

鹰派加息落地，后续加息概率上升

——美联储 9 月货币政策会议点评与展望

研究发展部高级副总监 白雪

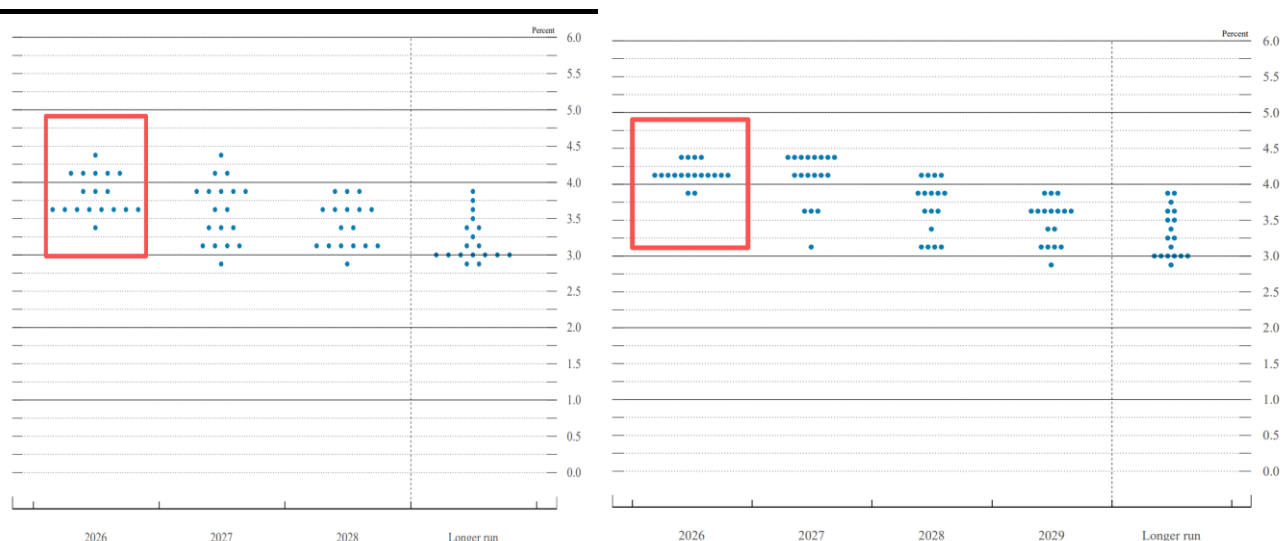
事件：北京时间 9 月 17 日（周四）凌晨，美联储公布 9 月利率决议。联邦公开市场委员会（FOMC）以 12-0 的方式决定加息 25 个基点，利率目标区间上调至 3.75% - 4.00%。本次会议是自 2023 年以来美联储第一次加息，也是凯文·沃什担任美联储主席之后首次上调利率。本次决议以 12 票赞成、0 票反对的结果全票通过，与 7 月会议 9:3 的投票结构形成鲜明对比——此前投下反对票、主张加息的三位地区联储主席此次均转为赞成，表明美联储内部已就启动收紧达成共识。决议声明删除了此前将高通胀部分归因于能源等领域“供应冲击”的表述，转而直接强调“通胀仍然偏高”，并新增称此次政策行动将帮助通胀“更加及时地”回到 2% 的目标水平。

会议同时公布了最新季度经济预测和点阵图，官员们对 2026 年底利率的预测中值从 6 月的 3.8% 上调至 4.1%，18 名提交预测的官员中有 16 人预计年内至少还需再加息一次，其中 4 人预计还将加息两次，仅 2 人认为年内无需进一步行动，无人预计今年会降息。经济预期概要（SEP）中，美联储将今明两年经济增速分别上调 0.1 个百分点至 2.3% 和 2.4%，2028 年增速预测维持在 2.2%。通胀形势依然严峻。美联储预计今年核心 PCE 增速 3.4%，与 6 月预测上修 0.1 个百分点，2027 年维持在 2.5%。整体 PCE 调整类似，今年上修 0.1 个百分点至 3.7%，2027 年维持在 2.3%。

沃什在会后记者发布会表示，美联储主要关注的是价格稳定，当前美国通胀仍然高企，高通胀持续时间过长。美联储无法影响油价与食品价格，但可以做的和将要做的是确保价格上涨不会传导。

图 1 2026 年 6 月利率点阵图

图 2 2026 年 9 月利率点阵图



来源：美联储，东方金诚整理

表 1 美联储 9 月对经济数据及利率的预测

	预测中值				
	2026E	2027E	2028E	2029E	长期
实际 GDP 增速 (%)	2.3	2.4	2.2	2.1	2
6 月预测	2.2	2.3	2.2		2
失业率 (%)	4.1	4.1	4.1	4.1	4.2
6 月预测	4.3	4.3	4.2		4.2
PCE (%)	3.7	2.3	2.1	2	2
6 月预测	3.6	2.3	2		2
核心 PCE(%)	3.4	2.5	2.2	2	
6 月预测	3.3	2.5	2.1		
年末联邦基金利率 (%)	4.1	4.1	3.9	3.6	3.2
6 月预测	3.8	3.6	3.4		3.1

来源：美联储，东方金诚整理

核心观点：美联储 9 月议息会议全票通过加息 25 个基点，标志着持续五次会议“按兵不动”的阶段正式结束。本次加息兼具通胀应对与信誉修复的双重意义，声明措辞的鹰派调整、点阵图的全面上移以及沃什在记者会上对通胀风险的强硬表态，均表明美联储政策立场已从此前的审慎观望转向主动收紧。展望后续，年内再加息一次的概率显著上升；但若核心通胀未出现持续性恶化、经济增长边际放缓信号逐步显现，美联储更可能在一次预防性加息后进入高利率平台观察期，而非开启连续加息周期。

具体解读如下：

一、8月通胀超预期反弹叠加油价高位运行，是本次加息的直接触发因素；就业市场韧性为本次加息提供了政策空间。

美国8月CPI同比上涨3.4%，核心CPI环比上涨0.3%，超出市场预期并创下4月以来最大单月涨幅，通胀回落进程明显中断。更深层的背景是，美伊冲突持续化推动国际油价突破每桶100美元并维持高位运行，能源成本正通过运输、生产、服务和通胀预期等多个渠道逐步向核心通胀传导。美联储正是在这一背景下判断，若继续等待更明确的数据确认再行动，可能错过相对低成本的预防式收紧窗口，导致通胀预期脱锚和政策信誉受损。同时，美国劳动力市场保持韧性，最新公布的8月非农数据大幅超预期，且6-7月数据大幅上调，失业率维持低位，加之AI投资等领域的扩张以及居民消费继续支撑经济增长，使得美联储无需过度担忧单次加息对就业的冲击。因此，从政策权衡的角度看，当前通胀风险显著高于经济下行风险，在经济仍具韧性的窗口期实施预防性收紧，要明显优于在通胀已经恶化后再被动应对。

二、本次会议反映出，通胀压力之下，美联储内部政策共识从7月的分化走向9月的一致，鹰派已占据主导。

本次会议最值得关注的变化并非加息25个基点本身——这一结果在8月通胀数据公布后已被市场充分定价——而在于美联储内部政策共识发生了根本性转变。7月会议上，三名票委因主张加息而投下反对票，这是自2016年以来首次出现三张立场一致的反对票，反映出美联储内部对通胀风险的判断已出现明显裂痕。而仅仅两个月后，这三位鹰派委员转为与其他委员一起支持加息，表明在8月核心CPI环比上涨0.3%、创4月以来最大单月涨幅的背景下，“继续等待通胀自然回落”这一共识已彻底瓦解，中间派委员已全面转向支持预防性收紧。这种从分化到一致的转变，比单次加息行动本身更具政策信号意义——它意味着美联储对通胀偏离目标的容忍度正在系统性下降，后续只要通胀数据未出现明确的持续改善，政策利率就存在进一步上调的可能。

决议声明删除“供应冲击”表述，标志美联储对能源通胀的判断从暂时性转向持续性。本次决议声明最值得关注的一点是，删除了此前连续数次会议中将高通胀部分归因于能源等领域供应冲击的表述，这反映了美联储政策判断的重要转变。此前，美联储倾向于将能源价格上涨视为外生的、暂时性的供给冲击，认为其对核心通胀的影响有限，因而可以暂时无需政策回应。但删除这一表述意味着，美联储已不再将能源冲击简单归类为暂时性因素，而是开始担忧其经由成本、预期和定价行为向核心通胀的传导。与此同时，声明新增称此次政策行动将有助于通胀“更加及时地”回到2%目标。而“更加及时”这一措辞本身就隐含了对此前政策行动偏慢的反思，也为后续继续加息预留了政策空间：如果一次加息不足以使通胀及时回落，那么后续还有进一步行动的理由。

点阵图全面上移且分布右移，支持继续紧缩已从少数派观点转变为美联储主流预期。2026 年底联邦基金利率预测中值从 6 月的 3.8% 大幅上调 30 个基点至 4.1%，这意味着在 9 月已加息 25 个基点的基础上，多数官员仍预计年内需要再加息一次。更值得关注的是点阵图的分布结构：18 名提交预测的官员中，12 人预计年内再加息一次，4 人预计还将加息两次，仅 2 人认为无需进一步行动，无人预计降息。这一分布与 6 月点阵图形成强烈反差——6 月时仅有 6 人预计 2026 年全年至少加息两次，而如今 16 人认为至少还需一次加息。点阵图中值的上移和分布的右移，说明支持继续紧缩已从少数派观点转变为委员会的主流预期。对 2027 年，利率预测中值维持在 4.1%，意味着即便进入明年，美联储也不急于降息，高利率将维持更长时间。与此同时，季度经济预测也上调了经济增长预测、下调了失业率预测，并认为通胀回落至目标需要更长时间，这一组合表明美联储对经济韧性的信心增强，为继续收紧提供了基本面支撑。

三、沃什在记者会上的表态聚焦通胀风险，并淡化前瞻指引，未来政策能见度显著下降。

沃什在记者会上的表态延续并强化了鹰派基调。他明确表示，当前美国通胀仍然高企，高通胀持续时间过长；美联储无法直接影响油价和食品价格，但可以做的和将要做的就是确保价格上涨不会向更广泛的领域传导。这一表述与 7 月会议上“不存在软性通胀目标”的表态一致，但更为坚决：7 月沃什还曾强调金融条件自发收紧的作用，认为部分紧缩功能已由市场自行完成，而本次会议上他几乎不再提及这一缓冲因素，转而聚焦通胀本身的风险。

沃什同时重申，美联储不会就利率政策走向提供暗示，将彻底转向数据依赖的决策模式。这种弱化前瞻指引的沟通风格，意味着未来美联储货币政策走向的能见度将显著下降，市场将更多地依据高频经济数据，而非美联储的口头指引来定价政策路径。

四、年内再加息一次的概率显著上升，12 月是更可能的行动时点，但美国经济的“K 型分化”与金融条件收紧制约连续加息空间，全球金融市场将持续面临高波动环境。

展望后续货币政策路径，我们认为年内再加息一次的概率显著上升，但这并不意味着美联储将开启连续加息周期。从点阵图的指引看，12 月会议是再加息一次的更可能时点——10 月会议距 9 月仅六周，数据积累有限，且沃什已明确表示不会预设固定政策路径，在如此短的间隔内连续加息的可能性较低。若 9 至 11 月通胀数据延续偏强态势、油价维持高位、核心服务通胀未出现明确回落，则 12 月加息 25 个基点将成为基准情形。若通胀扩散超预期、劳动力市场再度大幅走强，则不排除年内加息两次的可能性。

然而，将本次加息解读为新一轮连续加息周期的起点，则可能过度放大了紧缩的持续性。首先，当前美国经济虽有韧性，但 K 型分化特征明显——除 AI 及科技相关领域保持快速增长外，房地

产、传统制造业和中小企业对高利率的敏感度仍在上升，居民储蓄率偏低、消费可持续性下降的问题逐步显现，AI 投资周期也可能面临边际走弱。其次，长端美债收益率已攀升至 2007 年以来高位，金融条件的自发收紧已对利率敏感部门形成实质性压制，美联储仍需谨慎评估紧缩政策的累积效应。第三，本次加息的核心目的是锁定通胀预期、防范通胀再度固化，属于阶段性政策调整，而非应对经济过热和通胀螺旋式抬升的系统性紧缩。区分预防式加息与连续加息周期的关键在于：后者需要看到通胀持续加速上行、经济全面过热，需要连续多次加息持续收紧金融条件；而当前美国通胀只是出现阶段性反弹，并未形成工资—物价螺旋，基本面也不支持持续多轮加息。

因此，我们判断，9 月加息落地后，若 12 月通胀数据仍偏强，则可能再加息一次。随后美联储将进入观察期，在 4.00%-4.25% 的利率水平上观察通胀向目标回落的进度，再决定下一步是维持、加息还是转向降息。这一路径既能体现美联储对通胀风险的应对，也保留了根据经济数据灵活调整的空间。

需要强调的是，在沃什弱化前瞻性指引、美联储内部政策取向博弈加剧的背景下，未来货币政策的能见度明显下降，全球金融市场将持续面临高波动环境。短端利率将围绕 12 月政策预期反复定价，长端美债收益率则更容易受到通胀预期、期限溢价和财政供给压力的共同影响。若美联储迟迟未进一步行动而通胀压力继续上升，长端收益率可能进一步走高；若联储实施第二次加息，则短端利率上行和风险资产估值调整的压力将增加。美元在避险需求和加息预期支撑下仍可能保持偏强，非美货币、全球权益市场和新兴市场跨境资金流动将面临阶段性扰动。美债收益率曲线形态反复、权益市场、汇市与大宗商品波动放大将成为常态，投资者需要为更高的利率波动和更复杂的政策环境做好准备。

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。