

美联储 6 月继续暂停降息，关税对通胀的影响仍是降息关键

6 月美联储会议继续决定暂停降息，符合市场预期。[会议声明](#)和[季度经济预测更新](#)（SEP）的主要变化有：

1. 应对关税挑战，美联储下调了今明两年 GDP 预测，上调了 2025-2027 年的失业率和通胀预期，这或意味滞涨风险上升。会议声明的最显著变化是关于不确定性的表述。声明称“经济前景有关的不确定性已经减弱，但仍然偏高”，而上次声明的说辞是“经济前景有关的不确定性进一步增加”。而美联储的 SEP 经济预测调整似乎计入了现有关税政策对经济的影响：首先，SEP 再次下调今年的经济增速预测至 1.4%（此前为 1.7%），和我们在[下半年展望报告](#)中下修后的 1.3% 经济增速预测接近。明年的经济增速预测也被下调 0.2 个百分点到 1.6%。美联储亦再次上调今年失业率预期 0.1 个百分点到 4.5%。明后年的失业率预测分别上调 0.2 和 0.1 个百分点到 4.5% 和 4.4%。与此同时，会议声明称“失业率仍低”，而上次声明为“近几个月已经企稳于低位”。其次，SEP 显著上调今年的核心 PCE 通胀率预期 0.3 个百分点，到 3.1%，略高于我们 3.0% 的最新核心 PCE [通胀率预测](#)。2026-2027 年的核心 PCE 通胀率预期也被分别上调 0.2 和 0.1 个百分点到 2.4% 和 2.1%。
2. 正如我们[此前](#)所预期的，美联储维持今年 50 个基点的降息幅度预测不变，但点阵图显示预计不降息者人数上升。SEP 分别上调 2026-2027 年的联邦基金利率 0.2 和 0.3 个百分点到 3.6% 和 3.4%，而长期联邦基金利率预测维持在 3.0% 不变。从点阵图来看，本次会议有 7 人预计今年不会降息，高于上次会议的 4 人，且仅比预测今年有 2 次降息的人少一人。2 人预计今年降息 1 次（上次有 4 人），8 人预计今年降息 2 次（9 人），另有 2 人预计今年降息 3 次（2 人）。点阵图的变化意味着美联储内部对降息的意见分歧增加，降息次数预测此后有下调的可能性。
3. 鲍威尔在[记者会](#)上表示，预计未来数月通胀压力会因关税而显著上升。而我们预计关税影响最快从 7-8 月的通胀数据中显露。鲍威尔同时表示目前关税通胀传导路径非常难以预测，还不确定这些通胀是否是一次性冲击。在劳动力市场方面，鲍威尔称劳动力市场并没有在呼吁降息：当前 4.2% 的失业率在长期自然失业率估计范围的低端，并不意味着就业疲软。虽然就业增长放缓，但是劳动力供给也在下降，整体维持平衡。鲍威尔的发言或暗示美联储要在看到显著的劳动力市场疲软，或者明确的迹象表明关税导致的通胀上升较为温和后，才会开始降息。

金晓雯，PhD，CFA

首席宏观分析师

xiaowen_jin@spdbi.com

(852) 2808 6437

2025 年 6 月 19 日



扫码关注浦银国际研究

浦銀國際

宏观观点

美联储 6 月继续暂停降息，关税对通胀的影响仍是降息关键

浦银国际观点：我们维持美联储最快9月重启降息，全年降息2次，每次降25个基点的基本预测。从美国经济基本面来看，5月不论是CPI还是PPI数据里的核心商品价格均未看到关税的影响。此外，服务CPI通胀率温和下行，提高了关税冲击是暂时而非永久的可能性。5月下行的工业生产和零售数据更多地反映了此前因为关税担忧而前置消费和生产的淡出，尚未看到显著的关税负面影响。依然稳健的5月非农就业报告亦给美联储争取了更多时间去观察关税对通胀数据的影响及其影响程度。

从关税谈判来看，特朗普在6月中美伦敦会谈后表示美方会将对中国商品的平均关税维持在55%，而中方将放开稀土的出口管制。这符合我们在[下半年展望报告](#)作出的下半年关税维持现状的基本假设，也有助于缓解短期内市场对中美关税战的担忧。不过，目前尚无明确的贸易协议公布，尚不明确该项承诺是永久性的还是暂时性的。对90天暂缓期即将结束（7月8日）的其他国家而言，特朗普的态度则较为模棱两可：在6月12日，特朗普表示愿意延长7月8日美国提高关税生效前与各国完成贸易谈判的最后期限。但他同时表示，他将在6月12日起的1-2周就双边关税税率的框架事宜寄信给各大贸易伙伴。基于“个性化对等关税”对美国经济的显著伤害，我们依然认为特朗普最终将延长“个性化对等关税”实施的暂缓期。不过考虑到特朗普政策的多变性，我们亦不能排除特朗普先宣布执行新的双边关税，再宣布暂缓的可能性。

从美联储的声明来看，美联储仍希望在看到关税对通胀的影响有多大，更为明确关税冲击是否为一次性之后，再决定是否降息。结合近期经济数据发布情况以及我们对关税的基本假设，我们认为美联储短期内对降息或仍持观望态度，下一次降息最快要等到9月。

风险提示：下行风险：90天关税暂缓期结束后美国选择全面实施个性化“对等关税”政策；降息过慢引起经济衰退；中东局势恶化导致油价上涨，能源价格上涨以及关税导致美国再通胀；**上行风险：**通过贸易谈判，美国进一步下调对包括中国在内的其他国家关税税率。

图表 1：FOMC 季度经济预测更新

单位 (%)		2025	2026	2027	长期
实际 GDP 同比增速	6 月	1.4	1.6	1.8	1.8
	3 月	1.7	1.8	1.8	1.8
失业率	6 月	4.5	4.5	4.4	4.2
	3 月	4.4	4.3	4.3	4.2
PCE 同比增速	6 月	3.0	2.4	2.1	2.0
	3 月	2.7	2.2	2.0	2.0
核心 PCE 同比增速	6 月	3.1	2.4	2.1	
	3 月	2.8	2.2	2.0	
联邦基金利率	6 月	3.9	3.6	3.4	3.0
	3 月	3.9	3.4	3.1	3.0

资料来源：CEIC、浦银国际

图表 2：近期相关报告列表

日期	报告标题和链接
2025 年 6 月 12 日	美国 5 月 CPI 超预期回落，料降息至少延迟至 9 月
2025 年 5 月 24 日	2025 年中期宏观经济展望：关税进展仍是中美经济关键因素
2025 年 5 月 14 日	美国 4 月 CPI 回升但不及预期，尚未体现关税影响
2025 年 5 月 8 日	美联储 5 月如期继续暂停降息，并排除“先发制人”可能性，降息还需“边走边看”
2025 年 5 月 7 日	月度美国宏观洞察：“对等关税”下美国经济濒临衰退
2025 年 4 月 11 日	美国 3 月 CPI 再超预期回落，但难抵关税阴霾
2025 年 4 月 3 日	政策解读：美国“对等关税”远超预期，而后或有部分减免可能
2025 年 3 月 25 日	月度美国宏观洞察：新一轮关税风暴或一触即发
2025 年 3 月 20 日	美联储 3 月如期继续暂停降息，强调经济不确定性增加
2025 年 3 月 13 日	美国 2 月 CPI 超预期回落，关税战影响尚未显现
2025 年 2 月 25 日	月度美国宏观洞察：关税大棒逐渐落下，美国经济何去何从？
2025 年 2 月 13 日	美国 1 月 CPI 超预期反弹，进一步拉低近期降息可能
2025 年 1 月 30 日	美联储 1 月如期暂停降息，3 月或继续暂停降息
2025 年 1 月 22 日	月度美国宏观洞察：特朗普 2.0 拉开帷幕
2025 年 1 月 16 日	美国 12 月核心 CPI 微降，或不影响本月美联储暂停降息
2024 年 12 月 12 日	美国 11 月核心环比通胀率大致稳定，或不影响 12 月降息
2024 年 11 月 25 日	2025 年宏观经济展望：在特朗普 2.0 的不确定性中寻找确定性
2024 年 11 月 14 日	美国 10 月核心环比通胀率如预期微跌
2024 年 11 月 8 日	11 月美联储会议点评：如期降息，短期内货币政策不受大选影响
2024 年 10 月 29 日	月度美国宏观洞察：大选结果揭晓在即，将如何影响美国经济和金融市场？
2024 年 10 月 10 日	美国 9 月核心环比通胀率再超预期，11 月降息幅度或锁定在 25 个基点
2024 年 9 月 26 日	月度美国宏观洞察：后续降息幅度和经济衰退讨论仍悬而未决
2024 年 9 月 19 日	美联储 9 月超预期降息 50 个基点，年内或还有单次 50 个基点降息
2024 年 9 月 12 日	美国 8 月核心环比通胀率略超预期，基本锁定 9 月 25 个基点降息
2024 年 8 月 27 日	月度美国宏观洞察：衰退尚未到来，降息时点已至
2024 年 8 月 24 日	杰克逊霍尔全球央行年会点评：鲍威尔基本确认 9 月降息
2024 年 8 月 23 日	宏观主题研究：哈里斯经济政策愿景渐清晰，对美国影响几何？
2024 年 8 月 15 日	符合市场预期的美国 7 月环比通胀率上升大概率不会影响 9 月降息决议
2024 年 8 月 1 日	月度美国宏观洞察：迎接降息和美国大选
2024 年 8 月 1 日	7 月美联储会议点评：9 月剑指降息
2024 年 7 月 30 日	宏观主题研究：特朗普 2.0 将如何影响美国经济和金融市场？
2024 年 7 月 12 日	美国 6 月通胀数据再次超预期放缓，9 月降息预期获进一步确认
2024 年 6 月 25 日	月度美国宏观洞察：经济向右，美联储向左？
2024 年 6 月 13 日	偏鹰的美联储会议或未计入 5 月通胀数据的超预期放缓
2024 年 5 月 30 日	2024 年中期宏观经济展望：平波缓进，渐入佳境
2024 年 5 月 16 日	4 月美国通胀放缓，或有助于美联储提升降息信心
2024 年 5 月 6 日	月度宏观洞察：探究美联储的降息逻辑变化
2024 年 5 月 2 日	5 月美联储会议点评：何时降息取决于经济数据
2024 年 4 月 11 日	3 月通胀数据和美联储会议纪要点评：降息或被延迟至三季度
2024 年 3 月 26 日	月度宏观洞察：美联储预计的软着陆可以实现吗？
2023 年 12 月 1 日	2024 年宏观经济展望：中美经济周期错位进入下半场

资料来源：浦银国际

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),表示及保证其根据下述的条件下有权获得本报告,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。

本报告是由从事证券及期货条例(香港法例第 571 章)中第一类(证券交易)及第四类(就证券提供意见)受规管活动之持牌法国-浦银国际证券有限公司(统称“浦银国际证券”)利用集团信息及其他公开信息编制而成。所有资料均搜集自被认为是可靠的来源,但并不保证数据之准确性、可信性及完整性,亦不会因资料引致的任何损失承担任何责任。报告中的资料来源除非另有说明,否则信息均来自本集团。本报告的内容涉及到保密数据,所以仅供阁下为其自身利益而使用。除了阁下以及受聘向阁下提供咨询意见的人士(其同意将本材料保密并受本免责声明中所述限制约束)之外,本报告分发给任何人均属未经授权的行为。

任何人不得将本报告内任何信息用于其他目的。本报告仅是为提供信息而准备的,不得被解释为是一项关于购买或者出售任何证券或相关金融工具的要约邀请或者要约。阁下不应将本报告内容解释为法律、税务、会计或投资事项的专业意见或为任何推荐,阁下应当就本报告所述的任何交易涉及的法律及相关事项咨询其自己的法律顾问和财务顾问的意见。本报告内的信息及意见乃于文件注明日期作出,日后可作修改而不另通知,亦不一定会更新以反映文件日期之后发生的进展。本报告并未包含公司可能要求的所有信息,阁下不应仅仅依据本报告中的信息而作出投资、撤资或其他财务方面的任何决策或行动。除关于历史数据的陈述外,本报告可能包含前瞻性的陈述,牵涉多种风险和不确定性,该等前瞻性陈述可基于一些假设,受限于重大风险和不确定性。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映浦银国际证券的立场。浦银国际控股有限公司及其联属公司、关联公司(统称“浦银国际”)及/或其董事及/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。浦银国际或其任何董事及/或雇员对投资者因使用本报告或依赖其所载信息而引起的一切可能损失,概不承担任何法律责任。

浦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。

美国

浦银国际不是美国注册经纪商和美国金融业监管局(FINRA)的注册会员。浦银国际证券的分析师不具有美国金融监管局(FINRA)分析师的注册资格。因此,浦银国际证券不受美国就有关研究报告准备和分析师独立性规则的约束。

本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法规则 15a-6 定义的“主要机构投资者”,不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人士。接收本报告的美国收件人如想根据本报告中提供的信息进行任何买卖证券交易,都应仅通过美国注册的经纪交易商来进行交易。

英国

本报告并非由英国 2000 年金融服务与市场法(经修订)(「FSMA」)第 21 条所界定之认可人士发布,而本报告亦未经其批准。因此,本报告不会向英国公众人士派发,亦不得向公众人士传递。本报告仅提供给合格投资者(按照金融服务及市场法的涵义),即(i)按照 2000 年金融服务及市场法 2005 年(金融推广)命令(「命令」)第 19(5)条定义在投资方面拥有专业经验之投资专业人士或(ii)属于命令第 49(2)(a)至(d)条范围之高净值实体或(iii)其他可能合法与之沟通的人士(所有该等人士统称为「有关人士」)。不属于有关人士的任何机构和个人不得遵照或倚赖本报告或其任何内容行事。

本报告的版权仅为浦银国际证券所有,未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用,浦银国际证券对任何第三方的该等行为保留追述权利,并且对第三方未经授权行为不承担任何责任。

权益披露

- 1) 浦银国际并没有持有本报告所述公司逾 1%的财务权益。
- 2) 浦银国际跟本报告所述公司在过去 12 个月内并没有任何投资银行业务的关系。
- 3) 浦银国际并没有跟本报告所述公司为其证券进行庄家活动。

评级定义

证券评级定义:

“买入”: 未来 12 个月, 预期个股表现超过同期其所属的行业指数

“持有”: 未来 12 个月, 预期个股表现与同期所属的行业指数持平

“卖出”: 未来 12 个月, 预期个股表现逊于同期其所属的行业指数

行业评级定义 (相对于 MSCI 中国指数):

“超配”: 未来 12 个月优于 MSCI 中国 10%或以上

“标配”: 未来 12 个月优于/劣于 MSCI 中国少于 10%

“低配”: 未来 12 个月劣于 MSCI 中国超过 10%

分析师证明

本报告作者谨此声明: (i) 本报告发表的所有观点均正确地反映作者有关任何及所有提及的证券或发行人的个人观点, 并以独立方式撰写; (ii) 其报酬没有任何部分曾经, 是或将会直接或间接与本报告发表的特定建议或观点有关; (iii) 该等作者没有获得与所提及的证券或发行人相关且可能影响该等建议的内幕信息 / 非公开的价格敏感数据。

本报告作者进一步确定 (i) 他们或其各自的关联人士 (定义见证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则) 没有在本报告发行日期之前的 30 个历日内曾买卖或交易过本报告所提述的股票, 或在本报告发布后 3 个工作日 (定义见《证券及期货条例》(香港法例第 571 章)) 内将买卖或交易本文所提述的股票; (ii) 他们或其各自的关联人士并非本报告提述的任何公司的雇员; 及 (iii) 他们或其各自的关联人士没有拥有本报告提述的证券的任何金融利益。

浦银国际证券机构销售团队

杨增希

essie_yang@spdbi.com
852-2808 6469

浦银国际证券财富管理团队

王玥

emily_wang@spdbi.com
852-2808 6468

浦银国际证券有限公司

SPDB International Securities Limited

网站: www.spdbi.com

地址: 香港轩尼诗道 1 号浦发银行大厦 33 楼

