度逐步显现，二季度美国经济快速修复仍有压力。近期特朗普关税谈判持续演绎，美国与其他国家贸易谈判结果将决定关税政策对美国经济是“一次性冲击”还是长期的“阴霾”，也决定了美国消费者信心、通胀预期等软性指标表现恶化是否可能传导至经济数据、通胀、就业等硬指标。第二，关税造成的通胀风险仍然较高。关税政策频繁变化的情况下，美国批零商家“抢跑”现象严重，居民消费终端价格调整可能先于关税政策的实际影响，加速美国通胀上行，建议关注下周即将发布的 4 月 CPI 数据及其他物价高频指标。第三，美国经济“两难”和白宫施压之下，美联储 2025 年降息次数或不及预期。当前美国通胀上行、就业下行风险同步增加，特朗普政府政策不确定性强，叠加白宫不断试图影响美联储独立性，使得美联储可能继续保持观望姿态，避免“预防式降息”可能造成通胀高企的后果，或引来市场对美联储独立性的质疑。因此，2025 年美联储货币政策宽松可能进一步滞后，预防式降息的可能性暂时偏低。我们提示，美联储今年降息次数在 2 次左右，当前市场大概率高估美联储今年降息幅度，后续市场或面临降息预期调整带来的波动。

按优先程度排序，下一阶段，市场的决定性因素仍是特朗普政策，尤其是关税谈判进展。进入二季度，市场对于美国经济数据“验证”或“证伪”美国经济衰退和通胀上行的关注度也将同步提升，需要持续关注。最后，政策变化、数据更新将持续影响美联储货币政策前景，建议持续关注美联储官员表态，把握货币政策风向。

5. 风险提示

特朗普政策超预期；美国经济下行超预期；美联储货币政策紧缩超预期。

免责声明

联储证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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及资料保持在最新状态，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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在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。

本报告版权归“联储证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“联储证券研究院”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在 5%~10%之间
		中性	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 5%以上
	行业评级	看好	相对表现优于市场
		中性	相对表现与市场持平
		看淡	相对表现弱于市场

联储证券研究院

青岛

地址：山东省青岛市崂山区香港东路 195 号 8 号楼 11、15F
 邮编：266100

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴环路 1366 号富士康大厦 9-10F
 邮编：200120

北京

地址：北京市朝阳区安定路 5 号院北投投资大厦 A 座 7 层
 邮编：100029

深圳

地址：广东省深圳市南山区沙河街道深云路 2 号侨城一号广场 28-30F
 邮编：518000