

偏鷹的美联储会议或未计入 5 月 通胀数据的超预期放缓

金晓雯, PhD, CFA

首席宏观分析师

xiaowen_jin@spdbi.com

(852) 2808 6437

2024 年 6 月 13 日

浦銀國際

数据点评

偏鷹的美联储会议或未计入 5 月通胀数据的超预期放缓

6 月美联储会议决定继续维持政策利率不变, 我们认为整体论调偏鷹。会议 [声明](#) 对利率政策的表述和 5 月会议相比, 仅修改两处——一是不再说“降通胀缺乏进一步进展”, 而改称“取得适度的进一步进展”。二是删除了关于缩表计划的措辞, 因为缩表已然开启。尽管如此, 季度经济预测更新 (SEP) 凸显美联储较鷹派立场:

- 1. 美联储维持今年 GDP 和失业率预测不变, 但调高 PCE 和核心 PCE 预测各 0.2 个百分点**——我们对美联储上调通胀预测并不意外, 然而在一季度 GDP 增速明显走弱, 且失业率目前已经达到 4% 的情况下维持两者全年预测按兵不动意味着美联储对经济增长和劳动力市场韧性似乎仍较为自信。鲍威尔在 [记者发布会](#) 中表示, 劳动力市场的状况已经回到疫情前水平, 处于相对紧张但不过热的状态。美联储预计劳动力市场的强劲表现将持续。然而我们仍认为高利率环境或显著拉低经济增速和收紧就业市场。对于明年起的预测, SEP 上调 2025、2026 和长期失业率预测各 0.1 个百分点, 上调明年 PCE 和核心 PCE 预测各 0.1 个百分点, 但是维持 GDP 预测不变。
- 2. 美联储超预期下调今年降息幅度预测至 25 个基点**——相比 3 月会议预计的 75 个基点降息预测, 下调幅度高达 50 个基点, 超出市场和我们预期的 25 个基点下调幅度。其中 4 位议息会官员认为今年不会降息 (3 月会议为 2 位), 7 位认为将有一次降息 (2 位), 8 位认为还有两次降息 (5 位), 无人认为还有三次降息 (9 位)。此外, SEP 上调了 2025 年和 2026 年降息幅度 (6 月: 100 个基点, 3 月: 75 个基点), 但将长期政策利率 (也可以理解为中性利率) 预测上调 0.2 个百分点到 2.8%。

尽管经济预测更新偏鷹, 我们认为这一预测或并未计入 5 月通胀数据的超预期下行——在发布会上, 鲍威尔似乎试图弱化偏鷹的点阵图预测, 暗示大部分议息官员的投票或并未考虑刚刚同日发布的通胀数据。SEP 仅仅是基于议息官员们就目前数据对未来经济运行的判断, 此后会随着经济状况变化而变化, 并不代表美联储的实际降息计划。鲍威尔表示欢迎 4-5 月通胀的放缓, 但是美联储还需要更多数据来判断这一趋势是否将会持续。尽管通胀和就业目标的平衡向好, 美联储认为在经济前景仍存在不确定性的情况下, 仍需警惕通胀风险。

美国通胀 5 月超预期下滑。环比来看, 核心通胀下滑至 0.16% (4 月: 0.29%), 低于市场预期 (0.3%)。整体 CPI 环比增速显著下滑 0.3 个百分点到 0.01% (预期 0.1%), 主要得益于能源价格的显著下跌 (-2%), 食品价格涨幅有所扩大。按同比看, 美国整体 CPI 也下降 0.1 个百分点到 3.3%, 核心 CPI 下降 0.2 个百分点到 3.4% (图表 2)。



扫码关注浦銀國際研究

然而数据细节差于整体读数，波动项目对核心通胀环比增速下滑贡献颇多，住房相关 CPI 韧性仍在（图表 3）：

- 核心商品价格环比继续下跌，但是跌幅略微收窄（5 月：-0.04%，4 月：-0.11%）。这主要受益于 4 月下跌的运输和家用家具环比通胀率的改善。尤其是和运输价格最为相关的二手车价格环比通胀率超出我们预期，从 4 月的-1.4%转正至 0.6%（图表 4）。
- 住房价格环比增速 5 月维持基本稳定（在 0.4%）。其中主要居所租金上升 0.04 个百分点到 0.39%，业主等价租金微升 0.01 个百分点到 0.43%，外宿环比价格跌幅略微收窄（5 月：-0.1%，4 月：-0.16%）。
- 超级核心服务（剔除住房外的核心服务）环比 CPI 增速意外转负（5 月：-0.05%，4 月：0.46%）。其中运输服务环比价格大跌是主要推动力。除了因为油价大跌而跌幅扩大的机票价格之外（5 月：-3.57%，4 月：-0.81%，图表 5），汽车保险价格环比跌-0.12%（4 月：+1.76%），创下了 29 个月以来的首次环比价格下降。此前该项目的改善是超级核心服务 CPI 居高不下的主要因素之一。娱乐服务环比 CPI 亦转负至-0.21%（4 月：0.34%）。不过以上两个分项历来波动较大，其下跌或并不能持久。此外，其他个人服务环比 CPI 亦大跌 1.6 个百分点到-0.7%。但是，医疗护理服务环比 CPI 依然维持韧性。

与此同时，上周五发布的非农就业报告好于市场预期。除了超预期增长的非农新增就业之外（图表 8），此前已连续 3 个月下行的时薪同比增速在 5 月录得反弹（图表 9）。然而与此同时，失业率再升 0.1 个百分点到 4%（图表 10）。家庭调查数据显示 5 月就业减少 40.8 万人，两种调查口径下自 2023 年起累计新增就业数据差距再次扩大（图表 11）。此外，JOLT 职位空缺/失业人数的比率 4 月下跌至 1.24，无限接近疫情前的 2019 年平均（1.19）。整体而言，我们认为劳动力市场数据会继续收紧、甚至加速收紧，但是诸如 5 月的就业报告将动摇美联储短期的降息决心。

连续 2 个月下跌的通胀数据有助于提振美联储对通胀下行的信心，但 5 月通胀数据的一些细节意味着核心通胀温和下行的道路或仍有波折。尽管我们最为关注的核心服务价格环比 5 月大跌，然而作为推动力之一的运输和服务价格波动较大，可持续性存疑，尤其在 5 月时薪同比增速有所加快的背景下。此前，我们曾对 4 月住房价格的略微回落深感欣慰，并判断根据房价和房租价格的历史规律（图表 6），今年下半年大部分时候房租 CPI 有望下降。然而 5 月住房 CPI 的小幅回升意味着该项目或仍有波动。此外，尽管本月核心商品 CPI 环比跌幅的收窄主要是因为波动项二手车价格的改善，但是我们之前提到的中期商品价格的上行风险仍不可小觑。总而言之，我们仍然相信在劳动力市场继续收紧、实体经济数据陆续走弱的背景下，核心通胀将温和下行，但其过程或仍有波折。相反地，如果劳动力市场和实体经济数据韧性继续维持，那么仍可能触发二次通胀。

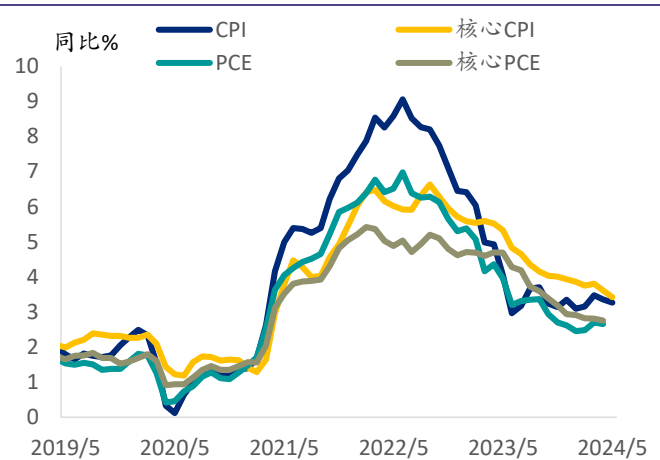
我们维持今年9月开始降息的预测不变,但承认风险更偏向延迟降息。鉴于超预期的非农数据和美联储会议声明,我们认为7月降息的可能性已经微乎其微。尽管美联储似乎对经济增速和劳动力市场维持韧性较有信心,我们仍认为高利率环境或显著拉低经济增速和收紧就业市场。基准情况下我们依然预测下半年有50个基点的降息,从9月开始降息。然而如果通胀、劳动力市场和实体经济数据继续全面维持强劲,那么我们也不能排除降息会延后至四季度(概率:35%,此前为30%),甚至全年没有降息的可能性(概率:10%)。

风险提示: 美联储未及时对经济走弱做出反应而引起经济衰退,提早降息导致通胀率居高不下和经济过热,地缘政治风险推升通胀。

图表 1: FOMC 季度经济预测更新大幅下调今年降息预测

单位 (%)		2024	2025	2026
实际 GDP 同比增速	6 月	2.1	2.0	2.0
	3 月	2.1	2.0	2.0
失业率	6 月	4.0	4.2	4.1
	3 月	4.0	4.1	4.0
PCE 同比增速	6 月	2.6	2.3	2.0
	3 月	2.4	2.2	2.0
核心 PCE 同比增速	6 月	2.8	2.3	2.0
	3 月	2.6	2.2	2.0
联邦基金利率	6 月	5.1	4.1	3.1
	3 月	4.6	3.9	3.1

资料来源: CEIC, 浦银国际

图表 2: 美国整体和核心 CPI 同比 5 月继续下行


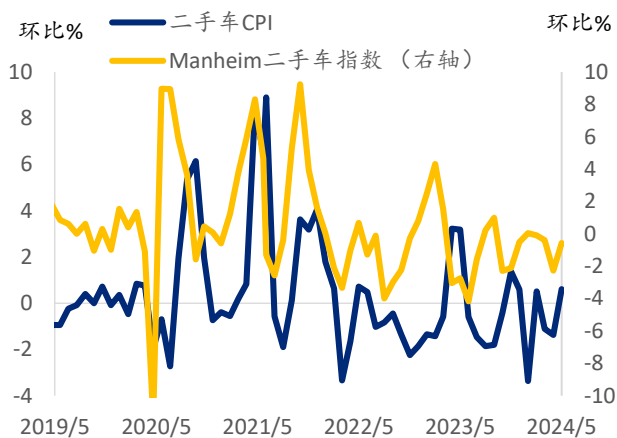
资料来源: CEIC, 浦银国际

图表 3: 美国 CPI 各分项环比增速和环比贡献

	环比 (%)			权重 (%)	环比贡献 (%)
	24 年 5 月	24 年 4 月	24 年 3 月		
CPI	0.01	0.31	0.38	100.0	0.01
食品	0.14	0.02	0.10	13.4	0.02
能源	-2.03	1.12	1.13	7.0	-0.14
核心 CPI	0.16	0.29	0.36	79.6	0.13
- 商品	-0.04	-0.11	-0.15	18.6	-0.01
家用家具和供给	0.03	-0.39	-0.12	3.5	0.00
服装	-0.34	1.20	0.65	2.6	-0.01
运输	-0.07	-0.72	-0.47	6.0	0.00
医疗护理	1.28	0.45	0.16	1.5	0.02
娱乐商品	-0.15	-0.03	-0.46	2.1	0.00
教育和通讯商品	-1.63	0.05	-1.16	0.8	-0.01
酒精饮料	0.12	0.06	0.09	0.8	0.00
其它	0.47	-0.15	0.22	1.4	0.01
- 服务	0.22	0.41	0.52	61.1	0.13
住房	0.40	0.38	0.42	36.2	0.15
主要居所租金	0.39	0.35	0.41	7.6	0.03
外宿	-0.10	-0.16	0.08	1.5	0.00
业主等价租金	0.43	0.42	0.44	26.7	0.12
核心服务扣除住房	-0.05	0.46	0.68	24.8	-0.01
医疗护理	0.34	0.45	0.56	6.5	0.02
运输	-0.50	0.86	1.52	6.5	-0.03
娱乐	-0.21	0.34	0.06	3.2	-0.01
教育和通讯商品	0.26	0.23	0.20	5.0	0.01
其它个人服务	-0.70	0.94	1.26	0.9	-0.01

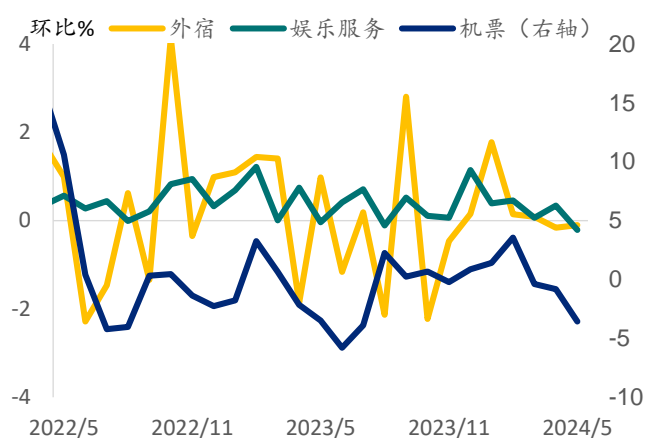
资料来源: Wind, 浦银国际

图表 4: 二手车 CPI 本月反弹, 帮助核心商品环比价格跌幅收窄



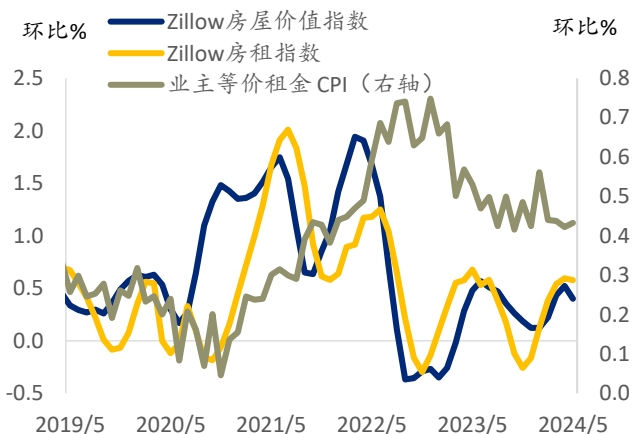
资料来源: Manheim, CEIC, 浦银国际

图表 5: 机票和娱乐服务的价格变动较大, 其下跌或不可持续



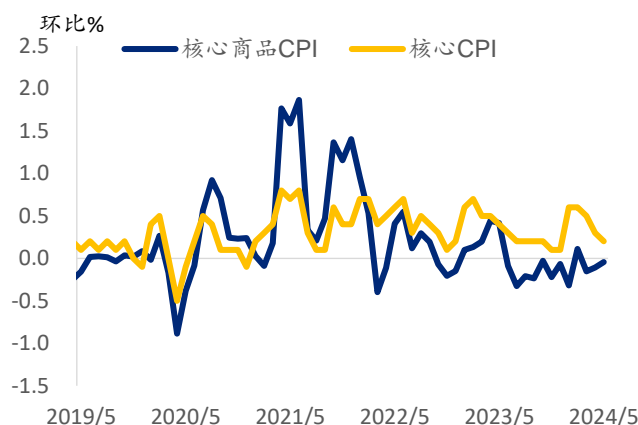
资料来源: CEIC, 浦银国际

图表 6: 房租 CPI 一般滞后于 Zillow 房价和房租指数约 1 年



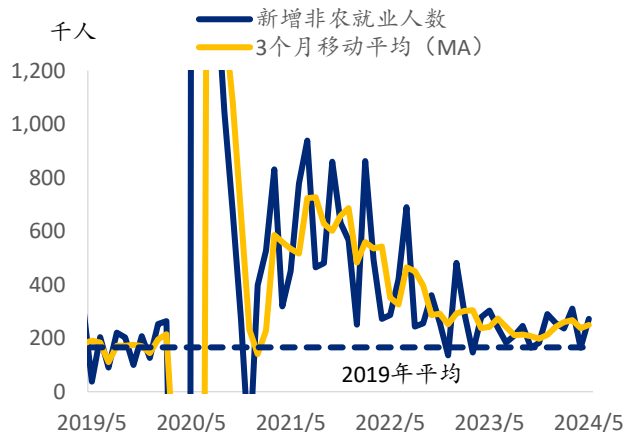
资料来源: Zillow, CEIC, 浦银国际

图表 7: 需警惕核心商品 CPI 的潜在上行风险



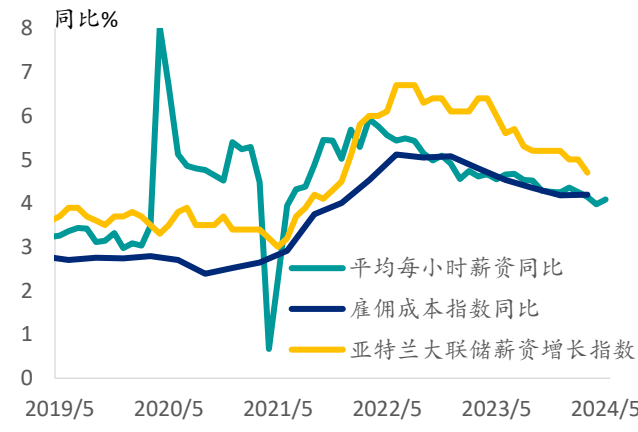
资料来源: CEIC, 浦银国际

图表 8: 5 月新增非农就业人数超市场预期



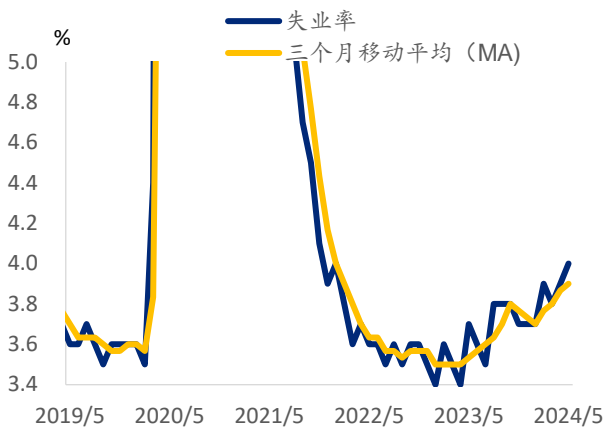
资料来源: CEIC, 浦银国际

图表 9: 时薪同比增速 5 月意外加快, 终结此前连续三个月下跌走势



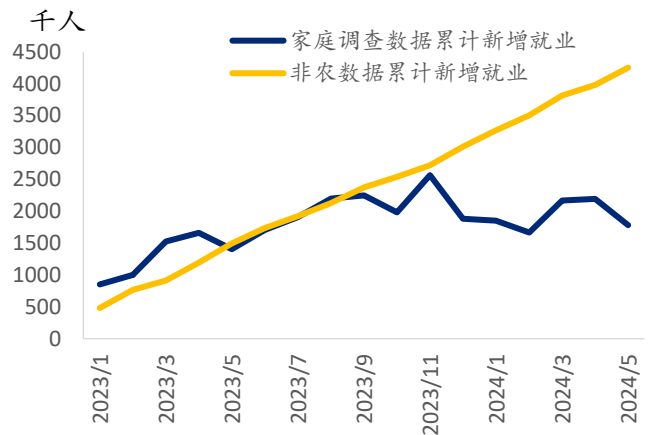
资料来源: CEIC, 浦银国际

图表 10: 失业率再上行 0.1 个百分点到 4%



资料来源: CEIC, 浦银国际

图表 11: 两种调查口径下自 2023 年起累计新增就业数据差距再次扩大



资料来源: CEIC, 浦银国际

图表 12: 近期相关报告列表

日期	报告标题和链接
2024 年 5 月 30 日	2024 年中期宏观经济展望: 平波缓进, 渐入佳境
2024 年 5 月 16 日	4 月美国通胀放缓, 或有助于美联储提升降息信心
2024 年 5 月 6 日	月度宏观洞察: 探究美联储的降息逻辑变化
2024 年 5 月 2 日	5 月美联储会议点评: 何时降息取决于经济数据
2024 年 4 月 11 日	3 月通胀数据和美联储会议纪要点评: 降息或被延迟至三季度
2024 年 3 月 26 日	月度宏观洞察: 美联储预计的软着陆可以实现吗?
2024 年 3 月 21 日	3 月鸽派美联储会议意味着降息或仍从二季度开启
2024 年 3 月 13 日	美国 2 月通胀维持韧性, 对降息决议影响或较为中性
2024 年 3 月 4 日	月度宏观洞察: 美国经济软着陆或变成硬着陆?
2024 年 2 月 1 日	月度宏观洞察: 政策或是决定经济走势的关键所在
2024 年 2 月 1 日	美联储 1 月会议基本打消 3 月降息预期, 首次降息或在 5 月
2024 年 1 月 12 日	美国 12 月通胀继续走强, 拉低 3 月开启降息可能性
2024 年 1 月 5 日	月度宏观洞察: 静候佳音
2023 年 12 月 14 日	12 月美联储会议体现鸽派转向, 降息要来了吗?
2023 年 12 月 13 日	美国 11 月环比通胀率反弹, 论降息或言之尚早
2023 年 12 月 1 日	2024 年宏观经济展望: 中美经济周期错位进入下半场
2023 年 11 月 7 日	月度宏观洞察: 渐入佳境
2023 年 11 月 2 日	美联储 11 月再次暂停加息, 加息结束了吗?
2023 年 10 月 13 日	美国 9 月核心通胀环比微升, 判断“加息周期已经结束”或为时过早
2023 年 9 月 26 日	月度宏观洞察: 中国政策成效初显, 美国降息预期大减
2023 年 9 月 21 日	美联储暗示今年还有一次加息, 高利率可能会持续更久
2023 年 9 月 14 日	美国 8 月核心通胀环比反弹, 四季度或还有一次加息
2023 年 9 月 1 日	月度宏观洞察: 中国期待政策继续发力, 美国加息周期未完待续
2023 年 8 月 11 日	美国 7 月通胀数据或支持跳过 9 月加息, 但并不意味着结束加息
2023 年 7 月 31 日	月度宏观洞察: 政治局会议后看下半年经济形势, 美国向软着陆继续迈进
2023 年 7 月 27 日	美联储 7 月如期加息, 加息周期未必已结束
2023 年 7 月 13 日	美国核心通胀下跌或不会动摇 7 月加息决议
2023 年 7 月 6 日	美联储 6 月会议纪要点评——至少还有两次加息
2023 年 6 月 28 日	月度宏观洞察: 中国静待政策支持, 美国警惕信贷紧缩
2023 年 6 月 5 日	2023 年中期宏观经济展望: 美国渐入衰退, 中国复苏再起

资料来源: 浦银国际

免责声明

本报告之收取者透过接受本报告(包括任何有关的附件),表示及保证其根据下述的条件下有权获得本报告,且同意受此中包含的限制条件所约束。任何没有遵循这些限制的情况可能构成法律之违反。

本报告是由从事证券及期货条例(香港法例第 571 章)中第一类(证券交易)及第四类(就证券提供意见)受规管活动之持牌法国-浦银国际证券有限公司(统称“浦银国际证券”)利用集团信息及其他公开信息编制而成。所有资料均搜集自被认为是可靠的来源,但并不保证数据之准确性、可信性及完整性,亦不会因资料引致的任何损失承担任何责任。报告中的资料来源除非另有说明,否则信息均来自本集团。本报告的内容涉及到保密数据,所以仅供阁下为其自身利益而使用。除了阁下以及受聘向阁下提供咨询意见的人士(其同意将本材料保密并受本免责声明中所述限制约束)之外,本报告分发给任何人均属未经授权的行为。

任何人不得将本报告内任何信息用于其他目的。本报告仅是为提供信息而准备的,不得被解释为是一项关于购买或者出售任何证券或相关金融工具的要约邀请或者要约。阁下不应将本报告内容解释为法律、税务、会计或投资事项的专业意见或为任何推荐,阁下应当就本报告所述的任何交易涉及的法律及相关事项咨询其自己的法律顾问和财务顾问的意见。本报告内的信息及意见乃于文件注明日期作出,日后可作修改而不另通知,亦不一定会更新以反映文件日期之后发生的进展。本报告并未包含公司可能要求的所有信息,阁下不应仅仅依据本报告中的信息而作出投资、撤资或其他财务方面的任何决策或行动。除关于历史数据的陈述外,本报告可能包含前瞻性的陈述,牵涉多种风险和不确定性,该等前瞻性陈述可基于一些假设,受限于重大风险和不确定性。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映浦银国际证券的立场。浦银国际控股有限公司及其附属公司、关联公司(统称“浦银国际”)及/或其董事及/或雇员,可能持有在本报告内所述或有关公司之证券、并可能不时进行买卖。浦银国际或其任何董事及/或雇员对投资者因使用本报告或依赖其所载信息而引起的一切可能损失,概不承担任何法律责任。

浦银国际证券建议投资者应独立地评估本报告内的资料,考虑其本身的特定投资目标、财务状况及需要,在参与有关报告中所述公司之证券的交易前,委任其认为必须的法律、商业、财务、税务或其它方面的专业顾问。惟报告内所述的公司之证券未必能在所有司法管辖区或国家或供所有类别的投资者买卖。对部分的司法管辖区或国家而言,分发、发行或使用本报告会抵触当地法律、法则、规定、或其它注册或发牌的规例。本报告不是旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。

美国

浦银国际不是美国注册经纪商和美国金融业监管局(FINRA)的注册会员。浦银国际证券的分析师不具有美国金融监管局(FINRA)分析师的注册资格。因此,浦银国际证券不受美国就有研究报告准备和分析师独立性规则的约束。

本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法规则 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。

英国

本报告并非由英国 2000 年金融服务与市场法(经修订)(「FSMA」)第 21 条所界定之认可人士发布,而本报告亦未经其批准。因此,本报告不会向英国公众人士派发,亦不得向公众人士传递。本报告仅提供给合格投资者(按照金融服务及市场法的涵义),即(i)按照 2000 年金融服务及市场法 2005 年(金融推广)命令(「命令」)第 19(5)条定义在投资方面拥有专业经验之投资专业人士或(ii)属于命令第 49(2)(a)至(d)条范围之高净值实体或(iii)其他可能合法与之沟通的人士(所有该等人士统称为「有关人士」)。不属于有关人士的任何机构和个人不得遵照或倚赖本报告或其任何内容行事。

本报告的版权仅为浦银国际证券所有,未经书面许可任何机构和人士不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用,浦银国际证券对任何第三方的该等行为保留追述权利,并且对第三方未经授权行为不承担任何责任。

权益披露

- 1) 浦银国际并没有持有本报告所述公司逾 1%的财务权益。
- 2) 浦银国际跟本报告所述公司在过去 12 个月内并没有任何投资银行业务的关系。
- 3) 浦银国际并没有跟本报告所述公司为其证券进行庄家活动。

评级定义

证券评级定义:

“买入”: 未来 12 个月, 预期个股表现超过同期其所属的行业指数

“持有”: 未来 12 个月, 预期个股表现与同期所属的行业指数持平

“卖出”: 未来 12 个月, 预期个股表现逊于同期其所属的行业指数

行业评级定义 (相对于 MSCI 中国指数):

“超配”: 未来 12 个月优于 MSCI 中国 10%或以上

“标配”: 未来 12 个月优于/劣于 MSCI 中国少于 10%

“低配”: 未来 12 个月劣于 MSCI 中国超过 10%

分析师证明

本报告作者谨此声明: (i) 本报告发表的所有观点均正确地反映作者有关任何及所有提及的证券或发行人的个人观点, 并以独立方式撰写; (ii) 其报酬没有任何部分曾经, 是或将会直接或间接与本报告发表的特定建议或观点有关; (iii) 该等作者没有获得与所提及的证券或发行人相关且可能影响该等建议的内幕信息 / 非公开的价格敏感数据。

本报告作者进一步确定 (i) 他们或其各自的关联人士 (定义见证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则) 没有在本报告发行日期之前的 30 个历日内曾买卖或交易过本报告所提述的股票, 或在本报告发布后 3 个工作日 (定义见《证券及期货条例》(香港法例第 571 章)) 内将买卖或交易本文所提述的股票; (ii) 他们或其各自的关联人士并非本报告提述的任何公司的雇员; 及 (iii) 他们或其各自的关联人士没有拥有本报告提述的证券的任何金融利益。

浦银国际证券财富管理团队

王玥

emily_wang@spdbi.com

852-2808 6468

浦银国际证券有限公司

SPDB International Securities Limited

网站: www.spdbi.com

地址: 香港轩尼诗道 1 号浦发银行大厦 33 楼

