



月度美国宏观洞察：经济向右， 美联储向左？

核心观点：虽然 6 月美联储季度经济预测凸显其较鹰派立场，但是我们认为 5 月数据发布情况似乎与美联储的预期出现了一定的偏离——通胀有所下行，且实体经济数据大多走弱。我们依然相信美国经济动能和劳动力市场接下来会继续走弱，通胀温和下行，或将导致 9 月美联储开始降息。我们依然预计美元指数和美国 10 年期国债收益率短期双向波动，而后在降息信号更为明确后进入下行区间，但跌幅有限。

6 月的季度经济预测 (SEP) 更新凸显美联储较鹰派立场。其一，SEP 超预期下调今年降息幅度预测 50 个基点，至 25 个基点，超出市场和我们预期的 25 个基点下调幅度 (图表 1)。其二，SEP 上调了通胀预测。考虑到一季度远超预期的通胀数据，此次上调并不意外。不过美联储亦改称“降通胀取得适度的进一步进展”。其三，在一季度 GDP 增速明显走弱且失业率目前已经达到 4% 的情况下，SEP 维持两者全年预测按兵不动，这意味着美联储对经济增长和劳动力市场韧性似乎仍较为自信。维持 GDP 预测不变意味着二到四季度的经济增速平均要达到 2.4%，而一季度仅为 1.3%。维持失业率预测不变意味着接下来 2024 年 6-12 月平均失业率为 4.1% (前五个月平均为 3.9%，5 月读数为 4%)。

然而，5 月数据发布情况似乎与美联储的预期出现了一定的偏离，不过和我们**此前**的判断较为吻合：

- 1. 在高利率环境下，实体经济数据大部分走弱。**社会零售额增速再次超预期下滑 (图表 2)，连续两个月的零售数据下滑似乎印证了我们此前的判断——在消费类信用卡坏账率持续攀升、因为利息支出上升速度超过可支配收入导致的超额储蓄的消耗以及居民储蓄率的下跌等因素已经开始逐渐开始影响消费。降息预期的延后引起的利率上升也开始影响投资。在房地产领域，5 月房贷平均利率在今年首次站上 7% 以上 (图表 3)。受储蓄减少和房贷利率上升的影响，我们看到 5 月成屋销售再次走低 (图表 4)，新屋开工和营建许可 5 月均下滑且低于市场预期。在制造业领域，尽管 5 月工业生产总值超预期上升，然而前瞻性的制造业 PMI 继续徘徊在紧缩区间内 (图表 5)，略微滞后的制造业劳动力相关指标亦无走强 (图表 6)，代表需求的除飞机外的非防务资本品订单今年以来未见改善迹象。从当前的数据来看，制造业在之前触底之后并未走入上升周期。综合考虑以上因素，我们认为在高利率环境下美国经济的内需接下来将会持续走弱。

金晓雯, PhD, CFA

首席宏观分析师

xiaowen_jin@spdbi.com

(852) 2808 6437

2024 年 6 月 25 日

浦銀國際

宏观洞察

月度美国宏观洞察



扫码关注浦银国际研究

不过，考虑到内需曾因为去年四季度偏鸽的美联储论调而在一季度走强，美联储在讨论降息观点的时候可能会更为谨慎，以防金融条件放松导致经济过热和二次通胀。

- 2. 5月通胀数据超预期下行，但或未被计入 SEP 预测更新。**核心 CPI 环比通胀率 5 月显著下滑 0.13 个百分点到 0.16%，不到前四个月平均环比增速的 1/2。结合同样超预期下滑的 PPI 通胀率，即将发布的美联储最为关心的 5 月核心 PCE 环比通胀率预计亦显著下行。根据鲍威尔在议息会议之后发布会的**表态**，我们认为大部分美联储官员们并未考虑同日发布的通胀数据。值得注意的是，虽然 4-5 月通胀连续下滑有助于提振美联储对降通胀的信心，但是作为主要推动力之一的机票和娱乐服务价格历来波动较大（图表 8），其可持续性存疑。我们维持核心通胀将温和下行的基本判断，然而其下行道路或并非一帆风顺。我们的判断是基于劳动力市场和实体经济数据接下来均会走弱的前提。如果两者仍维持强劲，那么我们并不能排除二次通胀甚至导致再次升息的可能性。
- 3. 尽管非农新增就业人数超预期，大多数劳动力市场指标仍指向走弱。**从我们整理的就业数据热力图中可见（图表 9），除了非农新增就业人数和当周初次申请就业金人数之外，大部分就业相关指标已经从今年起逐渐走弱。值得一提的是，尽管非农新增就业人数表现尚可，但是其他非农数据，包括雇佣率和从事兼职人数比例均有所提高走弱。信心类软数据更是全面指向劳动力市场走弱。

结合以上考虑，我们维持今年 9 月开始降息的预测不变，但承认风险更偏向延迟降息。我们认为导致数据向右，美联储向左、美联储更为谨慎的降息表态是因为不想重蹈去年 10 月以来的覆辙——在去年 10 月美联储态度明显转鸽之后，美国国债收益率跌幅明显，导致了一季度投资的反弹。因此，除非数据连续几个月下滑，美联储不会轻易对降息问题松口。不过相对美联储的态度，市场预期变化和国债收益率变化明显更依赖于数据表现——市场预期降息次数有所反弹（图表 10），国债收益率走低（图表 11）。根据我们的基本判断（高利率环境或显著拉低经济增速和弱化就业市场），我们依然预测下半年有 50 个基点的降息，从 9 月开始降息。然而如果通胀、劳动力市场和实体经济数据继续全面维持强劲，那么我们也不能排除降息会延后至四季度（概率：35%），甚至全年没有降息的可能性（概率：10%）。缩表仍预计在三季度末结束。

金融市场方面，我们依然预计美元指数和美国 10 年期国债收益率短期双向波动，而后在降息信号更为明确后进入下行区间，但跌幅有限。6 月以来美元指数和 10 年期国债收益率走势有所分化。在 5 月通胀下行、大部分实体经济数据走弱的情况下，10 年期国债收益率有所走弱，反映了市场对降息期望的增高。然而美元指数继续维持强势并有小幅上升（图表 11）。这或许和美元指数主要交易对手的货币政策变动有关——欧央行 6 月已经开始降息，日本央行会议预告 7 月减少国债购买，这意味着同时间降息概率降低。这些变动均利好美元。不过我们认为随着美国经济动能进一步下行、通胀走低后降息变得更为明朗，美元指数和国债收益率的趋势将趋于一致。我们维持短期内两者随着通胀、就业和实体经济数据以及降息预期双向波动，待降息信号明确后有所下行的基本观点，预计年底美元指数和 10 年期国债收益率的点位分别在至少 102 和 4%。

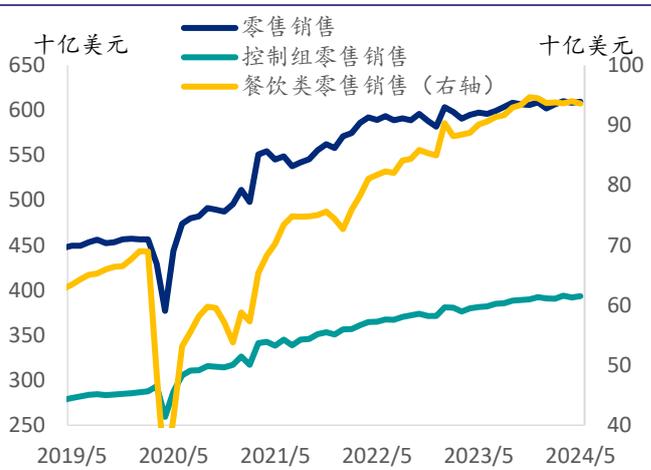
风险提示：美联储未及时对经济走弱做出反应而引起经济衰退，提早降息导致通胀率居高不下和经济过热，地缘政治风险通过能源价格渠道影响通胀和降息决议。

图表 1: FOMC 季度经济预测更新大幅下调今年降息预测

单位 (%)		2024	2025	2026
实际 GDP 同比增速	6 月	2.1	2.0	2.0
	3 月	2.1	2.0	2.0
失业率	6 月	4.0	4.2	4.1
	3 月	4.0	4.1	4.0
PCE 同比增速	6 月	2.6	2.3	2.0
	3 月	2.4	2.2	2.0
核心 PCE 同比增速	6 月	2.8	2.3	2.0
	3 月	2.6	2.2	2.0
联邦基金利率	6 月	5.1	4.1	3.1
	3 月	4.6	3.9	3.1

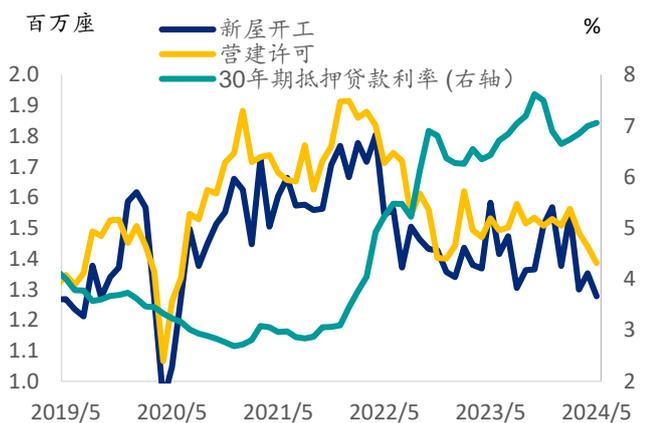
资料来源: CEIC, 浦银国际

图表 2: 零售销售连续两个月超预期下滑



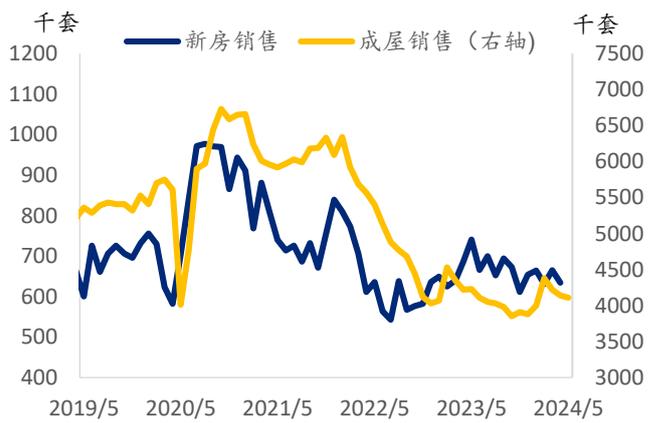
资料来源: CEIC, 浦银国际

图表 3: 新屋开工和营建许可近期显著回落



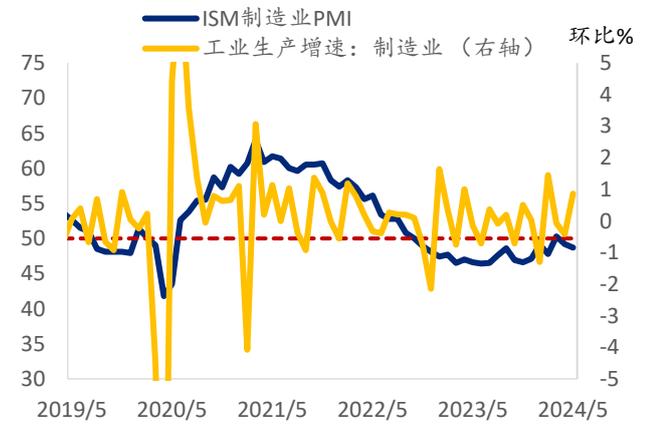
资料来源: CEIC, 同花顺, 浦银国际

图表 4: 成屋销售近四个月一路下行



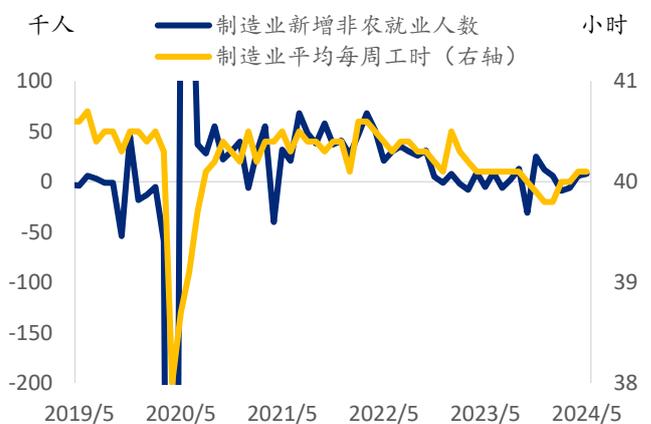
资料来源: CEIC, 浦银国际

图表 5: 尽管工业生产增速加快, 制造业 PMI 继续徘徊在紧缩区间内



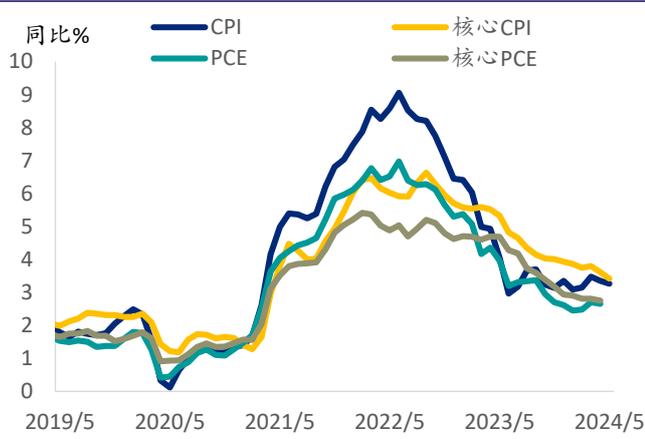
资料来源: CEIC, 浦银国际

图表 6: 制造业劳动力相关指标并未走强



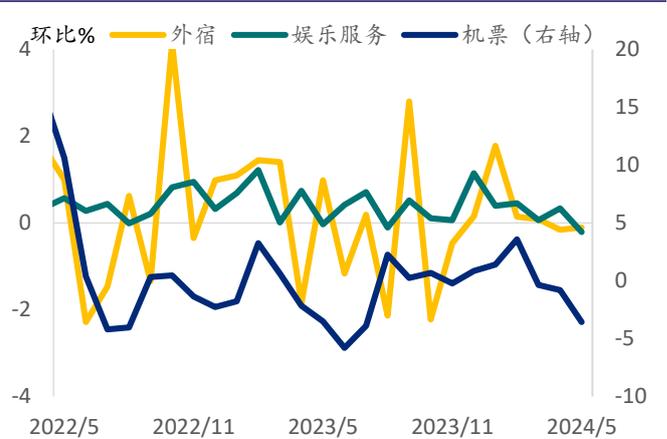
资料来源: 同花顺, 浦银国际

图表 7: 美国整体和核心 CPI 同比 5 月继续下行



资料来源: CEIC, 浦银国际

图表 8: 机票和娱乐服务的价格变动较大, 其下跌或不可持续



资料来源: CEIC, 浦银国际

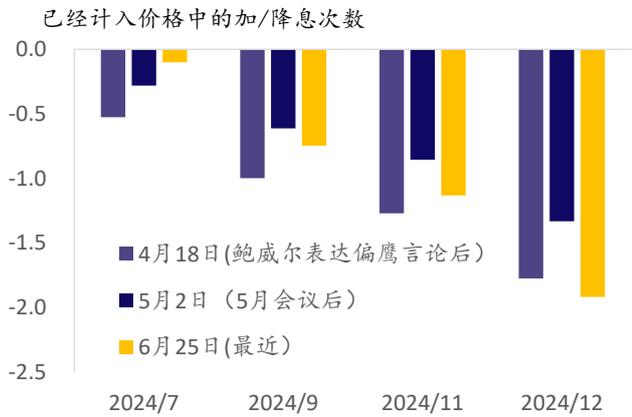
图表 9: 尽管非农新增就业人数超预期, 大多数劳动力市场指标仍指向走弱

	6/2023	7/2023	8/2023	9/2023	10/2023	11/2023	12/2023	1/2024	2/2024	3/2024	4/2024	5/2024	6/2024
非农新增就业人数增速	1.315	-1.291	-1.435	0.034	-0.385	-0.549	0.726	1.460	0.726	0.206	-1.280	0.474	#N/A
非农雇佣率	1.818	1.448	0.707	0.337	0.337	-0.774	-0.774	-1.145	-0.404	-0.774	-0.774	#N/A	#N/A
非农离职率	1.558	1.558	0.797	0.416	0.416	-0.346	-0.727	-1.108	-0.727	-0.727	-1.108	#N/A	#N/A
非农就业中从事兼职比例	-1.552	-1.394	-0.321	-0.696	-0.010	-0.593	-0.260	0.105	0.973	1.211	1.244	1.293	#N/A
非农就业临时援助服务增速	0.976	0.708	-0.559	0.072	0.818	0.869	-0.696	-1.810	-1.725	-0.079	0.561	0.865	#N/A
失业率	-1.662	-1.335	-1.008	-0.354	0.627	0.300	-0.027	-0.354	0.300	0.627	1.280	1.607	#N/A
永久失业者比例	-0.763	-0.881	-1.164	-1.274	-0.413	-0.261	0.205	-0.075	0.472	0.870	1.585	1.699	#N/A
平均周度工作小时数	0.736	0.736	0.736	0.736	0.736	0.736	0.736	-0.525	-1.787	-1.787	-0.525	-0.525	#N/A
JOLTS职位空缺增速	-0.381	-1.938	0.993	1.351	0.552	-0.261	-0.255	1.040	0.547	-0.593	-1.056	#N/A	#N/A
JOLTS职位空缺/失业人数	1.966	0.942	0.747	0.513	-0.095	-0.306	-0.510	-0.169	-0.430	-0.933	-1.726	#N/A	#N/A
当周初次申请失业金人数	1.681	1.375	1.598	0.363	-0.124	-0.611	-0.616	-0.679	-0.922	-0.839	-0.790	-0.437	0.299
CB认为工作机会充足和难以获得工作的差额	1.726	1.231	0.791	-0.012	-0.958	-1.365	-1.167	-0.298	0.483	0.725	-0.243	-0.914	#N/A
NFIB增加就业计划	0.664	0.664	0.363	0.814	0.814	0.964	0.664	0.213	-0.689	-1.440	-1.741	-1.290	#N/A
PMI服务业就业指数	0.546	0.497	1.208	1.143	1.062	0.497	-0.907	-0.891	-1.310	-0.552	-1.294	-1.269	#N/A
ISM制造业PMI: 企业就业增加比重	1.973	0.473	-0.056	-0.074	0.332	-0.497	-1.150	-1.273	-0.991	-0.567	0.368	1.461	#N/A
ISM服务业PMI: 企业就业增加比重	1.688	0.858	0.684	0.644	0.858	0.350	-1.295	-1.242	-1.349	-0.078	-0.533	-0.586	#N/A
纽约联储离职预期——失去工作的概率	-1.255	-1.409	-0.348	-0.548	-0.230	-0.302	0.056	-0.262	0.031	0.874	2.070	1.324	#N/A
纽约联储求职预期——3 个月内找到工作的概率	0.532	0.644	0.515	0.721	0.859	0.771	0.672	0.237	-0.260	-1.137	-1.750	-1.804	#N/A
WARN通知暗示裁员变化	-0.115	-2.085	0.268	0.235	1.462	-0.868	-0.827	-0.305	0.572	0.574	1.090	#N/A	#N/A

注: 表格中数值在原数据基础上计算了 3 月移动平均和 Z score, 颜色越红代表劳动力市场越弱。

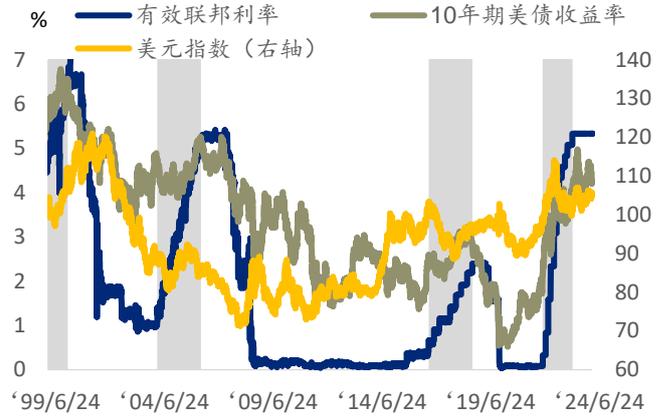
资料来源: CEIC, 同花顺, 浦银国际

图表 10: 6月美联储会议后, 降息概率有所升高



资料来源: Bloomberg, 浦银国际

图表 11: 近期美元指数和 10 年期国债收益率趋势有所分化



资料来源: CEIC, 浦银国际

图表 12: 近期相关报告列表

日期	报告标题和链接
2024年6月13日	偏鹰的美联储会议或未计入5月通胀数据的超预期放缓
2024年5月30日	2024年中期宏观经济展望: 平波缓进, 渐入佳境
2024年5月16日	4月美国通胀放缓, 或有助于美联储提升降息信心
2024年5月6日	月度宏观洞察: 探究美联储的降息逻辑变化
2024年5月2日	5月美联储会议点评: 何时降息取决于经济数据
2024年4月11日	3月通胀数据和美联储会议纪要点评: 降息或被延迟至三季度
2024年3月26日	月度宏观洞察: 美联储预计的软着陆可以实现吗?
2024年3月21日	3月鸽派美联储会议意味着降息或仍从二季度开启
2024年3月13日	美国2月通胀维持韧性, 对降息决议影响或较为中性
2024年3月4日	月度宏观洞察: 美国经济软着陆或变成硬着陆?
2024年2月1日	月度宏观洞察: 政策或是决定经济走势的关键所在
2024年2月1日	美联储1月会议基本打消3月降息预期, 首次降息或在5月
2024年1月12日	美国12月通胀继续走强, 拉低3月开启降息可能性
2024年1月5日	月度宏观洞察: 静候佳音
2023年12月14日	12月美联储会议体现鸽派转向, 降息要来了吗?
2023年12月13日	美国11月环比通胀率反弹, 论降息或言之尚早
2023年12月1日	2024年宏观经济展望: 中美经济周期错位进入下半场
2023年11月7日	月度宏观洞察: 渐入佳境
2023年11月2日	美联储11月再次暂停加息, 加息结束了吗?
2023年10月13日	美国9月核心通胀环比微升, 判断“加息周期已经结束”或为时过早
2023年9月26日	月度宏观洞察: 中国政策成效初显, 美国降息预期大减
2023年9月21日	美联储暗示今年还有一次加息, 高利率可能会持续更久
2023年9月14日	美国8月核心通胀环比反弹, 四季度或还有一次加息
2023年9月1日	月度宏观洞察: 中国期待政策继续发力, 美国加息周期未完待续
2023年8月11日	美国7月通胀数据或支持跳过9月加息, 但并不意味着结束加息
2023年7月31日	月度宏观洞察: 政治局会议后看下半年经济形势, 美国向着着陆继续迈进
2023年7月27日	美联储7月如期加息, 加息周期未必已结束
2023年7月13日	美国核心通胀下跌或不会动摇7月加息决议
2023年7月6日	美联储6月会议纪要点评——至少还有两次加息
2023年6月28日	月度宏观洞察: 中国静待政策支持, 美国警惕信贷紧缩
2023年6月5日	2023年中期宏观经济展望: 美国渐入衰退, 中国复苏再起

资料来源: 浦银国际

免责声明

本报告之收取者透过接受本报告(包括任何有关的附件),表示及保证其根据下述的条件下有权获得本报告,且同意受此中包含的限制条件所约束。任何没有遵循这些限制的情况可能构成法律之违反。

本报告是由从事证券及期货条例(香港法例第 571 章)中第一类(证券交易)及第四类(就证券提供意见)受规管活动之持牌法国-浦银国际证券有限公司(统称“浦银国际证券”)利用集团信息及其他公开信息编制而成。所有资料均搜集自被认为是可靠的来源,但并不保证数据之准确性、可信性及完整性,亦不会因资料引致的任何损失承担任何责任。报告中的资料来源除非另有说明,否则信息均来自本集团。本报告的内容涉及到保密数据,所以仅供阁下为其自身利益而使用。除了阁下以及受聘向阁下提供咨询意见的人士(其同意将本材料保密并受本免责声明中所述限制约束)之外,本报告分发给任何人均属未经授权的行为。

任何人不得将本报告内任何信息用于其他目的。本报告仅是为提供信息而准备的,不得被解释为是一项关于购买或者出售任何证券或相关金融工具的要约邀请或者要约。阁下不应将本报告内容解释为法律、税务、会计或投资事项的专业意见或为任何推荐,阁下应当就本报告所述的任何交易涉及的法律及相关事项咨询其自己的法律顾问和财务顾问的意见。本报告内的信息及意见乃于文件注明日期作出,日后可作修改而不另通知,亦不一定会更新以反映文件日期之后发生的进展。本报告并未包含公司可能要求的所有信息,阁下不应仅仅依据本报告中的信息而作出投资、撤资或其他财务方面的任何决策或行动。除关于历史数据的陈述外,本报告可能包含前瞻性的陈述,牵涉多种风险和不确定性,该等前瞻性陈述可基于一些假设,受限于重大风险和不确定性。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映浦银国际证券的立场。浦银国际控股有限公司及其附属公司、关联公司(统称“浦银国际”)及/或其董事及/或雇员,可能持有在本报告内所述或有关公司之证券、并可能不时进行买卖。浦银国际或其任何董事及/或雇员对投资者因使用本报告或依赖其所载信息而引起的一切可能损失,概不承担任何法律责任。

浦银国际证券建议投资者应独立地评估本报告内的资料,考虑其本身的特定投资目标、财务状况及需要,在参与有关报告中所述公司之证券的交易前,委任其认为必须的法律、商业、财务、税务或其它方面的专业顾问。惟报告内所述的公司之证券未必能在所有司法管辖区或国家或供所有类别的投资者买卖。对部分的司法管辖区或国家而言,分发、发行或使用本报告会抵触当地法律、法则、规定、或其它注册或发牌的规例。本报告不是旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。

美国

浦银国际不是美国注册经纪商和美国金融业监管局(FINRA)的注册会员。浦银国际证券的分析师不具有美国金融监管局(FINRA)分析师的注册资格。因此,浦银国际证券不受美国就有研究报告准备和分析师独立性规则的约束。

本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法规则 15a-6 定义的“主要机构投资者”,不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人士。接收本报告的美国收件人如想根据本报告中提供的信息进行任何买卖证券交易,都应仅通过美国注册的经纪交易商来进行交易。

英国

本报告并非由英国 2000 年金融服务与市场法(经修订)(「FSMA」)第 21 条所界定之认可人士发布,而本报告亦未经其批准。因此,本报告不会向英国公众人士派发,亦不得向公众人士传递。本报告仅提供给合格投资者(按照金融服务及市场法的涵义),即(i)按照 2000 年金融服务及市场法 2005 年(金融推广)命令(「命令」)第 19(5)条定义在投资方面拥有专业经验之投资专业人士或(ii)属于命令第 49(2)(a)至(d)条范围之高净值实体或(iii)其他可能合法与之沟通的人士(所有该等人士统称为「有关人士」)。不属于有关人士的任何机构和人士不得遵照或倚赖本报告或其任何内容行事。

本报告的版权仅为浦银国际证券所有,未经书面许可任何机构和人士不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用,浦银国际证券对任何第三方的该等行为保留追述权利,并且对第三方未经授权行为不承担任何责任。

权益披露

- 1) 浦银国际并没有持有本报告所述公司逾 1%的财务权益。
- 2) 浦银国际跟本报告所述公司在过去 12 个月内并没有任何投资银行业务的关系。
- 3) 浦银国际并没有跟本报告所述公司为其证券进行庄家活动。

评级定义

证券评级定义:

- “买入”: 未来 12 个月, 预期个股表现超过同期其所属的行业指数
- “持有”: 未来 12 个月, 预期个股表现与同期所属的行业指数持平
- “卖出”: 未来 12 个月, 预期个股表现逊于同期其所属的行业指数

行业评级定义 (相对于 MSCI 中国指数):

- “超配”: 未来 12 个月优于 MSCI 中国 10%或以上
- “标配”: 未来 12 个月优于/劣于 MSCI 中国少于 10%
- “低配”: 未来 12 个月劣于 MSCI 中国超过 10%

分析师证明

本报告作者谨此声明:(i) 本报告发表的所有观点均正确地反映作者有关任何及所有提及的证券或发行人的个人观点, 并以独立方式撰写;(ii) 其报酬没有任何部分曾经, 是或将会直接或间接与本报告发表的特定建议或观点有关;(iii) 该等作者没有获得与所提及的证券或发行人相关且可能影响该等建议的内幕信息/非公开的价格敏感数据。

本报告作者进一步确定 (i) 他们或其各自的关联人士 (定义见证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则) 没有在本报告发行日期之前的 30 个历日内曾买卖或交易过本报告所提述的股票, 或在本报告发布后 3 个工作日 (定义见《证券及期货条例》(香港法例第 571 章)) 内将买卖或交易本文所提述的股票;(ii) 他们或其各自的关联人士并非本报告提述的任何公司的雇员; 及 (iii) 他们或其各自的关联人士没有拥有本报告提述的证券的任何金融利益。

浦银国际证券机构销售团队

杨增希

essie_yang@spdbi.com
852-2808 6469

浦银国际证券财富管理团队

王玥

emily_wang@spdbi.com
852-2808 6468

浦银国际证券有限公司

SPDB International Securities Limited
网站: www.spdbi.com
地址: 香港轩尼诗道 1 号浦发银行大厦 33 楼

