

美联储不确定性高但保持“限制性”观望，降低未来一年降息预期

——美联储系列二十

研究院 宏观组

徐闻宇

✉ xuwenyu@htfc.com

从业资格号：F0299877

投资咨询号：Z0011454

高聪

✉ gaocong@htfc.com

从业资格号：F3063338

投资咨询号：Z0016648

投资咨询业务资格：
证监许可【2011】1289号

宏观事件

北京时间 2025 年 5 月 8 日凌晨 2 点，美联储公布 5 月利率决议，宣布暂停降息，将利率维持在 4.25%-4.50%。

- 1) **美联储维持利率不变**：新增表述强调失业率和通胀双升风险上升，经济前景不确定性进一步加剧；
- 2) **缩表节奏未继续调整**：重申按现行速度推进国债和 MBS 资产负债表缩减，不调整利率，同时不再改动缩表，全体票委一致同意本次决议。

核心观点

■ 美联储暂停降息时间或超出市场预期

本次 2025 年 5 月 FOMC 会议美联储维持联邦基金利率目标区间在 4.25% 至 4.50% 不变，连续第三次按兵不动。声明新增“尽管净出口波动影响数据”作为前缀，仍判断经济活动稳步扩张，失业率保持在较低水平，劳动市场仍稳健。值得注意的是，委员会明确指出失业率和通胀的风险均有所上升，表明对双重目标面临的风险更加警觉。同时，声明强调经济前景的不确定性进一步增加，反映出美联储当前面临更复杂的宏观权衡局面。

在资产负债表操作方面，美联储继续推进缩表，但未在本次声明中重复 4 月起放缓国债赎回上限的内容，显示缩表政策进入稳定阶段。本次决议得到 FOMC 全体票委一致支持，较上次会议中有分歧的情况明显收敛。鲍威尔在会后发布会中表示，政策仍具限制性，将密切观察数据演变，维持灵活应对立场，同时强调通胀仍高、就业仍强，不急于调整政策路径。

■ 关注未来美股二次调整风险

本次会议中，多项表述间接反映出对市场调整风险的持续关注。声明指出经济前景不确定性“进一步”上升，失业率与通胀上行风险加剧，暗示宏观变量波动可能对市场形成压力。鲍威尔提到，企业和家庭推迟投资与消费决策，表明市场预期偏谨慎。此外，关税政策与贸易谈判仍存在较大不确定性，对资产定价构成扰动，美联储需在物价稳定与就业之间维持微妙平衡，避免政策传导引发金融市场剧烈波动。

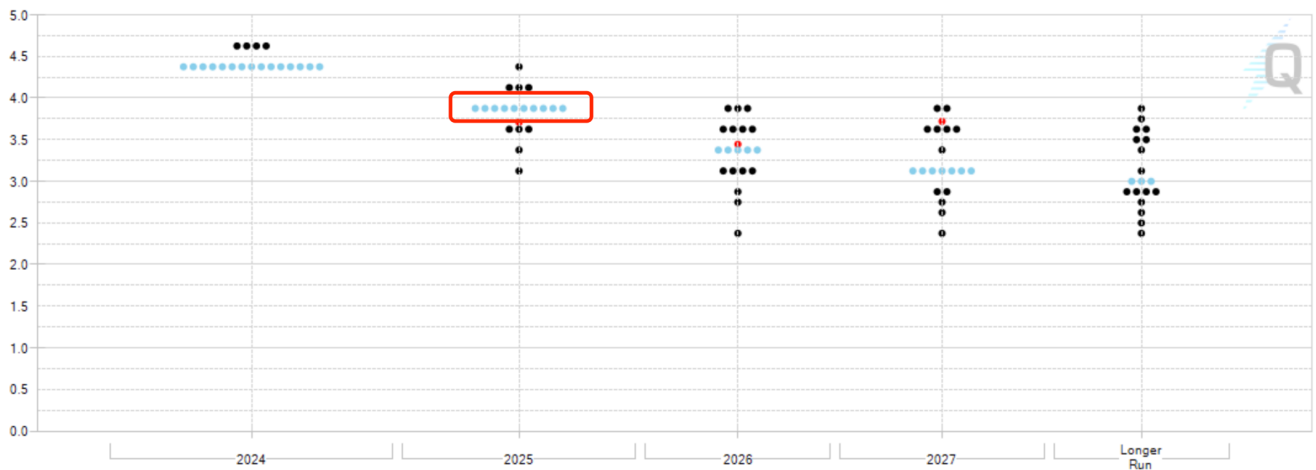
■ 风险

经济数据短期波动风险，流动性快速收紧风险

附图

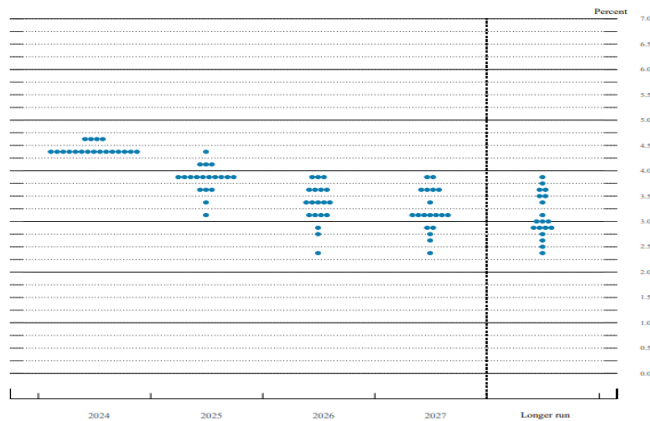
图 1：美联储 3 月利率点阵图 | 单位：%

FOMC PARTICIPANTS' ASSESSMENTS OF APPROPRIATE MONETARY POLICY : "DOT-PLOT"



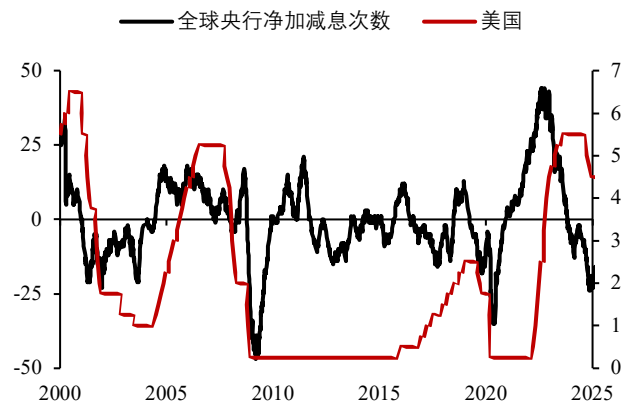
数据来源：FED 华泰期货研究院

图 2：美联储 12 月利率点阵图 | 单位：%



数据来源：FED 华泰期货研究院

图 3：全球央行和美国净加减息次数对比 | 单位：无



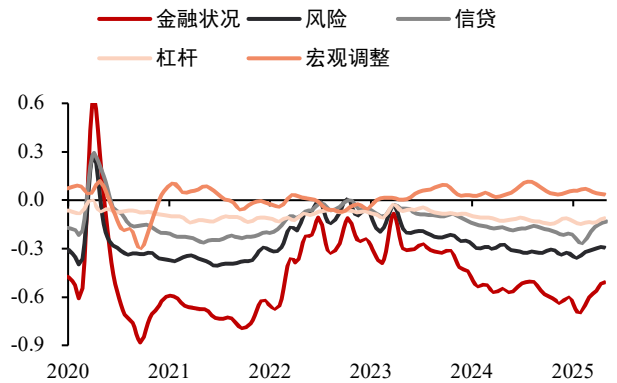
数据来源：FED 华泰期货研究院

图 4：美国未来 12 个月经济衰退概率 | 单位：%



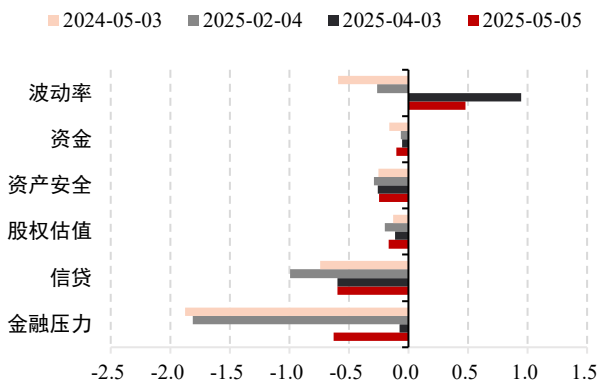
数据来源：Bloomberg 华泰期货研究院

图 5：金融状况仍偏紧，实体融资环境改善仍乏力 | 单位：无



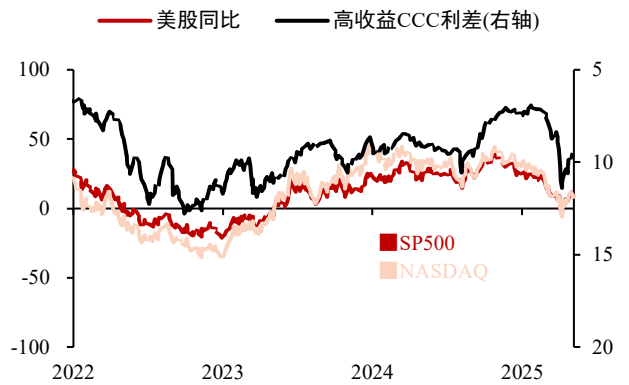
数据来源：Bloomberg 华泰期货研究院

图 6：美国金融压力波动率变大 | 单位：指数点



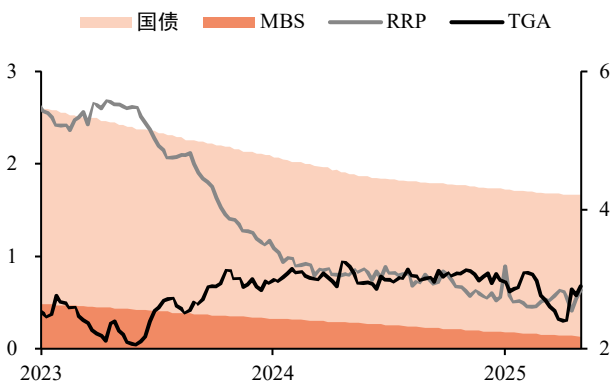
数据来源：OFR Bloomberg 华泰期货研究院

图 7：美国金融资产从 2024 年末高位回落近期反弹 | 单位：%



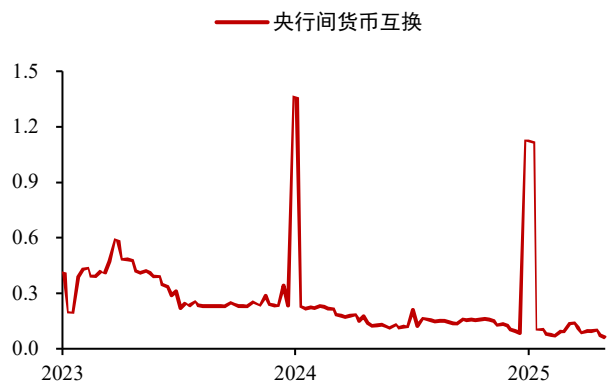
数据来源：Bloomberg 华泰期货研究院

图 8：RRP 和 TGA 双反弹，暗示市场避险情绪抬升 | 单位：千亿美元



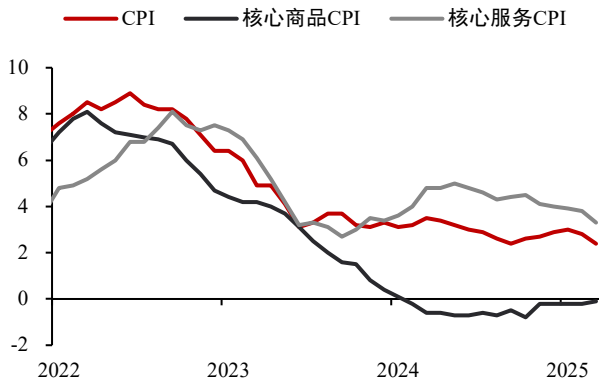
数据来源：Bloomberg 华泰期货研究院

图 9：央行流动性互换工具位于低位 | 单位：亿美元



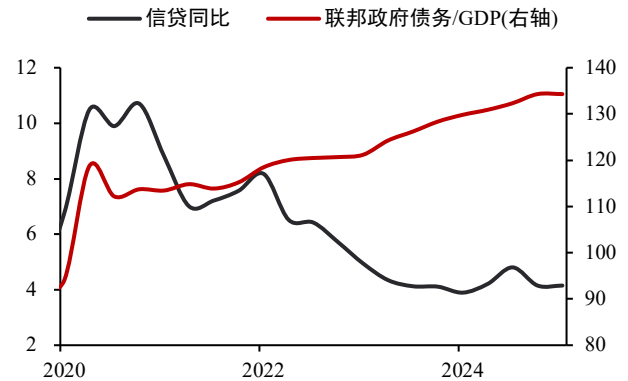
数据来源：Bloomberg 华泰期货研究院

图 10：2025 后 CPI 走缓 | 单位：%YoY



数据来源：Bloomberg 华泰期货研究院

图 11：政府杠杆上行斜率放缓 | 单位：%，%GDP



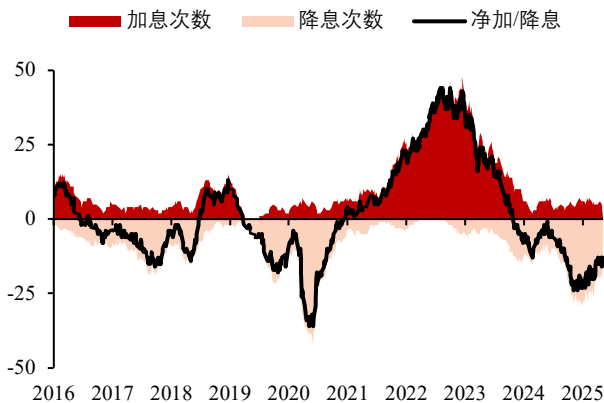
数据来源：Bloomberg 华泰期货研究院

表 1：美联储 3 月 SEP 展望 | 单位：%

	中值				集中趋势				范围			
	2025	2026	2027	长期	2025	2026	2027	长期	2025	2026	2027	长期
实际 GDP	1.7	1.8	1.8	1.8	1.5-1.9	1.6-1.9	1.6-2.0	1.7-2.0	1.0-2.4	0.6-2.5	0.6-2.5	1.5-2.5
3 月预测	2.1	2.0	1.9	1.8	1.8-2.2	1.9-2.1	1.8-2.0	1.7-2.0	1.6-2.5	1.4-2.5	1.5-2.5	1.7-2.5
失业率	4.4	4.3	4.3	4.2	4.3-4.4	4.2-4.5	4.1-4.4	3.9-4.3	4.1-4.6	4.1-4.7	3.9-4.7	3.5-4.5
3 月预测	4.4	4.3	4.3	4.2	4.2-4.5	4.1-4.4	4.0-4.4	3.9-4.3	4.2-4.5	3.9-4.6	3.8-4.5	3.5-4.5
PCE	2.7	2.2	2.0	2.0	2.6-2.9	2.1-2.3	2.0-2.1	2.0	2.5-3.4	2.0-3.1	1.9-2.8	2.0
3 月预测	2.5	2.0	2.0	2.0	2.1-2.2	2.0	2.0	2.0	2.1-2.4	2.0-2.2	2.0-2.1	2.0
核心 PCE	2.5	2.2	2.0		2.7-3.0	2.1-2.4	2.0-2.1		2.5-3.5	2.1-3.2	2.0-2.9	
3 月预测	2.5	2.2	2.0		2.5-2.7	2.0-2.3	2.0		2.1-2.3	2.0-2.7	2.0-2.6	
加息路径												
利率	3.9	3.4	3.1	3	3.9-4.4	3.1-3.9	2.9-3.6	2.6-3.6	3.6-4.4	2.9-4.1	2.6-3.9	2.5-3.9
3 月预测	3.4	2.9	2.9	3	3.6-4.1	3.1-3.6	2.9-3.6	2.8-3.6	3.1-4.4	2.4-3.9	2.4-3.9	2.4-3.9

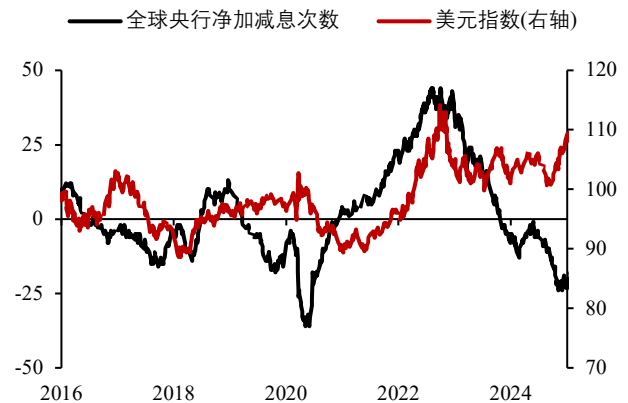
资料来源：FOMC 华泰期货研究院

图 12：全球净降息 11 月以来有所放缓 | 单位：次数



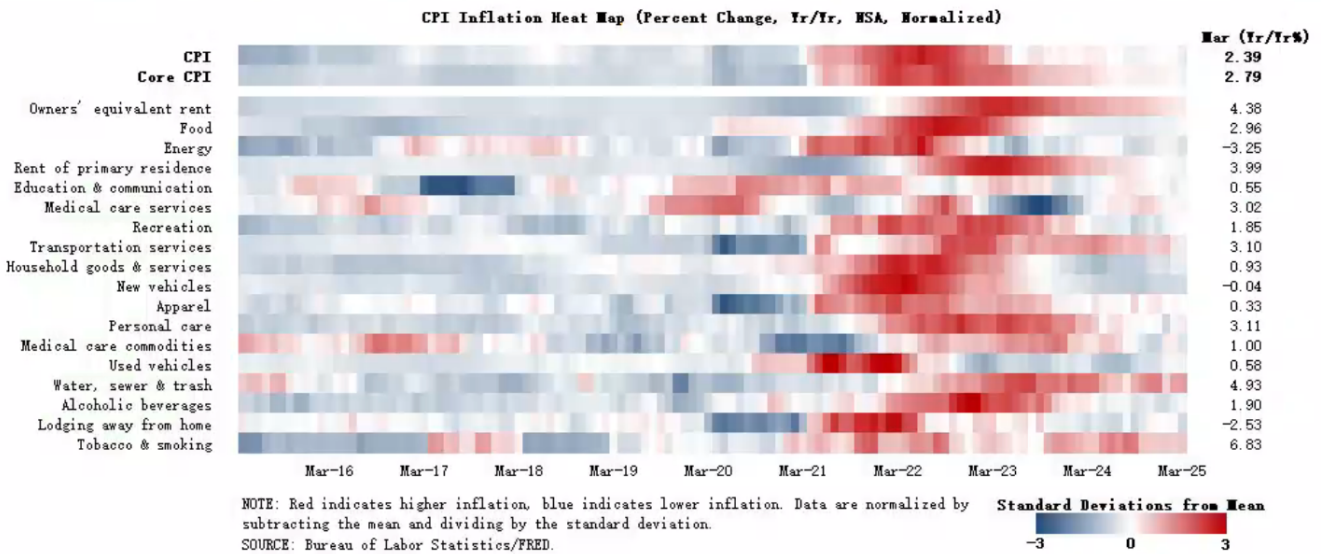
数据来源：Bloomberg 华泰期货研究院

图 13：央行加息和美元指数 | 单位：指数



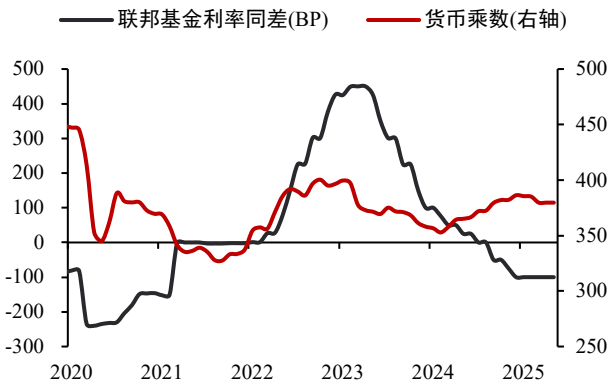
数据来源：Bloomberg 华泰期货研究院

图 14：美国通胀热力图显示 3 月核心通胀保持韧性 | 单位：STD



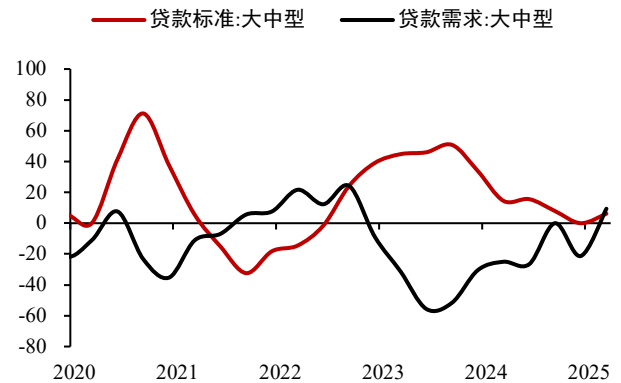
数据来源：FRED 华泰期货研究院

图 15：联邦基金利率同差和货币乘数 | 单位：BP



数据来源：iFinD 华泰期货研究院

图 16：2025 后大中型贷款标准和需求均有所回升 | 单位：%



数据来源：Bloomberg 华泰期货研究院

免责声明

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、结论及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，投资者并不能依靠本报告以取代行使独立判断。对投资者依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰期货研究院”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。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。

华泰期货有限公司版权所有并保留一切权利。

公司总部

广州市天河区临江大道1号之一2101-2106单元 | 邮编：510000

电话：400-6280-888

网址：www.htfc.com