



宏观经济点评报告

宏观经济点评
证券研究报告

宏观经济组

分析师：宋雪涛（执业 S1130525030001）

songxuetao@gjzq.com.cn

市场正在低语降息的来临

基本内容

近期联储官员有关年内降息的言论远比 6 月 FOMC 点阵图要精彩，值得注意的是他们产生分歧的内容并不极端，而更多是基于 9 月降息的前提下（看到整个夏天的数据），激烈的讨论 7 月降息的条件。

并没有真正的鹰派认为美国经济“不需要降息”，有的只是“激进降息派”和“温和降息派”。这再次证明了点阵图仅仅是官员们的“最大概率选择”，而非对当前情景的“反应函数”，而近期官员们的发言其实意味着各个情景间的概率差别并不遥远。

鲍威尔在施加了多种前提条件的情况下，为大幅降息以及连续降息打开了绿灯。虽然官员们的发言依然相对平衡，与此前 FOMC 传递的信号区别不大，但是更强的降息确定性正促使市场朝着“鸽派”理解前进；整条国债利率曲线相较于上周均下行了 10bp 左右，且前端下行幅度更大。

总的来说，美国未来的降息路径正在朝着“劳动力市场滞后下行”的情形展开，距离降息只差一个“非农走弱”。我们并不认为有任何关税通胀水平会阻碍该情形下的降息，因为发生关税通胀的前提是从就业到消费的链条需要稳固，而这一点目前来看越来越难出现。

当前市场预期正朝着更加鸽派的方向前进（降息更快或幅度更大），但并未被市场定价完全捕捉。同时，沃勒和鲍曼的鸽派发言也并不让人惊讶，除了视作给特朗普的“投名状”外，值得思考的是为何没有更多官员将关税的一次性冲击作为基准情形（从而看轻关税的通胀影响）？

但无论如何，联储官员近期的发言进一步的增加了降息的确定性；“分歧”并不大，“一致”更关键，“非农”定路径，“风险”偏下行。

风险提示

1) 中东局势不确定性加剧像显著推升油价水平，从而带来更明显的美国通胀。2) 特朗普的内政政策面临更大阻力，财政刺激加码，联储超预期宽松。3) 美国金融市场波动加剧，非美资金外流加速，美元加速下跌，引发美国深度衰退。



近期联储官员有关年内降息的言论远比 6 月 FOMC 点阵图要精彩，值得注意的是他们产生分歧的内容并不极端，而更多是基于 9 月降息的前提下（看到整个夏天的数据），激烈的讨论 7 月降息的条件。

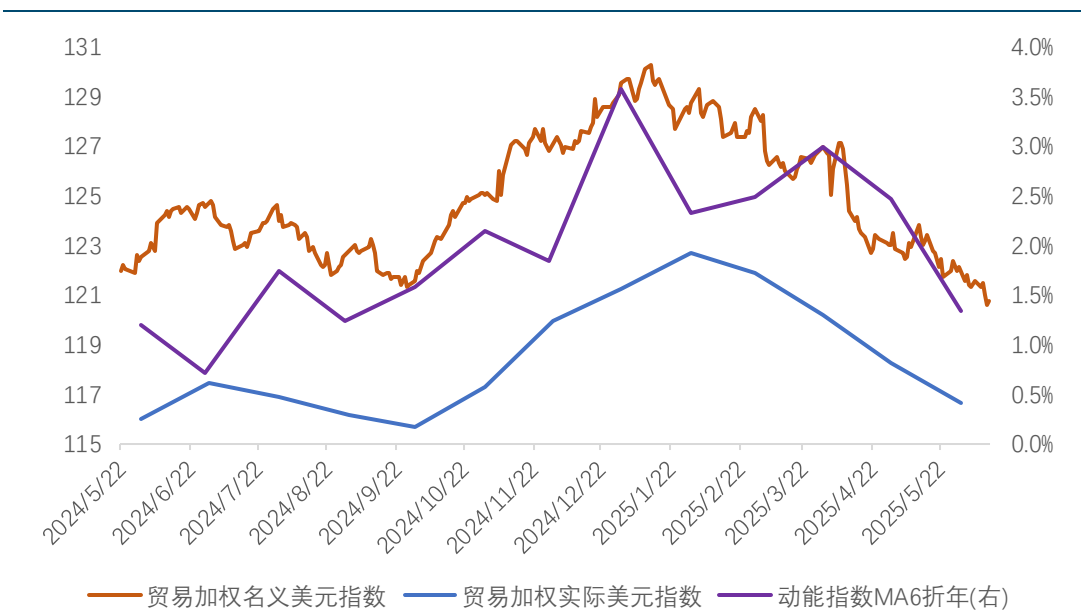
并没有真正的鹰派认为美国经济“不需要降息”，有的只是“激进降息派”和“温和降息派”。这再次证明了点阵图仅仅是官员们的“最大概率选择”，而非对当前情景的“反应函数”，而近期官员们的发言其实意味着各个情景间的概率差别并不遥远。

鲍威尔在施加了多种前提条件的情况下，为大幅降息以及连续降息打开了绿灯。虽然官员们的发言依然相对平衡，与此前 FOMC 传递的信号区别不大，但是更强的降息确定性正促使市场朝着“鸽派”理解前进；整条国债利率曲线相较于上周均下行了 10bp 左右，且前端下行幅度更大。

总的来说，美国未来的降息路径正在朝着“劳动力市场滞后下行”的情形展开，距离降息只差一个“非农走弱”。我们并不认为有任何关税通胀水平会阻碍该情形下的降息，因为发生关税通胀的前提是从就业到消费的链条需要稳固，而这一点目前来看越来越难出现。

从美国经济的动能指数来看，进入 5 月后，环比折年增速又跌回到了去年 9 月的水平，这也与同期的美元指数走势（先上后下）极为一致（相关性 0.76），这意味着美元指数对美国经济基本面的反馈基本“合理”，并不极端。

图表 1：美元指数对美国经济基本面的反馈基本合理



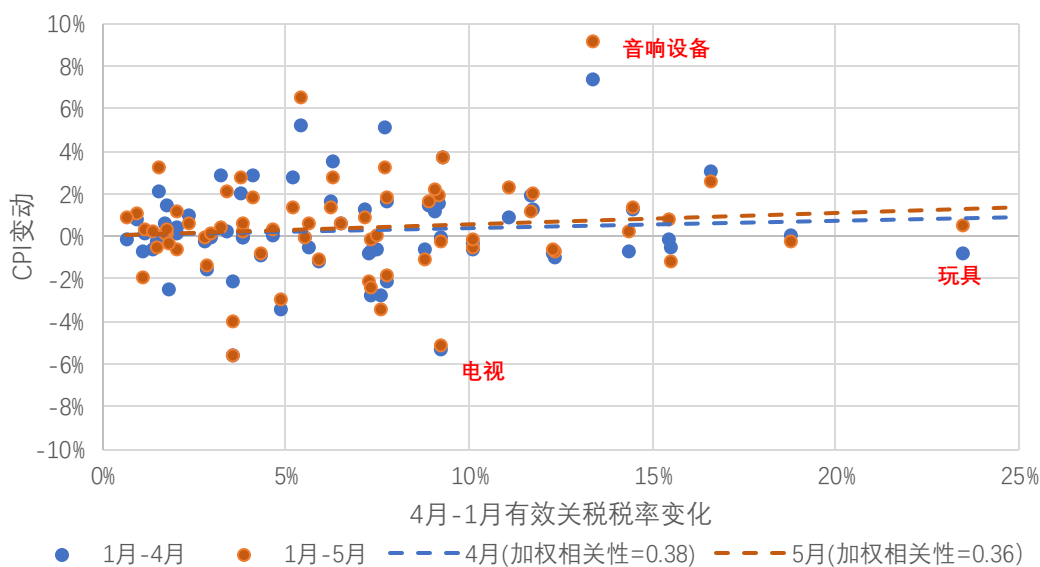
来源：Census Bureau, BLS，国金证券研究所

以沃勒和鲍曼为首的“激进降息派”官员重点强调的是关税并非没有传导，而是在需求与供给侧都有抑制涨价的因素，这也是我们一直以来所持有的观点，且需要重视需求侧走弱对通胀的抑制作用。

我们观察了 HS-4 位代码商品的通胀变化，发现随着时间的推移，关税增加幅度和 CPI 增速的变化呈现出正相关性，但幅度微弱，实际反映在通胀水平的数值十分有限。除此之外，不可忽视的是美国众多商品享受着技术进步带来的长周期趋势性价格下降，比如玩具和电子，这也会对冲关税一次性因素的跳升。

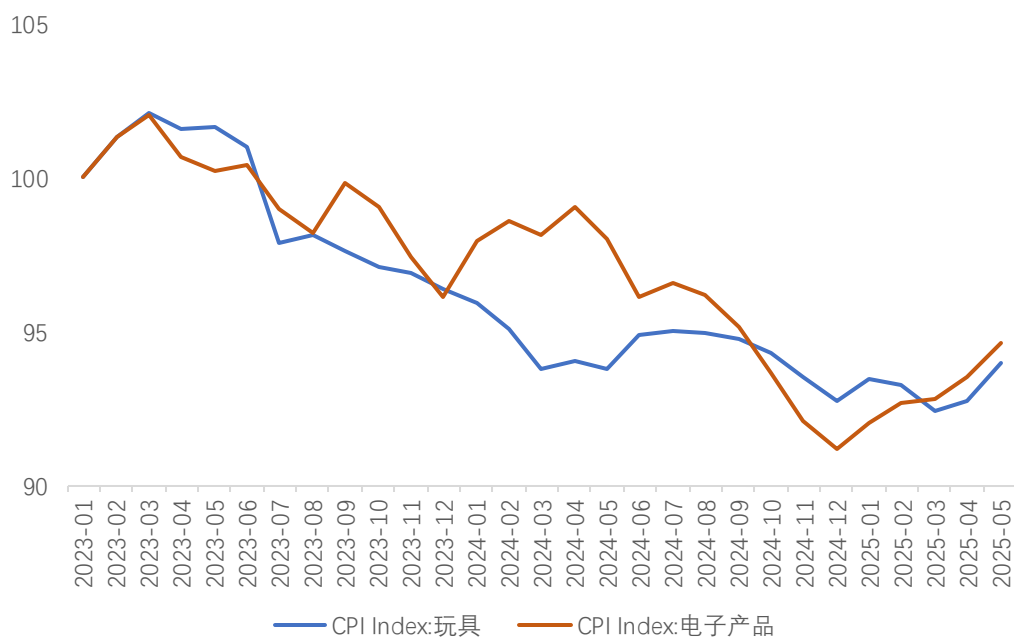


图表 2：美国的关税通胀传导并非没有发生



来源：USTrade, Wind, 国金证券研究所

图表 3：美国商品趋势性的通缩

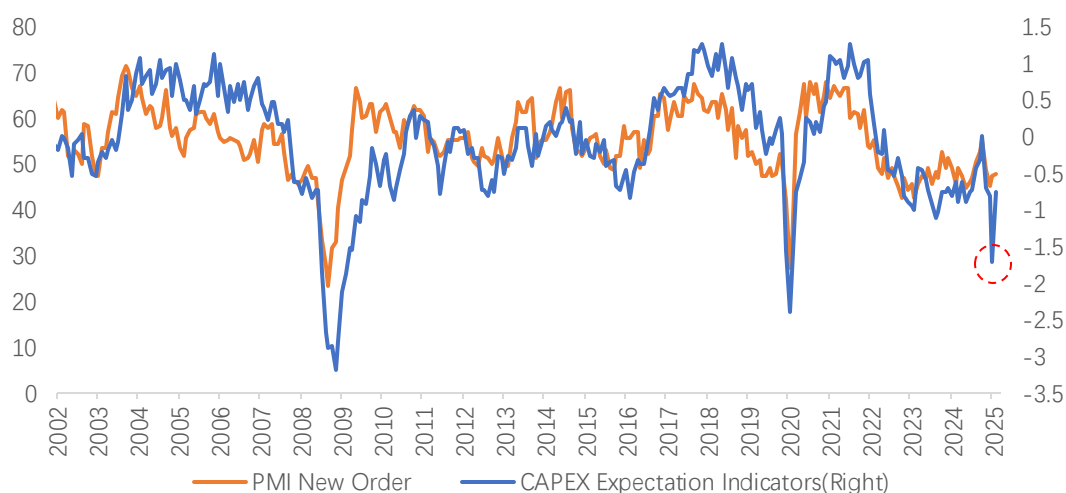


来源：Fred, 国金证券研究所

关税缓和后，此前进入衰退水平的美国企业 CAPEX 支出预期有所回暖，但也并未变得更好，这一指标也基本回到去年 9 月的水平。



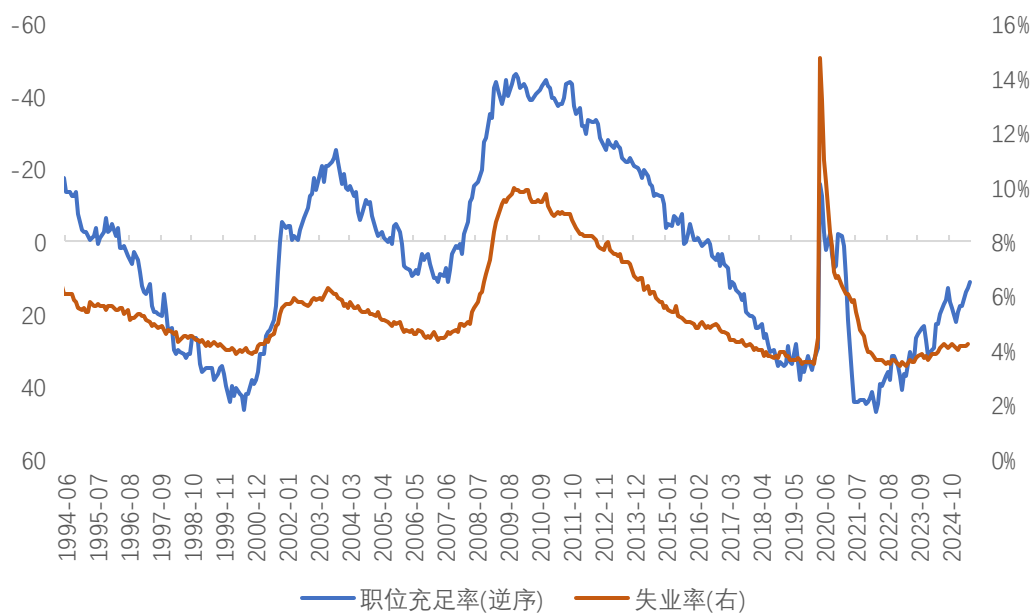
图表 4：美国企业的 CAPEX 预期从衰退水平修复，但也并未变得更好



来源：Fred，国金证券研究所

但很多其他的数据却较去年 9 月明显恶化，尤其是本周公布的 Conference Board 消费者信心指数进一步下行，且再次验证了劳动力市场的降温趋势。鲍威尔在 6 月 FOMC 记者会中提到，美国劳动力市场并未“哭诉降息” (not crying out for a rate cut)，但我们发现越来越多的数据正在发出“警报”，“低语”降息的来临。

图表 5：劳动力市场并未哭泣，但正在低语



来源：Fred，国金证券研究所

当前市场预期正朝着更加鸽派的方向前进（降息更快或幅度更大），但并未被市场定价完全捕捉。同时，沃勒和鲍曼的鸽派发言也并不让人惊讶，除了视作给特朗普的“投名状”外，值得思考的是为何没有更多官员将关税的一次性冲击作为基准情形（从而看轻关税的通胀影响）？

但无论如何，联储官员近期的发言进一步的增加了降息的确定性；“分歧”并不大，“一致”更关键，“非农”定路径，“风险”偏下行。



风险提示

- 1) 中东局势不确定性加剧显著推升油价水平，从而带来更明显的美国通胀，阻碍联储降息。
- 2) 特朗普的内政政策面临更大阻力，财政刺激加码，联储超预期宽松，带来滞胀。
- 3) 美国金融市场波动加剧，非美资金外流加速，美元加速下跌，引发美国深度衰退，联储更快降息。



特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建国门内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究