

美国 6 月 FOMC 会议点评

就业不衰，鹰派不改

◆ 经济研究 · 宏观快评

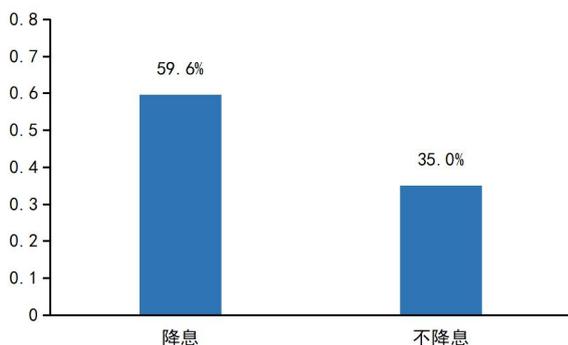
证券分析师：季家辉 021-61761056 jijiahui@guosen.com.cn 执证编码：S0980522010002
证券分析师：董德志 021-60933158 dongdz@guosen.com.cn 执证编码：S0980513100001

事项：

美东时间 6 月 12 日，美联储在 FOMC 会议后宣布继续暂停加息，将联邦基金利率目标区间维持在 5.25-5.5% 的水平，并维持此前的缩表规模。

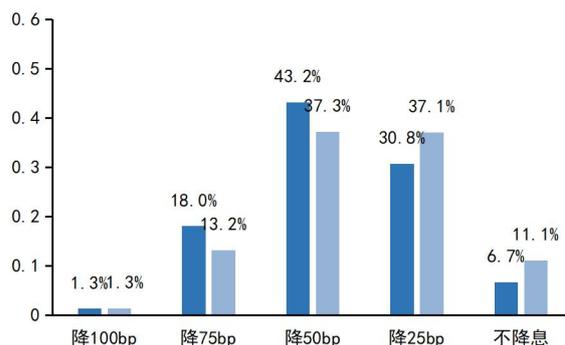
本次会议前夕，美国劳工统计局发布的 5 月 CPI 通胀数据较为友好，数据发布后联邦基金利率期货反映 9 月之前降息的概率一度高达 70%。但联储会议后，9 月降息概率快速回落，降至 60% 的水平。整体来看，本次美联储会议被市场解读为态度偏鹰。

图1: 美联储会议后 9 月降息概率



资料来源：Macrobond，国信证券经济研究所整理

图2: 美联储会议前后全年降息概率变化



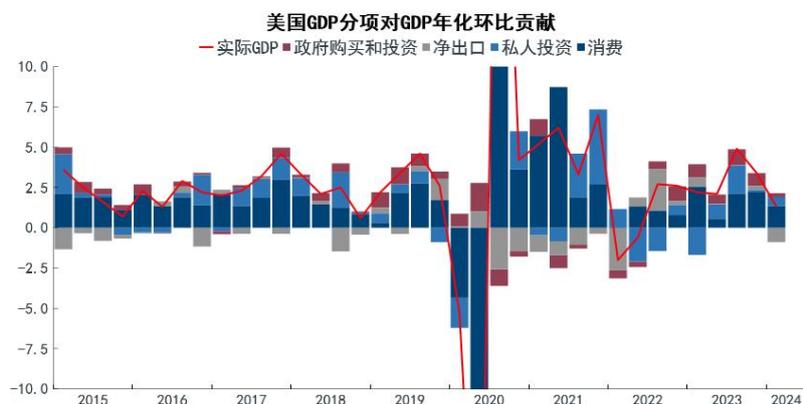
资料来源：Macrobond，国信证券经济研究所整理

经济基本面：经济稳步扩张，通胀降温取得进展

本次会议美联储对经济增长的表述未作调整，认为近期经济活动一直在稳步扩张（expanding at a solid pace）。一季度美国 GDP 增长整体表现不佳，环比年化由去年四季度的 3.4% 降至 1.3%，主要受政府购买和净出口拖累，而居民消费和私人投资代表的内需依旧较为强劲。一季度美国居民消费+私人投资贡献了 GDP 环比 1.9% 的增长，仅略低于去年四季度 2.3%，高于疫情前（2019 年同期）0.9% 的水平。经济景气度方面，今年以来，美国制造业和服务业景气度均强势回升，截至 5 月份，制造业景气度连续 5 个月位于扩张区间，服务业景气度升至近 12 个月的最高水平。

美联储在 6 月经济预测中对 2024、2025、2026 年实际 GDP 增速预测值未作调整，分别为 2.1%、2% 和 2%。

图3: 美国 GDP 各分项环比贡献 (%)



资料来源: Macrobond, 国信证券经济研究所整理

图4: 今年美国制造业和服务业景气回升



资料来源: Macrobond, 国信证券经济研究所整理

从美联储“双目标”来看，就业方面，鲍威尔在媒体会上表示，就业市场供需状况进一步平衡（come into better balance），并指出劳动力市场的状况已回到疫情前的水平，相对紧张但不过热（relatively tight but not overheated）。就业数据方面，4月和5月美国平均月度新增就业岗位为21.8万个，明显高于疫情前（2019年）16.3万个的月均水平。5月失业率小幅升至4%，但仍处于历史偏低位置。职位空缺来看，今年以来岗位缺口（空缺岗位/失业人数）整体保持下降态势，2024年4月降至1.24左右水平，几乎持平于疫情前。

美联储在6月经济预测中上调了2025、2026年和长期失业率0.1个百分点至4.2%、4.1%和4.2%的水平。

图5: 美国就业市场保持韧性



资料来源: Macrobond, 国信证券经济研究所整理

图6: 美国劳动力缺口持续修复



资料来源: Macrobond, 国信证券经济研究所整理

通胀方面，本次会议声明对于通胀的表述出现较大改变，由5月“2%的通胀目标未取得进一步进展（lack of further progress）”调整为“取得了一些进展（modest further progress）”。整体来看，今年主要是能源价格回升阻碍了通胀进一步降温，今年2-4月CPI能源指数环比平均上涨1.5%，涨幅在近12个月的平均水平之上。值得注意的是，交通运输价格受能源成本的影响较大，能源通胀反弹一定程度也影响了核心服务部分。随着5月能源价格环比转负，通胀明显“下台阶”。5月整体CPI环比持平，核心CPI环比上涨0.2%，涨幅均低于近12个月的平均水平。

美联储在6月经济预测中分别上调了2024和2025年PCE通胀0.2和0.1个百分点至2.6%和2.3%；同时上调了2024和2025年核心PCE通胀0.2和0.1个百分点至2.8%和2.3%。

图7: 美国 CPI 各分项环比表现

美国CPI各分项环比 (单位: %)

项目	2024年5月	2024年4月	2024年3月	2024年2月	2024年1月	2023年12月	2023年11月	2023年10月	2023年9月	2023年8月	2023年7月	2023年6月	2023年5月
CPI	0.0	0.3	0.4	0.4	0.3	0.2	0.2	0.1	0.4	0.5	0.2	0.2	0.1
食品	0.1	0.0	0.1	0.0	0.4	0.2	0.2	0.3	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
家用食品	0.0	-0.2	0.0	0.0	0.4	0.1	0.0	0.3	0.1	0.2	0.2	0.0	0.1
在外用餐	0.4	0.3	0.3	0.1	0.5	0.3	0.4	0.4	0.4	0.3	0.2	0.4	0.5
能源	-2.0	1.1	1.1	2.3	-0.9	-0.2	-1.6	-2.1	1.2	4.4	0.0	0.5	-3.0
能源商品	-3.5	2.7	1.5	3.6	-3.2	-0.7	-3.8	-4.3	1.8	8.3	-0.1	0.6	-4.5
汽油	-3.6	2.7	1.6	3.7	-3.3	-0.6	-4.0	-4.3	1.7	8.3	-0.2	0.7	-4.5
燃油	-1.0	2.3	-1.1	0.7	-2.3	-2.5	-1.0	-3.7	3.9	7.0	2.1	-1.0	-4.3
能源服务	-0.2	-0.7	0.7	0.8	1.4	0.3	1.0	0.4	0.3	0.1	0.1	0.3	-1.2
电力	0.0	-0.1	0.9	0.3	1.2	0.6	1.0	0.4	0.8	0.2	-0.4	0.7	-0.7
天然气	-0.8	-2.9	0.0	2.3	2.0	-0.6	1.2	0.3	-1.4	-0.3	1.5	-1.1	-2.9
核心CPI	0.2	0.3	0.4	0.4	0.4	0.3	0.3	0.2	0.3	0.2	0.2	0.2	0.4
核心商品	0.0	-0.1	-0.2	0.1	-0.3	-0.1	-0.2	0.0	-0.2	-0.2	-0.3	-0.1	0.4
新车	-0.5	-0.4	-0.2	-0.1	0.0	0.2	0.0	-0.1	0.2	0.2	0.0	0.0	-0.1
二手汽车和卡车	0.6	-1.4	-1.1	0.5	-3.4	0.6	1.4	-0.4	-1.8	-1.9	-1.5	-0.6	3.2
服装	-0.3	1.2	0.7	0.6	-0.7	0.0	-0.6	0.0	-0.3	0.2	0.1	0.1	0.2
医疗商品	1.3	0.4	0.2	0.1	-0.6	-0.1	0.5	0.4	-0.3	0.6	0.5	0.2	0.6
核心服务	0.2	0.4	0.5	0.5	0.7	0.4	0.5	0.3	0.5	0.4	0.4	0.3	0.3
住房	0.4	0.4	0.4	0.4	0.6	0.4	0.4	0.3	0.6	0.3	0.5	0.4	0.5
交运服务	-0.5	0.9	1.5	1.4	1.0	0.1	1.0	0.9	0.7	1.6	0.8	0.4	0.3
医疗服务	0.3	0.4	0.6	-0.1	0.7	0.5	0.5	0.2	0.2	0.0	-0.3	-0.1	-0.1

数据来源: 国信证券, Macrobond, BLS

资料来源: Macrobond, 国信证券经济研究所整理

图8: 美国 PCE 通胀环比表现



资料来源: Macrobond, 国信证券经济研究所整理

货币政策：就业不衰，鹰派不改

(1) 距降息还需更多信心。鲍威尔在媒体会上明确表示对于今年底核心 PCE 通胀降至 2.8% 的预测值没有信心，并坚持“除非我们有更多的信心通胀正在持续回到 2% 的水平，否则不适合降低利率和开始放松货币政策”。

(2) 就业走弱亦是降息“催化剂”。鲍威尔在媒体会上表示联储理解劳动力市场数据存在一定的滞后性，美联储会在就业恶化之前开始行动。

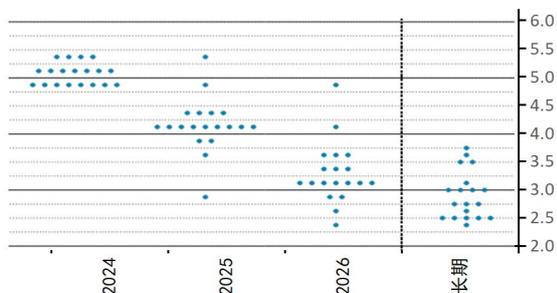
(3) 点阵图指引明显偏鹰。对于 2024 年底的利率水平，19 位联储官员同意降息幅度在 4.75%-5.5% 的区间，其中 8 位同意降息至 4.75%-5% 的水平，7 位同意降息至 5%-5.25% 的水平，4 位认为不降息。按照点阵图指引，联储官员认为今年最有可能降息一次，而 3 月会议点阵图反映多数官员同意今年降息三次。

表1: 美联储 6 月经济预测摘要

经济指标	发布时间	2024	2025	2026	长期
实际 GDP 增速	2024 年 6 月	2.1	2	2	1.8
	2024 年 3 月	2.1	2	2	1.8
	2023 年 12 月	1.4	1.8	1.9	1.8
失业率	2024 年 6 月	4	4.2	4.1	4.2
	2024 年 3 月	4	4.1	4	4.1
	2023 年 12 月	4.1	4.1	4.1	4.1
PCE 通胀	2024 年 6 月	2.6	2.3	2	2
	2024 年 3 月	2.4	2.2	2	2
	2023 年 12 月	2.4	2.1	2	2
核心 PCE 通胀	2024 年 6 月	2.8	2.3	2	-
	2024 年 3 月	2.6	2.2	2	-
	2023 年 12 月	2.4	2.2	2	-
联邦基金利率	2024 年 6 月	5.1	4.1	3.1	2.8
	2024 年 3 月	4.6	3.9	3.1	2.6
	2023 年 12 月	4.6	3.6	2.9	2.5

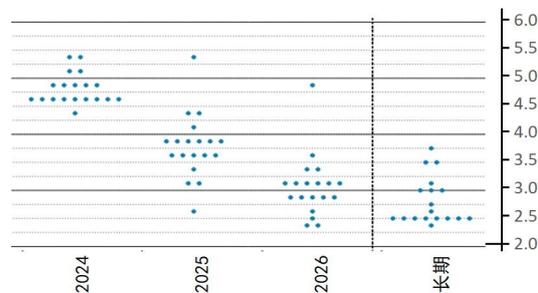
资料来源：美联储官网，国信证券经济研究所整理

图9: 美联储 6 月点阵图



资料来源：美联储官网，国信证券经济研究所整理

图10: 美联储 3 月点阵图



资料来源：美联储官网，国信证券经济研究所整理

前瞻：美联储大概率不会“二次犯错”

今年一季度美国通胀降温停滞美联储难辞其咎：鲍威尔在 1 月美联储会议后向市场传达“5 月降息、降息 3 次”的信号，引导 10 年期美债利率快速下行，一度降至 3.9% 以下，从而削弱了货币紧缩对通胀的抑制作用。结合之前的教训，我们认为尽管 5 月美国 CPI 表现较为友好，但就业和经济稳步增长背景下，单次通胀数据改善不足以使得美联储定下降息的决心，我们预计美联储短期仍会保持偏鹰的态度使长端利率维持在 4.5% 左右以实现货币紧缩的有效性。

◆ 风险提示

大选年美国政治环境变化超预期；国际地缘政治形势紧张超预期；

相关研究报告：

《中国通胀数据快评-5月CPI环比表现强于季节性，PPI环比如期转正》——2024-06-13

《进出口数据快评-出口增速继续超预期上行》——2024-06-10

《宏观经济数据前瞻-2024年5月宏观经济指标预期一览》——2024-06-03

《5月PMI数据解读-消费性服务业成为“稳定器”》——2024-06-01

《2024年4月财政数据快评-收入下行，支出回暖，财政政策力度指数有所回升》——2024-05-21

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）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，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（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。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.GSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明显观点
	行业投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。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，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我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。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构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，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032