

点阵图符合市场预期

——6月美国 FOMC 点评

2024年6月13日

宏观经济

事件点评

分析师

康明怡 电话：021-25102911 邮箱：kangmy@dxzq.net.cn

执业证书编号：S1480519090001

事件：

美联储维持联邦利率 5.25~5.5%。

主要观点：

- 1、点阵图收紧明显，降息中位数降至一次。
- 2、降息节点：参考时间节点可为核心 CPI 环比跌落 0.3%平台保持 2~3 个月，若保持 5 月通胀态势，9 月降息概率不低。
- 3、降息幅度：美联储降息诉求为政策利率匹配回落的通胀水平，本轮预防性降息幅度有限，首先考虑 50bp。
- 4、降息窗口：窗口较窄，三四季度为传统消费旺季，降息过晚可能会遇到经济尚可但通胀回落放缓的不利降息的局面。
- 5、维持美国十年期国债利率下限 3.65~3.85%，上限 4.6~4.85%；美股维持短期没有明显风险点，长期中性。

本次点阵图收紧明显。继上次点阵图边际收紧但降息中位数不变后，本次点阵图收紧明显。年内降息中位数从 75bp 降至 25bp，至少有 12 位对今年降息次数减少了 25bp，3 位减少了 50bp（上次为至少 6 位减少 25bp，至少 1 位减少 50bp）。点阵图的变化符合我们在 3 月份的判断。点阵图仅代表各位委员针对当下经济数据给出的政策态度，并不是计划。如果后续数据出现显著变化，点阵图也会随之改变。点阵图可以作为与市场预期之间的相互印证，其前瞻指引性并不强。

虽然 5 月通胀数据略不及预期，但鲍威尔发言没有表露明显鸽派态度。鲍威尔虽然延续去年 12 月的基调，认为通胀正在逐渐下降，今年的数据的起落没有改变他对通胀的看法，但认为仍需要数月的数据确认通胀下降趋势，同时也明确目前没有 FOMC 成员认为需要加息。

基本面方面，GDP 和失业率均不支持降息，当前降息的唯一动力来自通胀继续回落。一季度 GDP 环比虽然略低，但同比为 2.84%，仍显著高于 2%。由于美国是消费主导的经济体，三四季度为传统消费旺季，若一二季度不出现衰退，则大概率三四季度经济表现良好。4 月 CPI 同比 3.3%，已有 11 个月落入 3~3.8% 这一历史正常区间的高位部分（图 1）。6 月以后的通胀数据的高基数效应消失，届时若环比能连续 2 个月不超过 0.3%，则小幅降息仍在选择范围内。降息时间节点可以参考核心 CPI 环比跌落 0.3%~0.4% 这一平台的时间点，比如连续 2~3 个月处于 0.2% 附近（图 2），刚好也是市场预期的 9 月降息时间。

当前政策利率离中性利率并不太远，预防性降息次数非常有限。我们在 2020 年疫情开始后就提出，随着地产周期复苏，中性利率可能有所抬升，即目前的政策利率水平虽处于限制性区域，但可能离中性利率并不太远。鲍威尔本次也提及利率不会回到之前的低利率水平。本轮美联储降息的诉求是在经济不出现衰退的前提下，政策利率能够匹配回落的通胀水平，即从限制性区域回落至略微限制~中性利率的区间。从这一角度理解，若通胀不改下降趋势，今年小幅降息的概率尚存。

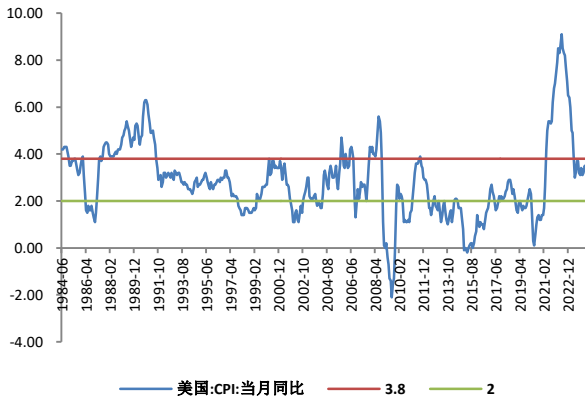
部分经济数据开始显现经济周期中后期特征。在非农点评中提到，中高收入增速显著下降，低收入增速高位略有下降，为经济周期中后期的典型特征（图 3）。另一方面，历史上高通胀时期的前半段一般都伴随着失业率的显著下降，甚至低于一般经济周期的低位水平，随后失业率缓慢爬升，目前也符合这一特征（图 7）。从基本面出发，预防性降息也具有一定合理性。

宏观上，通胀取决于两个方面，一政策面，包含货币和财政政策；二基本面，包含需求方和供给方。毫无疑问，目前的货币政策处于限制性预期，财政政策受制于高杠杆叠加高利率导致利息支出占联邦财政收入比激增，政府支出会受到限制。私人部门，由家庭消费主导的私人消费动力有所减弱，但整体稳健，地产恢复利率弹性，基建法案刺激建筑业处于历史高位区间，总需求较为稳固。只要降息不过快、财政不再宽松，通胀总体压力不大。目前原油价格稳定没有突破 100 美元（图 4），中期内通胀不会有实质性压力。鉴于消费仍旧稳健、服务业仍旧紧平衡、住房市场紧平衡，若降息幅度过大，则通胀存在反弹可能。

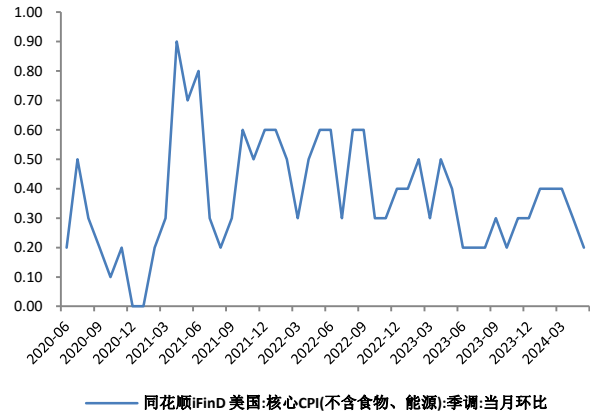
美国十年期国债利率下限维持 3.65~3.85%，上限 4.6~4.85%（图 5）。随着通胀中枢以及 GDP 增长中枢上移，美十债很难回到 2008~2022 年间的长期低利率水平，定价应参照 2008 年之前。去年美十债一度突破 5%，债市与股市产生了跷跷板的反应。当时的背景为美联储可能还会再加一次息以及通胀环比仍处于高位，市场情绪一度较为极端，但今年这两个因素均不存在。今年美联储基本不考虑再次加息，并寻找合适的机会开启降息。通胀虽然仍具有粘性，但整体环比还是比去年跌落一个平台，今年美十债再次突破 5% 的可能性不高。

股市方面，美国短期经济衰退风险不大，实体经济投资止跌，叠加 AI 技术突破，股市短期风险不大。但长期泡沫再次出现，类似 1997-2000 年科技泡沫时期。历次长期趋势的泡沫湮灭均与货币政策收紧有关，鉴于美联储仍保留降息可能，我们在 2023 年年底对长期趋势的看法从中性谨慎转为中性，中性是对泡沫的警惕，去掉谨慎是因为目前尚没有货币政策导致的流动性问题（图 6）。

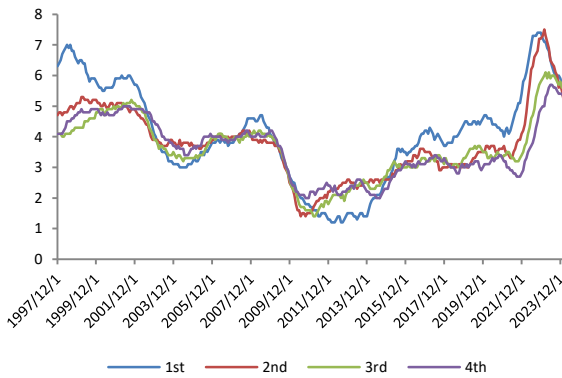
风险提示：海外通胀超预期，海外经济衰退。

图1：美国 CPI 同比落入正常区间（%）


资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图2：核心 CPI 环比跌落至 0.2%（%）


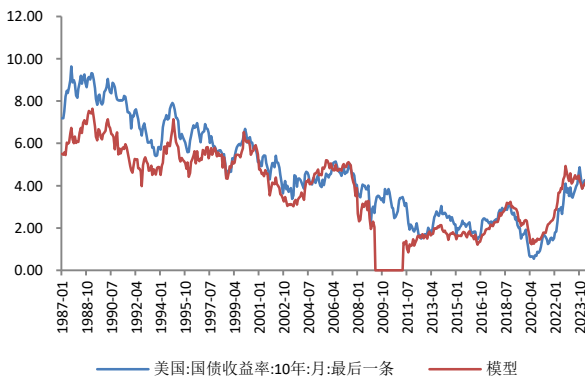
资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图3：中高收入阶层时薪同比迅速回落（%）


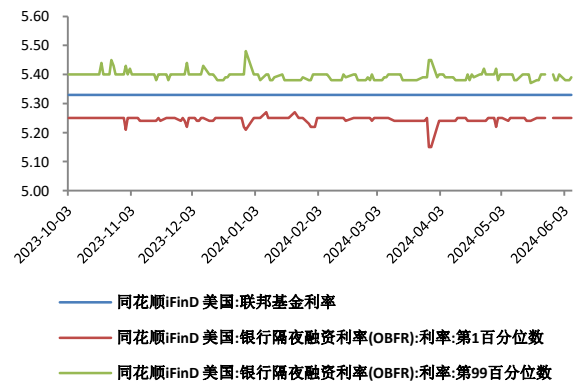
资料来源：美联储，东兴证券研究所

图4：原油价格稳定（美元/桶）


资料来源：iFinD，东兴证券研究所

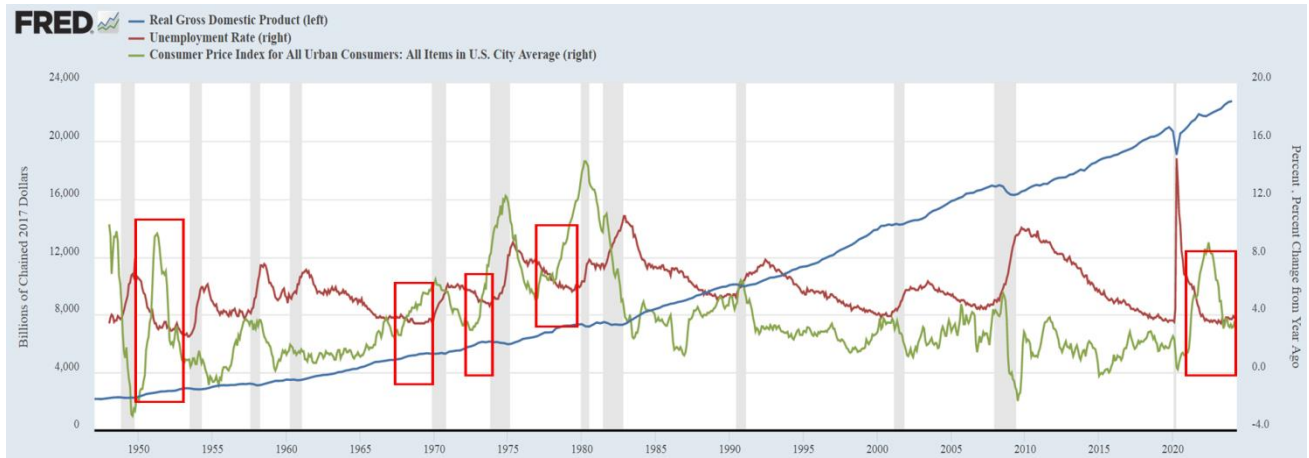
图5：美十债模型（%）


资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图6：短期货币市场没有出现流动性问题（%）


资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图7：通胀与失业率



资料来源：FRED，东兴证券研究所

相关报告汇总

报告类型	标题	日期
宏观普通报告	政府就业左右非农是否超预期—5月美国非农数据点评	2024-06-11
宏观深度报告	20240527 大类资产配置 PPT	2024-05-29
宏观深度报告	2024 年半年度大类资产配置——经济微暖，风险偏好回升	2024-05-28
宏观普通报告	美国二三季度降息无望，年内降息必要性下降—美国3月CPI数据点评	2024-04-12
宏观普通报告	降息仍由通胀主导，年内降息概率略有下降—美国3月非农数据点评	2024-04-10
宏观普通报告	点阵图对降息幅度有边际收窄倾向—美国3月FOMC点评	2024-03-22
宏观深度报告	衰退继续延迟，海外进入降息通道—2024海外经济展望 PPT	2024-03-14
宏观普通报告	美国通胀仍有粘性，降息窗口较窄—美国2月CPI数据点评	2024-03-14
宏观普通报告	美国劳动力市场仍较为稳健，降息窗口较窄—美国2月非农数据点评	2024-03-13
宏观深度报告	对2024年政府工作报告的几点理解—	2024-03-07

资料来源：东兴证券研究所

分析师简介

康明怡

经济学博士。分别就读于武汉大学、清华大学和明尼苏达大学，博士期间曾在明尼苏达大学、美联储明尼阿波利斯分行从事多年教学和访问工作。2010年开始执教于复旦大学经济学院 985 平台，上海浦江人才计划项目。2017 年加入东兴证券研究所。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及报告作者在自身所知情的范围内，与本报告所评价或推荐的证券或投资标的的存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和法律责任。

行业评级体系

公司投资评级（A股市场基准为沪深300指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普500指数）：
以报告日后的6个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率15%以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率5%~15%之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5%之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率5%以上。

行业投资评级（A股市场基准为沪深300指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普500指数）：
以报告日后的6个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5%之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率5%以上。

东兴证券研究所

北京

西城区金融大街5号新盛大厦B座16层

邮编：100033

电话：010-66554070

传真：010-66554008

上海

虹口区杨树浦路248号瑞丰国际大厦23层

邮编：200082

电话：021-25102800

传真：021-25102881

深圳

福田区益田路6009号新世界中心46F

邮编：518038

电话：0755-83239601

传真：0755-23824526