

美联储保持耐心直到硬数据出现信号

——5月美国FOMC点评

2025年5月9日

宏观经济

事件点评

分析师

康明怡 电话：021-25102911 邮箱：kangmy@dxzq.net.cn

执业证书编号：S1480519090001

事件：

美联储维持当前政策利率水平，同时继续QT。

主要观点：

- 1、鲍威尔承认当前经济的不确定性极高，但经济数据足够稳健，可以耐心等待硬数据出现迹象后再考虑利率的调整。
- 2、由于特朗普的关税政策出现转变，但最终的贸易框架仍不明朗，美股长期从看空转为中性略谨慎。

鲍威尔承认目前关税引起的不确定性极高，但经济数据非常稳健，可以耐心等待关税影响显现。和3月相比，潜在关税水平比3月份预期的更高，鲍威尔承认更高的通胀和更高的失业率的不确定性在急剧上升，但还没有在硬数据中看到关税的负面影响。一季度，经济还是处于稳健状态（solid position）。失业率很低，接近充分就业率；通胀下行，但仍高于目标2%；货币政策略微限制，总体来说当前的经济和货币政策位置非常好。由于关税最后落地的程度和时间并不明朗，几乎所有的委员都支持等待，目前的经济状态也可以支持等待一段时间。

鲍威尔认为软数据和硬数据在过去几年中相关性较弱，需要硬数据有迹象才会考虑降息。在过去几年，经济的软数据（消费者信心指数和通胀预期等）和硬数据也发生过分歧，但最后经济的走势良好。虽然鲍威尔认为当前经济的不确定性极高，但他还是需要等到硬数据出现迹象才会考虑政策的变化。此外，鲍威尔认为由于关税政策高于预期，一过性通胀可能比之前预期的要久。关税背景下，控制通胀和舒缓经济衰退之间的抉择非常困难。

我们仍认为在通胀与经济衰退之间，最终美联储还是会倾向后者而降息。关税引发消费和企业囤货前置，模糊了经济数据的表现。历史上，鲜有关税引发趋势性通胀的实例。趋势性通胀更多是货币现象的体现，即宽松的货币或者宽松的财政政策。是否出现趋势性通胀需要观察后续特朗普政策的财政政策，特别是减税法案最终落地的情况。

市场方面，我们对美股短期态度从负面转为中性，长期从看空转为中性略谨慎。由于特朗普的关税政策有所延后，对经济的影响也随之延后，美国股债避险情绪均有所下降。叠加企业囤货的对冲，关税对经济的全面影响可能在2季度末才会有所显现。而特朗普在4月2日以后态度有所转变，说明其对经济和金融的系统性风险有所顾忌。若没有关税政策，今年美国经济陷入衰退的概率不大。年中美国是否陷入经济衰退取决于特朗普政策在未来2个月对关税政策的转变程度。因此，**关税政策的第二个转折点大约在2季度末**。目前可以确认美国对其他国家的最终关税水平大概率低于4月2日公布的极端水平。我们对美股短期的态度转为中性，长期从看空转为中性略谨慎。

风险提示：海外通胀超预期，贸易摩擦升温。

相关报告汇总

报告类型	标题	日期
宏观普通报告	人民银行降准降息，加大对科创企业金融支持—5月7日人民银行、金融监管总局、证监会发布会点评	2025-05-07
宏观普通报告	外部冲击影响加大，充分备足预案—4月25日中共中央政治局会议点评	2025-04-28
宏观普通报告	美国关税政策同样需要回归常识—美国关税政策点评	2025-04-07
宏观普通报告	美联储下调经济增长预期，认为关税通胀压力一过性—3月美国 FOMC 点评	2025-03-20
宏观普通报告	关税影响不在于通胀，而在于经济是否会衰退—美国2月 CPI 数据点评	2025-03-14
宏观深度报告	美国就业市场总量尚可，但较为脆弱—美国就业数据梳理	2025-03-10
宏观深度报告	对 2025 年政府工作报告的几点理解—	2025-03-05
宏观普通报告	促进民营企业健康高质量发展—2025 年民营企业座谈会点评	2025-02-18
宏观普通报告	美国 1 月通胀数据仍属于正常范围—美国 1 月 CPI 数据点评	2025-02-17
宏观普通报告	服务科技型企业居于首位，推动资本市场高质量发展—《关于资本市场做好金融“五篇大文章”的实施意见》点评	2025-02-10

资料来源：东兴证券研究所

分析师简介

康明怡

经济学博士。分别就读于武汉大学、清华大学和明尼苏达大学，博士期间曾在明尼苏达大学、美联储明尼阿波利斯分行从事多年教学和访问工作。2010 年开始执教于复旦大学经济学院 985 平台，上海浦江人才计划项目。2017 年加入东兴证券研究所。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们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，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及报告作者在自身所知情的范围内，与本报告所评价或推荐的证券或投资标的的存在法律禁止的利益关系。在法律许可的情况下，我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和法律责任。

行业评级体系

公司投资评级（A股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数）：
以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（A股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数）：
以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

东兴证券研究所

北京

西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 16 层

邮编：100033

电话：010-66554070

传真：010-66554008

上海

虹口区杨树浦路 248 号瑞丰国际大厦 23 层

邮编：200082

电话：021-25102800

传真：021-25102881

深圳

福田区益田路 6009 号新世界中心 46F

邮编：518038

电话：0755-83239601

传真：0755-23824526