

鹰派转向超出预期，沃什领导下政策框架将迎来重构

——美联储 6 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 6 月 18 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 年以来的四次货币政策会议均按兵不动。本次决议声明大幅修改，字数删减三分之二，删除利率指引，不再重申密切关注就业和通胀两方面风险，称致力于实现价格稳定。声明重申，中东冲突导致经济高度不确定性，通胀仍处高位、部分源于能源价格上涨，经济稳步扩张、失业率基本保持不变。

会议公布的利率点阵图显示，九人预计、其中六人预计至少加两次，仅一人预计今年降息，19 人中仅沃什一人未提供利率预测，引发点阵图将被废除猜测。经济预测中，美联储下调今年 GDP 增长预期和失业率预期，上调今年 PCE 通胀和今后后年核心 PCE 通胀预期，今年 PCE 与核心 PCE 通胀分别料升至 3.6% 和 3.3%。

美联储新任主席沃什在会后记者发布会表示，委员会明确且一致地致力于实现物价稳定，实现 2% 的通胀目标。宣布成立特别工作组，其中包括审查美联储 6.7 万亿美元的资产负债表，研究货币政策是来自利率工具还是资产负债表工具。

图 1 2026 年 3 月利率点阵图

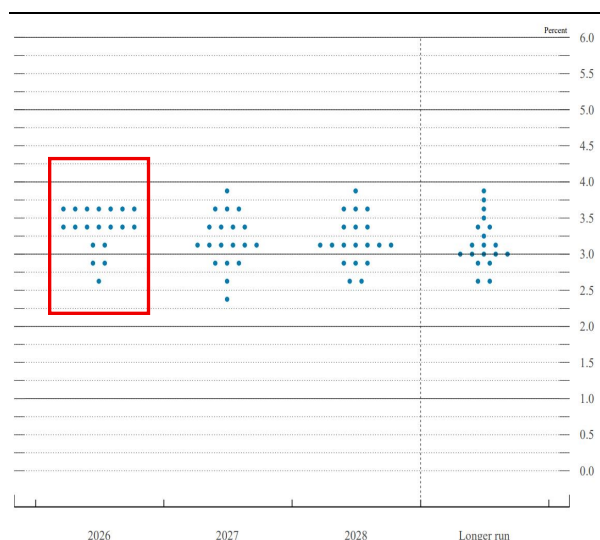
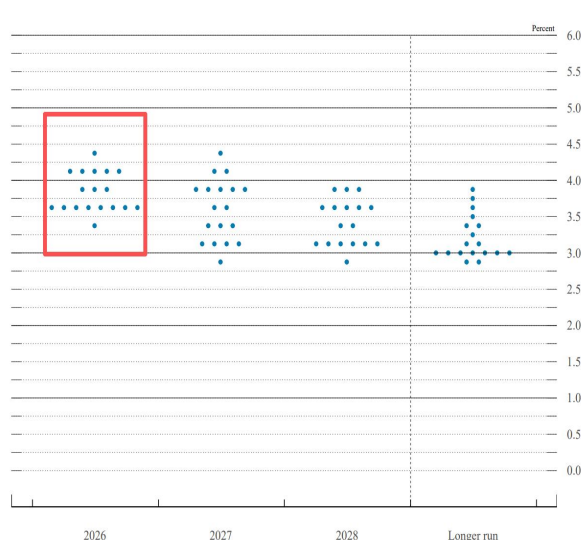


图 2 2026 年 6 月利率点阵图



对此，东方金诚解读如下：

作为新任主席沃什上任后主持的首次议息会议，本次货币政策会议的意义远超利率决策本身。政策声明大幅精简、前瞻性指引取消、点阵图半数官员支持加息、沃什本人拒绝提交利率预测，这些新转变表明美联储货币政策沟通框架将迎来深刻变革。同时，在 5 月通胀再度反弹、就业韧性超预期的背景下，本次会议彻底扭转了市场年初以来的宽松预期，政策立场从降息转向“双向风险均衡”的中性偏鹰状态。

本次会议会维持利率不变，主要基于通胀风险以及就业韧性带来的经济基本面支撑。这与近期美国宏观数据表现相匹配：一方面，在能源价格的推升下，美国 5 月 CPI 同比上涨 4.2%，较 4 月的 3.8% 明显回升，通胀仍显著高于 2% 的政策目标；另一方面，从近期就业数据看，美国 5 月新增非农就业 17.2 万人，大幅高于市场预期的 8.5 万人，失业率维持在 4.3% 的低位。这种就业韧性与高通胀的组合构成了美联储维持高利率，甚至保留加息选项的宏观基础。

本次会议最超预期的变化，一是政策沟通框架的大幅调整。美联储一致通过维持利率不变，这一决议本身完全符合市场定价——会前 CME 利率期货显示维持不变概率高达 97%。但本次政策声明的变化却远超市场预期：新版声明全文仅约 130 字，较 3 月会议的 341 字缩减超过 60%，是 19 年来最短的政策声明。最值得关注的是，声明删除了所有关于未来利率路径的前瞻性指引表述，不再提及“进一步调整利率”等暗示降息方向的措辞，仅保留对经济、就业、通胀三大基本面的事实性描述，以及“委员会将实现物价稳定”的目标性陈述。此外，最具标志性的动作是沃什本人未提交本次点阵图的个人利率预测。沃什在发布会上明确表示“提供点阵图对执行政策并没有帮助，FOMC 并不认为自己受利率预测的约束”，这与他长期以来批评点阵图误导市场的观点一致。他解释认为，僵化的前瞻性指引会束缚政策制定者的手脚，当经济数据快速变动时容易造成政策误判，当前高度不确定的宏观环境已不再适配这一工具。这一调整标志着美联储正式告别前瞻指引时代，转向纯粹的数据依赖型决策模式，市场将很难从官方措辞中预判政策方向，只能逐期跟踪经济数据来推演政策路径。

与此同时，沃什宣布成立五个专项审查工作组，分别聚焦沟通机制、资产负债表、数据来源、生产力与就业、通胀框架五大领域，计划在年底前完成对美联储整个政策沟通体系的全面评估，涵盖新闻发布会形式、点阵图机制、会议流程等各个环节。我们认为，这一改革主要是为沃什今后推动政策思路转向与制度改革做铺垫。其背后的核心逻辑是，在经济结构快速变化、地缘冲突频发、AI 技术冲击供给端的背景下，传统的精准前瞻指引既不可靠，也会限制政策灵活性。沃什强调，金融市场在对真实数据做出反应时表现最佳，而不是依赖央行的预先承诺进行“喂食”，因此美联储将放弃向市场传递预设政策路径，转而让每期决策更多依赖数据以及市场的价格发现功能。此外，通过五大工作

组的研究，沃什可以将个人政策理念转变为美联储内部讨论与议程，进一步强化自身在美联储内部的影响力。我们也注意到，资产负债表政策的评估在五大研究领域排名靠前，这意味着资产负债表调整在沃什的改革计划中占据重要位置，因此其未来推动缩表的意愿及可行性不容低估。

二是政策立场方向发生反转。去年开始美联储的政策讨论核心是“何时开始降息”，今年3月会议点阵图仍预计年内降息一次，市场普遍定价年中开启降息周期；而本次会议正式将政策立场从宽松调整为“双向均衡”——加息与降息的可能性对等，甚至加息概率在边际上升，降息选项实际上已被暂时移出政策议程，这一政策预期转向幅度超出市场此前的普遍预期。

本次会议公布的点阵图与经济预测摘要均释放了明确的鹰派信号。点阵图来看，半数官员支持年内至少有一次加息，其中1人预计累计加息75个基点、5人预计加息50个基点、3人预计加息25个基点；剩余8名官员预计年内利率维持不变，仅1名官员仍预测年内降息25个基点。与之形成鲜明对比的是，今年3月的点阵图中，多数官员仍预计年内降息一次，利率中值为3.4%。而本次点阵图对年底利率中值的预测大幅上修至3.8%，大幅抬升了40个基点。通胀预测方面，美联储显著上调今年PCE通胀预测中值至3.6%，核心PCE预测中值上调至3.3%，较3月分别上修0.8和0.6个百分点；同时将通胀回归2%目标的时间推迟至2028年，这意味着高通胀的存续周期比此前判断延长了整整一年。经济增长预测则小幅下调，2026年实际GDP增速中值由2.4%下调至2.2%，失业率预测由4.4%小幅改善至4.3%。这些预测表明，由于中东地缘政治局势的演变，美联储内部基本已形成了“通胀风险已大于增长风险”的一致判断，通胀风险也构成了未来货币政策路径的重要不确定性来源。

基于本次会议释放的信号与当前经济基本面，我们认为，基准情形下美联储将在全年维持3.50%-3.75%的利率区间不变，也就是既不降息、也不加息。

本次会议声明中强调了供应冲击下通胀高于目标，沃什在会后明确重申2%通胀目标不可动摇，强调美联储已经五年未能实现该目标，现在要着手纠正，这从根本上支撑了年内的鹰派立场。尽管近期美伊谈判出现进展、油价从高位回落，但供给端的风险溢价难以彻底消除，通胀在短期内迅速、持续回落至美联储合意水平的难度较大，从通胀角度看，美联储降息的因素并不充分。尽管沃什推崇AI提高生产力去通胀理论，并可能致力于淡化单一核心PCE、转向截尾、均值PCE等更温和通胀的观察指标，但降息至少需要看到就业数据边际走弱、失业率抬升、消费放缓、景气度下行等经济数据的明确支撑。然而从就业、消费等经济数据观察，下半年出现快速恶化风险、触发降息必要性的可能性同样较小。不过，如果油价未来出现回落，美国经济的周期性部门继续表现趋弱，不能排除后续仍有降息的空间。

同时，我们认为年内实施加息的可能性同样不大。近期美伊已签署谅解备忘录，霍尔木茨海峡有望在一个月左右恢复通航，这意味着此前推动通胀反弹的核心地缘冲突因素将快速消退，对通胀的冲击已经见顶，近期国际油价已基本回落至冲突前 80 美元以下的水平，这将有助于推动通胀下行。此外，从通胀数据结构看，核心通胀，包括房租等权重高、粘性强的价格仍处于缓慢回落通道，商品端和部分服务价格压力也并未同步扩散，考虑到前期关税冲击高峰已过，后期价格上涨的压力不大。从经济基本面来看，需求对通胀的支撑不足：虽然零售销售、消费等数据总体呈现出较强的韧性，但背后仍存在下行隐忧。实际工资下滑、储蓄率走低，显示消费者维持当前支出节奏的空间正在收窄；低收入家庭在油价冲击下承压尤为突出，消费结构的 K 型分化持续加剧，而下半年前期“大而美”法案带来的财政支撑消退也将进一步抑制消费增长，这意味着内需无法支撑通胀再度大幅抬升。因此，下半年只要地缘政治不再出现大的反复，美联储缺乏加息的必要性与紧迫性，下半年更大概率是维持利率在高位观望，等待更多数据确认通胀走势。

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。