



6 月 FOMC 会议点评

股票投资策略简报

证券研究报告

策略组

分析师：张弛（执业 S1130523070003）

zhangchi1@gjzq.com.cn

联系人：李超

lichao5@gjzq.com.cn

滞胀风险明显抬升，掣肘美联储难以重启降息周期

当地时间 6 月 18 日，美联储宣布将联邦基金目标利率区间维持在 4.25%-4.50%，这是自 2024 年 9 月本轮降息周期开启以来的连续第四次“暂停”。2024 年 9 月至 12 月，美联储连续三次会议分别降息 50/25/25bps，累计幅度达 100bps。

美联储重启降息周期门槛较高，经济预测中“滞胀”特征进一步强化

美联储 2025 年 6 月会议将联邦基金目标利率区间维持在 4.25%-4.50%，符合市场预期。受制于特朗普推出的“对等关税”带来的潜在冲击，美联储继续“按兵不动”，最新的经济预测和点阵图进一步凸显了潜在的“滞胀”风险担忧。本次会议声明最主要的变化在于，1) 将“经济前景不确定性进一步增加”修改为“有所下降，但仍处于较高水平”；2) 删除了“认为高失业和高通胀的风险都有所上升”的表述，两点变化或均主要反映了 4 月初以来的关税幅度边际缓和。经济预测和点阵图方面，美联储下调增长预测，上调通胀和失业率预测，点阵图“偏鹰”，1) 2025/26 的实际 GDP 增速预测下修 0.3pct/0.2pct 至 1.4%/1.6%，2025/26/27 的核心 PCE 预测上修 0.3pct/0.2pct/0.1pct 至 3.1%/2.4%/2.1%，2025/26/27 的失业率预测上修 0.1pct/0.2pct/0.1pct 至 4.5%/4.5%/4.4%；2) 点阵图保持 2025 年两次降息的预测，2026/27 的利率预测分别上修 0.2pct/0.3pct，对应未来两年分别各降息一次，值得注意的是，在对今年的利率预测中，19 名委员中认为不需要降息的人数从 3 月份的 4 位增加至本次的 7 位，佐证了本次会议的利率前瞻指引偏鹰派。

“对等关税”边际缓和却不改美联储对“滞胀”风险的担忧，短期内重启降息周期的门槛较高，通胀上行风险或是中期内联储优先级最高的关注点。本次会议及发布会的核心要点如下：1) 关税冲击或在夏季开始凸显，鲍威尔表示尽管美联储仍然无法确定关税最终的具体影响，包括规模、时间、传导速度等，但高关税推高通胀并对经济活动构成压力的趋势是较为确定的，尤其是商品消费价格的上涨，预计到了夏季这种影响将逐步凸显。主要原因在于，关税需要一些时间才能传导至最终消费者（进口价格转换为零售价格），美联储预计许多公司确实会将关税的全部或部分影响转嫁给链条中的下一个人，并最终转嫁给消费者。2) 货币政策指引，鲍威尔坦言“降息可能来得很快，也可能不会很快到来”，除了关税带来的通胀冲击以外，美联储同样密切关注劳动力市场的强弱迹象，如果现状维持则“按兵不动”是正确的做法，换言之，进一步恶化的劳动力市场和更大的经济下行压力或方有可能推动联储短期内重启降息周期。我们维持判断，当下美联储处于一个“被动而难以先发制人”的状态，在本次会议偏鹰派的基调之外，我们甚至认为，①倘若关税 2.0 加剧美国“滞胀”风险，联储可能重启加息，引发年内第二轮“流动性陷阱”冲击；②我们一直强调美国“通胀”是 2020 年 QE 的“后遗症”，其回落代表美国居民资产负债表“泡沫”被刺破。故当美国通胀开始回落、降息周期全面开启初期，市场亦因会担忧美国经济从“滞胀”转向“显著通缩”，导致第三轮“流动性陷阱”冲击；③接踵而至的恐怕将是美国经济引擎的边际放缓，其增长或难以应付债务利息，即美债风险开始暴露，将导致包含美债的大部分美元资产被抛售，市场争夺离岸美元，再次引发第四次“流动性陷阱”。

配置建议

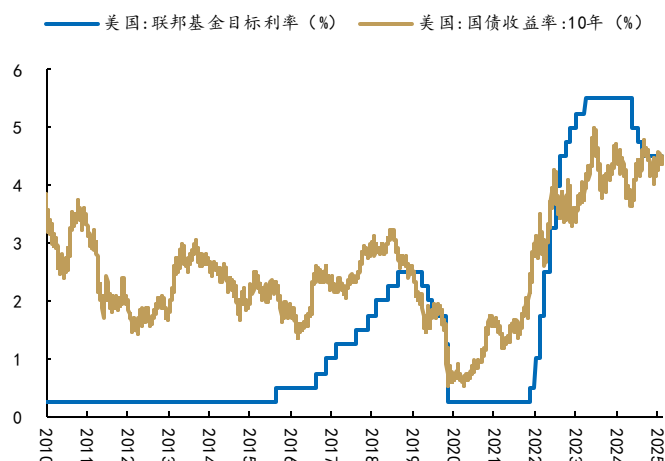
（一）黄金：静待美国“硬着陆”，金价将继续创历史新高，无论美国“硬着陆”或“滞胀”均利好黄金，未来驱动力包括美元趋势性贬值、各国央行购金支撑、美联储降息周期的重新推进、美元流动性外溢后的“二次拉动”等，具体参考我们一系列的黄金推荐报告；（二）医药（尤其创新药）：美联储降息周期下，A 股、港股创新药均存在上涨机会且具备超额收益，短看政策引导毛利率改善预期及 IRR 回升的“主题投资”，中长期毛利率+营收有望实质性改善，景气投资开启；（三）美股：潜在调整风险偏大，“滞胀”风险或导致美股分子、分母端均面临压力，科技巨头资本开支预期边际放缓也放大业绩不确定性，估值水平需要重新修正；（四）美债：年内只有静待通胀回落方可形成趋势性配置机会，在此之前甚至可能因为利息偿还风险存在利率迅速冲高的可能性。

风险提示

美国通胀二次反弹风险，令美联储加息力度再次超预期。



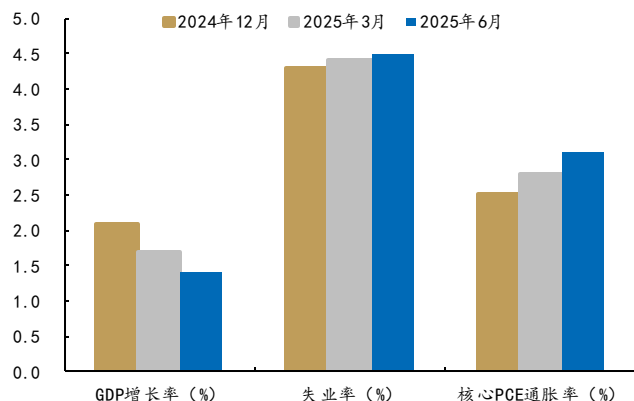
图表1: 9月至今, 美联储累计下调政策利率 100bps



来源: Wind, 国金证券研究所

图表2: 经济预测的“滞胀”特征进一步强化

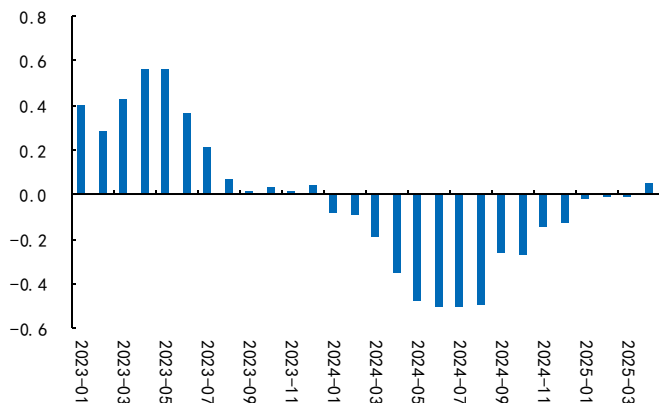
2025年主要经济指标预测 (单位: %)



来源: Wind, 国金证券研究所

图表3: 关税冲击下, 商品通胀或重新开始走高

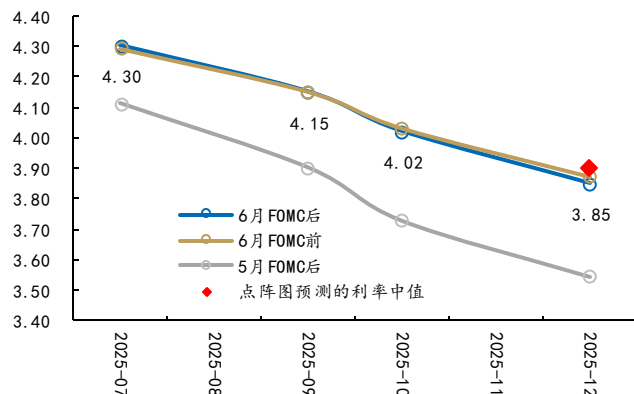
核心商品分项对核心PCE同比的拉动 (%)



来源: Wind, 国金证券研究所

图表4: 5月会议后, 市场定价年内更少的降息次数

联邦基金期货隐含的政策利率路径



来源: Wind, 国金证券研究所



特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

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、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；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，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究