

宏观策略报告

超预期鹰派的美联储，被低估的沃什

分析师

张楠

CE No.BFE323

852-3762 9785

Nathan.n.zhang@pingan.com

核心观点

北京时间6月18日凌晨沃什首次主持美联储议息会议，整体表态超预期鹰派，美股、黄金随即大幅下跌。但笔者认为，沃什此番表态并非纯粹强硬，而是借此次会议布局，推进美联储货币政策体系改革，取得引导市场预期的主导权。市场对加息的担忧短期内还会维持，但笔者认为美联储最终加息的概率有限，而点阵图反映部分票委认为的2次或3次加息发生的可能性极低。如果通胀和就业数据在三季度末出现走弱，沃什在四季度可能再度推动降息的讨论。

美联储独立性的加强，美伊冲突缓和，有利于稳定通胀预期，长端美债利率水平受控，美元指数走强，非美国国家有机会增加美债配置需求，对于阶段性缓和美国债务问题有积极作用，这可能也是当前美国政府当局支持美联储独立性的重要原因。“美元贬值交易”阶段性逆转，短期内黄金预计表现不佳，长期配置价值需要等美联储货币政策再度宽松转向才能再次突显。

一、超预期的鹰派

本次美联储会议主要从两个角度展现超预期的鹰派。首先是点阵图大幅变鹰，18位委员中9位支持2026年内加息，其中6位更认为要加息2次或以上，从上次美联储会议只有3位委员不同意声明保留降息倾向，到本次会议多达9人认同加息，美联储官员的态度转变之快远超市场预期。而沃什在发布会问答上并没有为点阵图全面转鹰进行更多的解释或辩护，让整个议息会议的鹰派气氛更为浓厚。如果是鲍威尔主持的发布会很可能会通过解释本次经济预测（SEP）的长期通胀预期并没有上行，来降低点阵图的鹰派冲击。沃什在发布会上甚至进一步强调“致力于实现价格稳定”，淡化就业通胀双目标表述，上一次美联储强调通胀单一目标的时候是2022年，随后美联储进行了加速加息。本次美联储会议全面转鹰的根源在于近三个月就业和通胀数据的全面走强。去年四季度美联储曾因为担忧就业市场的恶化风险而再度进行预防性降息，但随着就业数据超预期走强，以及由于人口结构的变化，维持失业率稳定所要求的就业岗位数量减少，美联储官员不再认为需要采取措施来刺激就业市场，本次会议沃什也只是强

调了通胀目标，而没有提及充分就业的目标。2 月底中东冲突升级以来，油价大幅上涨显著提高了整体通胀（Headline CPI），美联储通胀目标核心 PCE 持续高于 2% 目标。美联储官员一般提前数天到一周进行内部讨论以制定参加议息会议时的利率投票及经济数据预测，而在他们准备之时，美伊谈判进展依旧反复，美国总统特朗普还曾一度威胁要重启对伊朗的军事行动以施压推进谈判进展。因此本次美联储官员在点阵图上的投票，可能反映了他们对美伊冲突再度升级的尾部风险的表达，而同时公布的经济数据预测（SEP）并没有反映美联储官员对于未来通胀预测和长期利率预测的变化，说明他们也没有认为当前“过热”经济数据会持续，从而引起新一轮的连续加息周期。

二、“以退为进”的智慧

当前美联储深陷多重政策困境：通胀水平居高不下，特朗普持续施压要求降息，美联储委员会内部观点分歧严重，美国经济呈现明显“K 型分化”，AI 产业火热但传统行业受高通胀、居民实际购买力下滑拖累陷入停滞。若立刻收紧货币，传统行业与中低收入群体承压加剧；若维持宽松，资金将持续扎堆半导体、AI 赛道，加剧结构失衡。

沃什过往对美联储机制的批评与改革主张争议颇多，此前特朗普持续攻击美联储，市场对于他提名的美联储主席能否采取合理的货币政策持怀疑态度。沃什上任后并未直接推行激进方案，而是设立五大专项工作组，分别负责审视美联储沟通机制、资产负债表政策、经济数据数据源、变革时代下生产率与就业、通胀框架五大议题。设立工作组有两层作用：一是缓冲当下棘手政策问题，暂缓给出明确答案；二是在委员会内部凝聚共识，提升全员参与度，为后续政策框架优化铺路。

这套“以退为进”的操作，既能看出他深谙美联储内部运作规则，也体现其推进改革的耐心与长远布局。由于沃什在工作组的人员安排有较大自主权，安排外部人员加入工作组也可以更好突破美联储内部官僚和观点，从而“引导”工作组研究结论向着他的想法演绎。

沃什核心诉求并非单次会议鹰鸽表态，而是重塑美联储架构、掌握更大政策主导权。发布会中他并未提交个人利率点阵预测，还直言点阵预测可随意涂改，足以体现他对点阵图、前瞻指引现有沟通工具的不认同，未来存在废除相关机制的可能。

沃什首秀超预期的守住央行独立性，稳定通胀预期仍是美联储核心目标。表面看来和特朗普一直强调的降息诉求相悖，但在美国债务压力处于历史高位的背景下，沃什上周的举措让美元指数重新走强，稳住长期通胀预期则有利于长端国债利率稳住，这有利于阶段性缓和美国债务压力。加上特朗普积极让步下实现了美伊阶段性停火，原油价格下跌还可以缓和欧洲和日本进一步加息的压力，这也有利于鼓励海外资金重

新关注美国长债的配置价值。

三、过度定价的加息预期

加息预期近期显著上升，但未来走向仍取决于经济数据。沃什虽然强调优先关注通胀目标，但由于美伊冲突的缓和推动油价下跌，未来数月通胀大概率先冲高再逐步回落，工作组其中一个方向是研究新的跟踪通胀的指标，沃什主推的截尾通胀指标持续低于传统核心通胀，工作组也可能引用其他更为高频的通胀指标反映通胀未来虽然维持高位，但即将见顶回落的趋势。上月非农就业数据大幅超预期也是推动加息预期上升的数据，但当时可能有假期统计误差的而高估了就业人数问题，还有近期美国举办世界杯增加雇佣的影响，但世界杯对雇佣增加的效应主要集中在 6 月，此后临时雇佣会减少，非农就业岗位可能会因此逐步减少。另外近几年每年夏末均出现就业季节性减少的迹象，如果今年再度发生，我们可能会在夏末看到世界杯雇佣减少，叠加就业季节性减少。如果届时出现通胀见顶回落，加上就业数据走弱，市场的加息预期将显著回落。

AI 如何提升生产效率也是工作组的重点研究方向。1996 年，时任美联储主席的格林斯潘曾以信息技术革命正在系统性地提升美国的劳动生产率为主要论点，顶住同事的加息压力，坚持维持利率不变。当年经济增速较高，失业率下行，整体通胀依然上升，但核心通胀有所下降，按照传统观点应该加息，但格林斯潘前瞻性的看到信息技术革命降低通胀的作用。沃什在此前沟通也多次强调 AI 发展对生产效率提升的作用，他在就职演讲也提到要以格林斯潘作为榜样，如果未来工作组得出结论 AI 也有效提高生产效率，并会降低通胀压力，可能会为沃什未来推动降息提供论据。

由于世界杯刺激美国消费，核心通胀在未来 1-2 个月可能还有小幅上升的空间，加息担忧短期内还有小幅上升的风险。但如果展望到四季度，笔者认为加息风险反而会有所下降，如果经济数据允许，沃什甚至有可能推动降息，此举也有利于特朗普在四季度更好的应对中期选举。

四、美元贬值交易的短期逆转

去年底到今年初，美元贬值交易曾一度达到高位，尤其特朗普 1 月在达沃斯论坛过于激进的提出要取得格陵兰，并攻击欧洲盟友等逆全球化言论，市场担忧欧洲资金进一步退出美国市场，黄金和白银加速上涨到历史高位，美元指数跌到年内低位。

美国财政部长贝森特 6 月 24 日在纽约经济俱乐部演讲中阐述了强美元的支撑逻辑：伊

朗、委内瑞拉原油贸易重新采用美元结算，伊朗获释的解冻资金也将通过美元采购粮食与药品。此前两国为规避美国制裁，大量使用非美货币、黄金甚至以物易物开展贸易，这一行为持续削弱美元全球影响力，也是过去“美元贬值交易”的重要证据。如今相关贸易回流美元结算体系，将再度夯实美元信用基础。贝森特同时表态支持美联储主席沃什当下推行的改革。

美联储议息会议后美国总统特朗普并没有如过往强烈批评美联储的加息倾向，沃什强调美联储的独立性，明确通胀目标的优先级，反而有利于降低市场对于未来通胀预期，美国 10 年期国债收益率在 6 月 18 日飙升后，反而出现逐步的下行。美联储独立性的增强，有利于增加市场对于美元的信心。美伊冲突烈度的显著下降，油价下跌，欧洲和日本的通胀压力下降，结合更为稳定的美元和美长债利率预期，反而有利于增加海外投资者对于美债配置价值的再度关注，这对于债务压力较大的美国当局有着重要的现实意义。长债利率的下降，也有利于美国房贷利率的下降，有利于共和党争取选民支持，而中期选举才是特朗普今年最重要的政策目标。

黄金短期表现预计承压。美国今年 3-4 月已通过“大而美法案”完成退税财政刺激，短期政府难以推出新一轮大规模刺激。财政、货币双宽松窗口关闭，叠加经济韧性延续，美元指数维持强势的概率提升，黄金将持续承压，短期难以走出大涨行情。如果如上文论述到夏季末经济数据走弱，沃什四季度再度推动降息讨论，可以再关注黄金是否有新一轮交易机会。

免责声明

分析员声明

主要负责编制本报告之研究分析员确认：（1）所有在本报告所表达的意见真实地反映其对本报告内所评论的发行人（“该公司”）及其证券当时的市场分析的个人意见。（2）其薪酬过去、现在或未来，没有直接或间接与本报告所表达的市场分析意见或建议有关连。

根据香港《证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则》所适用的范围及相关定义，分析员确认其本人及其有联系者均没有（1）在研究报告发出前 30 日内曾交易报告内所述的股票；（2）在研究报告发出后 3 个营业日内交易报告内所述的股票；（3）担任本研究报告所评论的发行人的高级人员；（4）持有本研究报告所评论的发行人的任何财务权益。

免责声明

本报告由平安证券（香港）有限公司（下称“平安证券（香港）”）提供。平安证券（香港）已获取香港证券及期货事务监察委员会（“SFC”）第 1 类（证券交易）和第 4 类（就证券提供意见）受规管活动牌照。

本报告所载内容和意见仅供参考，其并不构成对所述证券或相关金融工具的建议、出价、询价、邀请、广告及推荐等，并非及不应被理解作为提供明示或默示的买入或沽出证券的要约，亦不构成要约或邀请的一部分，而且本报告或其中的任何内容都不构成与订立任何合同或承诺有关的基础或依赖，也不作为任何诱因。

本报告的信息来源于平安证券（香港）认为可靠的公开数据并真诚编制，纯粹用作提供信息，当中对任何公司或其证券之描述均并非旨在提供完整之描述，平安证券（香港）并不就此等内容之公平性、准确性、完整性或合理性作出明示或默示之保证，亦不对因使用本报告或其内容或与此有关的其他方面而产生的任何损失承担任何责任。

本报告表达之所有内容、意见和估计等均可在不作另行通知下作出更改，且并不承诺提供任何有关变更的通知。

对部分司法管辖区而言，分发、发行或使用本报告会抵触当地法律、法规、规定或其他注册或发牌的规则。本报告不是旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。本报告所提到的证券或不能在某些司法管辖区出售。

本报告所列之任何价格仅供参考，并不代表对个别证券或其他金融工具的估值。本文件并无对任何交易能够或可能在那些价格执行作出声明或保证。此外，平安证券（香港）以理论模型为基础的估值是基于若干假设，并不一定能够完全反映证券的真实价值。由平安证券（香港）研究或根据任何其他来源作出的不同假设或会产生截然不同的结果。

证券价格可升可跌，甚至变成毫无价值。买卖证券未必一定能够赚取利润，反而可能会招致损失。如果一个投资产品的计价货币乃投资者本国或地区以外的其他货币，汇率变动或会对投资构成负面影响。过去的表现不一定是未来业绩的指标。某些金融产品的交易（包括涉及金融衍生工具的交易）会引起极大风险，并不适合所有投资者。

此外，敬请阁下注意本报告不构成投资建议。分析员并无考虑阁下的个人财务状况和可承受风险的能力。投资者须按照自己的判断决定是否使用本报告所载的内容和信息并自行承担相关的风险。因此，阁下于作出投资前，必须自行作出分析并咨询阁下的法律、税务、会计、财务及其它专业顾问（如需），以评估投资建议是否合适。

平安证券（香港）控股有限公司及/或其在香港从事金融业务的关联公司（下统称“平安证券（香港）集团”）可能持有该公司的财务权益，而本报告所评论的是涉及该公司的证券，且该等权益的合计总额可能相等或高于该公司的市场资本值的 1% 或本报告所讨论的该公司证券的 1%。一位或多位平安证券（香港）集团成员公司的董事、行政人员及/或雇员可能是该公司的董事或高级人员。平安证券（香港）集团成员公司及其管理人员、董事和雇员等（不包括分析员），将不时持仓或短仓、作为交易当事人，及买进或卖出此研究报告中所述的公司的证券或衍生工具（包括期权和认股权证）；及/或为该等公司履行服务或招揽生意及/或对该等证券或期权或其他相关的投资持有重大的利益或影响交易。平安证券（香港）集团成员公司曾任本报告提及的该公司的联席保荐人、联席全球协调人和联席账簿管理人等，或现正参与或涉及本报告所讨论证券的庄家活动，或在过去 12 个月内，曾向本报告提及的该公司提供有关的投资或一种相关的投资或投资银行服务的重要意见或投资服务。平安证券（香港）集团成员公司在过去 12 个月内就投资银行服务收取补偿或受委托及/或可能现正寻求该公司投资银行委托。

平安证券（香港）或其任何董事、雇员或代理人概不就因使用本文件内所载数据而蒙受的任何直接或间接损失承担任何责任。本报告只供指定收件人使用，不得复印、派发或发行本报告作任何用途，平安证券（香港）可保留一切相关权利。

投资评级系统由平安证券（香港）建构，只反映平安证券（香港）对该证券及/或指数之自家建议，仅作参考用途。

地址：香港中环皇后大道中 99 号中环中心 36 楼 3601 室
电话：(852) 37629688
电邮：research.pacshk@pingan.com
平安证券（香港）2026 版权所有。保留一切权利。