

关税对通胀传导路径不明，美联储仍将继续观望

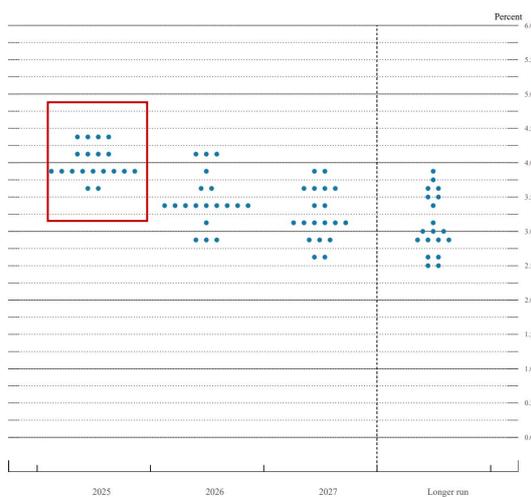
——美联储 6 月货币政策会议点评与展望

研究发展部高级副总监 白雪

事件：美东时间 6 月 18 日周三，美联储在货币政策委员会 FOMC 会后宣布，联邦基金利率的目标区间依然维持在 4.25%至 4.5%，符合市场普遍预期。本次美联储的决议相比上次大致保持不变，但提出经济前景的不确定性有所减弱。反映美联储官员对利率前景预期水平的点阵图显示，美联储官员预计今年会有两次 25 个基点的降息，和 3 月的预测完全相同，但预计今年不降息的官员增加。会后公布的经济展望显示，美联储官员本次下调了今明两年的 GDP 增长预期、上调今后三年的失业率预期、上调今后三年的 PCE 通胀以及核心 PCE 通胀预期。

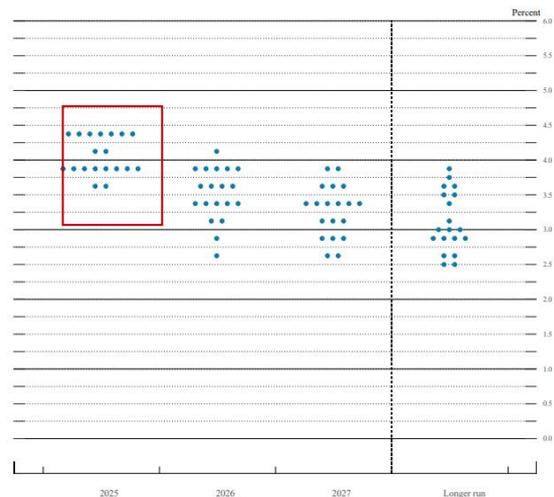
鲍威尔在记者会上表示，目前美国经济形势稳固，他对就业市场情况满意。但贸易政策和财政政策的调整仍然不确定，而加征关税可能会推高美国的价格，关税对通胀的影响可能会更加顽固，预计未来数月将出现一定幅度的通胀压力上升。他也表示，目前来看，关税的总体影响有多大、会持续多久、什么时候完全体现出来，都非常不确定。他重申，这可能会发现美联储双重职责之间的关系紧张。

图 1 2025 年 3 月利率点阵图



来源：美联储，东方金诚

图 2 2025 年 6 月利率点阵图



资料来源：美联储，东方金诚

对此，东方金诚解读如下：

在美国关税政策波动缓和的背景下，美联储认为经济下行压力总体可控，但强调未来几个月通胀将明显上行，关税对通胀的推升幅度及持续时间存在较大不确定性。

相较5月会议，本次会议声明的主要变化集中在美联储对于未来不确定性和风险的判断有所减弱，但依然不容乐观。美联储对经济前景不确定性的表述从“进一步增加”修改为“已经减弱，但仍然偏高”；此外，声明删除了有关“失业率上升和通胀上升的风险已经增加”的表述。我们认为，这主要是缘于5月以来，中美贸易关系与前期相比有所缓和，美国与包括中国在内的多个国家贸易谈判加速，有望达成阶段性协议。这表明，在经历了前期关税政策带来的大幅波动后，关税政策总体呈现缓和态势将降低对市场与经济的负面冲击和扰动：可以看到，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月水平，美国居民的通胀预期也在关税预期缓和的背景下出现回落。

此外，就业数据稳健也为美联储保持观望提供了支撑。本次会议上，鲍威尔强调降息的数据支撑不足，明确表示“劳动力市场并没有提示降息”。最新公布的美国5月非农新增就业人数有所下降、前值下修，从侧面反映出美国经济基本面温和放缓，但失业率稳定在4.2%，且在过去一年间维持在4%-4.2%之间，而这一区间正是美联储官员认为“在经济以正常、非通胀速度运行时失业率应处于的水平”，表明经济总体保持稳健；同时，5月薪资增速继续保持粘性，意味着短期内美国消费不易失速，而被视为提示衰退的前瞻性指标“萨姆规则”也连续8个月处在0.5%以下。这一系列数据表明，美国经济下行压力可控，尚未出现衰退风险，美联储立刻降息的必要性不足，为美联储在短期内保持观望态度提供了支撑。

但同时，本次会议美联储对通胀风险的担忧有所强化。鲍威尔在会后表示，预计未来几个月“通胀会出现明显上行”。相较3月，本次会议公布的利率点阵图也明显更加“鹰派”，这反映出美联储内部对于通胀问题也存在普遍担忧：虽然整体依旧维持2025年降息2次的指引不变，但预计全年不降息的官员增加3人至7人，占比升至近37%；预计两次降息的减少1人至8人，占比由47%降至42%；预计一次降息的减少2人。

我们认为，美联储对通胀风险的关注主要出于两方面原因：一方面，美联储对关税-通胀的传导机制进行了重新判断。当前美国贸易、财政等政策仍具有较高的不确定性，尽管当前关税风险有所下滑，但美联储认为其对通胀的影响可能会更加顽固，可能会造成通胀的长期上行——鲍威尔在新闻发布会上也重新修正了此前“关税对通胀影响是暂时性的”这一判断，并预计未来几个月通胀可能会出现较大上行。另一方面，近期以色列与伊朗冲突陡然升级令国际油价再次出现飙升，进一步增添了未来通胀的上行风险。

短期内，在经济基本面依然呈现韧性，而通胀还将面临明显上行压力的背景下，美联储短期内仍

难以降息；但随着关税政策的负面冲击已开始显现，美国经济、就业可能在下半年加速下行，支撑美联储年内实施2次左右的降息，最早降息时点可能在9月。

我们认为，通胀上行风险仍将是短期内制约美联储降息的主要因素，美联储需要在关税影响充分释放后，才能充分评估的关税对通胀的影响规模、程度以及持续的时间。这意味着美联储仍将继续观察几个月的数据再做出政策决策，短期内降息的可能性较低。

从通胀走势来看，尽管近两个月的通胀数据并未明显体现关税战带来的冲击，但主要是由于关税向物价的传导作用尚未显现，美国企业存在“抢进口、消耗库存、主动压缩利润”等现象暂时稀释了关税对通胀的上行压力。往后看，通胀反弹的隐忧依然较高，这主要是由于企业向消费者的价格传导过程“虽迟但到”，加之美国进口额大幅萎缩，都可能在后续推动物价进一步上行；同时，由于美国与中国以外国家的贸易谈判进展缓慢，存在后续若贸易协议未能达成、关税恢复至较高水平后，通胀反弹的可能性。考虑到关税对物价的滞后影响可能在6-7月有所体现，而更为清晰的通胀和经济状况可能要到8月CPI、非农数据公布后才能显现，因此美联储至少需要等到9月才能对通胀走势做出明确判断，在此之前难以看到实质性的降息行动。

而另一方面，当前具有充分限制性利率，以及关税政策对经济的冲击影响已开始和数据上有所体现，美国经济与就业将在下半年加速下行，美联储降息的大趋势不会变。

一方面，5月以来，消费者信心、企业调查等“软数据”快速走弱，而官方统计的“硬数据”表现较强韧性这一状况已出现了扭转迹象：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。我们认为，随着前期企业“抢进口”的逆转、库存的不断消耗，以及生产消费的透支，美国经济下行在所难免，尤其是上半年保持韧性的消费和非住宅投资，在下半年的增速可能会明显放缓，从而拖累整体经济增速，这将为9月降息提供数据支撑。

另一方面，美国劳动市场可能在下半年加速降温。从高频数据来看，截止至最新一周，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方向一致。因此，三季度若就业数据超预期放缓，也将加快美联储的降息决策。

权利及免责声明：

本研究报告及相关的信用分析数据、模型、软件、研究观点等所有内容的著作权和其他相关知识产权均归东方金诚所有，东方金诚保留一切与此相关的权利，任何机构及个人未经东方金诚书面授权不得修改、复制、逆向工程、销售、分发、储存、引用或以任何方式传播。未获书面授权的机构及人士不应获取或以任何方式使用本研究报告，东方金诚对本研究报告的未授权使用、超授权使用和非法使用等不当使用行为所造成的一切后果均不承担任何责任。

本研究报告中引用的标明出处的公开资料，其合法性、真实性、准确性、完整性均由资料提供方/及发布方负责，东方金诚对该等资料进行了合理审慎的核查，但不应视为东方金诚对其合法性、真实性、准确性及完整性提供了任何形式的保证。

本研究报告的结论，是在最初发表本报告日期当日按照东方金诚的研究流程及标准做出的独立判断，遵循了客观、公正的原则，未受第三方组织或个人的干预和影响。东方金诚可能不时补充、修订或更新有关信息，也可能发出其他与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但没有义务和责任更新本报告并通知报告使用者。

本研究报告仅用于为投资人、发行人等授权使用方提供第三方参考意见，并非是对某种决策的结论或建议；投资者应审慎使用本研究报告，自行对投资行为和投资结果负责，东方金诚不对其承担任何责任。

本声明为本研究报告不可分割的内容，任何使用者使用或引用本报告，应转载本声明。并且，相关引用必须注明来自东方金诚且不得篡改、歪曲或有任何类似性质的修改行为。