

美联储放偏鹰信号：年内或只有一次降息

——美联储 6 月议息会议点评

作者

分析师：樊磊

执业证书编号：S0590521120002

邮箱：fanl@glsc.com.cn

分析师：王博群

执业证书编号：S0590524010002

邮箱：wangboq@glsc.com.cn

事件：

美联储 6 月维持利率不变，符合市场会前的预期。目前情况看，就业市场仍在降温，5 月 CPI 通胀数据好于预期。在通胀继续回落的情况下，我们认为年内降息或仍是大概率。缩表 6 月已经降速，但流动性目前仍问题不大，需关注相关小银行风险。鲍威尔表示降息还需要更多通胀下降的信心，市场理解美联储偏鹰，美股在新闻发布会开始后回落，美债利率上行，美元指数走强，黄金走弱。

事件点评

➤ 维持利率不变符合预期

美联储 6 月会后宣布将政策利率的目标区间维持在 5.25%-5.5%。本次维持利率不变符合市场预期，会议前 CME 期货市场的数据显示市场预期利率不变的概率接近 100%。市场预期 9 月降息的概率接近 70%，但是点阵图显示委员们对于降息 1 次还是 2 次并没有达成共识，认为降息 1 次的人数略多。

➤ 没有委员将加息作为基本预期

鲍威尔在新闻发布会上再次表示没有委员将加息作为基本预期。6 月声明最主要的变化是关于通胀的表述，从“进展不足”变成了“略有进展”。鲍威尔也说降息需要美联储对通胀持续下降有更强的信心。

➤ 经济预期概要给出的路径仍然是一个美国经济不着陆的乐观情景

6 月公布的经济预期概要中虽然整体维持了经济不着陆预测，但是上修了失业率的预期，通胀预期也更高了。2024 年实际 GDP 预期的中位数维持 2.1% 不变，失业率仍为 4.0%，2025 年失业率升到 4.2%。通胀的预期略微上调，2024 年核心 PCE 的通胀从 2.6% 上调到 2.8%，PCE 的通胀从 2.4% 上调到 2.6%。政策利率预期显示的未来利率走向还是“更高更久”，2024 年的政策利率从 4.6% 上调到 5.1%，2025 年的政策利率从 3.9% 上调到 4.1%。

➤ 5 月 CPI 数据显示通胀回落好于预期

此前公布的美国 5 月 CPI 环比增长 0%，低于预期，同比增长 3.3%，前值 3.4%。5 月核心 CPI 环比上升 0.16%，低于预期 0.2%，同比 3.4%，较上月回落 0.2pct。再通胀的风险下降；商品通缩，服务通胀的大格局没有变化。数据公布后一度出现美债利率下行，美元指数走弱，三大股指上涨的现象。我们在通胀的系列专题报告中观察到美国的政策利率或已经具有一定限制性，总需求似乎也在温和降温，未来通胀大概率可以继续回落。

➤ 缩表 6 月已经减速

从 6 月开始缩表的速度将调整为 250 亿美元国债，350 亿美元 MBS，MBS 超过上限的部分将再投资到国债中。截止到 2024 年 5 月，总缩表规模约为 16328 亿美元。其中 2022 年总共缩表 3346 亿美元，2023 年缩表 9199 亿美元。

风险提示：美联储紧缩超预期，地缘政治风险超预期。

相关报告

- 1、《短期因素对经济复苏构成扰动：——4 月经济数据及地产最新政策的点评》2024.05.19
- 2、《通胀降温，降息预期回升：——美国 4 月 CPI 数据点评》2024.05.16

正文目录

1. 维持利率不变，1到2次降息	3
1.1 不降息符合预期	3
1.2 加息不太可能	9
1.3 通胀超预期回落，就业降温，利率具有限制性	10
2. 缩表6月已降速	19
2.1 缩表6月已减速	19
2.2 实际缩表的情况	20
3. 投票情况显示维持利率没有分歧	21
3.1 本轮周期	21
3.2 2008年周期	22
4. 风险提示	23

图表目录

图表 1: 美联储开始降息概率(%)	3
图表 2: 点阵图对比	4
图表 3: 3月2024降息次数委员人数分布	5
图表 4: 6月2024降息次数委员人数分布	5
图表 5: 美国股市收盘的反应(%)	6
图表 6: 美国国债利率收盘变化(基点)	6
图表 7: 联邦基金利率和国债利率(%)	6
图表 8: 国债利率顶点领先联邦基金的月数	7
图表 9: 联邦基金和10年期国债利率(%)	8
图表 10: FOMC经济预期概要(SEP)中位数	9
图表 11: 美联储6月会议总结	10
图表 12: CPI和核心CPI(%)	11
图表 13: CPI分项贡献分解(%)	11
图表 14: 近12个月CPI四个分项同比和环比(%)	11
图表 15: 核心CPI商品和服务的价格变化(%)	12
图表 16: 近1年核心CPI商品和服务的价格变化(%)	13
图表 17: 核心商品CPI的主要分项同比(%)	13
图表 18: Manheim价格指数	14
图表 19: Manheim和CPI二手车	14
图表 20: 核心服务CPI的主要分项同比(%)	15
图表 21: 美国PCE通胀(%)	15
图表 22: 非农就业人数增长(万人)	16
图表 23: 非农就业人数(2019年12月=100)	16
图表 24: 劳动力供给和劳动力需求(百万人)	17
图表 25: 70年代和当下CPI和政策利率对比(%)	18
图表 26: 实际利率和自然利率(%)	19
图表 27: 本轮缩表在2024年的节奏计划(单位:亿美元)	20
图表 28: 美联储本轮缩表的实际速度(单位:亿美元)	20
图表 29: 担保隔夜融资利率(SOFR):第99和第1百分位数利差(基点)	21
图表 30: 本轮周期加息的投票情况	22
图表 31: 上轮周期加息的投票情况	23

1. 维持利率不变，1 到 2 次降息

6 月美联储维持利率不变，本轮利率继续维持在最高点，符合市场预期。鲍威尔在新闻发布会上表示 2.6-2.7% 的核心 PCE 通胀可能是不错的。

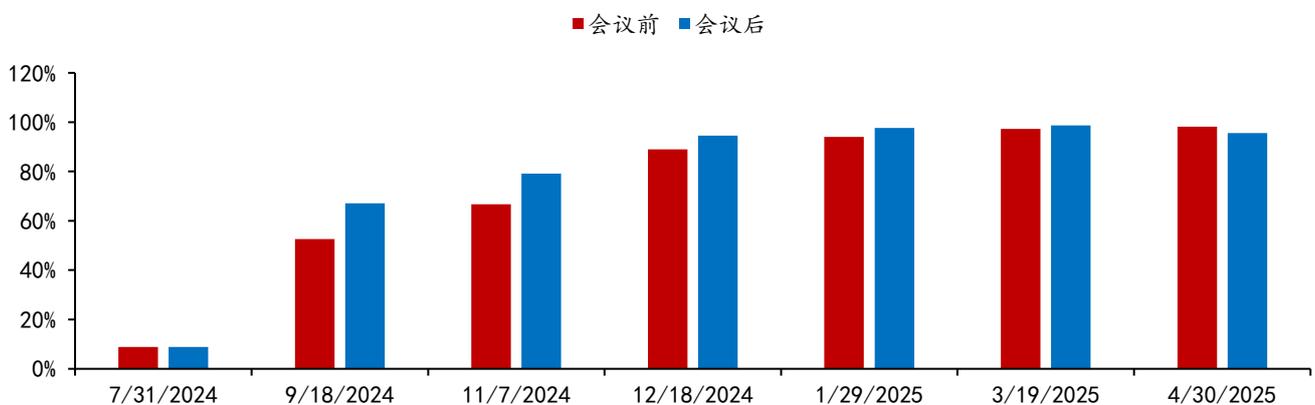
1.1 不降息符合预期

1.1.1 美联储在 6 月维持目前利率

美联储在 6 月决定维持当下利率，符合市场会前预期。会议前 CME 期货市场的数据显示市场预期降息的概率不足 1%，政策利率的目标区间维持在 5.25%-5.5%。新闻发布会上鲍威尔再次表示加息不太可能¹。

期货市场降息争议的可能时点集中在 9 月，9 月降息的概率接近 70%。我们认为目前来看美联储降息的节奏仍将主要取决于通胀的走势，只要通胀继续回落，美联储大概率还是会降息。

图表1：美联储开始降息概率(%)



资料来源：CME，国联证券研究所整理

¹ <https://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/fomccalendars.htm>

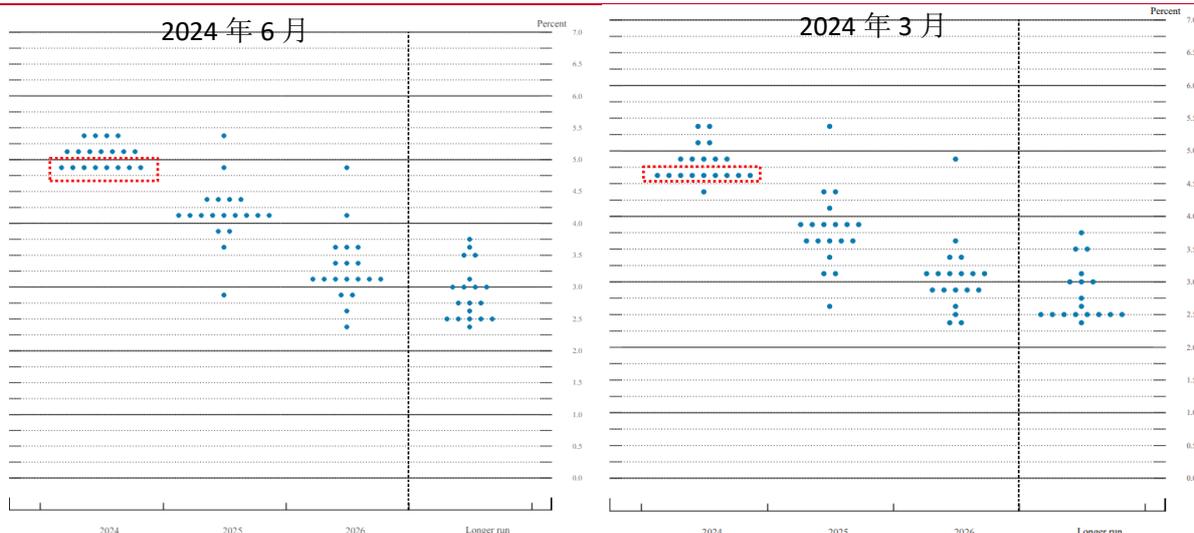
鲍威尔在 2023 年 6 月会议的新闻发布会上把本轮加息的问题分解为三个子问题，一是要以多快的速度加息，二终点的利率是多少，三在利率高点需要停留多久²。2023 年 6 月会议暂停加息意味着加息开始减速，第一个问题逐渐有了答案。12 月会议基本上给出了第二个问题的答案，利率已到本轮周期最高利率。2024 年 5 月会议鲍威尔的发言否认可能加息。到 6 月会议，鲍威尔再次重申不会加息，并对降息持谨慎态度。

1.1.2 点阵图缺乏明确共识

6 月新的点阵图显示关于 2024 年政策利率的走势委员之间并没有明确共识，总共 3 种观点中有两个观点的投票人数几乎相同，认为 2024 年有 2 次降息的委员人数有 8 人，认为 2024 年有 1 次降息的委员人数有 7 人，认为没有降息的有 4 人。降息仍然是大概率，但是究竟是降 1 次还是 2 次并没有明确共识。

相比之下，3 月新的点阵图显示关于 2024 年政策利率的走势委员之间有更多的共识。总共有 19 个委员，认为 2024 年有 3 次降息的委员人数达到 9 人，认为 2024 年有 2 次降息的委员人数有 5 人，认为 2024 年有 1 次降息的委员人数有 2 人，还有 1 人认为会有 4 次降息。绝大多数的委员都认为 2024 将有至少 1 次降息，认为不会降息的人数仅为 2 人。

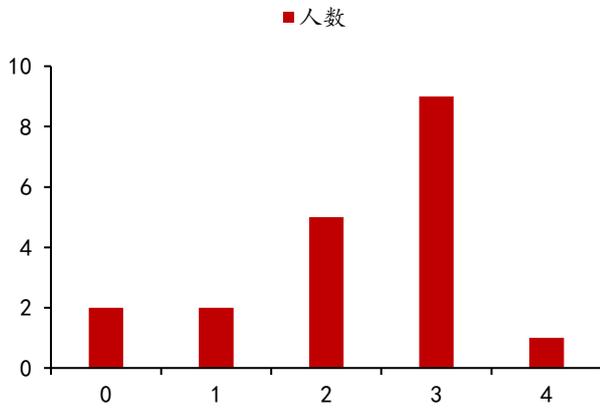
图表2：点阵图对比



资料来源：美联储，国联证券研究所整理

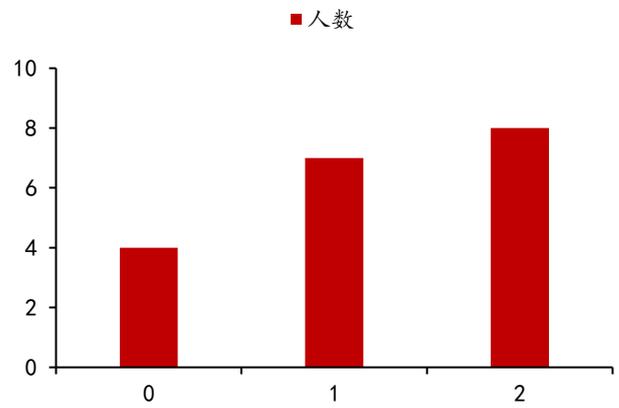
² <https://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/fomcpresconf20230614.htm>

图表3：3月2024降息次数委员人数分布



资料来源：美联储，国联证券研究所

图表4：6月2024降息次数委员人数分布



资料来源：美联储，国联证券研究所

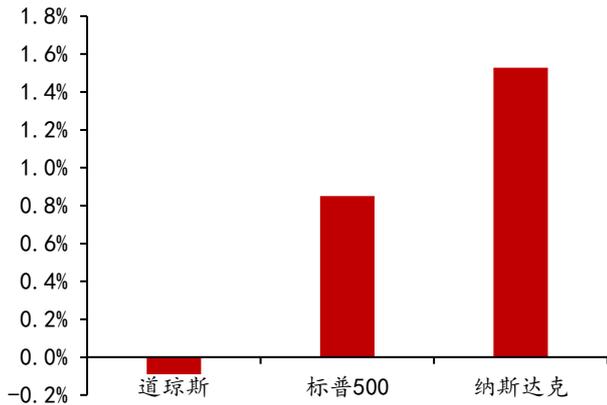
1.1.3 市场的反应：股市下行，债市利率上行

整体市场反应表明市场对美联储6月会议的解读偏鹰。2年期美债收益率在新闻发布会开始后持续上行，10年期美债收益率也明显上行，抹去了CPI数据公布之后约一半的降幅。美股在新闻发布会结束后下行，美元指数DXY走强，黄金回落。

到收盘，三大股指走势都呈现先涨后跌，CPI数据公布后股市高开，但之后走低。到收盘纳斯达克上涨1.53%，标普上涨0.85%，道琼斯收盘下跌0.09%。

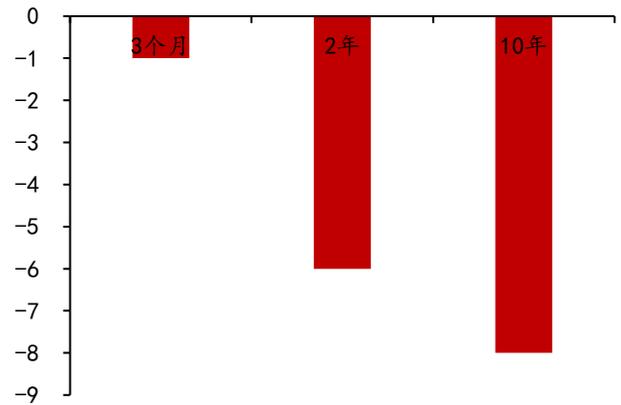
国债利率收盘走低，3个月的国债收益率收盘下降1个基点，2年国债收益率下降6个基点，10年期国债收益率下降8个基点。

图表5: 美国股市收盘的反应(%)



资料来源: Wind, 国联证券研究所

图表6: 美国国债利率收盘变化(基点)

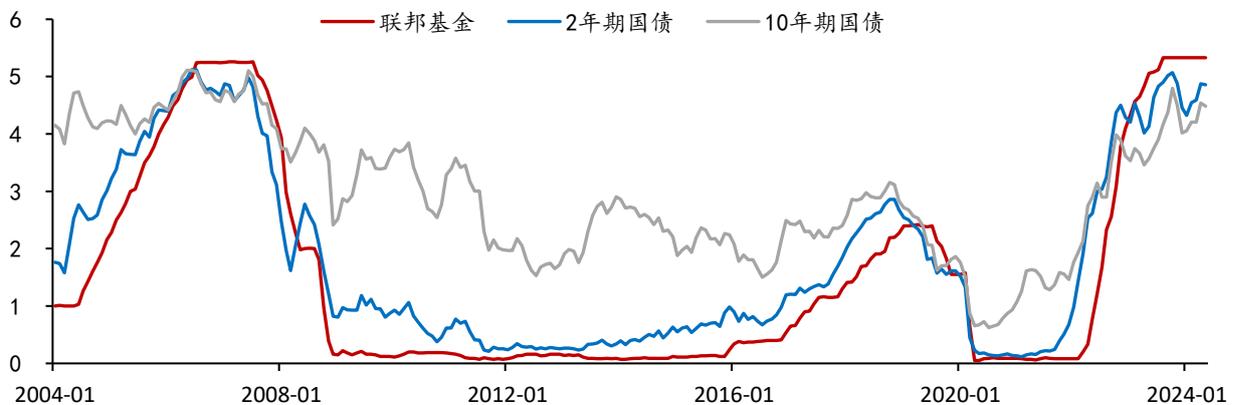


资料来源: Wind, 国联证券研究所

1.1.4 美债的高点

我们仍然认为对于债券市场来讲,加息的终点意味着美债或已触顶。从过去两个经济周期的经验看,2年期和10年期美国国债的高点都在美联储加息高点之前到达,值得注意的是过去两个周期中美联储的加息并没有出现加息和降息的反复转换。随着加息预期基本被排除,国债利率不大可能转头突破前高。

图表7: 联邦基金利率和国债利率 (%)

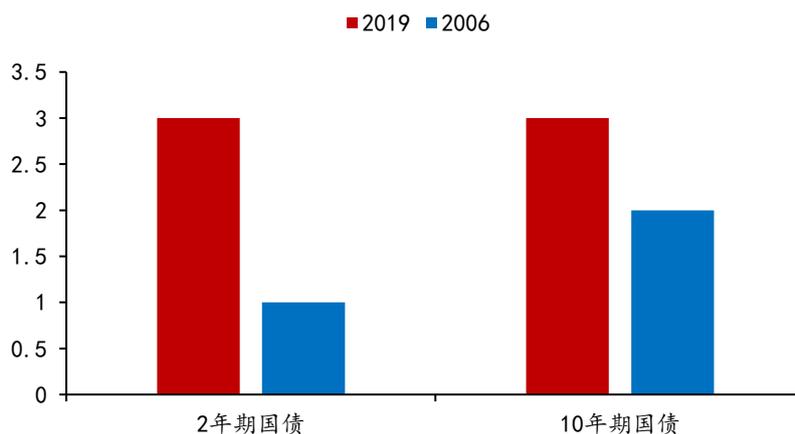


资料来源: Wind, 国联证券研究所整理

在过去两个周期中,美联储加息的终点对美国国债利率的判断具有风向标意义。

2019年加息周期中,2年期和10年期美国国债的高点都在联邦基金高点前的3个月;2006年加息周期中,2年期和10年期美国国债的高点分别在联邦基金高点前的1个月和2个月。

图表8: 国债利率顶点领先联邦基金的月数

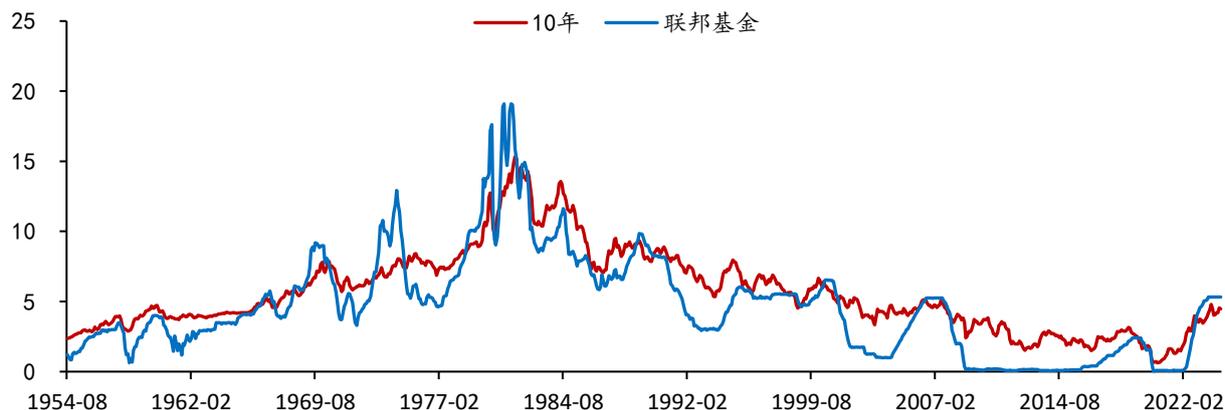


资料来源: Wind, 国联证券研究所整理

另外从更长历史数据上看,除了在70年代大通胀时期联邦基金利率在较长时间内显著高于了10年期国债利率,在其他的周期里联邦基金的顶点和10年期国债利率的顶点是比较接近的。

除非通胀出现如70年代那样的完全失控,那么本轮周期里10年期国债利率的顶点或不会和联邦基金利率的顶点相差太多。政策利率也可以作为判断10年期国债利率上行的一个突破点位。

图表9：联邦基金和10年期国债利率(%)



资料来源：Wind，国联证券研究所整理

1.1.1 不着陆的经济预期

美联储 6 月公布的经济预期概要中虽然整体维持了经济不着陆预测，但是上修了失业率的预期，通胀预期也更高了。

6 月的经济预期概要中 2024 年实际 GDP 预期的中位数维持 2.1% 不变，失业率仍为 4.0%，2025 年的失业率上调，经济不仅是软着陆而是不着陆，美国经济或能避免衰退。美联储目前对 GDP 的预测接近我们之前报告《为何我们预测 2024 年美国经济或超预期？》中关于美国经济的预期。

通胀的预期略微上调，2024 年核心 PCE 的通胀从 2.6% 上调到 2.8%，PCE 的通胀从 2.4% 上调到 2.6%，2025 年的 PCE 通胀和核心 PCE 通胀都从 2.2% 上调到 2.3%。按照这个预期，美联储似乎并不急于让通胀回到 2%，2024 年的通胀仍高于目标也是可接受的。美联储在 2025 年可以取得对通胀的胜利。

政策利率预期显示的未来利率走向还是“更高更久”，2024 年的政策利率从 4.6% 上调到 5.1%，2025 年的政策利率从 3.9% 上调到 4.1%，2026 年的利率维持 3.1% 不变。政策利率的中位数预期显示 2024 年仅 1 次降息。

SEP 预期给出的路径仍然是一个美国经济不着陆的乐观情景，经济的增速仍然快于长期值，通胀下降虽然略慢，但总体上还是在没有出现明显失业上升的情况下控制住了通胀。

图表10: FOMC 经济预期概要(SEP) 中位数

变量	2024	2025	2026	长期
实际GDP	2.1%	2.0%	2.0%	1.8%
3月会议	2.1%	2.0%	2.0%	1.8%
失业率	4.0%	4.2%	4.1%	4.2%
3月会议	4.0%	4.1%	4.0%	4.1%
PCE通胀	2.6%	2.3%	2.0%	2.0%
3月会议	2.4%	2.2%	2.0%	2.0%
核心PCE通胀	2.8%	2.3%	2.0%	
3月会议	2.6%	2.2%	2.0%	
政策利率	5.1%	4.1%	3.1%	2.8%
3月会议	4.6%	3.9%	3.1%	2.6%
注: 数字颜色含义		变差	变好	不变

资料来源: 美联储, 国联证券研究所整理

1.2 加息不太可能

美联储在抑制通胀方面略有进展, 缩表已经减速, 鲍威尔在新闻发布会再次表示没有人将加息作为基本预期。

1.2.1 两个声明的小变化

从会议发布的声明来看, 6月的声明变化不大, 主要有两个方面。一个主要的变化是关于通胀的表述, 从“最近几个月, 委员会在实现 2%通胀目标方面进展不足”, 变成了“最近几个月, 委员会在实现 2%通胀目标方面**略有进展**”。另一个变化是删掉了上次会议关于缩表降速的说明。

图表11：美联储6月会议总结

	2024年6月会议	2024年5月会议
政策利率	5.25-5.5%	5.25-5.5%
投票情况	全票通过	全票通过
就业表述	较上次未变化	就业增长仍然强劲，失业率仍然很低
通胀表述	最近几个月，委员会在实现2%通胀目标方面略有进展。	最近几个月，委员会在实现2%通胀目标方面进展不足。
美联储立场	较上次未变化	委员会预计，在对通胀持续向2%迈进有更大信心之前，降低目标区间是不合适的。
缩表速度	250亿美元国债，350亿美元MBS	600亿美元国债，350亿美元MBS

资料来源：美联储，国联证券研究所整理

1.2.2 新闻发布会要点

新闻发布会上，鲍威尔回答记者问题中提到的四个观点值得重点关注。

1. 鲍威尔表示经济概要反应了稍早之前公布的CPI数据。
2. 鲍威尔说核心通胀如果回落到2.6-2.7%将是不错的，适合降息。
3. 鲍威尔认为银行业仍然很健康。
4. 鲍威尔认为完整的降息路径是更重要的，一次降息的作用很难评价。

1.3 通胀超预期回落，就业降温，利率具有限制性

就业市场仍在降温，CPI通胀回落好于预期，美联储降息还是大概率。

1.3.1 CPI通胀回落好于预期，通胀继续回落

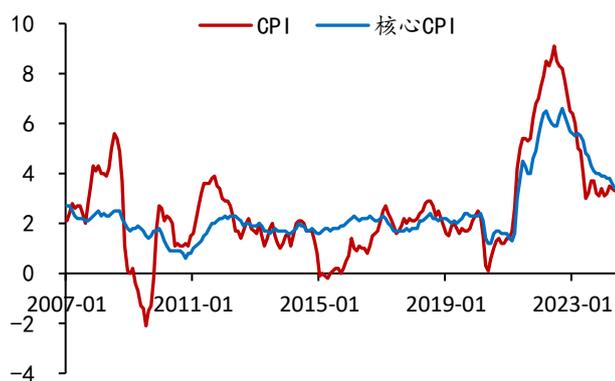
美联储6月会议前公布了5月份的CPI数据，通胀数据显示通胀的回落略快于预期，CPI和核心CPI的环比和同比都低于预期。

美国5月CPI环比上升0%，上月0.4%，低于预期0.1%；由于基数方面的原因，

CPI 同比从上个月的 3.4% 降到 3.3% (预期 3.4%)。

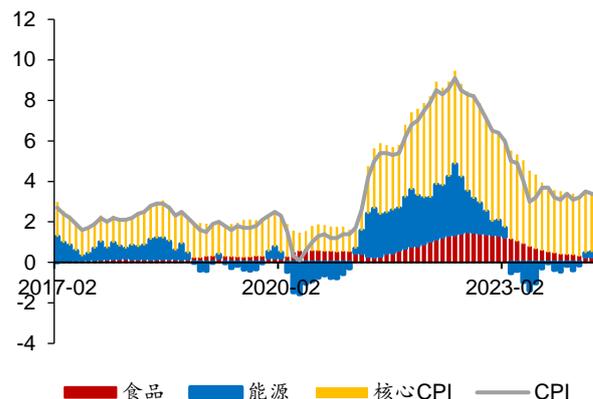
5 月核心 CPI 环比上升 0.16%，低于预期 0.2%，低于上月 0.3%；同比增长 3.4%，预期 3.5%，前值 3.6%，核心 CPI 也继续回落。相对于包含能源这样波动项的 CPI，核心 CPI 的环比低于预期是好消息，它说明再通胀风险下降。

图表12: CPI 和核心 CPI (%)



资料来源: Wind, 国联证券研究所

图表13: CPI 分项贡献分解 (%)



资料来源: Wind, 国联证券研究所

图表14: 近 12 个月 CPI 四个分项同比和环比 (%)

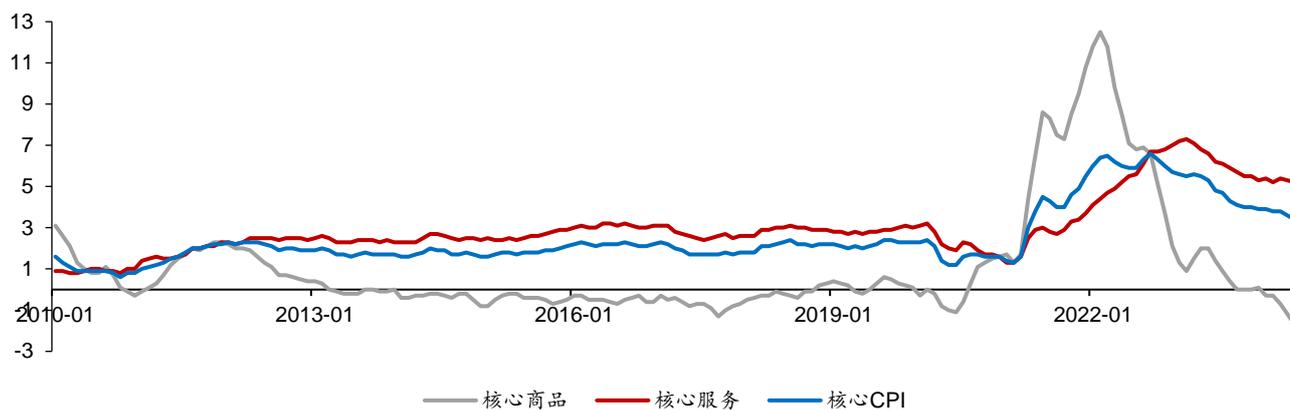
时间	同比				环比			
	CPI	食品	能源	核心CPI	CPI	食品	能源	核心CPI
2023年5月	4	6.7	-11.7	5.3	0.1	0.2	-3	0.4
2023年6月	3	5.7	-16.7	4.8	0.2	0.2	0.5	0.2
2023年7月	3.2	4.9	-12.5	4.7	0.2	0.2	0	0.2
2023年8月	3.7	4.3	-3.6	4.3	0.5	0.2	4.4	0.2
2023年9月	3.7	3.7	-0.5	4.1	0.4	0.2	1.2	0.3
2023年10月	3.2	3.3	-4.5	4	0.1	0.3	-2.1	0.2
2023年11月	3.1	2.9	-5.4	4	0.2	0.2	-1.6	0.3
2023年12月	3.4	2.7	-2	3.9	0.2	0.2	-0.2	0.3
2024年1月	3.1	2.6	-4.6	3.9	0.3	0.4	-0.9	0.4
2024年2月	3.2	2.2	-1.9	3.8	0.4	0	2.3	0.4
2024年3月	3.5	2.2	2.1	3.8	0.4	0.1	1.1	0.4
2024年4月	3.4	2.2	2.6	3.6	0.3	0	1.1	0.3
2024年5月	3.3	2.1	3.7	3.4	0	0.1	-2	0.2

资料来源: Wind, 国联证券研究所整理

核心 CPI 如果拆解成 2 项，分别是核心商品和核心服务。可以看到核心 CPI 的

韧性主要体现在服务上。服务通胀上的好消息是 5 月环比和同比都略有回落。但从 CPI 的权重来看,核心商品占比仅为核心服务大概一半,核心服务价格的缓慢回落中,核心 CPI 可能仍然会表现出韧性。核心商品继续通缩,而且通缩的幅度还略微扩大。

图表15: 核心 CPI 商品和服务的价格变化 (%)



资料来源: Wind, 国联证券研究所整理

具体数字上来看,5月核心商品的通胀环比增长0%,在过去的12个月里有9个月是负增长;同比负增长1.7%,较上月略微扩大。商品的通缩持续,对整体通胀下行继续做贡献,而且通缩的幅度略微扩大。

5月核心服务的环比增长0.2%,低于上月;核心服务通胀同比增长5.2%,由于基数原因较上月回落,上月5.3%。

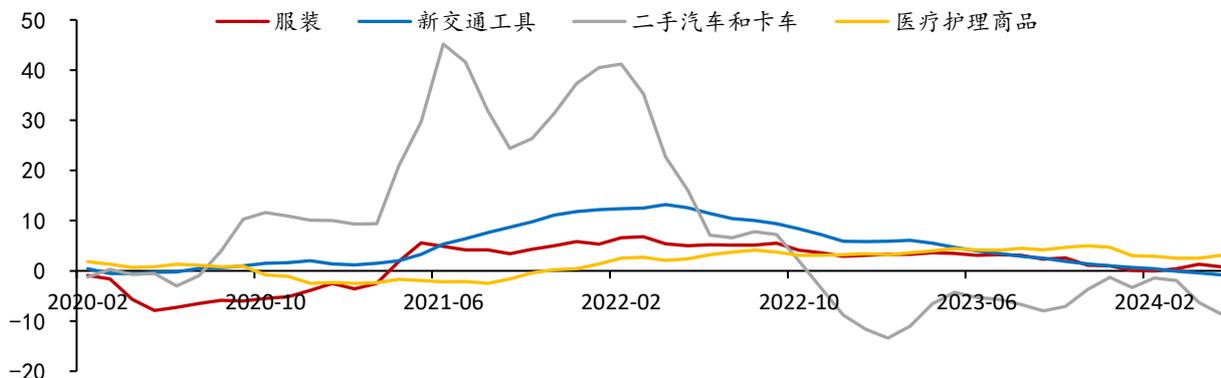
图表16: 近1年核心CPI商品和服务的价格变化(%)

时间	同比		环比	
	核心商品	核心服务	核心商品	核心服务
2023年5月	2.00	6.60	0.40	0.30
2023年6月	1.40	6.20	-0.10	0.30
2023年7月	0.90	6.10	-0.30	0.40
2023年8月	0.40	5.90	-0.20	0.40
2023年9月	0.00	5.70	-0.20	0.50
2023年10月	0.00	5.50	0.00	0.30
2023年11月	0.00	5.50	-0.20	0.50
2023年12月	0.10	5.30	-0.10	0.40
2024年1月	-0.30	5.40	-0.30	0.70
2024年2月	-0.30	5.20	0.10	0.50
2024年3月	-0.70	5.40	-0.20	0.50
2024年4月	-1.20	5.30	-0.10	0.40
2024年5月	-1.70	5.20	0.00	0.20

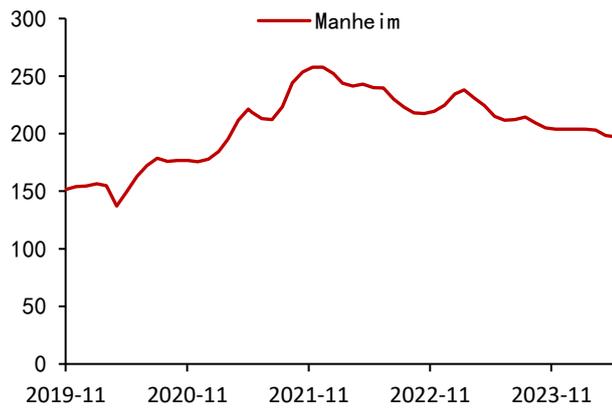
资料来源: Wind, 国联证券研究所整理

核心商品中负增长最多的分项仍然是二手车, 5月同比降幅再扩大, 5月同比-8.6%, 上月-6.3%; 环比5月增长转正, 增长0.6%。新交通工具同比也负增长0.8%, 上月负增长0.4%。二手车的通胀指数在2022年2月达到顶峰, 高基数的影响基本退出。对比Manheim的二手车价格指数变化, Manheim的同比最高点领先CPI同比最高点2个月, 二手车通胀或继续维持低位运行。

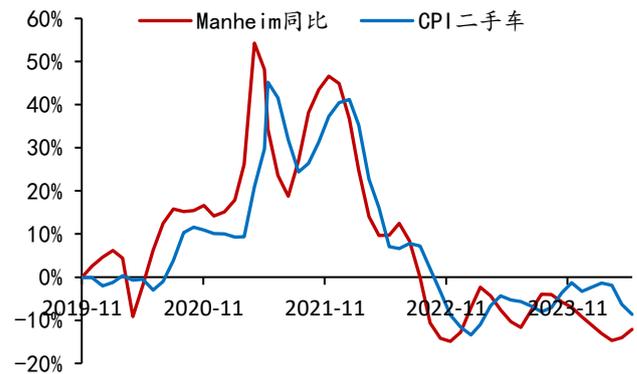
图表17: 核心商品CPI的主要分项同比(%)



资料来源: Wind, 国联证券研究所整理

图表18: Manheim 价格指数


资料来源: Manheim, Wind, 国联证券研究所

图表19: Manheim 和 CPI 二手车


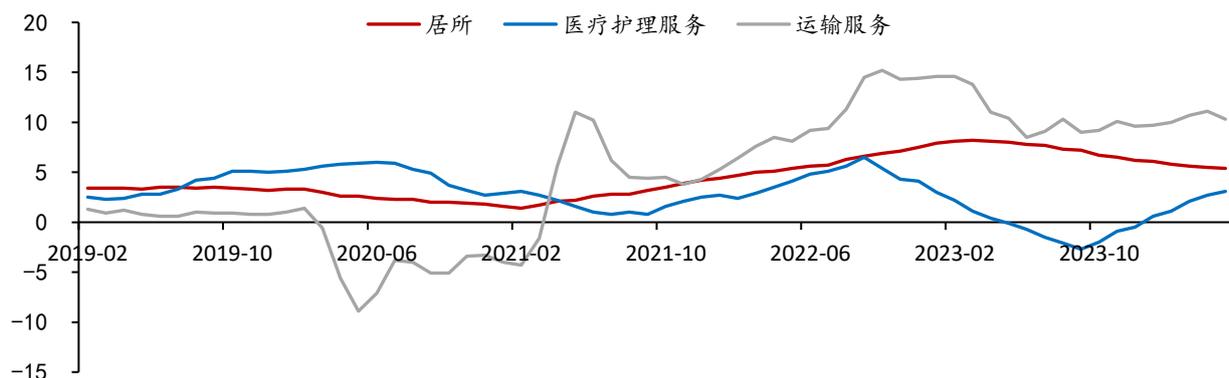
资料来源: Manheim, Wind, 国联证券研究所

从核心商品中其他分项来看, 服装同比增长 0.8%, 较上月下降, 医疗护理商品的通胀似乎在加速, 5 月同比增长 3.1%, 上月 2.5%, 环比增长 1.3%, 上月 0.4%。

核心服务总体环比 5 月回落到 0.2%, 同比微降。从核心服务中的主要分项看, 居所环比增长 0.4%, 上月 0.4%, 已经连续 4 月不变; 居所 5 月同比增长 5.4%, 较上月继续回落³。医疗护理服务环比增长 0.3%, 上月增长 0.4%, 5 月同比增长 3.1%, 上月 2.7%。运输服务 5 月环比负增长 0.5%, 上月 0.9%, 同比回落, 增长 10.3%。运输服务仍然是 5 月所有分项中同比增长最高的分项, 尽管它的权重只有 6%, 但也成为通胀的一个重要贡献因素。总体而言, 核心服务通胀中居所和运输服务的通胀仍然较高, 离 2% 还有距离。医疗护理服务的通胀环比虽然略微回落, 但是同比仍为上行, 整体服务通胀的韧性仍然不低。

³ 居所通胀是住宅通胀的一个分项。

图表20：核心服务CPI的主要分项同比(%)



资料来源：Wind，国联证券研究所整理

通胀的压力边际可能缓解，CPI的通胀数据好于预期。美联储更加关心的PCE通胀还未公布，但是可能比4月好。在4月份的PCE通胀表现略超预期，服务通胀支持PCE通胀回到2.7%，核心PCE通胀也基本持平。

图表21：美国PCE通胀(%)

同比	2024-04	2024-03	2024-02	2024-01	2023-12	2023-11
核心PCE(预期2.8)	2.75%	2.81%	2.81%	2.91%	2.94%	3.18%
PCE(预期2.7)	2.65%	2.70%	2.48%	2.46%	2.62%	2.70%
商品	0.10%	0.15%	-0.23%	-0.54%	0.16%	-0.10%
耐用商品	-2.20%	-1.87%	-2.03%	-2.37%	-2.33%	-2.09%
非耐用商品	1.38%	1.27%	0.78%	0.48%	1.56%	1.01%
服务	3.94%	3.99%	3.85%	3.98%	3.87%	4.14%
环比	2024-04	2024-03	2024-02	2024-01	2023-12	2023-11
核心PCE(预期0.2)	0.25%	0.33%	0.27%	0.48%	0.15%	0.09%
PCE(预期0.3)	0.26%	0.34%	0.34%	0.40%	0.13%	-0.01%
商品	0.22%	0.14%	0.49%	-0.17%	-0.23%	-0.55%
耐用商品	-0.47%	-0.46%	0.20%	0.18%	0.06%	-0.23%
非耐用商品	-0.60%	-0.11%	-0.37%	0.66%	0.19%	0.46%
服务	0.26%	0.30%	0.67%	0.26%	0.43%	0.27%

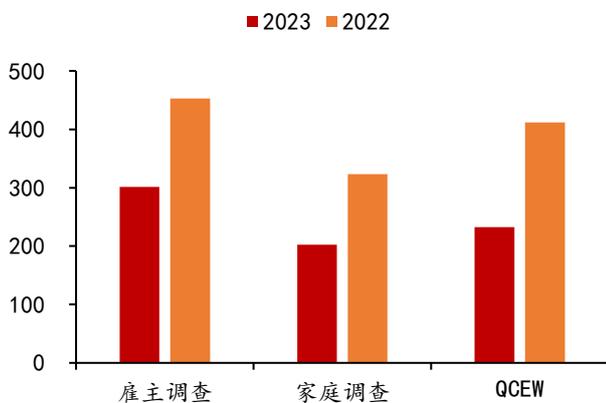
资料来源：FRED，国联证券研究所整理

1.3.1 就业市场整体还是在降温

家庭调查的5月失业率升破4%，但是雇主调查的新增非农就业27.2万人，高于

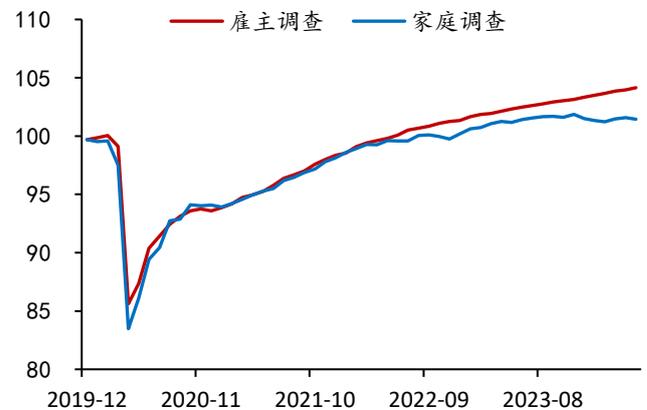
预期⁴。家庭调查的失业率，JOLTS 报告的职位空缺失业比等都显示就业市场仍在逐渐降温。雇主调查的非农新增偏高，可能高估了就业市场的热度，未来可能下修。如果对比抽样调查的雇主调查(CES)和几乎是全样本的就业和工资季度普查(QCEW)，可以看到 CES 和 QCEW 的差异似乎有走高的趋势，从 2023 年的数据看 CES 显示就业增长了 306 万，而 QCEW 显示就业只增长了 232 万。详情参见我们关于 5 月非农数据的报告《美国就业市场整体仍在降温——美国 5 月非农就业数据点评》。

图表22：非农就业人数增长(万人)



资料来源：Wind，国联证券研究所

图表23：非农就业人数(2019年12月=100)

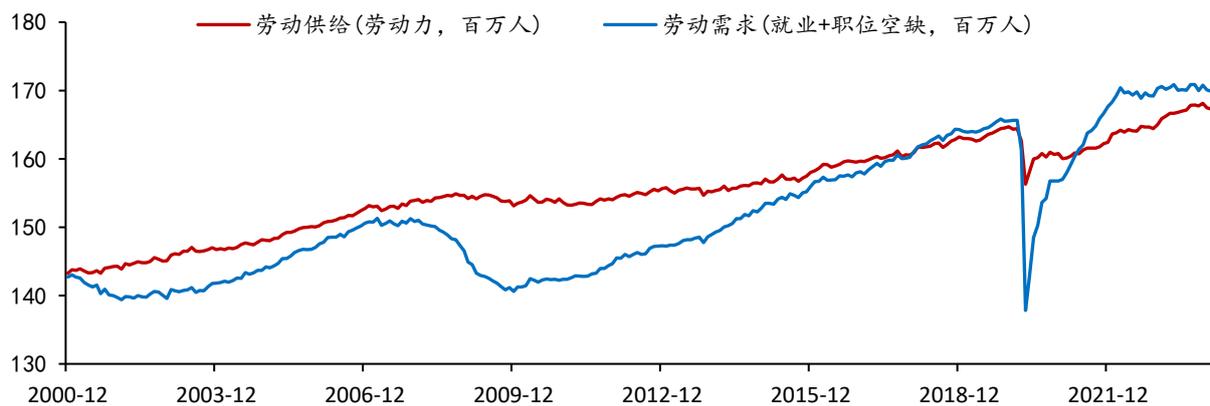


资料来源：Wind，国联证券研究所

劳动力市场的总体供给和需求状况还呈现需求略大于供给，尽管需求呈现走弱的趋势。

⁴ 根据 BLS 的数据，雇主调查的月就业变化 13 万人的变动才是统计上显著的，
<https://www.bls.gov/news.release/empsit.faq.htm>

图表24：劳动力供给和劳动力需求（百万人）



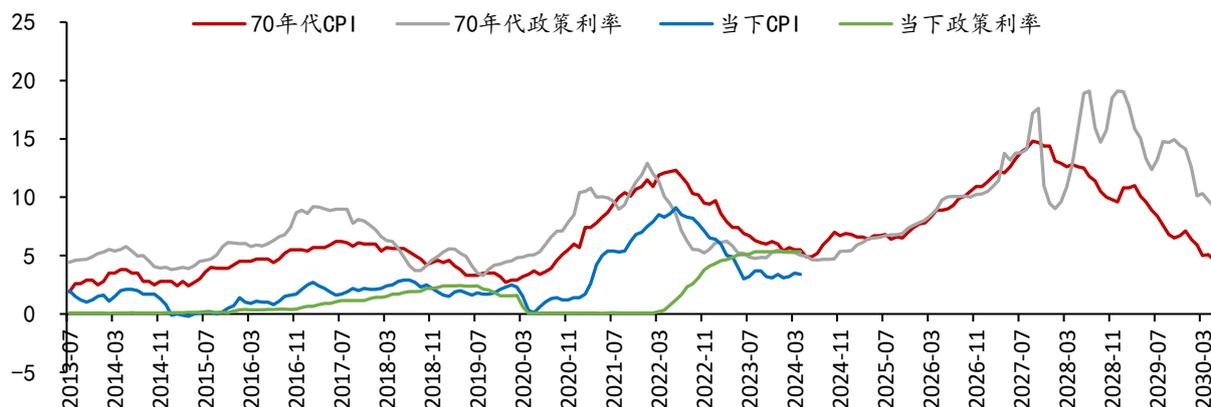
资料来源：Fred，国联证券研究所整理

1.3.2 目前的政策利率或具有限制性

政策利率高于通胀是降通胀的必要条件。如果根据约翰泰勒的建议，他认为控制通胀的实际利率应该是通胀的 1.5 倍，换句话说要控制住通胀，实际利率肯定要为正，这隐含了政策利率要高于通胀。用这个标准去观察上一个通胀高企的年代，我们发现 70 年代在 CPI 第一次触顶之后又出现了第二次反弹，70 年代的政策利率在 CPI 第一次触顶之前就显著下行了，这其实是酝酿了 CPI 通胀再次上行的最关键性因素。

我们可以进一步将当下的政策利率和 CPI 走势和 70 年代做一个对比。如果我们把 70 年代 CPI 同比的最高点和本轮周期 CPI 高点对齐，我们可以发现当下通胀变化和政策利率变化和 70 年代有显著不同。70 年代的时候 CPI 在 1974 年 12 月见顶，CPI 同比触及 12.3%；对应当下周期 2022 年 6 月，CPI 达到 9.1%。为了控制通胀目前政策利率或继续维持略高于通胀的水平。

图表25：70年代和当下CPI 和政策利率对比(%)



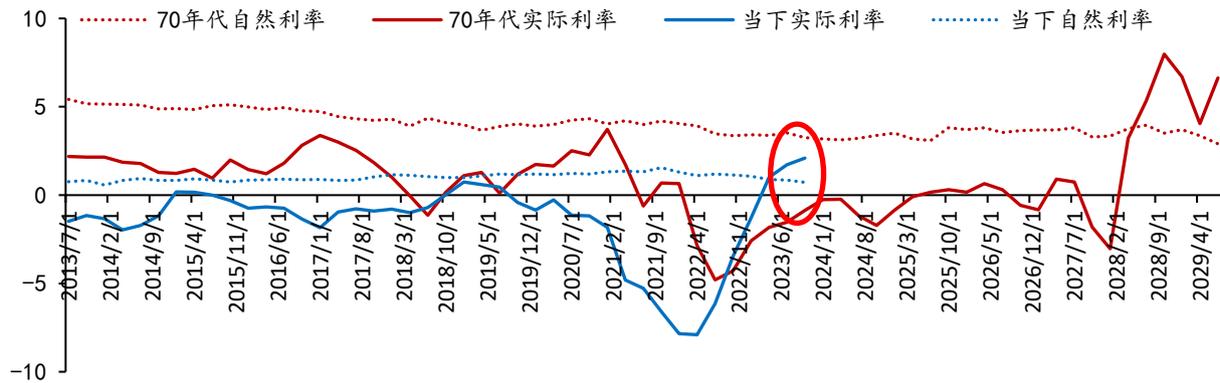
资料来源：Wind，国联证券研究所整理

实际利率还需要大于所谓的自然利率，才是货币政策产生紧缩效果驱动通胀下行的充分条件。

如果采用纽约联储 Holston-Laubach-Williams (2017)模型估计的自然利率作为一个比较的基础。从实际利率和自然利率对比的角度看，实际利率大于自然利率，货币政策是紧缩的，通胀将回落。从70年代的数据上看，通过对比实际利率和自然利率可以解释当时的通胀走势。在第一次CPI通胀下行的时候，货币政策几乎没有达到限制性，实际利率仅在1973年4季度提高到接近自然利率后就下行了。结果导致CPI通胀在随后再次上升，并在1980年左右最高超过14%。实际利率直到保罗沃克上台以后，到1981年1季度才开始显著高于自然利率。

对比当下，从2023年的2季度开始实际利率大于自然利率。如果美联储能够维持实际利率高于自然利率，按照上述的分析，货币政策或是有限性的，通胀未来或能继续回落。

图表26：实际利率和自然利率(%)



资料来源：美联储，国联证券研究所整理

2. 缩表 6 月已降速

缩表在 6 月开始降速，意味着流动性紧张或已不远，可关注缩表下小银行的风险，我们在深度报告《美国小银行的大风险——美联储的缩表和潜在风险》中有更详细分析。

2.1 缩表 6 月已减速

6 月会议没有提缩表的问题，5 月会议声明中给出了缩表降速具体的计划和时间表。从 6 月开始缩表的速度将调整为 250 亿美元国债，350 亿美元 MBS，MBS 超过上限的部分将再投资到国债中。我们在深度报告《美国小银行的大风险》中更为详细地讨论了缩表和缩表可能带来的风险。

美联储在 2022 年 5 月份会议明确了 6 月 1 日开始缩表，以及明确了本次缩表的加速节奏。初始阶段每月最多缩减 475 亿美元，三个月后，每月缩减规模上限提升到 950 亿美元。2022 年的计划最大缩表规模为 5225 亿美元，2022 年的缩表规模大约相当于一次额外的加息，实际的缩表规模大约为 3346 亿美元，约为最大规模的 64%。逐渐加速过程在 2022 年已经完成，因此 2023 年按照最高速度缩表规模最大为 1.14 万亿美元，而实际的缩表约为 9199 亿美元，是最大缩表规模的约 8 成。

图表27：本轮缩表在 2024 年的节奏计划（单位：亿美元）

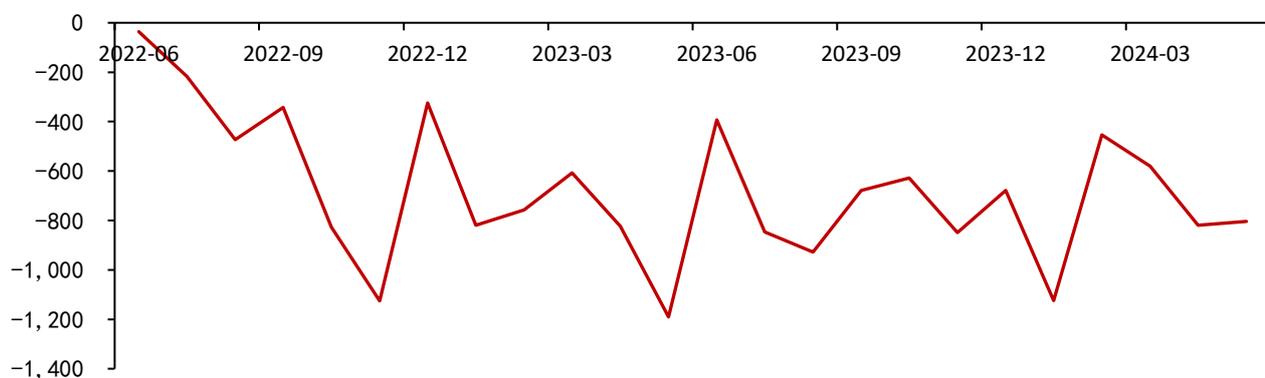
时间	国债	MBS	合计
2024年1月	600	350	950
2024年2月	600	350	950
2024年3月	600	350	950
2024年4月	600	350	950
2024年5月	600	350	950
2024年6月	250	350	600
2024年7月	250	350	425
2024年8月	250	350	425
2024年9月	250	350	425
2024年10月	250	350	425
2024年11月	250	350	425
2024年12月	250	350	425
总计	4750	4200	7900

资料来源：美联储，国联证券研究所整理

2.2 实际缩表的情况

从 2022 年 6 月起，美联储持有的证券开始逐月下降，到目前为止平均月减少 680 亿美元，2023 年全年平均月减少 767 亿美元。截止到 2024 年 5 月，总缩表规模约为 16328 亿美元。其中 2022 年总共缩表 3346 亿美元，2023 年缩表 9199 亿美元。

图表28：美联储本轮缩表的实际速度（单位：亿美元）

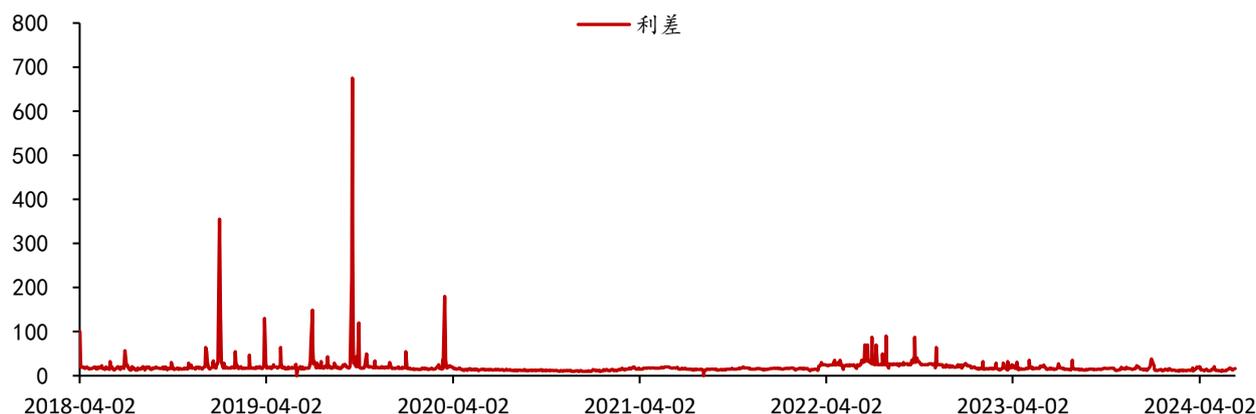


资料来源：Wind，国联证券研究所整理

我们在深度报告《美国小银行的大风险》中提出可以监测担保隔夜融资利率 99

分位和 1 分位的利差来观察缩表对流动性的影响。利差的波动相对于利率的绝对水平似乎更有前瞻性。担保隔夜融资利率 99 分位和 1 分位的利差在 2019 年 9 月出现了显著的扩大。而它在 9 月之前也就出现过显著上升的情况，2019 年的 7 月也曾显著上升。近期的数据上看，这个利差目前仍维持在较低的水平。

图表29：担保隔夜融资利率(SOFR)：第 99 和第 1 百分位数利差(基点)



资料来源：Wind，国联证券研究所整理

3. 投票情况显示维持利率没有分歧

美联储 6 月投票没有反对者，6 月份维持利率不变是委员会的共识。

3.1 本轮周期

6 月维持利率不变获得了全部委员的支持，本轮加息多数时候利率决策都获得了一致同意，只在 2022 年的 3 月和 6 月有两位委员投了反对票。2022 年的 3 月 James Bullard 认为应该加 50 个基点，比实际的货币政策决定多 25 个基点；而 2022 年 6 月则相反，Esther George 认为应该加 50 个基点，比实际的货币政策决定少 25 个基点。

图表30：本轮周期加息的投票情况

时间	赞成	反对	利率	鲍威尔的投票	主席	反对者
2022年3月	8	1	0.25%-0.5%	赞成	鲍威尔	James Bullard
2022年5月	9	0	0.75%-1%	赞成	鲍威尔	
2022年6月	10	1	1.5%-1.75%	赞成	鲍威尔	Esther L. George
2022年7月	12	0	2.25%-2.5%	赞成	鲍威尔	
2022年9月	12	0	3%-3.25%	赞成	鲍威尔	
2022年11月	12	0	3.75%-4%	赞成	鲍威尔	
2022年12月	12	0	4.25%-4.5%	赞成	鲍威尔	
2023年3月	11	0	4.75%-5%	赞成	鲍威尔	
2023年5月	11	0	5%-5.25%	赞成	鲍威尔	
2023年6月	11	0	5%-5.25%	赞成	鲍威尔	
2023年7月	11	0	5.25%-5.5%	赞成	鲍威尔	
2023年9月	12	0	5.25%-5.5%	赞成	鲍威尔	
2023年11月	12	0	5.25%-5.5%	赞成	鲍威尔	
2023年12月	12	0	5.25%-5.5%	赞成	鲍威尔	
2024年1月	12	0	5.25%-5.5%	赞成	鲍威尔	
2024年3月	12	0	5.25%-5.5%	赞成	鲍威尔	
2024年5月	12	0	5.25%-5.5%	赞成	鲍威尔	
2024年6月	12	0	5.25%-5.5%	赞成	鲍威尔	

资料来源：美联储，国联证券研究所整理

3.2 2008 年周期

2008 年危机后的加息周期中的投票模式也可以明显看到共识驱动的迹象。每一次加息决策都是达到共识之后才付诸实施，无一例外，并没有出现只相差一票那样非共识驱动的投票模式。

仅仅从理论上来说，FOMC 是简单多数投票制，但从实际的运行结果来看，在委员会内部是明显共识驱动。

图表31：上轮周期加息的投票情况

时间	赞成	反对	利率	鲍威尔的投票	主席	反对者
2015年12月	10	0	0.25%-0.5%	赞成	耶伦	
2016年12月	10	0	0.5%-0.75%	赞成	耶伦	
2017年3月	9	1	0.75%-1%	赞成	耶伦	Neel Kashkari
2017年6月	8	1	1%-1.25%	赞成	耶伦	Neel Kashkari
2017年12月	7	2	1.25%-1.5%	赞成	鲍威尔	Charles L. Evans; Neel Kashkari
2018年3月	8	0	1.5%-1.75%	赞成	鲍威尔	
2018年6月	8	0	1.75%-2%	赞成	鲍威尔	
2018年9月	9	0	2%-2.25%	赞成	鲍威尔	
2018年12月	10	0	2.25%-2.5%	赞成	鲍威尔	

资料来源：美联储，国联证券研究所整理

4. 风险提示

美联储紧缩超预期，地缘政治风险超预期。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

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，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准；韩国市场以柯斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表指数涨幅20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~5%之间
	行业评级	卖出	相对同期相关证券市场代表指数跌幅10%以上
		强于大市	相对同期相关证券市场代表指数涨幅10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表指数跌幅10%以上

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属国联证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“国联证券”）。未经国联证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为国联证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，国联证券不因收件人收到本报告而视其为国联证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国联证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户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、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国联证券及其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，国联证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

国联证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。国联证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国联证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，国联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，投资者应当考虑到国联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。

版权声明

未经国联证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、转载、刊登和引用。否则由此造成的一切不良后果及法律责任有私自翻版、复制、转载、刊登和引用者承担。

联系我们

北京：北京市东城区安定门外大街208号中粮置地广场A塔4楼
无锡：江苏省无锡市金融一街8号国联金融大厦12楼
 电话：0510-85187583

上海：上海市浦东新区世纪大道1198号世纪汇二座25楼
深圳：广东省深圳市福田区益田路6009号新世界中心大厦45楼