

淡化时点，关注趋势——美联储6月会议点评

宏观点评

日期： 2024.06.13

分析师 尤春野

登记编码：S0950523100001

☎：021-61102508

✉：youchunye1@wkzq.com.cn

事件描述

美联储公布6月利率会议决议，维持基准利率不变。

事件点评

美联储会议释放的信号偏鹰。美联储公布6月会议决议，如期维持利率水平不变。对于未来货币政策的路径展望，其释放的信号偏鹰。有四名美联储官员预计今年不会降息，高于3月份预测时的两名。七名官员预计今年将降息一次，八名官员预计将降息两次。即从中位数而言，本次会议中美联储官员对今年降息次数的预期为一次，而3月份会议时为三次。美联储态度向鹰派转变。

如何看待美联储未来的行动节奏？在新闻发布会上，美联储主席鲍威尔指出了降息的两个条件：通胀确认稳步下降，或者就业市场出现意外走弱。二者只需满足其一即可。从通胀的角度来看，虽然一季度美国CPI超预期上行，迫使美联储将降息的决策后延，但二季度以来，4月和5月CPI都显示出了较为积极的降温信号。就业市场的本质是经济状况。同样一季度美国经济数据表现十分亮眼，但在二季度以来大多数领域开始走弱。我们预计美国经济会逐步降温。基于以上的判断，我们倾向于认为美联储年内会有两次降息，9月可能是首次降息的时点。未来两年都会处在降息通道之中。

方向和终点比节奏更重要。虽然市场对于美联储何时降息的博弈非常激烈，但如鲍威尔所说，“重要的是整个利率路径，而不仅仅是首次降息。”我们认为随着各国央行包括美联储的表态和行动，有两个重要的问题越来越清晰：一是全球降息周期已经基本确定。近期加拿大、欧元区等重要经济体都已经开始降息，美联储虽然尚未正式降息，但鲍威尔表示“没有委员把加息作为他们的基本预期”。从历史经验来看发达国家之间货币政策的联动效应极强，其他重要国家都已经进入降息周期，美联储也不会太晚。货币政策周期的转变将缓解全球范围内的流动性压力，对经济和各类资产价格都较为利好。同时也有助于在一定程度上减轻人民币汇率的压力，从而增加中国央行的政策空间，可以期待未来中国央行进一步降准及降息。二是利率的终值有所抬升。美联储已经将长期利率中枢的预期上调，鲍威尔也表示，“我认为大家逐渐形成了这样的观点，即利率不太可能回到疫情前的水平。”我们认为在全球地缘政治冲突导致的产业链割裂和重塑的大背景下，海外长期通胀中枢会较疫情前的水平出现明显上升，同时利率的中枢也将随之上移。这就意味着海外股市将会面临估值上的压力，比如美股的估值已经处于历史高位，而如果利率不能降回很低的水平，则从长期来看估值将会有较大的下行风险。另一方面，利率中枢抬升的背后是长期通胀中枢的上升，这意味着实物类资产将会受益，大宗商品有望迎来长期的上涨趋势。

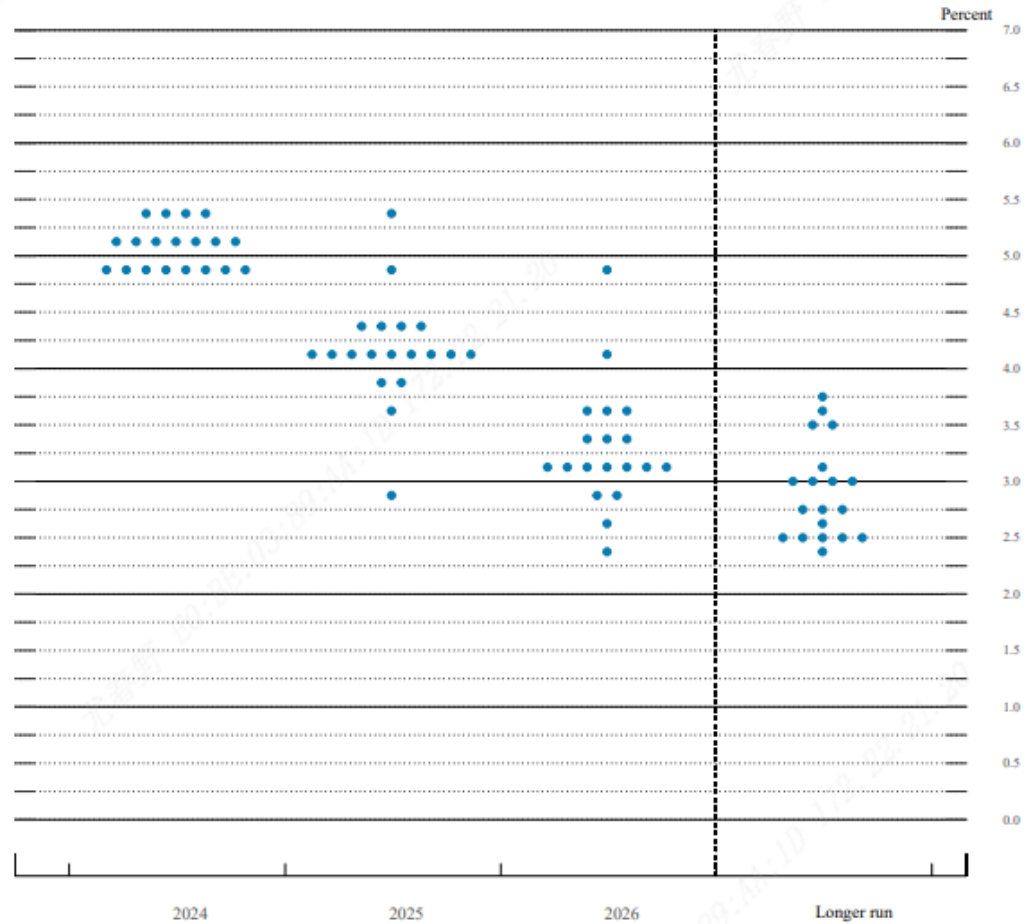
风险提示：

1. 美国经济如果意外强劲，将迫使美联储加强鹰派立场。
2. 长期高利率引发美国金融系统风险。

美联储会议释放的信号偏鹰

北京时间6月13日凌晨，美联储公布6月会议决议，如期维持利率水平不变。对于未来货币政策的路径展望，其释放的信号偏鹰。有四名美联储官员预计今年不会降息，高于3月份预测时的两名。七名官员预计今年将降息一次，八名官员预计将降息两次。即从中位数而言，本次会议中美联储官员对今年降息次数的预期为一次，而3月份会议时为三次。美联储态度向鹰派转变。

图表 1: 美联储 6 月会议利率点阵图



资料来源：FOMC，五矿证券研究所

美联储的这一偏鹰表态略显意外。因为当天更早时候美国公布了5月CPI数据。美国5月CPI季调环比0%，核心CPI季调环比0.2%，均低于市场预期。除去房租后的“超级核心通胀”则已经环比转负，5月通胀全面降温。这一数据是让金融市场非常满意的。由于压制通胀是当前美联储最主要的目标，所以通胀降温应有助于推动美联储降息的节奏。但会议仍然释放出了较为鹰派的信号。如何理解二者的不一致？我们认为有两方面原因：第一，很多委员并未及时按照最新数据调整预期。如美联储主席鲍威尔在新闻发布会上所说，“在会议期间，当有重要的数据发布时，无论是第一天还是第二天，有些委员会更新预期，但大多数委员不会。”也就是说本次会议中美联储官员的预测主要还是基于数据发布前的状况。第二，一次数据尚不足以完全改变美联储的态度。美联储希望看到更多的通胀降温的证据来支撑降息的决策。但无论如何，5月美国通胀数据释放了较为积极的信号，给了市场对于降息的信心。

如何看待美联储未来的行动节奏

在新闻发布会上，美联储主席鲍威尔指出了降息的两个条件：通胀确认稳步下降，或者就业市场出现意外走弱。二者只需满足其一即可。

从通胀的角度来看，虽然一季度美国 CPI 超预期上行，迫使美联储将降息的决策后延，但二季度以来，4月和5月CPI都显示出了较为积极的降温信号。据旧金山联储测算，美国居民在疫情期间由于财政现金补贴而积累的超额储蓄已经在3月份耗尽。**我们认为超额储蓄是此前支撑美国居民消费和通胀的主要因素，超额储蓄耗尽会降低未来一段时间内通胀的压力。**

就业市场的本质是经济状况。同样一季度美国经济数据表现十分亮眼，但在二季度以来大多数领域开始走弱。美国制造业PMI在4月及5月连续走弱，4月消费数据也较为疲软。我们认为随着居民超额储蓄对经济的支撑消退，高利率环境对经济的压制效果正在逐渐显现。**我们预计美国经济会逐步降温。**

基于以上的判断，我们倾向于认为美联储年内会有两次降息，9月可能是首次降息的时点。未来两年都会处在降息通道之中。

方向和终点比节奏更重要

虽然市场对于美联储何时降息的博弈非常激烈，但如鲍威尔所说，“重要的是整个利率路径，而不仅仅是首次降息。”我们认为随着各国央行包括美联储的表态和行动，有两个重要的问题越来越清晰：

一是全球降息周期已经基本确定。近期加拿大、欧元区等重要经济体都已经开始降息，美联储虽然尚未正式降息，但鲍威尔表示“没有委员把加息作为他们的基本预期”。今年无论是降息两次还是一次，甚至不降息，也不过是将降息的次数留到明年而已。如鲍威尔所说，“如果你看2025年底和2026年，几乎与之前的预期相同，只是因为进展的原因时间推迟了。”总的降息次数预期并未改变。而且，从历史经验来看发达国家之间货币政策的联动效应极强，其他重要国家都已经进入降息周期，美联储也不会太晚。**货币政策周期的转变将缓解全球范围内的流动性压力，对经济和各类资产价格都较为利好。同时也有助于在一定程度上减轻人民币汇率的压力，从而增加中国央行的政策空间，可以期待未来中国央行进一步降准及降息。**

二是利率的终值有所抬升。美联储已经将长期利率中枢的预期上调，鲍威尔也表示，“我认为大家逐渐形成了这样的观点，即利率不太可能回到疫情前的水平。”我们认为在全球地缘政治冲突导致的产业链割裂和重塑的大背景下，海外长期通胀中枢会较疫情前的水平出现明显上升，同时利率的中枢也将随之上移。**这就意味着海外股市将会面临估值上的压力，比如美股的估值已经处于历史高位，而如果利率不能降回很低的水平，则从长期来看估值将会有较大的下行风险。另一方面，利率中枢抬升的背后是长期通胀中枢的上升，这意味着实物类资产将会受益，大宗商品有望迎来长期的上涨趋势。**

风险提示

1. 美国经济如果意外强劲，将迫使美联储加强鹰派立场。
2. 长期高利率引发美国金融系统风险。

分析师声明

作者在中国证券业协会登记为证券投资咨询(分析师),以勤勉的职业态度,独立、客观地出具本报告。作者保证:(i)本报告所采用的数据均来自合规渠道;(ii)本报告分析逻辑基于作者的职业理解,并清晰准确地反映了作者的研究观点;(iii)本报告结论不受任何第三方的授意或影响;(iv)不存在任何利益冲突;(v)英文版翻译与中文版有所歧义,以中文版报告为准;特此声明。

投资评级说明

投资建议的评级标准	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级(另有说明的除外)。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现,也即以报告发布日后的6到12个月内的公司股价(或行业指数)相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。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;美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准。	买入	预期个股相对同期相关证券市场代表性指数的回报在20%及以上;
	增持	预期个股相对同期相关证券市场代表性指数的回报介于5%~20%之间;
	持有	预期个股相对同期相关证券市场代表性指数的回报介于-10%~5%之间;
	卖出	预期个股相对同期相关证券市场代表性指数的回报在-10%及以下;
	无评级	预期对于个股未来6个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
行业评级	看好	预期行业整体回报高于基准指数整体水平10%以上;
	中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%~10%之间;
	看淡	预期行业整体回报低于基准指数整体水平-10%以下。

一般声明

五矿证券有限公司(以下简称“本公司”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本公司不会因接收人收到本报告即视其为客户,本报告仅在相关法律许可的情况下发放,并仅为提供信息而发放,概不构成任何广告。本报告的版权仅为本公司所有,未经本公司书面许可,任何机构和个人不得以任何形式对本研究报告的任何部分以任何方式制作任何形式的翻版、复制或再次分发给任何其他人。如引用须联络五矿证券研究所获得许可后,再注明出处为五矿证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。在刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的同时,也应注明本报告的发布人和发布日期及提示使用证券研究报告的风险。若未经授权刊载或者转发本报告的,本公司将保留向其追究法律责任的权利。若本公司以外的其他机构(以下简称“该机构”)发送本报告,则由该机构独自为此发送行为负责。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断,本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入或将产生波动;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保持在最新状态。同时,本公司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。

本报告的作者是基于独立、客观、公正和审慎的原则制作本研究报告。本报告的信息均来源于公开资料,本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证,也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本公司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,不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。在任何情况下,报告中的信息或意见不构成对任何人的投资建议,投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在任何情况下,本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利,不与投资者分享投资收益,也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。本公司及作者在自身所知范围内,与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

五矿证券版权所有。保留一切权利。

特别声明

在法律许可的情况下,五矿证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易,也可能为这些公司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。因此,投资者应当考虑到五矿证券及其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突,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。

联系我们

上海	深圳	北京
地址:上海市浦东新区东方路69号裕景国际商务广场A座2208室 邮编:200120	地址:深圳市南山区滨海大道3165号五矿金融大厦23层 邮编:518035	地址:北京市海淀区首体南路9号4楼603室 邮编:100037

Analyst Certification

The research analyst is primarily responsible for the content of this report, in whole or in part. The analyst has the Securities Investment Advisory Certification granted by the Securities Association of China. Besides, the analyst independently and objectively issues this report holding a diligent attitude. We hereby declare that (1) all the data used herein is gathered from legitimate sources; (2) the research is based on analyst's professional understanding, and accurately reflects his/her views; (3) the analyst has not been placed under any undue influence or intervention from a third party in compiling this report; (4) there is no conflict of interest; (5) in case of ambiguity due to the translation of the report, the original version in Chinese shall prevail.

Investment Rating Definitions

The rating criteria of investment recommendations		Ratings	Definitions
The ratings contained herein are classified into company ratings and sector ratings (unless otherwise stated). The rating criteria is the relative market performance between 6 and 12 months after the report's date of issue, i.e. based on the range of rise and fall of the company's stock price (or industry index) compared to the benchmark index. Specifically, the CSI 300 Index is the benchmark index of the A-share market. The Hang Seng Index is the benchmark index of the HK market. The NASDAQ Composite Index or the S&P 500 Index is the benchmark index of the U.S. market.	Company Ratings	BUY	Stock return is expected to outperform the benchmark index by more than 20%;
		ACCUMULATE	Stock relative performance is expected to range between 5% and 20%;
		HOLD	Stock relative performance is expected to range between -10% and 5%;
		SELL	Stock return is expected to underperform the benchmark index by more than 10%;
		NOT RATED	No clear view of the stock relative performance over the next 6 months.
	Sector Ratings	POSITIVE	Overall sector return is expected to outperform the benchmark index by more than 10%;
		NEUTRAL	Overall sector expected relative performance ranges between -10% and 10%;
		CAUTIOUS	Overall sector return is expected to underperform the benchmark index by more than 10%.

General Disclaimer

Minmetals Securities Co., Ltd. (or "the company") is licensed to carry on securities investment advisory business by the China Securities Regulatory Commission. The Company will not deem any person as its client notwithstanding his/her receipt of this report. The report is issued only under permit of relevant laws and regulations, solely for the purpose of providing information. The report should not be used or considered as an offer or the solicitation of an offer to sell, buy or subscribe for securities or other financial instruments. The information presented in the report is under the copyright of the company. Without the written permission of the company, none of the institutions or individuals shall duplicate, copy, or redistribute any part of this report, in any form, to any other institutions or individuals. The party who quotes the report should contact the company directly to request permission, specify the source as Equity Research Department of Minmetals Securities, and should not make any change to the information in a manner contrary to the original intention. The party who re-publishes or forwards the research report or part of the report shall indicate the issuer, the date of issue, and the risk of using the report. Otherwise, the company will reserve its right to taking legal action. If any other institution (or "this institution") redistributes this report, this institution will be solely responsible for its redistribution. The information, opinions, and inferences herein only reflect the judgment of the company on the date of issue. Prices, values as well as the returns of securities or the underlying assets herein may fluctuate. At different periods, the company may issue reports with inconsistent information, opinions, and inferences, and does not guarantee the information contained herein is kept up to date. Meanwhile, the information contained herein is subject to change without any prior notice. Investors should pay attention to the updates or modifications. The analyst wrote the report based on principles of independence, objectivity, fairness, and prudence. Information contained herein was obtained from publicly available sources. However, the company makes no warranty of accuracy or completeness of information, and does not guarantee the information and recommendations contained do not change. The company strives to be objective and fair in the report's content. However, opinions, conclusions, and recommendations herein are only for reference, and do not contain any certain judgments about the changes in the stock price or the market. Under no circumstance shall the information contained or opinions expressed herein form investment recommendations to anyone. The company or analysts have no responsibility for any investment decision based on this report. Neither the company, nor its employees, or affiliates shall guarantee any certain return, share any profits with investors, and be liable to any investors for any losses caused by use of the content herein. The company and its analysts, to the extent of their awareness, have no conflict of interest which is required to be disclosed, or taken restrictive or silent measures by the laws with the stock evaluated or recommended in this report.

Minmetals Securities Co. Ltd. 2019. All rights reserved.

Special Disclaimer

Permitted by laws, Minmetals Securities Co., Ltd. may hold and trade the securities of companies mentioned herein, and may provide or seek to provide investment banking, financial consulting, financial products, and other financial services for these companies. Therefore, investors should be aware that Minmetals Securities Co., Ltd. or other related parties may have potential conflicts of interest which may affect the objectivity of the report. Investors should not make investment decisions solely based on this report.

Contact us

Shanghai

Address: Room 2208, 22F, Block A, Eton Place, No.69 Dongfang Road, Pudong New District, Shanghai
Postcode: 200120

Shenzhen

Address: 23F, Minmetals Financial Center, 3165 Binhai Avenue, Nanshan District, Shenzhen
Postcode: 518035

Beijing

Address: Room 603, 4F, No.9 Shoutinan Road, Haidian District, Beijing
Postcode: 100037