

6 月议息：谁能“逼”出联储的降息？

2025 年 06 月 18 日



分析师：陶川

执业证号：S0100524060005

邮箱：taochuan@mszq.com

分析师：邵翔

执业证号：S0100524080007

邮箱：shaoliang@mszq.com

分析师：林彦

执业证号：S0100525030001

邮箱：linyan@mszq.com

➤ **“屋漏偏逢连夜雨”，关税的“烂摊子”还未解决，中东局势升温引发油价飙升再次让美联储“忧心忡忡”。**接二连三的供给冲击下，美联储需要更多的时间评估通胀风险，“等待”仍然是当下美联储不得已而为之的最好选择。那么，美联储还要等多久？我们认为，当前“硬”数据恶化的迹象已经开始显现，未来一个季度内，经济和就业的衰退风险将持续扩大，从而推动 9 月议息会议上美联储被迫降息或给出加快降息的预期指引。

➤ **对于 6 月议息会议，维持政策利率不变基本成为市场共识，更值得关注的是，鲍威尔对近期就业和通胀数据以及后续关税驱动的通胀风险的看法：**

➤ **会议前瞻，**由于无法立即判断就业和通胀哪个更重要，以及关税带来的不确定性影响，预计鲍威尔重申美联储不急于行动的看法，对降息维持中立和观望态度，并等待后续数据的进展决定再做决定。

➤ **点阵图上，预计整体维持 2025 年 1-2 次降息的指引不变。**虽然特朗普政策远超市场预期，但由于目前关税大幅豁免和延期，以及就业、通胀数据整体趋势并未出现明显变化，预计美联储 2025 年降息预测中值和 3 月点阵图持平，但相较 3 月预测可能更为集中。

➤ **经济预测上，预计“滞胀”的基准情形进一步强化。**与 3 月经济预测 (SEP) 相比，考虑到 4 月以来超预期关税政策对经济和物价的影响，预计美联储进一步下调 2025 年经济增长预测，同时上调通胀预期，同时预测区间可能更宽，这也意味着美联储对通胀和增长前景的不确定性明显提升；而就业方面，尽管需求持续降温，但移民等政策带来的供给收缩或一定程度上抵消需求侧的负面影响，预计失业率可能维持不变或小幅增长。

➤ **美联储还要等待多久？**可以预见的是，如果没有这次关税的扰动，凭借近期的通胀和劳动力数据，完全有理由让美联储在当前时刻立即降息。但我们在《美联储：继续“等待”白宫？》提到，美联储当前更关注的是通胀预期，尽管过去几个月的通胀增长有所放缓，但任何通胀风险的上升都会使美联储感到“不安”，而当前关税的通胀滞后影响、中东地缘局势下的油价飙升，都使得通胀预期反复波动，让美联储陷入“两难境地”。

➤ **美联储“不想犯错”，**因此其需要更多的时间观察关税对数据的影响，直到关税带来持续的通胀上行或者劳动力市场加快恶化，而不是单性的数据扰动，这也意味着美联储至少还需要 2-3 个月的等待时间，更为清晰的通胀和经济活动的图景可能要到 8 月 CPI、非农数据公布后才能完整显现，因此在 9 月之前难以看到实质性的利率变动。

➤ **未来一个季度是最重要的时间窗口，**已经越来越多的迹象表明，关税的影响已经开始逐步显现，价格和经济活动变化的速度和幅度也将加快。我们预计，经

相关研究

1. 重新讨论变局下的资产配置方法论系列 (一)：美元还能跌多久？-2025/06/18
2. 贝森特“化债”的招靠谱吗？(二)：稳定币在押注什么？-2025/06/18
3. 2025 年下半年宏观经济展望：产业重塑下的宏观剧本-2025/06/16
4. 2025 年 5 月经济数据点评：5 月经济数据的“五大变数”-2025/06/16
5. 2025 年 5 月金融数据点评：5 月金融数据：三个关注要点-2025/06/14

济和就业的衰退风险将在三季度的数据里持续放大，从而推动 9 月议息会议上美联储被迫降息或给出加快降息的预期指引：

➤ **“硬”数据向“软”数据加快收敛。**4 月关税以来，消费者信心、企业调查等“软”数据快速走弱，但官方统计数据却表现出较强韧性，但近期这一情况出现扭转的迹象：5 月零售销售环比下降 0.9%，创两年来最大降幅；工业产出环比下降 0.2%，低于市场预期。

➤ **随着前期“抢进口”的逆转、库存的消耗以及生产消费的透支，美国经济下行已经在所难免**，“软硬”数据的背离也或将在晚些时候得到修正。尤其是上半年保持韧性的消费和非住宅投资，下半年的增速可能会明显放缓、拖累整体增长中枢下移。

➤ **此外，劳动力市场的隐患和裂痕逐步显现。**一方面，5 月非农报告下修了 3-4 月合计 9.5 万人的新增就业数据，这反映出劳动力市场并不如想象中的乐观，就业市场下行的隐患在加剧；

➤ 另一方面，从高频数据来看，截止至最新日期，美国首申失业金人数、续请失业金人数超预期上行至 24.8 万人，195.6 万人，分别刷新 2024 年 10 月、2021 年 12 月以来的最高水平，劳动力市场整体就业难度上升，这与消费者信心指数以及 PMI 就业分项中指向的下行风险愈发一致。三季度若就业数据超预期放缓，将加快美联储的降息决策。

➤ **风险提示：**若特朗普强硬坚持高关税政策，可能导致美国超预期加速衰退和美联储提前降息；若非农数据出现大幅不及预期，导致衰退担忧大增、股市暴跌，美联储可能被迫转向宽松。

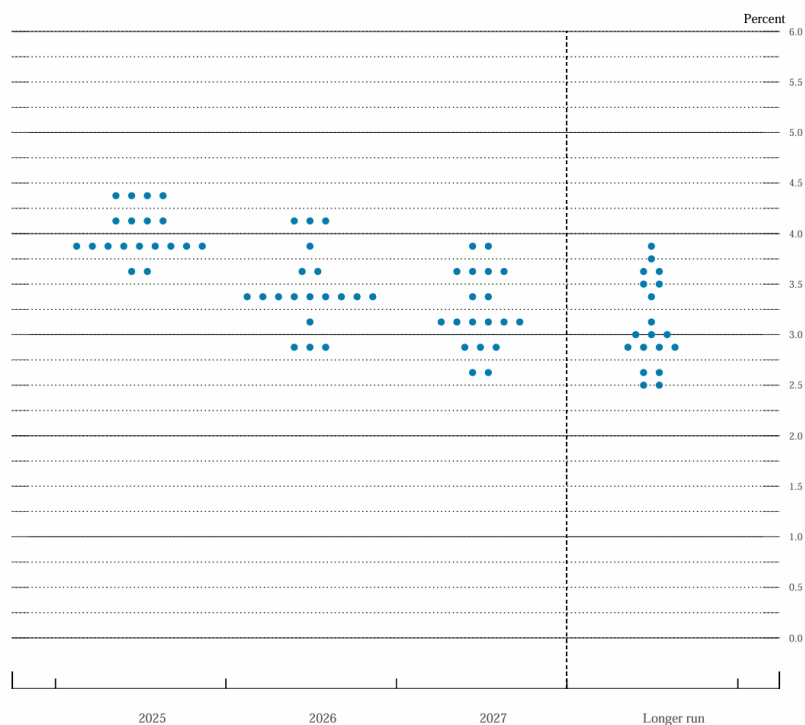
图1：中东局势升温，油价飙升



资料来源：Bloomberg，民生证券研究院

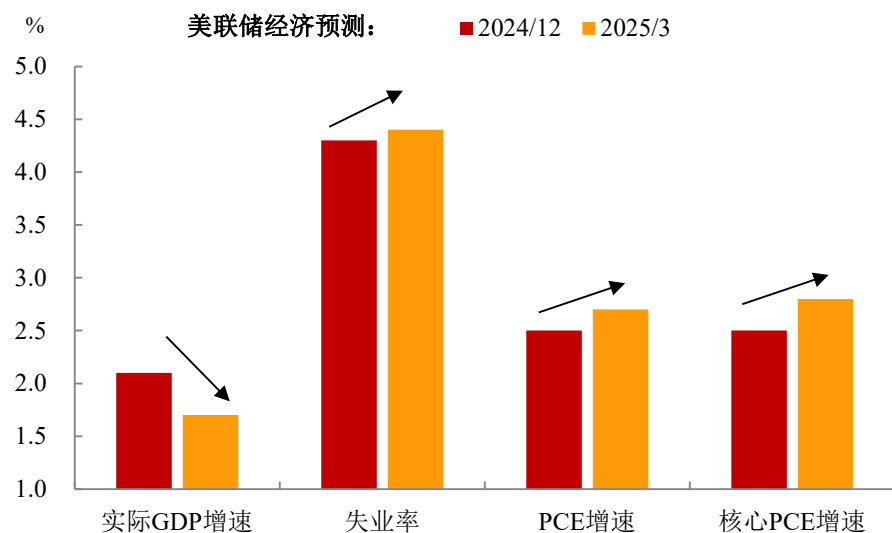
图2：2025年3月点阵图

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



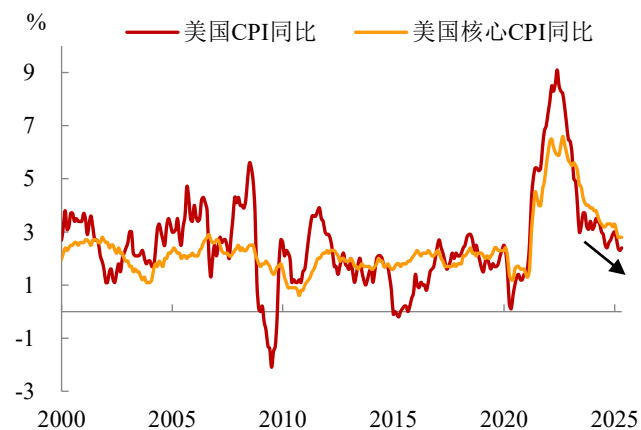
资料来源：Bloomberg，民生证券研究院

图3：美联储经济预测（SEP）



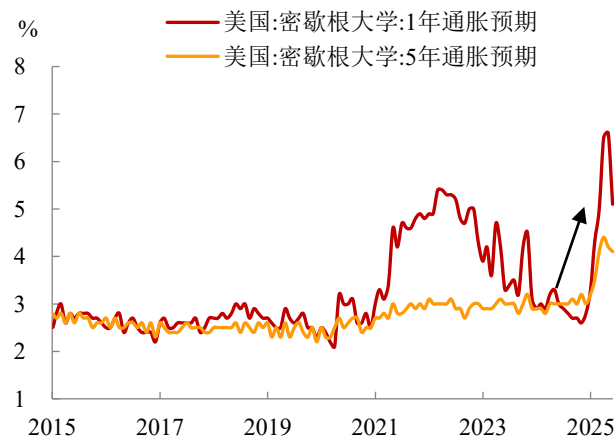
资料来源：美联储，民生证券研究院

图4：近期美国通胀持续放缓



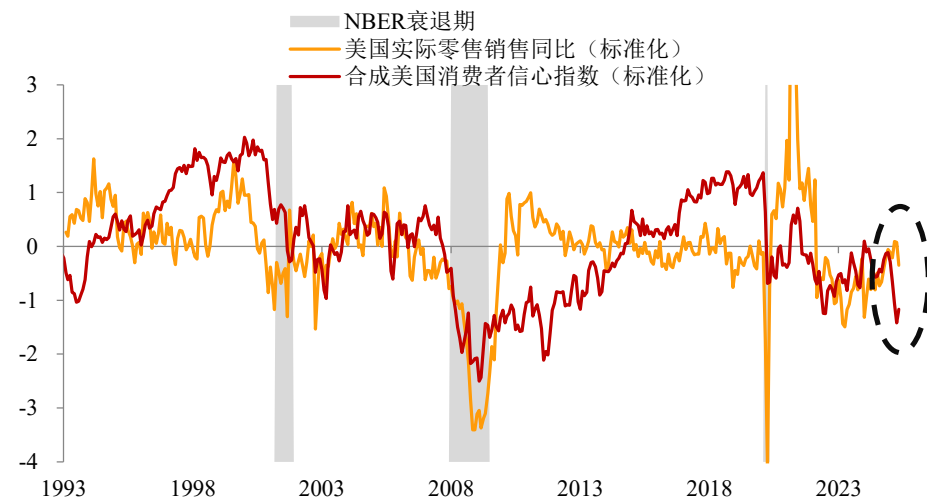
资料来源：wind，民生证券研究院

图5：通胀预期有所回落，但仍处于历史高位



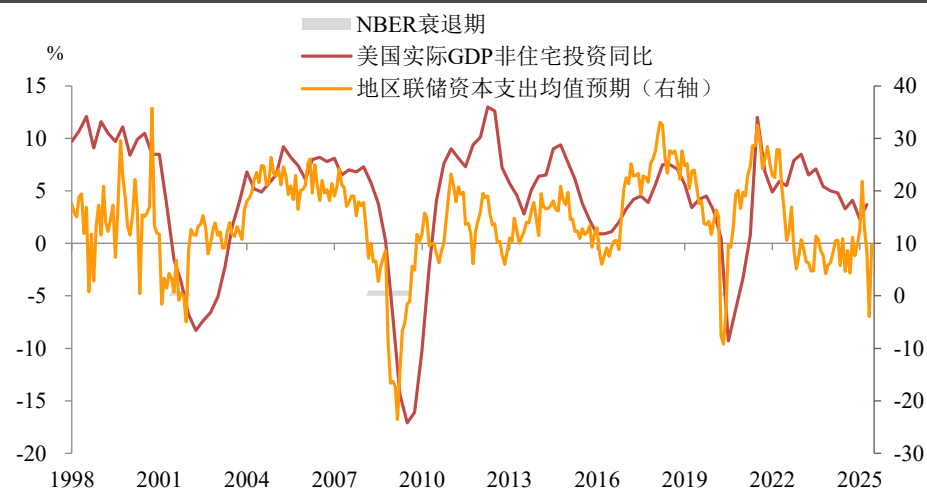
资料来源：wind，民生证券研究院

图6：实际零售销售出现回落迹象



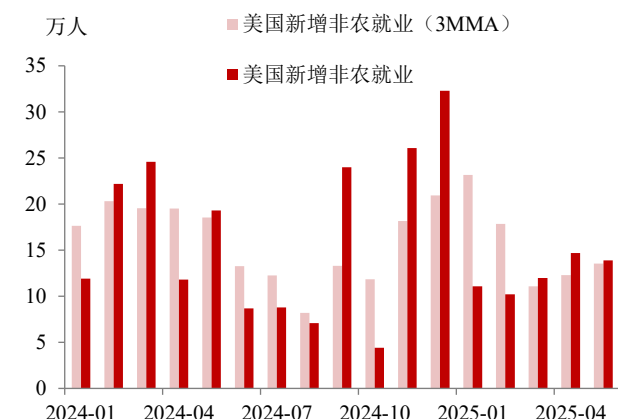
资料来源：Wind，民生证券研究院

图7：制造业资本开支预期整体下行



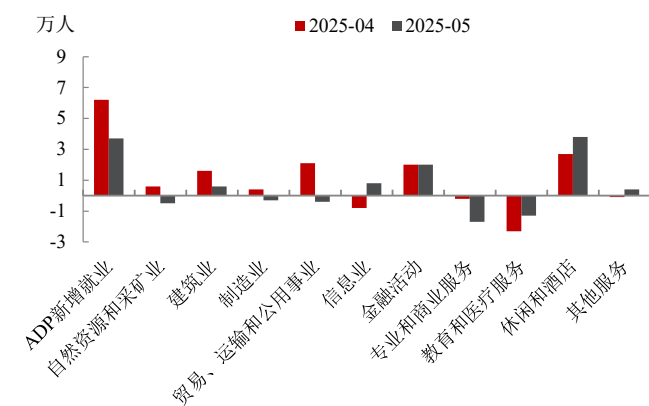
资料来源：Wind，民生证券研究院

图8：非农整体中枢下行



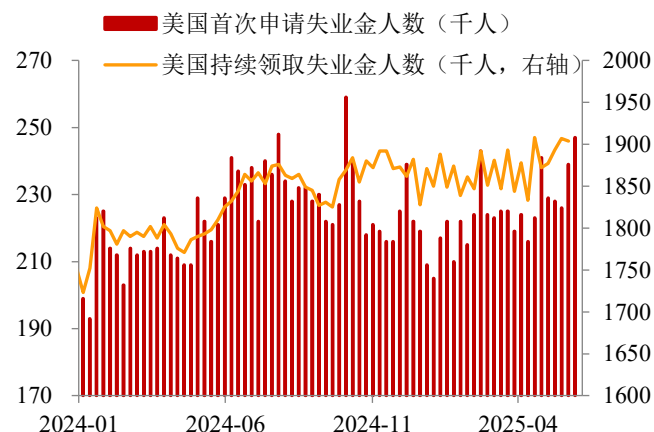
资料来源：wind，民生证券研究院

图9：ADP 就业人数超预期放缓



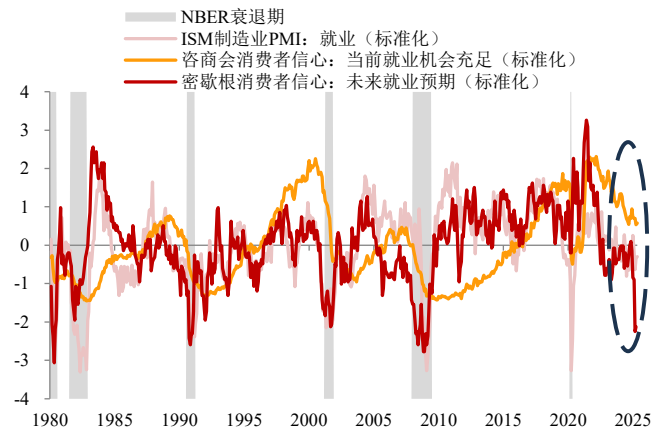
资料来源：wind，民生证券研究院

图10：失业金申请人数明显走高



资料来源：wind，民生证券研究院

图11：就业市场放缓风险加大



资料来源：wind，民生证券研究院

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登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、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。

评级说明

投资建议评级标准		评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	公司评级	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
		谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上
	行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑获取本报告的机构及个人的具体投资目的、财务状况、特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，进行独立评估，并应同时考量自身的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代自身的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，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、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市虹口区杨树浦路 188 号星立方大厦 7 层； 200082

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 1 座 10 层 01 室； 518048