

美国经济

美联储短期保持观望

美联储决议声明变化较小，保持政策利率不变符合预期，认为经济不确定性小幅下降但仍居高。点阵图变化指向经济滞胀风险，今年两次降息预测中值不变，经济增速预测中值下降，失业率和通胀预测中值抬升。鲍威尔在记者会言论显示鹰派立场，他认为关税将导致未来数月通胀上升，目前劳动力市场仍然稳健，不必急于降息，将在确认通胀开始下行后再开始降息。我们维持美联储 9 月开始降息、11 月或 12 月再降息一次的预测。6-8 月，由于油价反弹和关税传导，通胀可能短期反弹。9 月后，随着需求更明显放缓，经济和就业可能进一步走弱，通胀可能见顶回落。长期国债收益率可能先升后降，10 年国债收益率年底降至 4.2% 左右，经济放缓推动收益率回落，但政府债务问题和特朗普政策不稳定性限制其下行空间。美元指数可能从目前 99 降至今年末 97。近期中东地缘冲突对美元具有支撑作用，但特朗普政策不稳定性及国际投资者降低美元资产超配程度可能推动美元进一步走弱。

- **美联储保持利率不变因经济不确定性仍高。** 美联储保持政策利率目标在 5.25%-5.5% 不变，继续以现有速度减少持有的国债、机构债和 MBS。美联储认为经济仍在稳定扩张，就业市场稳健，通胀依然居高，对未来经济不确定性表述从“进一步升高”变为“小幅下降但仍高企”，删去了有关失业率和通胀上升风险有所增加的表述。
- **点阵图变化显示经济滞胀风险。** 相较于 3 月，6 月点阵图中对今年美国经济增速预测中位数从 1.7% 降至 1.4%，失业率上升 0.1 个基点至 4.5%，PCE 通胀预测中位数从 2.7% 升至 3%。今年 50 个基点降息的预测中位数不变，但票委们政策立场更加分化，支持今年不降息人数从 4 人增加至 7 人。中期预测方面，26 年 GDP 增速预测从 1.8% 降至 1.6%，26 和 27 年失业率预测分别上升 0.2 和 0.1 个基点至 4.5% 和 4.4%，同时对 26 和 27 年的 PCE 预测分别从 2.2% 和 2% 升至 2.4% 和 2.1%，显示美联储官员认为关税对通胀的影响可能持续一段时间。由于预期通胀在 27 年仍未回到目标水平，26 和 27 年末政策利率预测中位数分别从 3.4% 和 3.1% 升至 3.6% 和 3.4%，对应每年 1 次 25bp 降息幅度。
- **鲍威尔记者会立场偏鹰。** 鲍威尔表示目前经济仍在稳步扩张，美联储不必急于降息。当数次被问及就业市场走弱迹象时，鲍威尔似乎不太担心，表示就业市场仍然稳健，就业率处在历史低位，薪资增速合理增长，就业市场尚未呼唤降息 (“labor market is not crying out for a rate cut”)。过去两个月通胀持续低于预期并未打消鲍威尔的担忧，他表示关税对通胀的影响将在未来数月体现，美联储的目标是确保一次性的通胀上升不会成为长期性的通胀问题。鲍威尔记者会显示目前联储在双重目标的取舍中更偏向于去通胀。鲍威尔提到如果经济和就业保持稳健，最好的策略将是保持现有政策利率。
- **美联储降息路径。** 预计在油价反弹和关税传导的双重作用下，通胀可能在未来数月反弹，美联储仍需数月观察关税对通胀的实际影响，将保持政策利率不变。第 3 季度后，随着需求更明显放缓，经济和就业市场进一步走弱，通胀可能见顶回落，美联储可能在 9 月开始降息、11 月或 12 月再降息一次，年末联邦基金利率降至 3.83% 左右（目标区间 3.75%-4%）。
- **对全球市场影响。** 美国长期国债收益率可能先升后降。长期国债收益率反映市场对未来经济和通胀的预期，并包含对未来降息路径的预期。短期通胀反弹和减税法案预期可能支撑国债收益率居高，但随着经济逐步走弱，国债收益率可能温和回落，但政府债务问题和特朗普政策不稳定性将限制国债收益率下行空间。美元指数可能从目前 99 小幅降至今年末 97。美元指数反映美国经济相对强弱和市场风险偏好变化，美国经济相对非美经济走强或者国际市场避险情绪上升推动美元指数走强，反之美元指数走弱。近期中东地缘风险对美元形成一定支撑，但特朗普政策不稳定性及国际投资者降低美元资产超配程度可能推动美元进一步走弱。

刘泽晖

(852) 3761 8957

frankliu@cmbi.com.hk

叶丙南, Ph.D

(852) 3761 8967

yebingnan@cmbi.com.hk

图 1: 联储会议声明变化

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.**

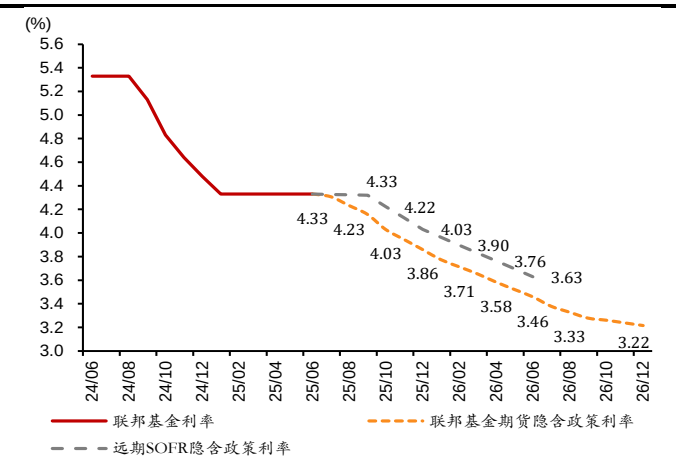
资料来源：美联储官网，招银国际环球市场

图 2: 联储会议点阵图预测中位数 (%)

		预测中位数			
	会议日期	2025	2026	2027	中长期
实际GDP	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通胀	6月	3	2.4	2.1	2
	3月	2.7	2.2	2.0	2.0
核心PCE	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
	3月	3.9	3.4	3.1	3.0

资料来源：美联储官网，招银国际环球市场

图 3: 市场预期降息路径



资料来源：彭博，招银国际环球市场

免责声明及披露

分析员声明

负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，就本报告所提及的证券及其发行人做出以下声明：（1）发表于本报告的观点准确地反映有关他们个人对所提及的证券及其发行人的观点；（2）他们的薪酬在过往、现在和将来与发表在报告上的观点并无直接或间接关系。

此外，分析员确认，无论是他们本人还是他们的关联人士（按香港证券及期货事务监察委员会操作守则的相关定义）（1）并没有在发表研究报告 30 日前处置或买卖该等证券；（2）不会在发表报告 3 个工作日内处置或买卖本报告中提及的该等证券；（3）没有在有关香港上市公司内任职高级人员；（4）并没有持有有关证券的任何权益。

招银国际环球市场投资评级

买入	：股价于未来 12 个月的潜在涨幅超过 15%
持有	：股价于未来 12 个月的潜在变幅在-10%至+15%之间
卖出	：股价于未来 12 个月的潜在跌幅超过 10%
未评级	：招银国际证券并未给予投资评级

招银国际环球市场行业投资评级

优于大市	：行业股价于未来12个月预期表现跑赢大市指标
同步大市	：行业股价于未来12个月预期表现与大市指标相若
落后大市	：行业股价于未来 12 个月预期表现跑输大市指标

招银国际环球市场有限公司

地址: 香港中环花园道 3 号冠君大厦 45 楼

电话: (852) 3900 0888

传真: (852) 3900 0800

招银国际环球市场有限公司(“招银国际环球市场”)为招银国际金融有限公司之全资附属公司(招银国际金融有限公司为招商银行之全资附属公司)

重要披露

本报告内所提及的任何投资都可能涉及相当大的风险。报告所载数据可能不适合所有投资者。招银国际环球市场不提供任何针对个人的投资建议。本报告没有把任何人的投资目标、财务状况和特殊需求考虑进去。而过去的表现亦不代表未来的表现，实际情况可能和报告中所载的大不相同。本报告中所提及的投资价值或回报存在不确定性及难以保证，并可能会受目标资产表现以及其他市场因素影响。招银国际环球市场建议投资者应该独立评估投资和策略，并鼓励投资者咨询专业财务顾问以便作出投资决定。

本报告包含的任何信息由招银国际环球市场编写，仅为本公司及其关联机构的特定客户和其他专业人士提供的参考数据。报告中的信息或所表达的意见皆不可作为或被视为证券出售要约或证券买卖的邀请，亦不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司及其雇员不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。我们不对因依赖本报告所载资料采取任何行动而引致之任何直接或间接的误差、疏忽、违约、不谨慎或各类损失或损害承担任何的法律上责任。任何使用本报告信息所作的投资决策完全由投资者自己承担风险。

本报告基于我们认为可靠且已经公开的信息，我们力求但不担保这些信息的准确性、有效性和完整性。本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整，且不承诺作出任何相关变更的通知。本公司可发布其它与本报告所载资料及/或结论不一致的报告。这些报告均反映报告编写时不同的假设、观点及分析方法。客户应该小心注意本报告中所提及的前瞻性预测和实际情况可能有显著区别，唯我们已合理、谨慎地确保预测所用的假设基础是公平、合理。招银国际环球市场可能采取与报告中建议及/或观点不一致的立场或投资决定。

本公司或其附属关联机构可能持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并不时自行及/或代表其客户进行交易或持有该等证券的权益，还可能与这些公司具有其他投资银行相关业务联系。因此，投资者应注意本报告可能存在的客观性及利益冲突的情况，本公司将不会承担任何责任。本报告版权仅为本公司所有，任何机构或个人于未经本公司书面授权的情况下，不得以任何形式翻版、复制、转售、转发及或向特定读者以外的人士传阅，否则有可能触犯相关证券法规。

如需索取更多有关证券的信息，请与我们联系。

对于接收此份报告的英国投资者

本报告仅提供给符合(I)不时修订之英国 2000 年金融服务及市场法令 2005 年(金融推广)令(“金融服务令”)第 19(5) 条之人士及(II) 属金融服务令第 49(2) (a) 至(d) 条(高净值公司或非公司社团等)之机构人士，未经招银国际环球市场书面授权不得提供给其他任何人。

对于接收此份报告的美国投资者

招银国际环球市场不是在美国的注册经纪交易商。因此，招银国际环球市场不受美国就有关研究报告准备和研究分析员独立性的规则的约束。负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，未在美国金融业监管局(“FINRA”)注册或获得研究分析师的资格。分析员不受旨在确保分析师不受可能影响研究报告可靠性的潜在利益冲突的相关 FINRA 规则的限制。本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法(经修订) 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。

对于在新加坡的收件人

本报告由 CMBI (Singapore) Pte. Limited (CMBISG) (公司注册号 201731928D) 在新加坡分发。CMBISG 是在《财务顾问法案》(新加坡法例第 110 章)下所界定，并由新加坡金融管理局监管的豁免财务顾问公司。CMBISG 可根据《财务顾问条例》第 32C 条下的安排分发其各自的外国实体，附属机构或其他外国研究机构编制的报告。如果报告在新加坡分发给非《证券与期货法案》(新加坡法例第 289 章)所定义的认可投资者，专家投资者或机构投资者，则 CMBISG 仅会在法律要求的范围内对这些人士就报告内容承担法律责任。新加坡的收件人应致电 (+65 6350 4400) 联系 CMBISG，以了解由本报告引起或与之相关的事宜。