

# 美国经济

## 6月联储会议：走进新时代

刘泽晖

(852) 3761 8957

frankliu@cmbi.com.hk

本次会议重新定价沃什时代下美联储反应函数，美联储将完全抛弃前瞻性指引，政策框架将更加灵活，基于精确实时数据和资产负债表传导等因素决断，并更注重2%通胀目标公信力。会议声明移除大量前瞻性内容，联储目标表述较先前就业与通胀的双重目标变为“致力于实现物价稳定”的单一表述，显示联储立场明显转鹰。点阵图预测年内将加息一次，为本次会议主要鹰派信号。但联储实际政策立场可能更为温和，一方面加息与不加息票委均为9票平票，另一方面今年有投票权的关键票委立场更偏向鸽派。沃什记者会没有回答任何前瞻性问题，并刻意呈现双向平衡，强调通胀目标的同时淡化了加息预期共识度。他将成立5个新工作组改革联储未来政策框架。减少前瞻性指引一方面将给予联储更高灵活性和更快政策反应，但也将明显增加市场波动率，因市场需要围绕利率路径反复定价，前端利率、美元和高估值权益资产波动或更为明显。期限溢价将上升，利率曲线可能走向熊平，美元短期内将小幅走强，贵金属将承压。我们仍认为联储年内加息可能较低，当前联储更多是通过鹰派沟通来引导市场重新定价利率路径，借助金融条件收紧提前实现部分加息效果。随着下半年美国经济放缓和通胀回落，我们认为政策宽松预期有机会大幅上升。

- **会议声明移除大量前瞻性内容，新增鹰派表态：**沃什上任后首份联储声明删去大量内容，仅保留政策利率投票结果和对目前经济和通胀的事实性描述，前瞻性展望被大量删去，符合沃什减少联储对市场的政策引导、淡化对利率路径的预先承诺的政策立场。相较先前“实现最大就业并推动通胀回归2%”的双重目标表述，新声明最关键变化是变为“联储将致力于实现物价稳定”的单一目标表述，显示联储立场明显转鹰。但鹰派倾向被可以设置了缓冲，对通胀表述提到了能源供给冲击的原因，显示联储仍有机会无视油价的一次性冲击；政策利率保持在3.5-3.75%不变，同时强调将保持银行系统准备金合理充裕，意味着短期内联储缩表可能性较低；对经济的判断为增长保持稳健，生产率和资本支出强劲，就业市场保持稳定。
- **点阵图预测年内将加息一次，但关键票委立场均偏鸽派：**6月点阵图关键变化为对2026年货币政策的预测从降息1次变为加息1次：19票中支持加息与不加息各9票平票，沃什本人未投票。加息票中3票支持加息25个基点，5票支持50个基点，1票支持75个基点。其余8张支持维持不变和1张支持降息25个基点；对26年经济增速预测从3月的2.4%降至2.2%，仍高于潜在经济增速，对失业率预测从4.4%降至4.3%，显示联储判断经济和就业市场仍有韧性，降息门槛抬高；对26年PCE和核心PCE预测均从2.7%大幅升至3.6%与3.3%，27与28年核心通胀预测也随之上调0.3和0.1个百分点，显示联储不再将通胀反弹视为暂时性现象。整体来看，点阵图体现联储的鹰派转向和票委间的大幅分歧。从历史经验来看，点阵图对货币政策的实际走向的预测准确度较低。另外，本年有投票权的12位票委中大部分立场偏向鸽派，包括Powell、Waller、Bowman、Williams和Jefferson等理事和副主席等，意味着联储真实政策立场较点阵图更为温和。
- **沃什记者会展现双向平衡信息：**1) 本次发布会未提到任何具体数值，沃什没有回答任何前瞻性问题。2) 沃什对市场的展露信息刻意呈现了双向平衡：一方面，他重申将坚定恪守2%通胀目标，强调物价稳定是核心任务。他认为目前政策仅对房地产形成限制性效应，未传导至金融市场和整体经济。另一方面，他刻意淡化加息预期共识度，强调点阵图确定性较低，委员会需要更长时间消化近期的事件进展与数据变化。3) 将成立5个新工作组改革联储的政策框架：沟通机制、资产负债表、数据质量、生产率与人工智能和通胀研究框架。美联储目前的沟通与分析体系可能会被全面重估，点阵图和经济预测可能会在年内被取消。
- **联储政策框架改革对全球市场影响：**联储减少前瞻性指引，一方面将给予联储更高的政策灵活性，因前瞻性指引将导致联储票委在投票时倾向于不明显偏离先前预测，导致联储在需要政策转向时反应缓慢，如2022年联储加息时间的严重落后。另一方面也将明

显增加市场波动率，因政策反应函数将更加依赖数据且更难预测，市场需要围绕通胀、就业和利率路径反复定价，前端利率、美元和高估值权益资产波动或更为明显。对权益市场，更长更久的利率预期和上行的贴现率压力将造成长久期成长股承压。全球股市交易更加向硬件科技板块高度集中，未来市场大起大落可能更加频繁；对固收市场，期限溢价将上升，利率曲线可能走向熊平，短端利率因加息预期而大幅上行，长端利率则因联储对实现物价稳定承诺的可信度上升而涨幅受限。但短端利率定价也更为脆弱，一旦就业走弱，油价加速回落，市场可能对目前的鹰派定价迅速做出反向反应。我们预计 10 年期美债短期内将高位震荡，年底可能降至 4.1-4.2% 左右。对美元，利率抬升、联储公信力回升和鹰派信息将支撑美元指数，与中东局势缓和与油价下跌等形成对冲，美元可能短期内小幅走强至 102 后回落。对贵金属市场，黄金短期内将面临实际利率上行、联储信用改善和美元走强的逆风，但中长期看仍是对冲政府债务风险和地缘政治冲突的有效工具。

图 1: 联储会议声明变化

Recent indicators suggest that economic activity has been expanding at a solid pace. Job gains have remained low, on average, and the unemployment rate has been little changed in recent months. Inflation is elevated, in part reflecting the recent increase in global energy prices.

The Committee seeks to achieve maximum employment and inflation at the rate of 2 percent over the longer run. Developments in the Middle East are contributing to a high level of uncertainty about the economic outlook. The Committee is attentive to the risks to both sides of its dual mandate.

In support of its goals, the Committee The Federal Open Market Committee approved the following statement for release by a 12 – 0 vote:

The Committee decided to maintain the target range for the federal funds rate at 3–1/2 to 3–3/4 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, in support of the Federal Reserve's dual mandate. The Committee is strongly committed to supporting maximum employment and returning inflation to its 2 percent objective.

In assessing the appropriate stance of monetary reaffirmed its 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 of maintaining ample reserves in the banking system.

Voting for the monetary policy action were Jerome H. Powell, Chair; John C. Williams, Vice Chair; Michael S. Barr; Michelle W. Bowman; Lisa D. Cook; Philip N. Jefferson; Anna Paulson; and Christopher J. Waller. Voting against this action were Stephen I. Miran, who preferred to lower the target range for the federal funds rate by 1/4 percentage point at this meeting; and Beth M. Hammack, Neel Kashkari, and Lorie K. Logan, who supported maintaining the target range for the federal funds rate but did not support inclusion of an easing bias in the statement at this time. Economic activity is expanding at a solid pace despite elevated uncertainty that owes, in part, to the conflict in the Middle East. Productivity growth and capital investment are strong. Job gains have kept pace with the workforce, and the unemployment rate has changed little.

Inflation remains elevated relative to the Committee's 2 percent goal, in part reflecting supply shocks that have driven price increases in certain sectors, including energy. The Committee will deliver price stability.

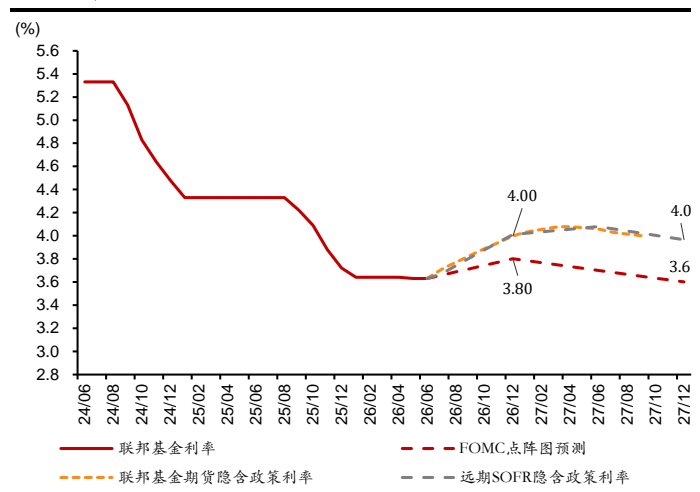
资料来源: FED, 招银国际环球市场

图 2: 联储经济预测变化

	会议日期	预测中位数			
		2026	2027	2028	中长期
实际GDP	3月	2.4	2.3	2.1	2
	6月	2.2	2.3	2.2	2
失业率	3月	4.3	4.3	4.2	4.2
	6月	4.4	4.3	4.2	4.2
PCE通胀	3月	2.7	2.2	2	2
	6月	3.6	2.3	2	2
核心PCE	3月	2.7	2.2	2	
	6月	3.3	2.5	2.1	
联邦基金利率	3月	3.4	3.1	3.1	3.1
	6月	3.8	3.6	3.4	3.1

资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 3: 降息路径预期



资料来源: Wind, 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、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。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。