

2024年6月13日

## 全球宏观

### 全球流动性风向标系列（十二）

#### 谨慎应对，降息还需等待—6月美联储 FOMC 会议点评

2024年6月13日，美联储 FOMC 会议上将基准利率维持在 5.25-5.50% 区间不变，连续第六次暂停加息，符合市场及我们的预期。利率声明对通胀的措辞有所软化，反映了 5 月最新的通胀进展，但美联储仍选择调高全年通胀预测，反映了颠簸的通胀路径使得美联储对于通胀前景的判断更加谨慎。因此，5 月弱于预期的 CPI 数据可能还不足以提高美联储的信心。这也符合我们自去年以来对于美联储降息时点、幅度较市场预期更审慎的判断。

后续我们需要等待 7、8 月美国通胀数据的出炉，美联储或才可以给出进一步明确降息指引，即 8 月杰克逊霍尔以及 9 月的 FOMC 会议或是重要的节点。同时，基于美国经济仍有韧性，通胀上行风险仍在，意味着美联储在下半年开启降息的拘束仍存，还需要重点关注未来 2-3 个月的通胀、就业数据。

#### 5 月通胀意外回落，美联储选择谨慎

##### ⊖ 弱化通胀对降息的硬约束

- \* **利率声明对通胀的措辞有所软化，反映了 5 月最新的通胀进展。** 5 月全面低于预期的通胀数据发布后，相应地，6 月 FOMC 利率声明中对通胀的进展表述由缺乏进一步进展（“lack of further progress”）转变为有所进展（“modest further progress”），以反映最新的通胀走势。
- \* **宽松的金融状况无疑增加了美联储底气，可以更加从容地敲打市场乐观预期。**
  - 1) 5 月 CPI 数据全面放缓，核心 CPI 数据低于预期，作为通胀最大贡献项的房租通胀继续滞后显现，同比创下 2022 年 5 月以来的新低，而美联储青睐的除房租外的核心服务通胀环比下跌 0.05%，也是自 2019 年 9 月以来的新低。市场反映亦较为强烈，市场降息预期由 1 次升至 2 次，风险资产全面上行。
  - 2) 宽松的金融状况亦增加了美联储敲打市场乐观预期的底气。相较于 4、5 月份，当前金融状况已明显宽松，而低于预期的 5 月通胀数据可以使得美联储在敲打市场乐观预期的同时，避免造成市场大幅承压的风险。
- \* **5 月通胀取得进展，而美联储选择调高全年通胀预测—颠簸的通胀路径也使得美联储更加谨慎。**

美联储 6 月经济预测上调了 2024 年的通胀预测。可见在经历了上半年颠簸的通胀路径后，美联储当前对于判断通胀更加谨慎，即我们此前强调的美联储重获通胀进展信心需要更长的数据观测窗口。同时，一两次颠簸的通胀数据并不会增加或降低降息门槛，连续的通胀走势才是判断货币路径的关键。

蔡瑞, CFA

Carl.Cai@bocomgroup.com  
(852) 3766 1808

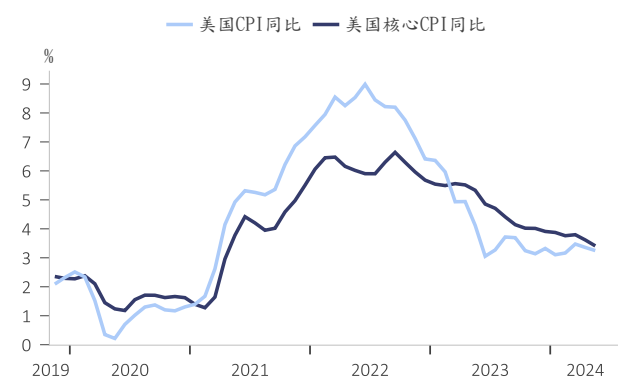
李少金

Evan.Li@bocomgroup.com  
(852) 3766 1849

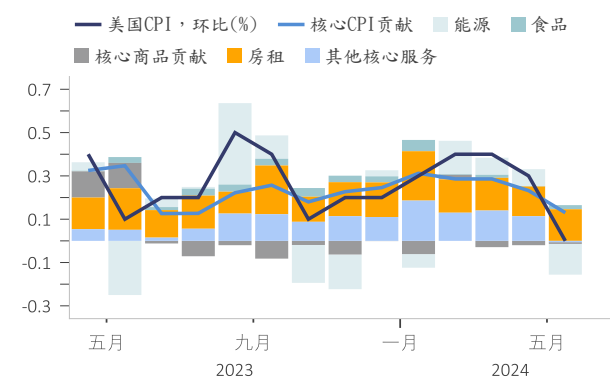
#### 交银国际研究 全球流动性风向标系列

谨慎应对，降息还需等待—6月美联储 FOMC 会议点评	2024-06-13
<a href="#">降息概率进一步下降，但风险资产仍有机会—5月美联储 FOMC 会议点评</a>	2024-05-03
<a href="#">上调通胀、增长预测，维持降息立场—3月美联储 FOMC 会议点评</a>	2024-03-21
<a href="#">紧缩转中性，但不急于降息—1月 FOMC</a>	2024-02-01
<a href="#">加息或已完成，但降息判断仍需审慎—12月 FOMC</a>	2023-12-15
<a href="#">加息是暂停还是终结？—11月 FOMC</a>	2023-11-02
<a href="#">更高 vs 更久—9月 FOMC</a>	2023-09-21
<a href="#">更高但未必更久，美债收益率曲线修复可期—7月 FOMC</a>	2023-07-27

- \* 美联储此前对于通胀的判断多基于3个月的窗口，而此次好于预期的5月CPI数据可能还不足以提高美联储的信心，仍有待更多的通胀数据的确认，预计最快也需要7月、8月份的通胀数据出炉美联储才可能给出更明确的降息指引，即8月杰克逊霍尔以及9月的FOMC会议或是重要的节点。

**图表 1: 美国 5 月 CPI 及核心 CPI 双双低于预期**


资料来源: Macrobond, 交银国际

**图表 2: 除房租外的核心服务分项出现明显降温**


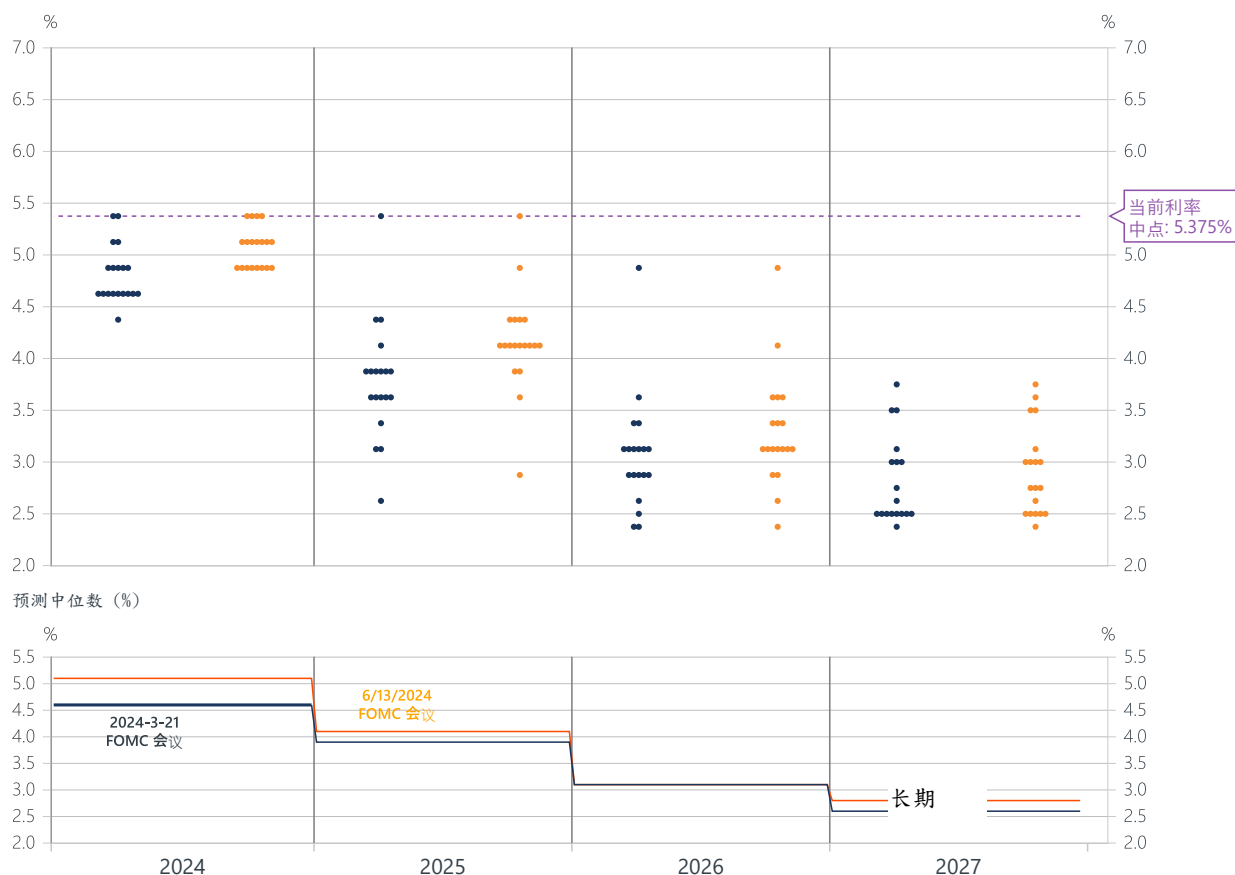
资料来源: Macrobond, 交银国际

### ⊕ 降息在年内很可能发生，但不意味着像以往一样开启降息周期。

- \* 支持不加息的官员人数增多，但降息派仍占绝大多数。对比3月点阵图来看，19位官员中，支持不降息的官员由3月的2位增加为4位，但是支持降息的有15位，仍占绝大多数。其中支持降息的官员主要分布在1次和2次，没有支持降息超过2次的官员。
- \* 降息中位数是1次，支持1次和2次降息的官员人数势均力敌。点阵图显示2024年降息的中位数是1次，但预测2次降息的官员人数最多达到了8位，而降息1次的官员为7位。因此，美联储在当前时点判断年内降息的次数为1-2次，与市场预期基本一致。
- \* 降息在年内仍可能发生，但我们可以判断在目前的时点，5.25-5.50%的利率区间已经显著高于中性利率水平，尽管美国经济增速依然维持着韧性，但当前的利率水平对于经济增长仍有较大的限制性。因此，美联储在年内选择降息，更多是站在实现渐进式的货币正常化目标来考量，避免过晚降息造成尾部风险。
- \* 降息方式上，可能采取与欧央行相类似的“鹰派”降息，即不给出明确的降息路径，而是延续数据依赖的路径而相机抉择，同时，也不会承认进入到降息周期。这也是我们此前在报告中强调的此轮利率周期具有不对称性，利率“易涨难跌”：加息路径陡峭，但降息路径平缓，对应全球更高、更久的利率新常态。
- \* 美联储再度上调了长期利率水平，继续强化“更高更久”的预期。美联储对于长期利率水平，即市场通常代指的中性利率之一，继3月中值

预测上调 10 个基点后，6 月会议再度调高预测，由 2.6%调升至 2.8%。长期利率水平的提升也印证了我们在《[2024 年度展望：变革与机遇之变](#)》的流动性之变的判断，即中性利率水平将系统性上移，难回过去十年低利率时代。我们认为美联储上调长期利率水平的可能意味着，在新的宏观范式下，通胀降到 2% 的目标难度较大，提高对通胀的容忍度，并维持利率水平“更高更久”，即“以时间换空间”或是更好的策略。

图表 3: 美联储 6 月 FOMC 会议点阵图



资料来源: Macrobond, 美联储, 交银国际

图表 4: 美联储 6 月经济预测 (Summary of Economic Projections)

	预测年份	2023.09	2023.12	2024.03	2024.06
实际 GDP 增速(%)	2024	1.5	1.4	2.1	2.1
	2025	1.8	1.8	2.0	2.0
	2026	1.8	1.9	2.0	2.0
	长期	1.8	1.8	1.8	1.8
失业率(%)	2024	4.1	4.1	4.0	4.0
	2025	4.1	4.1	4.1	4.2
	2026	4.0	4.1	4.0	4.1
	长期	4.0	4.1	4.1	4.2
PCE 通胀 (%)	2024	2.5	2.4	2.4	2.6
	2025	2.2	2.1	2.2	2.3
	2026	2.0	2.0	2.0	2.0
	长期	2.0	2.0	2.0	2.0
核心 PCE 通胀(%)	2024	2.6	2.4	2.6	2.8
	2025	2.3	2.2	2.2	2.3
	2026	2.0	2.0	2.0	2.0
	长期	-	-	-	-
联邦基金目标利率 (%)	2024	5.1	4.6	4.6	5.1
	2025	3.9	3.6	3.9	4.1
	2026	2.9	2.9	3.1	3.1
	长期	2.5	2.5	2.6	2.8

资料来源: 美联储, 交银国际 \* 蓝色表示调高预测, 灰色表示调低预测

### 降息时点仍有较大的不确定性，全球流动性“紧中有松”

#### ⊖ 当前市场降息预期已较为中性

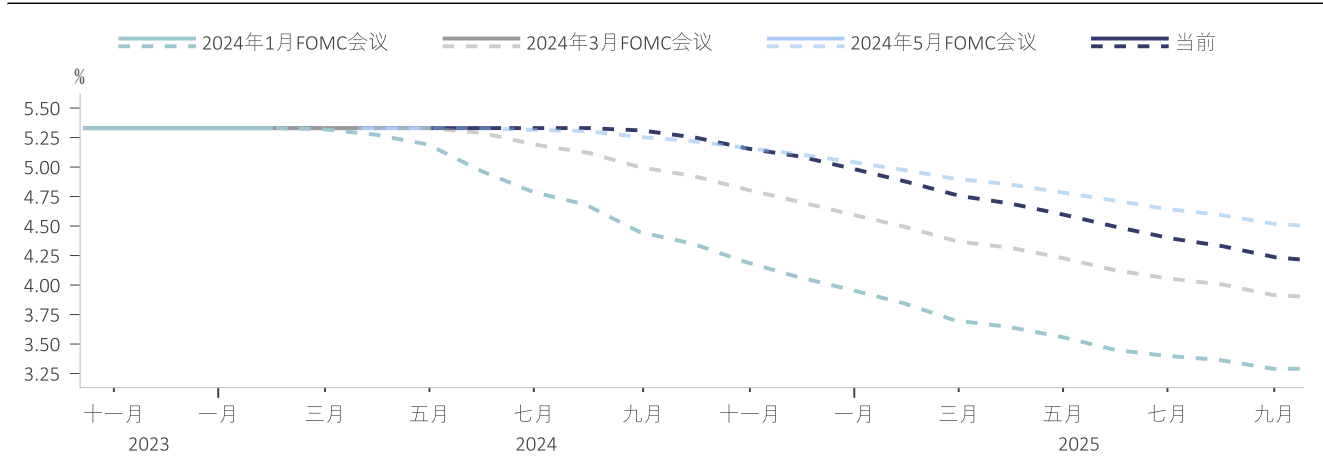
当前市场预期完全定价11月降息1次。全年预期有1-2次的降息，与美联储的利率预测较为接近，反映市场目前的定价较为中性。美债收益率已高位回落，当前金融条件的宽松程度再度回到3月份的水平。

图表 5: 美债收益率已高位回落，当前金融条件的宽松程度再度回到3月份的水平



资料来源: Macrobond, 交银国际

图表 6: 2024年6月会议后，市场对于年内降息路径的预期较5月会议变化不大



资料来源: Macrobond, 交银国际

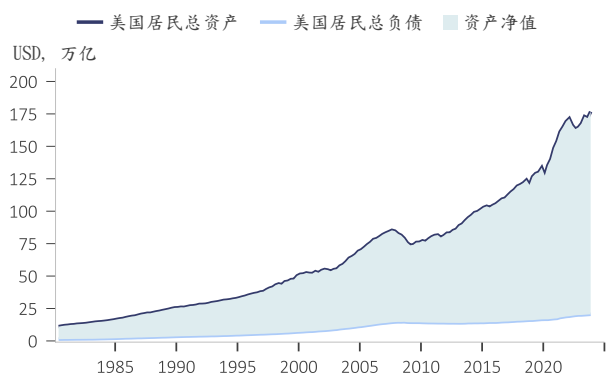
### ⊕ 但年内降息时点仍具有不确定性

美国经济在 2024 年下半年仍有韧性：

- 1) 居民部门消费仍然强劲，金融资产带来的财富效应释放，以及仍较为健康的劳动力市场，且薪资增速仍高于通胀，实际购买力上升均将支持消费；
- 2) 美国制造商库存见底，企业有望进入到补库存的阶段；
- 3) 政府财政支出力度有所减弱，但预计在下半年仍能对经济形成支撑。同时，核心商品、能源仍存上升风险。

结合美国通胀粘性且有上行风险，我们认为美联储在下半年开启降息的拘束仍存，需要重点关注未来 2-3 个月的通胀、就业数据。

图表 7: 美国居民资产净值仍在持续增加



资料来源: Macrobond, 交银国际

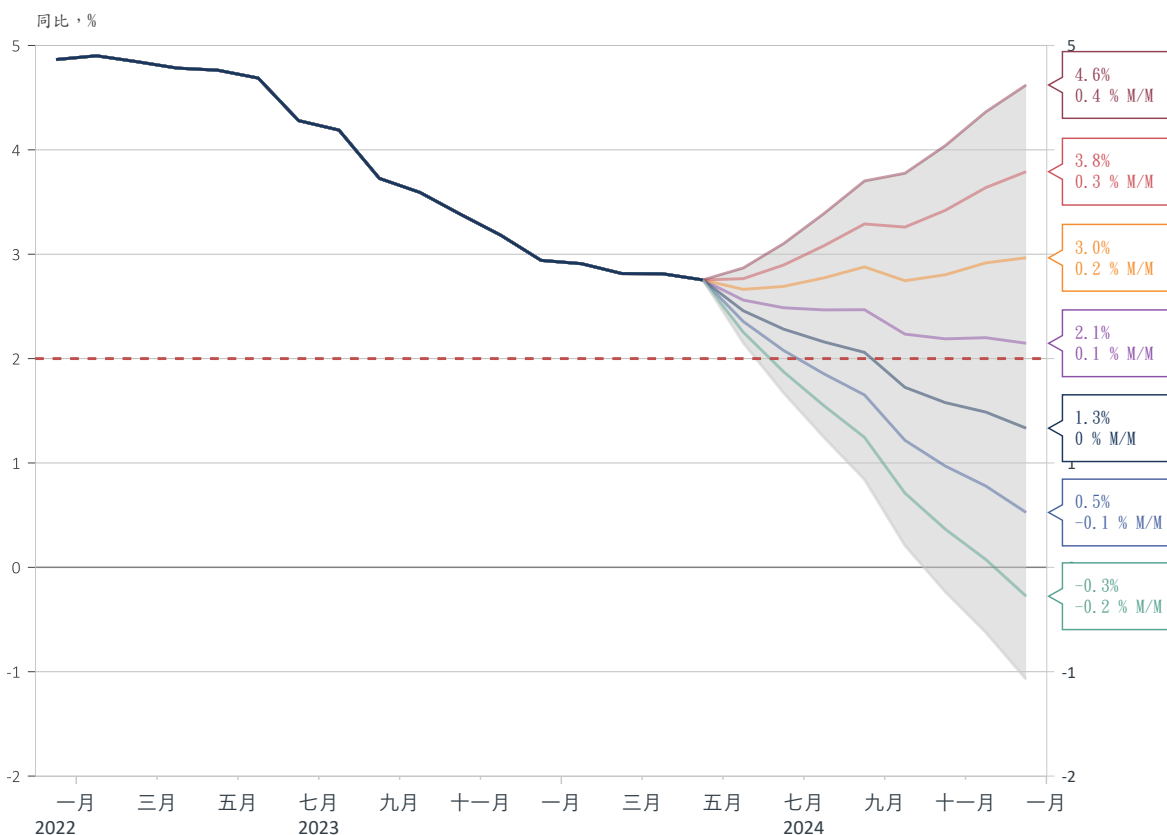
图表 8: 其中，金融资产规模大幅增加 (年度增长)



资料来源: Macrobond, 交银国际

美联储有望在 2024 年 4 季度左右开启首次降息。按照经济预测以及点阵图的估计，美联储上调核心 PCE 预测至 2.8%，若依此估计，则意味着如果 2024 年剩余月份核心 PCE 的平均环比增速不超过 0.2%，将有望迎来全年 1-2 次的降息，但对于降息判断仍须审慎，警惕美国经济不着陆、不降息的风险。如若通胀意外上行，即核心 PCE 在年中时点前连续超过环比 0.2% 的涨幅，则降息时点可能将继续后延，甚至可能削减降息幅度，乃至不降息。

图表 9: 不同环比路径下的美国 PCE 走势



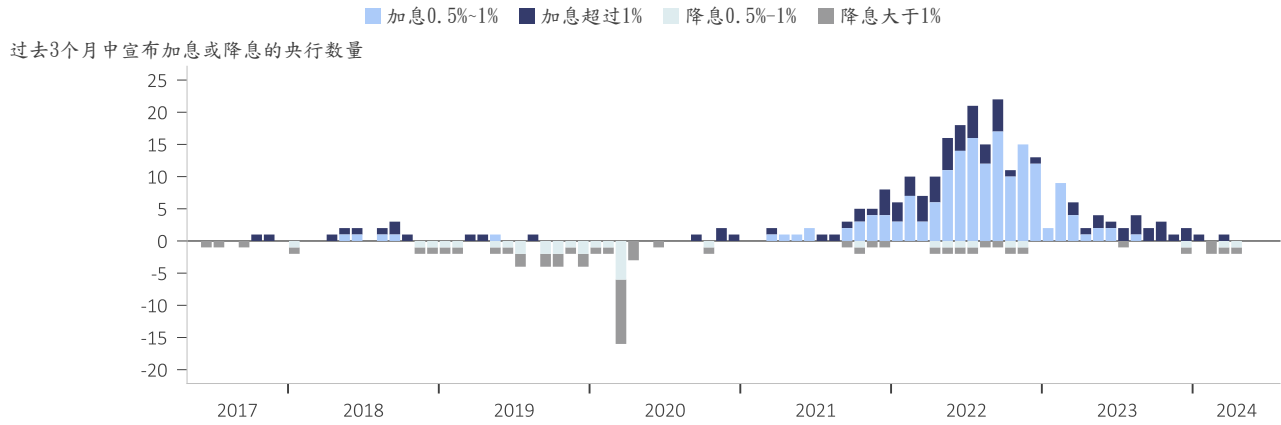
资料来源: Macrobond, 交银国际

全球海外流动性在 2024 年下半年预计仍是“紧中有松”的格局。欧央行和加拿大央行在上周开启的降息可能将掀起全球主要央行“降息潮”，对应我们在 2024 年下半年展望报告中提出的全球海外流动性“紧中有松”：

- \* “紧”在美联储目前不降息概率仍在，但即使相对宽松的欧央行在后续降息路径上都相对审慎。且美联储降息步伐较其他央行缓慢可能造成非美国国家与美国利差拉大，助长美元指数偏强，非美国国家货币贬值，可能会增加非美国国家的通胀韧性，一定程度上也将约束这些央行进一步宽松的空间。
- \* “松”在于高利率之际的边际宽松已经出现。全球流动性得益于一方面美联储的缩表进程放缓，M2 同比增速转正，而加拿大、欧央行等央行已经进行降息。

因而下半年全球海外流动性仍将是“紧中有松”格局。

图表 10: 全球主要央行货币降息大幕已经拉开



资料来源: Macrobond, 交银国际



## 交銀國際

香港中环德辅道中68号万宜大厦10楼  
总机: (852) 3766 1899 传真: (852) 2107 4662

### 评级定义

#### 分析员个股评级定义：

**买入：**预期个股未来12个月的总回报**高于**相关行业。

**中性：**预期个股未来12个月的总回报与相关行业**一致**。

**沽出：**预期个股未来12个月的总回报**低于**相关行业

**无评级：**对于个股未来12个月的总回报与相关行业的比较，分析员**并无确信观点**。

#### 分析员行业评级定义：

**领先：**分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现相对于大盘标杆指数**具吸引力**。

**同步：**分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现与大盘标杆指数**一致**。

**落后：**分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现相对于大盘标杆指数**不具吸引力**。

香港市场的标杆指数为**恒生综合指数**，A股市场的标杆指数为**MSCI中国A股指数**，美国上市中概股的标杆指数为**标普美国中概股50（美元）指数**

## 分析员披露

本研究报告之作者，兹作以下声明：i)发表于本报告之观点准确地反映有关于他们个人对所提及的证券或其发行者之观点；及ii)他们之薪酬与发表于报告上之建议/观点并无直接或间接关系；iii)对于提及的证券或其发行者，他们并无接收到可影响他们的建议的内幕消息/非公开股价敏感消息。

本研究报告之作者进一步确认：i)他们及他们之相关有联系者【按香港证券及期货监察委员会之操守准则的相关定义】并没有于发表研究报告之30个日历日前处置/买卖该等证券；ii)他们及他们之相关有联系者并没有于任何上述研究报告覆盖之香港上市公司任职高级职员；iii)他们及他们之相关有联系者并没有持有有关上述研究报告覆盖之证券之任何财务利益，除了一位覆盖分析师持有世茂房地产控股有限公司之股份，一位分析师持有英伟达之股份。

## 有关商务关系及财务权益之披露

交银国际证券有限公司及/或其有关联公司在过去十二个月内与交通银行股份有限公司、国联证券股份有限公司、交银国际控股有限公司、四川能投发展股份有限公司、光年控股有限公司、七牛智能科技有限公司、致富金融集团有限公司、湖州燃气股份有限公司、Leading Star (Asia) Holdings Limited、佳捷康创新集团有限公司、武汉有机控股有限公司、巨星传奇集团有限公司、安徽皖通高速公路股份有限公司、怡俊集团控股有限公司、宏信建设发展有限公司、上海小南国控股有限公司、Sincere Watch (Hong Kong) Limited、四川科伦博泰生物医药股份有限公司、新传企划有限公司、乐舱物流股份有限公司、途虎养车股份有限公司、北京第四范式智慧技术股份有限公司、深圳市天图投资管理股份有限公司、迈越科技股份有限公司、极兔速递环球有限公司、山西省安装集团股份有限公司、富景中国控股有限公司、中军集团股份有限公司、佳民集团有限公司、集海资源集团有限公司、君圣泰医药、天津建设发展集团股份公司、长久股份有限公司、乐思集团有限公司、出门问问有限公司、趣致集团及宜搜科技控股有限公司有投资银行业务关系。

交银国际证券有限公司及/或其集团公司现持有东方证券股份有限公司、光大证券股份有限公司及Interra Acquisition Corp的已发行股本逾1%。

## 免责声明

本报告之收取者透过接受本报告(包括任何有关的附件)，表示并保证其根据下述的条件下有权获得本报告，并且同意受此中包含的限制条件所约束。任何没有遵循这些限制的情况可能构成法律之违反。

本报告为高度机密，并且只以非公开形式供交银国际证券的客户阅览。本报告只在基于能被保密的情况下提供给阁下。未经交银国际证券事先以书面同意，本报告及其中所载的资料不得以任何形式(i)复制、复印或储存，或者(ii)直接或者间接分发或者转交予任何其它人作任何用途。

交银国际证券、其附属公司、关联公司、董事、关联方及/或雇员，可能持有在本报告内所述或有关公司之证券、并可能不时进行买卖、或对其有兴趣。此外，交银国际证券、其附属公司及关联公司可能与本报告内所述或有关的公司不时进行业务往来，或为其担任市场庄家，或被委任替其证券进行承销，或可能以委托人身份替客户买入或沽售其证券，或可能为其担当或争取担当并提供投资银行、顾问、包销、融资或其它服务，或替其从其它实体寻求同类型之服务。投资者在阅读本报告时，应该留意任何或所有上述的情况，均可能导致真正或潜在的利益冲突。

本报告内的资料来自交银国际证券在报告发行时相信为正确及可靠的来源，惟本报告并非旨在包含投资者所需要的所有信息，并可能受送递延误、阻碍或拦截等因子所影响。交银国际证券不明示或暗示地保证或表示任何该等数据或意见的足够性、准确性、完整性、可靠性或公平性。因此，交银国际证券及其集团或有关的成员均不会就由于任何第三方在依赖本报告的内容时所作的行为而导致的任何类型的损失(包括但不限于任何直接的、间接的、随之而发生的损失)而负上任何责任。

本报告只为一般性提供数据之性质，旨在供交银国际证券之客户作一般阅览之用，而非考虑任何某特定收取者的特定投资目标、财务状况或任何特别需要。本报告内的任何资料或意见均不构成或被视为集团的任何成员作出提议、建议或征求购入或出售任何证券、有关投资或其它金融证券。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映交银国际证券或其集团的立场，亦可在没有提供通知的情况下随时更改，交银国际证券亦无责任提供任何有关资料或意见之更新。

交银国际证券建议投资者应独立地评估本报告内的资料，考虑其本身的特定投资目标、财务状况及需要，在参与有关报告中所述公司之证券的交易前，委任其认为必须的法律、商业、财务、税务或其它方面的专业顾问。惟报告内所述的公司之证券未必能在所有司法管辖区或国家或供所有类别的投资者买卖。

对部分的司法管辖区或国家而言，分发、发行或使用本报告会抵触当地法律、法则、规定、或其它注册或发牌的规例。本报告不是旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。本报告的发送对象不包括身处中国内地的投资人。如知悉收取或发送本报告有可能构成当地法律、法则或其他规定之违反，本报告的收取者承诺尽快通知交银国际证券。

本免责声明以中英文书写，两种文本具同等效力。若两种文本有矛盾之处，则应以英文版本为准。

交银国际证券有限公司是交通银行股份有限公司的附属公司。