



美联储边际略有收紧

——6月美国 FOMC 点评

2025 年 6 月 21 日

宏观经济

事件点评

分析师

康明怡 电话：021-25102911 邮箱：kangmy@dxzq.net.cn

执业证书编号：S1480519090001

事件：

美联储维持当前政策利率水平，同时继续 QT。

主要观点：

- 1、鲍威尔认为关税风险从 4 月高点下降，但绝对水平仍高于年初，目前的经济很稳健，可以承受等待的成本
- 2、等待的目的是不希望一过性通胀变成长期通胀。
- 3、虽然点阵图的中位数没有变化，但边际略有收紧。
- 4、年内仍有 1~2 次降息空间，美股观点没有变化，中短期中性略偏积极，长期中性。

美联储仍认为当前经济非常稳健（solid），对未来经济的预期略有下降。美联储对当前经济的评估与上次没有变化。一季度经济数据中，除去存货、净出口和政府支出后的私人部门开支增长非常稳健（2.5%），其中消费者支出温和，但设备和无形资产投资反弹。近期软数据的下降，主要反映了贸易政策造成了私人部门对经济不确定性的上升，这些软数据如何影响未来私人部门开支仍需要观察。美联储对未来经济的预期略有下降。受 4 月关税政策变化的影响，新的 SEP 中，美联储对 GDP 和劳动力市场的预测均略低于 3 月，表现为低迷的增长，略高的通胀。其中，2025 年 GDP 增速预期中位数从 1.7%降至 1.4%，失业率从 4.4%升至 4.5%，核心 PCE 从 2.8%升至 3.1%。政策利率中位数没有变化，仍为 3.9%。

经济仍然处于不确定之中。贸易、移民、财政以及监管政策仍在演变，它们对经济的影响是不确定的。关税的不确定性从 4 月高点下降，但绝对水平仍高于年初。关税的增加仍可能推动价格上升，进而对经济活动产生压力。它对通胀的影响可能是一次性的短期价格变化，但也可能更加持久。鲍威尔表示关税的影响开始显现，还在持续。有的商品还在卖存货，所以价格还没有提升，但确实看到部分商品价格的升高，例如电脑等。关税成本在供应链中传导的方式以及最终各方分摊的成本占比极其复杂，关税影响的范围和大小目前来看是高度不确定性的。

美联储认为需要保持不变以观察数据。美联储的责任是保持通胀长期预期的稳定，需避免一次性的价格变化演变成一个持续的通胀问题。因为没有价格的稳定，也不可能达到长期的劳动力市场稳定状态。另一方面，目前稳健的经济和合适的货币政策可以承受等待的成本，因此等待是合理的。

点阵图中位数显示年内可能会有 2 次降息，但分歧明显，边际收紧。鲍威尔强调，点阵图不代表未来的货币政策计划，仅代表委员们个人的观点。从 3 月和 6 月点阵图比较来看，虽然政策利率中位数没有变化，但至少 4 位投票委员减少了 25bp 的降息幅度。

货币政策还没有考虑财政政策的影响。在记者招待会问答中，鲍威尔明确表示，当前的政策还没有考虑到财政政策的影响。鉴于财政政策偏向宽松，对明年通胀可能会有一定的推动作用。明年货币政策的走向存在不确定性。

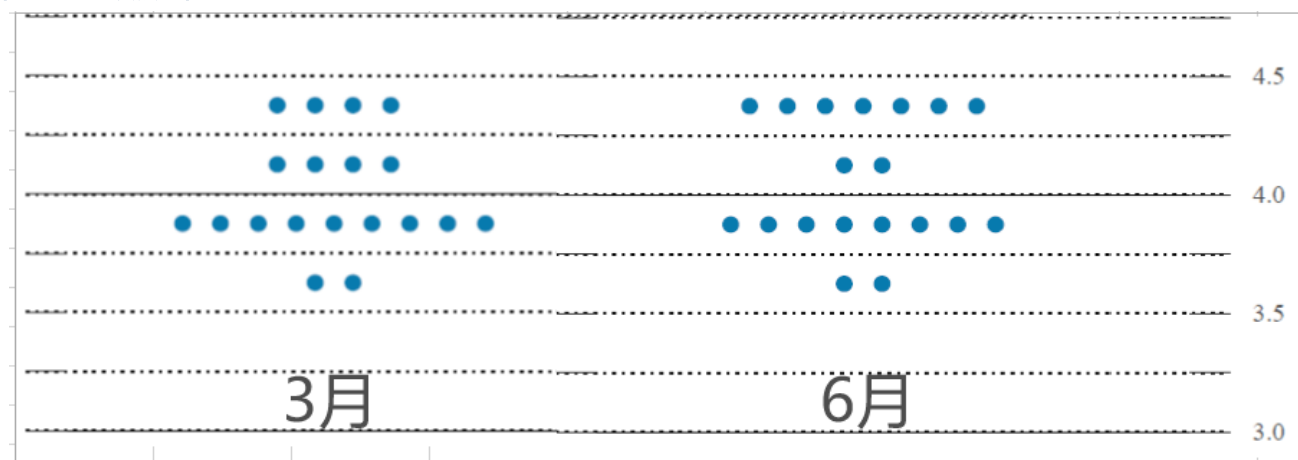
年初至今，季节性通胀回升再回落较为良性。我们在 2024 年最后几个月的通胀点评中反复提到，（核心）通胀环比在年尾回升反而表明经济状态尚可。5~7 月核心通胀环比回落有一定季节性因素，一般 8 月以后通胀均会有所回升，是经济健康的一种表现。主导近两年通胀粘性的住宅价格同比增速中枢也出现了稳定的下降。最近通胀回落主要由商品价格主导，服务业稳中有降。连续两个月的通胀不及预期符合美国通胀的季节性特征。

我们仍认为在通胀与经济衰退之间，最终美联储还是会倾向后者而降息。历史上，鲜有关税引发趋势性通胀的实例。趋势性通胀更多是货币现象的体现，即宽松的货币或者宽松的财政政策。是否出现趋势性通胀需要观察后续特朗普政策的财政政策，特别是减税法案最终落地的情况。同时，偏紧的货币政策也可以控制通胀。当前，CPI 同比已跌落至正常区间中部略偏下的

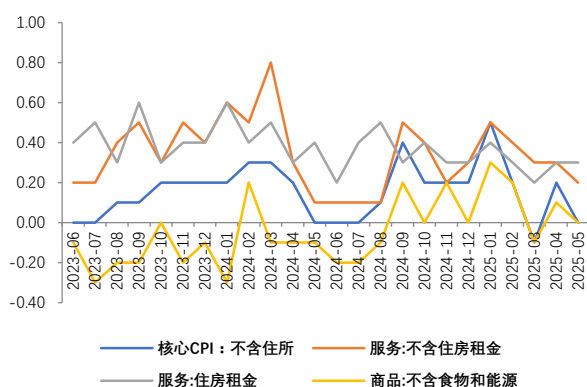
位置，存在 1~2 次降息空间。

市场方面，观点没有变化。美股中短期仍中性略偏积极，长期中性。

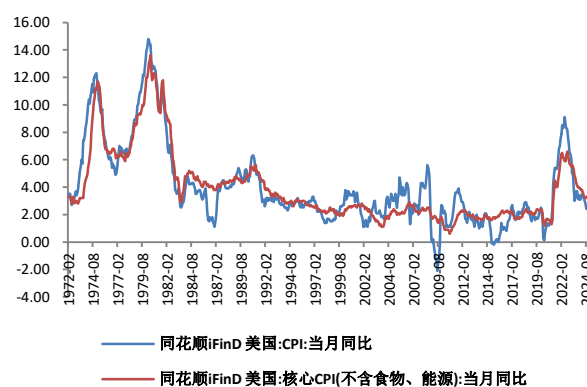
风险提示：海外通胀超预期，贸易摩擦升温。

图1：近两次点阵图（%）


资料来源：美联储，东兴证券研究所

图2：服务价格稳中有降（%）


资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图3：CPI 跌落至正常区间中部（%）


资料来源：iFinD，东兴证券研究所

相关报告汇总

报告类型	标题	日期
宏观深度报告	美国消费动能仍在，赤字政策或延缓衰退—2025 年年中海外经济年度展望	2025-06-17
宏观普通报告	非农乏善可陈，暑期消费或有一定支撑—5 月美国非农数据点评	2025-06-10
宏观普通报告	通胀季节性回落，后续关税影响或较为温和—美国 4 月 CPI 数据点评	2025-05-15
宏观普通报告	关税风险下降，更加注重经济基本面—5 月 12 日中美经贸会谈点评	2025-05-13
宏观普通报告	美联储保持耐心直到硬数据出现信号—5 月美国 FOMC 点评	2025-05-09
宏观普通报告	人民银行降准降息，加大对科创企业金融支持—5 月 7 日人民银行、金融监管总局、证监会发布会点评	2025-05-07

报告类型	标题	日期
宏观普通报告	外部冲击影响加大，充分备足预案—4月25日中共中央政治局会议点评	2025-04-28
宏观普通报告	美国关税政策同样需要回归常识—美国关税政策点评	2025-04-07
宏观普通报告	美联储下调经济增长预期，认为关税通胀压力一过性—3月美国FOMC点评	2025-03-20
宏观普通报告	关税影响不在于通胀，而在于经济是否会衰退—美国2月CPI数据点评	2025-03-14

资料来源：东兴证券研究所

分析师简介

康明怡

经济学博士。分别就读于武汉大学、清华大学和明尼苏达大学，博士期间曾在明尼苏达大学、美联储明尼阿波利斯分行从事多年教学和访问工作。2010 年开始执教于复旦大学经济学院 985 平台，上海浦江人才计划项目。2017 年加入东兴证券研究所。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及报告作者在自身所知情的范围内，与本报告所评价或推荐的证券或投资标的的存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，我公司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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，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。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和法律责任。

行业评级体系

公司投资评级（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）：
以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（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）：
以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

东兴证券研究所

北京	上海	深圳
西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 16 层	虹口区杨树浦路 248 号瑞丰国际大厦 23 层	福田区益田路 6009 号新世界中心 46F
邮编：100033	邮编：200082	邮编：518038
电话：010-66554070	电话：021-25102800	电话：0755-83239601
传真：010-66554008	传真：021-25102881	传真：0755-23824526