

2025 年 05 月 08 日

观望等待是美联储当前的政策主基调

宏观研究团队

——5 月 FOMC 会议点评

何宁（分析师）

hening@kysec.cn

证书编号：S0790522110002

潘纬桢（分析师）

panweizhen@kysec.cn

证书编号：S0790122110044

事件：美联储于北京时间 5 月 8 日凌晨 2 点发布 5 月 FOMC 会议声明，宣布保持利率水平不变。

● 声明及发布会要点

1. 美联储在此次会议上宣布维持利率水平在 4.25%-4.5% 区间。缩表方面，将继续按照 3 月 FOMC 会议上的原定计划执行。

2. 再次维持利率水平不变，认为失业率和通胀率均有上升风险。在声明中，美联储的措辞同 3 月份相比变化不多，即认为虽然净出口的波动影响了经济数据，但美国经济继续稳步扩张。此外，美联储认为美国经济前景的不确定性进一步加剧，且失业率和通胀率上升的风险已经提升。显示当前美联储的货币政策目标，遭遇到了来自特朗普政策的双重挑战，且经济出现滞胀的可能性有所提升。

3. 发布会上，鲍威尔表态依旧较为中性，强调面临的不确定性。在发言稿以及问答中，整体表态依旧中性，称并不急于降息，且多次强调面临的不确定性。其表示不急于调整货币政策立场，需要防止关税造成的一次性价格上升演变为持续的通胀。当前美联储处于有利的位置，以等待更明确的前景。目前不知道通胀和就业哪一项指标会恶化的更快，现在没有必要采取行动，也没有数据支持行动，多次强调等待和观察，未来的降息路径并不明朗。因此没有必要“先发制人”，但如果有必要，将会很快行动。此外，当前的美联储货币政策有适度的限制性。近期美国的关税谈判可能会实质性的影响经济前景。

● 观望等待是美联储当前的政策主基调，降息或在 3 季度

我们认为，由于当前关税政策变化较大，且美国经济整体表现尚可，考虑到关税可能导致的价格上涨，美联储或将选择等待，首次降息可能将在 3 季度，但首次降息幅度可能超过 25bp。

一则虽然美国通胀下降趋势仍在，但考虑到民众通胀预期大幅上行，且经济整体有韧性，美联储继续选择等待是一个较好选择；二则美国经济或将在 2 季度经历较为持续的下行。届时若经济需求端下行较多，则通胀压力将会减轻，经济衰退风险则会快速上升，美联储或将再度降息。这样的经济环境最快或在 3 季度出现，但由于美联储此时行动可能偏晚，因此降息幅度可能会超过 25bp。

● 短期内市场风险偏好或可维持，但仍需面对关税政策压力

决议及发布会后，市场风险偏好有所回暖。美股方面，在声明及发布会后，美股略有反弹。最终道琼斯指数收涨 0.7%，纳斯达克指数收涨 0.27%；美债方面，10 年期美债收益率总体下行，目前下跌至 4.3% 以下；美元方面，发布会后略有上涨，但仍低于 100；黄金则录得下跌，目前低于 3400 美元/盎司。我们认为由于美联储表态较中性，市场风险偏好短期内或可维持，但仍要面对关税政策的压力。CME 期货定价美联储将在 2025 年降息 50bp。

● **风险提示：**国际局势紧张引发通胀超预期，美国经济超预期衰退。

相关研究报告

《关税冲击与应对—宏观经济 2025 年中期策略》-2025.5.6

《美国中期衰退风险较高，国内五一消费“量”好于“价”——五一海内外要闻—宏观深度报告》-2025.5.6

《关税扰动的 2 个阶段—兼评 4 月 PMI 数据》-2025.4.30

目 录

1、 声明及发布会要点	3
1.1、 再次维持利率水平不变，认为失业率和通胀率均有上升风险	3
1.2、 发布会上，鲍威尔表态依旧中性，强调面临的不确定性	3
2、 等待观望是美联储当前的政策主基调，降息或在 3 季度	4
3、 短期内市场风险偏好或可维持，但仍需面对关税政策压力	6
4、 风险提示	6

图表目录

图 1： 美国通胀趋势仍在下行	5
图 2： 美国居民通胀预期快速上升	5
图 3： 美国经济政策不确定指数仍在继续上升	5
图 4： 美股上涨较多	6
图 5： 10 年期美债收益率总体下降	6
图 6： 美元指数总体上行	6
图 7： 黄金价格下跌	6
表 1： 美联储 5 月决议内容相较于 3 月，更多强调不确定性	3

事件：美联储于北京时间 5 月 8 日凌晨 2 点发布 5 月 FOMC 会议声明，宣布保持利率水平不变。

1、声明及发布会要点

1.1、再次维持利率水平不变，认为失业率和通胀率均有上升风险

美联储在此次会议上宣布维持利率水平在 4.25%-4.5% 区间。缩表方面，将继续按照 3 月 FOMC 会议上的原定计划执行。

在声明中，美联储的措辞同 3 月份相比变化不多，即认为虽然净出口的波动影响了经济数据，但美国经济继续稳步扩张。**就业方面**，美联储认为劳动力市场依然稳健，失业率稳定在低位；**通胀方面**，承认通胀仍然略高。但**美联储认为美国经济前景的不确定性进一步加剧，且失业率和通胀率上升的风险已经提升**。显示当前美联储的货币政策目标，遭遇到了来自特朗普政策的双重挑战，**且经济出现滞胀的可能性有所提升**。

表1：美联储 5 月决议内容相较于 3 月，更多强调不确定性

声明要点	3 月会议表述	5 月会议表述
美国经济	近期指标显示，经济活动继续稳步扩张。	尽管净出口波动影响了数据，但近期指标显示，经济活动持续稳健扩张。
就业与通胀	失业率近几个月稳定在低水平，劳动力市场状况保持稳健。通胀率仍略有上升。	近几个月失业率稳定在低位，劳动力市场状况依然稳健。通胀率仍然略高。
货币政策目标	委员会寻求在较长时期内实现最大就业和 2% 的通胀率。 经济前景的不确定性有所增加 。委员会对其双重使命面临的风险十分关注。	委员会力求在长期内实现充分就业和 2% 的通胀率。 经济前景的不确定性进一步加剧 。委员会密切关注其双重使命面临的风险， 并判断失业率和通胀率上升的风险已经提升 。
货币政策行动	为了实现其目标，委员会决定将联邦基金利率目标区间 维持在 4.25% 至 4.5% 之间 。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、不断变化的前景以及风险平衡。委员会将继续减少其持有的美国国债、机构债券和机构抵押贷款支持证券。 从 4 月份开始，委员会将通过将美国国债的每月赎回上限从 250 亿美元降至 50 亿美元来减缓其证券持有量的下降速度。委员会将维持机构债券和机构抵押贷款支持证券的每月赎回上限为 350 亿美元 。委员会坚定地致力于支持充分就业，并将通胀率恢复到 2% 的目标。	为支持其目标，委员会决定将联邦基金利率目标区间维持在 4.25% 至 4.5%。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、不断变化的前景以及风险平衡。委员会将继续减持美国国债、机构债券和机构抵押贷款支持证券。委员会坚定地致力于支持充分就业，并将通胀率恢复至 2% 的目标。
货币政策立场	在评估适当的货币政策立场时，委员会将继续监测新信息对经济前景的影响。如果出现可能阻碍委员会目标实现的风险，委员会将准备酌情调整货币政策立场。委员会的评估将考虑广泛的信息，包括劳动力市场状况、通胀压力和通胀预期以及金融和国际发展情况。	在评估适当的货币政策立场时，委员会将继续监测未来信息对经济前景的影响。如果出现可能阻碍委员会目标实现的风险，委员会将准备酌情调整货币政策立场。委员会的评估将考虑广泛的信息，包括劳动力市场状况、通胀压力和通胀预期，以及金融和国际形势发展。

资料来源：美联储、开源证券研究所

1.2、发布会上，鲍威尔表态依旧中性，强调面临的不确定性

从发布会上鲍威尔的发言和表态来看，整体表态依旧中性，称并不急于降息，**且多次强调面临的不确定性**。

(1) 后续的降息方面，美联储主席鲍威尔表示不急于调整货币政策立场 (not in a hurry)，需要防止关税造成的一次性价格上升演变为持续的通胀 (ongoing inflation problem)。当前美联储处于有利的位置，以等待更明确的前景 (we are well positioned to wait for greater clarity)。目前不知道通胀和就业哪一项指标会恶化的更快，现在没有必要采取行动，也没有数据支持行动，且多次强调等待和观察 (wait and see)，未来的降息路径并不明朗。因此没有必要“先发制人” (It's not a situation where we can be pre-emptive)，但如果有必要，将会很快行动。此外，当前的美联储货币政策有适度的限制性 (moderately restrictive)。

(2) 关于劳动力市场与通胀水平，鲍威尔称劳动力市场仍然稳固 (conditions have remained solid)。通胀水平仍然高于 2% 的目标，且近期通胀预期普遍上升，关税则是背后的驱动因素 (tariffs as a driving factor)。但鲍威尔目前仍然认为关税对通胀的冲击是一次性的，且相关的冲击尚未到来。

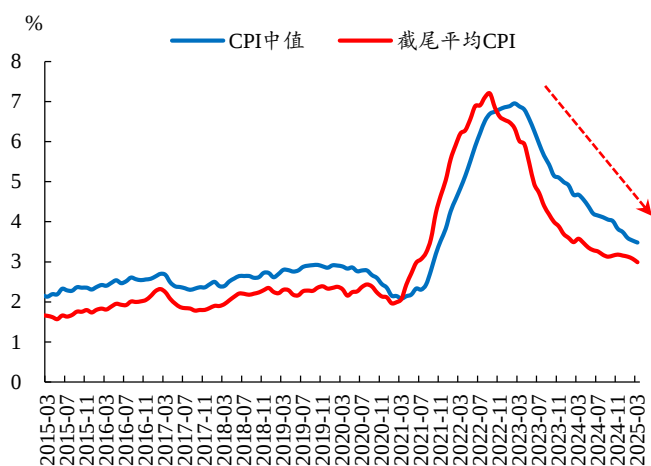
(3) 关于美国经济，鲍威尔表示虽然面临高度不确定性，但美国经济仍然稳健 (in a solid position)，私人国内最终购买 (PDEF) 相较于 2024 年 4 季度保持平稳。虽然目前消费者信心调查出现下滑，还需要持续观察居民预期如何向投资与消费传导。鲍威尔还预计，美国 1 季度的 GDP 数据可能会被上修，后续对 GDP 的预判将会更难，美联储并不会发布关于美国经济衰退的预测。

(4) 鲍威尔还表示，特朗普政府实施的关税政策显著超过预期 (significantly larger than anticipated)，对经济影响高度不确定。如果相关政策持续下去，将会导致失业率、通胀率走高，经济增速下降。此外，鲍威尔还再次强调并不会受到特朗普的政治压力而行动。近期美国的关税谈判可能会实质性的影响经济前景。

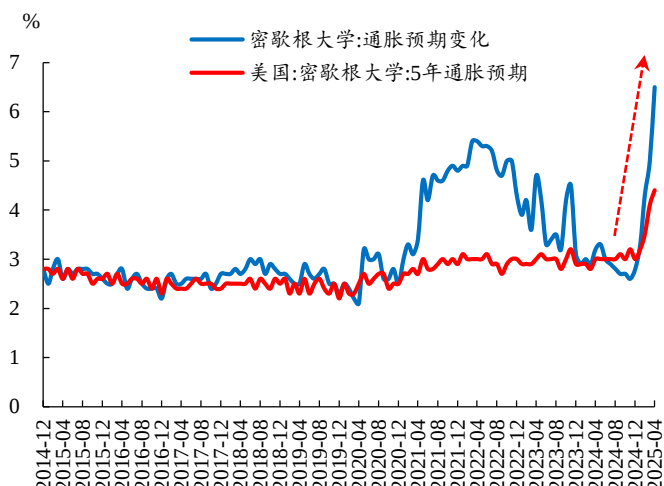
2、观望等待是美联储当前的政策主基调，降息或在 3 季度

本次会议维持利率水平不变早已被市场充分预期，鲍威尔的表态也符合美联储近期的一致表态。我们认为，由于当前关税政策变化较大，且美国经济整体表现尚可，考虑到关税可能导致的价格上涨，美联储或将选择等待，首次降息可能将在 3 季度，但首次降息幅度可能超过 25bp。具体而言：

第一，虽然美国通胀下降趋势仍在，但考虑到民众通胀预期大幅上行，且经济整体有韧性，美联储继续选择等待是一个较好选择。本次 FOMC 会议是特朗普宣布对等关税后的首次会议，虽然从前期的数据来看，3 月美国 CPI 中值、截尾平均 CPI 两项指标分别录得 3.48%、2.99%，较 2 月份均有不同程度下降，且下行趋势相对稳定；但 4 月密歇根大学消费者 1 年、5 年通胀预期分别录得 6.5%、4.4%，均较 3 月份大幅抬升 (+1.5pct、+0.3pct)，较 1 月份的预期翻倍有余。从历史经验来看，居民通胀预期的稳定，对于美联储控制通胀非常重要。因此从近 3 个月通胀预期的快速上升来看，美联储的降息条件可能尚不充分。叠加一季度美国 GDP 数据中美国国内需求 (Final sales to domestic purchasers)，1 季度则同比上升 2.26%，较 2024 年 4 季度下降 0.71 个百分点，经济增长确实有所走软，但总体下降幅度并不高，且 4 月非农就业亦超出市场预期，经济并未出现失速下滑。《美国中期衰退风险较高，国内五一消费“量”好于“价”——五一海内外要闻》在此背景下，美联储继续选择等待，是一个较好选择。

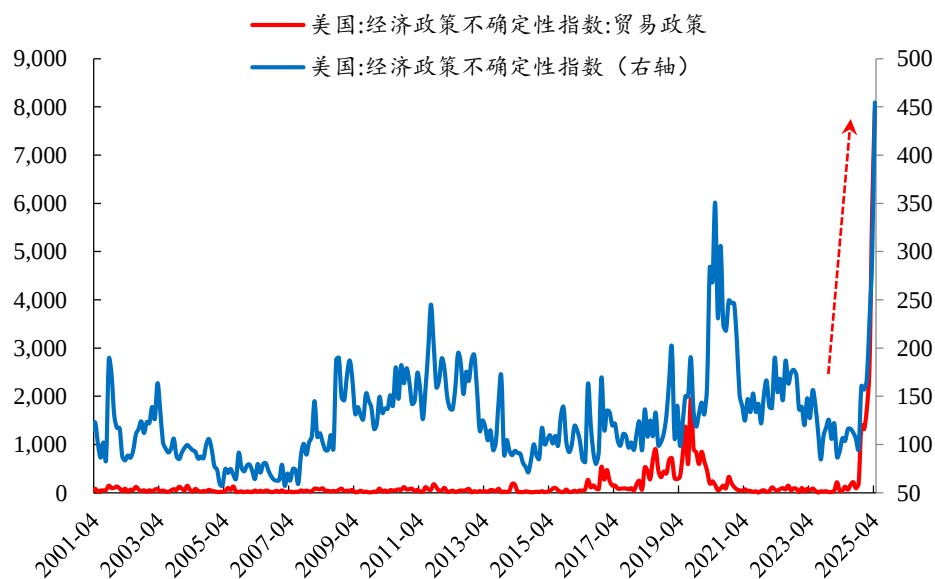
图1：美国通胀趋势仍在下行


数据来源：Cleveland Fed、开源证券研究所

图2：美国居民通胀预期快速上升


资料来源：Wind、开源证券研究所

第二，美联储首次降息可能在3季度，且降息幅度可能超过25bp。如前所述，由于当前美国经济仍有韧性，且考虑到关税可能带来的价格上行压力，美联储短期只能选择等待观望。但另一方面我们要注意，关税政策引发的经济政策的不确定性提升，会导致企业和居民减少投资和消费，从而对经济需求端起到一定的抑制作用。4月美国经济政策不确定性指数仍在继续上升，贸易政策分项亦是如此。且从当前特朗普政府同各国关税谈判受阻的情况来看¹，美国经济政策的不确定性或将在未来1-2个季度持续处于高位。因此我们认为美国经济或将在2季度经历较为持续的下行。届时若经济需求端下行较多，则通胀压力将会减轻，经济衰退风险则会快速上升，美联储或将再度降息。这样的经济环境最快或在3季度出现，但由于美联储此时行动可能偏晚，因此降息幅度可能会超过25bp。

图3：美国经济政策不确定指数仍在继续上升


数据来源：Wind、开源证券研究所

¹ <https://wallstreetcn.com/articles/3746415?keyword=%E8%B0%88%E5%88%A4>

3、短期内市场风险偏好或可维持，但仍需面对关税政策压力

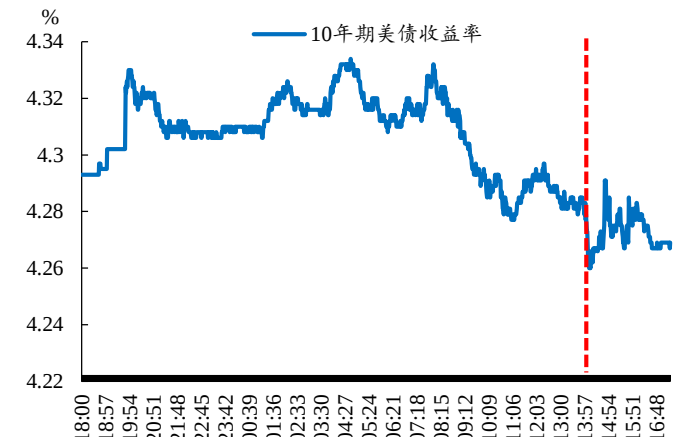
决议及发布会后，市场风险偏好有所回暖。美股方面，在声明及发布会后，美股略有反弹。最终道琼斯指数收涨 0.7%，纳斯达克指数收涨 0.27%；美债方面，10 年期美债收益率总体下行，目前下跌至 4.3% 以下；美元方面，发布会后略有上涨，但仍低于 100；黄金则录得下跌，目前低于 3400 美元/盎司。我们认为由于美联储表态较中性，市场风险偏好短期内或可维持，但仍要面对关税政策的压力。CME 期货定价美联储将在 2025 年降息 50bp。

图4：美股上涨较多



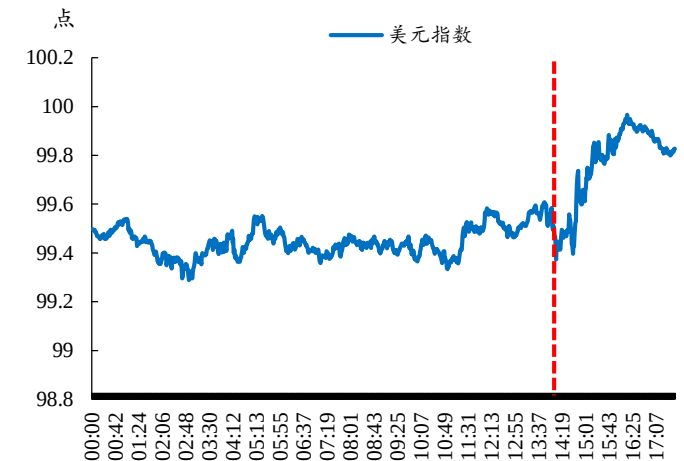
数据来源：Wind、开源证券研究所

图5：10 年期美债收益率总体下降



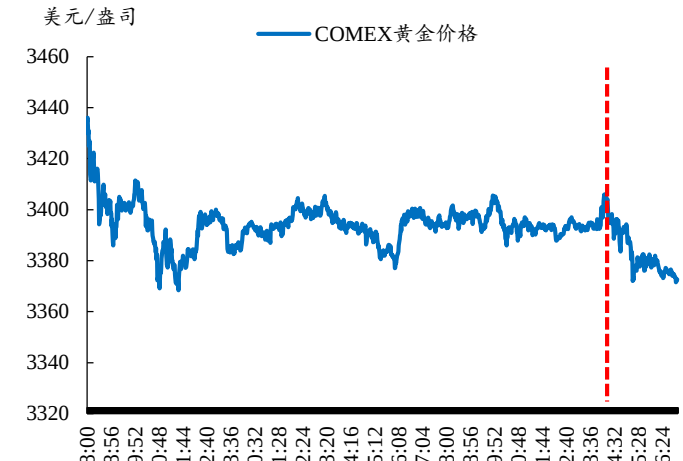
数据来源：Wind、开源证券研究所

图6：美元指数总体上行



数据来源：Wind、开源证券研究所

图7：黄金价格下跌



数据来源：Wind、开源证券研究所

4、风险提示

国际局势紧张引发通胀超预期，美国经济超预期衰退。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年15月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。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、价值及投资收入可能会波动。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。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。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼3层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn