

6 月 FOMC 会议：等待关税影响的验证



杨见一 分析师
Email: yangjianyi@lcqz.com
证书: S1320525050001



沈夏宜 分析师
Email: shenxiayi@lcqz.com
证书: S1320523020004

核心观点：

6 月 18 日美联储宣布维持 4.25-4.5% 的利率区间不变，符合市场预期。6 月会议声明较上月变化不大，对经济状况的表述基本同前，仅在风险和不确定性的部分改为“经济前景的不确定性有所下降（diminished）但仍然较高（remains elevated）”，并删去了对于美国通胀和就业风险增加的表述，体现 5-6 月关税政策放缓后，经济风险边际下降。年初以来，美联储持续强调货币政策前景的不确定性，坚持其观望策略、等待数据进一步变化。从本次议息会议给出的预计材料和记者会表态来看，美联储仍然警惕关税对通胀可能带来的上行压力，这也是委员会再次下调 2025 年美国经济增长预期，以及短期内货币政策继续保持观望的原因。

6 月 SEP 全面下调经济预期，点阵图显示利率路径整体上移。6 月美联储经济预期摘要（SEP）再次下调了 2025 年 GDP 预期，从 3 月的 1.7% 下调至 1.4%；上调失业率预期至 4.5%（3 月 4.4%）；上调 PCE 通胀至 3.0%（3 月 2.7%）；上调核心 PCE 通胀预期至 3.1%（3 月 2.8%）。美联储经济预期全面下调反映 4-6 月关税政策持续剧烈变化之下，委员会成员对美国经济的担忧有增无减。从货币政策来看，委员会对 2025 年联邦基金利率预期的中位数维持不变，仍在 3.9%。但是，利率点阵图显示认为今年不应降息的官员由 4 名增加至 7 名，且 2026 年利率中位数由 3.4% 上行至 3.6%，委员会对下半年降息预期亦有所抬升。

从记者会表态来看，鲍威尔仍将问题关键指向关税不确定性。鲍威尔在记者会上的表态变化不大，整体中性偏鹰。第一，关于政策利率后续会怎样变化，鲍威尔强调，鉴于关税政策将持续演绎，后续仍然需要观察经济数据变化来决定货币政策走向。第二，美联储“观望”策略的具体目标较上月更加明确，一是下半年关税“验证期”美国通胀数据能否维持下行趋势，二是美国裁员情况将决定招聘需求走弱的美国就业市场情况下能否保持稳健。第三，美联储更加坚定地认为关税对通胀压力客观存在，只是时间问题，而不再认为关税影响是暂时性的，体现美联储对关税政策的担忧实际有所加深，而这也是美联储不愿轻易降息的理由。

我们认为，若后续数据验证关税政策对通胀影响，则美联储年内降息 2 次有较大难度。但是，考虑到美国就业市场风险增加，如果下半年就业市场意外转差，则年内降息有一定可能性，但前提是通胀上行幅度可控。当前市场仍定价美联储年内降息 2 次，分别在 9 月 12 月；提示下半年美联储降息不及预期的风险。会议结束后，美国股债汇市场反应偏纠结，美股涨请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明

相关报告

5 月经济数据点评：需求侧出现分化

2025.06.18

财政发力进度跟踪（20250616）

2025.06.16

5 月金融数据点评：信心与盈利是点燃信用扩张的关键火种

2025.06.16

跌不一、美债利率微跌、美元指数微幅收涨。

记者会问答部分内容：

- 1. 上调通胀和失业预期的主要原因是什么？** 答：关税是美联储抬高通胀和失业率预期的主要原因。当前美联储与各专业预测机构基本一致认为 2025 年美国通胀面临显著上行压力，但是关税对通胀的传导节奏、效率和结构尚不明确。鲍威尔提到，国际贸易链条上的制造商、出口商、进口商、零售商、消费者当中，总要有人为关税买单，但现在还不知道会是谁来承担、承担多少、多快兑现。
- 2. 为什么在 4 月 2 日对等关税尚未解决、中东地缘冲突激化的情况下认为经济不确定性有所下降？** 答：美联储认为 4 月是关税政策不确定性的高点，而随着 5-6 月关税政策不断转松，美国经济不确定性相对下降（diminished），但仍然较高（remains elevated）。
- 3. 为什么去年 12 月通胀更高时可以降息，而今年上半年通胀接连下降的情况下却按兵不动？** 答：货币政策是前瞻性的，通胀预期的改变的关键因素。在关税政策落地前，美联储 12 月对核心 PCE 预测是 2.5%，3 月提升至 2.8%，6 月则进一步上升至 3.1%。关税政策的剧烈变化使得美联储倾向于认为关税压力客观存在，而年初以来的通胀数据暂未完全体现其影响，需要持续观望。另一方面，美国失业率维持了 4.2% 的低位、劳动参与率、薪资、招聘数据均表现健康，稳健的就业市场表现给予了美联储更多反应的时间。因此，美联储在预期改变但经济稳健的情况下选择等待数据变化、维持当前适度限制性的（modestly restrictive）利率不变。
- 4. 后续还需要几个月的通胀数据来支撑降息决定？** 答：美联储认为政策不确定性仍然较高，后续美国经济面临多种情景，任何政策路径都有可能发生。美联储降息的前提仍然是经济稳健、就业稳健和通胀持续下行。考虑到关税政策在“整个夏天”仍会继续变化，当前很难估计货币政策调整的节点。
- 5. 点阵图利率路径的分歧来自何处？** 答：点阵图的分歧一方面是成员意见本身就有差异，尤其是在政策前景高度不确定的情况下，每位成员对货币政策的看法都没有“十足的把握”，而在未来更多数据公布之后意见可能会更为确切。另一方面，每位成员对未来通胀风险、劳动力市场风险的估计各不相同，也使得对利率路径的估计有所不同。
- 6. 另外，鲍威尔简要回复了美联储先前宣布裁员的计划，称计划裁员 10%，在未来几年内谨慎地展开，不会影响到美联储的核心职责。关于国会正在审议的政府预算案，鲍威尔称委员会 6 月的议息会议极少涉及财政政策的具体内容，需要等待政策进一步落地后再行观察。鲍威尔最后提到，从地缘政治和贸易的角度来说，毫无疑问美国正在经历一场剧变，但这种变化在短期之内对美联储的货币政策框架暂时不会产生根本性影响。**

风险提示：美联储货币政策紧缩超预期，美国经济下行超预期，特朗普政策超预期。

相关图表

图1 美联储 5-6 月 FOMC 会议声明措辞对比

内容	表述变化	6月FOMC会议声明	5月FOMC会议声明
经济情况	对失业率保持低位、就业市场稳健、通胀稍高的描述基本不变。	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 remains low , and labor market conditions remain solid. Inflation remains somewhat elevated.	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.
风险和不确定性	认为经济前景的不确定性有所减弱但仍然较高；删除了美国失业率和通胀上行的表述。	The Committee seeks to achieve maximum employment and inflation at the rate of 2 percent over the longer run. Uncertainty about the economic outlook has diminished but remains elevated . The Committee is attentive to the risks to both sides of its dual mandate.	The Committee seeks to achieve maximum employment and inflation at the rate of 2 percent over the longer run. Uncertainty 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
货币政策	决定维持政策目标利率区间在 4.25-4.5% 不变。	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 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.
	在考虑调整联邦基金利率的幅度和时机时，委员会将仔细评估后续数据、经济前景演进以及风险平衡；表述不变。	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.	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.
	保持缩表内容和速度不变，强调委员会会致力于将通胀降至2%的目标水平。	The Committee will continue reducing its holdings of Treasury securities and agency debt and agency mortgage-backed securities. The Committee is strongly committed to supporting maximum employment and returning inflation to its 2 percent objective.	The Committee will continue reducing its holdings of Treasury securities and agency debt and agency mortgage-backed securities. The Committee is strongly committed to supporting maximum employment and returning inflation to its 2 percent objective.
	美联储保持“目标导向+数据依赖”的货币政策逻辑不变。	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.	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.
投票情况	所有成员对6月货币政策投票赞成。	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; Adriana D. Kugler; Alberto G. Musalem; Jeffrey R. Schmid; and Christopher J. Waller.	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 Christopher J. Waller. Neel Kashkari voted as an alternate member at this meeting.

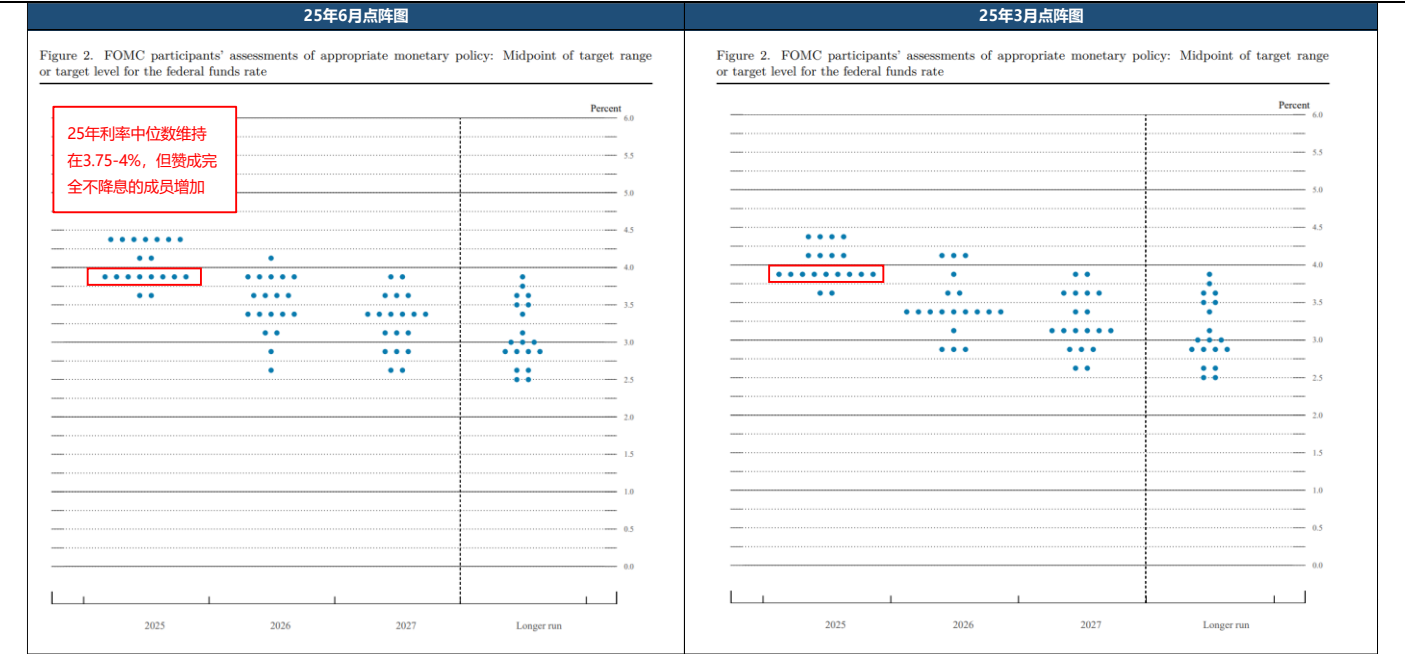
资料来源：美联储，联储证券研究院

图2 6月经济预期摘要下调 GDP 预期，上调失业率、通胀及利率预期（%）

项目	GDP				失业率				PCE				核心PCE			联邦基金利率			
	2025	2026	2027	长期	2025	2026	2027	长期	2025	2026	2027	长期	2025	2026	2027	2025	2026	2027	长期
较上期变化	↓	↓	-	-	↑	↑	↑	-	↑	↑	↑	-	↑	↑	↑	-	↑	↑	-
2025年6月	1.4	1.6	1.8	1.8	4.5	4.5	4.4	4.2	3.0	2.4	2.1	2.0	3.1	2.4	2.1	3.9	3.6	3.4	3.0
2025年3月	1.7	1.8	1.8	1.8	4.4	4.3	4.3	4.2	2.7	2.2	2.0	2.0	2.8	2.2	2.0	3.9	3.4	3.1	3.0
2024年12月	2.1	2.0	1.9	1.8	4.3	4.3	4.3	4.2	2.5	2.1	2.0	2.0	2.5	2.1	2.0	3.9	3.4	3.1	3.0
2024年9月	2.0	2.0	2.0	1.8	4.4	4.3	4.2	4.2	2.1	2.0	2.0	2.0	2.2	2.0	2.0	3.4	2.9	2.9	2.9

资料来源：美联储，联储证券研究院

图3 6月利率点阵图维持 2025 年降息中位数不变，但后续降息路径略有抬升



资料来源：美联储，联储证券研究院

图4 会议后市场仍然预期 2025 年降息 2 次

	CME FEDWATCH TOOL - CONDITIONAL MEETING PROBABILITIES									
MEETING DATE	200-225	225-250	250-275	275-300	300-325	325-350	350-375	375-400	400-425	425-450
2025/7/30					0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	9.3%	90.7%
2025/9/17	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	5.6%	57.9%	36.6%
2025/10/29	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	2.8%	32.4%	46.9%	17.8%
2025/12/10	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	2.0%	23.7%	42.7%	26.4%	5.3%
2026/1/28	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.7%	9.9%	30.6%	36.7%	18.7%	3.3%
2026/3/18	0.0%	0.0%	0.0%	0.3%	4.6%	18.6%	33.2%	29.1%	12.2%	1.9%
2026/4/29	0.0%	0.0%	0.1%	1.6%	8.7%	22.8%	32.0%	24.2%	9.2%	1.4%
2026/6/17	0.0%	0.0%	0.8%	5.1%	15.7%	27.4%	28.1%	16.8%	5.3%	0.7%
2026/7/29	0.0%	0.3%	2.3%	8.7%	19.7%	27.7%	24.3%	12.9%	3.7%	0.5%
2026/9/16	0.1%	0.9%	4.4%	12.3%	22.3%	26.6%	20.6%	9.9%	2.7%	0.3%
2026/10/28	0.2%	1.2%	5.1%	13.1%	22.6%	26.0%	19.6%	9.3%	2.5%	0.3%
2026/12/9	0.3%	1.6%	5.8%	14.1%	23.0%	25.4%	18.6%	8.6%	2.3%	0.3%

资料来源：CME，联储证券研究院

风险提示

美联储货币政策紧缩超预期，美国经济下行超预期，特朗普政策超预期。

免责声明

联储证券股份有限公司（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，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，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，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，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。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“联储证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“联储证券研究院”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在 5%~10%之间
		中性	相对同期基准指数涨幅在 -5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 5%以上
	行业评级	看好	相对表现优于市场
		中性	相对表现与市场持平
		看淡	相对表现弱于市场

联储证券研究院

青岛

地址：山东省青岛市崂山区香港东路 195 号 8 号楼 11、15F
 邮编：266100

上海

地址：上海市浦东新区滨江大道 1111 弄 1 号中企国际金融中心 A 栋 12 层
 邮编：200135

北京

地址：北京市朝阳区安定路 5 号院北投投资大厦 A 栋 7 层
 邮编：100029

深圳

地址：广东省深圳市南山区沙河街道深云路 2 号侨城一号广场 28-30F
 邮编：518000