

## 为何我们认为美联储有望在 9 月降息？

### 往期精彩研报

《美元指数或将坐上火箭？》

《美国假“滞”真“胀”》

### 主要观点：

北京时间 2024 年 6 月 13 日凌晨 3:00，美联储公布了 6 月 FOMC 议息会议纪要，宣布将美国联邦基金目标利率维持在 5.25-5.50% 的区间。在通胀降温的背景下，数据导向的货币政策调整却趋向谨慎。因此，整体上略偏鹰派的 FOMC 议息会议纪要和会后鲍威尔的发言，使得美元指数在 CPI 数据公布后的跌幅得到一定程度的收复。

#### 1. 接下来，市场将如何进行交易？

基于目前市场对美联储在 2024 年下半年降息 1-2 次的预期，我们认为，接下来市场在政策利率上的博弈空间相对有限。这可能导致美元指数在年内难以突破前期 2024 年年内的高点。

#### 2. 如何看待美联储未来的行动节奏？

我们认为美联储在 2024 年年内的首次降息大概率会在 9 月或之后，但这并不意味着一旦开始降息，美联储就会开启降息周期。我们仍需谨慎对待对于降息的判断，并警惕美国经济未能实现软着陆以及不降息的风险。

---

**风险点：**警惕美国经济不着陆、不降息风险

**重要声明：**本报告内容及观点仅供参考，不构成任何投资建议

---

南华研究院  
投资咨询业务资格：  
证监许可【2011】1290 号

周骥  
投资咨询证号：Z0017101

请务必阅读正文之后的免责条款部分

# 目录

## 章节

<b>1. 近期外汇市场回顾.....</b>	<b>1</b>
1.1. 走势回顾：美国通胀数据及 FOMC 议息会议掀起市场波澜 .....	1
1.2. 通胀数据 VS 议息会议，矛盾吗？ .....	3
<b>2. 6 月 FOMC 议息会议需要关注什么？ .....</b>	<b>4</b>
2.1. 6 月 FOMC 议息会议解读：通胀降温，但数据导向的货币政策调整趋向谨慎 .....	4
<b>3. 为何我们认为美联储有望在 9 月降息？ .....</b>	<b>8</b>
3.1. 市场将如何进行交易？ .....	8
3.2. 如何看待美联储未来的行动节奏？ .....	8

## 目录

### 图表

图 1.1.1: 2024 年 6 月 10 日至 6 月 14 日美元指数与美元兑人民币即期汇率日内价格走势图 .....	1
图 1.1.2: 美国 CPI 同比（上）与环比（下） .....	2
图 1.1.3: 美国 PPI 同比（上）与环比（下） .....	2
图 1.1.4: 2024 年 6 月 10 日至 6 月 14 日美元指数与 USDJPY、EURUSD 日内价格走势图 .....	3
图 2.1.1: 美国联邦基金目标利率历史走势图 .....	4
图 2.1.2: 美联储将联邦基金目标利率维持在 5.25-5.50% 区间 .....	5
图 2.1.3: 2024 年 3 月（左）与 6 月（右）点阵图对比 .....	5
图 2.1.4: 2024 年 6 月经济预测（SEP） .....	6
图 2.1.5: 美联储继续缩表（百万美元） .....	7
图 3.1.1: 市场对美联储加/降息预期（截至 2024 年 6 月 18 日） .....	8
图 3.2.1: 自 2024 年二季度以来，美国经济开始走弱 .....	9
图 3.2.2: 2024 年 FOMC 议息会议安排 .....	10

# 1. 近期外汇市场回顾

## 1.1. 走势回顾：美国通胀数据及 FOMC 议息会议掀起市场波澜

回顾2024年6月10日至6月14日期间整个外汇市场的表现，美元指数呈现先跌后涨的走势。人民币汇率方面，除了在6月12日美国公布5月CPI数据后，由于美元指数一度跌破105，导致美元兑在岸人民币即期汇率和美元兑离岸人民币即期汇率出现较大波动、下行至7.245以下外，在其余时间里，美元兑在岸人民币即期汇率和美元兑离岸人民币即期汇率均在7.245-7.280区间内运行。

图 1.1.1：2024 年 6 月 10 日至 6 月 14 日美元指数与美元兑人民币即期汇率日内价格走势



注：白线为 USDCNH，蓝线为 USDCNY，红线为美元指数（左轴）

资料来源：Bloomberg 南华研究

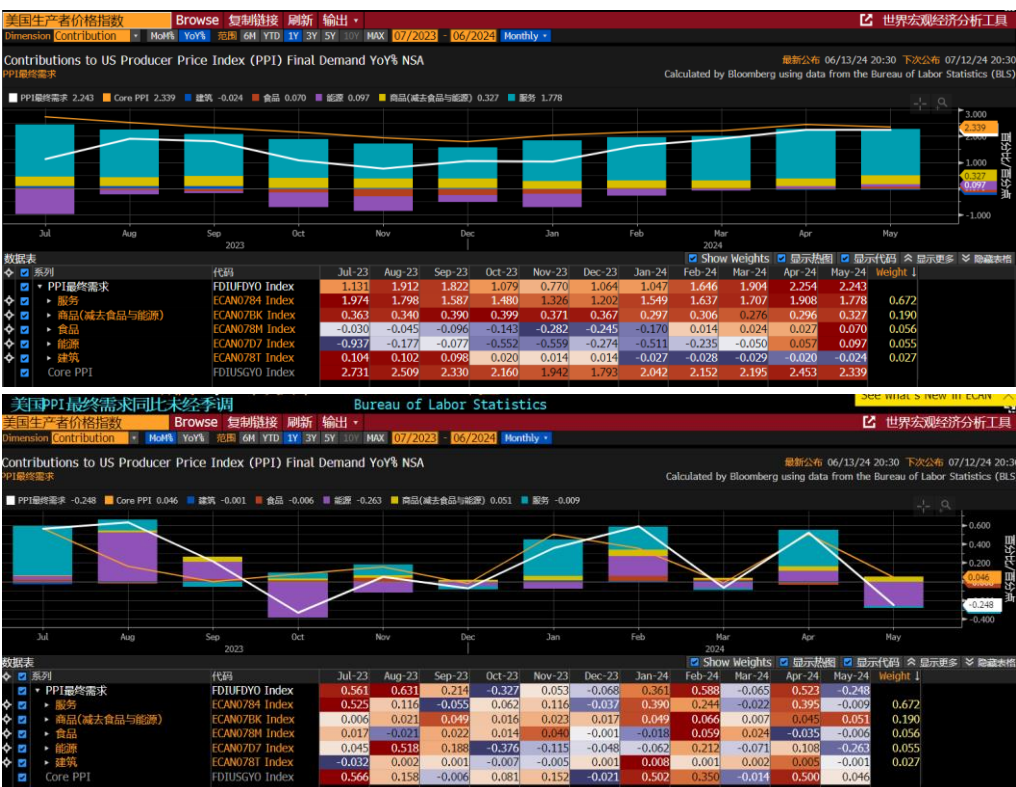
具体来看，在美国公布5月CPI（6月12日）和PPI（6月13日）通胀数据为美联储在2024年年内降息起到铺垫作用的背景下，市场对美联储的降息预期升温，美元指数有所承压。特别是在5月CPI数据公布后，美元指数大幅下跌。然而，随着FOMC议息会议纪要和会后鲍威尔发言的公布，整体略偏鹰派的基调使得美元指数在CPI数据公布后获得的跌幅得到一定程度的收复（我们将在下文对6月FOMC议息会议做出要点评注），刚燃起的市场降息预期有所减弱。

图 1.1.2: 美国 CPI 同比 (上) 与环比 (下)



资料来源: Bloomberg 南华研究

图 1.1.3: 美国 PPI 同比 (上) 与环比 (下)



资料来源: Bloomberg 南华研究

此外，在上周的后半程，日元和欧元的贬值进一步推升了美元指数。具体来看，日本央行维持利率不变（0.0-0.1%），购债计划方面不及预期，宣布减少国债购买规模，并表示将在7月的议息会议上公布未来1-2年的缩减计划，这导致日元走弱。另外，欧洲议会选举结果出炉，极右翼势力意外崛起，引发市场对欧洲政治方向转变的担忧，进而导致欧元贬值。

**图 1.1.4：2024 年 6 月 10 日至 6 月 14 日美元指数与 USDJPY、EURUSD 日内价格走势**



注：白线为 USDJPY，蓝线为 EURUSD（左轴），红线为美元指数

资料来源：Bloomberg 南华研究

## 1.2. 通胀数据 VS 议息会议，矛盾吗？

上周最有趣的事情是“不及预期的通胀数据与基调鹰派的FOMC议息会议”的组合，特别是两者在同一天一前一后公布的组合，引起了市场的关注。我们认为，这一组合一方面反映了美联储为11月大选做准备的用心良苦，并在一定程度上起到了稳定市场波动的作用；另一方面也显示出对于现阶段的美联储来说，相较于趋于回落的通胀，目前依旧较为强劲的劳动力市场或更是影响美联储降息决策的关键变量。

## 2. 6 月 FOMC 议息会议需要关注什么？

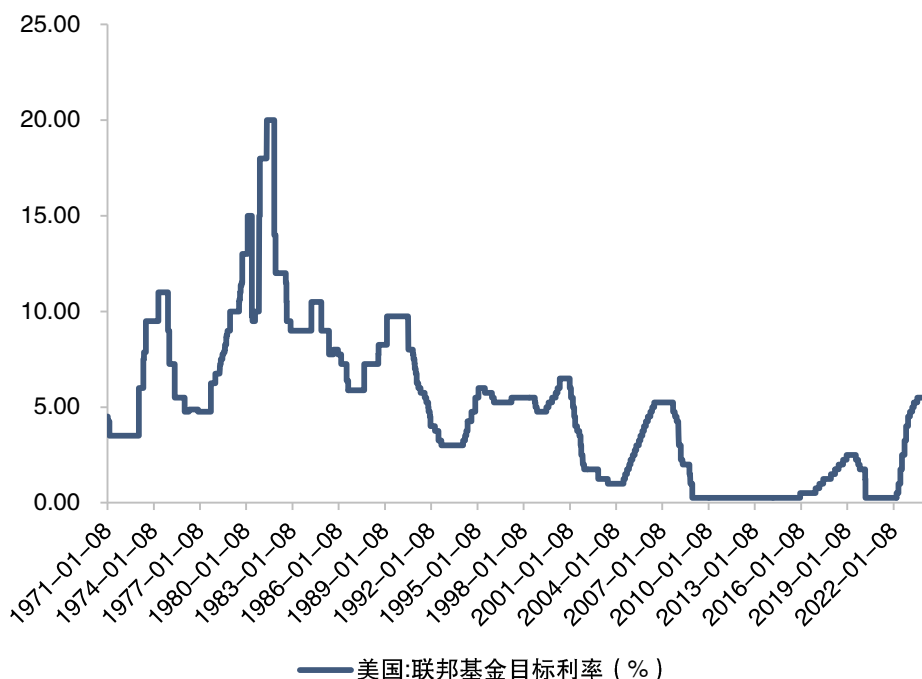
### 2.1. 6 月 FOMC 议息会议解读：通胀降温，但数据导向的货币政策调整趋向谨慎

以下为2024年6月FOMC议息会议主要内容：

1. **利率方面：**美联储连续7次暂停加息，相较于3月的点阵图，本次对未来利率路径的预测更为鹰派

北京时间2024年6月13日凌晨3:00，美联储公布6月FOMC议息会议纪要，宣布将美国联邦基金目标利率维持在5.25-5.50%区间，符合市场预期。截至2024年6月18日，无论从累计加息次数还是累计加息幅度来看，本轮自2022年开启的加息周期均为美联储历次加息周期中排名靠前的。目前，美联储累计加息11次，累计加息幅度525个基点，分别在2022年3月（25个基点）、5月（50个基点）、6月（75个基点）、7月（75个基点）、9月（75个基点）、11月（75个基点）、12月（50个基点）以及2023年2月（25个基点）、3月（25个基点）、5月（25个基点）、7月（25个基点）。累计暂停加息8次，分别在2023年6月、9月、10月、12月以及2024年1月、3月、5月和6月。

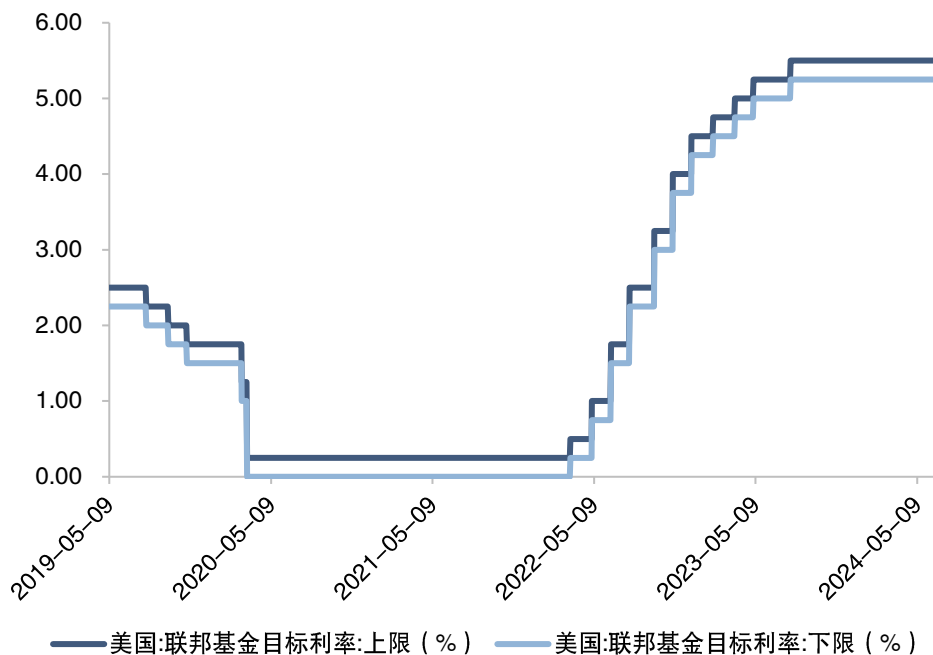
图 2.1.1：美国联邦基金目标利率历史走势图



数据来源：iFinD 南华研究



图 2.1.2：美联储将联邦基金目标利率维持在 5.25-5.50% 区间

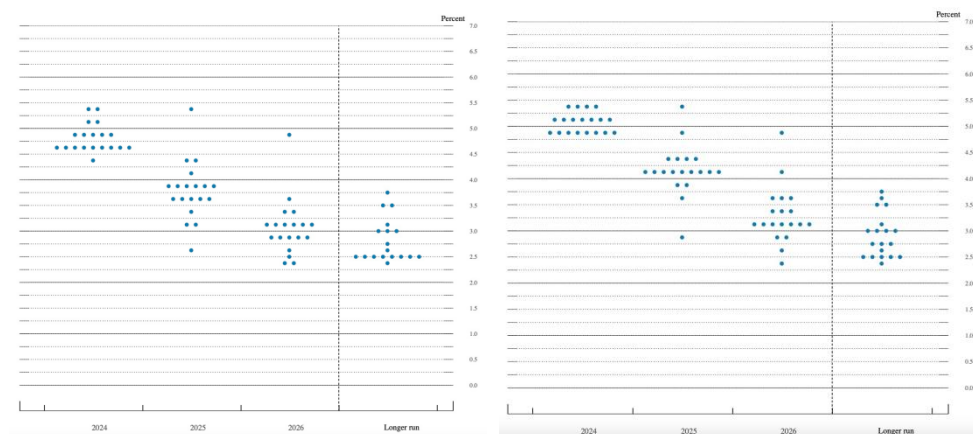


数据来源：iFinD 南华研究

利率指引方面，本次点阵图对 2024 年年内的利率路径表述上，较 2024 年 3 月的更为鹰派且分化明显减弱，但鲍威尔会后发言仍未给出清晰的路径。具体来看：

- 1) 相较于 3 月的点阵图显示年内降息可能在 3 次（19 位 FOMC 成员中，2 位官员预测年内不降息，2 位预测年内降息 1 次，5 位预测 2 次，9 位预测 3 次，1 位预测 4 次），本次点阵图显示 2024 年将仅降息 1-2 次（19 位 FOMC 成员中，没有人预测今年会加息，4 位官员预测今年不降息，7 位预测年内降息 1 次，8 位预测年内降息 2 次）；

图 2.1.3：2024 年 3 月（左）与 6 月（右）点阵图对比



资料来源：FED 南华研究

- 2) 鲍威尔表示，虽然近期的美国月度通胀数据有所降温，随着劳动力市场逐渐趋



于平衡，但仍不足以支撑美联储开启降息。他指出，首次降息对经济会产生影响，因此，降息的时机非常重要，仍需更多良好的数据来支持降息的决定，目前还没有到公布降息日期的阶段；

- 3) 在对2026年整体PCE（2.0%）、核心PCE（2.0%）和PCE长期预期不变（2.0%）的情况下，美联储将2024年年末目标利率从4.6%上修至5.1%，长期目标利率从2.6%上修至2.8%，显示官员们的观点逐步向鹰派倾斜，意味着后续降息空间有所减少以及美债利率更有限的下行空间。

**图 2.1.4：2024 年 6 月经济预测（SEP）**

**Table 1. Economic projections of Federal Reserve Board members and Federal Reserve Bank presidents, under their individual assumptions of projected appropriate monetary policy, June 2024**

Variable	Median <sup>1</sup>				Central Tendency <sup>2</sup>				Range <sup>3</sup>			
	2024	2025	2026	Longer run	2024	2025	2026	Longer run	2024	2025	2026	Longer run
Change in real GDP	2.1	2.0	2.0	1.8	1.9-2.3	1.8-2.2	1.8-2.1	1.7-2.0	1.4-2.7	1.5-2.5	1.7-2.5	1.6-2.5
March projection	2.1	2.0	2.0	1.8	2.0-2.4	1.9-2.3	1.8-2.1	1.7-2.0	1.3-2.7	1.7-2.5	1.7-2.5	1.6-2.5
Unemployment rate	4.0	4.2	4.1	4.2	4.0-4.1	3.9-4.2	3.9-4.3	3.9-4.3	3.8-4.4	3.8-4.3	3.8-4.3	3.5-4.5
March projection	4.0	4.1	4.0	4.1	3.9-4.1	3.9-4.2	3.9-4.3	3.8-4.3	3.8-4.5	3.7-4.3	3.7-4.3	3.5-4.3
PCE inflation	2.6	2.3	2.0	2.0	2.5-2.9	2.2-2.4	2.0-2.1	2.0	2.5-3.0	2.2-2.5	2.0-2.3	2.0
March projection	2.4	2.2	2.0	2.0	2.3-2.7	2.1-2.2	2.0-2.1	2.0	2.2-2.9	2.0-2.5	2.0-2.3	2.0
Core PCE inflation <sup>4</sup>	2.8	2.3	2.0		2.8-3.0	2.3-2.4	2.0-2.1		2.7-3.2	2.2-2.6	2.0-2.3	
March projection	2.6	2.2	2.0		2.5-2.8	2.1-2.3	2.0-2.1		2.4-3.0	2.0-2.6	2.0-2.3	
Memo: Projected appropriate policy path												
Federal funds rate	5.1	4.1	3.1	2.8	4.9-5.4	3.9-4.4	2.9-3.6	2.5-3.5	4.9-5.4	2.9-5.4	2.4-4.9	2.4-3.8
March projection	4.6	3.9	3.1	2.6	4.6-5.1	3.4-4.1	2.6-3.4	2.5-3.1	4.4-5.4	2.6-5.4	2.4-4.9	2.4-3.8

资料来源：FED 南华研究

2. 通胀与就业方面：对于去通胀进程和就业市场的表现表达了认可，但对未来的评估更为审慎

会议声明中仅有一处较为重要的变化，即对通胀描述的变化，也是对最新公布的5月CPI数据有所降温的体现，从此前的“缺乏进一步进展（a lack of further progress）”变为“缺乏进一步进展（modest further progress）”。鲍威尔在发言中提到劳动力市场已经恢复到疫情前的水平，表明近几个月美国通胀与劳动力市场均出现积极进展。然而，美联储在对2024年和2025年的核心PCE和目标利率的预测上保持了谨慎的态度，这显示出对通胀的降温和政策路径的选择更加谨慎。我们认为，这可能与最近公布的美国经济数据没有出现一致的趋势有关，因此美联储需要一定的观察窗口期来进一步确认相关情况。

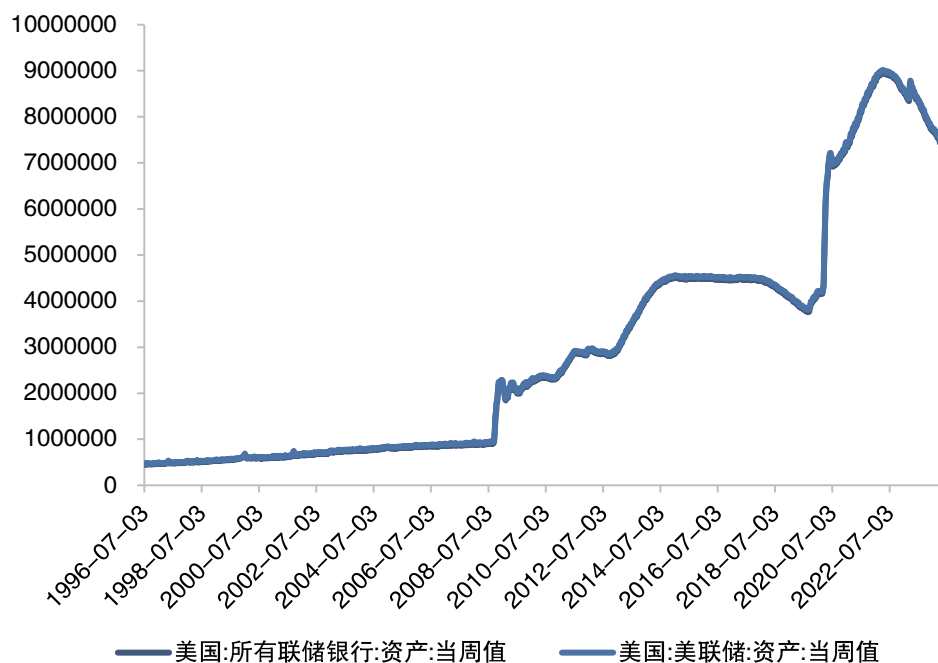
3. 经济增长方面：调整不大，维持增速不变

美联储将2024、2025、2026年的GDP增速预测值与3月保持一致，分别为2.1%、2.0%和2.0%。

4. 缩表方面：QT Taper如期落地

宣布从6月开始，每月缩减600亿美元的资产负债表规模（之前为900亿美元）。其中，每月减持国债规模为250亿美元，减持抵押债券（MBS）规模维持在350亿美元。

图 2.1.5：美联储继续缩表（百万美元）



数据来源：iFinD 南华研究

### 3. 为何我们认为美联储有望在 9 月降息？

#### 3.1. 市场将如何进行交易？

基于目前市场对美联储在2024年下半年降息1-2次的预期，市场在政策利率上的博弈空间相对有限。这可能导致美元指数在年内难以突破前期的高点106.4（2024年年内的高点）。

图 3.1.1：市场对美联储加/降息预期（截至 2024 年 6 月 18 日）



资料来源: Bloomberg 南华研究

#### 3.2. 如何看待美联储未来的行动节奏？

我们认为美联储在2024年年内的首次降息大概率会在9月或之后，但这并不意味着一旦开始降息，美联储就会开启降息周期。具体分析如下：

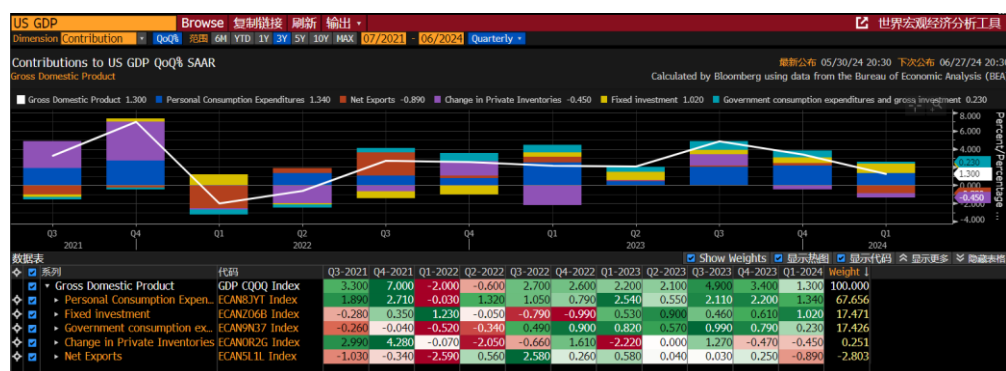
1) 从风险的角度来看，短期内美国银行业爆发系统性风险的概率较低，因此美联储在7月降息的可能性不高。

2) 从美联储官员们的表态来看，即6月FOMC议息会议和近期美联储官员的发言来看，近期美联储对降息的门槛有所提高。其中，沃勒表示，需要看到三个月以上的良好数据才能开始降息。因此按此推算，9月或是关键时间点。

3) 从政治的角度来看，美国大选或成为政策分水岭，在美国大选前的9月FOMC议息会议上宣布降息可能是美联储选择降息的关键窗口期。此外，在9月FOMC议息会议前夕召开的杰克逊会议也给了美联储充分的时间向市场传递预防措施。

4) 从经济的角度来看，自二季度以来，美国经济开始走弱，我们预计在高利率环境下，美国经济将逐步降温。尤其是之前支撑美国居民消费和通胀的主要因素，即超额储蓄已经耗尽。根据旧金山联储的估算，美国居民在疫情期间由财政现金补贴而积累的超额储蓄已在2024年一季度耗尽。

图 3.2.1：自 2024 年二季度以来，美国经济开始走弱



资料来源：Bloomberg 南华研究

5) 从通胀的角度来看，美国5月CPI数据的超出预期回落，为美国通胀在今年二、三季度进一步回落提供了一定的基础。若后续美国通胀数据继续放缓，这或将为美联储提供降息的信心。然而，我们仍需警惕四季度通胀回落进程面临阻碍的风险。

图 3.2.2：2024 年 FOMC 议息会议安排

2024 FOMC Meetings				
<b>January</b>	30-31	<b>Statement:</b> PDF   HTML Implementation Note	Press Conference  Statement on Longer- Run Goals and Monetary Policy Strategy	<b>Minutes:</b> PDF   HTML (Released February 21, 2024)
<b>March</b>	19-20*	<b>Statement:</b> PDF   HTML Implementation Note	Press Conference <b>Projection Materials</b> PDF   HTML	<b>Minutes:</b> PDF   HTML (Released April 10, 2024)
<b>Apr/May</b>	30-1	<b>Statement:</b> PDF   HTML Implementation Note	Press Conference	<b>Minutes:</b> PDF   HTML (Released May 22, 2024)
<b>June</b>	11-12*	<b>Statement:</b> PDF   HTML Implementation Note	Press Conference <b>Projection Materials</b> PDF   HTML	
<b>July</b>	30-31			
<b>September</b>	17-18*			
<b>November</b>	6-7			
<b>December</b>	17-18*			

\* Meeting associated with a Summary of Economic Projections.

资料来源：FED 南华研究

## 免责声明

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使本公司违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，本报告所载资料、意见及推测仅反映在本报告载明的日期的判断，期货市场存在潜在市场变化及交易风险，本报告观点可能随时根据该等变化及风险产生变化。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

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，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本报告中的信息和所表达的意见和建议以及所载的数据、工具及材料均不应作为您进行相关交易的依据。本公司不承担因根据本报告所进行期货买卖操作而导致的任何形式的损失。

本公司的销售人员或其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、涉及相应业务内容的子公司可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到本公司可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。

未经本公司允许，不得以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容或复印本予以任何其他人，或投入商业使用。经过本公司同意的转发应遵循原文本意并注明出处“南华期货股份有限公司”。未经授权的转载本公司不承担任何责任。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

---

公司总部地址：	浙江省杭州市上城区富春路 136 号横店大厦
邮编：	310008
全国统一客服热线：	400 8888 910
网址：	<a href="http://www.nanhua.net">www.nanhua.net</a>
股票简称：	南华期货
股票代码：	603093

---



南华期货 APP