

美联储“按兵不动”之下裂痕加深，“沃什时代”政策不确定性加剧

——美联储4月货币政策会议点评与展望

研究发展部高级副总监 白雪

事件：北京时间4月30日，美联储宣布将联邦基金利率维持在3.50%—3.75%区间不变，符合市场预期普遍预期。至此，在截至去年末连续三次会议降息后，FOMC进入2026年以来的三次货币政策会议均暂停行动。相比3月的上次声明，本次会议声明最大的差别是，共有四名FOMC投票委员不支持本次的决议声明，上次只有一人反对。其中理事米兰今年坚持降息25基点，三位地方联储主席支持按兵不动，但不支持声明保留宽松倾向。声明继续重申准备适当情况下调整货币政策立场，改称中东局势加剧经济前景高度不确定性，新增高通胀部分源于近期全球能源价格上涨。

鲍威尔会后表示，5月15日主席任期结束将留任美联储理事，在针对其调查彻底结束之前，不会离开理事会。同时承诺不会阻碍新主席施政，绝不做“影子主席”，担任理事期间将保持低姿态，支持新主席。其认为当前利率接近中性或轻微偏高，在通胀不明确之前不急于改变利率和指引。

对此，东方金诚解读如下：

本次会议会维持利率不变，主要基于通胀黏性以及地缘政治不确定性。自2月末美伊冲突爆发以来，国际油价持续攀升，3月WTI原油期货平均价格较2月大幅上涨41.1%，美国3月CPI同比上涨3.3%，其中汽油价格单月飙升21.2%、能源商品环比大涨10.9%。2026年一季度年化核心PCE涨幅达4.1%，表明通胀再加速趋势持续。目前地缘政治层面来看，由于存在关键分歧，美伊外交谈判仍陷僵局，这意味着霍尔木茨海峡的封锁状态还将在短期内延续，油价短期内难以从高位回落——4月以来国际油价仍处于总体上涨通道，因此未来几个月通胀也依然不容乐观。与此同时，美国3月非农就业人数较2月明显反弹、失业率维持在4.3%，同时3月零售销售、耐用品订单、制造业PMI等关键经济数据表现平稳，难以形成触发降息的关键条件。

本次会议的重要看点在于美联储内部投票结构的分裂显著加剧，表明在地缘冲击背景下，美联储在触及货币政策面临供给冲击时，在“抗通胀”与“稳增长”双重目标之间出现的分歧进一步加深，也为沃什上任后政策调整的复杂度埋下伏笔。

本次会议以8比4的投票比例通过利率决议，这是自1992年10月6日以来在一次会议上出现反

对票数量最多的情况。这四张反对票从两个相反的方向指向了委员会内部的分歧。其中，美联储理事斯蒂芬·米兰继续秉持其一贯立场，主张降息 25 个基点。自去年 9 月兼任理事以来，米兰已连续在每一次利率决议中投下反对票，去年下半年主张降息 50 个基点，今年则转向主张降息 25 个基点。作为特朗普“钦点”的理事，米兰的立场带有明显的政治意图对应性。然而，值得关注的是另外三位拥有投票权的地区联储主席的反对立场——克利夫兰联储主席哈马克、明尼阿波利斯联储主席卡什卡利和达拉斯联储主席洛根。他们并非反对维持利率本身，而是反对在声明中保留“进一步调整利率”，因为这可能被市场解读为暗示下一步更可能是降息，而鹰派官员认为这一定向与当前通胀风险现实不符。

本次投票结构反映出美联储内部在触及货币政策面临供给冲击时出现的根本性分歧，出现了三种不同的政策取向：米兰倾向于即时宽松，哈马克等三人代表“鹰派收紧”派，而多数委员仍维持“以时间换空间”的中间立场。这暗示着在地缘政治冲突走向尚未明朗、美国国内经济尚存韧性的情况下，美联储内部在“抗通胀”与“稳增长”双重目标之间的政策路径分歧进一步加深，这也意味着沃什上任后，共识难以凝聚、货币政策调整的复杂度将显著上升。

4 月会议声明出现关键调整，对通胀的表述转鹰，地缘风险权重提升，美联储对当前宏观环境的“类滞涨”担忧正在加深。

本次会议声明文本调整篇幅有限，但措辞变化的方向和力度均指向了美联储对当前宏观环境的“类滞涨”担忧正在加深。声明最显著的变化之一在于对地缘政治风险表述出现升级。3 月会议声明中，美联储仅表示“中东局势演变对美国经济的影​​响尚不确定”，措辞相对克制。但本次声明则将此调整为“中东局势演变加剧了经济前景的高度不确定性”，语气明显加重，表明地缘风险在政策决策中的权重正在提升。鲍威尔在会后新闻发布会上明确表示，中东冲突带来的能源冲击是当前美国经济面临的​​最大外部风险，可能导致通胀持续偏高、增长进一步放缓。这一调整表明，美联储已将地缘政治风险纳入核心政策考量，后续政策将更注重应对外部冲击的灵活性。

在对通胀的表述方面，3 月会议声明中，美联储认为通胀“小幅偏高”，而本次会议直接上调为“显著偏高”，明确释放对通胀韧性的担忧。与此同时，声明新增一句关键表述：“通胀处于高位，部分反映了近期全球能源价格的上涨。”这隐含了两层政策意义：其一，承认通胀压力正在重新抬头；其二，“部分反映”这一措辞为未来留出解释空间——这意味着除能源冲击这类供给侧因素之外，仍存在来自需求侧的其他通胀推动因素。实际上，3 月美国整体 CPI 环比上涨 0.9%，其中汽油指数大涨 21.2%，贡献了当月整体 CPI 涨幅的近四分之三。而整体 CPI 同比回升至 3.3%，远高于 2 月的 2.4%，核心 CPI 同比也小幅攀升至 2.6%。而进入 4 月以来，原油价格仍在持续攀升，美伊外交谈判仍

未能取得实质性突破，这意味着短期内未来通胀仍面临进一步走高风险。

总体看来，美联储对当前宏观环境的“增长放缓、通胀上行”的“类滞胀”担忧正在加深，这也是其内部对政策路径从共识走向分歧的重要原因。

在会议当天早些时候，参议院银行委员投票通过了沃什的提名，预计参议院全体将紧随其后予以确认。这意味着5月15日鲍威尔任期结束后，美联储即将进入“沃什时代”。展望年内剩余的政策空间，预计美联储在6月和7月仍将维持利率不变，沃什正式就任后的首次会议（6月16至17日）将成为观察其政策风格的首个窗口。但从沃什的政策理念以及美国经济基本面发展趋势来看，我们认为年内仍具备一次降息空间。

从政策倾向上看，沃什在参议院银行委员会听证会上强调通胀治理以及美联储独立性，在当前油价、关税等短期因素冲击通胀的背景下，表明其短期内仍将以控制通胀作为主要政策目标。然而，中长期看，沃什对关键通胀指标的改革设想暗示其仍可能推动降息。与美联储传统上最为关注的通胀指标——核心PCE相比，沃什更倾向于采用“截尾均值通胀”指标，即剔除每月价格波动最极端的几个品类，以剔除掉短期通胀冲击的影响，反映更稳定的潜在通胀趋势。数据显示，2月美国达拉斯联储截尾均值通胀率仅为2.3%，而同期核心PCE同比高达2.8%。这意味着，若沃什正式采用这一指标，即便传统通胀数据仍高，他仍可能依据新指标主张潜在通胀已受控，从而为降息提供数据支撑。

此外，我们判断，受需求端制约，地缘政治因素导致的油价整体上行幅度总体可控，对美国核心通胀的传导也可能较为温和，而核心商品、住房以及其他服务分项通胀压力不大，预计下半年三季度左右，随着能源与关税的一次性影响消退，通胀将开始温和回落，为降息创造窗口条件。

从政策空间看，当前美联储政策利率水平距离其预测的长期中性利率仍有约50bp左右的下行空间，表明当前美联储政策利率依然偏紧，高利率对居民消费、企业投资的压制作仍在显现，劳动力市场仍存在进一步走弱风险。最新公布的3月非农就业数据虽阶段性修复回升，但主要体现的是罢工与严寒等短期扰动消退后的技术性回补，且尚未充分消化后续地缘冲突带来的能源价格及就业传导影响。随着特朗普移民政策收紧使得移民净流入对就业的支撑急剧衰减，后续劳动力供给大概率延续收缩，叠加企业长期与整体用工需求仍较疲软，预计劳动力市场仍将趋势性走弱，预计下半年新增非农就业后续将逐渐回落至5万人/月左右的区间，失业率也可能在二季度和三季度回升。

由此，预计沃什上任后，通胀压力下美联储在6月和7月仍将维持利率不变，但下半年通胀出现回落、劳动力市场走弱，仍能够为美联储提供实施一次降息的空间。

沃什对于美联储内部决策博弈中的影响力短板，以及其对前瞻性指引工具体系的质疑，将显著推

高未来美联储政策决策的不确定性。

我们判断，沃什任期内的最大约束并非来自政治压力，而在于美联储内部决策博弈中的影响力短板。从个人履历来看，沃什并非从美联储体系内部逐步晋升，缺乏在理事会或地方联储深耕所积累的机构权威与人脉网络。在美联储的集体决策架构下，主席仅有一票表决权，政策主张的落地高度依赖其影响力、领导力与内部共识构建能力。然而，近几次的美联储会议纪要都揭示出其内部决策，包括降息路径、终端利率以及再通胀情景下的政策应对，均存在显著分歧。这意味着，一位缺乏制度性威望的“空降”主席，短期内可能难以说服持有鹰鸽对立立场的票委形成稳定的投票联盟，其偏好的政策路径将面临高企的内部交易成本。此外，我们认为，鲍威尔继续留任美联储理事会，核心原因是确保司法诉讼彻底结束，虽鉴于其仍有投票权，以及在美联储内部的影响力，可能会给后续联储内部的利率倾向留下变数，但鲍威尔承诺“不当影子主席”和“低调行事”，其留任后大概率不会出现新旧主席明显对抗的局面。

与此同时，沃什对前瞻性指引工具体系的公开质疑，将导致未来政策能见度进一步下降。在近期的国会作证中，他明确主张废除被视为市场核心定价锚的利率点阵图，并倾向于大幅抑制央行官员的公开言论频率。从货币政策沟通理论的角度看，点阵图虽存在信号噪声，但也为市场提供了可量化的利率路径预期分布，有助于降低私人部门与央行之间的信息不对称。在当前通胀顽固、就业信号混杂的环境下，若沃什上任后取消点阵图、弱化前瞻性指引工具，叠加 FOMC 内部难以达成共识，美联储政策能见度将显著降低。市场将被迫依赖更碎片化的经济数据与官员零星表态来判断政策路断，定价过程中的不确定性溢价将显著抬升。

权利及免责声明：

本研究报告及相关信用分析数据、模型、软件、评级结果等所有内容的著作权及其他知识产权归东方金诚所有，东方金诚保留与此相关的一切权利。建议各机构及个人未经书面授权，避免对上述内容进行修改、复制、逆向工程、销售、分发、引用或任何形式的传播。

本报告中引用的标明出处的公开资料，其合法性、真实性、准确性及完整性由资料提供方 / 发布方负责。东方金诚已对该等资料进行合理审慎核查，但此过程不构成对其合法性、真实性、准确性及完整性的任何形式保证。

鉴于评级预测具有主观性和局限性，需提醒您：评级预测及基于此的结论可能与实际情况存在差异，东方金诚保留对相关内容随时修正或更新的权利。

本报告仅为投资人、发行人等授权使用方提供第三方参考意见，不构成任何决策结论或建议。建议投资者审慎使用报告内容，自行承担投资行为及结果的责任，东方金诚不对此承担责任。

本报告仅授权东方金诚指定使用者按授权方式使用，引用时需注明来源且不得篡改、歪曲或进行类似修改。未获授权的机构及人士请避免获取或使用本报告，东方金诚对未授权使用、超授权使用或非法使用等不当行为导致的后果不承担责任。