

6月 FOMC 会议：美联储认为降息需要更多证据



沈夏宜 分析师
Email:shenxiayi@lczq.com
证书:S1320523020004



杨见一 研究助理
Email:yangjianyi@lczq.com

核心观点：

美国 6 月 12 日 FOMC 会议决议维持当前 525-550bps 的政策利率不变的同时继续缩表，美联储再次强调了 2% 的通胀目标，以及对通胀下降趋势产生更大信心前不会降息的态度。

会议声明显示美国经济总体稳健扩张，就业良好，通胀改善。美联储主席鲍威尔在讲话中表示，过去两年美联储在货币政策就业和物价双重目标方面都取得了可观的进展。劳动力市场走向更好的平衡，每月新增就业强劲同时失业率保持低位，大量数据显示就业情况已恢复至疫情前水平；PCE 通胀虽然依旧偏高但已完成从峰值的 7% 到 2.7% 的回落。“虽然 GDP 增长从 2023 年 Q4 的 3.4% 降至 2024 年 Q1 的 1.3%，但除去库存投资、政府购买及净出口的私人购买增长 2.8%，基本保持了 2023 年下半年的水平，意味着国内需求依旧强劲。”美国经济总体平稳，下行风险较低。

最新数据显示通胀下行已释放出积极信号，降息或已具备条件。美联储认为 2023 年通胀放缓但依旧偏高，对近几个月来向 2% 通胀目标的下行依旧缺乏信心但最新一期的数据带来了一些转机，出现了适度的进展。5 月 CPI 环比已降至 0%，同比也降至 3.3%；最新数据显示 PCE 及核心 PCE 同比均有回落。如果通胀压力继续下降，美联储或许已具备降息条件。

经济预期摘要 (SEP) 上调了失业率及短期通胀预测，GDP 预测不变。美联储 6 月更新的 SEP 上调了失业率预测，意味着美联储官员认为劳动力市场的降温趋势开始显现。同时美联储小幅上调了 2024 年及 2025 年的通胀预测，虽然对长期通胀回落至 2% 比较有信心，但短期内通胀中枢仍将上移。根据美联储当前的判断，劳动力市场保持健康，未来关注的重点依旧是通胀压力。

美联储面对单月通胀下降表现地更为“冷静”，会后降息预期小幅回落。6 月 12 日上午 5 月 CPI 公布，通胀超预期放缓，市场快速转向降息交易。但几小时后的 FOMC 会议表态则显示美联储对于单月数据的下行显得更加谨慎：点阵图显示降息预期由 3 次降为 1 次，SEP 利率预期上行。整体来看，6 月 FOMC 会议表态核心在于美联储需要更多数据证明美国通胀已经回归正轨，而仅仅是 5 月一个月的表现仍不足以支持降息的决定。会议声明和记者会后，市场对年内降息次数的预期由 1.8 次小幅回落至 1.6 次，预计 9 月和 12 月各有一次 25bps 的降息。

相关报告

美国 5 月非农点评：新增超预期，失业率新高

2024.06.12

4 月财政数据点评：中央支出增速维持高位，超长期国债助力财政发力

2024.05.22

美国 4 月 CPI 点评：通胀回落符合预期，接近降息所需条件

2024.05.20

鲍威尔发布会问答纪要

问：很多委员认为年内会有一至两次降息，如果5月CPI这样的数据再出现几次，是否可能会在9月降息？

鲍威尔：这是依据数据做出的一种预测，但不是对利率路径的承诺，我们的预测取决于特定时间点对数据的看法，因此无法对未来会议的结果做出决定。我们目前对通胀回落的信心还不足以支持放松政策，但更多良好的通胀数据确实会有利于我们做出降息决定。

问：如您所说，劳动力市场已恢复至疫情前，是否需要使劳动力市场降温来抑制通胀？如何看待劳动力市场的情况？

鲍威尔：两年前从数据来看劳动力市场是过热的，但现在已经逐步达到更好的平衡，劳动参与率增加，辞职率下降，职位空缺减少，工资增长从很高下降到可持续的水平。家庭调查显示失业率升高但企业调查显示工作大量增长，这带来了一些不确定性，但就业市场是逐渐冷却的，是向更好的平衡移动的。目前职位空缺虽然有下降但依旧大于失业人数，缺口显著为正且高于疫情前，依旧是一个强劲且正在冷却的就业市场。

问：SEP中长期利率预测有所上升，是否可以理解为当前货币政策没有达到预期的约束性？委员会怎么看待当前的政策环境？

鲍威尔：长期利率预测确实上升了，但长期中性利率是一个长期理论概念，是在无冲击情况下使经济达成充分就业和物价稳定均衡所对应的利率，它具有重要的参考意义，但不能使我们在短期内面临具体的经济情况。上期利率预测上调，意味着大家认为利率不太可能回到疫情前，面对现在的经济情况，那会显得过低。关于政策是否具有约束性，我认为有明确的证据说明政策具有约束性，并且正在产生期望的效果。

风险提示：美联储货币紧缩超预期；美国通胀粘性超预期。

相关图表

图1 美联储会议声明措辞对比

	最新变化	6月FOMC会议声明	5月FOMC会议声明
经济情况	经济活动“继续稳健扩张”；就业“保持强劲”；一年来通胀有所缓和但仍偏高。近几个月来通胀向2%的目标下行有了适度的进展。	Recent indicators suggest that economic activity has continued to expand at a solid pace. Job gains have remained strong, and the unemployment rate has remained low. Inflation has eased over the past year but remains elevated. In recent months, there has been modest further progress toward the Committee's 2 percent inflation objective.	Recent indicators suggest that economic activity has continued to expand at a solid pace. Job gains have remained strong, and the unemployment rate has remained low. Inflation has eased over the past year but remains elevated. In recent months, there has been a lack of further progress toward the Committee's 2 percent inflation objective.
风险和不确定性	过去达成一年就业和通胀目标的风险“已经更好地平衡”，但经济前景仍有不确定性，委员会依旧对通胀风险保持高度重视。	The Committee judges that the risks to achieving its employment and inflation goals have moved toward better balance over the past year. The economic outlook is uncertain , and the Committee remains highly attentive to inflation risks.	The Committee judges that the risks to achieving its employment and inflation goals have moved toward better balance over the past year. The economic outlook is uncertain , and the Committee remains highly attentive to inflation risks.
货币政策	保持5.25-5.5%的政策利率目标不变。	The Committee seeks to achieve maximum employment and inflation at the rate of 2 percent over the longer run. In support of its goals, the Committee decided to maintain the target range for the federal funds rate at 5-1/4 to 5-1/2 percent.	The Committee seeks to achieve maximum employment and inflation at the rate of 2 percent over the longer run. In support of its goals, the Committee decided to maintain the target range for the federal funds rate at 5-1/4 to 5-1/2 percent.
	陈述不变：将紧密关注收入、发展及风险等经济情况，“在通胀可持续地接近2%之前，委员会不认为降息是适当的”。	In considering any adjustments to the target range for the federal funds rate, the Committee will carefully assess incoming data, the evolving outlook, and the balance of risks. The Committee does not expect it will be appropriate to reduce the target range until it has gained greater confidence that inflation is moving sustainably toward 2 percent.	In considering any adjustments to the target range for the federal funds rate, the Committee will carefully assess incoming data, the evolving outlook, and the balance of risks. The Committee does not expect it will be appropriate to reduce the target range until it has gained greater confidence that inflation is moving sustainably toward 2 percent.
	保持缩减内容和速度不变，强调委员会致力于将通胀降至2%的目标水平。	In addition, the Committee will continue reducing its holdings of Treasury securities and agency debt and agency mortgage-backed securities. The Committee is strongly committed to returning inflation to its 2 percent objective.	In addition, the Committee will continue reducing its holdings of Treasury securities and agency debt and agency mortgage-backed securities. Beginning in June, the Committee will slow the pace of decline of its securities holdings by reducing the monthly redemption cap on Treasury securities from \$60 billion to \$25 billion. The Committee will maintain the monthly redemption cap on agency debt and agency mortgage-backed securities at \$35 billion and will reinvest any principal payments in excess of this cap into Treasury securities. The Committee is strongly committed to returning inflation to its 2 percent objective.
	“目标导向+数据依赖”的货币政策逻辑不变。	In assessing the appropriate stance of monetary policy, the Committee will continue to monitor the implications of incoming information for the economic outlook. The Committee would be prepared to adjust the stance of monetary policy as appropriate if risks emerge that could impede the attainment of the Committee's goals. The Committee's assessments will take into account a wide range of information, including readings on labor market conditions, inflation pressures and inflation expectations, and financial and international developments.	In assessing the appropriate stance of monetary policy, the Committee will continue to monitor the implications of incoming information for the economic outlook. The Committee would be prepared to adjust the stance of monetary policy as appropriate if risks emerge that could impede the attainment of the Committee's goals. The Committee's assessments will take into account a wide range of information, including readings on labor market conditions, inflation pressures and inflation expectations, and financial and international developments.

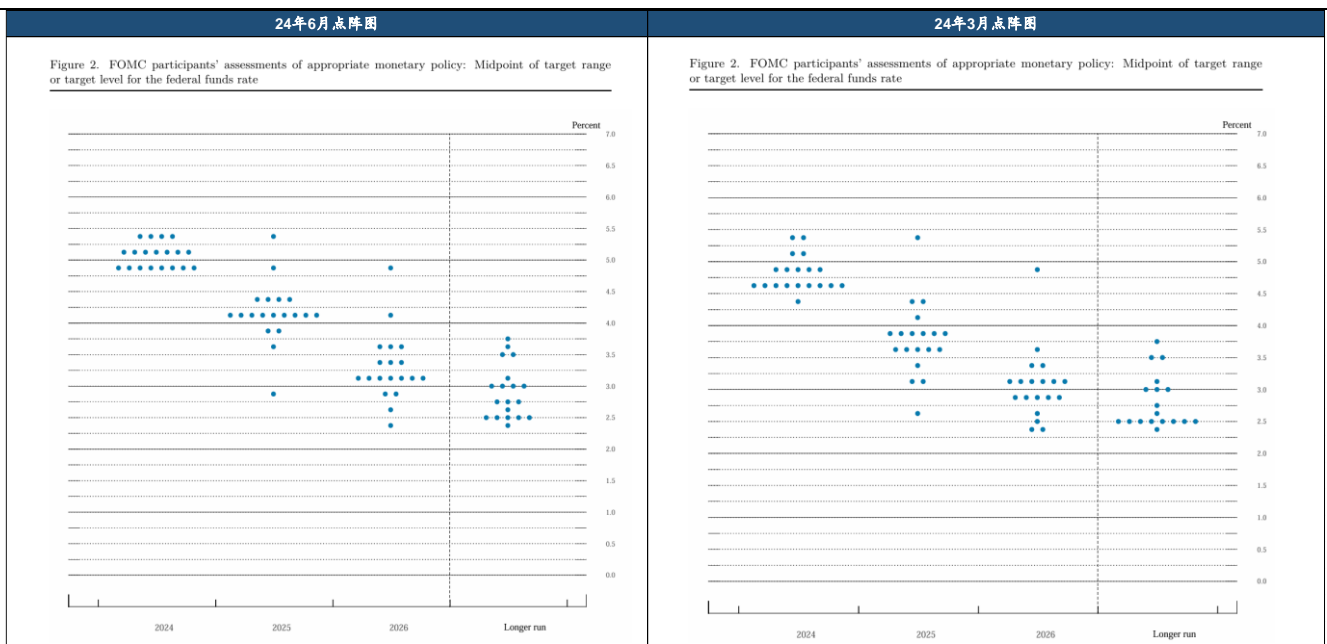
资料来源：美联储，联储证券研究院

图2 经济预期摘要 (SEP) 上调失业率、通胀及联邦基金利率预期

项目	GDP				失业率				PCE				核心PCE			联邦基金利率			
	2024	2025	2026	长期	2024	2025	2026	长期	2024	2025	2026	长期	2024	2025	2026	2024	2025	2026	长期
	-	-	-	-	-	↑	↑	↑	↑	↑	-	-	↑	↑	-	↑	↑	-	↑
2024年6月	2.1	2.0	2.0	1.8	4.0	4.2	4.1	4.2	2.6	2.3	2.0	2.0	2.8	2.3	2.0	5.1	4.1	3.1	2.8
2024年3月	2.1	2.0	2.0	1.8	4.0	4.1	4.0	4.1	2.4	2.2	2.0	2.0	2.6	2.2	2.0	4.6	3.9	3.1	2.6
2023年12月	1.4	1.8	1.9	1.8	4.1	4.1	4.1	4.1	2.4	2.1	2.0	2.0	2.4	2.2	2.0	4.6	3.6	2.9	2.5

资料来源：美联储，联储证券研究院

图3 经济预期摘要 (SEP) 点阵图显示年内降息预期由3次降为1次



资料来源：美联储，联储证券研究院

图4 会议后市场降息预期上升，9月首次降息概率升至72.7%

CME FEDWATCH TOOL - CONDITIONAL MEETING PROBABILITIES								
MEETING DATE	350-375	375-400	400-425	425-450	450-475	475-500	500-525	525-550
6/12/2024			0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%	99.9%
7/31/2024	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	14.5%	85.5%
9/18/2024	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	9.9%	62.8%	27.3%
11/7/2024	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	4.2%	32.3%	47.8%	15.8%
12/18/2024	0.0%	0.0%	0.0%	3.1%	25.1%	43.8%	23.9%	4.0%
1/29/2025	0.0%	0.0%	1.7%	14.8%	35.1%	33.2%	13.3%	1.9%
3/19/2025	0.0%	1.1%	10.2%	27.9%	33.9%	20.4%	5.9%	0.7%
4/30/2025	0.5%	5.0%	17.9%	30.5%	28.0%	14.1%	3.7%	0.4%

资料来源：CME，联储证券研究院

免责声明

联储证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在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。

本报告版权归“联储证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“联储证券研究院”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

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，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均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。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。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；香港市场以恒生指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~10%之间
		中性	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	看好	相对表现优于市场
		中性	相对表现与市场持平
		看淡	相对表现弱于市场

联储证券研究院

青岛

地址：山东省青岛市崂山区香港东路195号8号楼11、15F
 邮编：266100

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴环路1366号富士康大厦9-10F
 邮编：200120

北京

地址：北京市朝阳区安定路5号院中建财富国际中心27F
 邮编：100029

深圳

地址：广东省深圳市南山区沙河街道深云路2号侨城一号广场28-30F
 邮编：518000