

焦点 · 美联储维持利率不变

美联储年内降息疑云未散 “点阵图”透露资产配置线索

北京时间6月13日凌晨，美联储宣布将联邦基金利率目标区间维持在5.25%至5.5%之间不变。与利率决议一同公布的“点阵图”显示，多数联邦公开市场委员会成员预计今年内或最多实施一次降息，而此前“点阵图”暗示今年内降息三次。

美联储今年内是否会降息、降息几次依然疑云未散。不过，分析人士表示，此次“点阵图”显示的今年内或最多实施一次降息，显示出美联储“以时间换空间”的决心。从交易逻辑看，美国距离开启降息周期已不遥远，可将交易预期从美国大选前不降息切换为大选后大概率降息。美元指数大概率处于强弩之末，非美资产特别是中国资产将逐渐迎来海外投资者的青睐。

● 本报记者 周璐璐



视觉中国图片

部分海内外机构关于美联储政策的最新预测

机构名称	预期年内降息次数	预期首次降息时点	判断依据
中信证券	0次	年内不降息	“以时间换空间”，压制美国需求和通胀
中金公司	-	三季度	让金融条件维持偏紧状态才能为未来政策操作留下空间
华西证券	2次	9月	5月CPI弱于预期，后续通胀降温可期
平安证券	1次	美国总统大选前后	5月美国CPI数据超预期降温，为年内降息提供重要铺垫
国盛证券	1次或2次	9月或11月	预测三季度CPI将继续回落至3%以下，给政策操作提供空间
高盛	2次	9月	美国5月CPI数据低于预期是一个良好的开端
瑞银	1次	12月	美联储需要数月时间等待通胀改善的证据

数据来源/机构研报 制表/周璐璐

美联储下调年内降息次数

北京时间6月13日凌晨，美联储结束为期两天的货币政策会议，宣布将联邦基金利率目标区间维持在5.25%至5.5%之间不变，符合市场预期。

这是美联储自去年9月以来连续第七次会议维持利率不变。美联储在当天发表的声明中表示，最近几个月，美国物价水平在实现美联储设定的2%长期目标方面“取得了温和的进一步进展”。这一措辞较此前声明中“缺乏进一步进展”有明显变化。

声明重申，在过去一年里，实现充分就业和物价稳定这两大目标的风险“已经趋于更好的平衡”。在对通胀率持续向2%的长期目标迈进抱有更大信心之前，美联储降低联邦基金利率目标区间是“不合适的”。在评估适当的货币政策立场时，美联储将继续监测即将发布的信息对经济前景的影响。如果出现可能阻碍目标实现的风险，美联储将准备酌情调整货币政策立场。

与利率决议一同公布的“点阵图”显示，多数联邦

公开市场委员会成员预计今年内或最多实施一次降息，而此前“点阵图”暗示今年内降息三次。具体而言，19名联邦公开市场委员会成员对今年年底联邦基金利率目标区间的预测中值在4.9%至5.4%之间。其中，11名成员认为美联储今年内最多实施一次降息，8名成员预计美联储今年内将实施两次降息。绝大多数官员预计，截至2025年底美联储有望至多实施五次降息。

美联储主席鲍威尔在会后举行的新闻发布会上表示，虽然近期通胀数据较年初更加有利，美联储设定的通胀目标也取得“温和的进一步进展”，但截至目前数据并未给美联储更大的信心来调整货币政策立场。美联储需看到更多良好的数据表明通胀正持续向2%的方向发展。

“美联储6月会议声明给出的年内降息一次的预期，可能并没有充分反映通胀继续降温的可能性。”华西证券宏观联席首席分析师肖金川表示，因而接下来不必纠结于美联储官员的措辞，更多关注数据表现。

未来3个月是重要观察窗口期

美联储此次声明以及鲍威尔的讲话并未打消关于美联储何时开启降息周期的疑云。机构人士普遍认为，美联储对于货币政策转向十分谨慎，需要更多就业、通胀等经济数据的支撑，未来3个月是重要的观察窗口期。

中信证券海外研究首席分析师崔嵘认为，鲍威尔对5月CPI通胀数据表示认可，但称其只是单月数据，还需要更多的好数据和更多的信心。她预计美联储年内不降息，继续控制通胀风险，“以时间换空间”，压制美国需求和通胀。

“总的来说，美国大选之前美联储降息的概率不大。”招商证券首席宏观分析师张静表示，美联储官员当前相当谨慎，不会因为仅仅一两期的数据变化就贸然改变观点，而是需要观察到连续多期数据，才能确认通胀方面的信心。

也有机构人士认为年内降息可能性较大。平安证券首席经济学家钟正生认为，整体而言，鲍威尔的讲话是比较中性的，其更多的发言暗示了年内降息的可能性不小。他表示，首先，其将上修后的通胀预测称为“保守预测”，暗示通胀有可能比预期回落更快；其次，在降息条件方面，其暗示降息不需要通胀回落至特定水平，也不需要等到就业市场明显降温，暗示降息只是货币政策正常化的一步；最后，在长期（中

性）利率的问题上，鲍威尔表态也比较谨慎，并且强调了当前的利率水平是“限制性”的。

“尽管本次会议的‘点阵图’传递了相对鹰派的信号，不过本次会议前公布的5月美国CPI数据超预期降温，为美联储年内降息做出重要铺垫。”钟正生说，美联储年内或降息一次且可能在美国总统大选前后落地，具体仍将取决于通胀、就业数据及金融市场的流动性条件。

“美国5月通胀继续放缓，但后续压力仍大。”国盛证券首席经济学家熊园认为，美联储年内降息一次或两次均有可能。如果是两次，则分别在9月和12月，这样做的前提是6-8月的就业和通胀数据延续降温；而如果数据降温程度不够，则可能只会在11月或12月降息一次。因此，美联储降息路径仍存在悬念，未来3个月是重要的观察窗口。

熊园称，美国就业仍明显偏强，就业的强劲可能导致通胀出现反复，这也是美联储对降息持谨慎态度的主要原因。

肖金川表示，美国4月CPI符合预期，5月CPI弱于预期，接下来6-8月通胀数据，只要其中两个月的CPI不超预期，就可以确认美国通胀水平已经相对稳固，美联储9月可能就会开启首次降息，四季度可能再降一次，年内或降息50个基点。

美元或是强弩之末

当前预期下，大类资产将如何演绎？“我们注意到，在美联储公布此次利率决议前，5月美国CPI数据公布后，美债利率和美元指数下行，公布利率决议后二者有所反弹。”崔嵘表示，在通胀数据降温、“点阵图”保留年内降息可能性的情形下，预计短期美元指数和美债利率仍将偏弱震荡；短期流动性宽松的预期或将美股带来一定利好，尤其可能对成长风格带来一定支撑。

从交易逻辑看，张静认为，可将交易预期从美国大选前不降息切换为大选后大概率降息。在此预期下，美元指数大概率处于强弩之末，非美资产特别是中国

资产将逐渐迎来海外投资者的青睐。

肖金川认为，在美国去通胀接近完成、压降赤字之前，10年美债利率可能延续区间震荡，难以出现趋势性机会。如降息周期开启，跟随政策利率的美债中短端利率机会相对确定。

基于下半年美联储降息一次的假设，钟正生预计，10年美债收益率和美元指数年内或均难以突破前高，且视经济数据和欧日央行政策可能具备下行空间；如果美债实际利率回落，金价有望跟随上涨；在美债利率相对平稳或回落过程中，美股有望继续处于相对友好的环境。

美联储降息预期摇摆 大宗商品波动加大

● 本报记者 马爽

2024年以来，大宗商品市场表现亮眼，其中有色金属、贵金属等商品价格涨势突出，但在上涨过程中价格波动较大。业内人士表示，今年美联储正由加息周期转向降息周期，在某种程度上加大了大宗商品价格波动幅度。从长期来看，美联储降息只是时间问题。对于黄金来说，中长期依然看好其后市表现，对于其他大宗商品来说，则需关注经济衰退危机和降息哪个更早些到来。

美联储降息预期提供利多

今年以来，大宗商品市场表现亮眼，其中能源、有色金属、贵金属锋芒外露，市场对其的关注度也显著提升。Wind最新数据显示，截至6月12日，反映国际大宗商品价格走势的CRB指数报295.14点，今年以来累计上涨11.87%。

分品种来看，截至北京时间6月13日16:15，伦敦金属交易所（LME）期铜报9882美元/吨，伦敦黄金现货报2315.08美元/盎司，布伦特原油期货报82.43美元/桶，今年以来累计分别上涨15.46%、12.24%、7%。

中信期货宏观与大宗商品策略组负责人张文表示：“今年上半年，以有色和贵金属为代表的商品价格快速上涨，核心原因在于市场交易今年美联储及时降息所带来的‘软着陆’预期。”

尽管以铜、黄金等为代表的有色金属、贵金属等商品价格今年以来涨势突出，但是在上涨过程中多次出现显著回调，价格波动较大。国投安信期货研究院副院长兼大宗商品研究中心负责人郑若金表示，从长周期来看，美联储货币周期是驱动大宗商品价格走势的主要因素之一。“今年恰逢美联储由加息周期转向降息周期，在某种程度上加大了大宗商品价格波动幅度。”郑若金说。

郑若金进一步表示，2023年市场交易的逻辑是美联储何时停止加息，今年这一交易逻辑转为美联储何时开始降息。“2023年只要市场看到美联储不再加息，大宗商品多数时候便会得到提振，今年则是市场先积极交易美联储降息预期，商品价格得到提振，特别是3月份以来，黄金和铜等商品价格表现亮眼。不过，随后市场不断交易美联储降息时间点后延，黄金、铜等大宗商品价格出现了一定的回调。”

降息落地前料维持震荡

就美联储有望何时启动降息，张文认为，美国通胀数据将会持续回落，预计9月有望实现降息，且年内甚至存在两次降息的可能。

南华期货宏观外汇分析师周骥认为，从美联储议息会议内容和会后鲍威尔发言来看，确认了年内美联储最早将于9月开启降息的判断。

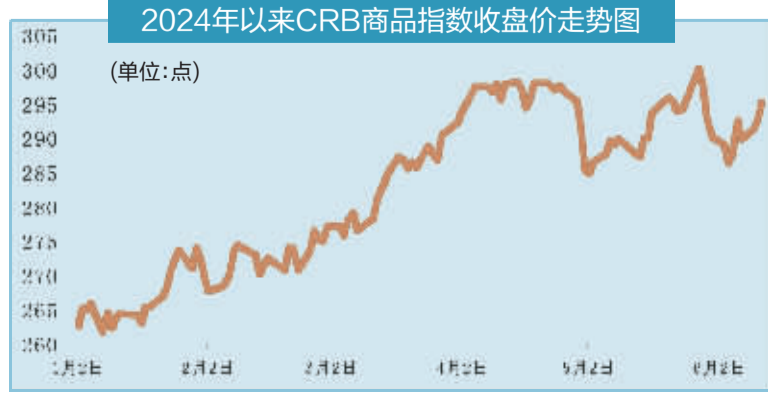
国信期货首席有色分析师顾冯达认为，当前美联储整体表态较为克制，防止市场过早对降息做出反应，从而避免金融条件过早放松。同时，美联储主席鲍威尔强调，降息将取决于未来的数据，需要看到更多通胀回落的证据，这种策略为未来的政策操作留有空间。

尽管市场上对于美联储降息预测存在一定的分歧，但在郑若金看来，从长期来看，美联储降息只是时间问题。

就后市大宗商品走势而言，郑若金表示，对于黄金来说，中长期依然看好其后市表现，但是由于美联储降息预期摇摆，将会加大短期的波动率。对于除黄金之外的大宗商品来说，则需要关注经济衰退危机和降息哪个更早些到来。如果降息先来，那么大宗商品价格有望得到提振，但若是过高的利率导致经济衰退危机率先到，那么大宗商品和美债价格可能会同时下跌。

张文认为，近期美国非农就业数据和美联储6月议息会议更多是政策端预期管理，防止CPI数据回落过程中，市场出现抢先表现，从而影响政策效果。在此背景下，预计三季度大宗商品价格整体将维持震荡，四季度伴随全球需求复苏或重新步入长期向上通道。

顾冯达持类似观点。他认为，美联储6月议息会议上美联储意外偏鹰，无疑打压了宏观多头交易情绪。预计未来一到两周，贵金属及有色整体板块将围绕当前欧美政坛事件和地缘局势复杂进程进行震荡盘整。操作上，建议短期以震荡调整思路看待，观察下方支撑力度，等待逢低买入机会。



数据来源/Wind 制表/马爽

外资看好中国资产 A股市场迎来新机遇

● 本报记者 刘英杰

美东时间6月12日，FOMC会议（美联储议息会议）宣布维持利率不变，并公布了最新的经济预测。根据美联储公布的“点阵图”判断，多数联邦公开市场委员会成员预计今年内最多降息一次。

近几个月，外资机构对中国市场的兴趣不断高涨。北向资金从2月到5月连续四个月净买入A股，合计净买入金额高达975.29亿元。同时，包括瑞银、摩根士丹利、花旗、汇丰等在内的多家外资机构巨头近期纷纷唱多中国资产。

分析人士认为，美国距离周期性放缓已不遥远。美元指数大概率处于强弩之末，非美资产特别是中国资产将逐渐迎来海外投资者的青睐。

中国资产人气渐旺

FOMC会议宣布维持利率不变的决定引发了全球金融市场的广泛关注。对于中国资本市场来说，市场对美联储降息的预期为海外流动性改善提供了有力支撑。

国盛证券首席经济学家熊园认为，美国5月通胀继续放缓，但后续压力仍大，美联储年内降息一次或两次均有可能。

在此预期下，国际投资者对于中国市场的信心也在不断增强。瑞银、摩根士丹利、花旗、汇丰等外资机构纷纷上调对中国公司的评级。瑞银上调了港股市场中招商局港口、长城汽车的投资评级及目标价；摩根士丹利将小米集团的目标价从20港元上调至25港元；花旗在最新的研究报告中上调比亚迪目标价至475港元；汇丰将小米集团的目标价上调至25.3港元。

就在6月初，摩根大通在港股市场大手笔增持了多只中国股票，其中包括招商银行、香港交易所、中国中免、哔哩哔哩等。

“自2023年10月底起，摩根大通就开始全面看好中国股票。”摩根大通首席亚洲及中国股票策略师刘鸣镝认为，“从经济复苏的周期来看，中国经济复苏的迹象较为明显，这利好A股、港股的公司业绩表现，进一步支撑股票估值。”

在刘鸣镝看来，有四种主题值得关注：一是在国内市场有高市占率的股票，以及在经济温和复苏期有能力提高市占率的股票；二是在细分市场赛道的领先企业；三是性价比比较高的出口企业；四是受益于人工智能（AI）快速发展的公司。

积极布局中国市场

随着海外流动性改善和国际投资者对中国市场的信心增强，外资巨头增持中国资产已成为推动A股市场上涨的重要力量。以摩根大通为代表的外资机构，正不断加码中国市场。

在国际金融机构积极推动下，A股市场迎来了结构性机遇。随着外资的流入和市场的逐步开放，外资的参与为A股市场带来了新的投资理念和策略。同时，随着国家政策持续发力和产业结构优化升级，一些具有成长性和创新性的行业和公司开始受到市场关注。

随着人工智能技术的快速发展，AI正在引发一场新的产业革命。施罗德投资环球私募基金资产管理格奥尔格·温德林认为，AI革命正在改变全球供应链，这为投资者带来了大量新的机会。他表示，施罗德投资特别看好中国人工智能初创企业，已经投资了多家国内AI领域的优质公司。事实上，在最近的调研活动中，高盛、淡马锡等众多外资机构对中国科技类公司表现出浓厚的兴趣，纷纷参与调研讨论AI应用和市场前景等话题。可以预见，随着中国人工智能产业的快速崛起，将吸引更多海外资本布局人民币资产，特别是AI领军企业将成为外资的新宠。

中东资本也不断在A股市场“消费”。今年一季报数据显示，多家新能源、医药、科技类上市公司的前十大流通股股东名单中，出现了阿布扎比投资局、科威特投资局等中东“豪门”。

“中国资产价格的吸引力主要源于中国经济的持续增长和市场潜力。”桥水基金创办人达利欧表示，“中国政府在推动经济改革和开放方面做出了巨大努力，这为外资企业创造了良好的投资环境。桥水基金作为全球最大的对冲基金之一，在中国市场的布局和投资策略也取得了显著成效。”

在达利欧看来，随着中国经济进一步开放和国际化，外资企业将在中国市场上发挥更加重要的作用。