

2025 年 5 月 8 日

全球宏观

等待仍是最好的选择—美联储 5 月 FOMC 会议点评

李少金

Evan.Li@bocomgroup.com
(852) 3766 1849

2025 年 5 月 8 日，美联储 5 月 FOMC 会议一致决定维持联邦基金利率目标区间在 4.25%-4.5% 不变，也是连续第三次会议“按兵不动”。5 月利率声明较 3 月更偏“鹰派”，强调“经济前景的不确定性进一步增加”（“Uncertainty about the economic outlook has increased further.”），并明确指出自上次会议以来“失业率和通胀上行风险已经抬升”，反映了美联储对特朗普关税政策可能带来的“三重风险”（通胀上升、失业上升、增长放缓）的担忧，当前操作空间已变得极其狭窄。

美国经济整体保持韧性，但软硬指标明显分化，加剧了对经济形势的判断难度。2025 年 1 季度 GDP 出现三年来首次收缩，但主要是企业为规避关税而“抢进口”所导致的暂时扭曲。同时，4 月非农就业数据强于预期，失业率维持在 4.2% 的低位，表明劳动力市场依然稳健，尚未反映关税带来的影响。通胀方面，尽管 CPI、PCE 数据尚未反映上行趋势，但诸如消费通胀预期、制造业及服务物价指数等“软指标”已经显著升高，指向未来显著的上行风险。与此同时，特朗普 4 月初宣布的大规模“对等关税”虽已暂停 90 天，但前景尚未明朗，且已对企业和消费者信心产生不利影响，进而对经济前景构成挑战。

鲍威尔在新闻发布会上反复强调“等待观察”的态度，表示“无需匆忙”，并在会议中多次使用“等待”一词，强调当前形势下，等待的成本是最低的。鲍威尔明确指出，若此前宣布的关税持续存在，将对美联储的双重使命（最大就业和 2% 通胀目标）构成严峻挑战。同时，鲍威尔也提及当前情况与 2019 年不同，彼时美联储可以提前降息以应对贸易战带来的增长放缓风险，而现在面临的是通胀上行与经济增长放缓的双重风险，因而前置降息风险较大、成本可能较高。

鲍威尔的等待在亟待维护美元信用的当下具有合理性。美联储当前面临的挑战不仅是经济前景难以判断，而“独立性”近期也不断受到威胁，正加剧美元信用的不确定性。此前特朗普已多次呼吁美联储降息，并威胁要解雇美联储主席鲍威尔。在大规模关税以及“海湖庄园协议”叙事的潜在威胁下，美元信用已遭到负面影响，而美联储选择继续等待，也有其维护独立性、避免信用进一步受损，从而维护金融市场稳定的潜在诉求。

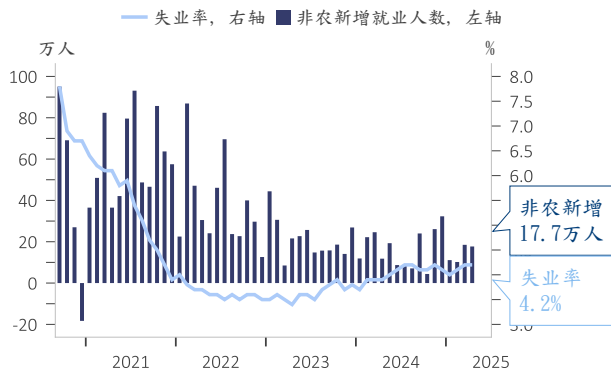
美联储此次会议后，市场对降息路径的预期出现明显调整。市场预期美联储首次降息的时点已由 6 月推迟至 7 月，全年降息预测仍维持在 3 次附近。我们认为当前美联储的等待是合理的：一方面，关税影响可能逐渐在未来两个月体现，比如价格压力的传导，以及对港口、运输等行业的就业冲击。另一方面，“对等关税”暂停 90 天可能要到 7 月份，在此之前很难看到明朗的关税形势，而截至目前也尚未出现任何达成关税协议的范例。基准情形下，美元信用风险，尤其是美债市场的走势已成为特朗普“软肋”，后续关税力度仍有大概率放缓，若关税冲击对通胀、就业影响有限，则全年降息仍有可能在 1-2 次，而首次降息可能将推迟到 4 季度。

图表 1：美国 2025 年 1 季度 GDP 放缓主要因“抢进口”



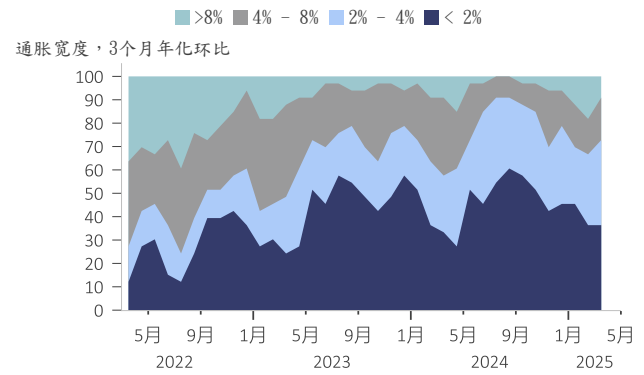
资料来源：Macrobond，交银国际

图表 2：就业市场依然稳健



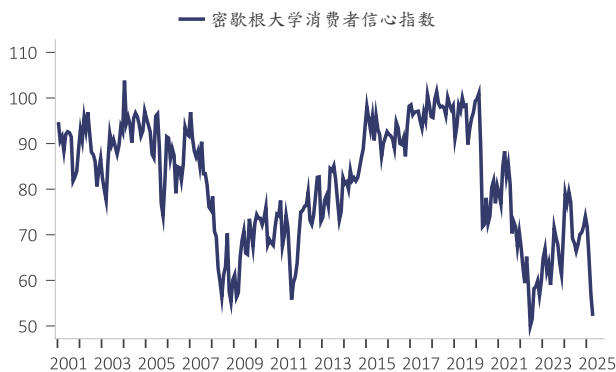
资料来源：Macrobond，交银国际

图表 3：通胀尚未见明显传导



资料来源：Macrobond，交银国际

图表 4：软指标层面，消费者信心急坠...



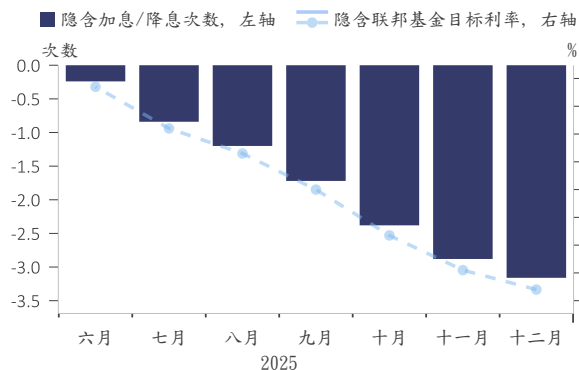
资料来源：Macrobond，交银国际

图表 5：...而通胀预期显著上升



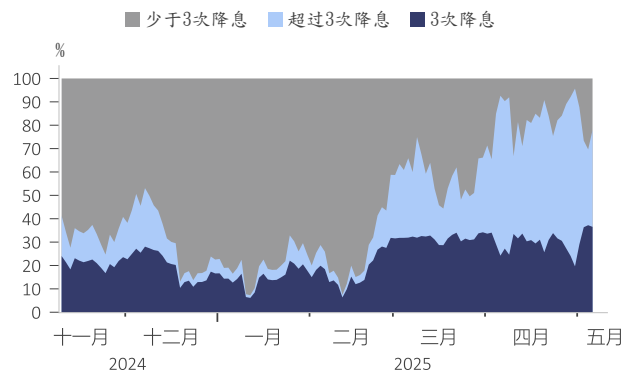
资料来源：Macrobond，交银国际

图表 6：利率期货市场隐含降息次数



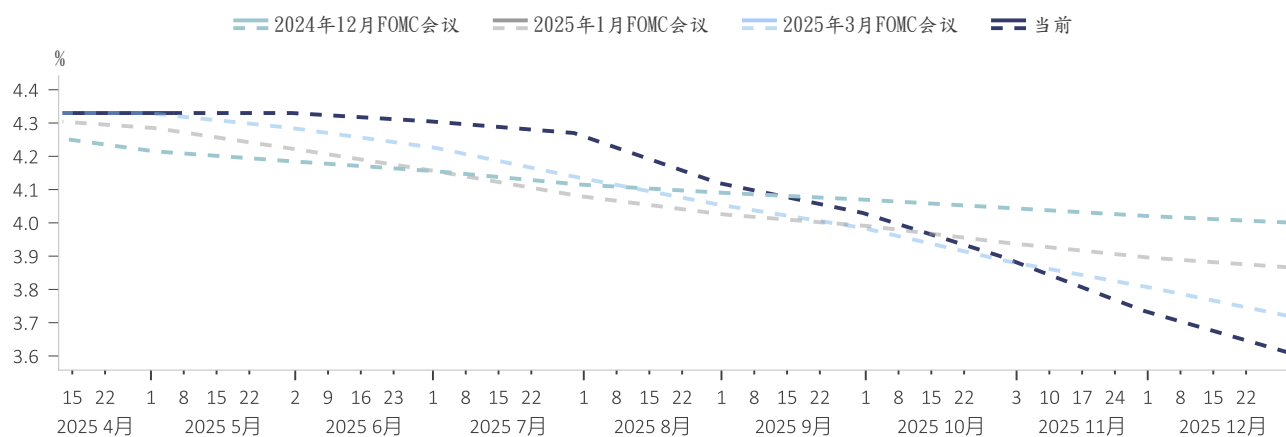
资料来源：Macrobond，交银国际

图表 7：市场降息预期变化



资料来源：Macrobond，交银国际

图表 8：利率期货市场隐含的利率路径变化



资料来源：Macrobond，交银国际

交銀國際

香港中环德辅道中 68 号万宜大厦 10 楼

总机: (852) 3766 1899 传真: (852) 2107 4662

评级定义

分析员个股评级定义：

买入：预期个股未来12个月的总回报**高于**相关行业。

中性：预期个股未来12个月的总回报与相关行业**一致**。

沽出：预期个股未来12个月的总回报**低于**相关行业

无评级：对于个股未来12个月的总回报与相关行业的比较，分析员**并无确信观点**。

分析员行业评级定义：

领先：分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现相对于大盘标杆指数**具吸引力**。

同步：分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现与大盘标杆指数**一致**。

落后：分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现相对于大盘标杆指数**不具吸引力**。

香港市场的标杆指数为**恒生综合指数**，A股市场的标杆指数为**MSCI 中国A股指数**，美国上市中概股的标杆指数为**标普美国中概股50（美元）指数**

分析员披露

本研究报告之作者，兹作以下声明：i) 发表于本报告之观点准确地反映有关于他们个人对所提及的证券或其发行者之观点；及ii) 他们之薪酬与发表于报告上之建议/观点并无直接或间接关系；iii) 对于提及的证券或其发行者，他们并无接收到可影响他们的建议的内幕消息/非公开股价敏感消息。

本报告之作者进一步确认：i) 他们及他们之相关有联系者【按香港证券及期货监察委员会之操守准则的相关定义】并没有于发表本报告之30个日历日前交易或买卖本报告内涉及其所评论的任何公司的证券；ii) 他们及他们之相关有联系者并没有担任本报告内涉及其评论的任何公司的高级人员（包括就房地产基金而言，担任该房地产基金的管理公司的高级人员；及就任何其他实体而言，在该实体中担任负责管理该等公司的高级人员或其同级人员）；iii) 他们及他们之相关有联系者并没拥有于本报告内涉及其评论的任何公司的证券之任何财务利益。根据证监会持牌人或注册人操守准则第16.2段，“有联系者”指：i) 分析员的配偶、亲生或领养的未成年子女，或未成年继子女；ii) 某信托的受托人，而分析员、其配偶、其亲生或领养的未成年子女或其未成年继子女是该信托的受益人或酌情对象；或iii) 惯于或有义务按照分析员的指示或指令行事的另一人。

有关商务关系及财务权益之披露

交银国际证券有限公司及/或其有关联公司在过去十二个月内与交通银行股份有限公司、国联证券股份有限公司、交银国际控股有限公司、四川能投发展股份有限公司、光年控股有限公司、七牛智能科技有限公司、湖州燃气股份有限公司、汉有机控股有限公司、上海小南国控股有限公司、Sincere Watch (Hong Kong) Limited、富景中国控股有限公司、天津建设发展集团股份公司、出门问问有限公司、趣致集团、宜搜科技控股有限公司、老铺黄金股份有限公司、中赣通信(集团)控股有限公司、地平线、多点数智有限公司、草姬集团控股有限公司、安徽海螺材料科技股份有限公司、北京赛目科技股份有限公司及滴普科技股份有限公司有投资银行业务关系。

交银国际证券有限公司及/或其集团公司现持有东方证券股份有限公司、光大证券股份有限公司及七牛智能科技有限公司的已发行股本逾1%。

免责声明

本报告之收取者透过接受本报告(包括任何有关的附件)，表示并保证其根据下述的条件下有权获得本报告，并且同意受此中包含的限制条件所约束。任何没有遵循这些限制的情况可能构成法律之违反。

本报告为高度机密，并且只以非公开形式供交银国际证券的客户阅览。本报告只在基于能被保密的情况下提供给阁下。未经交银国际证券事先以书面同意，本报告及其中所载的资料不得以任何形式(i)复制、复印或储存，或者(ii) 直接或者间接分发或者转交予任何其它人作任何用途。

交银国际证券、其附属公司、关联公司、董事、关联方及/或雇员，可能持有在本报告内所述或有关公司之证券、并可能不时进行买卖、或对其有兴趣。此外，交银国际证券、其附属公司及关联公司可能与本报告内所述或有关的公司不时进行业务往来，或为其担任市场庄家，或被委任替其证券进行承销，或可能以受托人身份替客户买入或沽售其证券，或可能为其担当或争取担当并提供投资银行、顾问、包销、融资或其它服务，或替其从其它实体寻求同类型之服务。投资者在阅读本报告时，应该留意任何或所有上述的情况，均可能导致真正或潜在的利益冲突。

本报告内的资料来自交银国际证券在报告发行时相信为正确及可靠的来源，惟本报告并非旨在包含投资者所需要的所有信息，并可能受送递延误、阻碍或拦截等因子所影响。交银国际证券不明示或暗示地保证或表示任何该等数据或意见的足够性、准确性、完整性、可靠性或公平性。因此，交银国际证券及其集团或有关的成员均不会就由于任何第三方在依赖本报告的内容时所作的行为而导致的任何类型的损失（包括但不限于任何直接的、间接的、随之而发生的损失）而负上任何责任。

本报告只为一般性提供数据之性质，旨在供交银国际证券之客户作一般阅览之用，而并非考虑任何某特定收取者的特定投资目标、财务状况或任何特别需要。本报告内的任何资料或意见均不构成或被视为集团的任何成员作出提议、建议或征求购入或出售任何证券、有关投资或其它金融证券。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映交银国际证券或其集团的立场，亦可在没有提供通知的情况下随时更改，交银国际证券亦无责任提供任何有关资料或意见之更新。

交银国际证券建议投资者应独立地评估本报告内的资料，考虑其本身的特定投资目标、财务状况及需要，在参与有关报告内所述公司之证券的交易前，委任其认为必须的法律、商业、财务、税务或其它方面的专业顾问。惟报告内所述的公司之证券未必能在所有司法管辖区或国家或供所有类别的投资者买卖。

对部分的司法管辖区或国家而言，分发、发行或使用本报告会抵触当地法律、法则、规定、或其它注册或发牌的规例。本报告不是旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。本报告的发送对象不包括身处中国内地的投资人。如知悉收取或发送本报告有可能构成当地法律、法则或其他规定之违反，本报告的收取者承诺尽快通知交银国际证券。

本免责声明以中英文书写，两种文本具同等效力。若两种文本有矛盾之处，则应以英文版本为准。

交银国际证券有限公司是交通银行股份有限公司的附属公司。