



数据增强市场对美联储降息的信心

——海外宏观周报（6月10日-16日）

2024年06月17日

- 全球宏观和市场：**当周市场对美联储降息的信心有所增强，9月首次降息和年内出现2次降息的概率上行，带动美元资产价格回暖。欧洲议会选举相关的扰动则导致法国股市下行，拖累了欧洲整体的表现。（1）美元指数当周升至105.5267，对美联储偏鹰的表态做出反应；（2）美国国债收益率曲线长端明显下行，债券市场对通胀回落和降息信心的增强压过了美联储偏鹰的信号，10年期美债当周降21.2BP至4.221%；（3）纳斯达克和标普500指数上涨并创下新高，道指下跌；（4）黄金和白银价格小幅回升，铜在前几周的连续下跌后开始震荡。**从全球主要股指来看**，当周主要股指涨幅居前的有纳斯达克指数、标普500指数、韩国综合指数、创业板指数和印度SENSEX30指数；跌幅居前的有欧元区STOXX50指数、恒生和恒生科技指数、英国富时100指数和沪深300指数等。**从全球主要货币汇率来看**，美元指数上行，兑美元上行的其他主要货币有瑞士法郎、澳元、新西兰元和加元等；欧元、卢布、日元、英镑和人民币等下跌。**从重要商品来看**，当周涨幅居前的有布伦特原油、焦炭、CZCE PTA、COMEX黄金和焦煤等；跌幅居前的有SHFE铝和锌、CBOT小麦、LME镍和铁矿石等。**从花旗经济意外指数来看**，主要经济区域的表现略下滑，美国经济数据较预期明显回落，新兴市场经济体震荡，中国和欧元区则较预期小幅下行。全球地缘政治风险指数当周震荡中略降，依然处于偏高位置。
- 美国：通胀数据回落，市场忽视偏鹰美联储并定价降息：**CPI和PPI超预期的下行符合通胀二、三季度具备进一步降低基础的判断，市场加强了美联储年内降息的希望。不过，美联储FOMC会议实则偏鹰，不仅点阵图将年初3次降息的预期下调为1次，官员们对中性利率、中长期失业率和短期通胀的评估均有上行。在市场和美联储再度产生小幅分歧的情况下，预计美债和美元未来仍有震荡下行的空间。**维持9月出现首次降息，年内乐观情况下可以降息2次的判断。**6月美联储的官方降息预期从3月的75BP直接压缩至25BP，幅度强于市场50BP左右的预期，这是明显的鹰派信号。不过，从结构上考虑，2024年可能的降息范围仍在1-2次间摇摆：目前有8位官员依然支持2次降息，如果未来通胀数据和劳动市场数据进一步弱化，那么只需2位官员改变意见就可以将降息重新增加为2次，这一概率目前看并不低。
- 日央行短期仍然偏鸽，法国政坛动荡冲击股市：**日央行在6月议息会议上维持政策利率不变，并未开始缩减购债规模，仅表示7月将给出进一步缩减购债的细节。尽管行长植田和男表示7月减少购买的规模将是“相当大”的，日央行的紧缩目前仍落后于市场预期。考虑到日央行面临日元贬值和消费偏弱的两难，年内加息的幅度预计有限，我们认为日央行年内至少再度加息一次，基准情形仍是10月，但如果短期日元面临的压力过强，不排除加息提前至9月的可能。在欧洲议会选举失利后，马克龙宣布解散国民议会，计划于6月30日和7月7日举行国民议会选举的两轮投票。马克龙希望通过新的议会选举，重新洗牌，试图使执政党在议会中有机会获得绝对多数地位。法国政坛的动荡导致当周欧元的弱势以及股市的下跌，不仅欧元区STOXX50下跌4.2%至4839.14，法国CAC40更是大跌6.24%至7503.27，政治动荡短期不利于欧洲权益市场的表现。

分析师

分析师：章俊

☎：010-8092 8096

✉：zhangjun_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130523070003

研究助理：于金潼

风险提示

1. 美国经济和通胀进一步加速的风险
2. 美国银行系统意外出现流动性问题的风险
3. 对各国央行政策理解不到位的风险

- **下周看什么？** 6月17日-23日将公布美国零售销售数据、新屋开工、营建许可和成屋销售数据，欧元区6月PMI、5月CPI和经济景气指数等数据，此外英国央行（英格兰银行）也将决定是否跟随欧央行进行货币政策转向。我们倾向于认为美国名义零售销售数据增速可能仍在3%以上，但实际消费维持在负增长边缘，整体依然显示美国私人消费处于继续缓慢下行的路径上；美国地产市场在美联储表态偏鹰、利率继续维持高位、成屋供给严重短缺的情况下也不易出现明显改善。美国经济基本会呈现稳中有降的态势，配合通胀降低和失业率的回升以支持三季度末降息出现。欧元区PMI短期应继续呈现小幅改善态势，不过可能还尚未反映出欧央行降息的影响，7月PMI更值得关注。

一、全球宏观和市场

截至 6 月 16 日当周，在美国通胀数据低于预期、失业金初请人数高于预期、美联储 6 月 FOMC 会议传达略鹰派信号的情况下，市场对美联储降息的信心有所增强，9 月首次降息和年内出现两次降息的概率上行，带动美元资产价格回暖。欧洲议会选举的扰动则导致法国股市下行，拖累了欧洲整体的表现。（1）美元指数当周升至 105.5267，对美联储偏鹰的表态做出反应；（2）美国国债收益率曲线长端明显下行，债券市场对通胀回落和降息信心的增强压过了美联储偏鹰的信号，10 年期美债当周降 21.2BP 至 4.221%；（3）纳斯达克指数和标普 500 指数上涨并创下新高，道指下跌；（4）黄金和白银价格小幅回升，铜在前几周的连续下跌后开始震荡。

从全球主要股指来看，当周主要股指涨幅居前的有纳斯达克指数、标普 500 指数、韩国综合指数、创业板指数和印度 SENSEX30 指数；跌幅居前的有欧元区 STOXX50 指数、恒生和恒生科技指数、英国富时 100 指数和沪深 300 指数等。从全球主要货币汇率来看，美元指数上行，兑美元上行的其他主要货币有瑞士法郎、澳元、新西兰元和加元等；欧元、卢布、日元、英镑和人民币等下跌。从重要商品来看，当周涨幅居前的有布伦特原油、焦炭、CZCE PTA、COMEX 黄金和焦煤等；跌幅居前的有 SHFE 铝和锌、CBOT 小麦、LME 镍和铁矿石等。

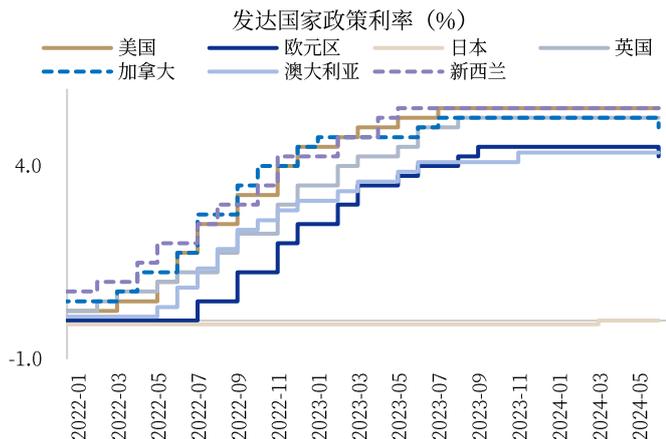
从花旗经济意外指数来看，主要经济区域的表现略下滑，美国经济数据较预期明显回落，新兴市场经济体震荡，中国和欧元区则较预期小幅下行。全球地缘政治风险指数当周震荡中略降，依然处于偏高位置。

图1：花旗经济意外指数（%）



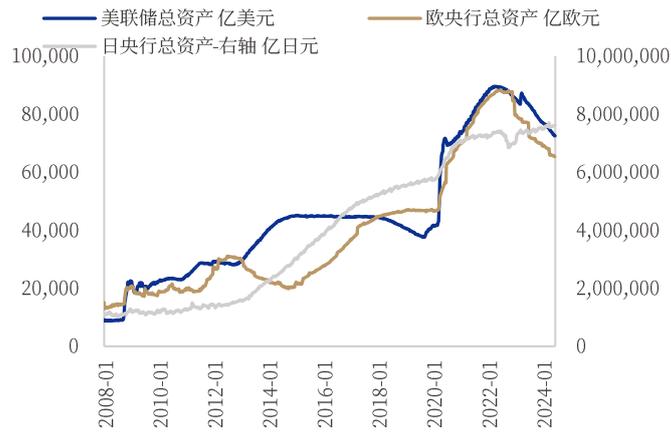
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图2: 重要发达经济体政策利率变化 (%)



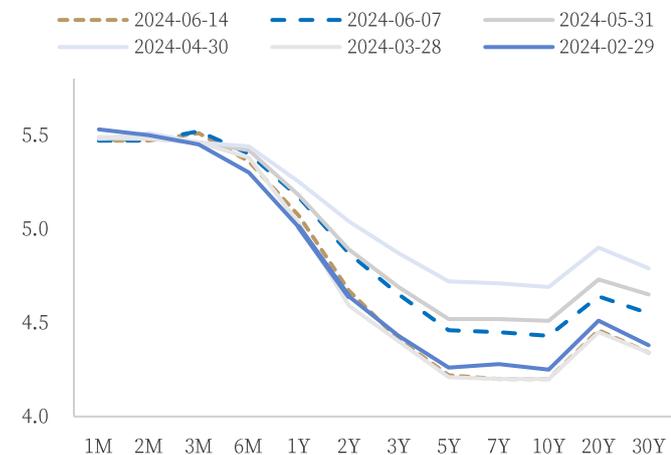
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图3: 美欧日央行资产规模



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图4: 美国国债收益率曲线 (%)



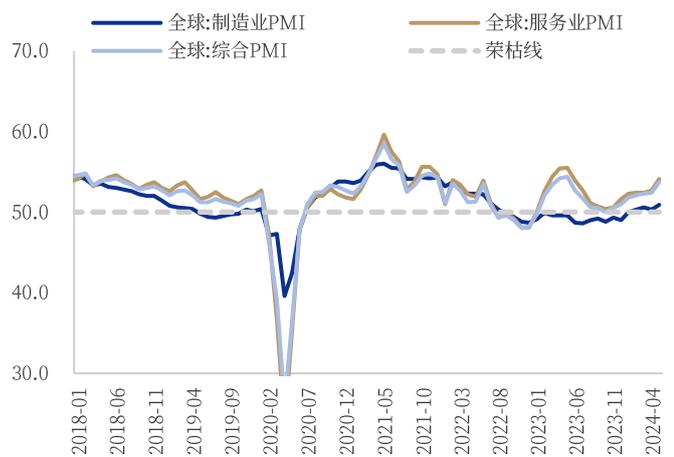
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图5: 美联储流动性监测



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图6: 全球 PMI (%)



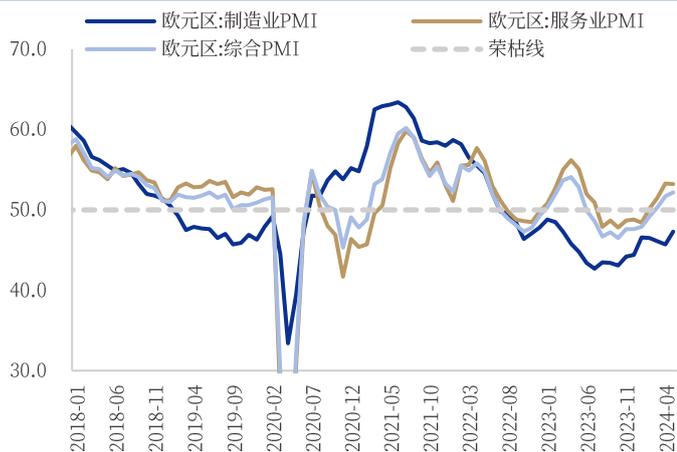
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图7: 美国 PMI (%)



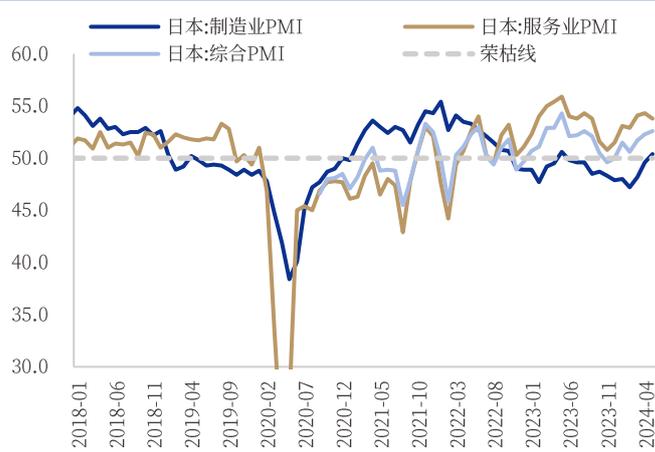
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图8: 欧元区 PMI (%)



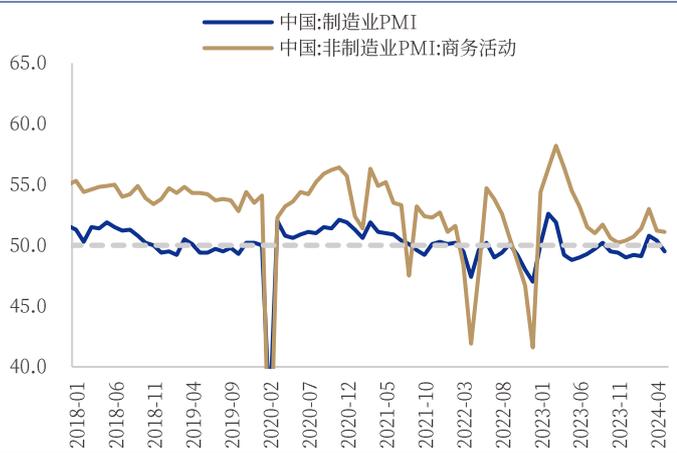
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图9: 日本 PMI (%)



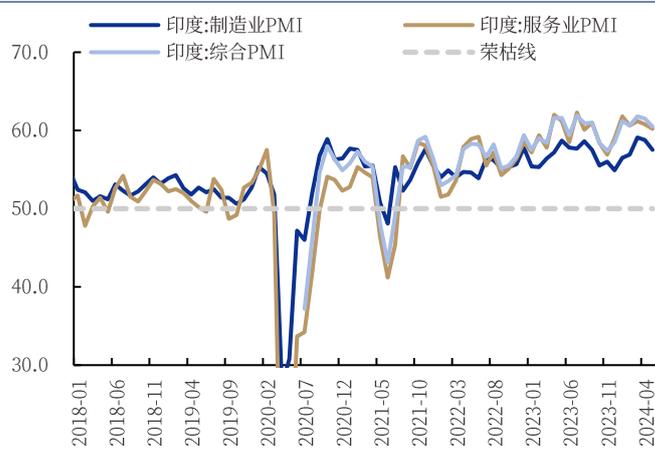
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图10: 中国 PMI (%)



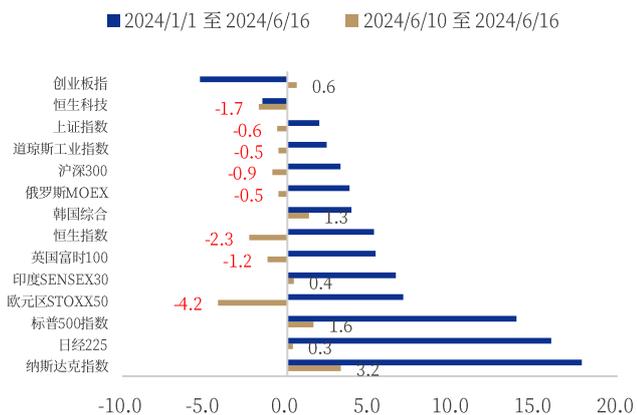
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图11: 印度 PMI (%)



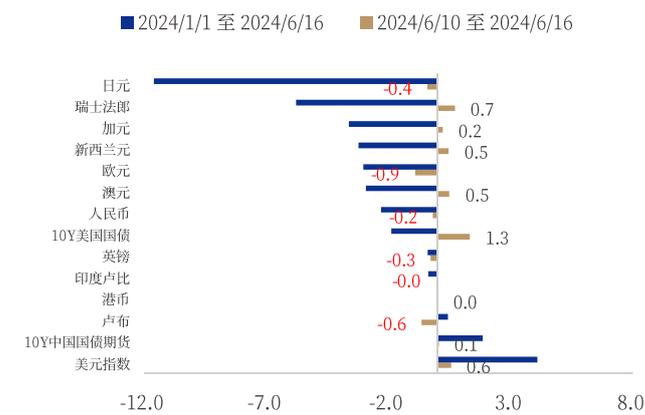
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图12: 全球主要股指变动 (年初至今及当周%)



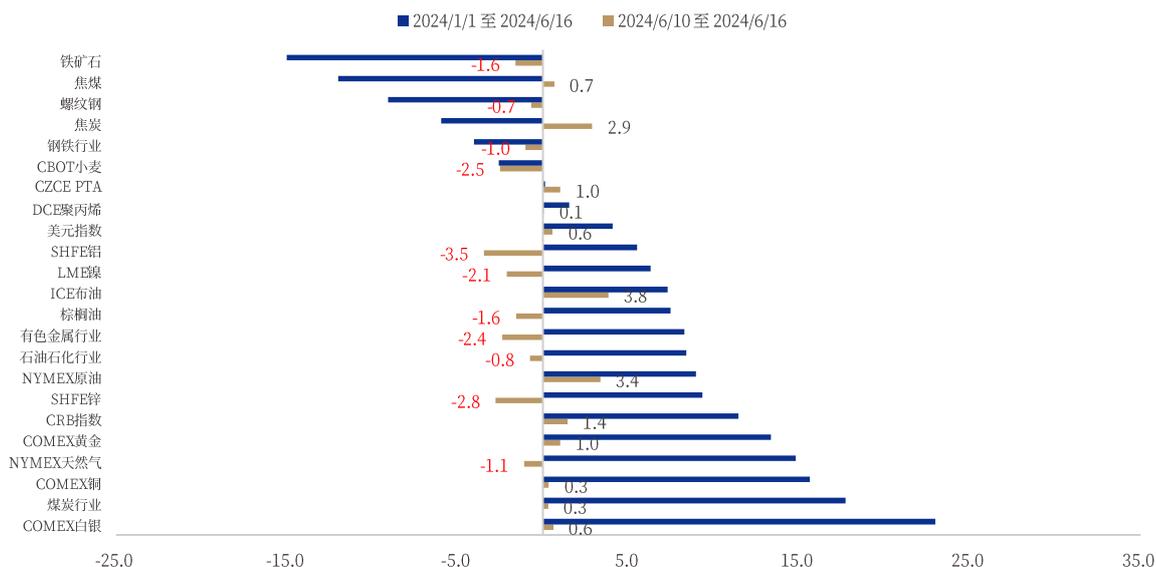
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图13: 全球主要货币汇率变动 (年初至今及当周%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图14: 全球主要商品变动 (年初至今及当周%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

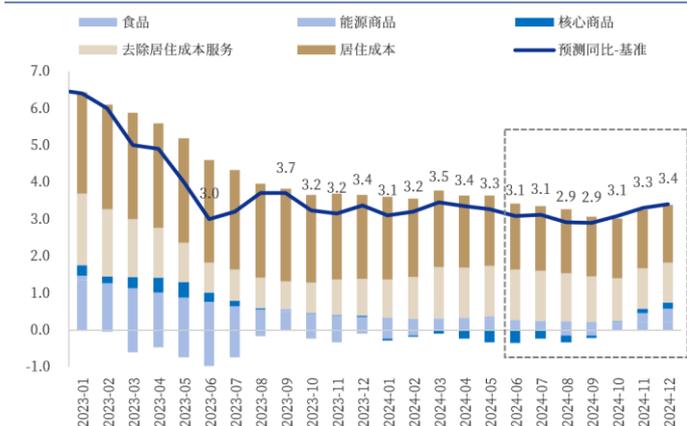
二、美国：通胀数据回落，市场定价降息

6月10日-16日当周，美国公布了5月价格数据、6月FOMC会议决议和经济展望(SEP)，以及当周失业金初请人数。整体上，CPI和PPI超预期的下行符合通胀二、三季度具备进一步降低基础的判断，也令市场加强了美联储年内降息的希望。虽然如此，美联储FOMC会议实则偏鹰，不仅点阵图将年初3次降息的预期下调为1次，官员们对中性利率、中长期失业率和短期通胀的评估均有上行。在市场和美联储再度产生小幅分歧的情况下，预计美债和美元未来仍有震荡下行的空间；在通胀四季度前整体进一步回落、失业率继续上升的情况下，维持9月出现首次降息，年内乐观情况下可以降息两次的判断。

5月CPI同比增速从4月的3.4%降至3.3%，略低于3.4%的市场预期；剔除能源和食品的核心CPI同比从前值3.6%降低至3.4%，同样低于3.5%的市场预期。季调环比方面，CPI增速从前值0.3%缓和至0.0%，核心CPI从0.3%缓和至0.2%。

(1) 继4月CPI增速符合预期后，5月CPI低于预期，主要的贡献来自于能源商品价格的环比回落带动同比降低，居住成本延续缓慢降低和部分服务价格回落。尽管如此，全年的名义CPI增速仍可能在3%以上，通胀年末的回升风险并未显著减轻。(2) 核心CPI方面，商品的通缩、居住成本的缓和与服务的边际弱化使其顺利降至3.4%左右，但未来环比持续弱于0.2%的概率不高，下半年同比降幅可能有限。乐观情况下，核心年未能稳定在3.3%下方。(3) 居住成本环比处于带动通胀进一步下行的范围内，短期支持通胀进一步走低。(4) 核心服务价格方面压力依然偏强，但环比进一步缓和，运输、休闲和其他个人服务有进展。(5) 其他项目方面，食品价格稳定，其领先指标显示未来回升压力较小。核心商品短期继续通缩。能源服务环比也有降低，但需要注意其未来滞后跟随NYMEX天然气价格回升的风险。2024年原油价格年初涨幅较大，可能不会体现传统的二、三季度季节性上升的特征，这利于同期通胀的降低。

图15: 基准假设下名义通胀同比增速预测 (%)



资料来源: Wind, BLS, 中国银河证券研究院

图16: CPI 能源增速的季节性特点意味着未来通胀有弱化基础



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

FOMC 会议维持利率和缩减规模后的缩表计划不变, 并公布了 6 月经济预测 (SEP) 和点阵图, 整体信息偏鹰派: (1) 点阵图显示委员们判断目前年内仅有 1 次降息, 尽管其结构仍在 1-2 次间摇摆。(2) SEP 将中性利率从 2.6% 上调至 2.8%, 这可能反映美联储在接受中性利率走高的事实, 暗示美联储对其货币政策的限制性评估略有降低。(3) 尽管 2024 年的失业率预期维持 4% 不变可能支持首次降息出现, 但中长期失业率预期从 4.1% 上调至 4.2%, 短期 PCE 和核心 PCE 通胀也均上调, 这体现美联储认为通胀回落的难度比三月明显提升。整体上, 美联储 6 月 FOMC 更多传递了偏鹰的信号, 但通胀超预期的下行增强了市场的降息信心并压过了美联储的偏鹰表态。

6 月美联储的官方降息预期从 3 月的 75BP 直接压缩至 25BP, 幅度强于市场 50BP 左右的预期, 这毫无疑问是最明显的鹰派信号。不过, 从结构上考虑, 2024 年可能的降息范围仍在 1-2 次间摇摆: 目前有 8 位官员依然支持 2 次降息, 如果未来通胀数据和劳动市场数据进一步弱化, 那么只需 2 位官员改变意见就可以将降息重新增加为 2 次, 这一概率目前看并不低。随着劳动市场进一步弱化, 9 月会议前失业率可能稳定高于 4% 的目标, 成为美联储开启首降的核心支持数据。

图17: 点阵图降调 2024 全年降息预期, 但结构并不稳定

联邦基金利率上限 (%)	降息	6月点阵图中支持人数	3月点阵图中支持人数
5.50	0次	4	2
5.25	1次25BP	7	2
5.00	2次50BP	8	5
4.75	3次75BP	0	9
4.50	4次100BP	0	1

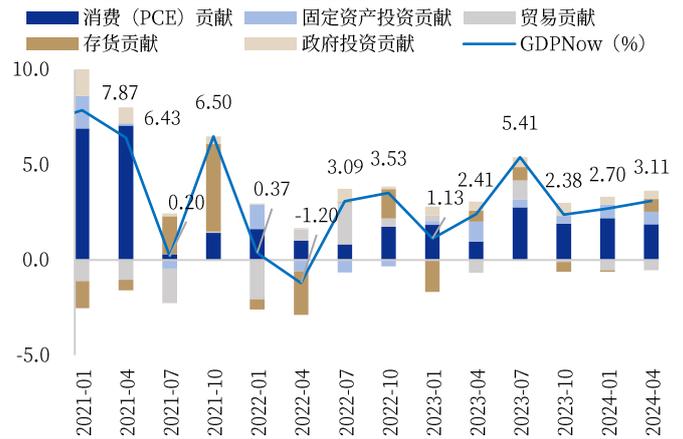
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图18: 美国经济周度指数 6月8日为 2.7%左右



资料来源: Fred, 中国银河证券研究院

图19: GDPNow 预测美国二季度实际经济环比折年增长 2.7%



资料来源: Fred, 中国银河证券研究院

图20: 美国红皮书商业零售显示名义消费有望在 3%左右 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图21: 抵押贷款利率为 6.95%左右 (%)



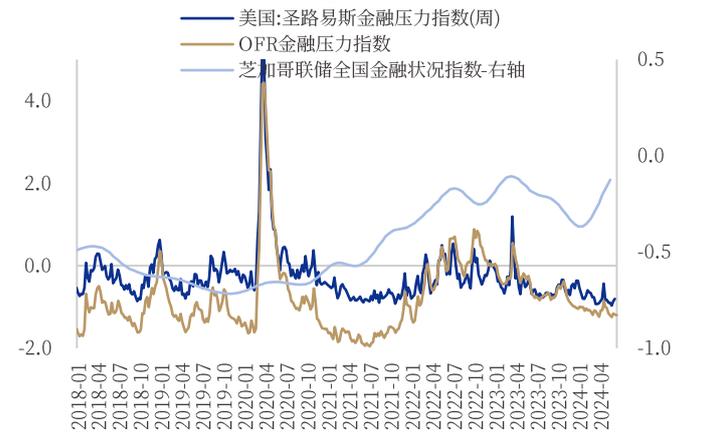
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图22: 失业金初请人数 24.2 万人左右, 失业率缓慢上升



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图23: 金融条件指数整体仍相对宽松



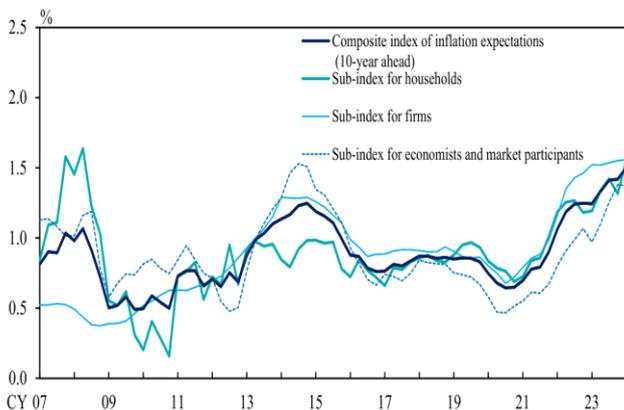
资料来源: Fred, 中国银河证券研究院

三、日央行短期仍然偏鸽，法国政坛动荡冲击股市

日央行在 6 月议息会议上维持政策利率不变，并未开始缩减购债规模，仅表示 7 月将给出进一步缩减购债的细节。由于近期日元兑美元汇率面临巨大的贬值压力，部分投资者预期日央行可能在 6 月开始缩减购债，而这一预期的落空导致 6 月 14 日盘中美元兑日元一度升至 158.2555。短期，日央行依然保持谨慎，尽管行长植田和男表示 7 月将在听取市场参与者意见后决定并立即开始减少国债购买，且减少购买的规模将是“相当大”的，但日央行的紧缩目前仍落后于市场预期。考虑到日央行面临日元贬值和消费偏弱的两难，年内加息的幅度预计有限，我们认为日央行年内至少再度加息一次，基准情形仍是 10 月，但如果短期日元面临的压力过强，不排除加息提前至 9 月的可能。

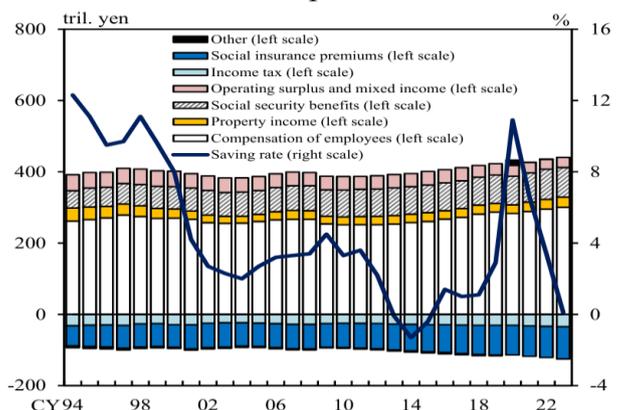
6 月 10 日，欧洲议会公布初步计票结果，欧洲极右翼民粹主义力量不断上升，本次会议选举“向右转”已成趋势，但右倾趋势是渐进的。在欧洲议会选举失利后，马克龙宣布解散国民议会，计划于 6 月 30 日和 7 月 7 日举行国民议会选举的两轮投票。马克龙希望通过新的议会选举，重新洗牌，试图使执政党在议会中有机会获得绝对多数地位。法国政坛的动荡导致当周欧元的弱势以及股市的下跌，不仅欧元区 STOXX50 下跌 4.2% 至 4839.14，法国 CAC40 更是大跌 6.24% 至 7503.27，政治动荡短期不利于欧洲权益市场的表现。

图24：日本通胀预期上行，支持日央行在未来加息



资料来源：BOJ, 中国银河证券研究院

图25：日本家庭可支配收入增速有限，不利于消费继续恢复



资料来源：BOJ, 中国银河证券研究院

四、下周看什么？

6 月 17 日-23 日将公布美国零售销售数据、新屋开工、营建许可和成屋销售数据，欧元区 6 月 PMI、5 月 CPI 和经济景气指数等数据，此外英国央行（英格兰银行）也将决定是否跟随欧央行进行货币政策转向。我们倾向于认为美国名义零售销售数据增速可能仍在 3% 以上，但实际消费维持在负增长边缘，整体依然显示美国私人消费处于继续缓慢下行的路径上；美国地产市场在美联储表态偏鹰、利率继续维持高位、成屋供给严重短缺的情况下也不易出现明显改善。总体上，美国经济基本会呈现稳中有降的态势，配合通胀降低和失业率的回升以支持三季度末降息出现。欧元区 PMI 短期应继续呈现小幅改善态势，不过可能还尚未反映出欧央行降息的影响，7 月 PMI 更值得关注。

五、宏观日历

日期	事件或数据
6月17日(周一)	1. 中国5月社会消费品零售总额、规模以上工业增加值、城镇调查失业率
6月18日(周二)	1. 欧元区5月CPI 2. 欧元区6月ZEW经济景气指数 3. 美国5月零售销售率、工业产出率
6月19日(周三)	1. 美国6月NAHB房产市场指数
6月20日(周四)	1. 中国至6月20日1年期LPR 2. 美国5月新屋开工总数、营建许可总数
6月21日(周五)	1. 欧元区6月PMI 2. 美国6月标普全球制造业PMI 3. 美国5月成屋销售总数
6月25日(周二)	1. 美国4月FHFA房价指数、S&P/CS20座大城市房价指数 2. 美国6月谘商会消费者信心指数
6月26日(周三)	1. 美国5月新屋销售总数
6月27日(周四)	1. 中国5月规模以上工业企业利润 2. 欧元区6月工业景气指数、经济景气指数 3. 美国第一季度实际GDP、实际个人消费支出、PCE 4. 美国5月成屋签约销售指数
6月28日(周五)	1. 美国5月核心PCE物价指数
6月30日(周日)	1. 中国6月PMI

资料来源: Wind, 金十数据, 中国银河证券研究院

六、风险提示

- (1) 美国经济和通胀进一步加速的风险
- (2) 美国银行系统意外出现流动性问题的风险
- (3) 对各国央行政策理解不到位的风险

分析师承诺及简介

本人承诺以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

章俊：中国银河证券首席经济学家。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

评级标准

评级标准	评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 到 12 个月行业指数（或公司股价）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，北交所市场以北证 50 指数为基准，香港市场以恒生指数为基准。	行业评级	推荐：相对基准指数涨幅 10%以上
		中性：相对基准指数涨幅在-5%~10%之间
		回避：相对基准指数跌幅 5%以上
公司评级	推荐：相对基准指数涨幅 20%以上	
	谨慎推荐：相对基准指数涨幅在 5%~20%之间	
	中性：相对基准指数涨幅在-5%~5%之间	
	回避：相对基准指数跌幅 5%以上	

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 层

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 层

北京市丰台区西营街 8 号院 1 号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：程曦 0755-83471683 chengxi_yj@chinastock.com.cn

苏一耘 0755-83479312 suyiyun_yj@chinastock.com.cn

上海地区：陆韵如 021-60387901 luyunru_yj@chinastock.com.cn

李洋洋 021-20252671 liyangyang_yj@chinastock.com.cn

北京地区：田薇 010-80927721 tianwei@chinastock.com.cn

褚颖 010-80927755 chuying_yj@chinastock.com.cn