

5月议息：继续“等待”白宫？

2025年05月07日



分析师：陶川

执业证号：S0100524060005

邮箱：taochuan@mszq.com

分析师：邵翔

执业证号：S0100524080007

邮箱：shaoliang@mszq.com

分析师：林彦

执业证号：S0100525030001

邮箱：linyan@mszq.com

➤ **相较于刚上台时“狰狞的面目”，百日之后，白宫在政策上似乎“身段”开始柔软了。**一方面在贸易关税上，谈判在推进，甚至中美之间都出现了积极的信号；另一方面在国内减税上，白宫和国会加强了合作，计划在7月初通过新的税收和支出法案。既然如此，美联储似乎在与白宫的博弈中占到了“后发优势”，静观其变确实是“最优解”：**我们预计，美联储5月会议将“按兵不动”，6月降息的主观意愿也不大。**

➤ 对于美联储5月议息会议的内容，由于不会发布点阵图，我们预计会议纪要和会后的新闻发布会，美联储的论调仍将是“等”为主，为后续的“未知”充分保留政策的“灵活性”：

➤ **我们预计政策利率保持不变**，并且对于年内的降息路径不会有太多的指引，尤其是对于6月降息，会保持充分的“开放态度”。

➤ **更加强调政策的不确定性和美联储的“左右为难”。**在判断关税和减税的影响上，美联储也无法做到“未卜先知”——当政策冲击出现，“滞”和“胀”到底谁更严重。而从当前的数据来看，“滞”的风险是可控的，4月非农就业和非制造业PMI均明显超预期。但当前数据受到“抢进口”、“抢消费”的干扰，无法线性外推。

➤ **关注通胀，更关注通胀预期。**既然就业没有出现实质性恶化，通胀自然就成为美联储“双目标”中更重要的一环。尽管美联储倾向于认为关税的通胀冲击可能是一次性的，但通胀一般被认为是具有粘性的，因此“一次性的冲击”仍有可能对居民通胀预期产生持续性的冲击。这也是近期密歇根调查通胀预期给联储敲响的“警钟”。

➤ **为什么我们认为当前美联储主观上在6月降息的意愿并不强？**我们在之前的报告《无能为力的联储，被迫强势的鲍威尔》中系统阐述了联储宽松的客观约束。而对于6月降息，额外还有两点特殊的原因：

➤ **一是美联储当前基于数据的政策框架是“滞后”的**，而在6月会议之前最大的问题是**无法获得足够的数据给联储采取措施的勇气**。6月18至19日议息会议之前，联储只能看到5月的CPI和PPI，而我们在之前的报告《假期外部喧嚣是信号还是噪声？》中提到由于库存的原因，5月通胀数据对于关税的反映很可能是不充分的。除非6月初公布的5月非农数据出现“黑天鹅”式的不及预期，目前看来可能性不大。

➤ **二是6月议息会议召开的时点十分“不凑巧”。**白宫设置90天关税暂缓时间窗口的最后期限是7月8日，计划通过新减税和支出法案的最后期限是7月4日，而联储议息会议是在6月18至19日。而在这两项政策阶段性成果出现之前，**前瞻性降息或存在较大风险**——若关税谈判和减税推进顺利，美联储完全有理由在宽松上“徐徐图之”。

相关研究

1. 经济动态跟踪：金融发布会：“双降”之外的政策信号-2025/05/07
2. 汇率市场点评：汇率升值：节后悬念几何？-2025/05/06
3. 经济动态点评：五一消费“打几星”？-2025/05/05
4. 海外市场回顾与展望：假期外部喧嚣是信号还是噪声？-2025/05/04
5. 2025年4月PMI点评：4月PMI：盘点冲击信号-2025/04/30

➤ **那么什么能迫使美联储宽松呢？**

➤ 这一点我们在之前的报告《无能为力的联储，被迫强势的鲍威尔》说到美联储要开启宽松可能需要美元企稳、其他主要非美经济体货币政策在边际上进一步宽松抑或是或者出现更加严重的风险事件。

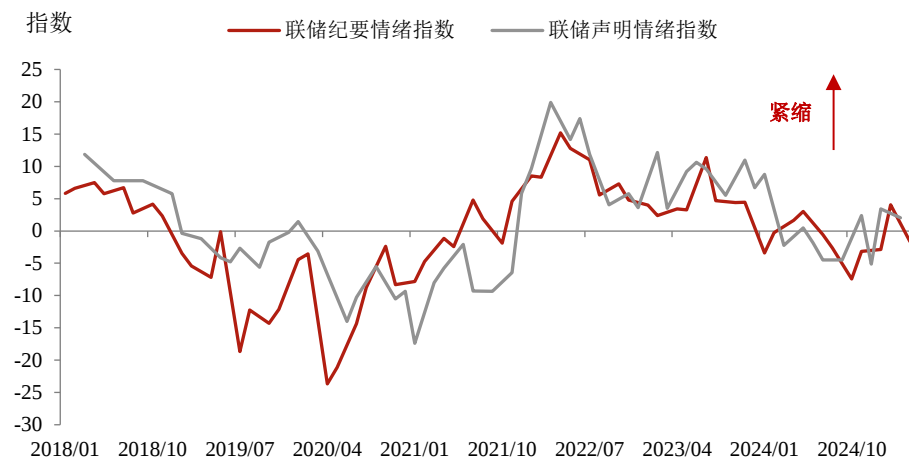
➤ 值得警惕的是，如果出现“**美国贸易谈判进展顺利（关税大幅调降）+美国减税十分不顺利**”的情形，反而可能带来经济逆风、美联储宽松压力上升。因为关税谈判如果明显缓和，此前支持美国经济的抢进口、补库存行为可能会扭转，库存增长停滞拖累经济，这一点可以参考 2018 年至 2019 年。

➤ **关税威胁下，2018 年 Q3 出现明显的抢进口和抢库存**，此后中美贸易谈判缓和，美国库存进入持续的低增长甚至负增长、拖累经济，叠加非美经济体也普遍经济低迷，美联储 2019 年初就开始引导宽松预期，2019 年 7 月正式开始降息。

➤ **今年第一季度美国经济出现了类似的情形**。但不同的是今年净出口/进口对于经济的拖累远高于 2018 年 Q3。如果贸易谈判超预期缓和，就会出现**库存和商品消费拖累经济 VS 净出口支持经济的情况**。而这具有极大的不确定性。

风险提示：若特朗普强硬坚持高关税政策，可能导致美国超预期加速衰退和美联储提前降息；若 5 月非农数据出现大幅不及预期，导致衰退担忧大增、股市暴跌，美联储可能被迫 6 月转向宽松。

图1：美联储纪要和声明情绪指标



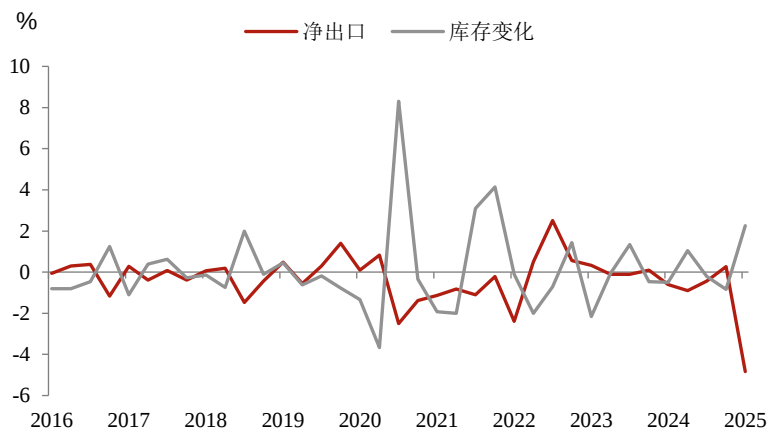
资料来源：Bloomberg，民生证券研究院

图2：美国企业库存情况一览

	美国实际库存同比增速 (%)						1998年以 来走势	美国实际库销比						1998年以 来走势
	2024/10	2024/11	2024/12	2025/1	2025/2	2025年2月 分位 (%)		2024/10	2024/11	2024/12	2025/1	2025/2	2025年2月 分位 (%)	
木制品、建筑材料等	0.7	2.3	2.7	2.7	3.2	59.1		1.7	1.8	1.8	1.8	1.8	92.58	
金属及其产品	-0.5	-0.5	0.1	0.8	1.1	43.4		2.2	2.2	2.2	2.2	2.2	97.03	
机械	3.9	3.3	2.0	2.0	0.7	33.2		2.9	2.9	2.9	3.0	2.9	97.33	
计算机和电子产品	-0.2	-0.7	-1.9	-0.5	0.1	20.9		1.6	1.6	1.6	1.7	1.6	71.51	
电气设备、电器等	-2.8	-2.6	-4.3	-2.5	-2.5	16.9		1.2	1.1	1.1	1.1	1.1	3.86	
运输设备	9.3	8.4	6.7	5.7	5.2	54.8		2.1	2.1	2.1	2.1	2.1	93.47	
家具及家居用品	-2.5	-1.4	-0.8	-0.8	-0.7	23.7		1.6	1.6	1.6	1.6	1.6	16.32	
食品、饮料、药材等	1.8	2.3	0.8	1.5	1.7	42.8		1.1	1.2	1.1	1.1	1.1	84.27	
纺织、皮革等	-2.1	-1.7	-2.4	-0.1	-0.5	36.9		2.1	2.1	2.1	2.1	2.1	32.94	
造纸、印刷等	-0.1	0.1	0.1	0.7	1.2	71.1		1.5	1.5	1.5	1.5	1.5	96.44	
塑料、橡胶、化工等	0.7	0.7	0.1	-0.2	-0.7	17.8		1.8	1.8	1.8	1.8	1.8	79.82	
石油	0.0	-0.8	2.7	3.0	4.4	70.8		0.8	0.8	0.8	0.8	0.8	75.96	

资料来源：BEA，民生证券研究院整理总结

图3：美国 GDP 分项的季调环比贡献率



资料来源：Bloomberg，民生证券研究院

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准		评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	公司评级	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
		谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上
	行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑获取本报告的机构及个人的具体投资目的、财务状况、特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，进行独立评估，并应同时考量自身的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代自身的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，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、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 1 座 10 层 01 室； 518048