

议息会议及5月CPI点评

通胀全面降温，联储态度维持谨慎

事件：美东时间6月12日，美联储在货币政策委员会FOMC宣布，联邦基金利率的目标区间仍为5.25%到5.50%，这是自2023年7月加息以来第七次暂停加息。美国5月CPI同比增长3.3%，5月CPI环比增长0%。5月能源带动通胀全面降温，运输服务成本下跌带动核心通胀环比下降。点阵图整体上移，通胀预测上调，通胀观察期较短和就业反弹导致联储表态谨慎。数据及决议公布后，2024年降息次数预期值维持1-2次，9月首降预期概率来到65.1%。

- **点阵图整体上移，通胀预测上调。**会议声明方面，新增表述“向2%的通胀目标取得了温和的进一步进展（there has been modest further progress toward the Committee's 2 percent inflation objective）”，与今年5月声明表述“在达到美联储2%通胀目标的道路上缺乏进展”明显不同，其背景是4月至5月通胀已从峰值水平回落，5月CPI同比增长3.3%，较前值3.4%小幅下降。点阵图整体上移，4位官员认为今年将不降息，8人认为今年将降息2次，没有人认为今年将降息4次，中位数来看2024年降息由2次下调为1次，2025年由3次上调为4次。通胀预测上调，6月经济预测摘要上调2024年、2025年PCE及核心PCE预测0.2和0.1个百分点，上调2025年失业率0.1个百分点，GDP增速预测不变。另外，放缓缩表计划落地，缩表上限为600亿美元/月，其中国债上限250亿美元/月，机构债和MBS上限350亿美元/月。
- **通胀观察期较短和就业反弹导致联储表态谨慎。**结合来看，虽然会议表述明显变化，肯定了4月至5月的去通胀进展，但点阵图、经济预测及记者会发言均表现出美联储的谨慎态度，一方面可能在于两个月的通胀数据还太少，不足以达到联储降息要求，另一方面在于5月就业仍偏强，而以往美联储鸽派引导往往被通胀粘性以及就业韧性扭转。目前来看，9月仍是重要时间节点，虽然大选会存在一定干扰，但一个季度以上的经济数据下美联储判断将更为准确。
- **5月通胀全面降温。**美国5月CPI同比增长3.3%，较前值3.4%小幅下降；5月CPI环比增长0%，也较前值0.3%明显放缓，为2022年8月以来最低水平；5月核心CPI同比增长3.4%，低于前值3.6%，为三年多以来的最低水平；5月核心CPI环比增速从4月份的0.3%下降至0.2%。5月CPI中能源价格是最主要的降温因素，环比下降2.0%，同时新车价格继续下滑，环比下降0.5%，运输服务的价格也开始转冷，环比下降0.5%。占CPI比重约三分之一的住房分项环比仍为0.4%，但剔除住房分项的超级核心通胀环比下降，主要运输服务成本下跌带动。
- **10年美债利率未来进一步大幅上行空间有限。**目前CME利率期货定价的年内降息次数已收敛。考虑到通胀粘性及就业韧性，最终年内降息次数的定价可能保持1-2次，9月是否首次降息仍需观察6月至8月数据，联储或许会在今年8月的杰克逊霍尔会议上明确下半年降息的条件，届时鲍威尔也将获得更多充分的通胀数据支持。降息预期回撤的10年美债利率定价已接近完成，未来进一步大幅上行空间有限。CPI数据公布后，10年期美债收益率从4.399%跳水至4.317%，会议决议公布后，10年期美债收益率小幅回升，截至6月12日收盘，10年期美债收益率收跌至4.319%，已基本回到5月非农数据公布前点位，在明确的降息指引前预计美债仍呈现摇摆，但随着通胀连续降温，进一步大幅上行空间应该有限。
- **风险提示：美联储货币政策超预期、地缘冲突演化**

相关研究报告

《5月通胀点评：耐用消费品价格走弱》

20240612

《5月非农点评：就业工资均上行，降息预期再度摇摆》

20240610

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

宏观及策略：宏观经济

证券分析师：朱启兵

(8610)66229359

qibing.zhu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300516090001

证券分析师：孙德基

(8610)66229363

deji.sun@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300522030002

事件：美东时间 6 月 12 日，美联储在货币政策委员会 FOMC 宣布，联邦基金利率的目标区间仍为 5.25% 到 5.50%，这是自 2023 年 7 月加息以来第七次暂停加息。美国 5 月 CPI 同比增长 3.3%，5 月 CPI 环比增长 0%。

点阵图整体上移，通胀预测上调。会议声明方面，新增表述“向 2% 的通胀目标取得了温和的进一步进展（there has been modest further progress toward the Committee's 2 percent inflation objective）”，与今年 5 月声明表述“在达到美联储 2% 通胀目标的道路上缺乏进展”明显不同，其背景是 4 月至 5 月通胀已从峰值水平回落，5 月 CPI 同比增长 3.3%，较前值 3.4% 小幅下降。点阵图整体上移，4 位官员认为今年将不降息，8 人认为今年将降息 2 次，没有人认为今年将降息 4 次，中位数来看 2024 年降息由 2 次下调为 1 次，2025 年由 3 次上调为 4 次。通胀预测上调，6 月经济预测摘要上调 2024 年、2025 年 PCE 及核心 PCE 预测 0.2 和 0.1 个百分点，上调 2025 年失业率 0.1 个百分点，GDP 增速预测不变。另外，放缓缩表计划落地，缩表上限为 600 亿美元/月，其中国债上限 250 亿美元/月，机构债和 MBS 上限 350 亿美元/月。

美联储仍需要更长时间来确认。鲍威尔在记者会上表示，通胀已经实质性地放缓，但仍然太高（The most recent inflation readings have been more favorable than earlier in the year, however, and there has been modest further progress toward our inflation objective），今年迄今的通胀数据还不足以给美联储降息的信心（So far this year, the data have not given us that greater confidence）。联储仍需要更长的数据确认窗口。鲍威尔给出的货币政策路径是如果通胀维持高位，美联储不降息；如果通胀预期下降得快，那么美联储会降息；如果失业率超预期走弱，美联储也会降息。

通胀观察期较短和就业反弹导致联储表态谨慎。结合来看，虽然会议表述明显变化，肯定了 4 月至 5 月的去通胀进展，但点阵图、经济预测及记者会发言均表现出美联储的谨慎态度，一方面可能在于两个月的通胀数据还太少，不足以达到联储降息要求，另一方面在于 5 月就业仍偏强，而以往美联储鸽派引导往往被通胀粘性以及就业韧性扭转。目前来看，9 月仍是重要时间节点，虽然大选会存在一定干扰，但一个季度以上的经济数据会帮助美联储判断得更为准确。

5 月通胀全面降温。美国 5 月 CPI 同比增长 3.3%，较前值 3.4% 小幅下降；5 月 CPI 环比增长 0%，也较前值 0.3% 明显放缓，为 2022 年 8 月以来最低水平；5 月核心 CPI 同比增长 3.4%，低于前值 3.6%，为三年多以来的最低水平；5 月核心 CPI 环比增速从 4 月份的 0.3% 下降至 0.2%。5 月 CPI 中能源价格是最主要的降温因素，环比下降 2.0%，同时新车价格继续下滑，环比下降 0.5%，运输服务的价格也开始转冷，环比下降 0.5%。占 CPI 比重约三分之一的住房分项环比仍为 0.4%，但剔除住房分项的超级核心通胀环比下降，主要运输服务成本下跌带动。

10 年美债利率未来进一步大幅上行空间有限。目前 CME 利率期货定价的年内降息次数已收敛。考虑到通胀粘性及就业韧性，最终年内降息次数的定价可能保持 1-2 次，9 月是否首次降息仍需观察 6 月至 8 月数据，联储或许会在今年 8 月的杰克逊霍尔会议上明确下半年降息的条件，届时鲍威尔也将获得更多充分的通胀数据支持。降息预期回撤的 10 年美债利率定价已接近完成，未来进一步大幅上行空间有限。CPI 数据公布后，10 年期美债收益率从 4.399% 跳水至 4.317%，会议决议公布后，10 年期美债收益率小幅回升，截至 6 月 12 日收盘，10 年期美债收益率收跌至 4.319%，已基本回到 5 月非农数据公布前点位，在明确的降息指引前预计美债仍呈现摇摆，但随着通胀连续降温，进一步大幅上行空间应该有限。

美元反弹或接近尾声。美元方面，与美债逻辑类似，美元的反弹可能已接近尾声，5 月非农数据反映出的美国经济韧性仍将支持美元震荡。美股方面，基本面韧性仍将继续支撑美股。CPI 数据及会议决议公布后，SP500 和纳斯达克指数分别上涨 0.85% 和 1.53%，道琼斯工业指数收跌 0.09%。截至 6 月 12 日收盘，美元指数收跌至 104.7081。

图表 1. CPI 与核心 CPI 同比



资料来源: Wind, 中银证券

图表 2. CPI 与核心 CPI 环比



资料来源: Wind, 中银证券

图表 3. 房价或将反弹



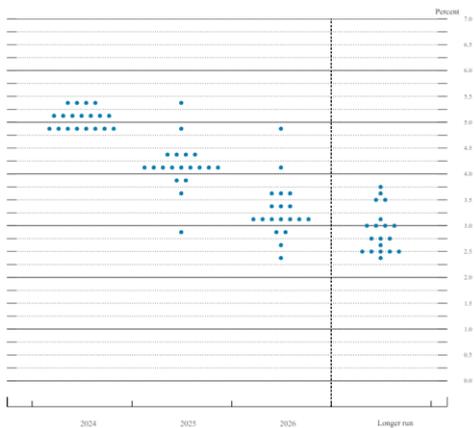
资料来源: Wind, 中银证券

图表 4. FedWatch 显示年内降息次数不到 2 次

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%	1.8%	24.1%	49.9%	24.2%
2024/12/18	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	1.3%	18.0%	42.8%	31.3%
2025/1/29	0.0%	0.0%	0.0%	0.7%	10.3%	31.5%	36.5%	17.9%	3.0%
2025/3/19	0.0%	0.0%	0.4%	6.7%	23.5%	34.6%	24.9%	8.6%	1.1%
2025/4/30	0.0%	0.2%	3.2%	14.2%	28.5%	30.3%	17.7%	5.3%	0.6%
2025/6/18	0.1%	2.1%	10.0%	23.0%	29.6%	22.5%	10.1%	2.4%	0.2%
2025/7/30	0.9%	5.4%	15.4%	25.7%	26.7%	17.3%	6.9%	1.5%	0.1%

资料来源: FedWatch, 中银证券

图表 5. 点阵图显示年内降息中位数为 1 次



资料来源: Fed, 中银证券

图表 6. 美联储上调 2024 年通胀预测

Variable	Median ¹			
	2024	2025	2026	Longer run
Change in real GDP	2.1	2.0	2.0	1.8
March projection	2.1	2.0	2.0	1.8
Unemployment rate	4.0	4.2	4.1	4.2
March projection	4.0	4.1	4.0	4.1
PCE inflation	2.6	2.3	2.0	2.0
March projection	2.4	2.2	2.0	2.0
Core PCE inflation ⁴	2.8	2.3	2.0	
March projection	2.6	2.2	2.0	
Memo: Projected appropriate policy path				
Federal funds rate	5.1	4.1	3.1	2.8
March projection	4.6	3.9	3.1	2.6

资料来源: Fed, 中银证券

图表 7. CPI 数据一览 (单位: %)

	同比			环比		
	2024-05	2024-04	2024-03	2024-05	2024-04	2024-03
CPI	3.30	3.40	3.50	0.00	0.30	0.40
食品	2.10	2.20	2.20	0.10	0.00	0.10
家庭食品	1.00	1.10	1.20	0.00	-0.20	0.00
非家用食品	4.00	4.10	4.20	0.40	0.30	0.30
能源	3.70	2.60	2.10	-2.00	1.10	1.10
能源商品	2.10	1.10	0.90	-3.50	2.70	1.50
汽油	2.20	1.20	1.30	-3.60	2.80	1.70
燃油	3.60	-0.80	-3.70	-0.40	0.90	-1.30
能源服务	4.70	3.50	3.10	-0.20	-0.70	0.70
核心CPI	3.40	3.60	3.80	0.20	0.30	0.40
商品(不含食品和能源)	-1.70	-1.20	-0.70	0.00	-0.10	-0.20
服装	0.80	1.40	0.40	-0.30	1.20	0.70
新车	-0.80	-0.40	-0.10	-0.50	-0.40	-0.20
二手车	-8.60	-6.30	-1.90	0.60	-1.40	-1.10
医疗护理商品	3.10	2.50	2.50	1.30	0.40	0.20
酒精饮料	1.70	2.00	2.40	0.10	0.10	0.10
烟草和烟草制品	7.80	6.70	6.80	1.60	0.00	0.40
服务(不含能源服务)	5.20	5.30	5.40	0.20	0.40	0.50
住所	5.40	5.50	5.60	0.40	0.40	0.40
主要居所租金	5.30	5.40	5.70	0.40	0.40	0.40
业主等价租金	5.70	5.80	5.90	0.40	0.40	0.40
医疗护理服务	3.10	2.70	2.10	0.30	0.40	0.60
医疗服务	1.40	0.90	0.70	0.00	0.10	0.10
医院服务	7.20	7.70	7.50	0.50	0.60	1.00
运输服务	10.30	11.10	10.70	-0.50	0.90	1.50

资料来源: Wind, 中银证券

风险提示: 美联储货币政策超预期、地缘冲突演化。

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

- 买入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20% 以上；
- 增持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；
- 减持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10% 以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告期内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自转载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371