



研究所

分析师:黄子崑
SAC 登记编号:S1340523090002
Email:huangziyin@cnpsec.com
研究助理:李起
SAC 登记编号:S1340124030007
Email:liqi@cnpsec.com
研究助理:高晓洁
SAC 登记编号:S1340124020001
Email:gaoxiaojie@cnpsec.com

近期研究报告

《内外需拉动力逐步切换, PPI 超预期回升》 - 2024. 06. 13

宏观观点

等待更多数据验证——6月美联储议息会议点评

● 核心观点

在本次议息会议上, 美联储连续第7次维持利率在5.25%-5.5%不变, 符合市场预期。会议声明变化不大, 只把对通胀的描述从“缺乏进展”改为“温和进展”, 体现了最新通胀数据的降温。

点阵图和经济预测传递鹰派信息, 但鲍威尔的讲话淡化了点阵图和经济预测的意义。最新发布的经济预测中, 美联储上调了PCE和核心PCE预期, GDP预期则维持不变, 小幅上调了2025年和2026年的失业率预期, 远期中性利率预期从2.6%上调到2.8%, 今年的降息概率从3次变为1次, 明年增加了1次到4次降息。但鲍威尔在回答记者的时候还是把短期经济数据的重要性提高到了比点阵图更重要的地位, 他表示委员会的共识是依赖数据, 点阵图只是他们当下的预期, 而不是政策承诺。

对于通胀, 鲍威尔预期接下来的几个月环比增速可能会有所上升, 但如果年底PCE同比能回落到2.6%、2.7%是不错的情况, 暗示不一定非要达到2%才能开始降息。对于就业, 鲍威尔认为总体上非常强劲, 供应还是小于需求, 但比一两年前的火热程度有所下降, 正在恢复更好的均衡。

关于后续的货币政策, 鲍威尔表示, 美联储关注整体数据, 包括就业市场、经济增长和通胀等, 现在还没到公布降息日期的阶段。继续加息不是基准预期。当被问到9月降息是否可能时, 鲍威尔回答没有对未来会议做决定。

整体上看, 点阵图和经济预测传递的信息是偏鹰派的, 但鲍威尔在讲话中表达又较为克制, 降低了点阵图信息的重要性, 态度偏中性。市场表现来看, 昨晚CPI数据公布后美股大涨, 但FOMC会议结束后, 美股小幅跳水。历史上看加息结束到降息开启前的平台期美股表现往往较好, 直到经济数据传递出负面信号、美联储转向降息时往往会开启下跌, 考虑到美国经济仍有韧性, 我们维持四季度降息一次的预期, 对美股维持看涨。

● 风险提示:

美国经济基本面超预期走弱; 美国通胀超预期回落; 美联储降息幅度和速度超预期; 金融风险事件。

目录

1 核心观点.....	4
2 风险提示.....	6

图表目录

图表 1: 2024 年 6 月美联储议息会议点阵图和主要经济数据预测 (红色表示上修)	5
图表 2: 美国 CPI 数据和议息会议公布后, 市场定价 9 月第一次降息, 年内降息 2 次	5

1 核心观点

在本次议息会议上，美联储连续第7次维持利率在5.25%-5.5%不变，符合市场预期。会议声明变化不大，只把对通胀的描述从“缺乏进展”改为“温和进展”，体现了最新通胀数据的降温。

点阵图和经济预测传递鹰派信息，但鲍威尔的讲话淡化了点阵图和经济预测的意义。最新发布的经济预测中，美联储上调了PCE和核心PCE预期，GDP预期则维持不变，小幅上调了2025年和2026年的失业率预期，远期中性利率预期从2.6%上调到2.8%，今年的降息概率从3次变为1次，明年增加了1次到4次降息。但鲍威尔在回答记者的时候还是把短期经济数据的重要性提高到了比点阵图更重要的地位，他表示委员会的共识是依赖数据，点阵图只是他们当下的预期，而不是政策承诺。当被问到为什么大幅下调降息预期时，鲍威尔也回答说是因为对通胀的预期上调了，今年上半年的数据让委员们意识到还需要更长的时间和更多的数据确认通胀向2%迈进。这暗示了经济预测的调整更多地反映了纳入历史数据后的修正，而不仅仅是对未来走势的判断。

对于通胀，鲍威尔预期接下来的几个月环比增速可能会有所上升，但如果年底PCE同比能回落到2.6%、2.7%是不错的情况，暗示不一定非要达到2%才能开始降息。值得注意的是，昨晚刚刚公布的CPI数据也是已经纳入考量的，数据公布后，大部分委员没有调整自己的预期。住房通胀依然较高，薪资增速高于可持续水平，但总体而言通胀压力在下降。

对于就业，鲍威尔认为总体上非常强劲，供应还是小于需求，但比一两年前的火热程度有所下降，正在恢复更好的均衡。当被问到什么是就业市场意外放缓（降息的前提条件），鲍威尔回答说是不在预期内的就业市场快速恶化，所以要密切监测就业数据，如果看到令人担心的现象就会作出反应。

关于后续的货币政策，鲍威尔表示，美联储关注整体数据，包括就业市场、经济增长和通胀等，现在还没到公布降息日期的阶段。继续加息不是基准预期。当被问到9月降息是否可能时，鲍威尔回答没有对未来会议做决定。意味着他没有否认9月降息的可能性。

图表1：2024年6月美联储议息会议点阵图和主要经济数据预测（红色表示上修）

点阵图显示的2024年利率变动幅度的票数								
年份	维持不变	降息1次	降息2次	降息3次	降息4次	联邦基金利率		
2024年6月	4	7	8	0	0	5.1%		
2024年3月	2	2	5	9	1	4.6%		

经济预测								
年份	24年实际GDP增速	25年实际GDP增速	24年失业率	25年失业率	24年PCE增速	25年PCE增速	24年核心PCE增速	25年核心PCE增速
2024年6月	2.1%	2.0%	4.0%	4.2%	2.6%	2.3%	2.8%	2.3%
2024年3月	2.1%	2.0%	4.0%	4.1%	2.4%	2.2%	2.6%	2.2%

资料来源：美联储，中邮证券研究所

整体上看，点阵图和经济预测传递的信息是偏鹰派的，但鲍威尔在讲话中表达又比较克制，降低了点阵图信息的重要性，态度偏中性。市场表现来看，昨晚CPI数据公布后美股大涨，但FOMC会议结束后，美股小幅跳水。历史上看加息结束到降息开启前的平台期美股表现往往较好，直到经济数据传递出负面信号、美联储转向降息时往往会开启下跌，考虑到美国经济仍有韧性，我们维持四季度降息一次的预期，对美股维持看涨。

图表2：美国CPI数据和议息会议公布后，市场定价9月第一次降息，年内降息2次

CME FEDWATCH TOOL - CONDITIONAL MEETING PROBABILITIES									
MEETING DATE	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%	1.6%	22.0%	50.7%	25.7%
2024/12/18	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	1.2%	16.9%	43.5%	32.0%	6.5%
2025/1/29	0.0%	0.0%	0.0%	0.6%	9.2%	30.4%	37.6%	19.0%	3.2%
2025/3/19	0.0%	0.0%	0.4%	5.9%	22.2%	34.8%	26.2%	9.3%	1.2%
2025/4/30	0.0%	0.2%	2.9%	13.3%	28.0%	30.9%	18.5%	5.6%	0.7%
2025/6/18	0.1%	1.7%	8.9%	21.8%	29.7%	23.7%	11.0%	2.7%	0.3%
2025/7/30	0.9%	5.1%	15.0%	25.5%	26.9%	17.7%	7.1%	1.6%	0.1%

资料来源：Fed Watch，中邮证券研究所

2 风险提示

美国经济基本面超预期走弱；美国通胀超预期回落；美联储降息幅度和速度超预期；金融风险事件。

中邮证券投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的 6 个月内的相对市场表现，即报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	预期个股相对同期基准指数涨幅在 20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在 10%与 20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 5%与 10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与 5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

中邮证券可发出其它与本报告所载信息不一致或有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

中邮证券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计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供中邮证券客户中的专业投资者使用，若您非中邮证券客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为专业投资者。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本申明具有最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司，2002年9月经中国证券监督管理委员会批准设立，注册资本50.6亿元人民币。中邮证券是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

公司经营范围包括：证券经纪；证券自营；证券投资咨询；证券资产管理；融资融券；证券投资基金销售；证券承销与保荐；代理销售金融产品；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问。此外，公司还具有：证券经纪人业务资格；企业债券主承销资格；沪港通；深港通；利率互换；投资管理人受托管理保险资金；全国银行间同业拆借；作为主办券商在全国中小企业股份转让系统从事经纪、做市、推荐业务资格等业务资格。

公司目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西、上海、云南、内蒙古、重庆、天津、河北等地设有分支机构，全国多家分支机构正在建设中。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长，努力成为客户认同、社会尊重、股东满意、员工自豪的优秀企业。

中邮证券研究所

北京

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com
地址：北京市东城区前门街道珠市口东大街17号
邮编：100050

上海

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com
地址：上海市虹口区东大名路1080号邮储银行大厦3楼
邮编：200000

深圳

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com
地址：深圳市福田区滨河大道9023号国通大厦二楼
邮编：518048