

2025 年 6 月 19 日

全球宏观

美联储将观望到何时？

2025 年 6 月 19 日，美联储 FOMC 会议依然选择按兵不动，符合市场及我们的预期。

李少金

Evan.Li@bocomgroup.com
(852) 3766 1849

- ④ **美联储在观望什么？**尽管近期在限制性的利率水平和金融状况收紧的共同作用下，零售、工业产出等硬指标经济数据有所转弱，但当前时点下，关税带来的上行风险尚未体现到数据层面，而近期的地缘风险更加剧了政策路径判断的复杂性。其次，在近期关税风险放缓，而就业等硬指标仍稳健的情况下，经济下行风险减小，意味着美联储继续等待成本还不算太高。
- ④ **点阵图显示 2025 年不降息的分歧减少，而 2026 年后的政策路径分歧加大。**年内来看，美联储委员们的“滞胀预期”较 3 月进一步深化，且对年内不降息的看法更为集中。2026 年及往后的政策路径分歧加大，但其影响意义可以淡化，因鲍威尔任期所剩不多，新任美联储主席人选可能更会迎合现任政府债务滚续等方向的降息诉求。
- ④ **依然是美联储的独立性。**不仅是经济迷雾重重，美国国内政治压力使得美联储的独立性面临考验。鲍威尔的任期仅剩一年不到，维护美联储独立性和其职业声誉诉求驱使下，大概率会继续选择无视白宫压力。市场关注度也正在逐渐向潜在的下任美联储主席候选人转移，其中可能偏向特朗普阵营、前任美联储理事的凯文·沃什、以及现任美联储理事、更偏学术研究的克里斯托弗·沃勒被视为主要候选人。
- ④ **降息可能最早在 4 季度，但仍有年底前不降息的风险。**我们维持预计年底前降息次数为 1-2 次的判断，具体取决于经济收缩的程度和关税政策的实际影响。我们在**下半年展望**中指出，美元信用受损影响下，风险溢价持续上升，可能使得特朗普对外政策收敛，后续政策重心大概率将“由外向内”转换，从收缩性的关税政策向扩张性的财政政策倾斜，预计将显著降低经济下行风险。若关税等贸易扰动显著放缓，且政策重心重回财政扩张，风险偏好回升的情况下，降息预期可能进一步收窄，甚至可能出现年内不降息的情形。

经济预测摘要：美联储官员滞胀预期进一步强化

6 月经济预测摘要延续了 3 月会议以来的“滞胀”叙事，但程度进一步加深。委员将 2025 年通胀预测由 3 月的 2.8% 上调至 3.1%，同时将经济增速预测由 1.7% 下调至 1.4%，失业率预测则由 4.4% 上调至 4.5%，即此前我们所强调的美联储面临的三重风险：通胀压力持续上行、经济增长动能不足、以及就业市场逐步走弱。失业率预测上调至 4.5%，从过去两年的变化程度来看已接近历史上衰退时期的典型水平，但美联储却并未相应增加降息预期（相反却调低降息预期，坚持“higher for longer”），也一定程度反映了政策与预测的脱节。

特朗普 2.0 以来的关税政策无疑是推动通胀预测上调的主要因素。自特朗普 4 月 2 日“对等关税”冲击以来，美国当前的关税水平已升至 1930 年代以来的最高点。鲍威尔在记者会上亦多次提及“未来几个月将出现显著的通胀压力”，并明确归因于关税影响。但尽管如此，从当前的经济数据来看，关税对通胀的传导路径充满不确定性（截至 5 月的通胀数据尚未反映其影响），从制造商、进口商到零售商再到最终消费者，各个环节传导机制的复杂性使得美联储难以准确评估关税政策的最终影响，均为货币路径制造了挑战。

点阵图：2025 年不降息的分歧减少，而 2026 年后的政策路径分歧加大

本次点阵图显示的分歧进一步扩大，虽然 2025 年利率预测中值仍维持 2 次降息，但支持降息的票委数量明显减少。从票型上来看，10 位官员预计 2025 年至少降息 2 次，较 3 月的 15 人大幅减少；同时，支持年内不降息的官员由 4 人增至 7 人，从另一方面也反映年内支持减少降息甚至不降息的分歧减少。

不仅如此，美联储官员对于 2026 年及以后的长期预测中分歧明显加大，反映出美联储内部对于未来经济走势和政策应对存在显著的观点差异，背后隐含着美联储面临的政策两难：1) 过早降息，助推通胀上行风险，特别是在关税政策尚未完全显现影响的情况下；2) 过迟降息，高利率放大经济不确定性，叠加成本上升可能导致企业利润受损，进而引发裁员和衰退。但考虑到鲍威尔任期至 2026 年中结束，因而偏中期的点阵图意义可能有所淡化。

美联储独立性考验：鲍威尔大概率会坚守，但市场关注度可能会转移到下任美联储人选

不仅是经济迷雾重重，美国国内的政治压力使得美联储的独立性面临考验。特朗普在 6 月 FOMC 会议前再度对鲍威尔进行施压，并要求美联储进行 4-10 次大幅降息。而鲍威尔在记者会上的回应显得格外谨慎，强调“FOMC 唯一关心的是强劲的劳动市场和价格稳定”，试图通过重申美联储的“双重使命”职责来维护独立性。

从另一个角度来看，鲍威尔任期仅剩不到一年，在此关键时刻没有理由向政治压力妥协，大概率会继续选择无视白宫压力。与此同时，饱受市场诟病“太慢”的鲍威尔，维护美联储独立性也是其职业声誉的需要。从另一个方面来看，在鲍威尔任期所剩无多的情况下，市场关注度也正在逐渐向潜在的下任美联储主席候选人转移，其中可能偏向特朗普阵营、前任美联储理事的凯文·沃什、以及

现任美联储理事、更偏学术研究派的克里斯托弗·沃勒被视为主要候选人，但两者近来的态度也都支持尽早降息，也意味着 2026 年后的货币政策可能会更加迎合现任政府的政治诉求。

政策路径前瞻：降息可能最早在 4 季度，但仍有年底前不降息的风险

尽管面临多方面不确定性，我们判断美联储下一个降息窗口可能将在 4 季度重启，最早可能在 9 月开始行动。基于以下几个关键因素：1) 关税形势将更为明朗化，“对等关税”暂停 90 天可能要到 3 季度结束，在此之前关税形势仍不明朗，截至目前尚未出现任何达成关税协议的范例；2) 当前经济数据虽然显示韧性，但在限制性利率水平下，以及关税影响的滞后反应，经济放缓可能只是时间问题。

我们维持预计年底前降息次数为 1-2 次的判断，具体取决于经济收缩的程度和关税政策的实际影响。我们在下半年展望中指出，美元信用受损影响下，风险溢价持续上升，可能使得特朗普对外政策收敛，后续政策重心大概率将“由外向内”转换，从收缩性的关税政策向扩张性的财政政策倾斜，预计将显著降低经济下行风险。若关税等贸易扰动显著放缓，且政策重心重回财政扩张，风险偏好回升的情况下，降息预期可能进一步收窄，甚至可能出现年内不降息的情形。

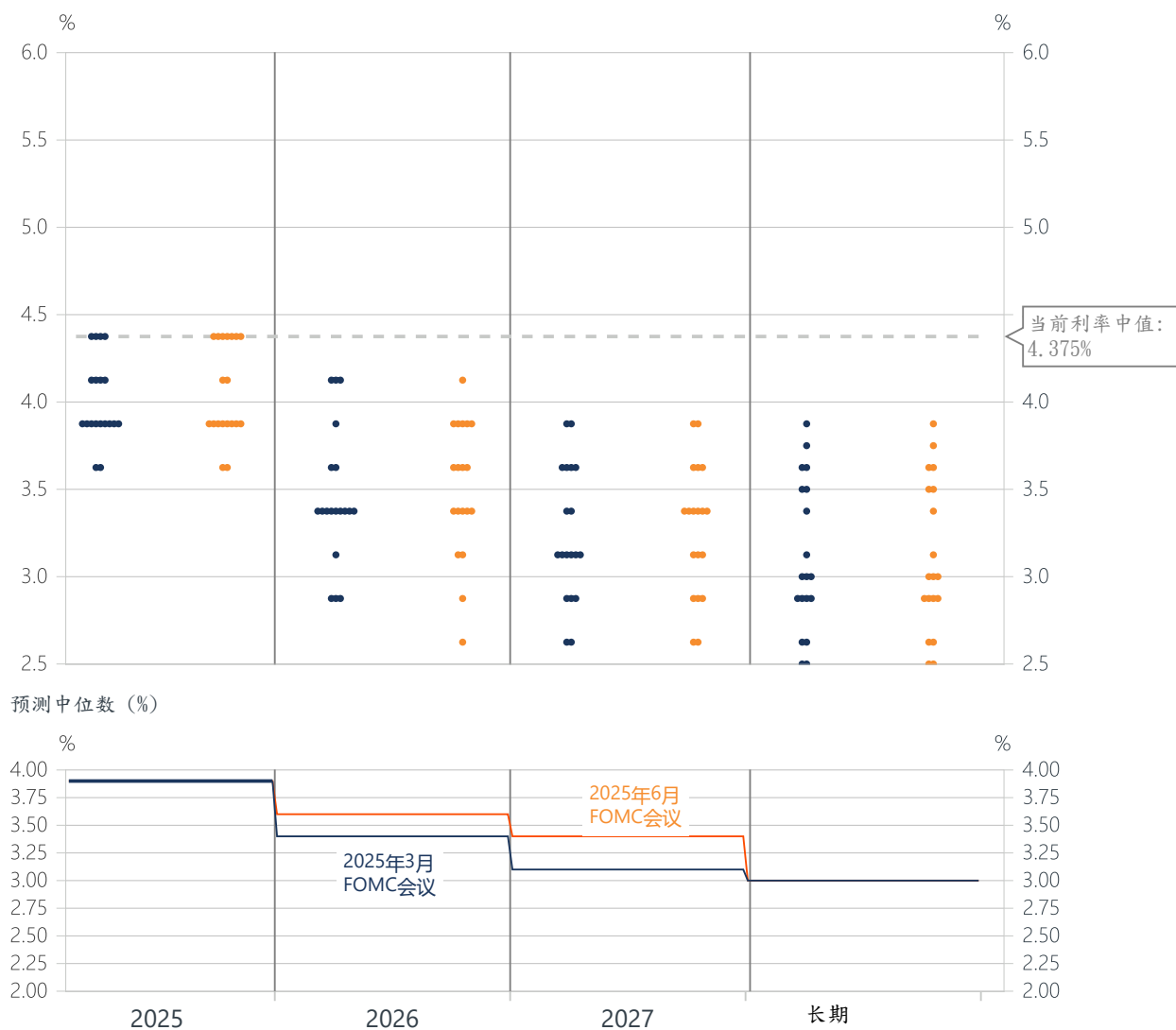
在“滞胀”预期、政治压力、政策不确定性等多重因素交织下，美联储 6 月 FOMC 会议仍选择了相对保守的“观望”策略。短期来看，确实有助于维护政策独立性和市场稳定，但也可能错失最佳政策调整时机。中期来看，考虑到当前高利率与特朗普减少财政赤字、推动制造业回流等政策目标的内在冲突，后续降息仍是大概率事件。

图表 1：美联储 2025 年 6 月经济预测 (Summary of Economic Projections)

	预测年份	2024 年 9 月	2024 年 12 月	2025 年 3 月	2025 年 6 月
实际 GDP 增速(%)	2024	2.0	2.5		
	2025	2.0	2.1	1.7	1.4
	2026	2.0	2.0	1.8	1.6
	2027	2.0	1.9	1.8	1.8
	长期	1.8	1.8	1.8	1.8
失业率(%)	2024	4.4	4.2		
	2025	4.4	4.3	4.4	4.5
	2026	4.3	4.3	4.3	4.5
	2027	4.2	4.3	4.3	4.4
	长期	4.2	4.2	4.2	4.2
PCE 通胀 (%)	2024	2.3	2.4		
	2025	2.1	2.5	2.7	3.0
	2026	2.0	2.1	2.2	2.4
	2027	2.0	2.0	2.0	2.1
	长期	2.0	2.0	2.0	2.0
核心 PCE 通胀(%)	2024	2.6	2.8		
	2025	2.2	2.5	2.8	3.1
	2026	2.0	2.2	2.2	2.4
	2027	2.0	2.0	2.0	2.1
联邦基金目标利率(%)	2024	4.4	4.4		
	2025	3.4	3.9	3.9	3.9
	2026	2.9	3.4	3.4	3.6
	2027	2.9	3.1	3.1	3.4
	长期	2.9	3.0	3.0	3.0

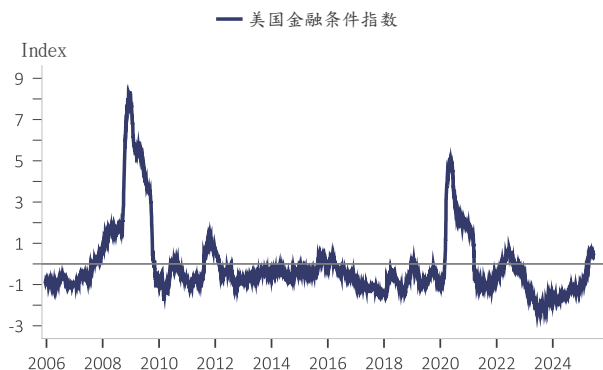
资料来源：美联储，交银国际 *蓝色表示上调预测，灰色表示下调预测

图表 2：美联储 6 月 FOMC 会议点阵图



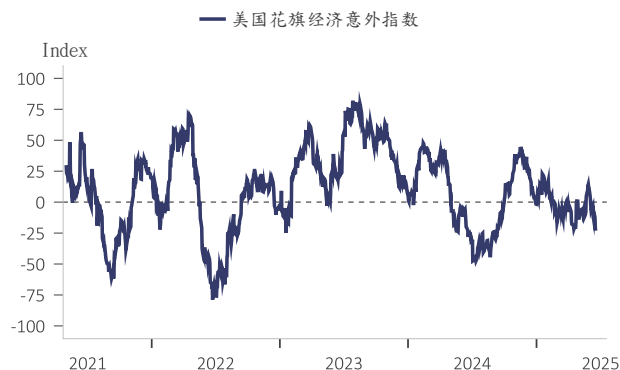
资料来源：美联储，交银国际

图表 3：美国金融条件仍然较紧



资料来源：Macrobond，交银国际

图表 4：经济意外指数有所下行



资料来源：Macrobond，交银国际

图表 5：零售销售环比转弱



资料来源：Macrobond，交银国际

图表 6：工业产出指数亦出现回落



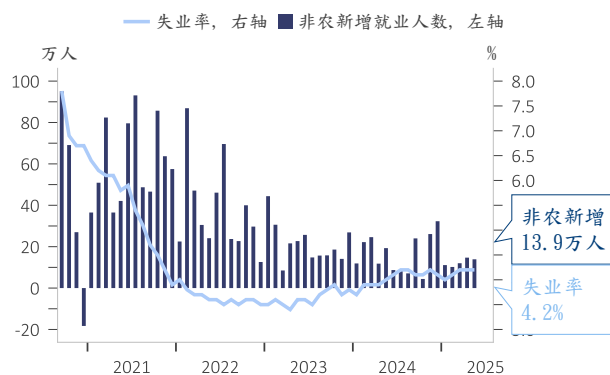
资料来源：Macrobond，交银国际

图表 7：制造业及服务业 PMI 回落



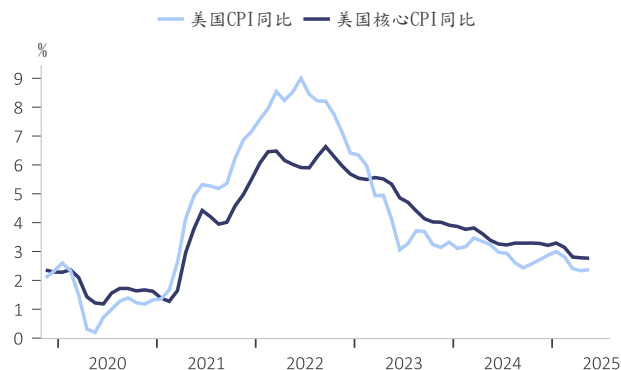
资料来源：Macrobond，交银国际

图表 8：就业市场虽继续放缓但仍稳健



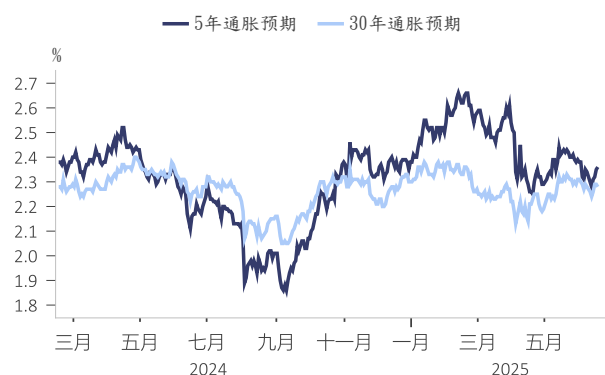
资料来源：Macrobond，交银国际

图表 9：通胀继续回落



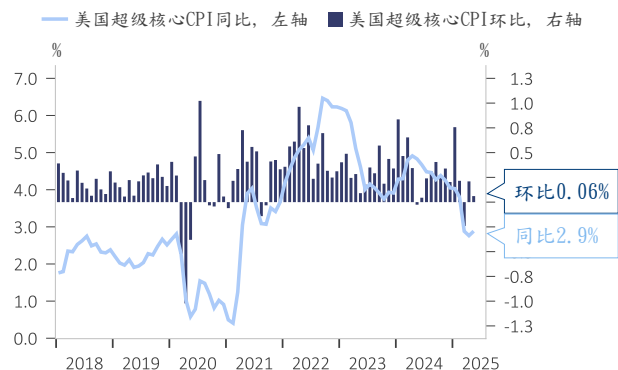
资料来源：Macrobond，交银国际

图表 11：5 年期、30 年期盈亏平衡利率显示通胀仍有上行风险



资料来源：Macrobond，交银国际

图表 10：剔除住房的“超级核心通胀”走势平稳



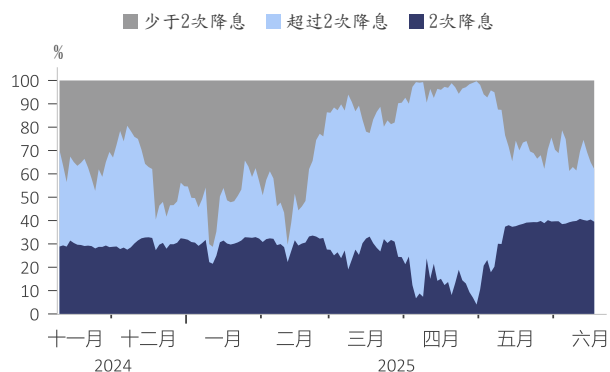
资料来源：Macrobond，交银国际

图表 12：复杂的经济指标下，降息预期维持窄幅波动



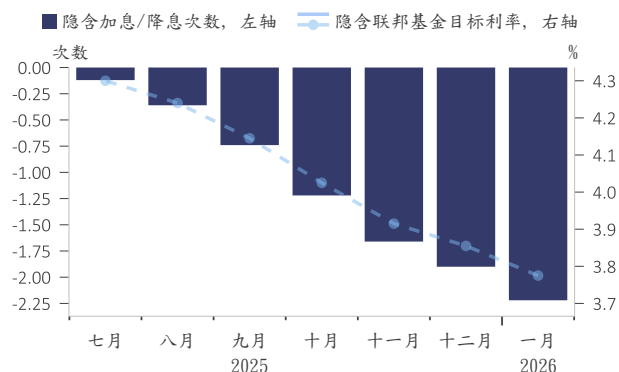
资料来源：Macrobond，交银国际

图表 13：市场对于 2025 年底前累计降息少于 2 次的概率升高



资料来源：Macrobond，交银国际

图表 14：利率期货市场显示，首次降息或在 10 月，2025 年底前降息不足 2 次



资料来源：Macrobond，交银国际

交銀國際

香港中环德辅道中 68 号万宜大厦 10 楼

总机: (852) 3766 1899 传真: (852) 2107 4662

评级定义

分析员个股评级定义：

买入：预期个股未来12个月的总回报**高于**相关行业。

中性：预期个股未来12个月的总回报与相关行业**一致**。

沽出：预期个股未来12个月的总回报**低于**相关行业

无评级：对于个股未来12个月的总回报与相关行业的比较，分析员**并无确信观点**。

分析员行业评级定义：

领先：分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现相对于大盘标杆指数**具吸引力**。

同步：分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现与大盘标杆指数**一致**。

落后：分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现相对于大盘标杆指数**不具吸引力**。

香港市场的标杆指数为**恒生综合指数**，A股市场的标杆指数为**MSCI 中国A股指数**，美国上市中概股的标杆指数为**标普美国中概股50（美元）指数**

分析员披露

本研究报告之作者，兹作以下声明：i) 发表于本报告之观点准确地反映有关于他们个人对所提及的证券或其发行者之观点；及ii) 他们之薪酬与发表于报告上之建议/观点并无直接或间接关系；iii) 对于提及的证券或其发行者，他们并无接收到可影响他们的建议的内幕消息/非公开股价敏感消息。

本报告之作者进一步确认：i) 他们及他们之相关有联系者【按香港证券及期货监察委员会之操守准则的相关定义】并没有于发表本报告之30个日历日前交易或买卖本报告内涉及其所评论的任何公司的证券；ii) 他们及他们之相关有联系者并没有担任本报告内涉及其评论的任何公司的高级人员（包括就房地产基金而言，担任该房地产基金的管理公司的高级人员；及就任何其他实体而言，在该实体中担任负责管理该等公司的高级人员或其同级人员）；iii) 他们及他们之相关有联系者并没拥有于本报告内涉及其评论的任何公司的证券之任何财务利益。根据证监会持牌人或注册人操守准则第16.2段，“有联系者”指：i) 分析员的配偶、亲生或领养的未成年子女，或未成年继子女；ii) 某信托的受托人，而分析员、其配偶、其亲生或领养的未成年子女或其未成年继子女是该信托的受益人或酌情对象；或iii) 惯于或有义务按照分析员的指示或指令行事的另一人。

有关商务关系及财务权益之披露

交银国际证券有限公司及/或其有关联公司在过去十二个月内与交通银行股份有限公司、国联证券股份有限公司、交银国际控股有限公司、四川能投发展股份有限公司、光年控股有限公司、七牛智能科技有限公司、武汉有机控股有限公司、上海小南国控股有限公司、Sincere Watch (Hong Kong) Limited、趣致集团、宜搜科技控股有限公司、老铺黄金股份有限公司、中赣通信(集团)控股有限公司、地平线、多点数智有限公司、草姬集团控股有限公司、安徽海螺材料科技股份有限公司、北京赛目科技股份有限公司、滴普科技股份有限公司、Mirxes Holding Company Limited、山东快驴科技发展股份有限公司、佛山市海天调味食品股份有限公司、药捷安康（南京）科技股份有限公司及周六福珠宝股份有限公司有投资银行业务关系。

交银国际证券有限公司及/或其集团公司现持有东方证券股份有限公司、光大证券股份有限公司及七牛智能科技有限公司的已发行股本逾1%。

免责声明

本报告之收取者透过接受本报告(包括任何有关的附件)，表示并保证其根据下述的条件下有权获得本报告，并且同意受此中包含的限制条件所约束。任何没有遵循这些限制的情况可能构成法律之违反。

本报告为高度机密，并且只以非公开形式供交银国际证券的客户阅览。本报告只在基于能被保密的情况下提供给阁下。未经交银国际证券事先以书面同意，本报告及其中所载的资料不得以任何形式(i)复制、复印或储存，或者(ii)直接或者间接分发或者转交予任何其它人作任何用途。

交银国际证券、其附属公司、关联公司、董事、关联方及/或雇员，可能持有在本报告内所述或有关公司之证券、并可能不时进行买卖、或对其有兴趣。此外，交银国际证券、其附属公司及关联公司可能与本报告内所述或有关的公司不时进行业务往来，或为其担任市场庄家，或被委任替其证券进行承销，或可能以受托人身份替客户买入或沽售其证券，或可能为其担当或争取担当并提供投资银行、顾问、包销、融资或其它服务，或替其从其它实体寻求同类型之服务。投资者在阅读本报告时，应该留意任何或所有上述的情况，均可能导致真正或潜在的利益冲突。

本报告内的资料来自交银国际证券在报告发行时相信为正确及可靠的来源，惟本报告并非旨在包含投资者所需要的所有信息，并可能受递送延误、阻碍或拦截等因子所影响。交银国际证券不明示或暗示地保证或表示任何该等数据或意见的足够性、准确性、完整性、可靠性或公平性。因此，交银国际证券及其集团或有关的成员均不会就由于任何第三方在依赖本报告的内容时所作的行为而导致的任何类型的损失（包括但不限于任何直接的、间接的、随之而发生的损失）而负上任何责任。

本报告只为一般性提供数据之性质，旨在供交银国际证券之客户作一般阅览之用，而非非考虑任何某特定收取者的特定投资目标、财务状况或任何特别需要。本报告内的任何资料或意见均不构成或被视为集团的任何成员作出提议、建议或征求购入或出售任何证券、有关投资或其它金融证券。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映交银国际证券或其集团的立场，亦可在没有提供通知的情况下随时更改，交银国际证券亦无责任提供任何有关资料或意见之更新。

交银国际证券建议投资者应独立地评估本报告内的资料，考虑其本身的特定投资目标、财务状况及需要，在参与有关报告中所述公司之证券的交易前，委任其认为必须的法律、商业、财务、税务或其它方面的专业顾问。惟报告内所述的公司之证券未必能在所有司法管辖区或国家或供所有类别的投资者买卖。

对部分的司法管辖区或国家而言，分发、发行或使用本报告会抵触当地法律、法则、规定、或其它注册或发牌的规例。本报告不是旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。本报告的发送对象不包括身处中国内地的投资人。如知悉收取或发送本报告有可能构成当地法律、法则或其他规定之违反，本报告的收取者承诺尽快通知交银国际证券。

本免责声明以中英文书写，两种文本具同等效力。若两种文本有矛盾之处，则应以英文版本为准。

交银国际证券有限公司是交通银行股份有限公司的附属公司。