

2025 年 06 月 19 日



华鑫证券
CHINA FORTUNE SECURITIES

6 月 FOMC: 滞胀预期加强, 降息仍需等待

—宏观观点评报告

事件

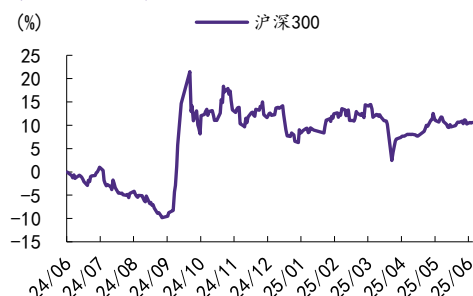
分析师: 杨芹芹 S1050523040001

yangqq@cfsc.com.cn

分析师: 孙航 S1050525050001

sunhang@cfsc.com.cn

最近一年大盘表现



资料来源: Wind, 华鑫证券研究

相关研究

- 1、《4 月政治局会议重在维稳, 加紧实施存量政策, 增量还需等待》2025-04-25
- 2、《8 月 FOMC: 降息进程开启, 最快九月》2024-08-01
- 3、《三中全会公报的六大看点》2024-07-19

北京时间 2025 年 6 月 19 日凌晨, 美联储公布了 6 月议息会议结果, 维持 4.25%-4.5% 利率不变, 同时下修 2025 年 GDP 预期, 上修通胀和失业率预期。

投资要点

经济: 滞胀预期加强

联储在 6 月上修了 2025 年和 2026 年的失业率和 PCE 的预测, 同时下修了经济预期。其中名义 PCE 和核心 PCE 均回升至 3% 以上, 当前美国核心 PCE 同比 2.52%, 名义 PCE 同比 2.15%, 预计下半年至少是三季度, 能源的负贡献减弱, 通胀的低基数效应显现, 关税对通胀的延时反应生效, 均将导致美国通胀重回上行通道。

就业: 非农缓步降温

从就业来看, 非农失业率上半年保持稳定, 但整体逐步走弱的趋势。展望下半年, 降温速度或有加速。2023-2024 年新增失业人数持续超 50 万人, 目前上半年美国已经新增失业人数 35 万人, 叠加移民政策冲击, 关税引发的补库冲击减弱, 就业市场的冷却速度或超过前两年。因此联储对于下半年的整体宏观预期偏向于滞胀, 且相较于上半年的滞胀收敛, 下半年预计是滞胀放大的情形。

降息: 维持观望, 应对不确定性

基于不确定性和滞胀的格局, 联储保持中立的降息预期。今年的降息路径或复刻 2024 年 9 月降息, 即经济数据的意外走弱带动衰退情绪的放大, 推动联储降息的快速落地。但与 2024 年不同的是, 2025 年的经济走弱的触发因素或更依赖外部因素。

资产: 关注美债和美元博弈

FOMC 整体影响较小, 10Y 美债收益率小幅上行 5BP, COMEX 黄金价格回落 15 美元, 美股震荡涨跌不一, 美元指数回升至 98.9 以上。

资产端下半年重心放在美债和美元的博弈上。相较于对美债

利率长期的担忧，短期的利率下行力量更值得关注，持续把握 10Y 美债收益率 4.5-4.6% 的性价比位置。

美元下半年更多是避险需求和抛售压力的博弈，若是因美国自身出现深度衰退，则美元有望回落至 90 以下。

黄金，等待新一轮全面做空美国资产的机会，避险需求上行和降息周期开启，突破 3500 前高。

■ 风险提示

地缘政治风险再起，特朗普政策不确定性，经济超预期走弱。

正文目录

事件：4

评论：4

1、 经济：滞胀预期加强4

2、 就业：非农缓步降温4

3、 降息：维持观望，应对不确定性5

4、 资产：关注美债和美元博弈6

5、 风险提示.....7

图表目录

图表 1：联储整体转向滞胀预期 5

图表 2：降息预期保持两次，但较上次更为谨慎..... 6

事件：

2025 年 6 月 18 日北京时间凌晨，美联储公布了 6 月议息会议结果，维持 4.25%-4.5% 利率不变，同时下修 2025 年 GDP 预期，上修通胀和失业率预期。

评论：

1、经济：滞胀预期加强

联储在 6 月预测中上修了对于 2025 年和 2026 年的失业率和 PCE，同时下修了经济预期，其中名义 PCE 和核心 PCE 均回到了 3% 以上，当前美国核心 PCE 同比 2.52%，名义 PCE 同比 2.15%，联储预计下半年整体通胀呈现上行的趋势。

2025 年以来滞胀的摇摆一直是美国宏观的主要观察点，但是从实际运行路径来说，2025 年上半年虽然有特朗普各项政策的扰动，但整体滞胀摇摆收敛，即通胀震荡下行且失业率保持稳定，对于胀的担忧在逐步放缓，这主要是由于能源价格的贡献，美国 CPI 能源项同比从 2025 年 1 月的 1% 回落至 5 月的 -3.5%，拖累同比增速近 0.3%。但从下半年或至少是三季度，预计能源的负贡献减弱，通胀的低基数效应开始显现，关税对通胀的延时反应生效，均将导致美国通胀重回上行通道。

2、就业：非农缓步降温

非农失业率上半年保持稳定，但整体边际走弱，除了失业率有小数点两位后的持续变动外，失业人数持续累计增加，包括长期失业占比、职位空缺率回到疫情前，均表明美国整体就业市场温和降温。展望下半年，降温速度或有加速，2023-2024 年失业人士持续新增超 50 万人，目前上半年美国已经新增失业人数 35 万人，叠加移民政策冲击，关税引发的补库冲击减弱，就业市场的冷却速度或超过前两年。因此联储对于下半年的整体宏观预期偏向于滞胀，且相较于上半年的滞胀收敛，下半年预计是滞胀放大的情形。

图表 1：联储整体转向滞胀预期

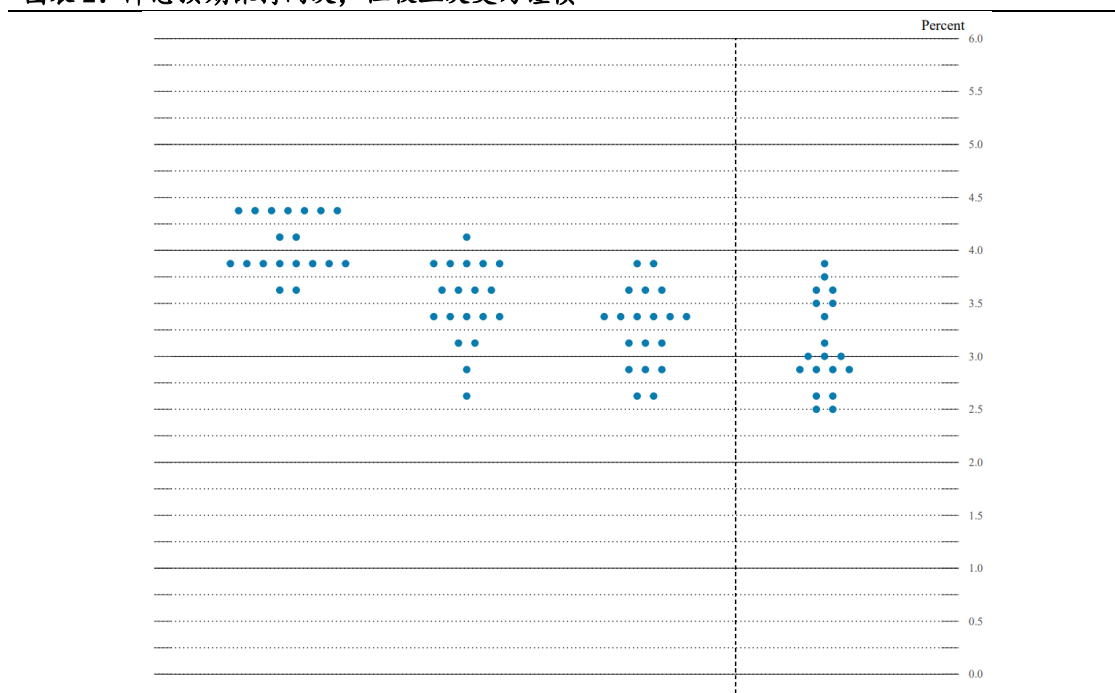
Variable	Median ¹			
	2025	2026	2027	Longer run
Change in real GDP	1.4	1.6	1.8	1.8
March projection	1.7	1.8	1.8	1.8
Unemployment rate	4.5	4.5	4.4	4.2
March projection	4.4	4.3	4.3	4.2
PCE inflation	3.0	2.4	2.1	2.0
March projection	2.7	2.2	2.0	2.0
Core PCE inflation ⁴	3.1	2.4	2.1	
March projection	2.8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

资料来源：FED，华鑫证券研究

3、 降息：维持观望，应对不确定性

当前联储的中立策略也是可以理解：一方面虽然联储加大了滞胀的预期，但整体依然维持在温和滞胀区间，即不管是通胀的上限或者是非农的走低均不会有特别超预期的表现逼迫联储快速行动，鲍威尔也再次在答记者问环节中否定了未来加息的可能。另一方面当前外部环境变动较大，关税博弈，减税政策以及地缘政治都会给美国经济和货币政策的抉择带来很大的冲击，因此一会一议，看数据应对是最符合当前联储的被动防守策略。这一点也显示在本月点阵图中，联储官员中有 7 人预计 25 年不降息，8 人预计降息两次，整体较 3 月 FOMC 更为谨慎。今年的降息路径或复刻 2024 年 9 月降息情形，即经济数据的意外走弱带动衰退情绪的放大，推动联储快速降息的落地，但与 2024 年不同的是 2025 年的经济走弱的触发因素或更依赖外部因素。

图表 2：降息预期保持两次，但较上次更为谨慎



资料来源：FED，华鑫证券研究

4、资产：关注美债和美元博弈

资产受 FOMC 整体影响较小，美债小幅上行 5BP，COMEX 黄金价格回落 15 美元，美股震荡收涨，美元指数回升至 98.9 以上。

资产端下半年或重心放在美债和美元的博弈上。美债主要关注两方面：一是下半年通胀再起（能源和基数）和衰退交易的博弈；二是债务和长期通胀担忧以及短期降息博弈。综合来看，相较于对美债利率长期的担忧，短期的利率下行力量或更值得关注，下半年通胀再起或被需求回落带动向下，且降息从政策利率端仍会推动利率下行，但交易端仍需注意，7 月减税政策和债务上限，10 月新财年预算带动的情绪回升，把握 4.5-4.6% 的性价比位置。

美元下半年更多是避险需求和抛售压力的博弈，一方面地缘局势扰动带动避险情绪回升，且美国经济走弱但仍强于世界平均水平，叠加美债利率仍保持相对高位，美元性价比短期仍存，稳定币带来的美元信用背书，带动避险端和配置端资金回流美元。另一方面债务担忧以及特朗普政策扰动减弱市场对于美元的长期信任。因此下半年若无衰退发生，美元保持低位震荡；若非经济因素衰退兑现，美元可能维持 95-100 区间宽幅震荡；若是因美国自身出现深度衰退，则美元有望回落至 90 以下。

黄金，等待新一轮全面做空美国资产的机会，避险需求上行和降息周期开启，突破 3500 前高。

5、风险提示

地缘政治风险再起，特朗普政策不确定性，经济超预期走弱

■ 宏观策略组介绍

杨芹芹：经济学硕士，8 年宏观策略研究经验。曾任如是金融研究院研究总监、民生证券研究员，兼任 CCTV 新闻和财经频道、中央国际广播电台等特约评论，多次受邀为财政部等政府机构和金融机构提供研究咨询，参与多项重大委托课题研究。2021 年 11 月加盟华鑫证券研究所，研究内容涵盖海内外经济形势研判、政策解读与大类资产配置(宏观)、产业政策与行业配置(中观)、全球资金流动追踪与市场风格判断(微观)，全方位挖掘市场机会。

孙航：3 年宏观策略研究经验，从事海外宏观和大类资产的配置研究。金融硕士，2022 年 5 月入职华鑫研究所。

■ 证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

■ 证券投资评级说明

股票投资评级说明：

	投资建议	预测个股相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	买入	> 20%
2	增持	10% — 20%
3	中性	-10% — 10%
4	卖出	< -10%

行业投资评级说明：

	投资建议	行业指数相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	推荐	> 10%
2	中性	-10% — 10%
3	回避	< -10%

以报告日后的 12 个月内，预测个股或行业指数相对于相关证券市场主要指数的涨跌幅为标准。

相关证券市场代表性指数说明：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；美国市场以道琼斯指数为基准。

■ 免责条款

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究部门及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。华鑫证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。