

地缘局势和经贸谈判关键窗口期，联储再度短期观望

——2025 年 6 月份美联储议息会议点评

国投期货研究院

朱赫 期货投资咨询号 Z0015192

靳顺柔子 期货投资咨询号 Z0014424

事件：货币政策方面，美联储如期按兵不动，将联邦基金利率目标区间维持在 4.25% 至 4.50%，符合会议前的市场预期。总的来看，尽管声明上美联储指出了近期关税的“不确定性”，且“滞胀”的风险有所降低，但在点阵图上又传递了关于今年降息门槛更高的信号，因此两方面因素共同作用下仍然是一个中性的信号，和此前美联储的观望状态变化不大。美股冲高回落整体呈现震荡格局，美债价格亦冲高回落，中概股收跌，原油和黄金主要还是根据伊以局势的发展总体呈现小幅震荡回调。

点评：

一、会前关注点：观望立场开始松动？

在 5 月份的议息会议上，美联储决定将联邦基金利率的目标区间保持在 4.25% 至 4.5%，符合市场预期。会议声明偏中性，美联储在此次决议中表示出观望态度，警示了关税带来的潜在的滞胀风险，并再次明确了“不确定性增加”，同时重申不急于采取先发制人的决策。目前 Fed Watch 数据显示 6 月议息会议大概率维持利率不变。

自上次议息会议以来，美国经济软数据有所改善，密歇根大学消费者信心指数回升，但经济硬数据也略显疲态。劳动力市场上，5 月 ADP 就业人数增加 3.7 万人，为自 2023 年 3 月以来的最低水平，周度首次申请失业金人数也有抬升态势。通胀数据表现降温，5 月核心 CPI 环比 0.1%，连续第四个月低于预期。5 月零售销售额环比下降 0.9%，支出势头意外减弱。整体上通胀放缓以及就业回落预期为美联储提供了鸽派空间，但其迫切性还有待观察。自特朗普政府暂停对等关税以来，全球经贸不确定性阶段缓解，市场风险偏好随之修复，推动美股小幅上行，美债利率区间震荡。然而，近期中东地缘风险再度升级，WTI 原油突破 70 美元/桶上方，通胀预期不确定性增强，也为美联储的通胀前景评估增添了新的复杂变量。

针对本次会议，我们认为有两方面焦点值得关注：**首先，在维持利率不变的情况下，是否有政策声明基调的转变。**近期大多美联储官员的讲话中仍然强调“耐心”，叠加关

税政策影响和地缘扰动的复杂性，预计维持利率不变为大概率情景。然而美国通胀数据表现温和，增长和就业均呈现偏鸽影响，观察美联储是否会在声明中承认这些变化，并暗示其政策立场从“谨慎观望”到“准备宽松”过度。**其次，本次会议将发布新的经济预测，包括备受关注的点阵图。**市场将重点解读其中对通胀、增长和未来的利率路径的判断。预计 SEP 将体现出 3 月以来更高关税对经济的负面影响，但在点阵图方面，市场分歧较大。3 月预测显示，2025 年政策利率在 3.75%-4.0% 区间，6 月市场则预计年内有 1-3 次降息不等，反映出较高的政策不确定性。

二、会议内容- 观望态度转变不大整体仍偏中性，等待“不确定性”降低

货币政策方面，美联储如期按兵不动，美联储如期按兵不动，将联邦基金利率目标区间维持在 4.25% 至 4.50%，符合会议前的市场预期。

会后声明方面，本次会议有以下变动：第一，**在关于就业的评估方向**，美联储删去了“近几个月失业率稳定在低位”的表述，措辞大体一致，仅有微小变化，称“失业率维持在低位”；第二，**在关于“不确定性”的表述上**，美联储将“经济前景的不确定性进一步增加”修改为“不确定性有所下降，但仍处于较高水平”；第三，**关于“滞胀”的风险**，美联储删除了“认为高失业和高通胀的风险都有所上升”的表述。总体来看，声明的变动传递出**美联储认为经济的“不确定性”和“滞胀”风险有所下降**，是一种对于风险偏好偏积极的信号。

从会有的点阵图来看，**今年利率预测中位值不变，仍预计两次 25 基点降息**，这和 3 月份的预测相同。但是和 3 月份相比，利率点阵图显示，预计不降息者较上次增三人至七人，仅比预测人数减一人后的两次降息阵营少一人，**即预测不降息的人数占比在提升，仍预测两次降息的人数占比在下降**。美联储下调今明两年 GDP 增长预期，预计今年 GDP 增速放缓至 1.4%（较 3 月份 2 预测的 1.7% 下调 0.3%），上调今明后三年的失业率预期和 PCE 通胀预期，今年的失业率预期为 4.5%（较 3 月份预期的 4.4% 上调 0.1%），今年 PCE 预期上调至 3.0%（较 3 月份预期的 2.7% 上调 0.3%），明显高于最近官方公布水平 2.1%。

从发布会的要点来看：第一，**关于就业和通胀传递的信号**，认为目前美国经济形势稳固，通胀也在一定程度上高于 2% 这个目标，因此本月继续按兵不动，目前消费者信

心有所放缓，主要是贸易政策带来的担忧所致，目前就业市场保持稳固，劳动力市场不是通胀的主要来源，劳动力市场并没有呼吁降息；**第二，关于关税对于通胀问题的影响**，认为目前来看，关税的总体影响有多大、会持续多久、什么时候完全体现出来，都非常不确定。但他表示，未来几个月，因为关税会出现一定幅度的通胀压力；**第三，关于后续的降息路径**，仍然和关税的最终水平有关，降息时机部分取决于关税带来的影响有多大，今年夏天将对关税的影响有更多了解。

总的来看，尽管声明上美联储指出了近期关税的“不确定性”，且“滞胀”的风险有所降低，但在点阵图上又传递了关于今年降息门槛更高的信号，因此两方面因素共同作用下仍然是一个中性的信号，和此前美联储的观望状态变化不大。这表明鲍威尔目前仍然在等待中期的关税规模的明朗和对于经济的影响的相对确定性的出现。美联储决议公布后，美国利率期货市场提高了9月和10月降息的可能性。对于市场而言，由于传递的综合信号偏中性，美股冲高回落整体呈现震荡格局，美债价格亦冲高回落，中概股收跌，原油和黄金主要还是根据伊以局势的发展总体呈现小幅震荡回调。

三、市场展望——地缘局势和经贸谈判关键窗口期，跟踪演化的情景模式

3月份议息会议后，我们提出未来在三个方向上跟踪宏观上的矛盾：**第一，中美关税问题谈判的进展情况，捕捉双方下调当前超高关税路径的线索。第二，关注后续财政政策的推动情况，当前仍然是金融政策先行，跟踪金融政策落地后的实际效果和财政政策后续发力情况。第三，监控层面继续跟踪国际地缘形势对于人民币波动率的影响。**（《联储再度明确短期观望，后续聚焦贸易谈判进展——2025年6月份美联储议息会议点评》）。从宏观状态的实际发展来看，5月份之后，首先是日内瓦声明落地中美的双边关税大幅下调，随后从日内瓦到伦敦的经贸磋商，关于关税压力继续缓和以及中美寻求协议的预期增加。那么中国的金融政策落地后，对于稳市场和稳预期有一定的积极吓偶句，国内股票市场稳定以震荡修复为主，“抢单效应”对于外需有一定的支撑，但总体来看关税的负面效应开始对于基本面有所显现，财政并未强有力的发力。俄乌局势和伊以冲突再度向复杂化的方向发展，进入6月中旬后，市场预计伊以冲突有扩大化的趋势，但地缘局势的扰动中，中美关系相对稳定，美元指数继续弱势震荡，人民币稳定。

后续来看，美联储 6 月份议息会议延续了观望情绪，鲍威尔仍然试图能够看到关税对于经济影响的“确定性”，不过就当前时点来说，显然关税问题和地缘局势问题交织在一起。未来可以从以下三个维度观察宏观主要矛盾的演化：**第一，最重要的还是本轮伊以冲突仍然是短期的冲突**，在 1 个月左右的时间内能够平息，还是最终演化为季度级别以上的冲突，这对于全球的宏观政策的走向和风险资产的定价都起到决定性的作用，如果短期能够快速平息，那么能源的冲击具有脉冲式特征，随后风险偏好将会有明显的修复，而如果短期的冲突演化为新一轮中东战争，即类似于俄乌和巴以冲突具有一定的延续性，会让伊核谈判有一定的延续性，那么会增加谈判的负责性对于风险偏好的压制效应和延长，当然还有相对较小的概率是伊核问题挖角，冲突扩大化并冲击到霍尔木兹海峡的封锁；**第二，关注后续关税谈判状况**，未来 1-2 个月又到了关税谈判的关键窗口期，同样也是美国财政问题的关键窗口期。就关税而言，此前美国出台了相对缓和的维稳措施，反映出了美国内政受阻之下，对外强硬力度有限的特质。过去两个月，一方面美国财政政策扩张的压力不明朗，另外一方面则是美国核欧日盟友的谈判也相对焦灼，这既支撑了对外关税必须暂时缓和的预期提振风险偏好，也让美元指数受到了压制。后续到 7 月份中旬到 8 月份中旬，针对盟友和针对中国的对等关税暂缓到期，如果地缘局势缓和明显，可能同步对应关税问题明朗化，鲍威尔所关注的“不确定性”也会消退，但一种需要关注的风险情景是，伊以冲突持续性增强的基础上，一方面美国通过稳定币法案破局，打开财政的空间，另一方面，则是在伊核问题上美欧展现出团队从而提振美元，那么可能在对外关税方面会再度展现一定的强势，从而增加中美经贸的不确定性；**第三，继续跟踪国内政策后续的观点**，这包含两个方面，一个是政策的方向上，即此前的政策相对集中于货币与金融，后续则关注外需压力缓慢显现背景下，财政对于内需政策支持线索，第二个是政策的创新上，在对等关税落地的两个多月的时间内，中国继续向东盟等国家输出影响力和合作方案，同时香港也和美国同步推出了稳定币的监管法案，为后续稳定币和发展奠定基础，因此关注未来政策如何借助科技金融的力量来统筹“内外双循环”下的积极经济政策。

表：近几次美联储 FOMC 会议会后声明对比

	2025 年 3 月会议声明	2025 年 5 月会议声明	2025 年 6 月会议声明
经济	最近的指标表明, 经济活动继续稳步扩张。近几个月, 失业率稳定在较低水平, 劳动力市场状况仍然稳健。	尽管净出口的波动影响了数据, 最近的指标表明, 经济活动继续稳步扩张。近几个月, 失业率稳定在较低水平, 劳动力市场状况仍然稳健。	尽管净出口的波动影响了数据, 最近的指标表明, 经济活动继续稳步扩张。失业率维持在低位, 劳动力市场状况仍然稳健。
通胀	- 通胀水平依然略高。 - 经济前景的不确定性有所增加, 委员会密切关注可能影响其双重使命的风险因素。	- 通胀水平依然略高。 - 经济前景的不确定性进一步增加。委员会密切关注可能影响其双重使命的风险因素, 并认为高失业和高通胀的风险都有所上升。	- 通胀水平依然略高。 - 经济前景的不确定性有所下降, 但仍处于较高水平。委员会密切关注可能影响其双重使命的风险因素。
货币政策工具	- 为支持自身目标, 委员会决定, 将联邦基金利率目标区间维持在 4.25% 至 4.50%。在考虑对联邦基金利率目标范围新调整时的程度和时机方面, 委员会将仔细评估未来的数据、不断变化的前景和风险平衡。 - 委员会坚定承诺支持最大化就业, 以及让通胀回到其目标 2% - 从 4 月份开始, 委员会将减缓其证券持有量的下降速度, 将美国国债的每月赎回上限从 250 亿美元降至 50	- 为支持自身目标, 委员会决定, 将联邦基金利率目标区间维持在 4.25% 至 4.50%。在考虑对联邦基金利率目标范围新调整时的程度和时机方面, 委员会将仔细评估未来的数据、不断变化的前景和风险平衡。 - 委员会坚定承诺支持最大化就业, 以及让通胀回到其目标 2% - 委员会将继续减少其持有的美国国债、机构债和抵押贷款支持证券。	- 为支持自身目标, 委员会决定, 将联邦基金利率目标区间维持在 4.25% 至 4.50%。在考虑对联邦基金利率目标范围新调整时的程度和时机方面, 委员会将仔细评估未来的数据、不断变化的前景和风险平衡。 - 委员会坚定承诺支持最大化就业, 以及让通胀回到其目标 2% - 委员会将继续减少其持有的美国国债、机构债和抵押贷款支持证券。

	亿美元。委员会将维持机构债和机构抵押贷款支持证券的每月赎回上限为350 亿美元。		
--	--	--	--

图：2025 年 6 月议息会议点阵图

图：2025 年 3 月议息会议点阵图

Figure 2. FOMC participants' assessments of appropriate monetary policy: Midpoint of target range or target level for the federal funds rate

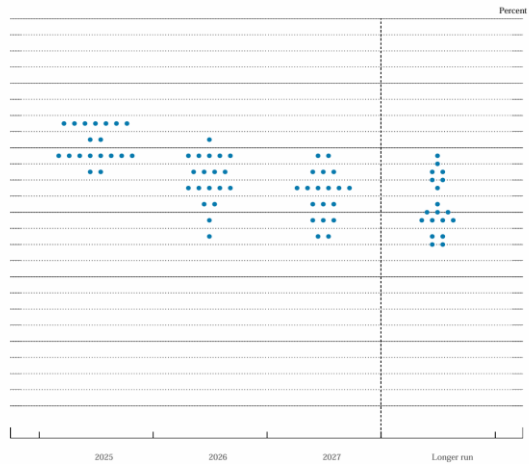
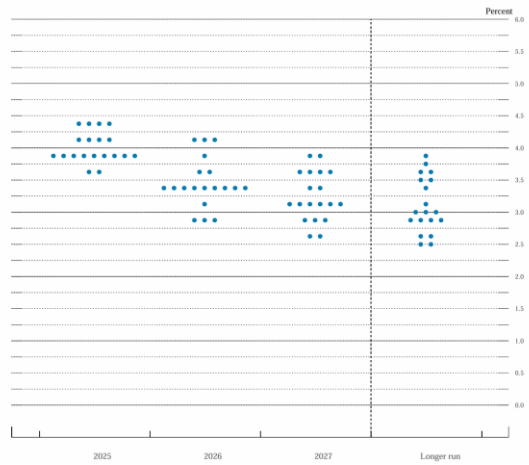


Figure 2. FOMC participants' assessments of appropriate monetary policy: Midpoint of target range or target level for the federal funds rate



图：2025 年 6 月议息会议数据预测

图：2025 年 3 月议息会议数据预测

Percent					Percent				
Variable	Median ¹				Variable	Median ¹			
	2025	2026	2027	Longer run		2025	2026	2027	Longer run
Change in real GDP	1.4	1.6	1.8	1.8	Change in real GDP	1.7	1.8	1.8	1.8
March projection	1.7	1.8	1.8	1.8	December projection	2.1	2.0	1.9	1.8
Unemployment rate	4.5	4.5	4.4	4.2	Unemployment rate	4.4	4.3	4.3	4.2
March projection	4.4	4.3	4.3	4.2	December projection	4.3	4.3	4.3	4.2
PCE inflation	3.0	2.4	2.1	2.0	PCE inflation	2.7	2.2	2.0	2.0
March projection	2.7	2.2	2.0	2.0	December projection	2.5	2.1	2.0	2.0
Core PCE inflation ⁴	3.1	2.4	2.1		Core PCE inflation ⁴	2.8	2.2	2.0	
March projection	2.8	2.2	2.0		December projection	2.5	2.2	2.0	
Memo: Projected appropriate policy path					Memo: Projected appropriate policy path				
Federal funds rate	3.9	3.6	3.4	3.0	Federal funds rate	3.9	3.4	3.1	3.0
March projection	3.9	3.4	3.1	3.0	December projection	3.9	3.4	3.1	3.0

资料来源：美联储，国投期货

免责声明

本研究报告由国投期货有限公司撰写,研究报告中所提供的信息仅供参考。报告根据国际和行业通行的准则,以合法渠道获得这些信息,尽可能保证可靠、准确和完整,但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。本报告不能作为投资研究决策的依据,不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证,无论是否已经明示或者暗示。国投期货有限公司将随时补充、更正和修订有关信息,但不保证及时发布。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。

本报告版权仅为国投期货有限公司所有,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。如引用发布,需注明出处为国投期货有限公司,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。国投期货有限公司对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。