

宏观点评 20250508

关税迷雾深，联储降息更难择机——2025 年 5 月 FOMC 会议点评

2025 年 05 月 08 日

证券分析师 芦哲

执业证书：S0600524110003

luzhe@dwzq.com.cn

证券分析师 张佳炜

执业证书：S0600524120013

zhangjw@dwzq.com.cn

证券分析师 韦伟

执业证书：S0600525040002

weiy@dwzq.com.cn

研究助理 王茁

执业证书：S0600124120013

wangzhuo@dwzq.com.cn

■ **核心观点：**5 月 FOMC 上美联储如期维持利率水平不变。发布会中 Powell 表达了对经济前景更大不确定性与滞胀风险的担忧，同时 Powell 也表示关税带来的滞胀风险让美联储在就业与通胀目标中的抉择将更具挑战性，这意味着美联储择机降息难度将更大，对待货币政策也将采取更加谨慎的态度，因此当前市场计价的全年 3 次降息预期面临进一步向下修正的风险。

■ **FOMC 声明：**如期维持利率不变，特朗普关税带来更多不确定性。与 3 月比，5 月 FOMC 声明变化不大。变化主要体现在：①强调经济扩张仍然稳健，尽管净出口对近期经济数据有扰动（*swings in net exports have affected the data*）；②经济前景不确定性进一步增大（*uncertainty about the economic outlook has increased further*）；③判断失业率与通胀风险提升（*judges that the risks of higher unemployment and higher inflation have risen*）。②与③主要体现特朗普关税给美国经济带来的更大不确定性与滞胀风险。

■ **发布会：**滞胀风险令美联储对降息更谨慎。相对于简短的声明，发布会上 Powell 表达了由特朗普关税等政策带来的对经济前景更大不确定性与滞胀风险的担忧，这也导致美联储对降息更谨慎的态度与更大的判断难度。①增长方面，Powell 认为经济现状不错（*doing fine*），尚未看见经济真实数据的放缓迹象（*We're not seeing a slowdown show up in actual economic data, yet.*）。Q1 美国 GDP 的负增长主要来自抢进口扰动，预期 Q1 消费与库存分项将会被上修，且外贸给 Q1 的负贡献将在 Q2 反转为正贡献。但 Powell 也关注到调查指标/软数据的恶化，企业与居民的担忧较为广泛且在延后决策（*Businesses and households are very broadly concerned and postponing decisions*）。若担忧没有缓解，则预期将在未来数周到数月经济数据中体现（*If nothing happens to alleviate those concerns, would expect that to show up in data in weeks or months*）。②通胀方面，Powell 认为关税带来的通胀可能是一次性的（*one-time shift*），也可能是持续的（*persistent*），表达了对通胀更大不确定性与上行风险的担忧。Powell 认为持续的关税将带来滞胀风险（*generate a rise in inflation, a slowdown in economic growth*）。③货币政策方面，从政策方向看 Powell 承认关税带来的滞胀风险让美联储在就业与通胀目标中的抉择将更具挑战性。从置信区间看，Powell 认为不确定性飙升（*uncertainty is extremely elevated*），对合理的政策利率路径没有信心（*can't confidently say I know the appropriate rate path*），但认为等待成本较低（*costs of waiting are fairly low*），不急于降息（*don't think we need to be in a hurry*）。

■ **策略启示：**市场降息预期过于乐观，美债利率存在进一步上行的风险。FOMC 声明公布后，市场反应较为平淡；而发布会结束后，美元指数上涨，降息预期有所回落。截至最新联邦基金期货显示市场预期美联储 7 月降息概率为 82%，全年降息 3.12 次/78bps。对美联储而言，当下货币政策决策难点既在方向上（滞胀风险让美联储陷入两难，“降也不是，不降也不是”），也在置信区间上（关税政策与其影响均充满不确定性，加大对经济前景判断难度）。向前看，除非短期爆发尖锐的流动性或衰退风险，否则当下通胀更大的上行风险与经济更大的不确定性均意味着美联储更谨慎的货币政策，目前市场定价的全年 3 次降息仍过于乐观，美债利率存在上行风险。

■ **风险提示：**特朗普政策落地节奏与预期相差较大；美联储维持高利率水平时间过长，引发金融系统流动性危机；通胀下行速率不及预期。

相关研究

《转口贸易能否支撑二季度出口增长——兼论后续关注出口变化的几条线索》

2025-05-07

《“稳市场稳预期”政策发布提振资本市场信心》

2025-05-07

图1：2025年5月FOMC与2025年3月FOMC发布会声明对比

~~March 19~~ May 7, 2025

~~Recent~~ 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.

The Committee seeks to achieve maximum employment and inflation at the rate of 2 percent over the longer run. Uncertainty ~~around~~ 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.

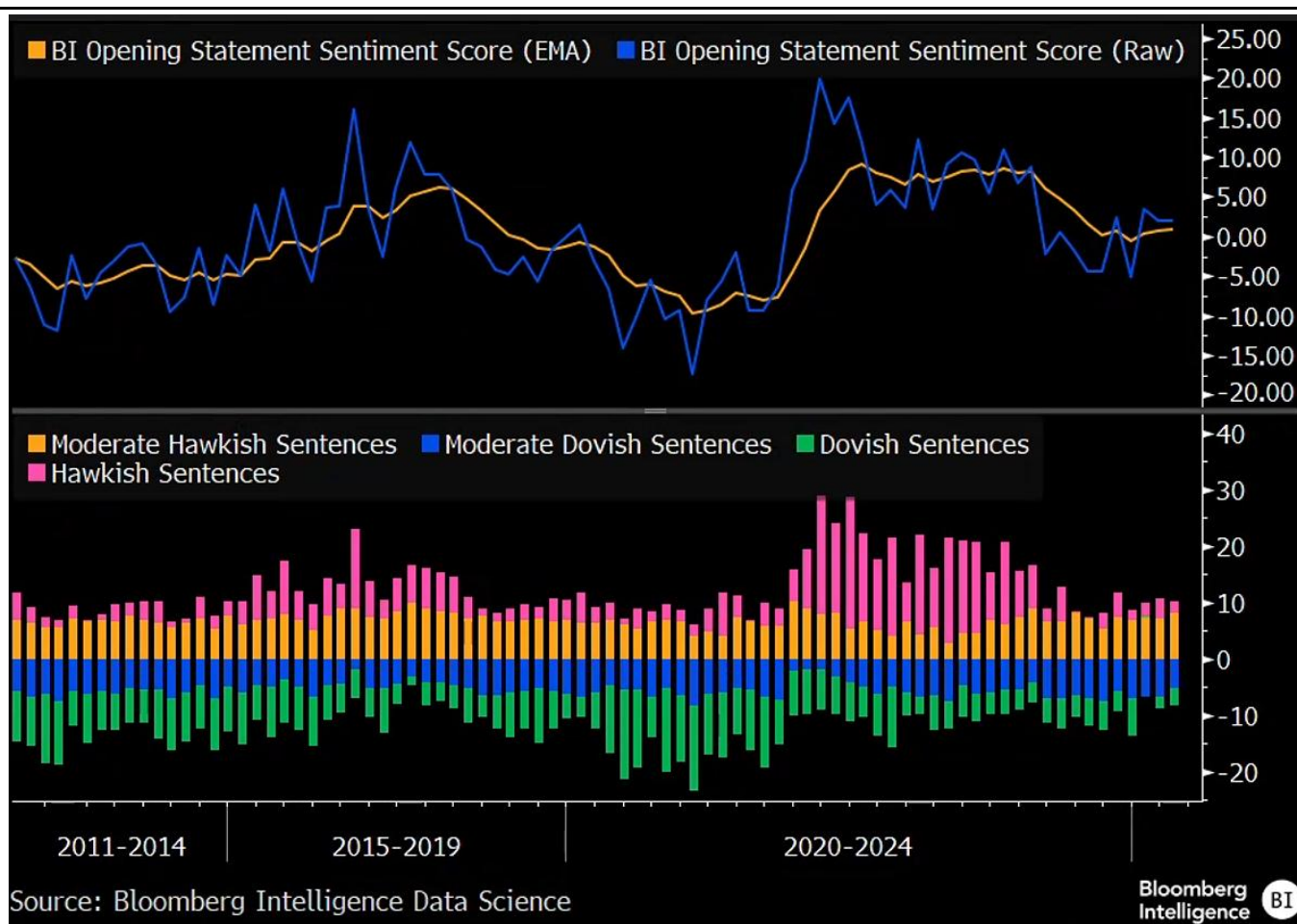
In support of its goals, the Committee decided to maintain the target range for the federal funds rate at 4-1/4 to 4-1/2 percent. In considering the extent and timing of additional adjustments to the target range for the federal funds rate, the Committee will carefully assess incoming data, the evolving outlook, and the balance of risks. 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.

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.

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 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.~~ Neel Kashkari voted as an alternate member at this meeting.

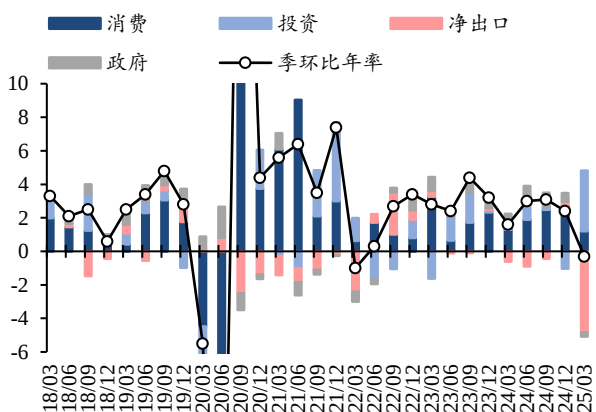
数据来源：美联储、东吴证券研究所

图2：FOMC 发布会开场词情绪指数



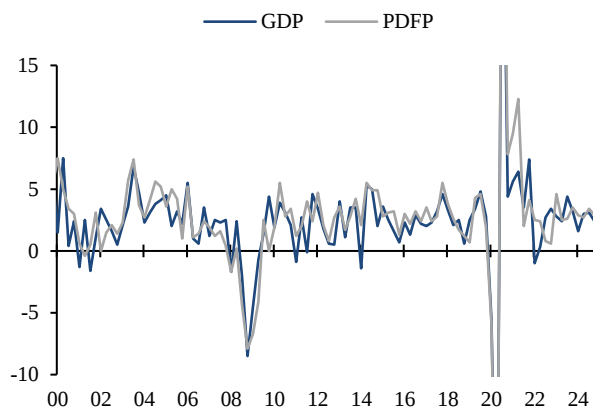
数据来源：彭博、东吴证券研究所

图3：美国 GDP 主要分项环比年率增速



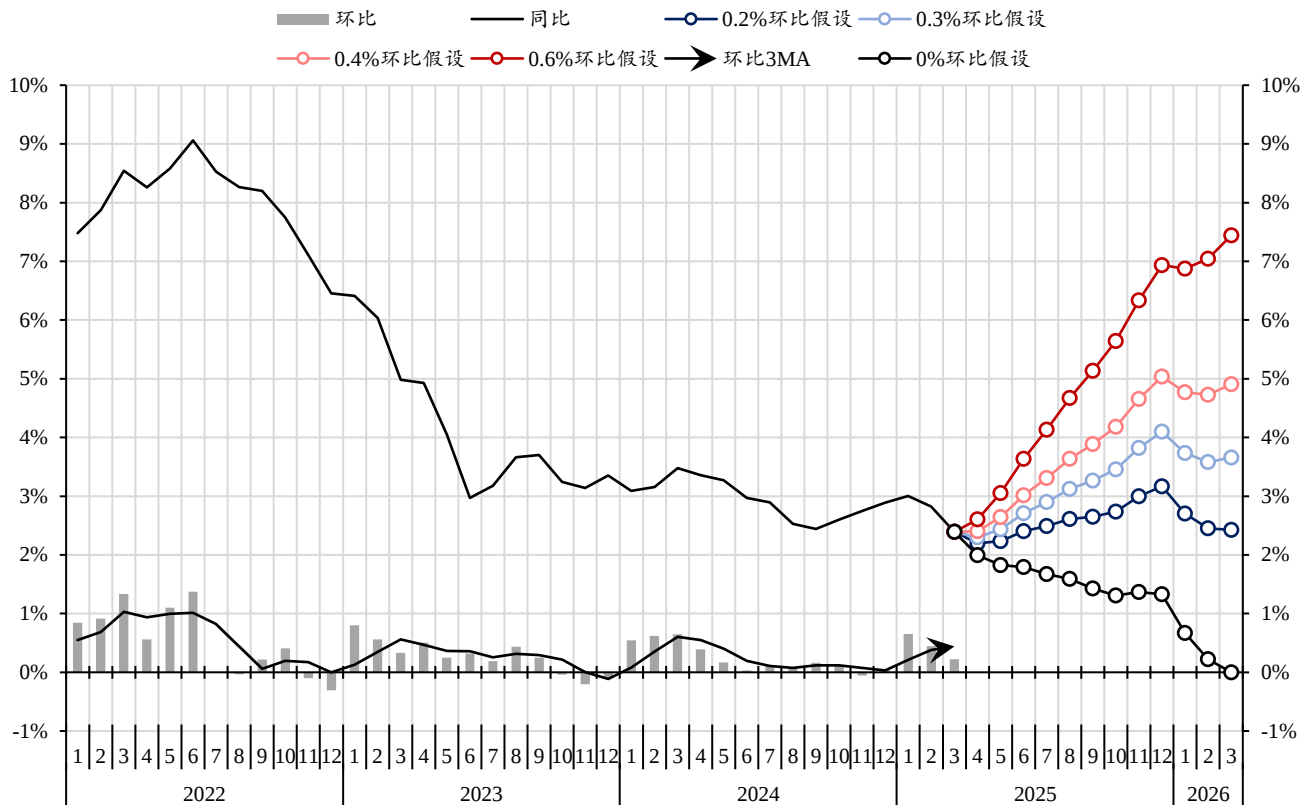
数据来源：彭博，东吴证券研究所；单位为%

图4：美国 GDP 与私人国内最终购买



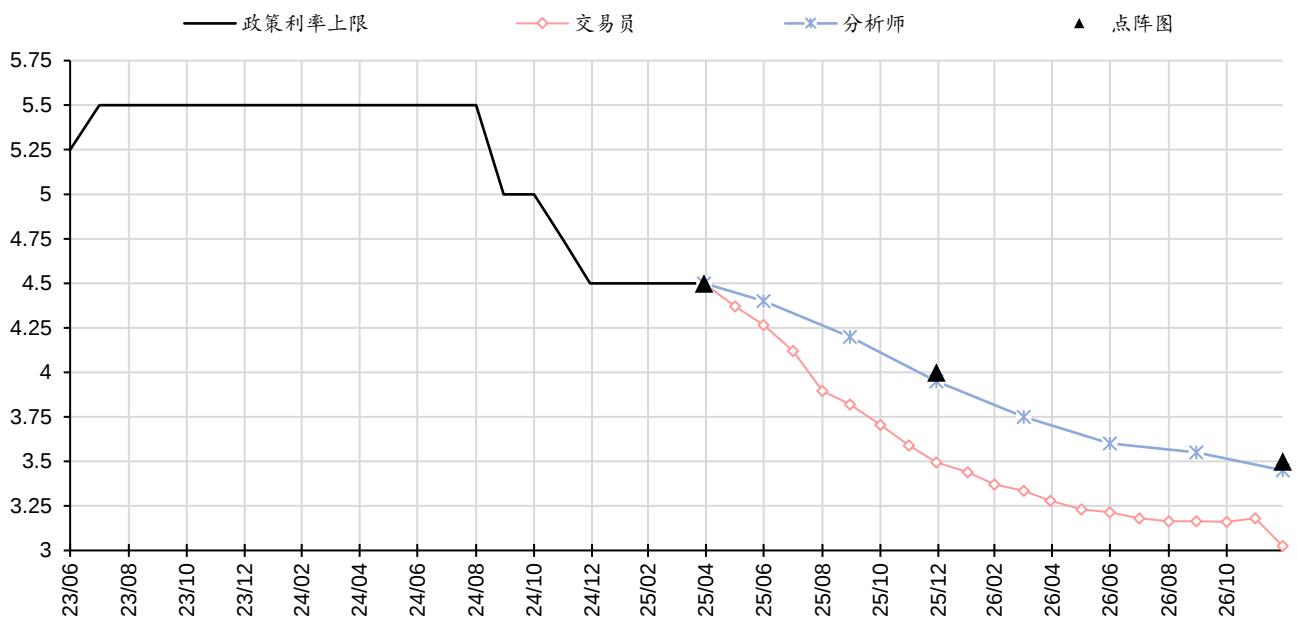
数据来源：彭博，东吴证券研究所；增速为季环比年率

图5：不同环比增长中枢假设下美国 CPI 同比增速



数据来源：彭博、东吴证券研究所

图6：各方对美联储政策利率路径预期



数据来源：彭博、东吴证券研究所；单位为%

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“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,本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

在法律许可的情况下,东吴证券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并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,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。

本报告的版权归本公司所有,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。经授权刊载、转发本报告或者摘要的,应当注明出处为东吴证券研究所,并注明本报告发布人和发布日期,提示使用本报告的风险,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的,应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期(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,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),北交所基准指数为北证 50 指数),具体如下:

公司投资评级:

买入:预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上;

增持:预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间;

中性:预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间;

减持:预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间;

卖出:预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级:

增持:预期未来 6 个月内,行业指数相对强于基准 5%以上;

中性:预期未来 6 个月内,行业指数相对基准-5%与 5%;

减持:预期未来 6 个月内,行业指数相对弱于基准 5%以上。

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应当充分考虑自身特定状况,如具体投资目的、财务状况以及特定需求等,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。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>