

# 关注通胀，沃什鹰中略带鸽派

## ——6月美国 FOMC 点评

2026年6月21日

宏观经济

事件点评

分析师

康明怡 电话：021-25102911 邮箱：kangmy@dxzq.net.cn

执业证书编号：S1480519090001

事件：

美联储维持政策利率水平在 3.5~3.75%。

主要观点：

- 1、 美联储评估当前经济状态稳健，就业市场有所回升，强调将实现价格稳定。
- 2、 沃什鹰派体现在对通胀的关注，略带鸽派体现在认为当前政策利率限制性不均衡。其风格较为稳健，显现出平稳过渡，但坚定改进的态度。
- 3、 我们认为只要能源通胀没有出现扩散现象，不加息仍是基准情景。
- 4、 五项研究工作落脚点均与通胀有关，美联储将更加注重数据的即时性，缩表大概率会落地。
- 5、 沃什重申通胀是一种选择，由货币政策决定；他建议市场更关注数据本身，而非对美联储基于数据可能的行动做出反应。

### 一、美联储观点

**美联储评估当前经济状态稳健，劳动力市场有所回升，通胀风险仍存，委员会将实现价格稳定。**尽管中东冲突在一定程度上（in part）加剧了不确定性，但经济活动仍在稳健扩张（solid pace），生产率增长与资本投资表现强劲（strong）。就业增长与劳动力规模扩张保持同步，失业率基本持平。通胀水平相对于委员会 2% 的目标仍处于高位，部分原因是供给冲击推高了包括能源在内的部分行业价格。委员会将实现物价稳定。委员会重申维持银行体系充足准备金的政策。本次会议 19 位委员均未支持紧缩政策。此外，SEP 下调年内经济增长至 2%（前值 2.2%）和失业率 4.3%（前值 4.4%），上调通胀至 3.6%（前值 2.7%）。

### 二、沃什观点

**1、通胀：**记者会中沃什对通胀更为关注，但并不激进，多次用“价格稳定”代替“通胀”。通胀是整场记者会着墨最多的部分。他表示 FOMC 全体一致、态度明确，将实现物价稳定。在重新确立实现 2% 目标的能力与承诺前，不审议 2% 目标本身。当前通胀高于 2% 目标已超过 5 年，物价高企是美国民众的切实负担。理念上，他指出美联储在年初的报告中承认了**通胀主要由货币政策决定，他个人认为通胀是一种选择**。美联储无法直接影响石油、鸡蛋等特定商品价格，其职责是**确保价格变动不会在经济中扩散，不引发二阶、三阶连锁效应**。他不认为“通胀与就业二选一”是两难选择，认为**强劲增长、低物价、充分就业可以相互兼容**。经济应拥抱而非畏惧生产率驱动的强劲增长，而非视为通胀风险。

**2、政策利率：**沃什认为当前政策利率的限制性作用不均衡（uneven）。政策利率对房地产领域有一定紧缩效果，但难言对金融市场有类似效果。他认为这种不均衡性可能源于货币政策传导机制（利率工具和资产负债表工具）的差异，资产负债表专项工作组将深入研究该问题。他对当前政策利率水平的高低没有直接评价。

**3、数据：**传统数据过时，需要注重即时数据。传统调查式统计已不适配 2026 年经济：调查问卷回复率低、问题过时，国民账户体系与 2026 年当下经济结构不太匹配。现有数据多为“历史的回声”，需要多次修正，误差范围大，无法满足实时决策需求。他认为美联储的数据理念需要更新，**转向实时数据**：“我们关注当下正在发生的事，而非历史的回声”，而不是简单的关注核心还是非核心数据。他以私营企业为例，私营企业 CEO 更关注的实时信息对决策更有价值。美联储将对官方统计数据进行评估优化建议，并反馈给相关统计部门。

**4、美联储沟通方式：取消前瞻性指引。**委员一致认为前瞻性指引并不适用于当前的政策环境。沃什认为点阵图不具备约束力，委员提交时秉持灵活态度，不会认为六周甚至六天后还会受当前预测约束（这一点与上任主席观点一致）。他本人未提交点阵图预测。他认为政策的实际效果比口头表述更重要，关注实际发生的情况而非声明内容。他希望在没有前瞻指引的背景下，市场基于数据的好坏反应，而不是根据美联储对数据的态度进行反应。金融市场价格是央行最重要的信息来源，避免市场只反馈央行表态形成信息闭环。

### 三、五项工作组

记者会中，沃什简单介绍了五项工作组的内容，工作目标与其上任前言行一致，未来几周将会公开细节。总体来说，五项工作最终的落脚点均为通胀，增强货币政策的有效性。

**第一个工作组为美联储沟通机制。**自去年夏天以来，美联储就沟通机制的形式与功能优化已展开了讨论。2026 年底将对全沟通体系（政策声明、新闻发布会、点阵图、会议纪要、文字记录等）进行全面评估，预计将推出全新的沟通框架。

**第二个工作组为资产负债表政策工作组。**该工作组将评估当前充足准备金制度的收益与风险，以及美联储资产负债表的构成结构。该工作组还将研究评估适用于货币政策制定与执行的各类替代框架。

**第三个工作组为数据工作组。**该工作组将评估各类新型信息来源，研究优化数据采集的方法论改进方案，目标是为政策制定者提供更准确、更具相关性、更具时效性，且最为核心的是可直接用于决策的经济运行状态信息。

**第四个工作组为生产率与就业工作组。**该工作组将调研包括人工智能在内的新型通用技术的发展速度、覆盖范围与经济影响，并探究其对美联储落实就业与通胀双重法定职责的政策启示。

**最后一个工作组为通胀治理框架工作组。**该工作组将深入研究通胀的核心驱动因素，回归货币政策第一性原理，全面评估在动态变化的经济环境中实现物价稳定的各类可行思路。

### 四、点评

沃什更关注通胀，整体是鹰中略带鸽派。控制通胀是为了更好的经济增长。他不认为就业和通胀在当下是两难的选择，同时又承认当前利率水平对部分市场是限制性的，但对金融市场显然不是。他认为**强劲增长、低物价、充分就业可以相互兼容**。我们认为除非能源通胀出现扩散现象（当前并没有），美联储不会选择加息。随着美伊进入实质性谈判，60 天内对伊朗石油全面解禁，六周以后的通胀数据大概率有所回落，我们认为短期内维持当前利率是合理的选择，即基准情景仍是不加息。但其对通胀的重视，包括特朗普随后对不介意加息的声明，均会让市场产生类似加息的效果。

另一方面，沃什略微表现出对缩表倾向。这不仅体现在对当前政策利率的限制性是不均衡的观点以及成立资产负债表研究工作组，在美联储 FOMC 会议公告中也体现了这一点，在公开市场操作描述部分增加了“适当”一词。

**整体而言，沃什首次亮相显现出的风格是平稳过渡，但坚定改进。**随着前瞻指引的取消，市场或将如沃什所希望那样，更加关注数据本身而不是美联储展现的态度。当前经济衰退概率较小，即使有利率的微调对资本市场也不会产生决定性影响，我们对资本市场仍然是中性略偏积极。相对政策利率的变化，建议关注接下来几周至秋季美联储关于缩表的研究。

**风险提示：**美国通胀超预期。

**表1：近两次 FOMC 会议公告**

	2026 年 4 月 29 日	2026 年 6 月 17 日	备注
经济增长判断	economic activity has been expanding at a solid pace.	Economic activity is expanding at a solid pace despite elevated uncertainty that owes, in part, to the conflict in the Middle East. Productivity growth and capital investment are strong.	经济稳健表述没有变化新增 "生产率增长与资本投资表现强劲" 的正面判断。
不确定性表述	Developments in the Middle East are contributing to a high level of uncertainty about the economic outlook. (独立成句作为风险提示)	despite elevated uncertainty that owes, in part, to the conflict in the Middle East (作为经济增长的前提状语)	从单独的风险警示段落，变为经济扩张的背景条件，弱化了不确定性的负面权重
就业市场评估	Job gains have remained low, on average, and the unemployment rate has been little changed in recent months.	Job gains have kept pace with the workforce, and the unemployment rate has changed little.	删除 "就业增长平均水平偏低" 的负面表述，改为 "就业增长与劳动力规模扩张保持同步" 的中性偏正面判断
通胀表述	Inflation is elevated, in part reflecting the recent increase in global energy prices.	Inflation remains elevated relative to the Committee's 2 percent goal, in part reflecting supply shocks that have driven price increases in certain sectors, including energy.	1. 明确锚定 "2% 通胀目标" 作为参照基准 2. 通胀成因从 "全球能源价格上涨" 扩展为 "供给冲击推高包括能源在内的多行业价格"
政策承诺	The Committee is strongly committed to supporting maximum employment and returning inflation to its 2 percent objective.	The Committee will deliver price stability.	表述大幅精简，从双重目标的完整承诺，变为直接、坚定的 "实现物价稳定" 单一承诺
准备金政策	无单独表述	The Committee reaffirmed its policy of maintaining ample reserves in the banking system.	6 月新增专门段落，明确重申维持银行体系充足准备金的长期政策
投票结果	8 票赞成、4 票反对 (1 人要求降息 25bp, 3 人反对加入宽松倾向)	12 票全票一致通过	内部分歧完全消除，货币政策立场达成全员共识
公开市场操作灵活性	Increase the System Open Market Account holdings of securities... (直接要求增持)	When appropriate, increase the System Open Market Account holdings of securities...	新增 "When appropriate" 限定词
未来政策指引	完整段落说明：将谨慎评估数据、前景与风险平衡，准备适时调整政策立场	完全删除所有关于未来政策调整时机、数据评估框架的详细指引	6 月声明大幅精简，移除了所有前瞻性政策指引内容

资料来源：美联储，东兴证券研究所

**表2：五大工作组内容和目标**

任务核心内容	工作目标	
美联储沟通机制优化	1. 梳理美联储沟通的现有形式与功能 2. 重点优化《经济预测摘要 (SEP)》等核心沟通工具 3. 摒弃不适配当前环境的传统表述	提出经过充分论证的沟通机制改革方案，提升政策透明度与沟通效率，让政策信号传递更清晰、更精准
资产负债表	1. 全面评估当前「充足准备金制度」的收益与潜在风险	厘清不同货币政策操作框架的优劣，为资产负债表管

任务核心内容	工作目标
政策评估 2. 审查美联储资产负债表的构成结构 3. 研究货币政策执行与操作的替代框架	与准备金制度优化提供可行方案
经济数据源与方法论升级 1. 评估新型信息来源的应用价值 2. 研究改进现有数据采集的方法论	为政策制定者提供更准确、更贴合实际、更具时效性，最核心是可直接用于决策的经济运行数据
变革时代的生产率与就业研究 1. 调研人工智能等通用型新技术的发展速度、覆盖范围与经济影响 2. 探究技术变革对就业市场的传导效应	厘清技术变革对就业、通胀的影响逻辑，为美联储在新经济形态下落实双重 mandate（充分就业 + 物价稳定）提供理论支撑
通胀治理框架重构 1. 深入研究通胀的核心驱动因素 2. 回归货币政策第一性原理 3. 全面梳理不同通胀治理思路的适用性	构建适配变化中经济环境的通胀治理体系，为持续实现物价稳定目标提供系统性解决方案

资料来源：美联储，东兴证券研究所

## 相关报告汇总

报告类型	标题	日期
宏观普通报告	能源通胀仍未扩散—美国 5 月 CPI 数据点评	2026-06-14
宏观普通报告	原油引发的通胀外溢性尚未显现—美国 4 月 CPI 数据点评	2026-05-14
宏观普通报告	政策持续稳定，注重内生动力—4 月政治局会议点评	2026-04-30
宏观普通报告	油价系统性风险下降—美伊停火点评	2026-04-09
宏观普通报告	非农就业表明降息必要性仍存—2 月美国非农数据点评	2026-03-10
宏观深度报告	合理的经济增速目标，提升对经济质的要求—2026 年政府工作报告点评	2026-03-05
宏观普通报告	资源品价格脉冲效应，美债恢复避险功能—美伊冲突点评	2026-03-02
宏观普通报告	商品通胀减缓，年内仍存降息空间—美国 1 月 CPI 数据点评	2026-02-27
宏观普通报告	非农略有好转，可延后但不足以阻止降息—1 月美国非农数据点评	2026-02-27
宏观深度报告	美国 AI 投资拉动内需，货币财政双宽托底—2026 年海外宏观展望	2025-12-24

资料来源：东兴证券研究所

## 分析师简介

---

### 康明怡

经济学博士。分别就读于武汉大学、清华大学和明尼苏达大学，博士期间曾在明尼苏达大学、美联储明尼阿波利斯分行从事多年教学和访问工作。2010 年开始执教于复旦大学经济学院 985 平台，上海浦江人才计划项目。2017 年加入东兴证券研究所。

## 分析师承诺

---

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

## 风险提示

---

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

## 免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及报告作者在自身所知情的范围内，与本报告所评价或推荐的证券或投资标的的存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和法律责任。

## 行业评级体系

公司投资评级（A股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数）：  
以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（A股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数）：  
以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

## 东兴证券研究所

北京	上海	深圳
西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 16 层	虹口区杨树浦路 248 号瑞丰国际大厦 23 层	福田区益田路 6009 号新世界中心 46F
邮编：100033	邮编：200082	邮编：518038
电话：010-66554070	电话：021-25102800	电话：0755-83239601
传真：010-66554008	传真：021-25102881	传真：0755-23824526