

## 人民币汇率热点

# 年内美联储可能不再降息？

## ——浅谈5月FOMC会议、新台币暴涨背后的故事

周骥（投资咨询证号：Z0017101）

投资咨询业务资格：证监许可【2011】1290号

2025年5月12日

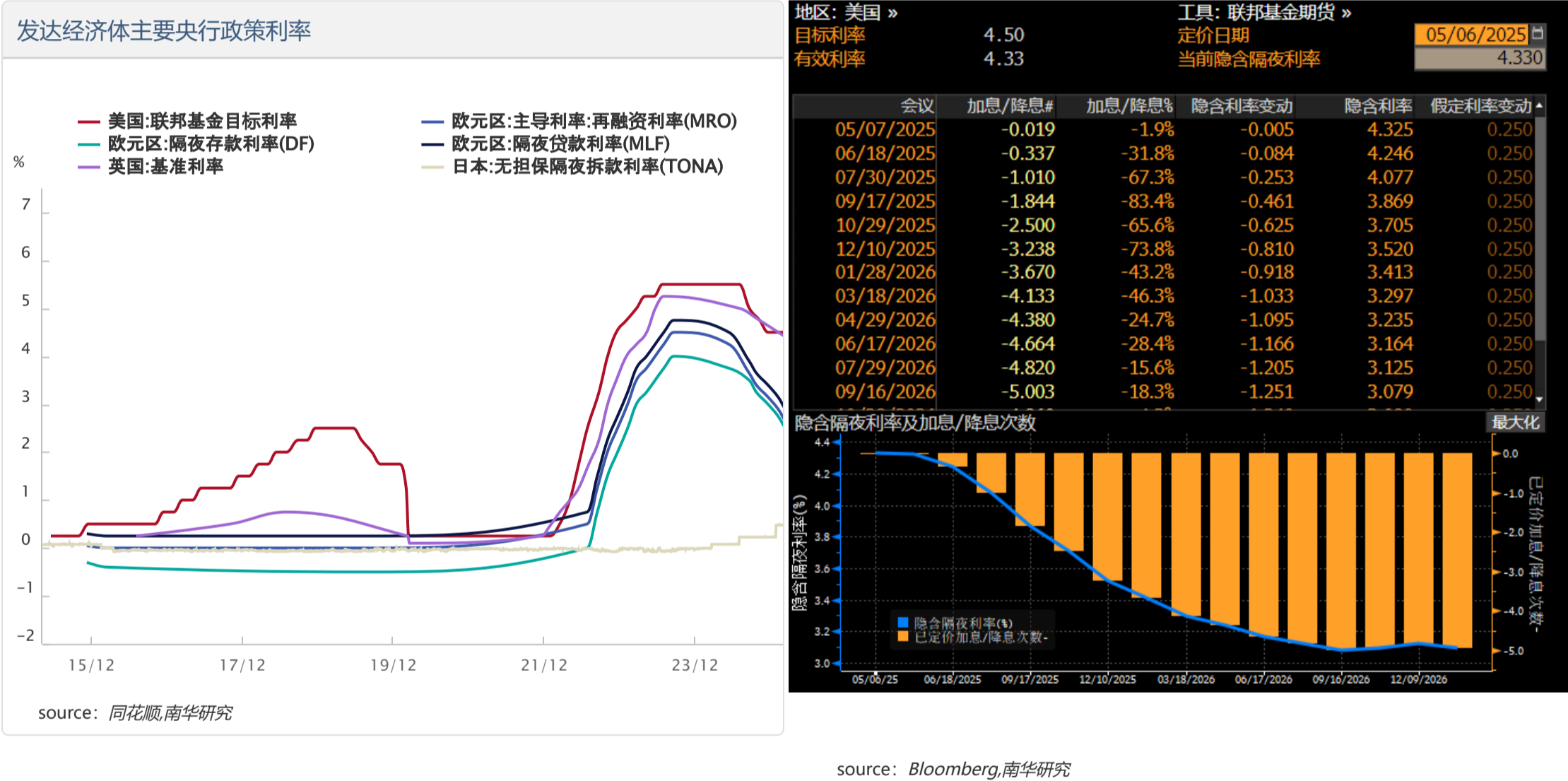
### 主要观点

- 1、美联储维持现有利率水平的举措，与市场此前预期相吻合。市场形成这一共识的背后，主要反映了市场对美国经济前景的担忧，且该担忧源于特朗普政策下，当前美国经济与货币政策框架的两大核心矛盾：  
1) 美国经济不佳与通胀压力的并存；2) 美联储政策独立性与政治压力之间的博弈。
- 2、从政策沟通维度审视，无论是FOMC声明还是会后的新闻发布会中均未释放显著增量信息，可推断目前美联储在双重目标权衡中，“抑制通胀”处于相对优先地位，并表现出降息进程将滞后于市场预期的态度。
- 3、我们认为，目前美国仍处于降息周期，尽管过程可能波折，但大方向未变，不排除年内仍有1-2次降息的可能。
- 4、当前美元兑新台币汇率已走至 30 附近，与利率平价理论的均衡水平基本吻合，预示新台币的阶段性大幅升值或暂告段落。鉴于新台币的市场规模限制，其短期对整体外汇市场的影响仍处于可控范围。但值得关注的是，随着市场环境变化，前期出现的美债资产集中抛售可能在别的类似国家呈现周期性反复。“去美元化”趋势对美元资产及美债估值的深层冲击需保持警惕，在此背景下，控制美元敞口规模或将成为未来汇率管理的核心策略。
- 5、对于美元兑人民币即期汇率的走势判断，其是否具备主动下行空间主要取决于两大关键变量：一是中美贸易谈判的实质进展，二是国内经济复苏的实际成效。当前这两大因素均存在显著不确定性：从谈判进程看，中美在贸易议题上的政策协调空间存在较大弹性，短期难以形成明确的方向性突破；从经济基本面看，在“贸易战2.0”的外部环境下，中美两国经济韧性的长期较量刚刚拉开帷幕，国内经济能否实现持续企稳回升尚需观察。基于上述因素，短期内美元兑人民币即期汇率仍将维持双向波动的运行格局。

风险提示：特朗普政策落地节奏超预期、美国通胀上行超预期、美国经济下行速度超预期

一、年内美联储可能不再降息？

在2025年5月联邦公开市场委员会（FOMC）议息会议中，美联储决定维持联邦基金利率目标区间于4.25%-4.50%的既有水平不变。这是继前两次会议后，美联储连续第三次选择按兵不动，使当前政策利率水平持续显著高于多数发达经济体。与此同时，美联储延续了既定的量化紧缩（QT）进程，将资产负债表缩减速度维持在每月600亿美元的规模上限，其中国债缩减额度为350亿美元，机构抵押贷款支持证券（MBS）缩减额度为250亿美元。美联储维持现有利率水平的举措，与市场此前预期相吻合。市场形成这一共识的背后，主要反映了市场对美国经济前景的担忧，且该担忧源于特朗普政策下，当前美国经济与货币政策框架的两大核心矛盾：1) 美国经济不佳与通胀压力的并存；2) 美联储政策独立性与政治压力之间的博弈。

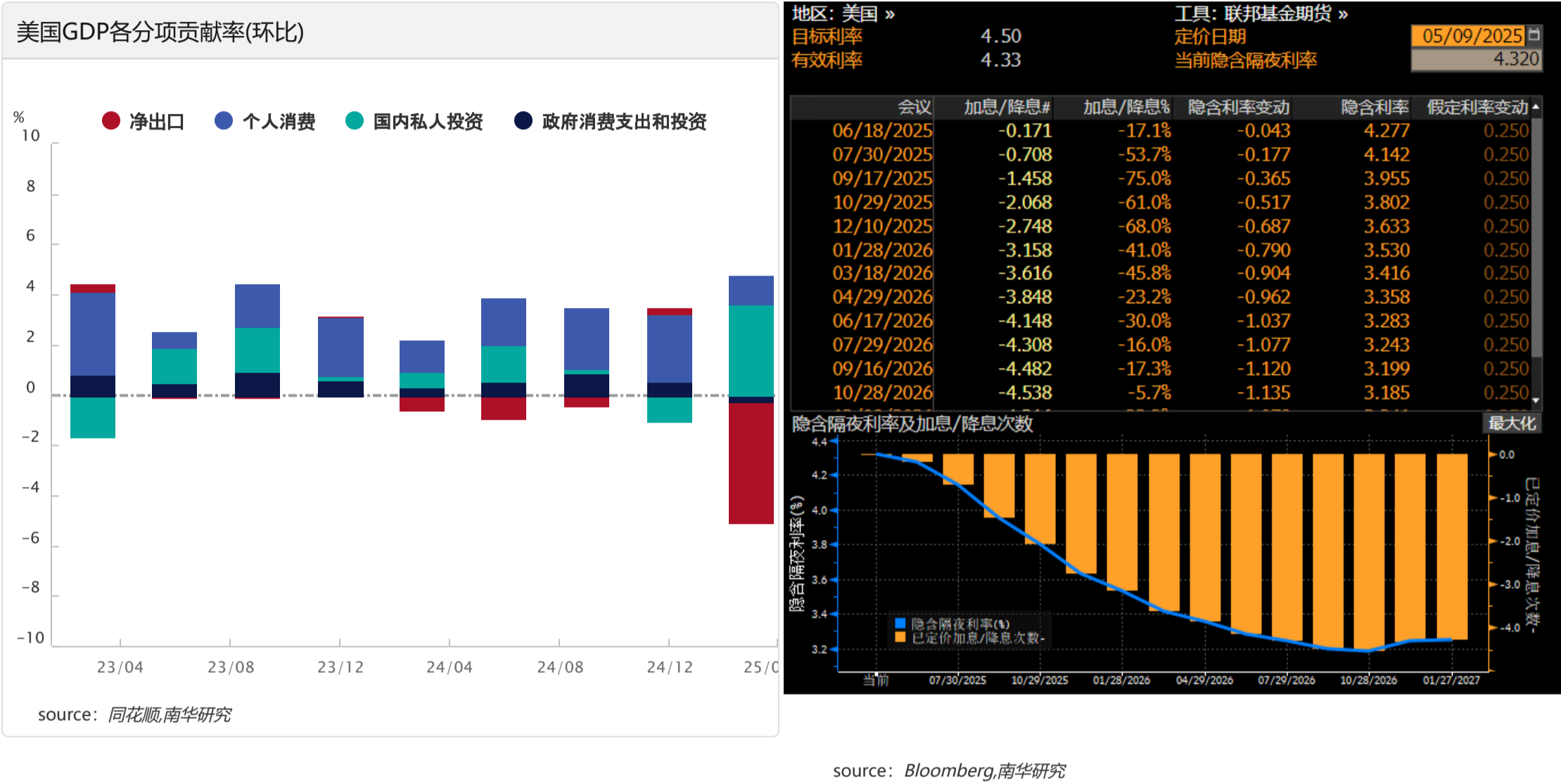


1、本次FOMC声明与新闻发布会会有什么亮点？

从政策沟通维度审视，无论是FOMC声明还是会后的新闻发布会中均未释放显著增量信息，具体呈现以下特征：

从货币政策目标锚定维度观察，美联储没有给出明确调整政策的前瞻性指引，释放足够信号暗示降息将近。但承认了目前其在货币政策施中面临“稳就业”还是“抗通胀”的“双重目标”双重目标间的决策困境，但若二者发生冲突，优先考虑偏离目标更远的指标。结合鲍威尔此前提及“缺乏价格稳定将阻碍长期劳动力市场强劲表现”的观点，可推断目前美联储在双重目标权衡中，“抑制通胀”处于相对优先地位。

进一步分析货币政策路径，从美联储总体立场来看，其表现出降息进程将滞后于市场预期态度。美联储指出美国经济“总体处于稳健位置（尽管净出口波动对经济数据产生一定影响），但经济前景不确定性上升”，并强调失业率上升、通胀加剧风险增加。尽管前瞻性指标显示经济动能边际放缓，但鉴于硬数据尚未显著恶化，鲍威尔认为当前政策处于良好位置，倾向于保持政策定力以待后续数据验证。联邦基金利率期货最新定价数据显示，交易者已price in七月会议降息的概率高达82%，并预期全年累计降息幅度达78个基点（对应3.12次标准降息操作）。



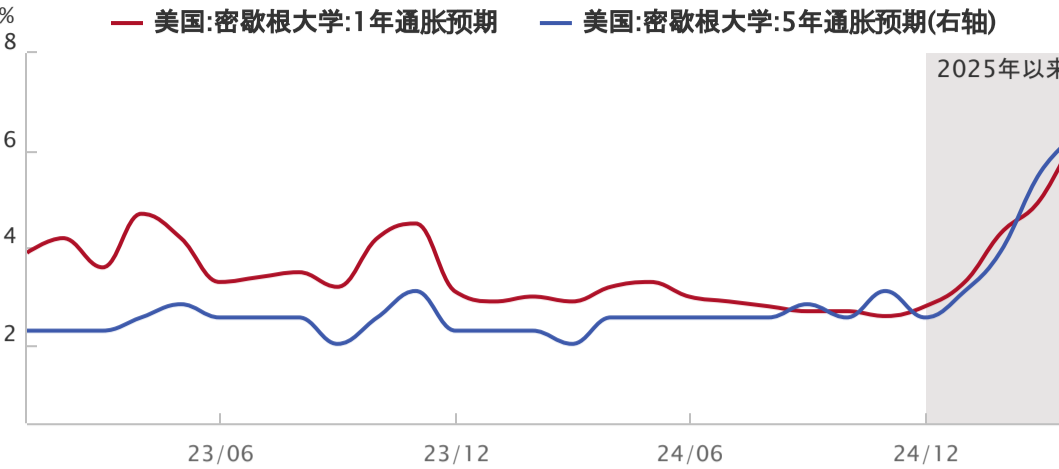
## 2、如何评估美联储未来的降息路径？

从美联储的立场出发，鲍威尔曾指出降息的两个条件：一是通胀下降需取得实质进展；二是就业市场应显疲态。这意味着，未来美联储货币政策走向将取决于以下两因素的相互作用：美国就业市场等经济指标的变化，以及特朗普政策引发的通胀压力与经济基本面的平衡。当前，美国经济的软数据（消费预期大幅回落、通胀预期快速攀升）虽呈现放缓趋势，但硬数据（消费、投资相对稳定，通胀尚未上行）仍有一定韧性。那么，美国年一季度GDP环比下滑但消费数据强劲，这种结构性矛盾是否削弱了降息的紧迫性？我们认为，此前支撑“美国例外论”的核心逻辑在于消费端的超预期韧性——作为经济增长主引擎的美国个人消费，其持续强劲表现远超市场预期。历史积累的家庭超额储蓄主要分布于股票、存款及共同基金领域，但当前财富效应传导机制正在发生结构性转变，2025年美股潜在的大幅波动可能对居民可支配收入形成制约。需要特别关注的是，特朗普倡导的关税政策对居民消费倾向的压制效应。历史数据显示，在特朗普首个任期内，伴随贸易摩擦升级，美国个人储蓄率曾出现明显攀升。若其再次执政后重启大规模关税政策，或引发储蓄率再度上行，弱化消费对经济增长的支撑作用。因此，我们对这种矛盾的可持续性存疑，并认为该结构性矛盾大概率不会显著削弱美联储降息的紧迫性，但在一定程度上或会延长政策观望期。综合考虑，我们认为，目前美国仍处于降息周期，尽管过程可能波折，但大方向未变，不排除年内仍有1-2次降息的可能。

美国密歇根大学消费者信心指数走势图



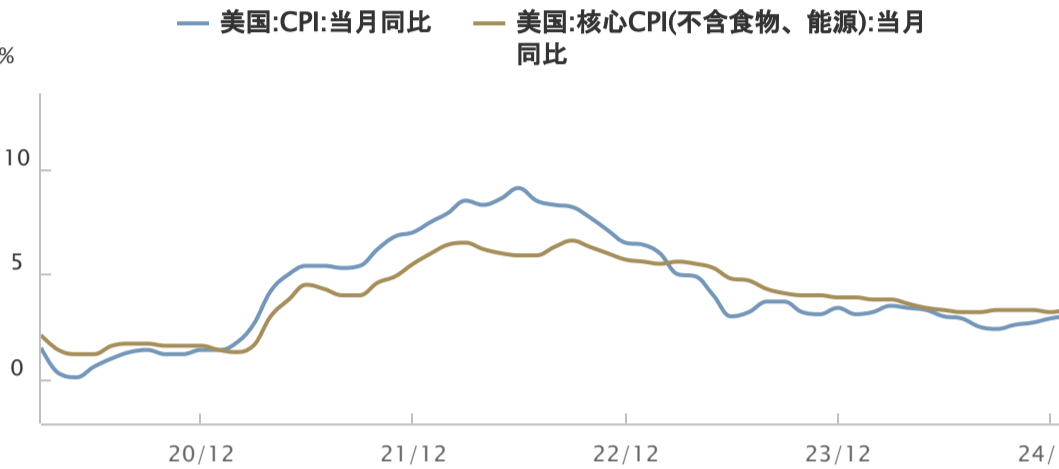
美国密歇根大学1年和5年通胀预期



美国CPI、美国核心PCE、CPI和美国有效联邦基金利率（EFFR） 走势



美国CPI和核心CPI（当月同比）



### 3、降息路径对资产价格的影响？

总体而言，我们认为此次会议对市场的冲击相对有限。然而，若美联储后续政策制定持续依赖硬数据，且下一议息会议定于6月17日至18日，而各国关税谈判届时或未完全达成共识，那么市场对美联储7月重启降息的预期或将难以兑现。与此同时，美国当前贸易政策的激进态势，仍需进行相应调整。鉴于此，我们建议采取逢高做空美元的策略布局。在下文的分析中，也进一步证实了我们的想法。

图：2025年美联储议息会议时间表

2025 FOMC Meetings				
January	28-29	Statement: PDF   HTML Implementation Note	Press Conference	Minutes: PDF   HTML (Released February 19, 2025)
March	18-19*	Statement: PDF   HTML Implementation Note	Press Conference Projection Materials PDF   HTML	Minutes: PDF   HTML (Released April 09, 2025)
May	6-7	Statement: PDF   HTML Implementation Note	Press Conference	
June	17-18*			
July	29-30			
September	16-17*			
October	28-29			
December	9-10*			
* Meeting associated with a Summary of Economic Projections.				

source：FED,南华研究

表：2025年以来，FOMC声明对比

	2025年5月	2025年3月	2025年1月
利率政策	维持联邦基金利率目标区间4.25-4.5%不变	维持联邦基金利率目标区间4.25-4.5%不变	维持联邦基金利率目标区间4.25-4.5%不变
缩表计划	从 2025 年 4 月开始，每月国债缩减上限由 250 亿下降至 50 亿，MBS 缩减上限维持 350 亿不变。	从 2025 年 4 月开始，每月国债缩减上限由 250 亿下降至 50 亿，MBS 缩减上限维持 350 亿不变。	从 2024 年 6 月开始，每月国债缩减上限由 600 亿下降至 250 亿，MBS 缩减上限维持 350 亿不变。
经济评估	▲新增净出口波动对数据扰动；经济活动仍"稳步扩张"；不确定性"进一步加剧"	经济活动"稳步扩张"；劳动力市场稳健；▲删除"风险大致平衡"，强调不确定性增加	经济活动"稳步扩张"；劳动力市场稳健；就业与通胀风险"大致平衡"
通胀与风险	通胀仍偏高；▲明确警示失业率与通胀上行风险同步增加	通胀水平仍高；未提及风险变化	通胀仍偏高（删掉了“已取得进展”）；未提及风险变化
政策立场	强调数据依赖性；承诺恢复2%通胀目标	强调数据依赖性；承诺恢复2%通胀目标	强调数据依赖性；承诺恢复2%通胀目标

source：FED、南华研究

....

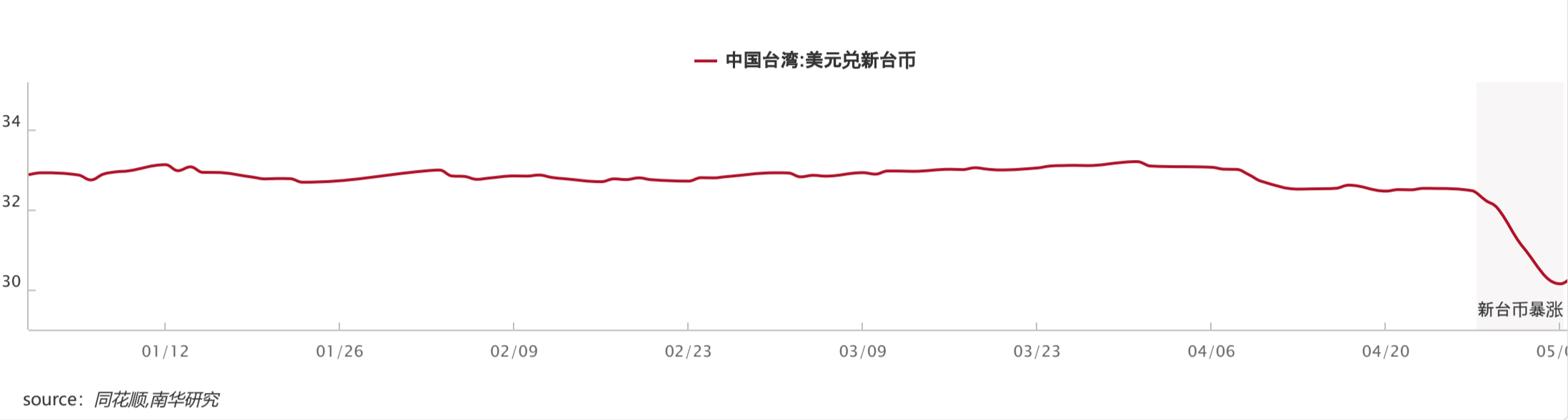
## 二、疯狂的新台币背后或是新信号

五一期间，新台币汇率的剧烈波动引发亚洲货币市场连锁反应，其单日升值幅度创1988年以来新高。这一现象表面上呈现为区域性货币走强，实则暴露出美元体系脆弱性与市场预期自我实现的双重逻辑。

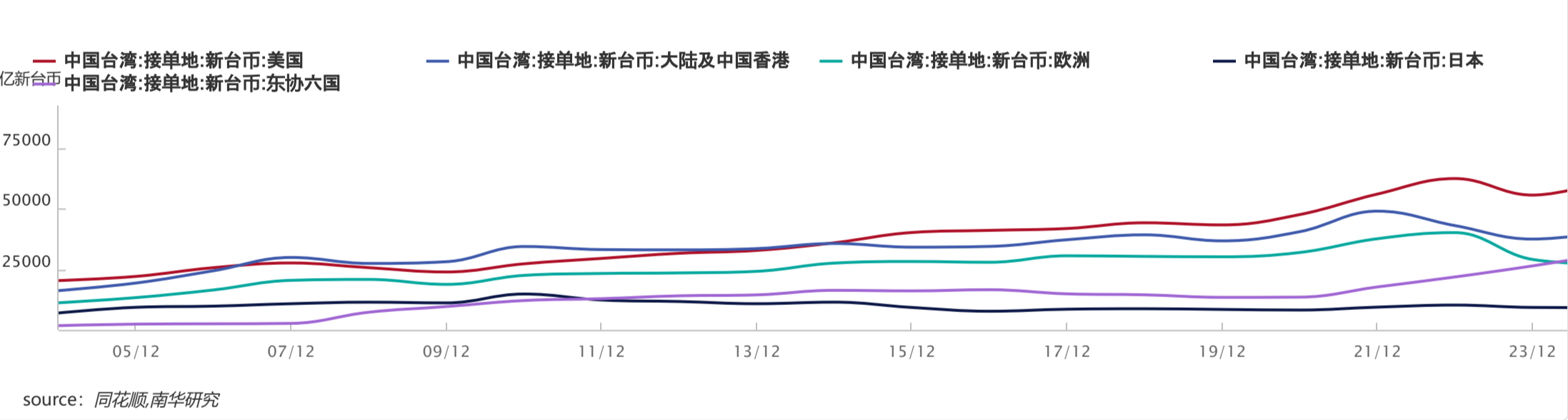
美元兑新台币历史走势



2025年以来，美元兑新台币走势



中国台湾对外贸易主要接单地区

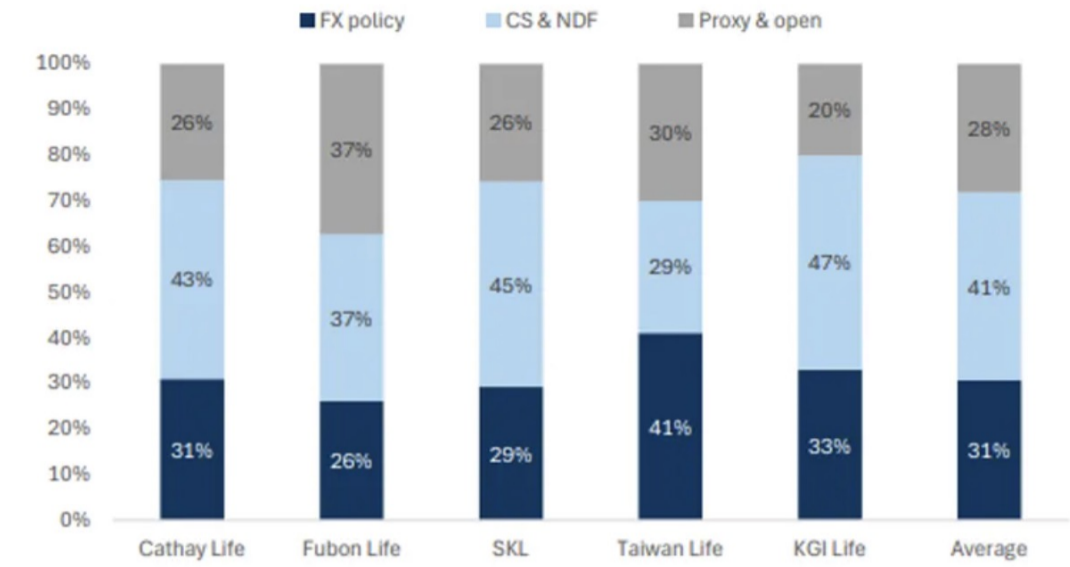


从直接诱因看，2025年5月1日开启的首轮台美贸易磋商成为关键节点。市场普遍预期美方可能施压新台币升值以缩减贸易逆差，这一预期迅速引发市场连锁反应：台湾出口商因担忧汇率风险集中抛售美元，叠加台湾寿险公司为对冲美债资产贬值压力加速外汇操作，形成 "预期——抛售——升值" 的闭环。数据显示，台湾寿险业持有约7000亿美元海外资产，其中2000亿美元未进行有效对冲，这种“货币错配”的结构性缺陷，在当前美元偏弱的环境中被放大。

图：台湾对外投资资产净头寸及货币配置结构



Exhibit 4: We estimate 28% of overseas investments are unhedged  
Breakdown of overseas investment - FY2024 (%)



Note: Taiwan Life data is based on historical financials

source: 高盛,南华研究

值得注意的是，此次新台币的异动呈现典型的 "非理性繁荣" 特征。尽管台当局否认美方干预，但其政策反应滞后性耐人寻味——直至5月6日金融监管部门才紧急约谈主要寿险公司，印证了市场力量已脱离政策调控轨道。这种预期自我实现机制，在美债抛售规模上得到直观体现：台湾市场美元资产（尤其是美债）的集中减持，与同期亚洲多国央行外汇储备结构调整形成共振。更深层的矛盾在于，台湾出口导向型经济对美元体系的深度依赖。新台币每升值1%，台积电等龙头企业毛利率将下降0.4个百分点，这种传导效应正在向机械、纺织等全产业链扩散。而美方借关税谈判施压的策略，与1985年《广场协议》如出一辙，其本质是通过汇率工具转嫁国内经济矛盾。当前台湾面临的困境，恰是新兴市场在美元周期中被动地位的缩影。

目前，美元兑新台币汇率已走至 30 附近，与利率平价理论的均衡水平基本吻合，预示新台币的阶段性大幅升值或暂告段落。鉴于新台币的市场规模限制，其短期对整体外汇市场的影响仍处于可控范围。

随着市场环境变化，前期出现的美债资产集中抛售可能在别的类似国家呈现周期性反复，"去美元化" 趋势对美元资产及美债估值的深层冲击需保持警惕。在此背景下，控制美元敞口规模或将成为未来汇率管理的核心策略。

对于美元兑人民币即期汇率的走势判断，其是否具备主动下行空间主要取决于两大关键变量：一是中美贸易谈判的实质进展，二是国内经济复苏的实际成效。当前这两大因素均存在显著不确定性：从谈判进程看，中美在贸易议题上的政策协调空间存在较大弹性，短期难以形成明确的方向性突破；从经济基本面看，在 "贸易战2.0" 的外部环境下，中美两国经济韧性的长期较量刚刚拉开帷幕，国内经济能否实现持续企稳回升尚需观察。基于上述因素，短期内美元兑人民币即期汇率仍将维持双向波动的运行格局。

## 免责声明

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。本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使本公司违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，本报告所载资料、意见及推测仅反映在本报告载明的日期的判断，期货市场存在潜在市场变化及交易风险，本报告观点可能随时根据该等变化及风险产生变化。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。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本报告中的信息和所表达的意见和建议以及所载的数据、工具及材料均不应作为您进行相关交易的依据。本公司不承担因根据本报告所进行期货买卖操作而导致的任何形式的损失。本公司的销售人员或其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、涉及相应业务内容的子公司可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到本公司可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。未经本公司允许，不得以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容或复印本予以任何其他人，或投入商业使用。经过本公司同意的转发应遵循原文本意并注明出处“南华期货股份有限公司”。未经授权的转载本公司不承担任何责任。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。

公司总部地址：浙江省杭州市上城区富春路136号横店大厦  
邮编：310008  
全国统一客服热线：400 8888 910  
网址：[www.nanhua.net](http://www.nanhua.net)  
股票简称：南华期货  
股票代码：603093

南华期货APP



南华期货公众号



南华点金公众号



Bigger mind, Bigger fortune  
智慧创造财富