

证券研究报告

宏观研究

专题报告

解运亮 宏观首席分析师
执业编号: S1500521040002
联系电话: 010-83326858
邮箱: xieyunliang@cindasc.com

麦麟玥 宏观分析师
执业编号: S1500524070002
邮箱: mailinyue@cindasc.com

信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO., LTD
北京市西城区宣武门西大街甲127号
金隅大厦B座
邮编: 100031

美联储等待的降息信号

2025年5月8日

- **经济担忧加剧下，美联储并未主动降息源于三重阻碍。**自上次降息以来，美联储主席鲍威尔一直在降息上保持耐心，我们认为美联储面对的降息阻碍有三重。一是特朗普的关税政策可能引发通胀抬头，使得美联储对重启降息政策更加谨慎。二是就业数据显示短期内美联储急需降息的压力比较小。三是Q1经济下滑难成为关税对经济实质冲击的佐证。我们认为，鲍威尔在降息上继续保持耐心的根本原因是，当前对经济担忧的程度不及对通胀担忧的程度。
- **最终能打破降息阻碍的可能是失业率。**我们认为，最终打破美联储降息阻碍的可能是失业率，而非通胀。首先，核心商品通胀作为关税的直接作用靶心，可能出现持续上涨，但关税对核心服务的直接影响有限。其次，即使关税对商品通胀的影响显著，其对整体通胀的拉动作用仍受权重限制。基于此，我们认为关税对核心通胀的影响或是制约回落，而非引起核心通胀大幅反弹，那么美联储的应对或是保持现有利率更久，后续失业率的上升更可能成为迫使美联储做出政策变化的“敲门砖”。
- **今年的衰退风险或略高于滞胀风险。**中性情形下，假设新增就业人数（12月移动平均）从4月开始平均每月减少人数升至1w人，则年底失业率上升至接近5%的水平，全年均值4.5%，高于美联储Q1对就业市场的判断，基于前面对通胀的判断，经济进入衰退的风险略高于滞胀风险。受能源价格的影响，二季度末通胀或会出现暂时性反弹，三季度进入横盘阶段，三季度可能是通胀横盘与失业率上升的组合，四季度是通胀回落失业率上升（更高）的组合。从就业和通胀的角度看，今年三、四季度美联储都有降息可能，美联储四季度的降息阻力可能比三季度小。
- **风险因素：**地缘政治风险，国际油价上涨超预期，美国就业市场超预期走弱等。

目 录

一、经济担忧加剧下，美联储并未主动降息	3
二、最终能打破降息阻碍的可能是失业率	5
三、今年的衰退风险或略高于滞胀风险	6
风险因素	8

表 目 录

表 1：美国一季度经济回调，抢进口有很大影响	4
------------------------------	---

图 目 录

图 1：自上次降息以来，美联储暂停了五个月	3
图 2：美国失业率在 4.0%-4.2% 区间波动近一年	4
图 3：过去一年，美国核心通胀回落趋势相对积极	5
图 4：挑战者企业裁员人数激增	6
图 5：新增非农就业走弱的三种情形	7
图 6：中性情形下，年底美国失业率或接近 5%	7

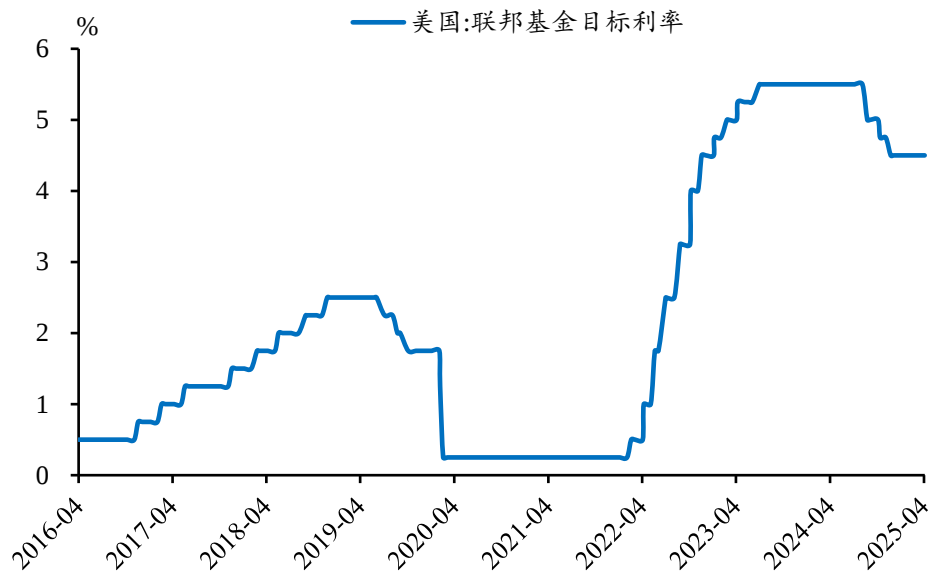
一、经济担忧加剧下，美联储并未主动降息

在美国经济担忧逐步加剧之下，5月美联储议息会议结果显示依旧不降息，这是第3次维持利率不变（图1）。自上次降息以来，美联储主席鲍威尔一直在降息上保持较高的耐心，我们认为这或是因为美联储降息前面有三重阻碍。

第一，特朗普的关税政策有潜在通胀风险，重启降息需要更加谨慎。我们认为，鲍威尔在降息上保持耐心，更主要的原因不是现在通胀回落的程度不够，而是担心关税给通胀带来反弹的潜在风险。今年4月初，特朗普对海外多个国家启动了对等关税，尽管中间对不采取报复行动的国家实施90天的关税暂停，但后续谈判结果如何尚未可知，再加上对中国的对等关税不仅并未暂停，更是进入“极端关税阶段”。对此，美联储官员不得不对重启降息更加谨慎。

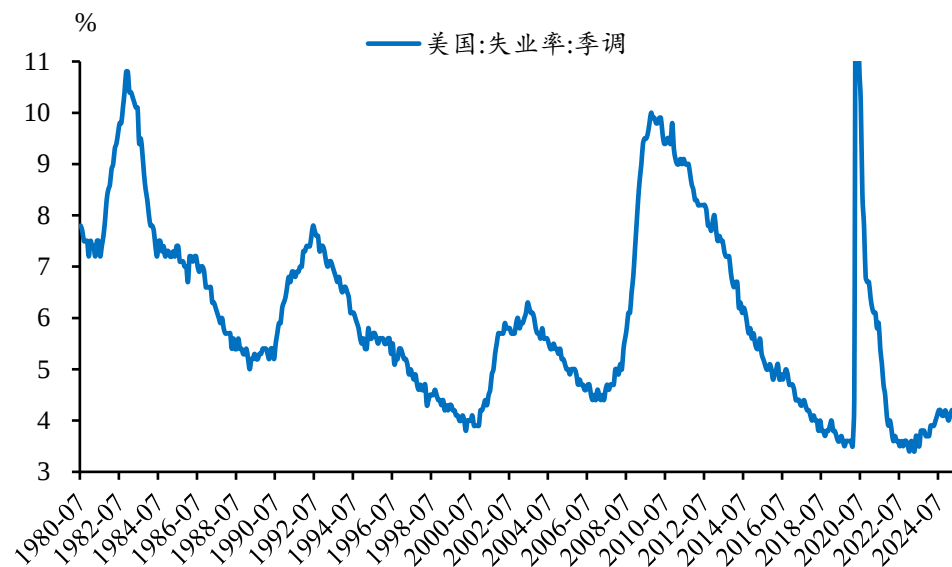
第二，就业数据显示短期内美联储急需降息的压力比较小。当前美国失业率自低位小幅回升，但是就业市场尚未出现显著恶化的情况，在过去一年里，其失业率仅在4.0%-4.2%的区间里来回波动（图2）。5月2日公布的4月非农就业数据好于预期，更推迟了市场对美联储降息时点的预期。我们认为，也正是因为就业市场并未给美联储带来急迫的降息压力，就业市场较慢的放缓速度或让美联储有时间继续观察政策影响，避免过快调整导致通胀反复。

图1：自上次降息以来，美联储第三次暂停降息



资料来源: ifind, 信达证券研发中心

图 2：美国失业率在 4.0%-4.2% 区间波动近一年



资料来源: ifind, 信达证券研发中心

第三，Q1 经济下滑难成为关税对经济实质冲击的佐证。与就业市场表现不同，一季度美国实际 GDP 环比折年率下滑至-0.3%。Q1 经济下滑没有“打动”美联储的原因是，一季度回调主要是“抢进口”的影响。一季度进口环比折年率 41.3%，拖累 GDP 5 个百分点，是所有分项表现最差的部分（表 1）。这种进口增长带来的经济回调并不会导致劳动力市场的衰弱，这也阻碍了美联储的降息。

曾任美联储理事会的埃尔·米德指出：美联储降息的时点，就是经济放缓冲击大于通胀冲击的时点。基于这一逻辑，我们认为，鲍威尔在降息上继续保持耐心的根本原因是，**当前对经济担忧的程度不及对通胀担忧的程度。**

表 1：美国一季度经济回调，抢进口有很大影响

环比折年率 (%)						
	实际 GDP	个人消费	私人投资	出口	进口	政府支出
2024Q4	2.4	4.0	-5.6	-0.2	-1.9	3.1
2025Q1	-0.3	1.8	21.9	1.8	41.3	-1.4
环比贡献率 (%)						
	实际 GDP	个人消费	私人投资	出口	进口	政府支出
2024Q4	2.4	2.7	-1.0	0.0	0.3	0.5
2025Q1	-0.3	1.2	3.6	0.2	-5.0	-0.3

资料来源: ifind, 信达证券研发中心

二、最终能打破降息阻碍的可能是失业率

当前就业和通胀数据显示，美联储或仍有时间继续等待合适的降息信号。在观望期内，美联储主要有两个层面的防范，一是防范关税驱动的物价上涨演变成更持久的通胀，二是防范高额关税下企业裁员导致的失业率加速上升。

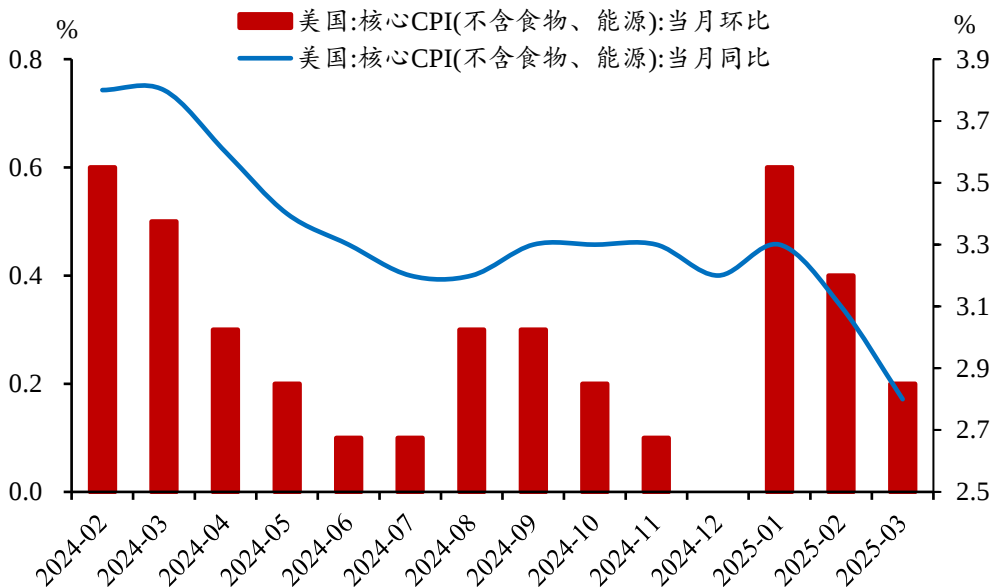
我们认为，在这两个防范层面中，后续失业率的变化更可能迫使美联储做出政策变化。

首先，核心商品通胀作为关税的直接作用靶心，可能出现持续上涨，但关税对核心服务的直接影响有限。关税本质上是对进口商品征收额外成本，这部分成本会通过进口商、批发商和零售商层层转嫁到消费者，所以关税对美国通胀的影响主要集中在核心商品通胀，尤其是可贸易商品领域，而服务以国内供给为主，关税较难直接干预，因此对核心服务通胀的直接影响相对有限。

其次，即使关税对商品通胀的影响显著，其对整体通胀的拉动作用仍受权重限制。由于美国核心 CPI 中核心商品占比约 26.8%，而核心服务占比 73.2%。按“核心商品：核心服务”为“3：7”来看，在未来的 9 个月里，如果核心服务同比能回落 0.5 个百分点，则或能抵消核心商品同比上涨 1.2 个百分点。基于此，我们认为关税对核心通胀的影响或是制约回落，而非引起核心通胀大幅反弹。

我们认为，美联储降息最大的阻碍或是担心美国提高关税导致通胀反复，我们认为若核心商品通胀价格同比上涨制约核心通胀回落，而非出现大幅反弹，那么美联储的应对或是保持现有利率更久，而非加息。从美联储各委员的表态跟踪来看，加息暂不是潜在的考虑选项。

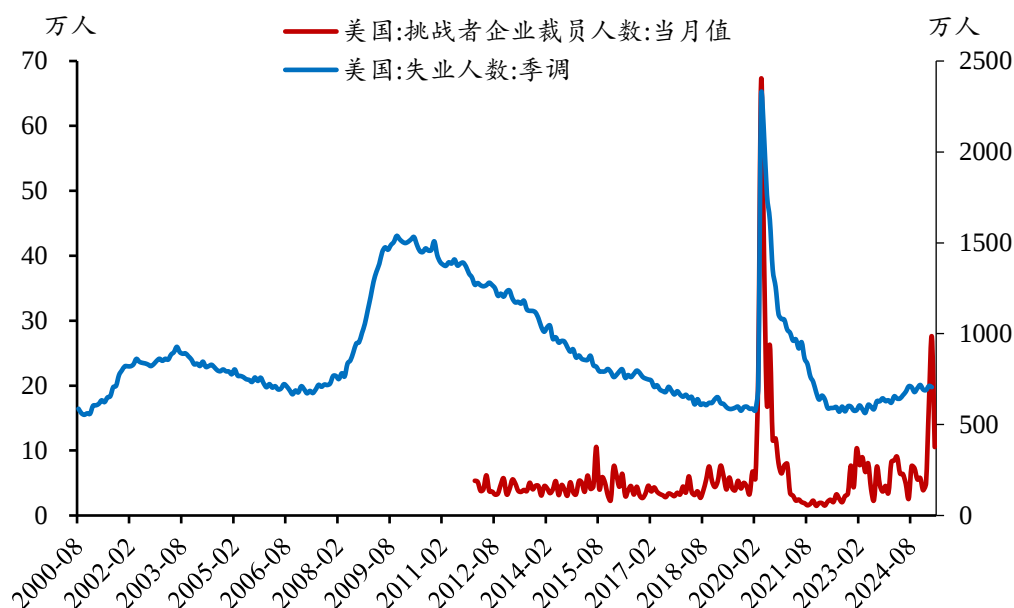
图 3：过去一年，美国核心通胀回落趋势相对积极



资料来源: ifind, 信达证券研发中心, 同比为右轴

后续失业率的上升更可能成为迫使美联储做出政策变化的“敲门砖”。从我们构建的失业率三框架来看（见已外发报告《为什么美国就业放缓不至于引发衰退？——兼论美国失业率分析框架》），关税对就业市场的影响主要是通过企业裁员人数影响新增就业，从而传导至失业率。从当前趋势上看，今年年初挑战者企业裁员人数激增，而美国劳动力市场只是略有走弱（图 4），之前市场预期的政府裁员与驱赶非法移民带来的大量就业减少尚未出现，这暂时没有为美联储提供合适的降息信号。如果关税维持现状（即暂停对等关税 90 天），则 7 月之前关税可能不会对美国的就业市场造成显著影响，如果特朗普政府恢复激进的、大范围的关税水平，那么企业可能会开始裁员，失业率或将大幅上升。也就是说，Q3 和 Q4 的失业率上升风险更高。

图 4：挑战者企业裁员人数激增



资料来源: ifind, 信达证券研发中心

三、今年的衰退风险或略高于滞胀风险

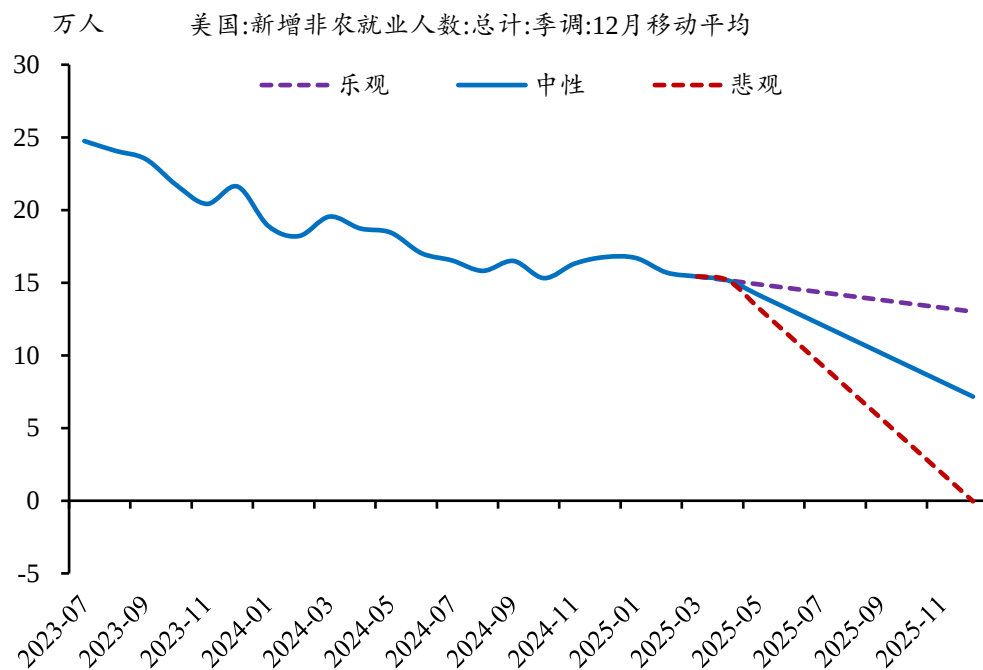
一季度美国实际 GDP 年化季环比-0.3%，跌入负区间，低于预期 0.2% 和前值 2.4%，但 4 月非农就业数据却超预期强劲，混乱的数据让市场困惑今年美国经济是陷入滞胀还是衰退。从目前美联储委员的表态来看，美联储委员们的基准预期是美国经济在放缓，而非衰退或滞胀。**结合我们前面对通胀的判断，我们认为，今年的衰退风险略高于滞胀风险，且四季度衰退风险更大。**历史上，美联储往往不会在衰退中维持高利率，若美国进入衰退早期阶段，降息可能较为顺利。

鲍威尔指出，当前失业率上升和通胀上升的风险已经上升，但还没有出现在数据中，正确的做法是等待进一步的确认，我们认为后续可能有几种情形。

- 1) 乐观情形下，假设新增就业人数（12 月移动平均）继续按照当前的缓慢趋势走弱，平均每月减少 2700 人，则年底失业率小幅上升但表现低于 4.5%，全年均值 4.3%，低于美联储 Q1 对就业市场的判断，进入衰退的概率偏小。
- 2) 中性情形下，假设新增就业人数（12 月移动平均）从 4 月开始平均每月减少人数升至 1w 人，则年底失业率上升至接近 5% 的水平，全年均值 4.5%，高于美联储 Q1 对就业市场的判断，基于前面对通胀的判断，经济进入衰退的风险略高于滞胀风险。
- 3) 悲观情形下，假设新增就业人数（12 月移动平均）今年年底降为 0，平均每月减少人数升至 1.9w 人，则年底失业率上升至 5.5% 左右的水平，全年均值 4.7%，经济进入衰退的概率较高。

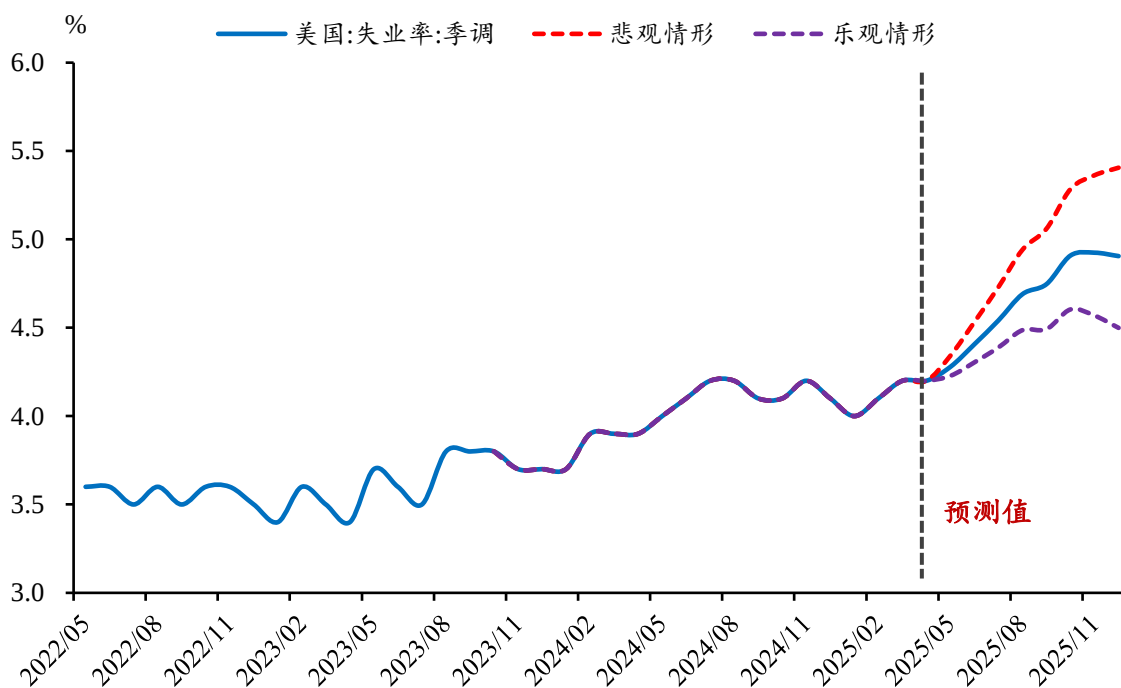
从就业和通胀的角度看，美联储四季度的降息阻力可能比三季度小。今年三、四季度美联储都有降息可能，且四季度降息阻力可能小于三季度。我们认为，受能源价格的影响，二季度末通胀或会出现暂时性反弹，三季度进入横盘阶段，三季度可能是通胀横盘与失业率上升的组合，四季度是通胀回落失业率上升（更高）的组合。从美联储的两个目标来看，三季度降息会有些约束，四季度降息更加顺畅。

图 5：新增非农就业走弱的三种情形



资料来源: ifind, 信达证券研发中心

图 6：中性情形下，年底美国失业率或接近 5%



资料来源: ifind, 信达证券研发中心

风险因素

地缘政治风险，国际油价上涨超预期，美国就业市场超预期走弱等。



研究团队简介

解运亮，信达证券宏观首席分析师。中国人民大学经济学博士，中国人民大学财政金融学院业界导师。曾供职于中国人民银行货币政策司，参与和见证若干重大货币政策制订和执行过程，参与完成中财办、人民银行、商务部等多项重点研究课题。亦曾供职于国泰君安证券和民生证券，任高级经济学家和首席宏观分析师。中国人民银行重点研究课题一等奖得主。2020 年“21 世纪最佳预警研究报告”获得者。2022 年 Wind 金牌分析师宏观研究第二名。2022 年云极“十大讲师”。2023 年东方财富 Choice 最佳宏观分析师。2023 年中国信达集团“金牌宣讲人”。2024 年 Wind 金牌分析师宏观研究第五名。

麦麟玥，信达证券宏观分析师。中山大学硕士，2022 年 7 月加入信达证券研究所，侧重于研究美国经济和出口。所属团队获得 2024 年 Wind 金牌分析师宏观研究第五名。

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分都不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深300指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起6个月内。	买入： 股价相对强于基准15%以上；	看好： 行业指数超越基准；
	增持： 股价相对强于基准5%~20%；	中性： 行业指数与基准基本持平；
	持有： 股价相对基准波动在±5%之间；	看淡： 行业指数弱于基准。
	卖出： 股价相对弱于基准5%以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。