

证券研究报告

宏观研究

专题报告

解运亮 宏观首席分析师
执业编号: S1500521040002
联系电话: 010-83326858
邮箱: xieyunliang@cindasc.com

麦麟玥 宏观研究助理
邮箱: mailinyue@cindasc.com

信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO., LTD
北京市西城区闹市口大街9号院1号楼
邮编: 100031

这轮海外降息潮不再是美国引领

2024年6月14日

- **一季度通胀停滞削减了降息次数。**会议最大的看点是6月点阵图明显缩减了年内降息次数。与3月点阵图相比,6月点阵图显示降息次数从3次缩减为1-2次。点阵图显示近八成的官员预计今年至少降息一次,点阵图调整的关键原因是一季度的通胀进程停滞。在2023年调查中,通胀是美国家庭的首要财务担忧,但今年一季度的通胀放缓出现停滞,通胀预期的调整使得美联储票委调整了自己的预期。
- **四季度美国通胀可能有扰动。**经过一季度的通胀“停滞”后,6月美国经济预测上调了通胀预期,而上调后的年度通胀高于当前4月PCE通胀读数,我们认为,这或指向下半年美国通胀是先下后上,美国通胀四季度可能有扰动。拆分来看,5月通胀数据回落的主要贡献是食品和核心商品。但四季度食品和能源都可能再次给CPI带来扰动。食品和能源的定基指数显示,二者四季度同比有反弹的可能,尤其是能源项。
- **这轮海外降息潮不再是美国引领。**欧洲先于美国降息,表明这轮海外降息潮不再是由美国引领,这意味着一直将外部环境完全钉着美国是否降息可能并不合适。多个海外国家开启降息表明,尽管美国还未启动降息,但我们的外部环境实际上在边际改善,这种改善或体现在全球制造业景气度的好转上。此外,尽管6月点阵图缩减降息次数,但我们认为,今年核心通胀仍能延续回落,今年启动降息依旧可期。
- **风险因素:**地缘政治风险,国际油价上涨超预期等。

目 录

一、一季度通胀停滞削减了降息次数.....	3
二、四季度美国通胀可能有扰动.....	4
三、这轮海外降息潮不再是美国引领.....	6
风险因素.....	8

表 目 录

表 1: 2024 年美联储 FOMC 票委近期表态.....	4
表 2: 6 月 FOMC 经济预测表上调今年的通胀预期.....	5

图 目 录

图 1: 今年 6 月点阵图上移.....	3
图 2: 通胀回落主要源自食品和核心商品通胀回落.....	5
图 3: 美国非核心项基数走低.....	6
图 4: 美国失业率波动性上升.....	7

事件：

北京时间 6 月 13 日凌晨 2:00，美联储公布 6 月利率决议。凌晨 2:30，美联储主席鲍威尔召开新闻发布会。

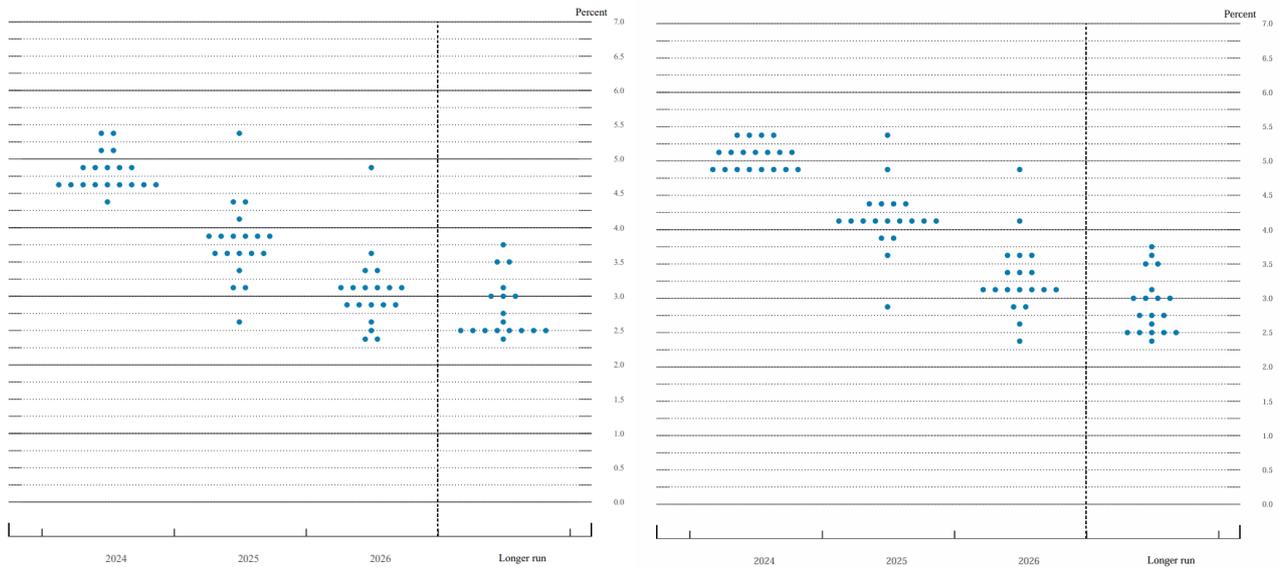
一、一季度通胀停滞削减了降息次数

6 月 FOMC 决议显示美联储连续第七次将联邦基金利率目标区间维持在 5.25%-5.50%，符合市场预期，同时继续放缓缩减资产负债表的规模。

会议最大的看点是 6 月点阵图明显缩减了年内降息次数。与 3 月点阵图相比，6 月点阵图显示降息次数从 3 次缩减为 1-2 次。点阵图显示近八成的官员预计今年至少降息一次，而预计今年不降息的票委增加至四位。与之相对应的是，6 月美联储的 SEP 上调了今年的联邦基金利率中枢，从 3 月的 4.6% 上调至 5.1%（表 2）。

点阵图调整的关键原因是一季度的通胀进程停滞。在 2023 年调查中，通胀是美国家庭的首要财务担忧，65% 的人表示物价上涨使其财务状况恶化。通胀的进一步放缓非常重要，但今年一季度的通胀放缓出现停滞，通胀预期的调整使得美联储票委调整了自己的预期。

图 1：今年 6 月点阵图上移



资料来源：美联储官网，信达证券研发中心，左图为 3 月 FOMC 点阵图，右图为 6 月 FOMC 点阵图

表 1：2024 年美联储 FOMC 票委近期表态

		2024年票委	2024年票委近期表态	
			通胀/经济	降息看法/降息时点
美联储官员	联邦储备系统理事会	Jerome H. Powell, (鲍威尔) Board of Governors, Chair	一季度通胀进展停滞, 希望看到更多类似5月的数据 (6.13); 如果看到失业人数超过我们的预测, 会视为意外疲软。 (6.13) 美联储对3%的通胀率不满意, 实现2%通胀的可持续路径将需要更长时间。 (5.2)	未到公布降息日期的阶段 (6.13)
		Michael S. Barr, (巴尔) Board of Governors	美国经济相当强劲; 仍然需要完成抗击高通胀的任务; (5.21)	“在更长时期内维持更高利率” 的持续时间超过我们原来的想象。 (5.21)
		Michelle W. Bowman, (鲍曼) Board of Governors	继续缩小资产负债表规模, 以尽快达到“适度充裕 (ample)”的储备 (5.28)。 资产负债表 (持有债券) 从较长期的向较短期“略微倾斜”, 这将允许我们采取灵活的做法 (5.28)。 预计通胀率将在一段时间内保持高位 (5.3)	通胀停滞或走势反转则愿意加息 (5.18); 美联储 今年没有理由降息 , 除非发生意外冲击 (5.11)
		Lisa D. Cook, (库克) Board of Governors	/	/
		Philip N. Jefferson, (杰斐逊) Board of Governors	通胀率已从峰值水平大幅回落, 担心通胀下降势头减弱 (5.13), 现在 判断通胀回落速度放缓是否会持续还言之过早。 (5.20)	相信政策利率处于限制性区域 (5.20)
		Adriana D. Kugler, (库格勒) Board of Governors	/	/
		Christopher J. Waller, (沃勒) Board of Governors	美国正走在一条不可持续的财政道路上 (5.24)。 需要“再有几个月”良好的通胀数据才能考虑降息。 (5.21)	没有改变中性利率水平仍相对较低的观点 (5.25)。 如果未来3至5个月通胀继续放缓, 那么美联储可能在年末降息 (5.23)。 “美联储2024年只会降息一次”这种想法没有太多的合理性。 (5.22)
美联储官员	永久票委	John C. Williams, (威廉姆斯) New York, Vice Chair	2023年美国通胀快速回落是由“特别因素”所推动。就业市场正在降温, 但整体仍强劲 (5.31)。 暗示通胀仍在走低 (5.4)	何时降息取决于数据表现 (5.31); 最终美联储 将会降息 (5.7)
		Thomas I. Barkin, (巴尔金) Richmond	服务通胀降温需要一段时间 (5.7); 希望看到通胀进展是持续且广泛 (5.11)	/
		Raphael W. Bostic, (博斯蒂克) Atlanta	通胀将非常缓慢的下降 (5.31), 新冠疫情期间出现的“爆发性”价格压力将在明年恢复到正常水平 (5.30)。 通胀路径有波动, 但总体趋势下降 (5.30), 并不需要通胀达到2%才降息 (5.31), “单一的数字并不能代表趋势”。 (5.21)	不认为7月会降息, 如果9月降息是合适的, 我们会这样做, 这并非政治决定。 (5.31) 第四季度可能是美联储降息的时机 (5.30) 加息不是基准预期 (5.30) 年底前降息可能是合适的 (5.17), 预计在第四季度前不会降息。 认为美联储今年将进行 一次降息 (5.10)。
		Mary C. Daly, (戴利) San Francisco	目前没有看到任何需要加息的证据; 预计住房通胀将改善, 但速度不会很迅猛 (5.21)。不会更改政策目标, 2%仍是美联储设定的通胀率目标 (5.10)	/
美联储官员	轮值票委	Loretta J. Mester, (梅斯特) Cleveland	希望降息前看到通胀持续几个月回落 (5.29) 预计今年美国经济增速将高于趋势水平; 通胀将会下降, 但需等待更长时间。 (5.22) 短期通胀预期已经上升; 作出通胀回落进程停滞的结论还为时过早 (5.17)。	利率应在更长时间内保持在高位 (5.17); 加息不是基准情境, 有理由相信中性利率高于过去的水平, 不认为今年降息三次的预期仍然是合适的。 (5.21)
		Austan D. Goolsbee, (古尔斯比) Chicago	长期通胀预期比短期通胀预期更重要 (5.11)。 美国通胀将会下降, 但需等待更长时间 (5.22)	对是否加息持保留态度, 需要密切关注数据。 (5.3)
		Susan Collins, (柯林斯) Boston	/	/
		Alberto G. Musalem, (穆萨莱姆) St. Louis	/	/
		Jeffrey Schmid, (施密德) Kansas City	/	利率可能会在一段时间内保持高位 (5.15)
美联储官员	候补票委	Sushmita Shukla, First Vice President, New York	/	/

资料来源: 美联储, 财联社, 信达证券研发中心

二、四季度美国通胀可能有扰动

经过一季度的通胀“停滞”后, 6月美国经济预测上调了通胀预期, 而上调后的年度通胀高于当前4月PCE通胀读数, 是否意味着美联储对下半年的通胀走势似乎并不乐观?

我们认为, 这或指向下半年美国通胀是先下后上, 美国通胀四季度可能有扰动。

1) 5月通胀数据回落的主要贡献是食品 and 核心商品。拆分来看, 在通胀的四分项里面, 能源通胀因去年低基数同比贡献上升, 但在食品通胀和核心商品通胀回落的对冲下, 整体CPI得以回落(图2)。

2) 四季度食品和能源都可能再次给CPI带来扰动。食品和能源的定基指数显示, 二者四季度同比有反弹的可能, 尤其是能源项。去年Q4, 能源项定基指数从127.36回落至115.88, 即使能源项没有延续年初的上涨趋势而维持4、5月走势, 能源同比增速也可能反弹(图3)。

我们认为，四季度的扰动更多来自非核心项，核心项仍有望延续降温。

第一，房价对租金的影响可能滞后体现。我们认为，地产对 CPI 的影响主要是租金价格，而住房租金价格滞后于美国房价指数。以上一轮降息表现为例，2020 年降息后，房价增速回升并未立即带动房屋 CPI 上涨，因此我们认为即使今年美国地产温和上行，基于其滞后性，今年住房通胀继续回落的趋势或不会受很大影响。

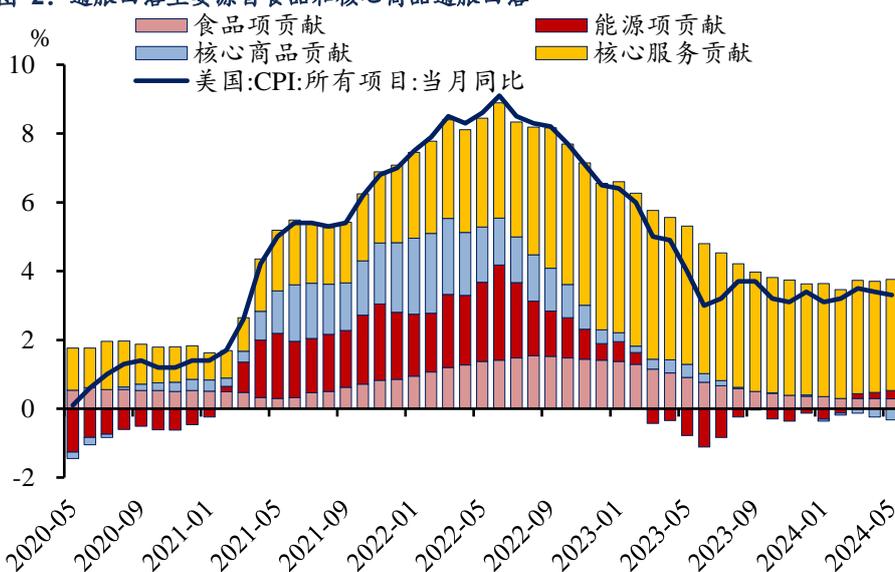
第二，拜登进一步收紧移民政策对未来就业市场或是一次冲击。我们曾在前期报告指出，拜登为赢取选票，移民政策易紧难松。6 月 5 日，美国总统拜登宣布采取一项行政措施，规定一旦美墨边境入境口岸七天的日均过境人数达到 2500 人，将关闭美墨边境非法移民的庇护申请，并快速驱逐在入境口岸越境的外国公民，被驱逐的非法移民将在至少五年内不得再入境美国。目前美墨边境每天入境的非法移民数均高于 2500 人，这意味着该行政命令立即生效。

表 2：6 月 FOMC 经济预测表上调今年的通胀预期

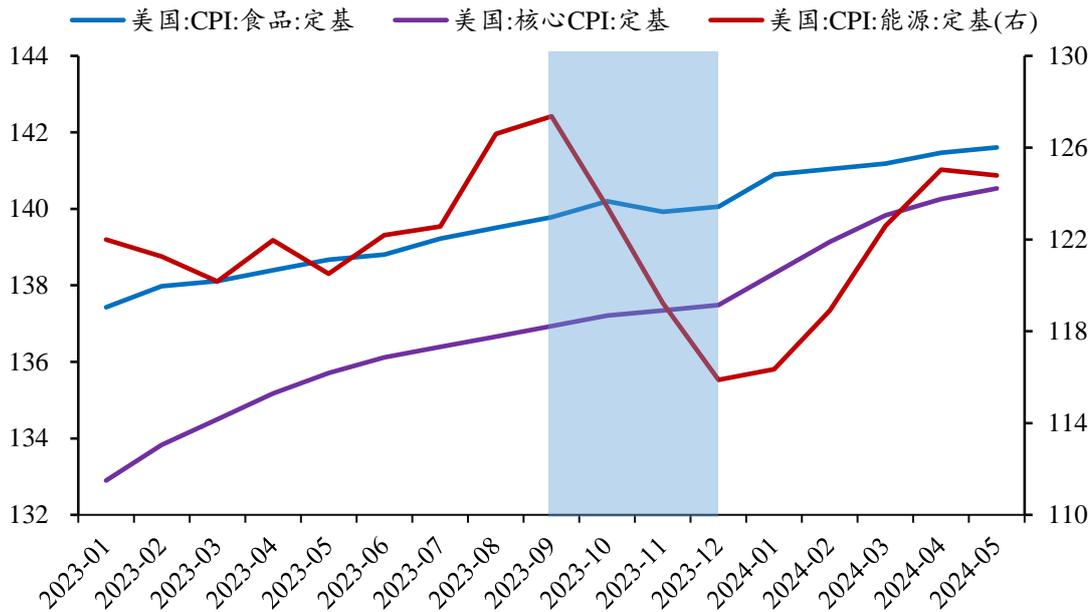
变量 (%)	中位数				集中趋势			
	2024	2025	2026	长期	2024	2025	2026	长期
实际 GDP 增速	2.1	2.0	2.0	1.8	1.9-2.3↓	1.8-2.2↓	1.8-2.1	1.7-2.0
3 月预测值	2.1	2.0	2.0	1.8	2.0-2.4	1.9-2.3	1.8-2.1	1.7-2.0
失业率	4.0	4.2↑	4.1↑	4.2	4.0-4.1↑	3.9-4.2	3.9-4.3	3.9-4.3↑
3 月预测值	4.0	4.1	4.0	4.1	3.9-4.1	3.9-4.2	3.9-4.3	3.8-4.3
PCE	2.6↑	2.3↑	2.0	2.0	2.5-2.9↑	2.2-2.4↑	2.0-2.1	2.0
3 月预测值	2.4	2.2	2.0	2.0	2.3-2.7	2.1-2.2	2.0-2.1	2.0
核心 PCE	2.8↑	2.3↑	2.0	-	2.8-3.0↑	2.3-2.4↑	2.0-2.1	-
3 月预测值	2.6	2.2	2.0	-	2.5-2.8	2.1-2.3	2.0-2.1	-
联邦基金利率	5.1↑	4.1↑	3.1	2.8↑	4.9-5.4↑	3.9-4.4↑	2.9-3.6↑	2.5-3.5↑
3 月预测值	4.6	3.9	3.1	2.6	4.6-5.1	3.4-4.1	2.6-3.4	2.5-3.1

资料来源：美联储，信达证券研发中心

图 2：通胀回落主要源自食品 and 核心商品通胀回落



资料来源：Wind, ifind, 信达证券研发中心

图 3：美国非核心项基数走低


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

三、这轮海外降息潮不再是美国引领

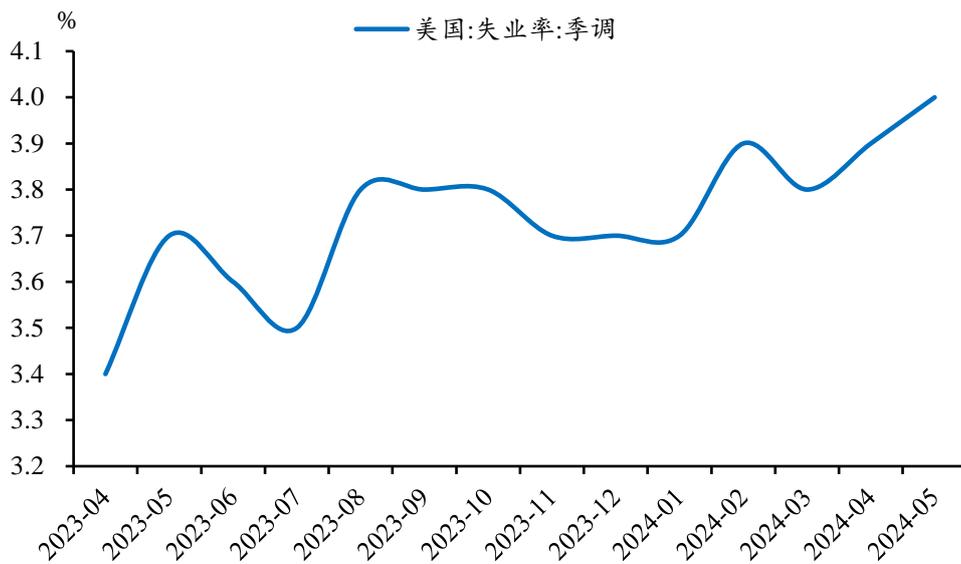
6月6日，欧洲央行宣布下调欧元区三大关键利率，降幅均为25个基点，这是欧洲央行自2019年以来的首次降息，标志着持续近5年的加息周期正式结束。

欧洲先于美国降息，表明这轮海外降息潮不再是由美国引领，这意味着一直将外部环境完全盯着美国是否降息可能并不合适。多个海外国家开启降息表明，尽管美国还未启动降息，但我们的外部环境实际上在边际改善，这种改善或体现在全球制造业景气度的好转上。

此外，尽管6月点阵图缩减降息次数，但我们认为，今年核心通胀仍能延续回落，美国失业率波动上升也指向就业市场逐步疲弱（图4），核心通胀正走在向好的道路上，经过5月通胀后美联储的观望只是需要经过几个月良好通胀数据来持续验证。

此外，6月开始放缓资产负债表的缩减步伐已经在一定程度上意味着放松了货币政策，今年启动降息依旧可期。

图 4：美国失业率波动性上升



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

风险因素

地缘政治风险，国际油价上涨超预期等。

研究团队简介

解运亮，信达证券宏观首席分析师。中国人民大学经济学博士，中国人民大学财政金融学院业界导师。曾供职于中国人民银行货币政策司，参与和见证若干重大货币政策制订和执行过程，参与完成中财办、人民银行、商务部等多项重点研究课题。亦曾供职于国泰君安证券和民生证券，任高级经济学家和首席宏观分析师。中国人民银行重点研究课题一等奖得主。2022年Wind金牌分析师宏观研究第二名。2022年云极“十大讲师”。2023年东方财富Choice最佳宏观分析师。2023年中国信达集团“金牌宣讲人”。首届“21世纪最佳预警研究报告”获得者。

麦麟玥，信达证券宏观研究助理。中山大学管科硕士，2022年7月加入信达证券研究所，从事宏观经济研究。

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深300指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起6个月内。	买入：股价相对强于基准15%以上；	看好：行业指数超越基准；
	增持：股价相对强于基准5%~20%；	中性：行业指数与基准基本持平；
	持有：股价相对基准波动在±5%之间；	看淡：行业指数弱于基准。
	卖出：股价相对弱于基准5%以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。