

宏观点评 20250619

美联储全年降息或不及 2 次——2025 年 6 月 FOMC 会议点评

2025 年 06 月 19 日

证券分析师 芦哲

执业证书：S0600524110003

luzhe@dwzq.com.cn

证券分析师 张佳炜

执业证书：S0600524120013

zhangjw@dwzq.com.cn

证券分析师 韦伟

执业证书：S0600525040002

weiy@dwzq.com.cn

研究助理 王茁

执业证书：S0600124120013

wangzhuo@dwzq.com.cn

相关研究

《“1+6”体系精准支持硬科技企业》

2025-06-18

《如何高频跟踪出口形势变化——兼论后续出口走势展望》

2025-06-18

■ **核心观点：**6 月 FOMC 如期不降息，同时在声明中删除了更高失业率与通胀的判断。经济预测中美联储下调了美国 GDP 增速预期，上调了失业率与 PCE 通胀预期，判断经济前景将更加滞胀。虽然更滞胀的经济预期并未让今年的点阵图中值发生变化，但点阵图分布明显更鹰派。发布会上鲍威尔对经济保持信心、对通胀保持耐心，表示按兵不动是最佳策略。向前看，相对于增长的下行风险，美联储仍然更担心通胀的上行风险与不确定性，更晚降息更有利于确保关税带来的通胀冲击是一次性而非持续性的；同时特朗普对美联储货币政策独立性的干预仍然存在，这或打乱、延后美联储原有的降息进程。因此我们预期今年全年降息次数或不及 2 次。

■ **FOMC 声明：**如期维持利率不变，删除更高失业率与通胀的判断。6 月 FOMC 会议如期维持政策利率在[4.25, 4.5]%不变，声明相比 5 月会议：①对失业率描述小幅改动，由“近期在低位保持稳定 (has stabilized at a low level)”变为“保持低位 (remains low)”。②经济前景描述由“进一步增加 (increased further)”变为“弱化但保持高企 (diminished but remains elevated)”。③删除了“更高失业率、通胀率 (judges that the risks of higher unemployment and higher inflation have risen)”的判断

■ **经济预测：**美联储预期美国经济前景将更加滞胀。①**产出：**将 2025Q4 美国 GDP 同比增速由 1.7%下修至 1.4%，失业率由 4.4%上修至 4.5%。②**通胀：**将 2025Q4 PCE 同比由 2.7%上修至 3.0%，核心 PCE 同比由 2.8%上修至 3.1%，同时对 2026Q4 的数据进行了同向 0.2%幅度的修正。③**政策利率：**更高的通胀率、失业率与更低的增长率预期并未让美联储对 25Q4 政策利率预期中值发生变化。④**风险：**虽然 FOMC 声明预期增长与通胀的不确定性弱化，但 SEP 显示更多美联储官员预期失业率与通胀率上行风险将大于增长率下行风险，且经济的不确定性进一步放大。

■ **点阵图：**全年降息指引持平 2 次，但分布更加鹰派。虽然更滞胀的经济预期并未让今年的点阵图中值发生变化，但其分布明显更鹰派。6 月点阵图显示，预期今年降息 0-1-2-3 次的委员人数分别为 7-2-8-2，较 3 月的 4-4-9-2 明显更鹰派，7 名委员预期今年没有任何降息。此外，委员对 2026 政策利率预期中值由 3.375%上修至 3.625%，但分布更加分散。

■ **发布会：**鲍威尔对经济保持信心、对通胀保持耐心，表示按兵不动是最佳策略。①**增长：**尽管 1-5 月美国失业率其实呈现小幅上行趋势，但美联储仍然认为劳务市场保持在就业最大化的理想状态；②**通胀：**鲍威尔表示美联储力求确保通胀是一次性的、而非持续性的。近期调查问卷显示供应链上游倾向于将关税冲击传导至下游，最终至消费者。仍有韧性的增长与有待观察的通胀意味着，按兵不动是美联储当前的最佳策略。

■ **未来展望：**重视短期增长的下行风险，年内首次降息或在 25Q2。发布会结束后，市场小幅下修 2025 全年降息预期，偏鹰派的信号导致美元指数、美债利率上涨，美股、黄金下跌。截至最新联邦基金期货市场预期 9 月降息概率 70.7%，到 2025 年底累计降息 1.9 次 47.5bps。**向前看，我们预期今年降息或不及 2 次：**①相对于增长的下行风险，美联储仍然更担心通胀的上行风险与不确定性，更晚降息更有利于确保关税带来的通胀冲击是一次性而非持续性的；②特朗普对美联储货币政策独立性的干预仍然存在，这或打乱、延后美联储原有的降息进程。不过，11 月上旬国会或确定新美联储主席人选，2026 年 5 月美联储将迎来主席人事更迭，市场或对 1 年后的降息有更强预期，届时美债利率将更易下行。

■ **风险提示：**特朗普政策落地节奏与预期相差较大；美联储维持高利率水平时间过长，引发金融系统流动性危机；通胀下行速率不及预期。

图1：2025 年 6 月 FOMC 与 2025 年 5 月 FOMC 发布会声明对比

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~~remains low, and labor market conditions remain solid. Inflation remains somewhat elevated.

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~~diminished but remains elevated. The Committee is attentive to the risks to both sides of its dual mandate ~~and judges that the risks of higher unemployment and higher inflation have risen~~.

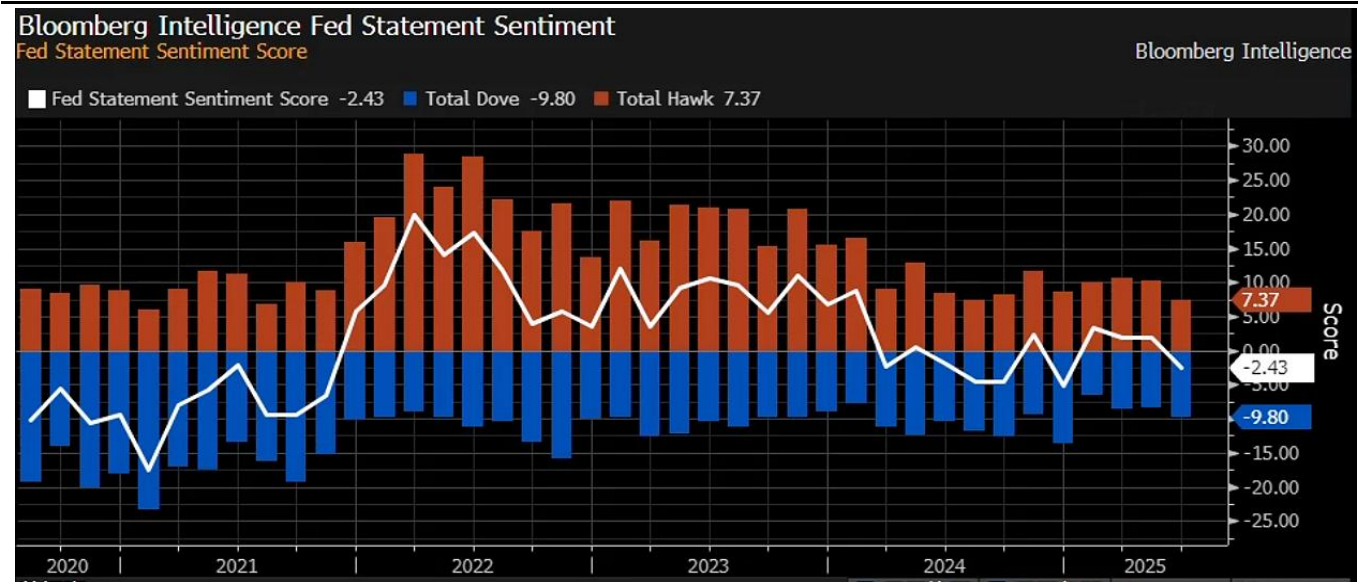
In support of its goals, the Committee decided to maintain the target range for the federal funds rate at 4-1/4 to 4-1/2 percent. In considering the extent and timing of additional adjustments to the target range for the federal funds rate, the Committee will carefully assess incoming data, the evolving outlook, and the balance of risks. 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.

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.

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; Jeffrey R. Schmid; and Christopher J. Waller. ~~Neel Kashkari voted as an alternate member at this meeting.~~

数据来源：美联储、东吴证券研究所

图2：FOMC 发布会开场词情绪指数



数据来源：彭博、东吴证券研究所

图3：2025 年 6 月美联储 SEP

Table 1. Economic projections of Federal Reserve Board members and Federal Reserve Bank presidents, under their individual assumptions of projected appropriate monetary policy, June 2025

Percent

Variable	Median ¹				Central Tendency ²				Range ³			
	2025	2026	2027	Longer run	2025	2026	2027	Longer run	2025	2026	2027	Longer run
Change in real GDP	1.4	1.6	1.8	1.8	1.2–1.5	1.5–1.8	1.7–2.0	1.7–2.0	1.1–2.1	0.6–2.5	0.6–2.5	1.5–2.5
March projection	1.7	1.8	1.8	1.8	1.5–1.9	1.6–1.9	1.6–2.0	1.7–2.0	1.0–2.4	0.6–2.5	0.6–2.5	1.5–2.5
Unemployment rate	4.5	4.5	4.4	4.2	4.4–4.5	4.3–4.6	4.2–4.6	4.0–4.3	4.3–4.6	4.3–4.7	4.0–4.7	3.5–4.5
March projection	4.4	4.3	4.3	4.2	4.3–4.4	4.2–4.5	4.1–4.4	3.9–4.3	4.1–4.6	4.1–4.7	3.9–4.7	3.5–4.5
PCE inflation	3.0	2.4	2.1	2.0	2.8–3.2	2.3–2.6	2.0–2.2	2.0	2.5–3.3	2.1–3.1	2.0–2.8	2.0
March projection	2.7	2.2	2.0	2.0	2.6–2.9	2.1–2.3	2.0–2.1	2.0	2.5–3.4	2.0–3.1	1.9–2.8	2.0
Core PCE inflation ⁴	3.1	2.4	2.1		2.9–3.4	2.3–2.7	2.0–2.2		2.5–3.5	2.1–3.2	2.0–2.9	
March projection	2.8	2.2	2.0		2.7–3.0	2.1–2.4	2.0–2.1		2.5–3.5	2.1–3.2	2.0–2.9	
Memo: Projected appropriate policy path												
Federal funds rate	3.9	3.6	3.4	3.0	3.9–4.4	3.1–3.9	2.9–3.6	2.6–3.6	3.6–4.4	2.6–4.1	2.6–3.9	2.5–3.9
March projection	3.9	3.4	3.1	3.0	3.9–4.4	3.1–3.9	2.9–3.6	2.6–3.6	3.6–4.4	2.9–4.1	2.6–3.9	2.5–3.9

数据来源：美联储、东吴证券研究所

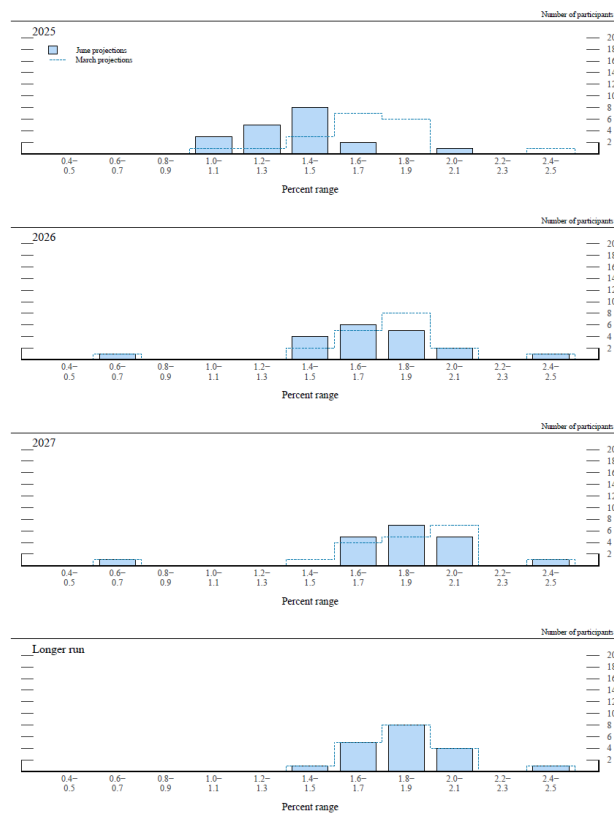
图4：2025 年 6 月和 2025 年 3 月 FOMC 点阵图对政策利率中值预测对比

Percent Range	2025		2026		2027		Longer Run	
	March projections	June projections	March projections	June projections	March projections	June projections	March projections	June projections
2.13 - 2.37								
2.38 - 2.62							2	2
2.63 - 2.87				1	2	2	2	2
2.88 - 3.12			3	1	3	3	7	7
3.13 - 3.37			1	2	6	3	1	1
3.38 - 3.62			9	5	2	6	3	3
3.63 - 3.87	2	2	2	4	4	3	3	3
3.88 - 4.12	9	8	1	5	2	2	1	1
4.13 - 4.37	4	2	3	1				
4.38 - 4.62	4	7						

数据来源：美联储、东吴证券研究所

图5：美联储 SEP 对 2025-2027 年及长期 GDP 同比增速预测分布

Figure 3.A. Distribution of participants' projections for the change in real GDP, 2025-27 and over the longer run

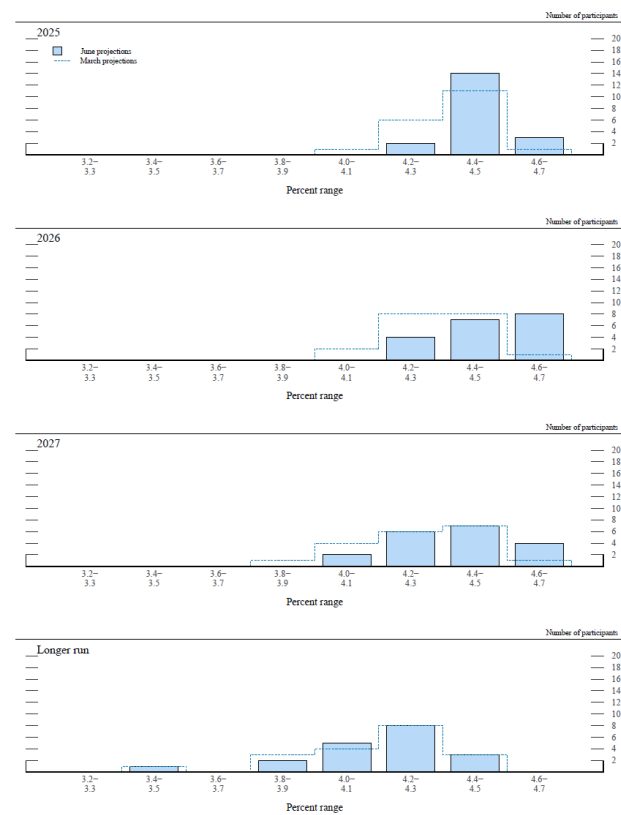


NOTE: Definitions of variables and other explanations are in the notes to table 1.

数据来源：美联储、东吴证券研究所

图6：美联储 SEP 对 2025-2027 年及长期失业率预测分布

Figure 3.B. Distribution of participants' projections for the unemployment rate, 2025-27 and over the longer run

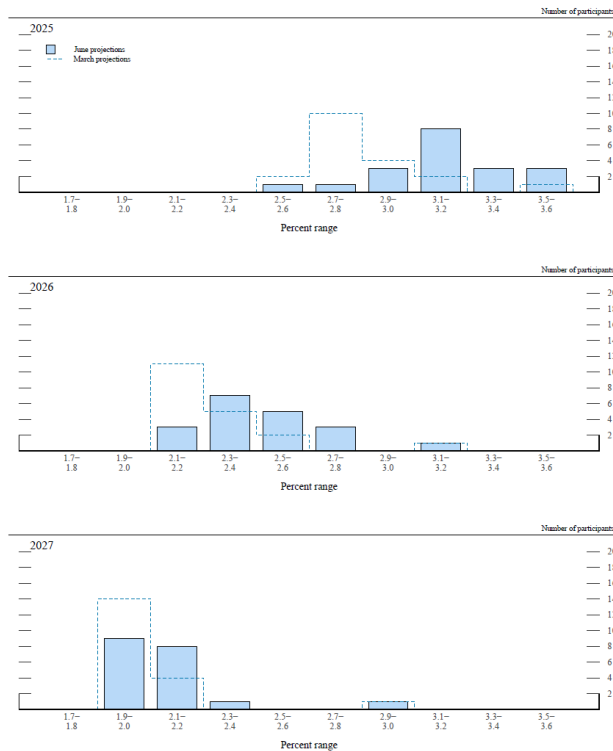


NOTE: Definitions of variables and other explanations are in the notes to table 1.

数据来源：美联储、东吴证券研究所

图7：美联储 SEP 对 2025-2027 年及长期 PCE 通胀预测分布

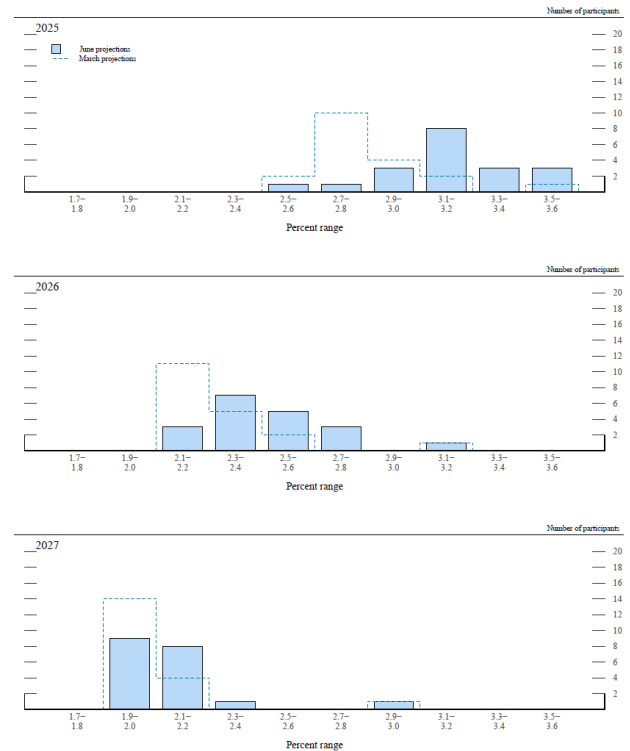
Figure 3.D. Distribution of participants' projections for core PCE inflation, 2025-27



数据来源：美联储、东吴证券研究所

图8：美联储 SEP 对 2025-2027 年及长期核心 PCE 通胀预测分布

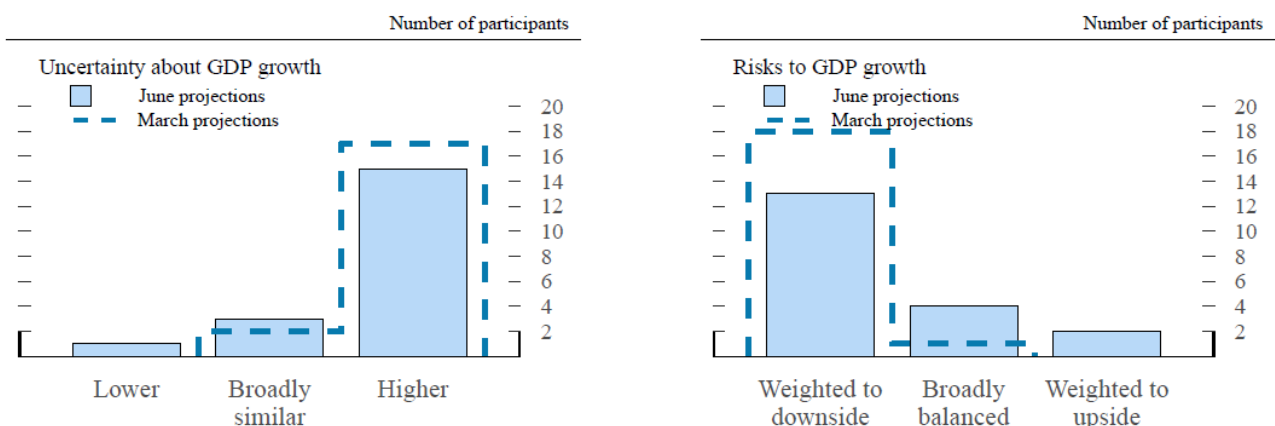
Figure 3.D. Distribution of participants' projections for core PCE inflation, 2025-27



数据来源：美联储、东吴证券研究所

图9：6 月经济预测对美国 GDP 不确定性和风险评估

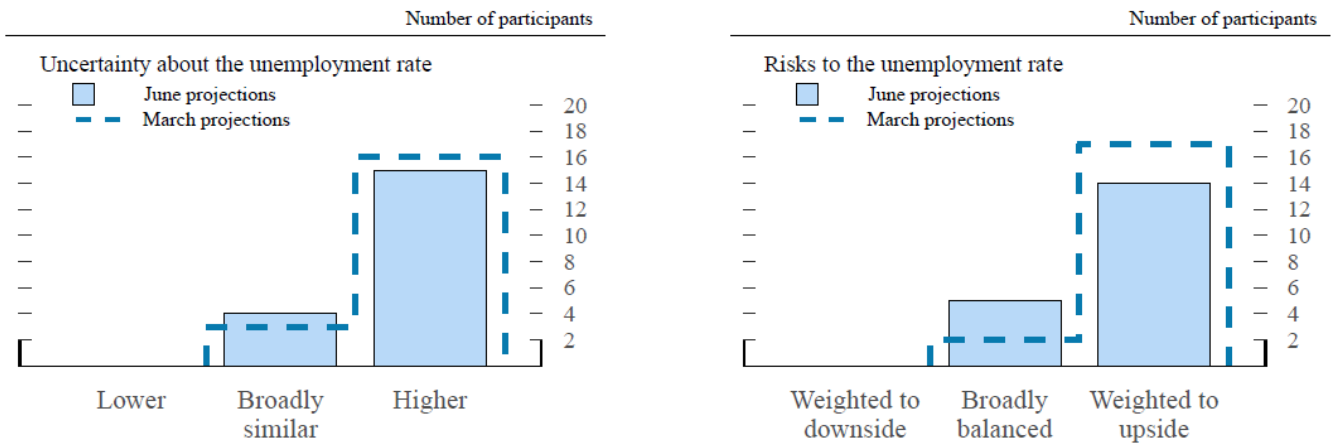
FOMC participants' assessments of uncertainty and risks around their economic projections



数据来源：美联储、东吴证券研究所

图10: 6 月经济预测对失业率不确定性和风险评估

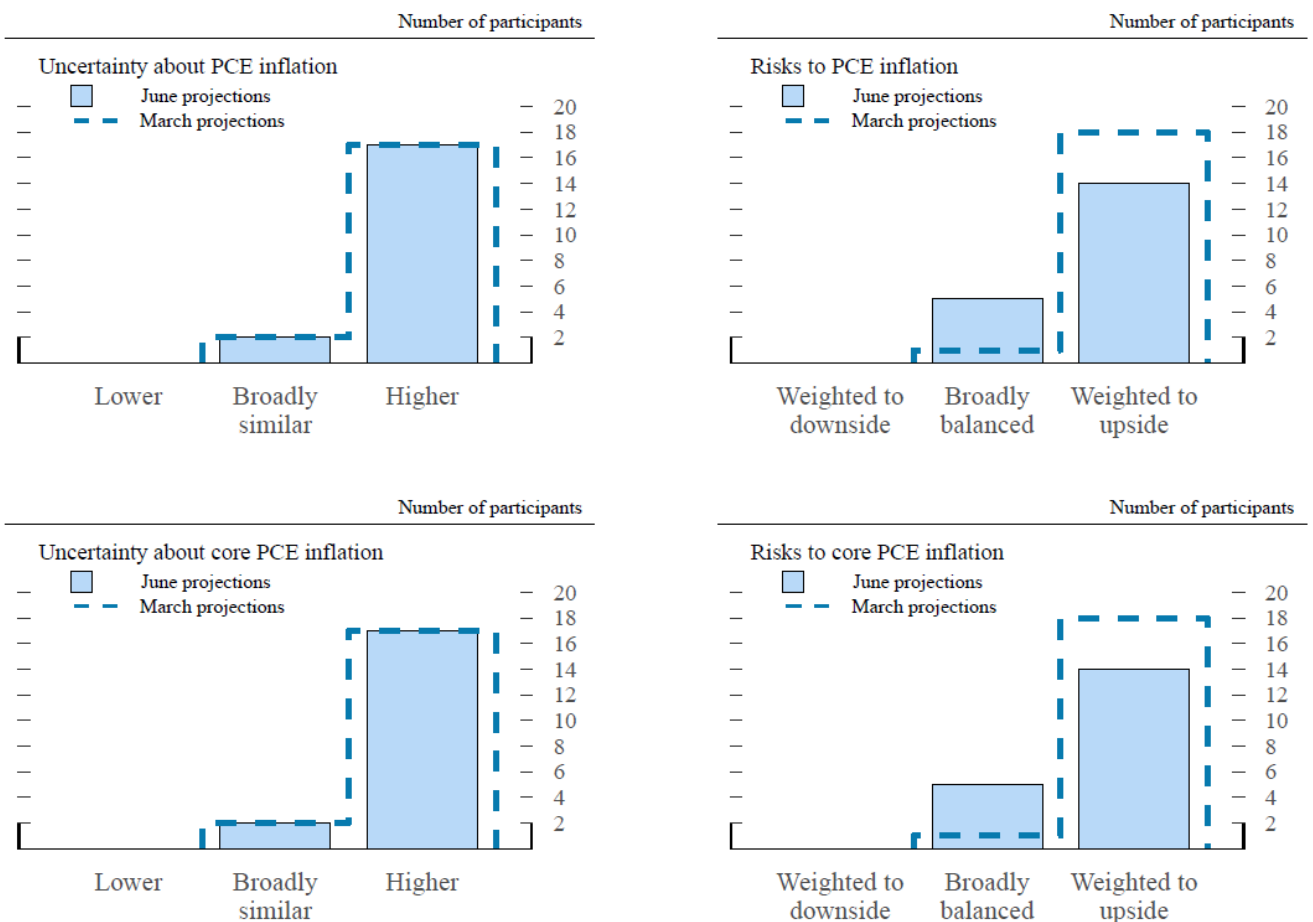
FOMC participants' assessments of uncertainty and risks around their economic projections



数据来源: 美联储、东吴证券研究所

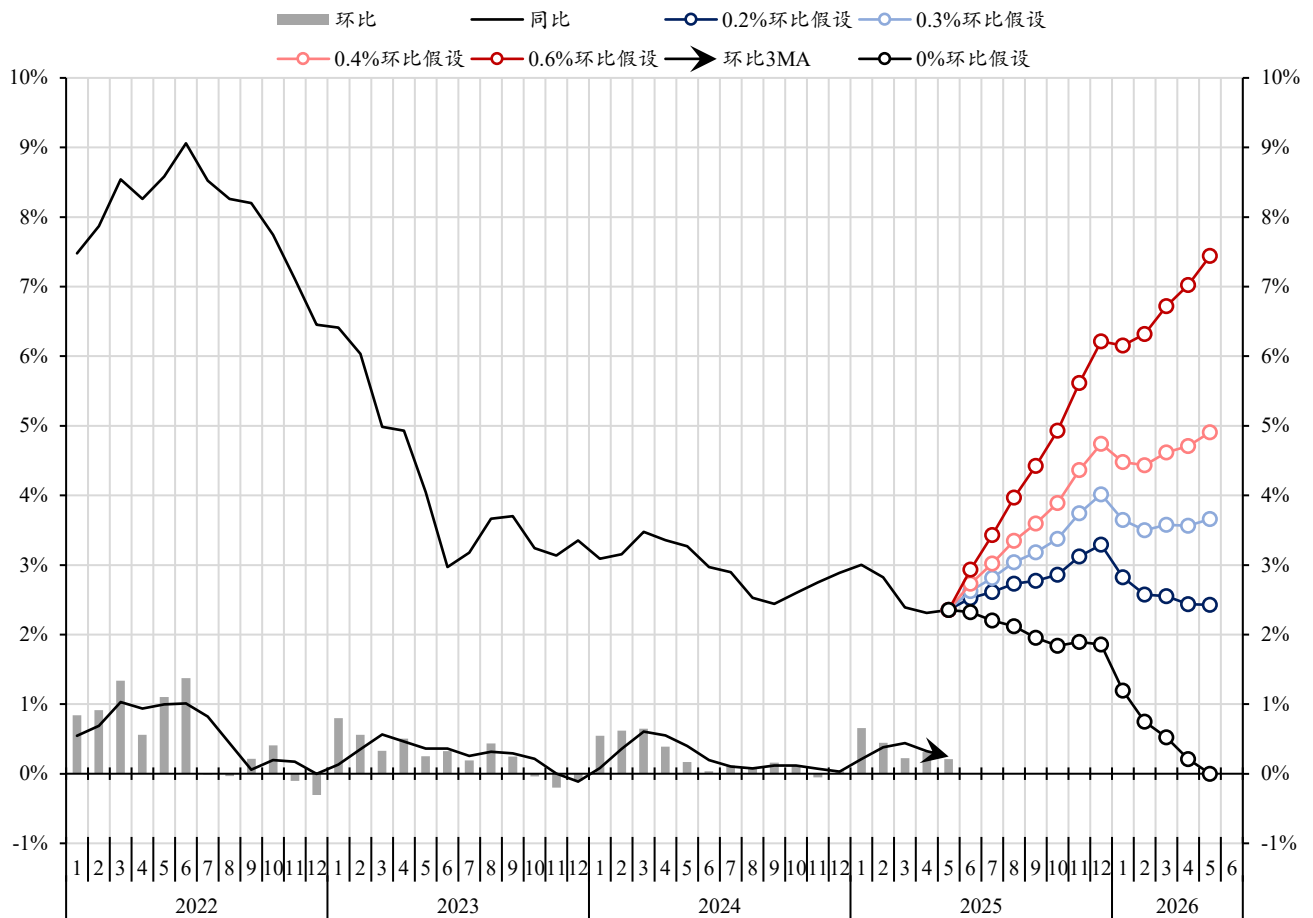
图11: 6 月经济预测对 PCE、核心 PCE 通胀不确定性和风险评估

FOMC participants' assessments of uncertainty and risks around their economic projections



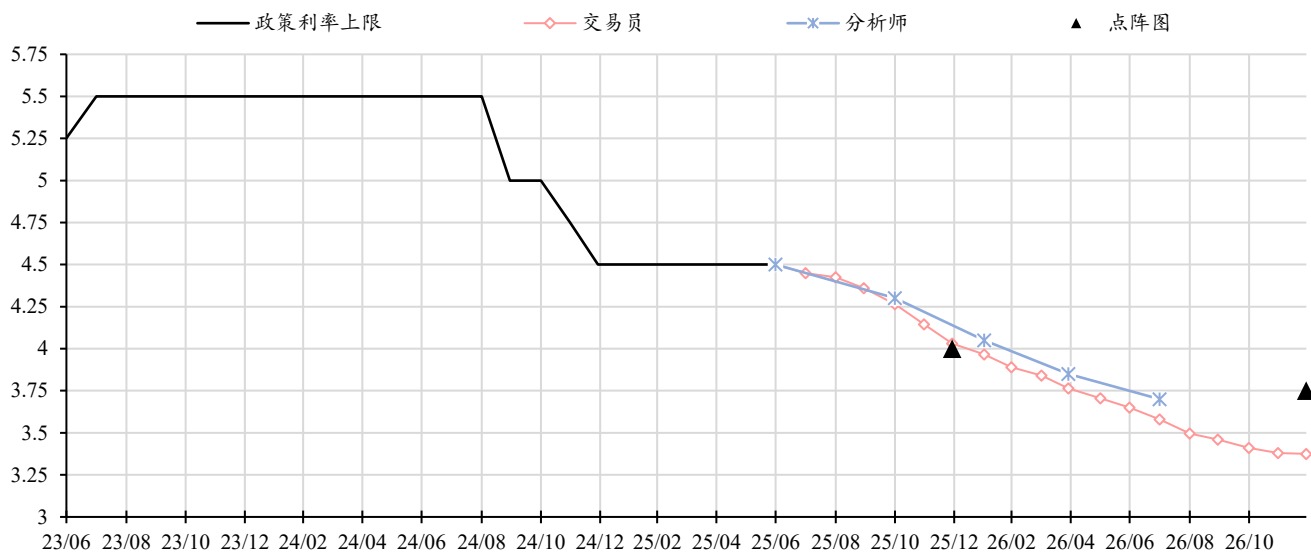
数据来源: 美联储、东吴证券研究所

图12：不同环比增长中枢假设下美国 CPI 同比增速



数据来源：彭博、东吴证券研究所

图13：各方对美联储政策利率路径预期



数据来源：彭博、东吴证券研究所；单位为%

免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“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,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议,本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

在法律许可的情况下,东吴证券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并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,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。

本报告的版权归本公司所有,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。经授权刊载、转发本报告或者摘要的,应当注明出处为东吴证券研究所,并注明本报告发布人和发布日期,提示使用本报告的风险,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的,应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期(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,新三板基准指数为三板成指(针对协议转让标的)或三板做市指数(针对做市转让标的),北交所基准指数为北证 50 指数),具体如下:

公司投资评级:

买入:预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上;

增持:预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间;

中性:预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间;

减持:预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间;

卖出:预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级:

增持:预期未来 6 个月内,行业指数相对强于基准 5%以上;

中性:预期未来 6 个月内,行业指数相对基准-5%与 5%;

减持:预期未来 6 个月内,行业指数相对弱于基准 5%以上。

我们在此提醒您,不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系,表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况,如具体投资目的、财务状况以及特定需求等,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。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>