

2026 年 06 月 18 日



华鑫证券
CHINA FORTUNE SECURITIES

6 月

—策略点评报告

事件

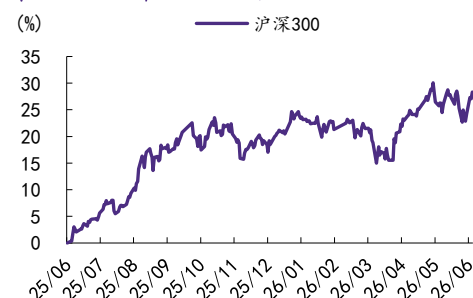
分析师：孙航 S1050525050001

sunhang@cfsc.com.cn

分析师：杨芹芹 S1050523040001

yangqq@cfsc.com.cn

最近一年大盘表现



资料来源：Wind，华鑫证券研究

相关研究

1、《3 月

场定价不降息》2026-03-19

2、《政策定调提质增效，助力 2026 年 A 股盈利驱动行情》2025-12-15

3、《三大利好齐发，政策护航 2026 年 A 股牛市》2025-12-09

投资要点

■ 联储态度转鹰，放弃降息措辞

利率维持不变，声明文本大幅精简，取消了公布票委投票情况的惯例，删除了暗示未来可能降息的措辞，正式宣告放弃前瞻性指引。大幅上调了今年的 PCE 与核心 PCE 通胀预期，以及未来三年的利率中值。同时小幅下调了 GDP 与失业率预期。沃什宣布新设五个领域的货币政策工作组，预计于年底前完成对沟通方式的全面审查。

■ 重心重回通胀

上调通胀、下调失业率与下调 GDP 的组合，意味着联储的货币政策逻辑发生了改变：

1. 告别二选一的平衡陷阱：过去联储常在充分就业和物价稳定之间进行权衡。沃什明确指出当前劳动力市场供需同步增长且保持稳定，不需要在两者之间进行二选一。这意味着，只要就业市场不出现断崖式下跌，联储就不会为了维持经济增速而向通胀妥协。
2. 进一步偏离 2% 的预期：联储上调今年 PCE 预期并调高未来三年利率中值，反映出官员们意识到通胀粘性远超预期。在面对已经连续五年无法达成通胀目标的既定事实下，联储当前的执政合法性被迫绑定在抗通胀的决心上。
3. 点阵图大幅转鹰：半数官员开始考虑年内加息，表明联储的政策重心已经彻底完成了从何时降息到是否需要再加息的转移，为后续利率的进一步冲高打开空间。。

■ 沃什首秀：低透明非传统且尚未分裂的联储

1. 降低透明度：精简声明、取消票委投票细节公开、放弃前瞻性指引，这些举措实质上是在主动削减联储与市场之间的透明度。沃什试图通过降低透明度来重立央行相机抉择的权威。
2. 对传统数据框架的反驳：沃什将现有的政府经济数据贬低为历史的回声，指出其频频大幅修正的弊端。他推崇金融市

场价格和民间私营实时数据。这一权力的转移意味着市场原有的宏观推演逻辑面临系统性失效。

3. 尚未分裂的联储：尽管点阵图显示内部官员对是否加息存在分歧，但最终维持利率不动的决议获得全票通过，结合年底前将完成的沟通机制大洗牌和新设的五个工作组，显示出沃什正在通过重塑机制来强化内部集权。

市场目前已开始定价 10 月加息，未来政策路径的博弈核心在于：究竟是应该看穿短期的通胀压力、博弈第三季度的需求破坏与衰退；还是应该看穿短期的衰退恐慌、博弈长期结构性的通胀压力？从沃什表露的政策哲学来看，联储当前显然倾向于后者：愿意容忍短期需求破坏带来的放缓以换取通胀的回落，这意味着单纯依靠传统非农数据的冰封来倒逼联储转向的概率在降低。

■ 资产展望：

1. 美债：短端依然是有性价比的现金产品，长端美债在增长放缓预期与长期通胀风险溢价的拉锯下，同样难以大幅下行，整体美债维持高收益率震荡格局。

2. 黄金：短期遭遇剧烈冲击。在沃什强力压制通胀的宏观叙事和实际利率反弹的背景下，黄金短期将持续承压。但中长期来看，沃什新政带来的联储机制波动性上升，以及长期去美元化背景下的尾部风险，将为黄金提供深跌后的战略防御价值。

3. 美股：承受双重挤压。一方面，美国空多比本身尚未释放完毕；另一方面，加息预期的重启以及联储不确定性的增加都会加大美股的压力，短期依然偏防御。

4. 日元：随着美国加息概率的再度抬升，美日利差面临被动拉大的风险。在美元指数受鹰派政策支撑全面走强的背景下，若日本央行未能同步展现出超预期的鹰派决断，日元将面临新一轮的阶段性贬值压力。。

■ 风险提示

地缘政治风险反复，联储货币政策急转。

正文目录

事件：4

评论：4

1、 沃什新政下的加息重启4

 1.1、 联储态度转鹰，放弃降息措辞4

 1.2、 重心重回通胀4

 1.3、 沃什首秀：低透明非传统且尚未分裂的联储6

 1.4、 资产展望：6

2、 风险提示7

图表目录

图表 1： 6 月联储上修通胀和利率预期，下修失业率 5

图表 2： 点阵图也变得更为鹰派 5

图表 3： CME 显示市场开始预期今年的加息落地 6

图表 4： 日元空头仓位维持历史新高的位置 7

事件：

北京时间 2026 年 6 月 18 日凌晨，美联储公布了 6 月货币政策决议，维持当前利率不变，并发布了二季度的预测和点阵图，上调了通胀和利率预期，下修了失业率预期。

评论：

1、 沃什新政下的加息重启

1.1、 联储态度转鹰，放弃降息措辞

利率维持不变，声明文本大幅精简，取消了公布票委投票情况的惯例，删除了暗示未来可能降息的措辞，正式宣告放弃前瞻性指引。大幅上调了今年的 PCE 与核心 PCE 通胀预期，以及未来三年的利率中值。同时小幅下调了 GDP 与失业率预期。沃什宣布新设五个领域的货币政策工作组，预计于年底前完成对沟通方式的全面审查。

1.2、 重心重回通胀

上调通胀、下调失业率与下调 GDP 的组合，意味着联储的货币政策逻辑发生了改变：

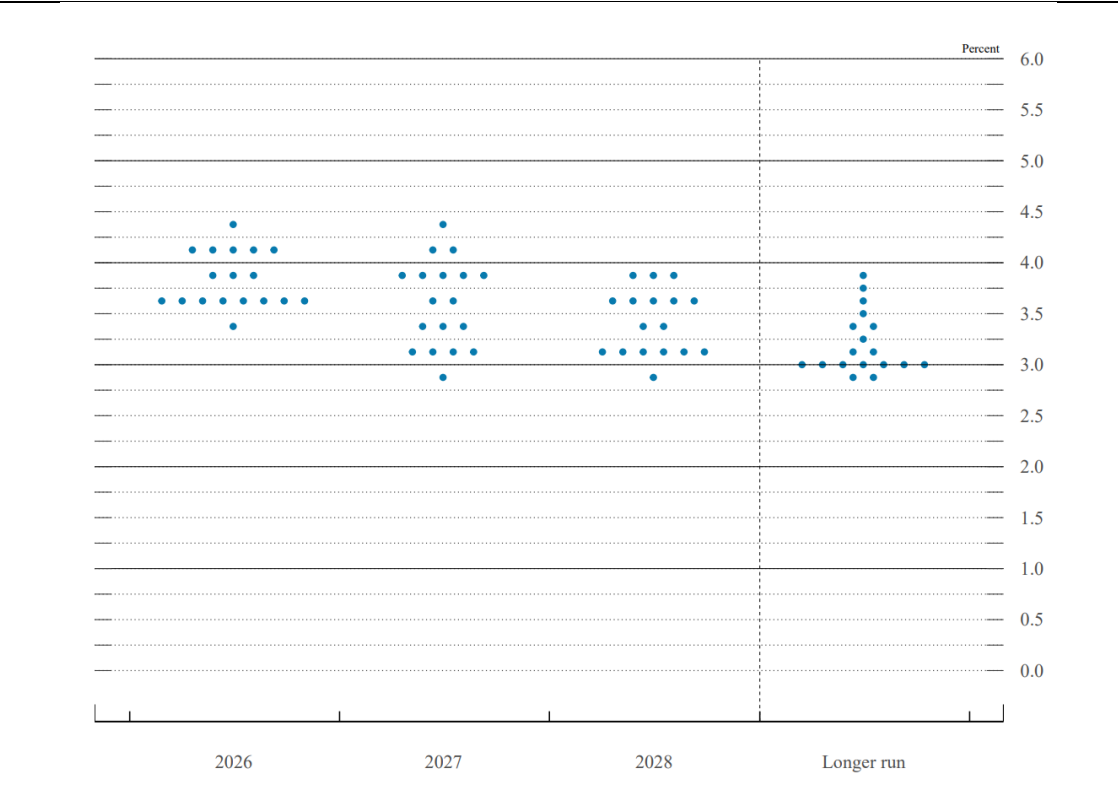
1. 告别二选一的平衡陷阱：过去联储常在充分就业和物价稳定之间进行权衡。沃什明确指出当前劳动力市场供需同步增长且保持稳定，不需要在两者之间进行二选一。这意味着，只要就业市场不出现断崖式下跌，联储就不会为了维持经济增速而向通胀妥协。
2. 进一步偏离 2% 的预期：联储上调今年 PCE 预期并调高未来三年利率中值，反映出官员们意识到通胀粘性远超预期。在面对已经连续五年无法达成通胀目标的既定事实下，联储当前的执政合法性被迫绑定在抗通胀的决心上。
3. 点阵图大幅转鹰：半数官员开始考虑年内加息，表明联储的政策重心已经彻底完成了从何时降息到是否需要再加息的转移，为后续利率的进一步冲高打开空间。

图表 1：6 月联储上修通胀和利率预期，下修失业率

Variable	Median ¹			
	2026	2027	2028	Longer run
Change in real GDP	2.2	2.3	2.2	2.0
March projection	2.4	2.3	2.1	2.0
Unemployment rate	4.3	4.3	4.2	4.2
March projection	4.4	4.3	4.2	4.2
PCE inflation	3.6	2.3	2.0	2.0
March projection	2.7	2.2	2.0	2.0
Core PCE inflation ⁴	3.3	2.5	2.1	
March projection	2.7	2.2	2.0	
Memo: Projected appropriate policy path				
Federal funds rate	3.8	3.6	3.4	3.1
March projection	3.4	3.1	3.1	3.1

资料来源：

图表 2：点阵图也变得更为鹰派



资料来源：

图表 3：CME 显示市场开始预期今年的加息落地

	CME FEDWATCH TOOL - CONDITIONAL MEETING PROBABILITIES								
MEETING DATE	275-300	300-325	325-350	350-375	375-400	400-425	425-450	450-475	475-500
29/07/2026	0.0%	0.0%	0.0%	70.1%	29.9%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
16/09/2026	0.0%	0.0%	0.0%	43.7%	45.0%	11.2%	0.0%	0.0%	0.0%
28/10/2026	0.0%	0.0%	11.6%	44.1%	36.0%	8.3%	0.0%	0.0%	0.0%
9/12/2026	0.0%	0.0%	1.4%	15.5%	43.1%	32.7%	7.3%	0.0%	0.0%
27/01/2027	0.0%	0.0%	1.2%	13.3%	38.7%	34.4%	11.3%	1.2%	0.0%
17/03/2027	0.0%	0.0%	0.7%	8.5%	28.6%	36.1%	20.5%	5.2%	0.5%
28/04/2027	0.0%	0.1%	1.5%	10.4%	29.3%	34.6%	19.0%	4.7%	0.4%
9/06/2027	0.0%	0.1%	1.4%	9.7%	27.9%	34.2%	20.2%	5.8%	0.8%
28/07/2027	0.1%	1.1%	8.0%	24.2%	32.9%	23.0%	8.8%	1.8%	0.2%
15/09/2027	0.0%	0.6%	4.5%	16.0%	28.5%	28.1%	16.0%	5.3%	1.0%
27/10/2027	0.1%	1.1%	6.2%	17.8%	28.4%	26.3%	14.4%	4.7%	0.9%
8/12/2027	0.2%	1.7%	7.5%	19.0%	28.2%	25.0%	13.4%	4.3%	0.8%

资料来源：CME，华鑫证券研究

1.3、沃什首秀：低透明非传统且尚未分裂的联储

1. 降低透明度：精简声明、取消票委投票细节公开、放弃前瞻性指引，这些举措实质上是在主动削减联储与市场之间的透明度。沃什试图通过降低透明度来重立央行相机抉择的权威。

2. 对传统数据框架的反驳：沃什将现有的政府经济数据贬低为历史的回声，指出其频繁大幅修正的弊端。他推崇金融市场价格和民间私营实时数据。这一权力的转移意味着市场原有的宏观推演逻辑面临系统性失效。

3. 尚未分裂的联储：尽管点阵图显示内部官员对是否加息存在分歧，但最终维持利率不动的决议获得全票通过，结合年底前将完成的沟通机制大洗牌和新设的五个工作组，显示出沃什正在通过重塑机制来强化内部集权。

市场目前已开始定价 10 月加息，未来政策路径的博弈核心在于：究竟是应该看穿短期的通胀压力、博弈三季度的需求破坏与衰退；还是应该看穿短期的衰退恐慌、博弈长期结构性的通胀压力？从沃什表露的政策哲学来看，联储当前显然倾向于后者：愿意容忍短期需求破坏带来的放缓以换取通胀的回落，这意味着单纯依靠传统非农数据的冰封来倒逼联储转向的概率在降低。

1.4、资产展望：

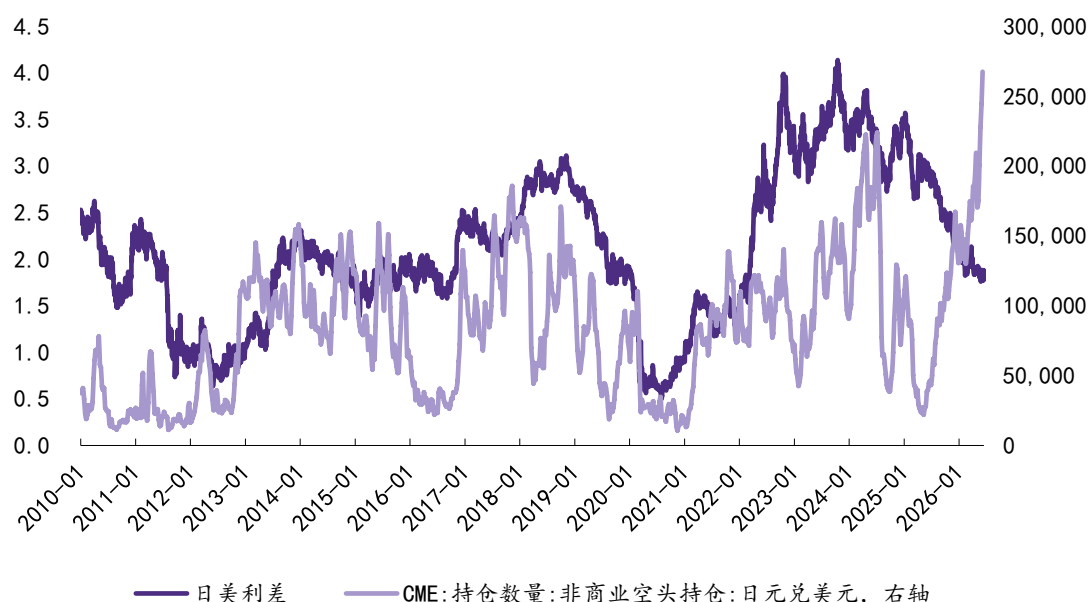
1. 美债：短端依然是有性价比的现金产品，长端美债在增长放缓预期与长期通胀风险溢价的拉锯下，同样难以大幅下行，整体美债维持高收益率震荡格局。

2. 黄金：短期遭遇剧烈冲击。在沃什强力压制通胀的宏观叙事和实际利率反弹的背景下，黄金短期将持续承压。但中长期来看，沃什新政带来的联储机制波动性上升，以及长期去美元化背景下的尾部风险，将为黄金提供深跌后的战略防御价值。

3. 美股：承受双重挤压。一方面，美国空多比本身尚未释放完毕；另一方面，加息预期的重启以及联储不确定性的增加都会加大美股的压力，短期依然偏防御。

4. 日元：随着美国加息概率的再度抬升，美日利差面临被动拉大的风险。在美元指数受鹰派政策支撑全面走强的背景下，若日本央行未能同步展现出超预期的鹰派决断，日元将面临新一轮的阶段性贬值压力。

图表 4：日元空头仓位维持历史新高的位置



资料来源：Wind，华鑫证券研究

2、风险提示

- (1) 地缘政治风险反复
- (2) 联储货币政策急转

宏观策略组介绍

杨芹芹：经济学硕士，8 年宏观策略研究经验。曾任如是金融研究院研究总监、民生证券研究员，兼任 CCTV 新闻和财经频道、中央国际广播电台等特约评论，多次受邀为财政部等政府机构和金融机构提供研究咨询，参与多项重大委托课题研究。2021 年 11 月加盟华鑫证券研究所，研究内容涵盖海内外经济形势研判、政策解读与大类资产配置(宏观)、产业政策与行业配置(中观)、全球资金流动追踪与市场风格判断(微观)，全方位挖掘市场机会。

孙航：3 年宏观策略研究经验，从事海外宏观和大类资产的配置研究。金融硕士，2022 年 5 月入职华鑫研究所。

卫正：宏观策略组组长，金融硕士，2024 年 8 月入职华鑫证券研究所。

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

证券投资评级说明

股票投资评级说明：

	投资建议	预测个股相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	买入	> 20%
2	增持	10% — 20%
3	中性	-10% — 10%
4	卖出	< -10%

行业投资评级说明：

	投资建议	行业指数相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	推荐	> 10%
2	中性	-10% — 10%
3	回避	< -10%

以报告日后的 12 个月内，预测个股或行业指数相对于相关证券市场主要指数的涨跌幅为标准。

相关证券市场代表性指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以道琼斯指数为基准。

■ 免责声明

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究部门及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。华鑫证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。