

研究报告

欢迎扫码关注
工银亚洲研究

中国工商银行 (亚洲)

东南亚研究中心

李卢霞 张润锋 杨童舒

美联储继续“按兵不动”的逻辑与前瞻

——美联储 6 月议息会议点评

阅读摘要

6 月美联储 FOMC 会议维持基准利率在 3.5%-3.75% 不变符合预期。具体看有 3 个要点：(1) **政策基调—整体更偏中性**。12 位投票委员一致同意维持利率不变、点阵图预测中位数从 3 月的年内降息一次转为维持不变或倾向加息；但对于利率预测，18 位提交预测的委员当中，9 位选择加息，8 位选择利率不变、1 位选择降息。(2) **政策范式—弱化“前瞻指引”、重塑政策框架**。会议声明篇幅大幅缩减、沃什本人未提交利率预测；提出五大工作组改革框架，**未来或关注更多决策变量、综合运用更多政策工具**。(3) **政策重心—短期对通胀风险的关注度走升**。此外，6 月经济预测摘要 (SEP) 对未来经济预期较 3 月会议较谨慎，**下修短期经济预测，通胀预期上调，对就业市场更加乐观**。

往后看，基于我们的“四边形模型”，中性情形下（中东冲突趋势性缓和），**预计 2026 年内维持利率不变可能性较大**。(1) **基本面看**，美国 GDP 增速延续韧性表现但“K 型分化”特点突出，劳动力市场数据超预期、但结构性失衡仍存，短期降息必要性不大，长期具备一定观望空间。(2) **通胀看**，能源冲击阶段性抬升通胀水平、但核心通胀整体保持稳定，二次通胀迹象初现但中东冲突趋势缓解通胀长期化预期，理论上加息对缓解供给侧扰动带来的通胀压力意义不大、亦不利于 AI 相关投资增长，短期维持观望也是稳健选择。(3) **金融条件看**，目前总体处于相对宽松且稳健状态，也意味着降息的紧迫性有限。(4) **非经济因素看**，沃什或推动美联储改变此前“较强的数据依赖、频繁的市场沟通”决策范式，并变革通胀的定义和测量方式，政策框架改革进程及效果仍需持续观察。中性条件下，**预计后续政策路径更可能表现为短期“按兵不动”，中期在政策模式变革下“相机”抉择**。

资产价格前瞻看，(1) **美元指数**：短期内预计延续偏强震荡走势，后续大概率重新缓慢走弱，持续跟踪地缘形势缓和路径、世界杯后就业数据变化、AI 投资及其商业影响、美联储政策框架改革进程，以及非美国国家增长及货币政策。(2) **美债利率**：预计短端美债利率短期内窄幅波动，美联储政策预期是核心影响变量。长端美债利率短期或维持高位震荡，4.5% 是政策敏感性较高的水平；较长时间段看，通胀中枢抬高、债务压力高企、金融秩序调整等多因素掣肘长端美债利率下行路径，关注 AI 创新应用的积极影响。

注：本报告的预测及建议只作为一般的市场评论，仅供参考，不构成任何投资建议。

本报告版权归中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心所有，并保留一切法律权利。任何机构或个人未经授权，不得以任何形式修改、复制、刊登、引用或向其他人分发。

正文

一、6月议息会议核心内容

（一）会议要点：维持利率不变符合预期，短期更加关注通胀风险，弱化“前瞻指引”、着手推动美联储政策范式改革

1. 维持利率不变、释放中性偏鹰信号，整体更偏中性，符合之前预期。美联储将联邦基准利率维持在 3.5%-3.75% 水平，为年内连续第四次维持利率不变，符合市场预期。本次 12 位投票委员一致同意维持利率不变，未出现分歧，显示出委员会在“观望”策略上达成共识。点阵图显示，半数提交预测的委员预计年内有至少加息一次，预测中位数从 3 月的年内降息一次转为维持不变或倾向加息。短期内美联储内部政策立场正向更加审慎的中性区间移动。

2. 弱化“前瞻指引”，着手重塑美联储政策范式。本次会议看，会议声明篇幅大幅精简，取消“前瞻指引”，删除包含暗示未来政策方向的倾向性措辞以及大量关于政策权衡的表述，沃什本人亦未提交点阵图利率预测，旨在降低市场对政策路径的“外推”。后续改革看，会议宣布成立五个独立工作组，分别负责美联储的沟通机制、资产负债表、数据来源、生产力与就业以及通胀框架，旨在审查现有运作领域的实践并提出改进方案，释放重塑美联储决策机制的初步思路，未来或关注更多影响因素、转向更多政策工具综合应用。工作组预计在未来几周内启动，并力争在年底前完成评

估，持续观察改革进程及效果。

3. 短期政策重心向价格稳定倾斜，关注 AI 商业影响。

会议声明指出，通胀仍高于委员会 2% 的目标，部分源于供应冲击导致能源等行业价格上涨。从最新数据看，5 月 CPI 同比已升至 4.2%，核心 CPI 同比 2.9%，PPI 同比更是高达 6.4%。在经济增长及就业市场保持阶段韧性的背景下，短期美联储的政策重心向通胀端倾斜。记者会上沃什肯定 AI 对经济供给侧的积极影响，但对时点及力度保持观望态度。

（二）经济预测（SEP）：对未来经济预期较 3 月会议较谨慎，下修短期经济预测、上调通胀预期，对就业市场更加乐观

1. 下调短期经济增速预期，将 2026 年 GDP 增速预期下调至 2.2%（3 月预测值：2.4%，下同），维持 2027 年 GDP 增速预期不变为 2.3%，上调 2028 年 GDP 增速预期至 2.2%（2.1%）。

2. 上调通胀预期，2026、2027 年 PCE 预测值分别上调至 3.6%、2.3%（2.7%、2.2%），核心 PCE 预测值同步上调至 3.3%、2.5%。

3. 未来就业市场预期略微乐观，2026、2027、2028 年失业率预期在 4.3%、4.3%、4.2%。

图 1：6 月经济预测较 3 月较谨慎

Table 1. Economic projections of Federal Reserve Board members and Federal Reserve Bank presidents, under their individual assumptions of projected appropriate monetary policy, June 2026

Percent

Variable	Median ¹				Central Tendency ²				Range ³			
	2026	2027	2028	Longer run	2026	2027	2028	Longer run	2026	2027	2028	Longer run
Change in real GDP	2.2	2.3	2.2	2.0	2.0-2.3	2.0-2.4	2.0-2.3	1.8-2.0	1.8-2.6	1.9-2.9	1.8-2.6	1.7-2.5
March projection	2.4	2.3	2.1	2.0	2.2-2.5	2.0-2.4	2.0-2.3	1.8-2.0	2.1-2.7	2.0-2.7	1.8-2.7	1.7-2.5
Unemployment rate	4.3	4.3	4.2	4.2	4.3-4.4	4.2-4.5	4.1-4.3	4.0-4.3	4.3-4.6	4.0-4.6	4.0-4.4	3.8-4.5
March projection	4.4	4.3	4.2	4.2	4.3-4.5	4.2-4.4	4.0-4.4	4.0-4.3	4.3-4.6	4.0-4.5	4.0-4.5	3.8-4.5
PCE inflation	3.6	2.3	2.0	2.0	3.5-3.7	2.2-2.5	2.0-2.1	2.0	2.7-4.1	1.9-2.8	2.0-2.3	2.0
March projection	2.7	2.2	2.0	2.0	2.6-3.1	2.0-2.3	2.0	2.0	2.3-3.3	1.8-2.4	1.9-2.2	2.0
Core PCE inflation ⁴	3.3	2.5	2.1		3.2-3.5	2.3-2.6	2.0-2.2		2.6-3.5	2.0-3.0	2.0-2.4	
March projection	2.7	2.2	2.0		2.5-2.8	2.0-2.4	2.0		2.2-3.0	2.0-2.5	2.0-2.2	
Memo: Projected appropriate policy path												
Federal funds rate	3.8	3.6	3.4	3.1	3.6-4.1	3.1-3.9	3.1-3.6	3.0-3.5	3.4-4.4	2.9-4.4	2.9-3.9	2.9-3.9
March projection	3.4	3.1	3.1	3.1	3.1-3.6	2.9-3.6	2.9-3.6	2.9-3.5	2.6-3.6	2.4-3.9	2.6-3.9	2.6-3.9

数据来源：美联储、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

二、“四边形”模型指向年内维持利率不变可能性较大，后续政策路径不确定性仍高

（一）从基本面看：GDP 增速与劳动力市场整体表现稳健，但结构性隐忧仍存，短期降息必要性有限

经济增长仍具韧性但结构分化加剧。2026 年一季度 GDP 环比折年率为 1.6%，经济韧性仍存。消费增长“K 型”特点突出，能源支出上升，通胀侵蚀实际收入（实际时薪同比已连续两个月负增），低收入群体消费受限，高收入人群依托财富效应、企业减税维持韧性，后续消费端在就业市场韧性支撑下或延续温和增长。年初以来企业投资对经济的拉动作用明显，AI 投资链有望继续支撑经济内生增长动能；前期累库去化接近尾声、补库周期或重启，能源及军工等领域的补库需求亦较高¹，但劳动力短缺、利率高企背景下传统制造业

¹ 商业与制造业领域，自 2025 年 4 季度起，美国制造业和批发业库存贡献转为正数；进入 2026 年，上述趋势延续，1 月 ISM 新订单指数升至 57.1，5 月最新数据也保持在 56.8 的较高水平；4 月洛杉矶等西海岸主要港口进口量也还是恢复增长。零售商也普遍预期第 2 季度起进口量会逐步回升。

能源领域，美国战略石油储备已经降至近 43 年来最低水平（约 3.7 亿桶），为应对潜在冲击，美国政府

回流难度仍大；高利率对房地产投资的抑制作用仍在持续，住房部门活动较为疲软。**净出口对增长的拖累效应有望趋势性减弱。**伴随贸易政策回归常规工具框架、关税政策不确定性仍存但边际影响减弱；原油与 AI 投资热潮等带动出口高增，4 月贸易逆差延续收窄。

劳动力市场增长超预期，但结构性失衡仍存。规模看，新增就业整体稳健，非农与 ADP 数据均改善。2026 年 1-5 月月均新增非农就业 11.4 万人，较 2025 年（月均新增 9.7 万人，下同）有所改善且接近 2024 年水平（12.2 万人），失业率稳定在 4.3% 附近。特别地，5 月非农新增就业 17.2 万人大幅超预期，其中休闲酒店、政府就业新增 7.0、5.2 万人。1-5 月月均 ADP 新增 7.3 万人，高于 2024 年及 2025 年水平。结构上，劳动力市场呈“弱平衡”特征。供需缺口接近弥合，2025 年下半年以来，JOLTS 职位空缺与失业人数之比（Vacancy-to-Unemployed Ratio）长期低于 1:1，2026 年 4 月仅微升至 1.03:1（761.8 万：737.3 万）。劳动力市场韧性门槛降低，一是劳动参与率持续走低，5 月为 2021 年 10 月以来新低（61.8%），失业率处于低位或部分源于劳动力退出而非就业实质改善。二是美联储近期研究²指出：**2026 年“维持失业率不变所需的就业增长水平（breakeven employment growth）”可能接近于零。**这意味着零就业增长即可维持失业率稳定，潜在增长或主要由生产率驱动。此外，

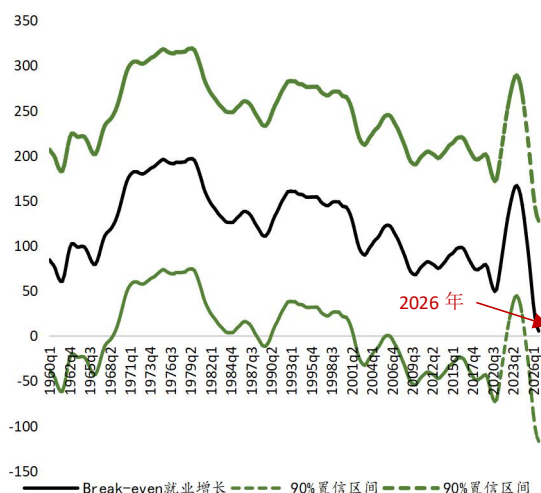
计划在未来 1 年内补充约 2 亿桶原油。同时，美国汽油库存连续 15 周下降，逼近历史最长去库记录。

此外，受中东冲突影响，美国国防预算向军工领域倾斜也会带动稀缺材料等补库需求。

² 参考美联储报告：Labor force growth, breakeven employment, and potential GDP growth。

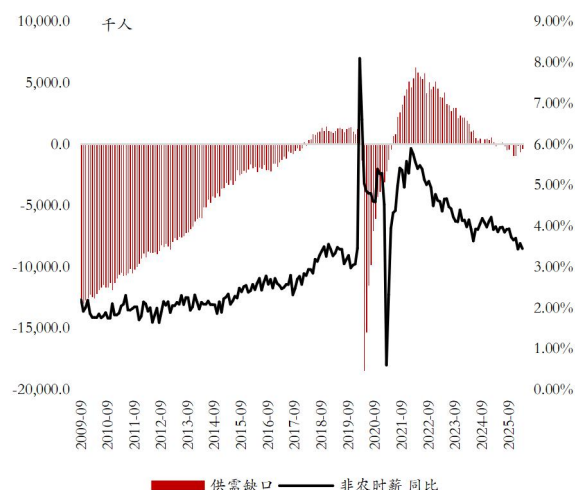
需密切关注 AI 能力边界的持续拓展，及其对劳动力替代范围与强度的潜在深化影响。

图表 2：美联储指出，为使失业率不变所需就业增长水平可能接近于 0



数据来源：美联储、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

图表 3：劳动力市场平衡呈“弱平衡”特征



数据来源：WIND、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

（二）从通胀看：通胀受能源冲击阶段性升温，但核心通胀有一定黏性，短期维持观望是稳慎选择

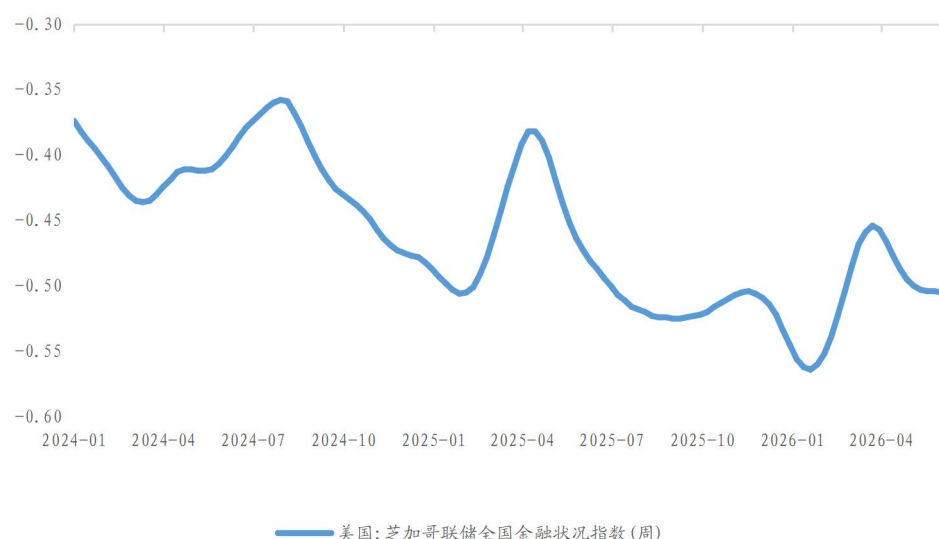
通胀受中东能源冲击阶段性升温。2026 年 3 月以来通胀持续走高，5 月 CPI 同比 4.2%(前值 3.8%)，核心 CPI 为 2.9%(前值 2.8%)，本轮上行主要由能源价格驱动，5 月能源价格指数涨幅占当月整体价格指数涨幅的 60%以上。核心通胀总体保持稳定，核心商品平稳、核心服务温和增长，且伴随美伊即将签署谅解备忘录、油价中枢料延续走低，核心通胀暂未失速、通胀预期预期走低，均不支持短期加息。但运输服务价格已显示一定通胀二次传导迹象，剔除能源影响的 4 月的核心 PCE 仍处 3.3%、显著高于政策目标，也不支持重回

降息通道。**理论上**，加息难以缓解供给扰动引致的通胀压力；加息同时也将掣肘 AI 等投资增长。**综合考虑**，当前维持观望是稳慎的政策选择。

（三）从金融条件看：市场流动性环境总体宽松稳健，短期降息迫切性不大

2025 年 12 月再度降息以来，金融状况总体维持宽松。货币市场利率方面，美国担保隔夜融资利率（SOFR）的隔夜、1 个月、3 个月期限利率均呈现窄幅震荡走势，隔夜 SOFR 在 3.6% 附近波动。银行体系流动性方面，**存款准备金占商业银行总资产比率**近半年以来在“充裕”区间³下限（12%）附近波动。**芝加哥金融条件指数**6 月读数⁴为 -0.51 仍处于负值区间，反映流动性相对宽松。

图表 4：芝加哥金融条件指数仍处于负值区间

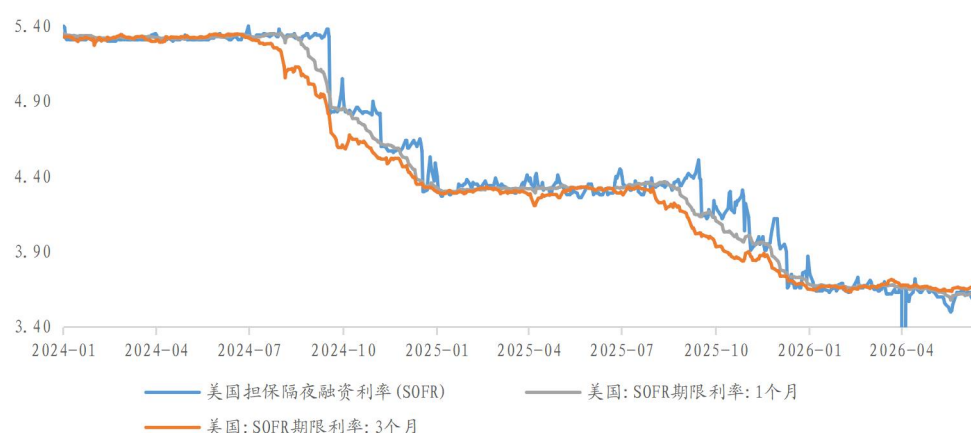


数据来源：WIND、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

³ 根据纽约联储，准备金占商业银行总资产比率处在 12%-13% 以上为充裕（abundant），8%-10% 以下则为缺乏（scarce），在此之间一般认为是适度充裕（ample）。

⁴ 截至 2026 年 6 月 5 日数据。

图表 5：各期限 SOFR 利率区间震荡



数据来源：WIND、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

（四）从非经济因素看：美联储新任主席弱化前瞻指引，推动政策范式变革，中长期看政策“相机”空间仍大

本次会议沃什删除此前声明中的前瞻指引，本人未提交点阵图预测。沃什上任后首次引入完全来自外部保守派智库、且专长于财政与社保领域的顾问，结合此次引入的五个工作组，旨在对美联储数据输入、政策抉择、市场沟通等流程进行改革，与沃什此前“改革导向的美联储”⁵相呼应，预示其对美联储此前“较强的数据依赖、频繁的市场沟通”决策范式的改变。除了主张减少美联储官员的公开讲话频率，淡化点阵图等过度精细的指引外，沃什主张以截尾均值 PCE 替代核心 PCE⁶作为衡量通胀的主要依据，并引入 AI 从供给侧降

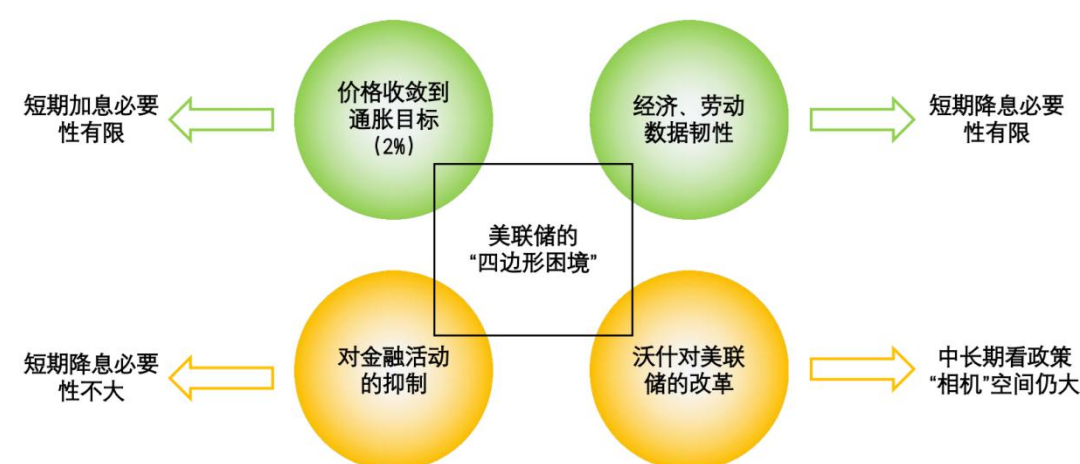
⁵ 就任仪式上，沃什称“I will lead a reform-oriented Federal Reserve, learning from past successes and mistakes both, escaping static frameworks and models, and upholding clear standards of integrity and performance”，意在改革僵化的框架及模型。

⁶ 沃什将美联储沿用多年的核心 PCE 称为 “rough swag”（粗略估算），认为它留下了太多一次性扭曲未被处理。

低通胀的视角⁷。也即，未来政策或从“应加息还是降息”的技术操作转变为“通胀应该如何被定义和测量”⁸，并关注更多影响因素和政策工具。

综合看，在地缘与政策博弈不确定性仍存、技术创新影响仍待观察等背景下，美联储短期料延续“观望”，对后续政策路径预留更多“相机”空间、并着力推动政策范式改革。

图表 6：“四边形”模型指向短期内维持政策利率不变、长期渐进式宽松



数据来源：美联储、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

三、金融资产价格走势前瞻

1. 美元：短期内预计延续偏强震荡走势，3 季度后大概率重新缓慢走弱，关注不确定性因素的或有扰动。

会议后美元指数涨 0.57%⁹，报 100.03 点。短期内，美元一方面受中东形势缓和、避险需求降温压制，另一方面受

⁷ 记者会上，沃什虽然表示 AI 的影响具有不确定性，称“它既充满巨大机遇，也充满风险”、“难以判断这些投资何时以及在多大程度上会转化为经济供给侧的增益”，但肯定了 AI 的积极作用，“人工智能相关投资，包括对数据中心和基础设施的支出，已经在提振经济活动，并在 GDP 数据中有所体现”。

⁸ 事实上，第三个工作组（数据工作组）的工作内容即包括“评估新的信息来源、考虑改进数据收集的方法论”。

⁹ 统计时段为自北京时间 2026 年 6 月 18 日凌晨 1 点 0 分（美元指数报 99.46 点）起至上午 9 点（美元指数报 100.03 点）。

AI 投资意愿仍强，世界杯对美国就业、零售（尤其是旅游酒店、餐饮住宿行业）的脉冲式提振¹⁰。综合看，美元指数大概率延续偏高位震荡走势。

后续随着地缘形势趋势缓和、资金回流风险资产，特别是若美伊谅解备忘录的相关细节超预期且通航顺利，则来自加息预期、避险情绪的支撑力量预计逐步减弱。尤其是进入三季度，世界杯结束、事件式增长动能特别是就业提振效应边际放缓，若 AI 投资增速放缓、商业领域积极影响不及预期，市场充分减弱后续美联储加息预期，美元将重新趋势性走弱。但若下半年出现美国通胀回落路径不畅、AI 投资及其积极商业影响加速显现、美联储内部出现重大分歧等预期外事件，不排除美元延续偏强走势的可能。亦需关注欧日央行增长及货币政策调整对美元指数走势的技术性影响。

2. 美债：短期内预计短端利率窄幅波动、长端利率高位震荡，4.5%是政策敏感性较高的利率水平；多因素掣肘后续长端美债利率下行路径。

会议后美债利率上行，短端（+9.9BP¹¹）上行幅度大于长端（+3.6BP）。短期内，地缘扰动主要发达经济体央行鹰派转向，随着日央行、欧央行加息靴子落地的同时释放偏鸽信号¹²，美联储综合权衡后延续观望，中东形势趋势缓和，美债利率进一步大幅走高概率有限（详见前期报告《发达经

¹⁰ 美国 5 月非农数据已受到世界杯筹备的明显提振。

¹¹ 统计时段同美元指数。

¹² 日央行 6 月会议加息 25BP 的同时放缓 QT 速度，且副行长表态若国债利率显著上升将考虑购债；欧央行 6 月会议加息 25BP 的同时，官员否认“预设利率路径”、否认“预防性加息”。

济体债市波动透视及前瞻》)。具体看，**短端利率**对政策预期更为敏感，在基准利率“不升不降”、通胀尚未回落的背景下预计窄幅波动，待加息预期减弱后方逐步回落。**长端利率**则受期限溢价与供需结构主导，在财政赤字维持高位、国债供给压力持续及海外配置需求存在不确定性的情况下，或延续在 4.5%附近高位震荡格局。

较长时间段看，通胀中枢抬高、债务压力高企、金融秩序调整等多因素掣肘长端美债利率下行路径，关注 AI 创新应用的积极影响。