

按兵不动下鹰意未消，12月加息概率上升

——美联储10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10月29日凌晨，美联储宣布将联邦基金利率目标区间维持在3.75%-4.00%不变，符合市场此前广泛预期。本次决议以10票赞成、2票反对的结果通过，美联储理事库克和克利夫兰联储主席哈马克投下反对票，主张加息25个基点。这是库克担任美联储理事以来首次投出此类反对票。决议声明较9月有两处值得关注的变化：一是将经济活动描述从此前的“稳健扩张”上调为“强劲扩张”，并强调国内支出展现出韧性、生产率增长强劲；二是删除了9月声明中“本次政策行动将有助于通胀更及时地回归2%目标”的表述，改为“更多信息的积累将有助于委员会确定适当的政策立场”，同时重申通胀仍处于较高水平。在随后的记者会上，主席沃什拒绝提供前瞻指引，并宣布将从2027年起调整FOMC会议安排，逐步减少正式的利率决议场次。

核心观点：美联储10月会议鹰派立场并未消退。两名票委主张继续加息，其中此前被视为中间派的理事库克首次投出反对票，表明美联储内部对通胀风险的容忍度进一步下降；但多数委员选择在9月加息之后观察政策效果，货币政策由此进入审慎观察、相机抉择阶段。2027年起美联储减少正式利率决议场次，主要是为推动资产负债表制度重构腾挪战略审议空间，对利率决议本身影响有限，但将加大市场定价的波动与博弈空间。展望后续，国际油价高位运行叠加核心通胀粘性，12月再加息25个基点的概率显著上升；综合政策立场、通胀压力与历史规律来看，2027年美联储仍有延续加息的可能性。

具体解读如下：

本次会议选择暂停加息，主要基于三方面考量。其一，9月加息25个基点后仅过去六周，委员会在此期间只获得一组非农和一组通胀数据，在数据信号并不一致，也就是通胀偏强而就业偏弱的情况下，连续加息的内部分歧较大。其二，9月加息的紧缩效果仍在向实体经济传导。短期内在传导尚未充分显现时连续加息，存在过度收紧、伤害增长的风险，因此需留出观察窗口评估前期加息向实体经济、通胀的传导效果。其三，美联储此前已通过实际行动证明其抗通胀决心与政策独立性，在临近中期选举的敏感时点，选择观望既有助于规避不必要的政治解读，也与其当前“少说多做”的沟通风格一致。

本次会议投票结构的再度变化表明，即使本次会议按兵不动，美联储内部整体政策立场依然偏鹰。9月会议上，美联储以12:0全票通过加息，展示出内部罕见的政策一致性；而仅仅六周之后，库克与哈马克两名票委便公开主张继续加息25个基点。其中，哈马克延续其一贯的鹰派立场，更具信号意义的是此前被视为中间派的理事库克转向支持加息。这表明，美联储内部对通胀风险的警惕并未因一次加息而消退，对能源价格向核心通胀传导、通胀预期脱锚的担忧仍在强化；另一方面，多数委员仍选择暂缓，说明委员会对连续两次加息持谨慎态度，需要更多时间评估9月加息的政策效果。从历史经验看，中间派票委的反对票往往是政策立场进一步收紧的前兆，这为12月会议的行动积累了更充分的内部基础。

从声明措辞的变化看，本次会议延续并强化了9月以来经济偏强、通胀偏高、政策观望的政策信号。一方面，声明将经济活动描述由9月会议的“稳健扩张”上调为“强劲扩张”，并指出生产率增长强劲、资本投资稳健、失业率变化不大，对增长动能的评价明显抬升——这与上半年GDP增速自1.8%上修至2.4%、三季度环比折年率可能突破3%的数据表现相互印证。对经济增长的更乐观评估，意味着美联储判断经济具备承受进一步紧缩的能力，为后续加息提供了基本面依据；另一方面，声明删除了“本次政策行动将支持通胀更及时回归2%目标”的表述，转而强调“更多信息的积累将有助于委员会确定适当的政策立场”。这一调整表明美联储在9月加息之后，有意在采取下一步行动之前保留数据观察窗口，政策重心由行动切换为观察。结合声明仍强调通胀处于较高水平、地缘政治不确定性高企，整体措辞维持了中性偏鹰的基调。同时，声明重申致力于价格稳定、维持银行体系充裕准备金的政策，执行层面继续以购入短期国债替代到期再投资的方式维持准备金水平，缩表操作未出现方向性变化。

沃什在发布会上再度明确否定前瞻性指引的价值，表示除非发生危机，市场不应过度依赖美联储的前瞻指引，对于12月会议的政策走向，他明确表示“不要预设会议结果”，“不要预设会议结果”。此外，他重申以PCE衡量的2%通胀目标不变，不存在“软性通胀目标”；在金融条件方面，沃什承认自9月加息以来，部分企业和家庭的金融与信贷条件已经收紧，市场参与者资本配置趋于谨慎，但他同时表示自己“既不愿、也无法”将当前金融环境形容为“紧缩”，暗示金融条件的自发收紧尚不足以替代政策利率调整，这为后续加息保留了政策空间。值得注意的是，沃什将生产率作为判断经济是否过热的重要变量，指出许多生产率改善发生在人工智能大规模应用之前，AI最终能带来多大额外提升仍需观察；同时他强调AI投资无法脱离利率环境，近期信用利差扩大已经显示更高融资成本正在向科技行业及其他资产传导。

本次会议的另一重要信息是沃什宣布的会议机制改革。2027年起FOMC 8次例行会议中将安排一

次会议专门讨论货币政策战略，不进行利率投票、也不发布政策声明，2028 年此类战略会议将增至两次，常规利率决策会议相应减少至六次。这一改革与沃什弱化前瞻指引的沟通风格一脉相承，延续了沃什上任以来推动政策框架改革的思路。正式利率决议场次的减少，意味着政策调整的时间窗口收窄、时点更难预测，市场对政策路径的定价难度上升，这将加大市场定价的波动与博弈空间。不过，减少表决窗口对利率决议本身影响有限——每年 6 次的决策频率仍远高于《1935 年银行法》4 次的法定下限，且美联储保留了会间紧急行动的选项。我们判断，这一安排的实质，是为沃什 6 月设立的五大议题工作组腾挪战略审议空间，其中居于核心地位的资产负债表工作组建议最快将于 2027 年一季度初提交 FOMC 讨论。作为坚定的抗通胀支持者，沃什长期将美国高通胀归因于大规模扩表，本任政策立场明确偏鹰，预计其将在 2027 年推动资产负债表制度重构；但受货币市场波动约束、银行监管配套要求及其本人“不会实质影响当下政策”表态的限制，激进重启缩表的可能性也不大。

展望后续货币政策路径，我们判断，美联储 12 月会议再加息 25 个基点、将利率上调至 4.00% 至 4.25% 区间的概率较大，此后 2027 年仍有继续加息的可能性。

自 10 月 7 日以来，国际原油价格持续保持在每桶 100 美元以上，上周一度突破 117 美元，较约八个月前上涨超过 60%，高油价正通过运输、生产和服务环节向更广泛的商品与服务价格扩散；与此同时，9 月 CPI 超预期、核心环比再度偏热，涨价细项范围较宽，通胀未能“以足够快的速度”向 2% 目标回落。我们认为，只要油价不出现明显回落，美联储 12 月就存在较强的加息必要性。

而综合政策立场、通胀压力与历史规律来看，2027 年美联储延续加息的可能性并未消除，这一风险正被当前市场乐观预期所低估。

沃什执掌美联储以来始终秉持强硬的抗通胀立场，将回归 2% 通胀目标视为货币政策的核心要务——其在 10 月发布会上明确表示“不存在软性通胀目标”，PCE 目标就是 2%，“没有任何借口或条件”。当前美国整体通胀仍运行在 3% 以上，距离 2% 的政策目标仍有显著差距，下行节奏持续慢于市场预期。地缘政治层面，预计 11 月中期选举后美伊冲突仍将缺乏明确的缓和路径，中东局势的长期紧张将对原油供给形成持续约束，支撑油价维持高位震荡。能源价格是通胀预期的核心传导变量，油价高位运行将通过交通、化工、居民消费等多个渠道推升整体物价水平，大幅增加通胀回落至目标区间的难度，甚至存在通胀阶段性反弹的风险。对于以抗通胀为核心导向的沃什而言，通胀反弹意味着政策收紧的必要性将重新上升。

此外，从美联储近半个世纪的政策操作历史来看，加息周期一旦正式启动，极少出现仅加息 1-

2 次便宣告结束的情况。美联储开启加息意味着通胀风险已突破政策容忍阈值，单次加息的收紧效应有限，往往需要连续、累积的利率抬升才能有效抑制需求、锚定通胀预期。若 2027 年通胀回落进程持续不及预期，甚至在能源价格冲击下出现回升，美联储大概率将延续一贯的操作惯性，不会止步于单次试探性加息，而是通过连续加息强化政策收紧效果，确保通胀能够稳定回落至目标水平。

在沃什弱化前瞻指引、利率决议场次减少的背景下，未来货币政策的能见度将进一步下降，全球金融市场的高波动状态料将延续。短端利率将围绕 12 月政策预期反复定价，任何超预期或不及预期的通胀、就业数据都可能引发加息预期的剧烈摆动；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，利率决议次数减少叠加前瞻指引弱化，可能推高期限溢价并加剧收益率曲线的波动。美元在加息预期和避险需求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继续面临阶段性扰动。在政策路径高度依赖数据、决策时点更难预测的环境中，资产定价将更多跟随高频经济数据波动，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。