

加息节奏需关注地缘形势——美联储10月会议点评

宏观点评

日期： 2026.10.29

分析师 尤春野

登记编码：S0950523100001

☎：021-61102508

✉：youchunye1@wkzq.com.cn

事件描述

北京时间 10 月 29 日凌晨，美联储维持联邦基金利率目标区间在 3.75%—4.00%不变，投票结果为 10 比 2，两名反对者均主张加息 25 个基点。

事件点评

美联储暂停加息，抗通胀方向未变。10月会议以 10 比 2 维持利率在 3.75%—4.00%，两张反对票均主张加息。声明上调对经济增长的评价，继续强调通胀偏高。沃什未给 12 月明确指引，发布会期间市场削减了部分加息押注。我们仍预计 12 月再加息 25 个基点，除非战争实质性缓和、油价出现大幅持续回落。

9月加息已有一定效果，政策更倾向走一步看一步。沃什指出，部分企业和家庭的金融及信贷条件已经收紧，资本配置也更加审慎。我们认为，本轮加息主要着眼于预防通胀趋势扭转或回落过慢，因而更重视适度行动后的反馈。已有传导开始显现，使美联储可以在 10 月等待更多信息，再判断追加收紧的必要性。

油价与战争仍是后续政策的关键。目前美国核心商品和核心服务通胀并未出现明显扩散，关税和 AI 需求等因素并非主要矛盾，所以主要的通胀来源还是在于油价，尤其是近期油价再度出现大幅上升，增加了通胀及时回归目标的难度。我们认为，未来美联储决策主要取决于通胀，而通胀走势主要取决于油价，油价与战争进展高度相关。只要战争与供应风险没有实质性消退，美联储继续抗通胀的压力就难以明显减轻。

AI 融资已经进入政策传导的观察范围。市场部分投资者认为 AI 投资对利率不敏感，沃什则认为利率已经发挥作用，部分资产利差扩大，投资者开始筛选项目。我们认为，头部企业与依赖外部融资的项目将进一步分化。如果融资压力明显恶化并向投资和就业扩散，沃什可能较快调整收紧节奏。AI 融资条件也会影响美联储继续加息的力度。

资产定价重在油价、实际利率与盈利兑现。暂停缓解了连续加息担忧，但后续政策仍受能源价格约束。科技股需关注现金流与融资能力；实际利率从高位回落，有助于减轻贵金属持有成本压力，其抗风险价值值得关注。工业金属仍以需求和供给为主。中国货币政策将继续服务国内需求，外部利率更多是影响政策节奏与工具选择。

风险提示：

1. 中东局势再度升级并推动能源价格快速上行。
2. 美联储沟通与战略框架调整引发金融市场大幅波动。

暂停加息等待传导，价格稳定仍是政策重心

北京时间 10 月 29 日凌晨，美联储公布 10 月 FOMC 会议决议，维持联邦基金利率目标区间在 3.75%—4.00% 不变。决议以 10 票赞成、2 票反对通过，库克与哈马克均主张再加息 25 个基点。9 月加息获得全票支持，此次分歧集中在是否立即追加收紧，委员会对抗通胀的重视程度仍然较高。

会议声明上调了对经济增长的评价，将经济活动扩张速度由“稳健”调整为“强劲”，继续肯定国内支出、生产率和资本投资的表现。与此同时，声明强调通胀仍然偏高，未来需要积累更多信息，判断何种政策立场能够使通胀及时回到 2%。我们认为，暂停体现的是对政策节奏的选择，美联储仍在等待 9 月加息效果进一步显现。

图表 1：经济预测反映增长韧性与更高的利率路径

要素	9 月会议	10 月会议
利率决议	加息 25 个基点	维持不变
目标区间	3.75%—4.00%	3.75%—4.00%
投票结果	12 比 0	10 比 2 反对者主张加息
经济评价	稳健扩张	强劲扩张
政策重点	推动通胀更及时回归目标	积累信息 判断适宜政策立场

资料来源：FOMC，五矿证券研究所

沃什没有为 12 月会议给出明确指引，发布会期间市场对进一步加息的押注有所回撤，但仍普遍认为后续有追加加息的可能。10 月 28 日美股收盘，标普 500 指数与纳斯达克综合指数分别上涨 0.28% 和 0.27%。债券市场则呈现短端收益率回落、长端承压的分化，表明暂停加息在一定程度上缓解了流动性的压力，而长期通胀问题仍然影响资产定价。

沃什延续了弱化前瞻指引的沟通方式。他认为正常时期不宜提前预判会议结果，未来六周的信息会帮助委员会作出决定。与此同时，美联储将从 2027 年起安排一次专门讨论货币政策战略的会议，不预计作出利率决议；沃什预计 2028 年将会有两次此类会议。这一安排反映其更重视政策框架与中长期问题，短期操作仍以实际观察到的经济和金融变化为依据。

预防性紧缩初见效果，加息节奏更倾向走一步看一步

9 月加息已经产生一定效果，是本次暂停的重要依据。沃什指出，部分企业与家庭面临的金融和信贷条件已经收紧，市场在资本配置上也变得更加审慎。这些变化符合美联储的预期，有助于形成更持久的增长与价格稳定。与此同时，他仍未将整体金融条件定义为“紧”。这意味着，美联储认可此前行动的方向，也保留了继续收紧的空间。

我们认为，本轮加息具有较强的预防性。美联储需要防止油价上涨改变通胀回落趋势，也需要防止潜在通胀下降过慢、居民和企业逐渐适应高通胀。因此，政策并不要求先观察到全面的工资与物价螺旋再做反应，而是通过适度提高融资成本、约束边际需求，降低价格压力持续化的可能。9 月先采取行动、10 月观察传导，是这一思路的具体体现。

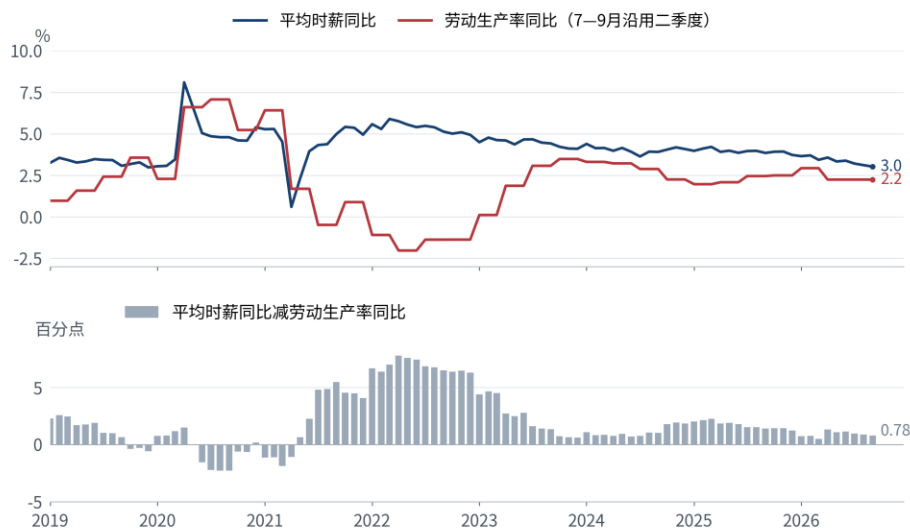
预防性加息更强调控制幅度和观察反馈。融资成本可以先影响信用利差、投资选择与资产估值，再逐步传导至企业支出和总需求。当这些环节已经开始变化时，美联储有动力等待更多信息，评估已有收紧措施是否足够。我们预计，后续更可能以小幅调整与阶段性观察相结合，形成“走一步看一步”的政策节奏。

就业与工资数据也支持较为渐进的操作。9 月非农就业增加 2.9 万人，失业率为 4.2%，平均时薪同比增长 3.0%。最新二季度非农商业劳动生产率同比增长约 2.2%，官方单位劳动成本同比增长约 1.4%。工资增长较为温和，生产率又能吸收部分成本上升，使美联储能够在防范

通胀的同时，观察金融条件收紧对就业和投资的后续影响。

服务业通胀的压力主要来自于薪资水平。以二季度生产率同比作为三季度的估算值，9 月平均时薪同比减去生产率同比约为 0.8 个百分点，明显低于前期高位。这一近似指标与官方单位劳动成本共同指向，当前新增通胀风险更多来自能源冲击的持续及其扩散，工资推动的压力相对温和。

图表 2：工资相对生产率增幅有限，劳动成本压力温和

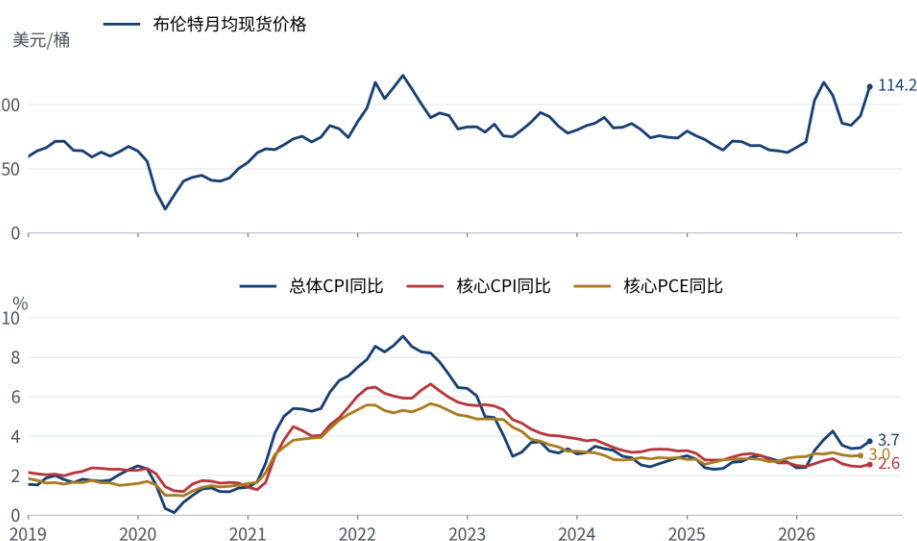


资料来源：美国劳工统计局、FRED，五矿证券研究所

油价仍是通胀关键，战争进展决定未来加息节奏

抗通胀仍是当前美联储面临的核心矛盾，油价则是其中最重要的变量。目前美国核心商品和核心服务通胀并未出现明显扩散，关税和 AI 需求等因素并非主要矛盾，所以主要的通胀来源还是在于油价，尤其是近期油价再度出现大幅上升，增加了通胀及时回归目标的难度。

图表 3：油价再度上行，通胀回落面临能源冲击



资料来源：美国能源信息署、美国劳工统计局、美国经济分析局、FRED，五矿证券研究所

能源冲击正在提高美联储对二次传导的警惕。9 月核心商品 CPI 季调环比上涨 0.3%，高于 8 月的 0.1%；核心 CPI 环比同为 0.3%。最新已公布的 8 月核心 PCE 同比为 3.0%，仍高于目

标。我们认为，现阶段政策重点是防止能源与相关价格上涨逐步扩散至运输、生产和服务定价，并影响通胀预期。沃什在开场陈述中也将防止局部价格变化扩散、保持预期稳定列为当前任务。

油价背后的核心变量是战争及其对能源供给和运输的影响。近期围绕中东能源基础设施与供应安全的担忧推动油价回升。对美联储而言，战争持续越久，油价维持高位的时间越长，企业通过压缩利润消化成本的空间就越小，通胀预期也更难稳定。因此，战争对货币政策的影响，主要通过能源供给、价格传导和市场利率三个环节体现。

我们仍预计 12 月再加息 25 个基点，将目标区间提高至 4.00%—4.25%。在战争与能源供应风险延续、油价保持高位的情况下，等待本身难以消除通胀持续性，美联储仍有必要追加小幅收紧。10 月暂停为观察政策效果争取了时间，12 月则可能成为重新评估能源冲击与金融条件后再次行动的时点。

改变这一判断的最重要因素，是战争结束或出现实质性缓和，并带动油价大幅、持续回落。届时能源对整体通胀的直接拉动减弱，企业成本与居民通胀预期也更容易降温，9 月加息形成的约束便有望满足政策需要。**我们认为，未来美联储决策主要取决于通胀，而通胀走势主要取决于油价，油价与战争进展高度相关。**能源供给能否恢复，将直接影响下一次加息的必要性。

AI 融资进入政策视野，利率通过信用条件影响投资

沃什明确认为，**AI 投资同样受到利率影响。**发布会上记者提到，市场上存在一种看法，即大型科技企业资金充裕、AI 竞争具有战略性质，资本开支对利率变化不太敏感。沃什在回答时表示，他对这种看法持怀疑态度，并观察到利率已经产生影响：投资者开始区分项目质量，部分资产信用利差明显扩大，资本配置的选择性提高。

我们认为，AI 产业的利率敏感性主要体现在融资结构。现金流充裕的头部企业可以维持较强投资能力，但产业链中的数据中心运营商、算力租赁企业以及配套基础设施项目，往往更依赖借贷与外部融资。无风险利率和信用利差共同上升，会提高资金成本，拉长项目回收期，也会使收益较弱的项目更难获得资金。利率对产业的约束因而先表现为项目分化，再体现为总投资变化。

这也解释了美联储为何可以在经济保持韧性时选择暂停。只要金融条件已经通过信用渠道筛选项目，就说明政策正在影响边际需求，短期内不必依靠连续加息来验证政策力度。与此同时，资本开支能否持续将影响生产率提升与经济增长，沃什对 AI 融资的关注，也会使这一领域成为观察收紧程度的重要窗口。

如果 AI 产业融资明显恶化，并开始影响投资、就业及金融体系的正常运转，沃什可能更快调整政策取向。我们认为，这种反应体现的是对政策传导效果的动态评估。当前部分利差扩大仍被视为政策发挥作用；若融资压力进一步扩散，其对总需求和金融稳定的影响就会更快进入政策考量。

资产定价关注油价与信用，科技股仍需盈利兑现

本次会议缓解了连续加息的担忧，但资产定价仍面临油价和后续政策路径的约束。市场对暂停已有较充分预期，新增信息主要是 9 月加息效果得到确认，以及沃什继续保留 12 月行动的弹性。我们认为，下一阶段油价、实际利率与 AI 融资变化，比单纯判断会议偏鹰或偏鸽更有解释力。

美债需要同时观察政策利率预期与长期通胀风险。暂停有助于缓解短端收益率上行压力，而长端还会受到油价、财政融资和通胀风险溢价影响。10 年期美债固定期限收益率由 10 月 5

日的 5.31% 回落至 27 日的 4.99%，显示长端定价已经出现变化。若油价持续高位，长债的进一步上涨仍需要更明确的通胀改善；若战争缓和带动油价显著回落，债市获得的支持将更充分。

图表 4：长端收益率回落，实际利率与通胀补偿共同影响定价



资料来源：美联储、FRED，五矿证券研究所

科技股的机会与风险更集中于盈利兑现和融资能力。AI 产业趋势仍能支撑部分企业增长，但外部融资依赖较高、现金流尚未形成的项目，会更直接地受到利差扩大影响。市场可以对一次预期内加息相对钝化，却仍会对融资条件和订单收入的变化作出反应。我们更关注资金来源稳健、商业化进展能够转化为现金流的企业。

贵金属继续围绕实际利率、美元与地缘风险波动。战争推升避险需求，同时又通过油价增加加息压力，两条渠道共同作用于价格。随着实际利率较高位回落，贵金属的持有成本压力有所减轻，抗风险价值值得关注。工业金属则更多取决于实体需求、库存与供给约束，本次暂停对其直接影响相对有限。

中国货币政策仍将主要服务国内需求。美联储暂停可以阶段性缓解外部利率预期压力，但油价上涨会增加输入性成本，美元利率维持高位也影响汇率和跨境资金流动。国内货币政策节奏主要取决于经济修复状况，外部利率更多是影响政策节奏与工具选择。

风险提示：

1. 中东局势再度升级并推动能源价格快速上行。
2. 美联储沟通与战略框架调整引发金融市场大幅波动。

分析师声明

作者在中国证券业协会登记为证券投资咨询(分析师)，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。作者保证：(i) 本报告所采用的数据均来自合规渠道；(ii) 本报告分析逻辑基于作者的职业理解，并清晰准确地反映了作者的研究观点；(iii) 本报告结论不受任何第三方的授意或影响；(iv) 不存在任何利益冲突；(v) 英文版翻译若与中文版有所歧义，以中文版报告为准；特此声明。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即以报告发布日后的 6 到 12 个月内的公司股价(或行业指数)相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	股票评级	买入	预期个股相对同期相关证券市场代表性指数的回报在 20%及以上；
		增持	预期个股相对同期相关证券市场代表性指数的回报介于 5%~20%之间；
		持有	预期个股相对同期相关证券市场代表性指数的回报介于-10%~5%之间；
		卖出	预期个股相对同期相关证券市场代表性指数的回报在-10%及以下；
		无评级	预期对于个股未来 6 个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
	行业评级	看好	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%~10%之间；
		看淡	预期行业整体回报低于基准指数整体水平-10%以下。

一般声明

五矿证券有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本公司不会因接收人收到本报告即视其为客户，本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。本报告的版权仅为本公司所有，未经本公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式对本研究报告的任何部分以任何方式制作任何形式的翻版、复制或再次分发给任何其他人。如引用须联络五矿证券研究所获得许可后，再注明出处为五矿证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。在刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的同时，也应注明本报告的发布人和发布日期及提示使用证券研究报告的风险。若未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入或将产生波动；在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告的作者是基于独立、客观、公正和审慎的原则制作本研究报告。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本公司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，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。在任何情况下，报告中的信息或意见不构成对任何人的投资建议，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。本公司及作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

五矿证券版权所有。保留一切权利。

特别声明

在法律许可的情况下，五矿证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到五矿证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

联系我们

上海	深圳	北京
地址：上海市浦东新区陆家嘴街道富城路 99 号 震旦国际大厦 30 楼 邮编：200120	地址：深圳市南山区滨海大道 3165 号五矿金融大厦 23 层 邮编：518035	地址：北京市东城区朝阳门北大街 3 号五矿广场 C 座 3F 邮编：100010

Analyst Certification

The research analyst is primarily responsible for the content of this report, in whole or in part. The analyst has the Securities Investment Advisory Certification granted by the Securities Association of China. Besides, the analyst independently and objectively issues this report holding a diligent attitude. We hereby declare that (1) all the data used herein is gathered from legitimate sources; (2) the research is based on analyst's professional understanding, and accurately reflects his/her views; (3) the analyst has not been placed under any undue influence or intervention from a third party in compiling this report; (4) there is no conflict of interest; (5) in case of ambiguity due to the translation of the report, the original version in Chinese shall prevail.

Investment Rating Definitions

The rating criteria of investment recommendations The ratings contained herein are classified into company ratings and sector ratings (unless otherwise stated). The rating criteria is the relative market performance between 6 and 12 months after the report's date of issue, i.e. based on the range of rise and fall of the company's stock price (or industry index) compared to the benchmark index. Specifically, the CSI 300 Index is the benchmark index of the A-share market. The Hang Seng Index is the benchmark index of the HK market. The NASDAQ Composite Index or the S&P 500 Index is the benchmark index of the U.S. market.	Ratings		Definitions
	Company Ratings	BUY	Stock return is expected to outperform the benchmark index by more than 20%;
		ACCUMULATE	Stock relative performance is expected to range between 5% and 20%;
		HOLD	Stock relative performance is expected to range between -10% and 5%;
		SELL	Stock return is expected to underperform the benchmark index by more than 10%;
		NOT RATED	No clear view of the stock relative performance over the next 6 months.
	Sector Ratings	POSITIVE	Overall sector return is expected to outperform the benchmark index by more than 10%;
		NEUTRAL	Overall sector expected relative performance ranges between -10% and 10%;
		CAUTIOUS	Overall sector return is expected to underperform the benchmark index by more than 10%.

General Disclaimer

Minmetals Securities Co., Ltd. (or "the company") is licensed to carry on securities investment advisory business by the China Securities Regulatory Commission. The Company will not deem any person as its client notwithstanding his/her receipt of this report. The report is issued only under permit of relevant laws and regulations, solely for the purpose of providing information. The report should not be used or considered as an offer or the solicitation of an offer to sell, buy or subscribe for securities or other financial instruments. The information presented in the report is under the copyright of the company. Without the written permission of the company, none of the institutions or individuals shall duplicate, copy, or redistribute any part of this report, in any form, to any other institutions or individuals. The party who quotes the report should contact the company directly to request permission, specify the source as Equity Research Department of Minmetals Securities, and should not make any change to the information in a manner contrary to the original intention. The party who re-publishes or forwards the research report or part of the report shall indicate the issuer, the date of issue, and the risk of using the report. Otherwise, the company will reserve its right to taking legal action. If any other institution (or "this institution") redistributes this report, this institution will be solely responsible for its redistribution. The information, opinions, and inferences herein only reflect the judgment of the company on the date of issue. Prices, values as well as the returns of securities or the underlying assets herein may fluctuate. At different periods, the company may issue reports with inconsistent information, opinions, and inferences, and does not guarantee the information contained herein is kept up to date. Meanwhile, the information contained herein is subject to change without any prior notice. Investors should pay attention to the updates or modifications. The analyst wrote the report based on principles of independence, objectivity, fairness, and prudence. Information contained herein was obtained from publicly available sources. However, the company makes no warranty of accuracy or completeness of information, and does not guarantee the information and recommendations contained do not change. The company strives to be objective and fair in the report's content. However, opinions, conclusions, and recommendations herein are only for reference, and do not contain any certain judgments about the changes in the stock price or the market. Under no circumstance shall the information contained or opinions expressed herein form investment recommendations to anyone. The company or analysts have no responsibility for any investment decision based on this report. Neither the company, nor its employees, or affiliates shall guarantee any certain return, share any profits with investors, and be liable to any investors for any losses caused by use of the content herein. The company and its analysts, to the extent of their awareness, have no conflict of interest which is required to be disclosed, or taken restrictive or silent measures by the laws with the stock evaluated or recommended in this report.

Minmetals Securities Co. Ltd. 2019. All rights reserved.

Special Disclaimer

Permitted by laws, Minmetals Securities Co., Ltd. may hold and trade the securities of companies mentioned herein, and may provide or seek to provide investment banking, financial consulting, financial products, and other financial services for these companies. Therefore, investors should be aware that Minmetals Securities Co., Ltd. or other related parties may have potential conflicts of interest which may affect the objectivity of the report. Investors should not make investment decisions solely based on this report.

Contact us

Shanghai

Address: 30/F, Zhendan International Building, No.99 Fucheng Road, Lujiazui Street, Pudong New District, Shanghai
Postcode: 200120

Shenzhen

Address: 23F, Minmetals Financial Center, 3165 Binhai Avenue, Nanshan District, Shenzhen
Postcode: 518035

Beijing

Address: 3/F, Tower C, Minmetals Plaza, No.3 Chaoyangmen North Street, Dongcheng District, Beijing
Postcode: 100010