

# 薪资、房租、汇率：鲍威尔的三大超预期逻辑意味着什么？

## 事件点评

### 美联储 FOMC 会议点评（2024.6）

#### 投资要点

- ◆ **美联储 6 月 FOMC 会议**一方面在声明中将近期通胀下行“缺乏进展”改为“温和进展”，但另一方面在经济展望总结（SEP）中却上修 Q4 核心 PCE 同比预测 0.2 个百分点。由此在连续第 7 次决定维持利率不变的同时，点阵图预计今年降息次数削减至仅一次。看似矛盾的政策结构，通过鲍威尔在新闻发布会上对薪资、房租、汇率三个问题超市场预期逻辑的解释，可能会得出令人意外的结论。当地时间 6 月 12 日下午，美联储在 2024 年第 4 次 FOMC 会议声明中，将最近数月通胀下行“缺乏进展”的描述改为“温和（modest）进展”，对当地时间当日上午公布的稍低于预期的 5 月 CPI 进行了呼应。但另一方面，美联储在隔次公布的官方预测材料中，却将 24Q4 核心 PCE 同比预测上修了 0.2 个百分点至 2.8%，同时维持 24Q4 实际 GDP 和失业率预测不变。由此，美联储连续第 7 次决定将联邦基金利率维持在 5.25%-5.5%，但在最新通胀数据下行较快的背景下，在点阵图中将全年降息次数的预测缩减至 1 次。美联储对通胀回落的信心为何不但没有提升，反而更为保守？鲍威尔在新闻发布会上对薪资、房租、汇率三个问题的深度解析提供了值得重视的关键答案。
- ◆ **关于薪资**：鲍威尔罕见明确指出非房租核心服务价格直接与薪资增长有关，并透露出对劳动力市场持续趋紧导致薪资持续高增的担忧，这也恰恰是 5 月核心 CPI 可能已经达到年内底部后续有可能迎来反弹的重要原因之一。5 月美国核心 CPI 涨幅稍低于市场预期，两大主要拖累之一就是非房租核心服务价格单月走弱。如何判断该分项后续会否持续走低？薪资增速是关键。鲍威尔在新闻发布会上罕见明确指出，非住房服务的某些领域“看到通胀仍然很高，这可能与工资有关”。这意味着美联储充分关注到 5 月除房租外的核心服务价格短暂走低很有可能只是 4 月美国劳动力市场短暂降温的短期扰动，由于 5 月美国非农就业大幅超出预期并推动薪资走强，鲍威尔也指出当前美国劳动力市场仍处于强劲状态，冷却是逐步的，当前仍然看到“就业缺口是一个显著的正数，比疫情前要高”。此外，鲍威尔还对劳动力供给能否持续提升表达了一定的担忧，指出近期劳动力供给的增加“主要是通过移民渠道”而已经不是劳动参与率的提升，而移民政策的不确定性是很大的。
- ◆ **关于房租**：鲍威尔认为当前租金仍在滞后地反映此前一段时间房价上涨的租金传导效应，这一过程比原先预期的持续性更强。但考虑到近期美国房价已经因降息周期行将启动的预期而显露出一定的重新上涨苗头，房租导致的通胀高位黏性可能超出市场当前预期。鲍威尔指出，“我们发现市场租金的急剧上涨需要几年时间才能在现有租户的租金中体现出来”，“这将比我们预期的更加缓慢”，这一更加保守的判断与今年以来房租通胀持续超市场预期强劲的数据表现是相匹配的。近期以来，随着美国高利率政策接近尾声，美国房价已经呈现新一轮上涨的苗头，这可能意味着房租将在更长时期中强化美国核心通胀的高温黏性。
- ◆ **关于汇率**：鲍威尔明确指出不认为当前较高的美元指数水平对美国经济产生不利影响，打消了市场对于美联储可能通过降息抑制美元上行势头的猜测。这意味着在美国政府当前不断强化保护主义政策倾向的背景下，美元汇率可能维持高位更长时间，同时美国耐用消费品价格的短期走弱也可能很快逆转为走强（详见《美国核心 CPI 见底蓄势反弹的两大迹象——美国 CPI 点评（2024.5）》），而美联储对此已经有所准备并且并不寻求改变超出美联储政策范围之外的汇率和通胀变化。
- ◆ **综合上述三大超预期逻辑**，美联储当前更担心的似乎是“二次通胀”日渐迫近的局面，而非经济和通胀下行失速。美联储对降息路径的最新展望很有可能与市场的理解具有根本性、方向性的差异，我们需对美元指数保持高位更长时间的可能性保持充分的警惕。
- ◆ **风险提示**：美联储紧缩程度超预期风险。

分析师

秦泰

 SAC 执业证书编号：S0910523080002  
 qintai@huajinsec.cn

报告联系人

周欣然

zhouxinran@huajinsec.cn

#### 相关报告

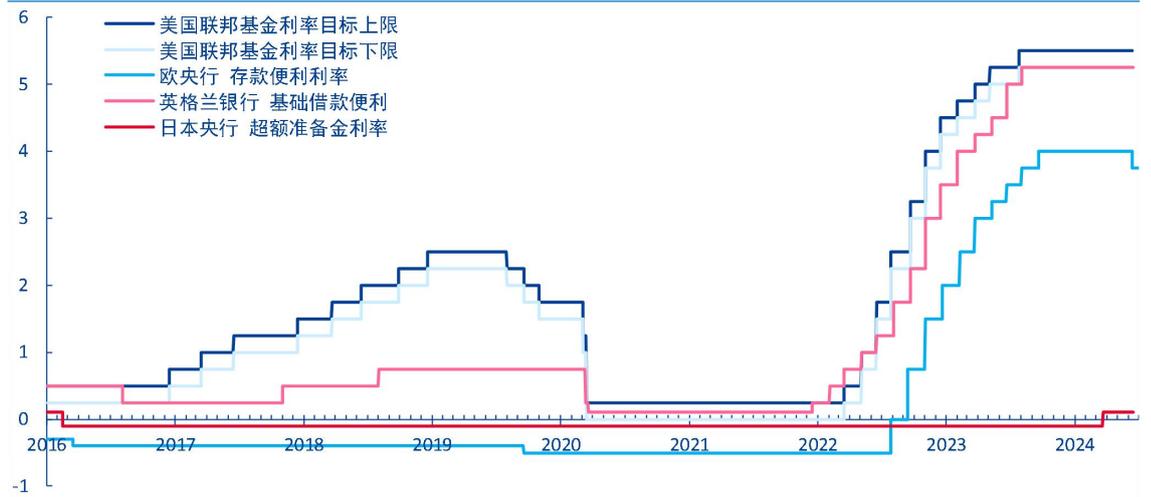
消费内需仍有很大促进空间——CPI、PPI 点评（2024.5） 2024.6.12

华金宏观·双循环周报（第 61 期）-美国强劲的就业或将迫使欧央行加速降息 2024.6.8

出口基数已经见底，外部环境更需重视——国际贸易数据点评（2024.5） 2024.6.7

 科学分析长期国债收益率的合理区间——华金宏观·双循环周报（第 60 期） 2024.5.31  
 PMI 为何大幅降温？——PMI 点评（2024.5） 2024.5.31


图 1：发达经济体主要央行政策利率（%）



资料来源：CEIC，华金证券研究所

## 分析师声明

秦泰声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

## 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

## 免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议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，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，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，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

## 风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

办公地址：

上海市浦东新区杨高南路 759 号陆家嘴世纪金融广场 30 层

北京市朝阳区建国路 108 号横琴人寿大厦 17 层

深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 10 楼 05 单元

电话：021-20655588

网址：www.huajinsec.cn