

2025 年 06 月 19 日

宏观研究团队

美联储内部的降息分歧有所扩大

——6 月 FOMC 会议点评

何宁（分析师）

hening@kysec.cn

证书编号：S0790522110002

潘伟桢（分析师）

panweizhen@kysec.cn

证书编号：S0790122110044

事件：美联储于北京时间 6 月 19 日凌晨 2 点发布 6 月 FOMC 会议声明，宣布保持利率水平不变。

● 声明及发布会要点

1. 美联储宣布维持利率水平在 4.25%-4.5% 区间。缩表方面，将继续按照 3 月 FOMC 会议上的原定计划执行。

2. 再次维持利率水平不变，但强调不确定性略有减弱。在声明中，美联储的措辞同 5 月份相比变化不多，即认为美国经济继续稳步扩张，经济前景的不确定性有所减弱，但仍然居高不下，对应特朗普关税政策波动趋于平缓。总的看，美联储的态度与 5 月相比并没有发生改变，仍是“边走边看”模式，具体行动还需要等待关税对美国经济的影响显现出来。

3. 下调经济预测、上调通胀预测，点阵图显示 2025 可能有 50bp 降息。美联储在此次会议下调 2025-2027 年 GDP 增速预测，上调 2025-2027 年 PCE、核心 PCE、失业率预测，但 2026 后的预测数据基本稳定，显示美联储仍然认为特朗普政策对通胀的冲击可能是一次性的。点阵图显示 2025 年可能有 50bp 降息，与 3 月相比没有发生变化，但支持 2025 年不降息的官员人数有所增加。

4. 发布会上，鲍威尔表态维持中性，并不急于降息。在发言稿以及问答中，美联储主席鲍威尔整体表态维持中性，重点仍是在观察关税对美国经济带来的不确定性，不急于降息。在夏季，美联储将会知晓更多关于关税影响的数据，以前并未经历相似的场景。此外，美联储希望能够促进美国经济保持稳定，目前的货币政策具有温和限制性。

● 美联储内部对降息的分歧扩大，关注其对关税影响评估

我们认为，在经历了特朗普对等关税政策的接连冲击后，前期美联储政策的影响被明显削弱。但随着关税政策的不确定性降低，美国经济的对市场的影响将逐渐增强，当前美联储内部对降息的分歧扩大，因此需要关注的是美联储对关税影响的评估。从美国经济表现来看，我们认为 2025 年或有 1-2 次降息，首次降息或在 4 季度。特别是美联储在 2025 年将会进行货币政策框架的修订，届时其如何评估关税的影响，或是 2025 年降息决策的关键。

● 短期内市场风险偏好或相对稳定，关注美国经济基本面

决议及发布会后，市场风险偏好相对稳定。美股方面，在声明及发布会后，美股先下后上，但基本稳定。最终道琼斯指数收跌 0.1%，纳斯达克指数收涨 0.13%；美债方面，10 年期美债收益率先下后上，目前略低于 4.4%；美元方面，发布会后略有回升，但总体录得下跌，目前仍低于 99；黄金则录得一定幅度下跌，目前已跌破 3400 美元/盎司。我们认为由于美联储表态较中性，且并未提供更多增量信心，市场风险偏好或相对稳定，我们需持续关注美国经济基本面。CME 期货定价美联储将在 2025 年降息 50bp。

● **风险提示：**国际局势紧张引发通胀超预期，美国经济超预期衰退。

相关研究报告

《以旧换新资金进度约 42%—兼评 5 月经济数据》-2025.6.17

《中美就落实日内瓦会谈共识达成框架—宏观周报》-2025.6.15

《政府债券发行支撑社融—宏观经济点评》-2025.6.15

目 录

1、 声明及发布会要点	3
1.1、 再次维持利率水平不变，但强调不确定性略有减弱	3
1.2、 下调经济预测、上调通胀预测，点阵图显示 2025 可能有 50bp 降息	3
1.3、 发布会上，鲍威尔表态维持中性，并不急于降息	4
2、 美联储内部对降息的分歧扩大，关注其对关税影响评估	5
3、 短期内市场风险偏好或相对稳定，关注美国经济基本面	7
4、 风险提示	7

图表目录

图 1： 6 月点阵图显示 2025 支持不降息的人数变多	4
图 2： 3 月点阵图显示 2025 可能降息 2 次	4
图 3： 美国经济政策不确定性正在走低	6
图 4： 美国居民通胀预期下行	6
图 5： 美国通胀下行趋势或将迎来逆转	6
图 6： 美股表现基本平稳	7
图 7： 10 年期美债收益率先下后上	7
图 8： 美元指数略有上行	7
图 9： 黄金价格略有下跌	7
表 1： 美联储 6 月决议内容相较于 5 月变化不多	3
表 2： 美联储下调 2025-2027 年 GDP 增速预测，上调 2025 年通胀预测（%）	4

事件：美联储于北京时间 6 月 19 日凌晨 2 点发布 6 月 FOMC 会议声明，宣布保持利率水平不变。

1、声明及发布会要点

1.1、再次维持利率水平不变，但强调不确定性略有减弱

美联储在此次会议上宣布维持利率水平在 4.25%-4.5% 区间。缩表方面，将继续按照 3 月 FOMC 会议上的原定计划执行。

在声明中，美联储的措辞同 5 月份相比变化不多，即认为美国经济继续稳步扩张，经济前景的不确定性有所减弱，但仍然居高不下，对应特朗普关税政策波动趋于平缓。就业方面，美联储认为劳动力市场状况总体保持稳健，失业率稳定在低位；通胀方面，承认通胀仍略有上升。总的来看，美联储的态度与 5 月相比并没有发生改变，仍是“边走边看”模式，具体行动还是需等待关税对美国经济的影响显现出来。

表1：美联储 6 月决议内容相较于 5 月变化不多

声明要点	6 月会议表述	5 月会议表述
美国经济	尽管净出口波动影响了数据，但近期指标显示，经济活动持续稳健扩张。	尽管净出口波动影响了数据，但近期指标显示，经济活动持续稳健扩张。
就业与通胀	失业率维持在低位，劳动力市场状况保持稳健。通胀率仍然略高。	近几个月失业率稳定在低位，劳动力市场状况依然稳健。通胀率仍然略高。
货币政策目标	委员会力求在长期内实现就业最大化，并将通胀率保持在 2% 左右。 经济前景的不确定性有所减弱，但仍然居高不下。 委员会密切关注其双重使命可能带来的风险。	委员会力求在长期内实现充分就业和 2% 的通胀率。 经济前景的不确定性进一步加剧。 委员会密切关注其双重使命面临的 风险，并判断失业率和通胀率上升的风险已经上升。
货币政策行动	为支持其目标，委员会决定将联邦基金利率目标区间维持在 4.25% 至 4.5%。在考虑进一步调整联邦基金利率目标区间的幅度和时机时，委员会将仔细评估后续数据、不断变化的前景以及风险平衡。委员会将继续减持美国国债、机构债券和机构抵押贷款支持证券。委员会坚定地致力于支持充分就业，并将通胀率恢复至 2% 的目标。	为支持其目标，委员会决定将联邦基金利率目标区间维持在 4.25% 至 4.5%。在考虑进一步调整联邦基金利率目标区间的幅度和时机时，委员会将仔细评估后续数据、不断变化的前景以及风险平衡。委员会将继续减持美国国债、机构债券和机构抵押贷款支持证券。委员会坚定地致力于支持充分就业，并将通胀率恢复至 2% 的目标。
货币政策立场	在评估适当的货币政策立场时，委员会将继续监测未来信息对经济前景的影响。如果出现可能阻碍委员会目标实现的风险，委员会将准备酌情调整货币政策立场。委员会的评估将考虑广泛的信息，包括劳动力市场状况、通胀压力和通胀预期，以及金融和国际形势发展。	在评估适当的货币政策立场时，委员会将继续监测未来信息对经济前景的影响。如果出现可能阻碍委员会目标实现的风险，委员会将准备酌情调整货币政策立场。委员会的评估将考虑广泛的信息，包括劳动力市场状况、通胀压力和通胀预期，以及金融和国际形势发展。

资料来源：美联储、开源证券研究所

1.2、下调经济预测、上调通胀预测，点阵图显示 2025 可能有 50bp 降息

美联储在此次会议下调 2025-2027 年 GDP 增速预测，上调 2025-2027 年 PCE、核心 PCE、失业率预测，但 2026 后的预测数据基本稳定，**显示美联储仍然认为特朗普政策对通胀的冲击可能是一次性的**。点阵图显示 2025 年可能有 50bp 降息，与 3 月相比没有发生变化，但支持 2025 年不降息的官员人数有所增加。

经济预测方面，美联储下调 2025-2027 年 GDP 增长预测。与 3 月相比，本次美联储对 2025 年 GDP 增速预测为 1.4%，下修 0.3 个百分点，2026、2027 年均下修至 1.6%；上调 2025 年失业率预测 0.1 个百分点至 4.5%，2025-2027 年预测上调至 4.4%；**上调通胀水平预测**，其中 2025 年 PCE、核心 PCE 预测为 3.0%、3.1%，均较 3 月预

测上调 0.3 个百分点；2026、2027 年预测分别上调 0.2、0.1 个百分点，显示联储仍然认为特朗普政策（关税等）对通胀的冲击或是一次性的。2025 年联邦基金利率中值预测维持在 3.9%。

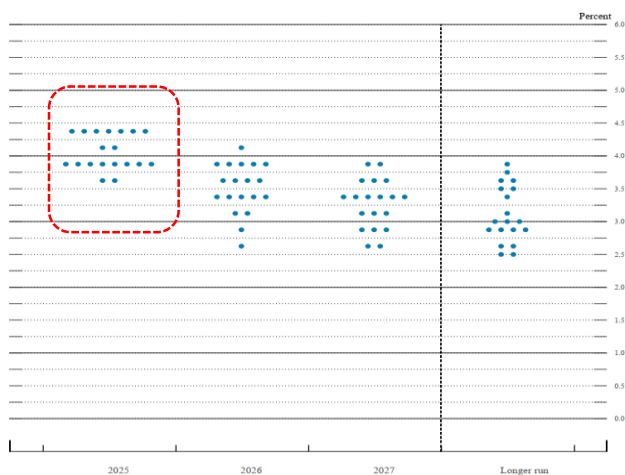
点阵图方面，此次点阵图相较于 3 月变化相对不大，仍认为 2025 年可能总共有约 50bp 降息，但支持 2025 年不降息的官员人数有所增加。

表2：美联储下调 2025-2027 年 GDP 增速预测，上调 2025 年通胀预测（%）

预测指标	预测年份	2024.12 预测值	2025.03 预测值	2025.06 预测值
GDP 增速	2025	2.1	1.7	1.4
	2026	2.0	1.8	1.6
	2027	1.9	1.8	1.6
失业率	2025	4.3	4.4	4.5
	2026	4.3	4.3	4.4
	2027	4.3	4.3	4.4
PCE	2025	2.5	2.7	3.0
	2026	2.1	2.2	2.4
	2027	2.0	2.0	2.1
核心 PCE	2025	2.5	2.8	3.1
	2026	2.2	2.2	2.4
	2027	2.0	2.0	2.1
联邦基金利率	2025	3.9	3.9	3.9
	2026	3.4	3.4	3.6
	2027	3.1	3.1	3.4

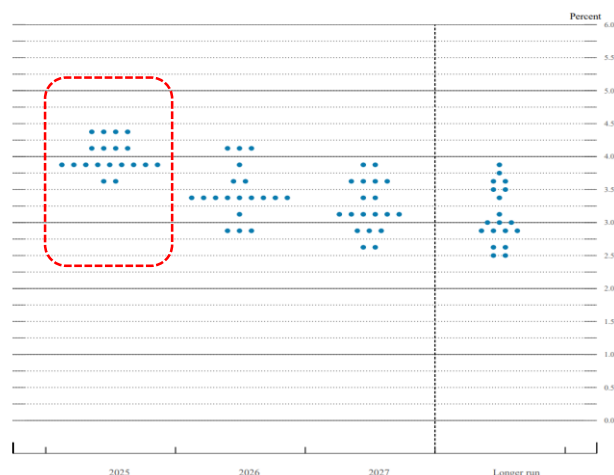
数据来源：美联储、开源证券研究所

图1：6 月点阵图显示 2025 支持不降息的人数变多



资料来源：美联储、开源证券研究所

图2：3 月点阵图显示 2025 可能降息 2 次



资料来源：美联储、开源证券研究所

1.3、发布会上，鲍威尔表态维持中性，并不急于降息

从发布会上鲍威尔的发言和表态来看，整体表态维持中性，重点仍是在观察关税对美国经济带来的不确定性，不急于降息。

(1) 后续的降息方面，美联储主席鲍威尔表示实现美联储的双重目标面临挑战。但目前为止，美联储仍然有充足的空间来观察经济的变化，再决定是否进行货币政

策的调整。鉴于目前的高度不确定性，美联储要做的是等待（hold where we are）。并强调点阵图只是反应官员们的近期评估，由于高度的不确定性，没有人能够笃定。在夏季，美联储将会知晓更多关于关税影响的数据，以前并未经历相似的场景，在进行预测时需要保持谦卑。此外，**美联储希望能够促进美国经济保持稳定，目前的货币政策具有温和限制性。**

(2) 关于劳动力市场与通胀水平，鲍威尔称劳动力市场总体稳定，失业率维持低位，且波动不大，正处在充分就业区间（is at or near maximum employment），后续可能非常缓慢的下行，现阶段是低雇佣、低裁员（low hiring, low firing）。近期的通胀预期调查出现升高，反映了关税的影响。但鲍威尔表示，关税对通胀的影响可能是短暂的（The effects on inflation could be short-lived），反应的是一次性的价格上涨（one-time shift in the price level），虽然也有可能更加持久，但具体还是要看关税的规模、对价格的传导以及长期通胀预期的稳定。此外，关税导致的价格上涨将在夏季出现。

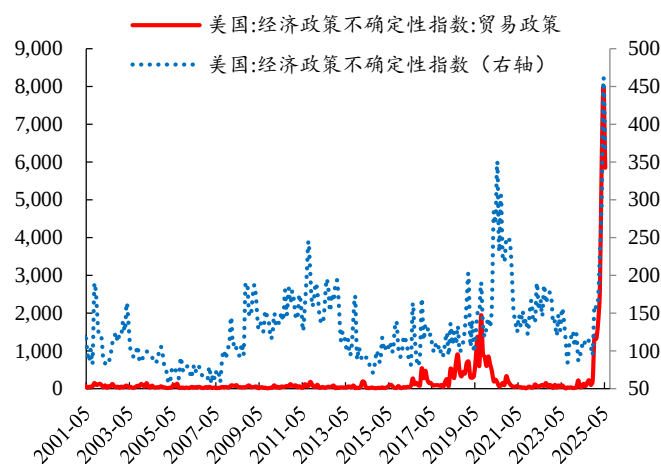
(3) 关于美国经济，鲍威尔表示尽管不确定性上升，但美国经济仍然稳固（the economy is in a solid position）。由于关税政策，消费者信心调查出现下滑，还需要持续观察居民预期如何向投资与消费传导。而虽然关税的烈度在4月份后有所下降，但或仍然对经济活动产生压力，目前并没有衰退的警告信号出现。

(4) 鲍威尔还表示，美联储的目标是维持长期通胀预期稳定，以避免一次性的价格上涨转化为持续的通胀问题（an ongoing inflation problem）。本次会议继续讨论了美联储的货币政策框架调整，并将广泛接受新的意见和反馈。此外，美联储也正在密切关注近期的中东局势。

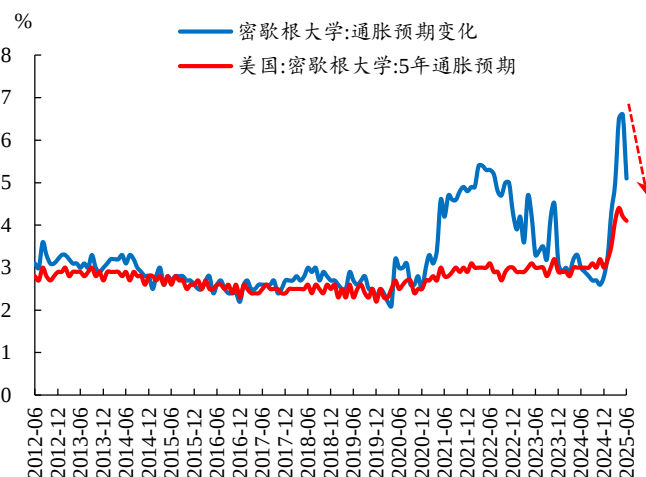
2、美联储内部对降息的分歧扩大，关注其对关税影响评估

本次会议维持利率水平不变早已被市场充分预期，在经历了特朗普对等关税政策的接连冲击后，前期美联储政策的影响被明显削弱。但随着关税政策的不确定性降低，我们认为美国经济的对市场的影 响将逐渐增强，**当前美联储内部对降息的分歧扩大，因此我们需要关注的是美联储对关税影响的评估。从美国经济表现来看，我们认为2025年或有1-2次降息，首次降息或在4季度，具体而言：**

第一，特朗普关税政策的不确定性有所降低，居民预期逐渐趋稳，经济基本面对市场交易的重要性或在上升。自4月2日推出对等关税政策后，全球市场初期遭受了明显冲击。但随着4月9日特朗普政府宣布对等关税暂缓90天，以及中美在日内瓦、伦敦先后进行了2轮贸易会谈，双方取得了一定的共识（《对中美日内瓦贸易会谈的几点理解》），特朗普关税政策的不确定性有所下降。虽然关税政策整体还存在较大的不确定性，但其下行的趋势较为明显。5月美国贸易政策的不确定性指数下降至5846.74，基本回归至3月份水平，对市场整体扰动也不断走低。此外，美国居民的通胀预期也出现了回落，6月密歇根大学通胀预期较5月下降1.5个百分点至5.1%，5年期通胀预期亦边际回落至4.1%，两项指标均回归至3月份水平，美国居民的预期有逐渐趋稳的迹象。结合5月份美股总体涨势较好，美国经济基本面对市场交易的重要性或在持续上升。

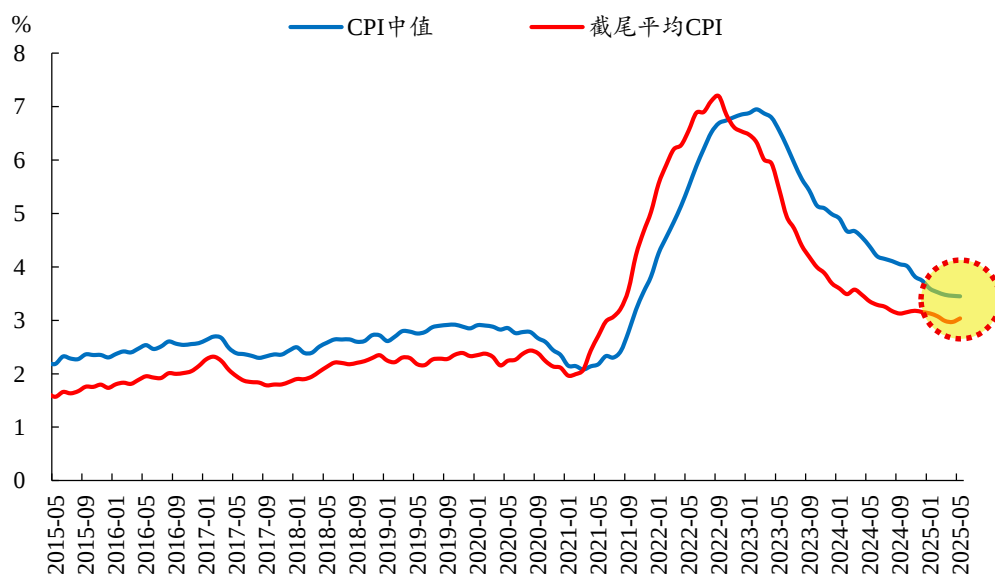
图3：美国经济政策不确定性正在走低


数据来源：Wind、开源证券研究所

图4：美国居民通胀预期下行


资料来源：Wind、开源证券研究所

第二，随着关税对美国经济影响逐渐显现，需关注美联储对关税影响的评估。我们认为，基准情形下，首次降息可能在4季度，全年降息1-2次。如前所述，美国经济基本面或是影响后续市场表现的关键因素。从5月非农就业来看，虽然新增非农就业尚可，但不断下修的就业数据，显示美国就业市场可能“外强中干”，隐忧并不少。（《美国就业市场仍有隐忧——美国5月非农就业数据点评》）结合5月通胀数据来看，核心CPI不及预期，虽缓解了市场对关税造成通胀持续上行的担忧，但CPI中值以及截尾平均CPI等体现通胀趋势的数据，在5月份迎来一定程度的反弹。（《美国通胀的反弹斜率及持久性尚待观察——美国5月CPI点评》）考虑到关税对美国经济的影响是逐渐体现的，在数据上可能较为滞后，因此我们需要关注美联储对关税影响的评估，特别是美联储在2025年将会进行货币政策框架的修订，届时其如何评估关税的影响，或是2025年降息决策的关键。基准情形下，由于美国经济后续可能有下行压力，美联储2025年首次降息可能在4季度，全年降息1-2次。

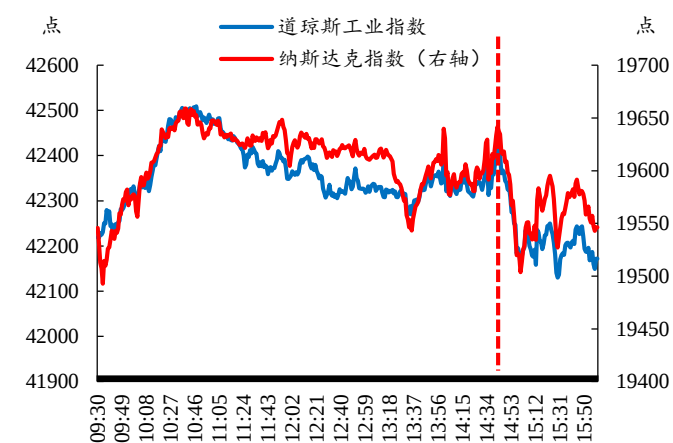
图5：美国通胀下行趋势或将迎来逆转


数据来源：Wind、开源证券研究所

3、短期内市场风险偏好或相对稳定，关注美国经济基本面

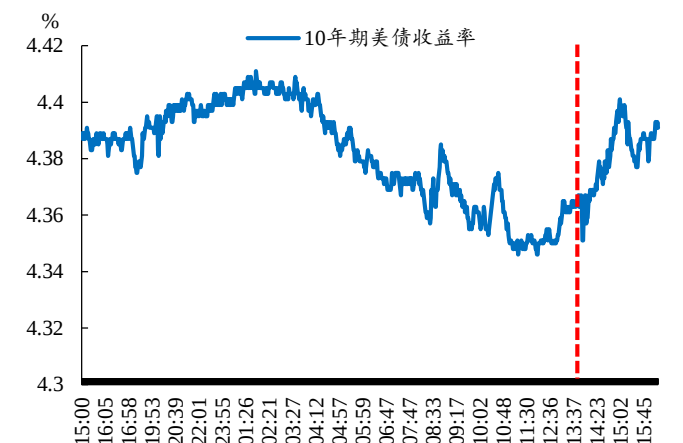
决议及发布会后，市场风险偏好相对稳定。美股方面，在声明及发布会后，美股先下后上，但基本稳定。最终道琼斯指数收跌 0.1%，纳斯达克指数收涨 0.13%；美债方面，10 年期美债收益率先下后上，目前略低于 4.4%；美元方面，发布会后略有回升，但总体录得下跌，目前仍低于 99；黄金则录得一定幅度下跌，目前已跌破 3400 美元/盎司。我们认为由于美联储表态较中性，且并未提供更多增量信心，市场风险偏好或相对稳定，我们需持续关注美国经济基本面。CME 期货定价美联储将在 2025 年降息 50bp。

图6：美股表现基本平稳



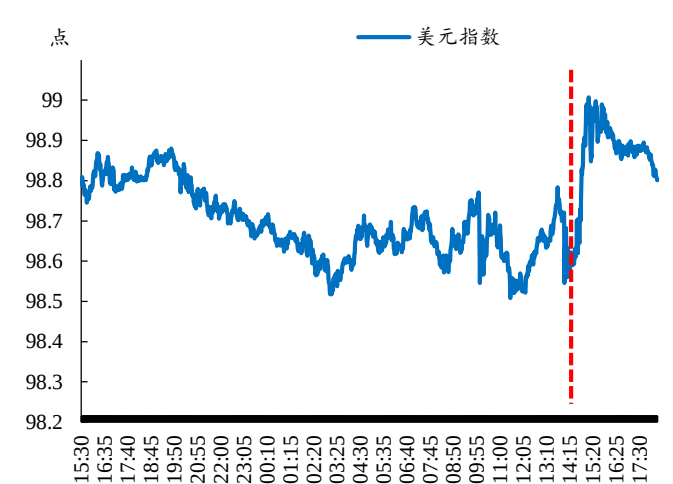
数据来源：Wind、开源证券研究所

图7：10 年期美债收益率先下后上



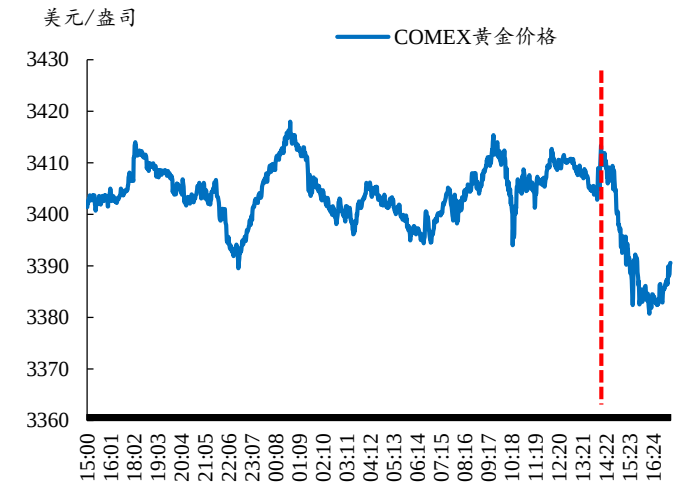
数据来源：Wind、开源证券研究所

图8：美元指数略有上行



数据来源：Wind、开源证券研究所

图9：黄金价格略有下跌



数据来源：Wind、开源证券研究所

4、风险提示

国际局势紧张引发通胀超预期，美国经济超预期衰退。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年15月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、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）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。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取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户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。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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼3层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn