

## 降息渐近，但短期仍需等待： 6月FOMC会议点评

### 团队成员

#### 事件：

6月13日，美联储公布6月议息会议结果，维持联邦基金利率5.25%-5.5%不变，符合市场预期。

#### 投资要点：

利率决议维持利率不变、符合市场预期，增量信息有限，对去通胀的表述较5月更乐观：（1）维持利率不变：6月决议连续第七次会议不加息，符合市场预期；（2）6月开始放慢缩表：5月已有预告，按此前计划推进；（3）对去通胀的表述边际乐观：将“近几个月，在实现委员会2%的通胀目标方面，缺乏进一步的进展”改为了“取得了适度的进一步进展”，较5月更为乐观，而稍早公布的略低于预期的5月通胀数据，同样说明美联储在去通胀的进程下较此前取得一定进展。

鲍威尔讲话总体略偏鹰，强调已经在就业和通胀上取得进展，而通胀虽然已经实质性地放缓，但仍然太高，已有数据尚不足给美联储降息带来信心：（1）利率：通胀已实质性放缓，但仍然太高，需要更多数据以提振美联储降息信心；（2）通胀：5月数据意味着走在正确的方向，但需观察这一数据对风险平衡性的意义；（2）就业：劳动力市场已回到疫情前水平，处于相对紧张但不过热状态。其强劲表现有望延续，但仍在降温中。

经济预测上调通胀预期，点阵图隐含的降息指引收紧：（1）与3月相比，6月美联储SEP维持经济增速预期不变，但明显上调通胀预期：2024年PCE预测上调（2.4%→2.6%），2025年同样上调（2.2%→2.3%）。意味着在美联储眼中，在经济韧性仍较强的背景下，2024年通胀仍较难接近2%目标；（2）6月点阵图较3月给出的降息指引明显收紧，由全年降息3次收窄至全年降息1-2次左右：其中，7人支持降息一次，8人支持降息两次，较3月降息3次的中位数明显收窄，表明FOMC委员对于降息较为审慎。

9月降息预期升温，但仍需更多数据验证，警惕降息预期再度推后的可能性：（1）低于预期的5月通胀数据发布后，市场反应积极，美股美债大涨，CME利率期货隐含的9月首次降息概率进一步提升，全年有望降息3次。而鲍威尔讲话总体偏鹰，带动风险资产涨幅收窄；（2）往后看，随着美国经济的边际走弱，降息节点渐近，但去通胀的“最后一英里”仍然充满挑战，意味着需要再看到持续的低于预期的通胀数据，才能有望最早在9月推动美联储降息，目前仍需等待，且不排除再度后推的可能性。

风险提示：一是美国通胀下行偏慢；二是大宗商品价格上涨；三是美联储表态偏鹰等。

分析师 燕翔  
 执业证书编号：S0210523050003  
 邮箱：yx30128@hfzq.com.cn

联系人 石琳  
 邮箱：sl30332@hfzq.com.cn

### 相关报告

- 1、《通胀压力加大，降息信心不足——5月FOMC会议点评》—2024.05.02
- 2、《警惕降息预期的“假摔”——3月FOMC会议点评》—2024.03.21
- 3、《降息仍需等待：1月FOMC会议点评》—2024.02.01



## 正文目录

1	对去通胀表述边际乐观，但对美联储降息而言仍然不够.....	3
2	经济预测和点阵图：上调通胀预期，降息指引收紧.....	4
3	9月降息预期升温，但仍需更多数据验证.....	5
4	风险提示.....	6

## 图表目录

图表 1：6月和5月议息会议利率决议文本对比.....	3
图表 2：美联储官员经济预测中位数.....	4
图表 3：FOMC 会议点阵图（2024.06）.....	5
图表 4：FOMC 会议点阵图（2024.03）.....	5
图表 5：5月美国 CPI 同比降至 3.3%.....	5
图表 6：市场预期美联储最早或9月开启降息.....	6

## 1 对去通胀表述边际乐观，但对美联储降息而言仍然不够

利率决议维持利率不变、符合市场预期，增量信息有限，对去通胀的表述较5月更乐观：(1) **利率**：5月决议维持联邦基金利率 5.25%-5.5% 不变，连续七次会议不加息，符合市场预期。继续强调“实现其就业和通胀目标的风险正在更好地平衡”、“在通胀接近 2% 的信心增强之前，降息是不合适的”；(2) **购债**：如期缩表，符合市场预期。由于5月决议对缩表计划已经予以详细说明，因此并未在6月决议中展开；(3) **经济**：与5月表述类似，对经济表态仍偏积极，强调实现就业和通胀目标的风险已趋向更好的平衡，但也提到“经济前景不明朗”；(4) **通胀**：将“近几个月，在实现委员会 2% 的通胀目标方面，缺乏进一步的进展”改为了“取得了适度的进一步进展”，较5月更为乐观。而稍早公布的略低于预期的5月通胀数据，同样说明美联储在去通胀的进程下较此前取得一定进展。除此之外继续强调“委员会高度关注通胀风险，坚定致力于让通胀回到 2% 的目标”。

图表 1：6 月和 5 月议息会议利率决议文本对比

	5 月 FOMC 声明	3 月 FOMC 声明
<b>利率</b>	维持利率 5.25%-5.5% 不变。在考虑对联邦基金利率目标区间的任何调整时，委员会将仔细评估即将到来的数据、不断变化的前景和风险平衡。在通胀接近 2% 的信心增强之前，降息是不合适的。	维持利率 5.25%-5.5% 不变。在考虑对联邦基金利率目标区间的任何调整时，委员会将仔细评估即将到来的数据、不断变化的前景和风险平衡。在通胀接近 2% 的信心增强之前，降息是不合适的。
<b>购债</b>	继续减少国债、机构债和机构 MBS 持有量。	继续减少国债、机构债和机构 MBS 持有量。6 月开始，通过将每月美国国债的赎回规模上限从 600 亿美元降至 250 亿美元，委员会将放慢所持债券的减少速度。委员会将机构债和机构 MBS 的每月赎回上限保持在 350 亿美元不变，并将超过这一上限的任何本金用于对美国国债的再投资。
<b>经济</b>	最近的指标表明，经济活动继续稳步扩张。就业增长保持强劲，失业率维持低位。经济前景不明朗。过去一年中实现其就业和通胀目标的风险已更好地实现平衡。	最近的指标表明，经济活动继续稳步扩张。就业增长保持强劲，失业率维持低位。经济前景不明朗。过去一年中实现其就业和通胀目标的风险已更好地实现平衡。
<b>通胀</b>	通胀在过去一年有所缓和，但依然高企。近几个月，在实现委员会 2% 的通胀目标方面，取得了 <b>适度的进一步进展</b> 。委员会高度关注通胀风险，坚定致力于让通胀回到 2% 的目标	通胀在过去一年有所缓和，但依然高企。近几个月，在实现委员会 2% 的通胀目标方面，缺乏进一步的进展。委员会高度关注通胀风险，坚定致力于让通胀回到 2% 的目标

来源：美联储、华福证券研究所；标红为新增或修改部分

鲍威尔讲话总体略偏鹰，强调经济已经在就业和通胀方面取得相当进展，而通胀虽然已经实质性地放缓，但仍然太高，已有数据尚不足给美联储降息带来信心：(1) **利率**：通胀已经实质性放缓，但仍然太高，今年迄今的通胀数据还不足以给美联储降息的信心，需要更多数据提振信心。FOMC 开始认为，利率不会重返新冠疫情之前的水平。当前的政策立场是合理的；(2) **通胀**：如果 PCE 通胀率处于 2.6%或 2.7%，那将是不错的水平；5 月的 CPI 数据意味着走在正确的方向，能够建立信心，但必须观察这一数据对风险平衡性意味着什么；(2) **就业**：各种指标表明，劳动力市场的状况已经回到疫情前的水平，处于相对紧张但不过热的状态。FOMC 成员预计劳动力市场的强劲表现将继续，但就业市场正在降温。

## 2 经济预测和点阵图：上调通胀预期，降息指引收紧

与 3 月相比，6 月美联储 SEP 维持经济增速预期不变，但明显上调通胀预期，降息空间也明显收窄：(1) **实际 GDP 增速**：对 2024-2026 年的经济增速预测分别为 2.1%、2.0%、2.0%，与 3 月结果持平，总体仍相对乐观；(2) **失业率**：2024 年失业率中枢维持 4.0%不变，但对 2025-2026 年和长期失业率上调 0.1%，但幅度相对较小；(3) **通胀**：2024 年 PCE 预测上调 (2.4%→2.6%)，2025 年同样上调 (2.2%→2.3%)；年内核心 PCE 预测由 3 月的 2.6%升至 2.8%，意味着在美联储眼中，在经济韧性仍较强的背景下，2024 年通胀仍较难接近 2%目标；(4) **联邦基金利率**：对 2024 年预期从 4.6%提升至 5.1%，大幅收窄。

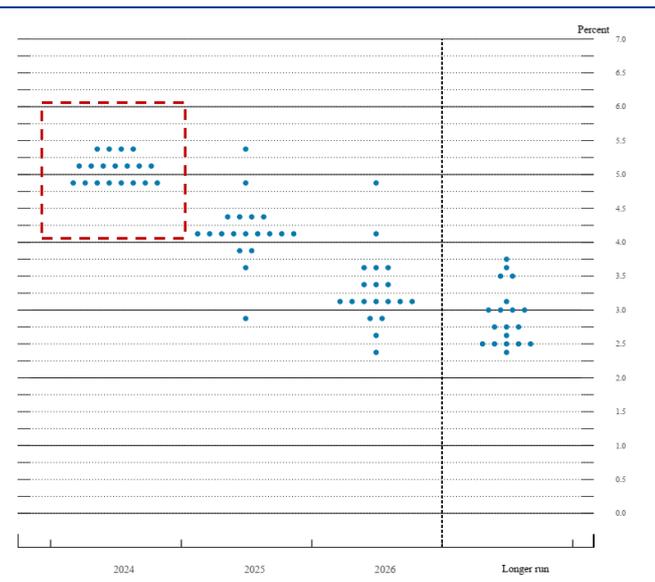
图表 2：美联储官员经济预测中位数

指标 (%)	预测时点	2024	2025	2026	长期
实际 GDP 增速	2024.06	2.1	2.0	2.0	1.8
	2024.03	2.1	2.0	2.0	1.8
失业率	2024.06	4.0	4.2	4.1	4.2
	2024.03	4.0	4.1	4.0	4.1
PCE	2024.06	2.6	2.3	2.0	2.0
	2024.03	2.4	2.2	2.0	2.0
核心 PCE	2024.06	2.8	2.3	2.0	-
	2024.03	2.6	2.2	2.0	-
联邦基金利率	2024.06	5.1	4.1	3.1	2.8
	2024.03	4.6	3.9	3.1	2.6

来源：美联储、华福证券研究所

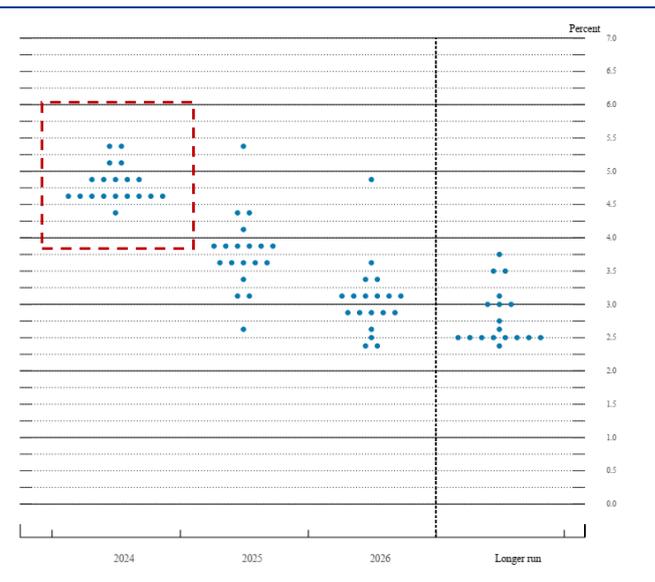
6 月点阵图较 3 月给出的降息指引明显收紧，由全年降息 3 次收窄至全年降息 1-2 次左右：(1) 6 月点阵图中，对 2024 年的降息预期，19 名票委中 4 人支持不降息，7 人支持降息一次，8 人支持降息两次，降息 1-2 次是概率较大情况。而 3 月份的点阵图显示，FOMC 委员对 2024 年降息预期的中位数 (9 票) 维持在 75BP。表明美联储委员对于降息已更为审慎，在去通胀仍需时间的背景下，过早降息或带来负向作用；(2) 对 2025 年的政策利率指引由 3.9%提升至 4.1%，对 2026 年和长期利率的预期并未发生变化，意味着本轮降息周期较此前美联储的预期或更加平缓。

图表 3: FOMC 会议点阵图 (2024.06)



来源: 美联储、华福证券研究所

图表 4: FOMC 会议点阵图 (2024.03)

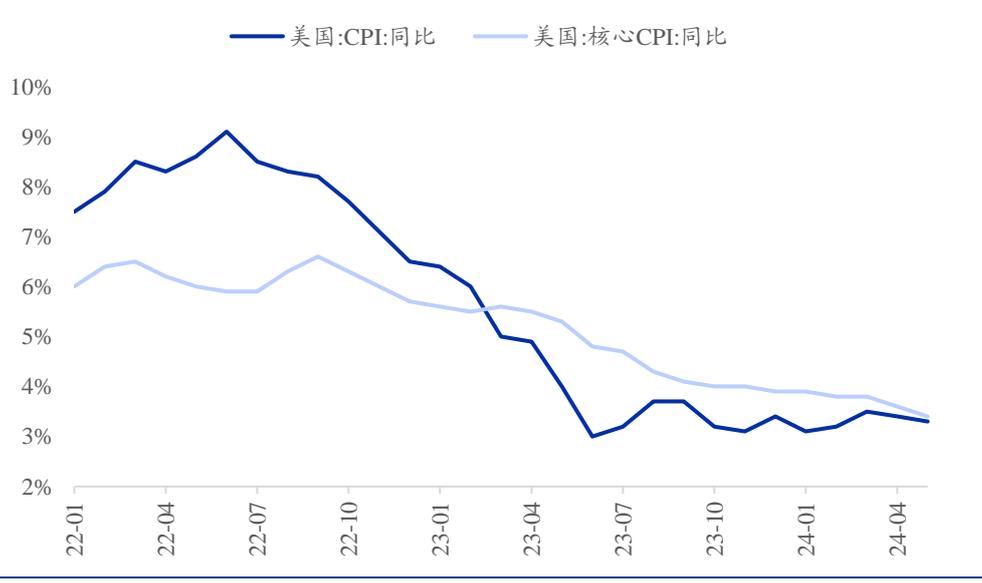


来源: 美联储、华福证券研究所

### 3 9月降息预期升温,但仍需更多数据验证

低于预期的5月通胀数据发布后,市场反应积极,美股美债大涨,而鲍威尔讲话总体偏鹰,带动风险资产涨幅收窄。6月12日稍早发布的美国通胀数据显示,5月美国CPI同比3.3%,低于预期和前值(3.4%);CPI环比0%,低于预期(0.1%);核心CPI同比3.4%,低于预期(3.5%)和前值(3.6%)。数据发布后,市场降息预期再度升温,CME利率期货隐含的9月首次降息概率进一步提升,全年有望降息3次。相应地,10年期美债利率降幅一度高达15BP,由4.4%附近降至4.26%,纳指和标普500涨幅一度均超1%。而鲍威尔偏鹰讲话后,对市场情绪有所打压,美债利率降幅收窄至9BP,美股涨幅回落。

图表 5: 5月美国CPI同比降至3.3%



来源: iFind、华福证券研究所

图表 6：市场预期美联储最早或 9 月开启降息

MEETING DATE	CME FEDWATCH TOOL - CONDITIONAL MEETING PROBABILITIES								
	325-350	350-375	375-400	400-425	425-450	450-475	475-500	500-525	525-550
2024/7/31				0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	8.3%	91.7%
2024/9/18	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	4.8%	56.7%	38.5%
2024/11/7	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	1.7%	23.4%	50.2%	24.7%
2024/12/18	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	1.2%	17.1%	42.4%	32.1%	7.1%
2025/1/29	0.0%	0.0%	0.0%	0.6%	9.5%	30.3%	37.0%	19.1%	3.4%
2025/3/19	0.0%	0.0%	0.4%	6.1%	22.3%	34.4%	26.0%	9.5%	1.3%
2025/4/30	0.0%	0.2%	3.0%	13.5%	27.8%	30.6%	18.5%	5.8%	0.7%
2025/6/18	0.1%	1.9%	9.3%	22.1%	29.5%	23.3%	10.8%	2.7%	0.3%
2025/7/30	0.9%	5.0%	14.8%	25.3%	26.8%	18.0%	7.4%	1.7%	0.2%

来源：CME FedWatch、华福证券研究所

往后看，随着美国经济的边际走弱，降息节点渐近，但去通胀的“最后一英里”仍然相对艰难，意味着需要再看到持续的低于预期的通胀数据，才能有望最早在 9 月推动美联储降息，目前仍需等待，且不排除再度后推的可能性。现阶段，市场普遍预期美联储最早或 9 月开启降息，但从 5 月的数据看，能源和商品走弱构成主要贡献，服务项韧性仍然较强，后续若资源品价格再度上涨+住房项为代表的核心服务再度反弹，意味着本轮通胀下降幅度有限，且有翘尾风险。另一方面，以标普 500 衡量的美股全年上涨超 13%，在较强的财富效应下，美股大涨通常意味着美国内需不错，对于去通胀而言或不是好消息。对于资产端而言，短期需警惕降息交易预期的钟摆可能再度推后，需要看到更多数据后，才能对美联储何时降息有更加精确的捕捉。

#### 4 风险提示

一是美国通胀下行偏慢；二是大宗商品价格上涨；三是美联储表态偏鹰等。

## 分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

## 一般声明

华福证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，该等公开资料的准确性及完整性由其发布者负责，本公司及其研究人员对该等信息不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，之后可能会随情况的变化而调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司仅承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告以供投资者参考，但不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。投资者应自行决策，自担投资风险。

本报告版权归“华福证券有限责任公司”所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

## 特别声明

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

## 投资评级声明

类别	评级	评级说明
公司评级	买入	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在 20%以上
	持有	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市	未来 6 个月内，行业整体回报高于市场基准指数 5%以上
	跟随大市	未来 6 个月内，行业整体回报介于市场基准指数-5%与 5%之间
	弱于大市	未来 6 个月内，行业整体回报低于市场基准指数-5%以下

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

## 联系方式

华福证券研究所 上海

公司地址：上海市浦东新区浦明路 1436 号陆家嘴滨江中心 MT 座 20 层

邮编：200120

邮箱：hfyjs@hfzq.com.cn