2026 年 11 月 12 日

美国就业通胀双升温，中选后加息路径怎么看

民银国际研究团队

应习文　民银国际研究部主管
兼海外宏观策略研究员

联系人：应习文
电　话：+852 3728 8180
Email：xiwenying@cmbcint.com

【内容摘要】

随着 10 月美国非农就业与 CPI 数据的先后发布，**美国就业与通胀形成了“双升温”的格局**，这与年中以来市场偏向于将美国经济定性为“就业下滑+通胀上升”的滞胀状态明显不同。

核心通胀连续超预期，美联储压力加大。连续三个月核心通胀环比高于预期及 0.2%的政策合意目标；黏性通胀趋势性转升，或需要数月才能重新转为向下；更广泛范围的许多小项开始上涨，表明上游能源通胀的传导正在逐步扩散。

高油价向通胀的传导深度有所扩散。食品传导整体可控，或与链条较长有关，后期压力仍存；能源涨价对核心商品以及核心服务的影响，相交我们 9 月的观察进一步加深。沃什所忧的**“一次性能源涨价扩散到广泛商品与服务价格”**的现象，在过去 8 个月内已开始陆续发生。

非农就业大超预期。美国就业正在走出今年夏季的“供需双紧”格局。趋势性回暖不仅是失业率和新增就业的“孤证”，还有劳动参与率、就业率、ADP 就业、挑战者裁员、JOLTS 就业、每周初请和复请失业金等一系列数据的联合印证，**信号一致性较强。**

就业回升的背后，是美国非 AI 经济正在回暖。GDP 个人消费贡献回升，与非住宅投资形成“双强”格局；进口增速显著升高，反映内需旺盛；工业订单强劲，不仅仅是核心资本品，整体订单也不弱；消费者信心开始回升，PMI 数据向上远离 50%荣枯线；地产在 7%的高利率下仍有韧性，房屋租金黏性高，反应租房需求不弱。

我们判断美联储存在 12 月及明年 1 月连续加息 25bp 的可能，而美国经济的降温，或需要等到明年一季度中后期，因此本轮加息的终点或要等到 2027 年中。

目　录

1. 美国 10 月就业通胀“双升温” 1
1.1 核心通胀连续超预期，美联储压力加大 1
1.2 非农就业大超预期，就业进入趋势性改善阶段 3
2. 美国非 AI 经济回暖与通胀扩散的再观察 6
2.1 就业回升的背后，是美国非 AI 经济正在回暖 6
2.2 高油价向通胀的传导深度有所扩散 8
3. 未来美联储加息路径如何？ 10

美国就业通胀双升温，中选后加息路径怎么看？

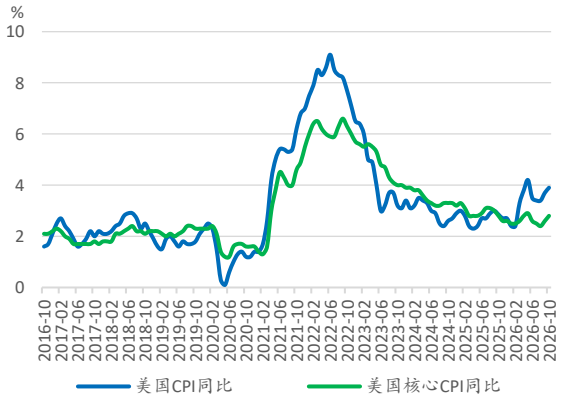
随着 10 月美国非农就业与 CPI 数据的先后发布，美国就业与通胀形成了“双升温”的格局，这与年中以来市场偏向于将美国经济定性为“就业下滑+通胀上升”的滞胀状态明显不同。在拆解本月就业与通胀数据之后，我们观察到：**一是美国非 AI 经济自 8 月以来呈回暖迹象，二是高油价向通胀传导深度有所扩散。**由此，**我们判断美联储存在 12 月及明年 1 月连续加息 25bp 的可能，而美国经济的降温，或需要等到明年一季度中后期，因此本轮加息的终点或落在 2027 年中。**

1. 美国 10 月就业通胀“双升温”

1.1 核心通胀连续超预期，美联储压力加大

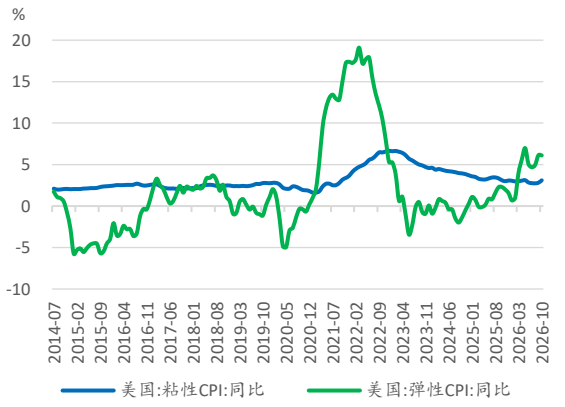
美国 10 月 CPI 再超市场预期。美国劳工部 11 月 10 日发布的数据显示，10 月 CPI 季调环比上涨 0.4%，预期 0.3%，前值 0.6%。核心 CPI 季调环比上涨 0.3%，预期 0.2%，前值 0.3%。由于去年同期政府停摆数据缺失，本月同比数据未公布。我们通过历史同比、环比关系、以及亚特兰大联储发布的黏性与弹性 CPI 同比合成，**交叉反推 10 月 CPI 同比增幅约为 3.9%，核心 CPI 同比涨幅约为 2.8%，均继续远离美联储目标。**

图 1：美国 CPI 与核心 CPI 同比



数据来源：美国劳工部，Wind

图 2：亚特兰大联储的粘性与弹性通胀

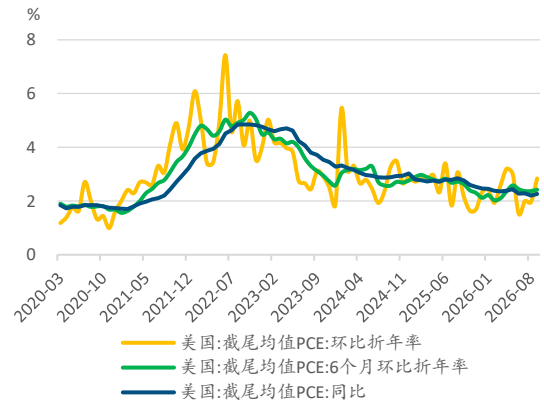


数据来源：美国亚特兰大联储，Wind

亚特兰大联储发布的黏性通胀升高。10 月弹性 CPI 同比上涨 6.1%，与 9 月持平；核心弹性 CPI 上涨 1.2%，低于 9 月的 1.5%。10 月整体黏性 CPI 与核心黏

性 CPI，均由 9 月的 2.8%，升高至 10 月的 3.1%。**黏性通胀连续两个月走升，且最近一个月加速走升，叠加达拉斯联储发布的 9 月 PCE 口径截尾通胀也有所升高，对美联储而言并不是好消息。**

图 3：达拉斯联储截尾通胀指标



数据来源：美国达拉斯联储，Wind

图 4：美国 9、10 月 CPI 同比及环比分项

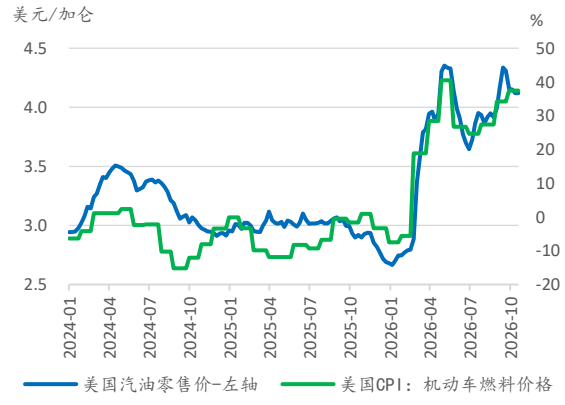
	9月季调环比	10月季调环比	9月同比	10月同比
CPI：所有项目	0.6	0.4	3.7	3.9*
食品	0.0	0.5	2.5	
能源	5.2	0.7	20.4	
能源商品	9.3	0.8	35.3	
能源服务	0.1	0.6	4.6	
核心CPI(除食品能源)	0.3	0.3	2.6	2.8*
超级核心(除食品能源居住)	0.3	0.3	2.0	
核心商品	0.3	0.2	0.7	
耐用品	0.9	0.0	0.0	
非耐用品（除食品）	2.8	0.5	11.4	
核心服务（除能源）	0.4	0.3	3.1	
房屋租金	0.4	0.3	3.2	
服务(除租金)	0.3	0.5	3.2	

*10月同比为估算

数据来源：美国劳工部，Wind

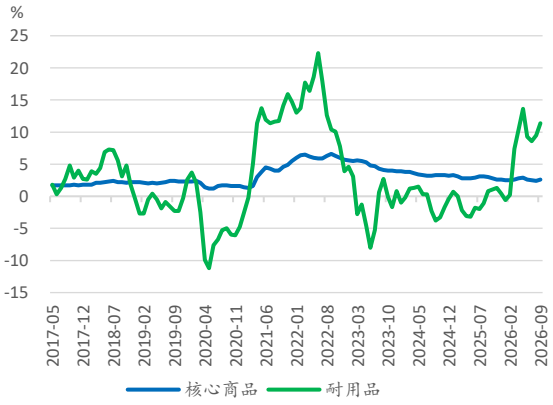
能源涨幅边际回落，但食品价格环比升温。10 月国际油价中枢继续抬升，但相比 9 月环比涨幅缩减，10 月美国 CPI 能源环比上涨 0.7%，低于 9 月的 5.2%。能源商品涨幅收窄至 0.8%，但能源服务环比涨幅升高至 0.6%，主因 AI 数据中心电力需求推动。**食品价格环比上涨 0.5%，涨幅为近 6 个月高点，**家庭食品在数月低位后环比反弹 0.4%，上涨品类较广，其中肉类、蛋类、果蔬类、软饮类、油类、零食和其他杂项均环比上涨，仅谷物类、乳制品环比下跌。外出餐食则继续保持偏高涨幅，餐馆及小吃店环比上涨 0.7%，为 5 月以来的最高涨幅。**整体看，能源向食品传导压力似乎有所增加。**

图 5：美国汽油零售价与 CPI 汽油同比



数据来源：Wind

图 6：美国 CPI 同比：核心商品与耐用品



数据来源：美国劳工部，Wind

核心通胀环比仍在临界线以上。目前核心 CPI 已经连续三个月环比上涨 0.3%，高于政策合意水平（0.2%）且高于预期。**核心商品环比涨幅收窄，但扩散压力**

升高。主因耐用品特别是二手车价格回落，但新车、家用品、医疗品、休闲商品、教育通信商品、烟草的环比均出现上涨，**通胀扩散压力有所增加。**

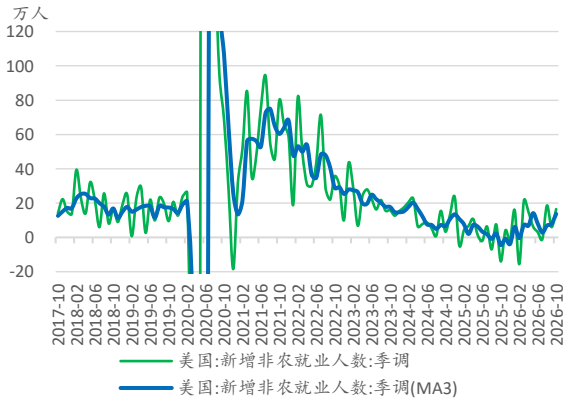
核心服务保持黏性，扩散压力同样升高。租金方面，主要住所、OER 分别环比上涨 0.2%和 0.3%，与上月相同并保持黏性，酒店住宿环比上涨 0.7%，虽然较 9 月收窄但依旧不低。**非房服务方面，**交通运输服务环比大涨 0.8%，车辆维修保养、公共交通、机票、停车费等均环比上涨，医疗服务、娱乐服务分别环比上涨 0.3%和 0.9%，仅教育与通信服务环比持平。

从近几个月的通胀数据特点来看，沃什担忧的通胀扩散现象确实有所呈现。一是连续三个月核心通胀环比高于预期及 0.2%的政策合意目标，0.3%的环比意味着大约 3.6%的年化增速，远高于 2%目标，这是美联储难以接受的。**二是**黏性通胀趋势性转升，而从历史看黏性通胀趋势“调头很慢”，或需要数月才能重新转为向下。**三是**与过去**“总能找到某些分项意外跳升，导致通胀超预期”**的情况相比，10 月通胀更多是更广泛范围的许多小项开始上涨，**表明上游能源通胀的传导正在逐步扩散。**

1.2 非农就业大超预期，就业进入趋势性改善阶段

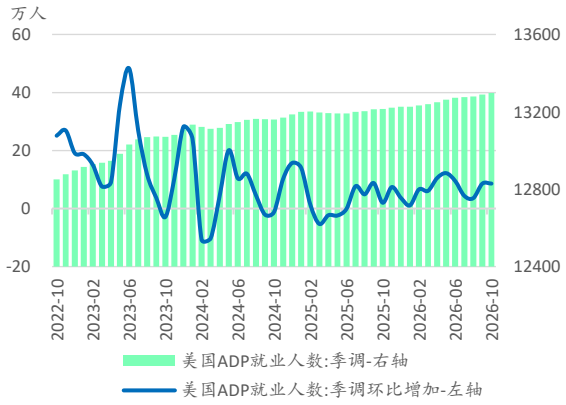
美国 10 月新增非农就业大超预期。美国劳工部 11 月 6 日发布的数据显示，10 月美国新增非农就业 16.5 万人，远超市场 6.5 万人的预期。此外，8、9 月合计上修 5.5 万人，三个月移动平均口径下的月度新增非农就业明显向上，**显示劳动力市场进入趋势性改善阶段。ADP 数据同样印证了新增就业的回暖，**10 月 ADP 就业新增 8.6 万人，高于预期的 6.9 万人。

图 7：美国新增非农就业



数据来源：美国劳工部，Wind

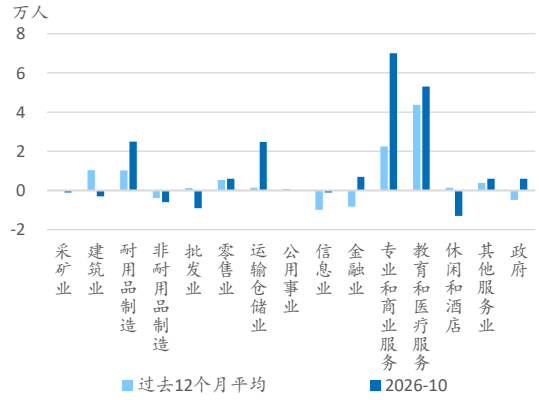
图 8：美国 ADP 就业人数与每月新增人数



数据来源：ADP 研究所，Wind

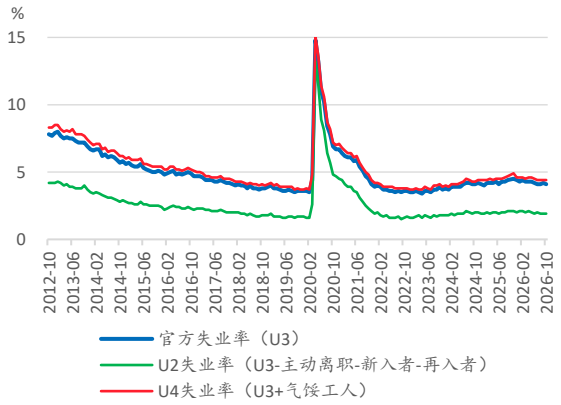
就业恢复并非完全依赖个别行业，具有一定广泛意义。从行业结构看，与过去 12 个月均值比较，耐用品制造、运输仓储、专业和商业服务、教育和医疗服务行业分别新增 2.5 万、2.5 万、7.0 万、5.3 万，表现相对强劲。零售业、金融业、其他服务业和政府部门实现小幅岗位新增，信息业岗位数量尽管微幅减少，但幅度大幅收窄，远好于过去 12 个月均值，反映金融与信息业面临的 AI 岗位替换压力有所减轻。不过，建筑业、非耐用品制造、批发业和休闲酒店业出现了岗位下降。

图 9：各行业新增非农就业与过去 12 个月均值比较



数据来源：美国劳工部，Wind

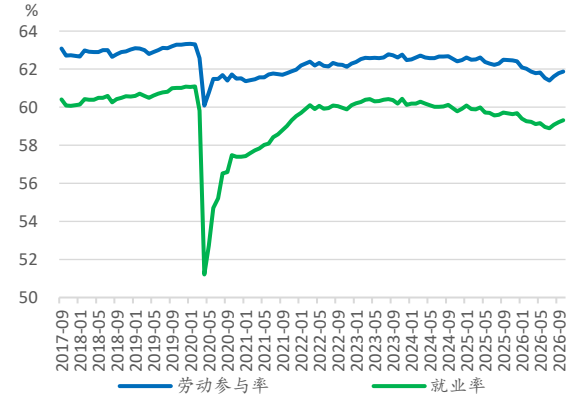
图 10：美国主要口径失业率



数据来源：美国劳工部，Wind

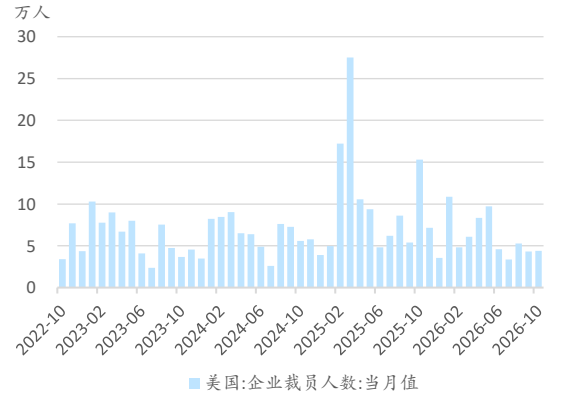
失业率小幅下降，但结合劳动参与率回升，“含金量”很高。10 月 U3 失业率（失去工作者+离职者+新入及再入职场者）为 4.14%，比 9 月的 4.18%小幅下降 0.04pp，但考虑到劳动参与率回升至 61.9%，前者的“含金量”很高。分拆看，由于新增劳动力人口增加 42.1 万人，而就业人口增加 46.3 万人，反而令失业人数减少 4.2 万人，就业率也攀升至 59.3%，为今年 3 月以来最高点。**共同佐证的是，近几个月挑战者企业裁员人数也出现趋势性下降。**

图 11：美国劳动参与率与就业率



数据来源：美国劳工部，Wind

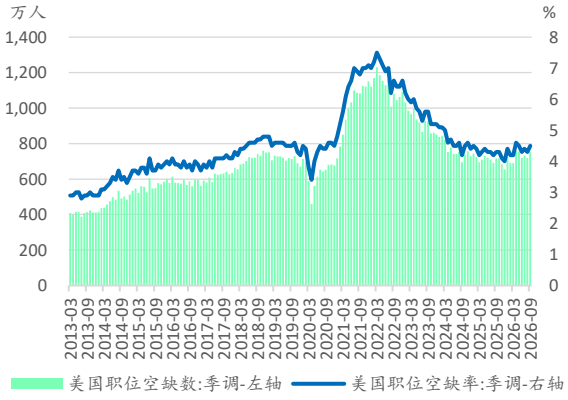
图 12：美国挑战者企业裁员人数



数据来源：Wind

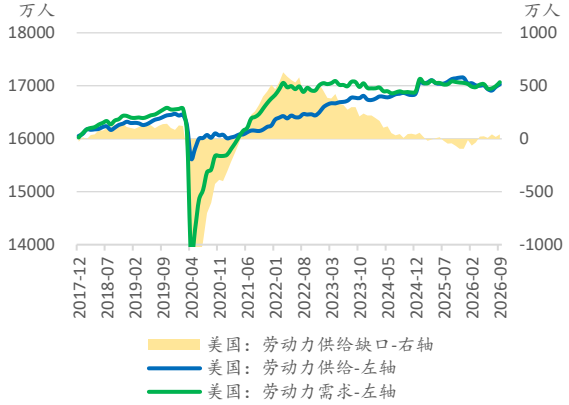
宽口径失业率小幅升高，或与更广泛的劳动力供给增加有关。U2 失业率（失去工作者）由 9 月的 1.88%下行至 1.85%，其中永久性失业与暂时性失业（暂时失业+完成临时工作）贡献各半。U4 失业率（U3+“气馁工人”）持平于 4.4%，但 U5 失业率（U4+“边缘劳动力”）由上月的 5.0%反弹至 5.1%，U6 失业率（U5+“拟兼职转全职者”）也由上月的 7.6%反弹至 7.9%。或源于边缘劳动力和寻求兼职转向全职的劳动力供给增加。整体而言，**我们看到劳动力供给增加，在核心的 U2-U4 口径上，就业岗位需求增加较好地吸收了供给，但更宽泛意义上的新增岗位还未完全吸收劳动力的新增供给。**

图 13：美国职位空缺人数与空缺率



数据来源：美国劳工部，Wind

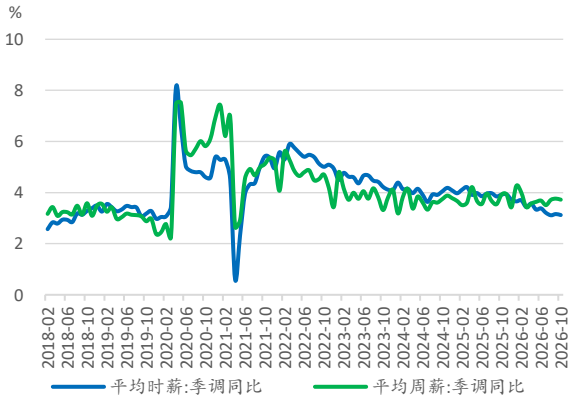
图 14：美国劳动力市场供需情况



数据来源：美国劳工部，Wind

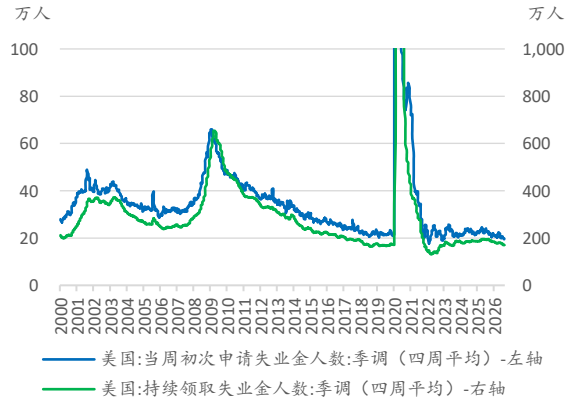
JOLTS 就业数据同样向好。9 月职位空缺超预期上行至 752.3 万个，8 月也小幅上修，职位空缺率升至 4.5%，反映劳动力需求正在扩张。经测算，9 月动力市场缺口升至 41.3 万人，创 20 个月新高。此外，9 月裁员率下行至 1.0%，离职率升高至 2.1%，雇佣率升高至 3.4%，均向好。以上数据均表明，**劳动力市场正转向“供需双回升”，且需求略强于供给。**

图 15：美国非农平均时薪与周薪涨幅



数据来源：美国劳工部，Wind

图 16：美国周度初领与续领失业金人数



数据来源：美国劳工部，Wind

薪资增速环比提升。10 月时薪季调后环比上涨 0.37%，为今年以来最高涨幅，反映了劳动力市场的边际紧张。不过同比涨幅因基数原因小幅下降至 3.1%，**从长期趋势看，“工资—通胀”螺旋存在边际加强压力，但单独一个月的环比增强，尚不能作出趋势性定论。**

综合看，本轮美国就业正在走出今年夏季的“供需双紧”格局。趋势性回暖不仅是失业率和新增就业的“孤证”，还有劳动参与率、就业率、ADP 就业、挑战者裁员、JOLTS 就业、每周初请和复请失业金等一系列数据的联合印证，**信号一致性较强，降低了单月数据扰动的概率。**

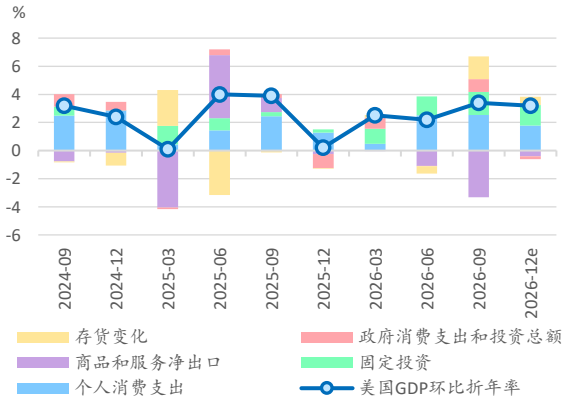
2. 美国非 AI 经济回暖与通胀扩散的再观察

通胀与就业数据双强，改变了自 3 月美国突袭伊朗后的经济趋势。从中东地缘政治格局紧张以来，市场普遍看法是美国经济存在“就业下滑+通胀上升”的滞胀特征。但 8 月以来，**美国就业出现了趋势性回升，而能源通胀则在进一步向下传导，这将显著增强美联储的加息决心。**

2.1 就业回升的背后，是美国非 AI 经济正在回暖

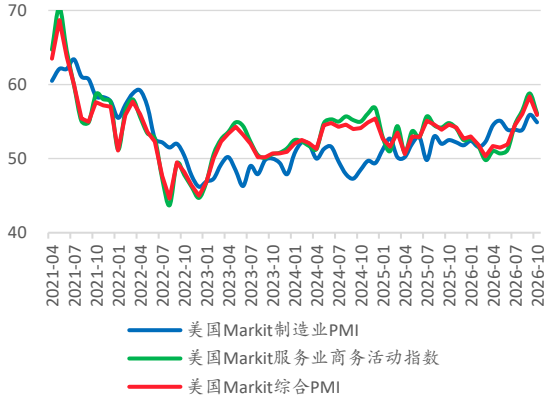
本轮就业复苏与美国“非 AI 经济”内生性回暖同步。本轮美国经济的阶段性低点集中在 5–7 月，比如 GDP 数据在二季度最弱，服务业 PMI、消费者信心的低点集中在 5、6 月。上半年美国经济多依赖 AI 驱动下的固定资产投资支撑，而传统经济表现差强人意。

图 17：美国 GDP 季调环比结构分解



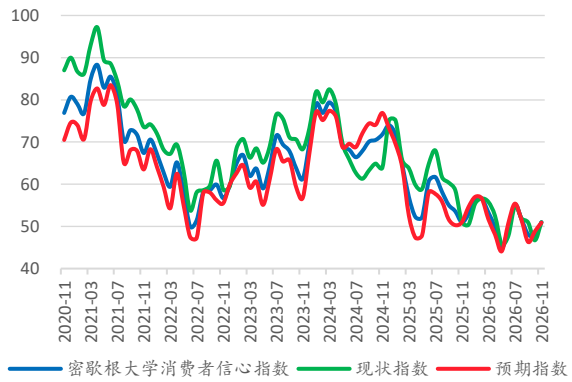
数据来源：美国经济分析局，亚特兰大联储，Wind

图 18：美国 Markit 制造业与服务业 PMI



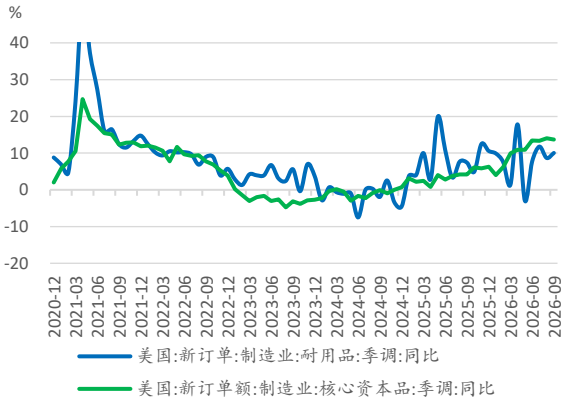
数据来源：标普全球，Wind

图 19：密歇根大学消费者信心指数



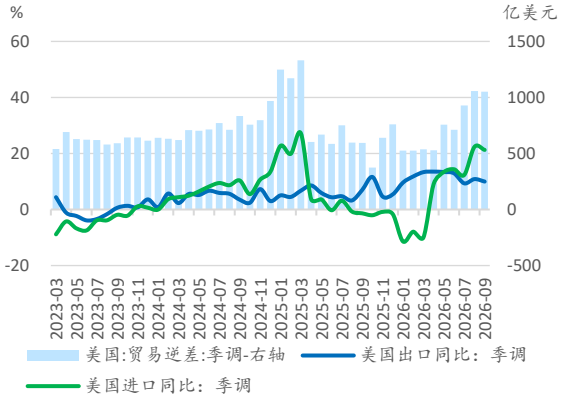
数据来源：美国密歇根大学，Wind

图 20：美国制造业耐用消费品订单同比



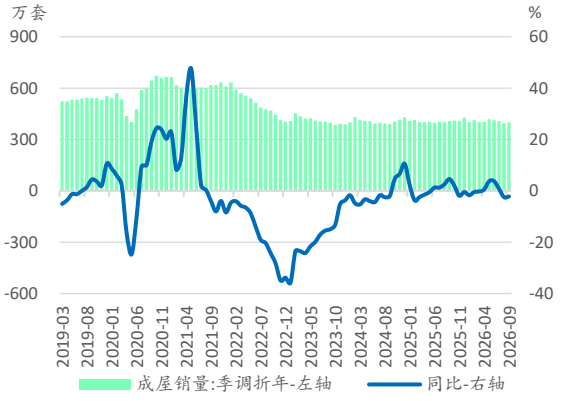
数据来源：美国人口普查局，Wind

图 21：美国月度进出口季调同比与逆差额



数据来源：美国经济分析局，Wind

图 22：美国月度成屋销售:季调折年



数据来源：全美房地产经济协会，Wind

但 8 月开始，多项数据明显回升。包括：GDP 个人消费贡献回升，与非住宅投资形成“双强”格局；进口增速显著升高，反映内需旺盛；工业订单强劲，不仅仅是核心资本品，整体订单也不弱；消费者信心开始回升，PMI 数据向上远离 50%荣枯线；地产在 7%的高利率下仍有韧性，房屋租金黏性高，反应租房需求不弱。

前期非 AI 经济转弱的利空冲击逐步消散。从原因看，我们认为 2 月底美国突袭伊朗后，霍尔木兹海峡封锁，造成全球能源价格飙升导致的经济主体悲观预期，在年中形成了集中释放，制造了经济的相对低点——而 8 月开始该利空冲击逐步被消化，从而**形成了非 AI 经济的回暖，就业作为滞后项在 10 月也确认了经济的底部回升。**

2.2 高油价向通胀的传导深度有所扩散

我们在 9 月 17 日的研报**《美联储鹰派加息，美债收益率何去何从》**中，对国际油价大涨以来美国 CPI 各分项累计涨幅进行了分析，这里我们沿用并改进该方法，将 3-10 月（共 8 个月）的 CPI 各分项累计涨幅，年化后与油价大涨前一年（2025.3-2026.2）的年度涨幅进行比较。然后从两方面考虑，**一是该 CPI 分项自 3 月以来涨幅是否显著高于 3 月以前的一年，二是如果大幅高于，则是否存在确定性的油价传导逻辑关联，由此综合评价油价向下游传导的进程。**

一是高油价对能源大类的直接传导影响极为显著。能源商品方面，3 月以来的 8 个月内，已累计上涨 35.5%，年化为 57.7%，远远高于 3 月以前一年的涨幅（仅为 0.5%）。**能源服务传导虽然整体不显著，**但单看电力价格存在一定影响，值得注意的是，除了发电所用能源上涨的成本因素外，**AI 算力的电力需求增长，也是电力价格上涨的一个重要因素。**

表 1：国际油价上涨（3 月）以来美国 CPI 能源涨幅与油价上涨前一年对比

	3月以前年涨幅	3月以来累计上涨	3月以来年化上涨	权重%	疑似传导影响
CPI能源	0.5	35.5	57.7	7.4	极显著
能源类商品	-5.2	38.1	62.2	4.1	极显著
燃油	6.2	66.2	114.3	0.2	极显著
发动机燃料	-5.5	37.8	61.8	3.9	极显著
汽油	-5.6	37.5	61.2	3.8	极显著
能源类服务	6.3	2.2	3.3	3.3	不足
电力	4.8	3.7	5.6	2.5	有影响
管道燃气	10.9	-2.5	-3.8	0.7	不足

数据来源：美国劳工部，WIND

二是食品影响整体可控，或与传导链较长有关，后期压力仍存。占整体 CPI 比重 13.5%的食品，自 3 月以来的 8 个月累计上涨了 1.6%（年化 2.4%），低于油价上涨前 12 个月同比涨幅（3.1%）。从分项看，**仅蛋类、乳制品、水果蔬菜三类食品，在油价高涨后出现了明显加速上涨，**但由于其受其他供给因素影响较多（譬如季节性因素、天气因素、动物疫情等），暂不能断定其与油价上涨的直接关系。从传导逻辑看，能源价格上涨，主要从化肥、农机、运输、包装材料、人工成本等渠道向食品价格传导，链条确实较长，且多数食品生产周期也偏长（如畜肉类、粮食等），故传导或较慢。不过需注意的是，**创纪录的厄尔尼诺现象，或对全球粮食供应产生扰动，成为未来食品价格上涨的隐患。**因此，**尽管食品价格暂未受到显著影响，但并不意味着后期无压力。**

表 2：国际油价上涨（3 月）以来美国 CPI 食品涨幅与油价上涨前一年对比

	3月以前年涨幅	3月以来累计上涨	3月以来年化上涨	权重%	疑似传导影响
CPI食品	3.1	1.6	2.4	13.5	不足
家用食品	2.6	1.1	1.7	8.2	不足
谷物及烘焙制品	2.7	0.5	0.7	1.0	不足
谷物	1.8	-0.5	-0.7	0.3	不足
烘焙制品	3.0	0.8	1.2	0.7	不足
肉鱼蛋类	1.0	0.6	0.9	2.0	不足
肉类	8.6	-0.6	-0.9	1.2	不足
家禽	2.2	0.2	0.3	0.4	不足
水产类	5.1	3.0	4.6	0.3	不足
蛋类	-42.1	8.1	12.4	0.1	有影响
乳制品	0.1	0.6	1.0	0.7	有影响
水果蔬菜	2.7	3.4	5.1	1.3	有影响
非酒精饮料	5.6	1.4	2.2	1.0	不足
其他家用食品	3.3	0.6	0.9	2.2	不足
在外餐食	3.9	2.3	3.5	5.3	不足

数据来源：美国劳工部，WIND

三是能源涨价对核心商品的影响在缓慢加深。3 月以来核心商品累计上涨 0.7%，年化 1.0%，与 3 月以前 12 个月涨幅持平。**但与我们 9 月 17 日的报告结论相比，核心商品的“通缩贡献”已经出现减弱。**同时，**不少小项都出现了数据上的走升，**包括服装、体育用品、玩具、教育类产品、信息类产品和酒类。从能源涨价向核心商品的传导逻辑看，主要通过能源化工原材料上涨、运输成本升高、人工成本和通胀预期等路径，同时，核心商品还受到关税变化、居民收入和消费信心等弹性较大的需求因素影响。

表 3：国际油价上涨（3 月）以来美国 CPI 核心商品成分涨幅与油价上涨前一年对比

	3月以前年涨幅	3月以来累计上涨	3月以来年化上涨	权重%	疑似传导影响
核心商品	1.0	0.7	1.0	18.8	不足
家用器具	3.9	-0.5	-0.7	3.3	不足
室内建材及织物	4.8	-6.0	-8.9	0.2	不足
家具及床上用品	4.2	-1.6	-2.4	0.9	不足
家用电器	2.9	-0.4	-0.5	0.2	不足
其他家具和设备	4.0	0.1	0.1	0.5	不足
户外工具装备	4.8	0.2	0.3	0.7	不足
客房日用品	2.6	1.6	2.4	0.8	不足
服装	2.5	1.8	3.6	2.4	有影响
交通工具	-0.8	0.1	0.3	6.9	不足
新车	0.5	0.4	0.7	3.8	不足
二手车	-3.2	-0.4	-0.7	2.7	不足
医疗护理商品	0.1	-3.2	-6.2	1.4	不足
药物	-0.4	-3.3	-6.6	1.3	不足
休闲娱乐商品	2.5	3.7	7.5	1.9	有影响
影音设备与制品	4.5	2.3	4.7	0.3	不足
宠物类商品	1.9	1.0	2.0	0.6	不足
体育用品	3.8	3.7	7.5	0.5	有影响
玩具	-0.3	10.3	21.6	0.3	有影响
教育及信息类产品	-6.3	2.8	5.8	0.8	有影响
教育类产品	1.0	2.5	5.1	0.1	有影响
信息类产品	-6.7	2.8	5.7	0.7	有影响
酒类	1.6	1.0	1.9	0.8	有影响
烟草	8.0	3.0	6.2	0.5	不足

数据来源：美国劳工部，WIND

四是高能源价格对核心服务的影响较 9 月进一步加深。住房方面，整体住房 3 月以来的年化涨幅已从 9 月的 3.3%已经升高至 3.7%，主要住所租金和业主等价租金（OER）的也比我们在 9 月观察时更高，酒店价格虽然权重低，但涨幅更明显，主因能源成本令酒店服务成本升高。**非住房核心服务方面，**与 9 月的观察相比，许多分项都受到了能源价格的影响，除了当时观察到的机票、公共交通、快递服务等，机动车租赁、车辆维修保养、娱乐服务、教育服务、电话服务都加入到“有影响”的行列。**相较于核心商品，核心服务在核心通胀中的占比极高，其受到上游能源传导的扩散，将成为美联储加息决策的最大推力。**

表 4：国际油价上涨（3 月）以来美国 CPI 核心服务成分涨幅与油价上涨前一年对比

	3月以前年涨幅	3月以来累计上涨	3月以来年化上涨	权重%	疑似传导影响
核心服务	2.9	2.3	3.5	60.3	有影响
住房	3.0	2.4	3.7	35.3	有影响
主要住所租金	2.7	2.1	3.2	7.7	有影响
业主等价租金	3.2	2.5	3.8	25.9	有影响
酒店及其他外宿	-2.2	3.0	4.6	1.4	极显著
除住房外核心服务	2.9	2.2	3.3	25.0	有影响
交通运输服务	2.3	2.2	3.3	6.3	有影响
机动车租赁	-2.1	0.1	0.1	0.4	有影响
车辆维修保养	5.6	6.1	9.4	1.1	有影响
车辆保险	0.2	-3.8	-5.7	2.6	不足
公共交通	5.0	12.1	18.7	1.6	极显著
机票	7.1	15.8	24.6	1.1	极显著
医疗护理服务	4.1	1.3	2.0	6.9	不足
娱乐服务	2.1	1.7	2.5	3.2	有影响
教育与通信	1.1	2.6	3.9	4.9	有影响
教育服务	2.9	3.0	4.5	2.5	有影响
电话服务	-3.9	4.8	7.3	1.4	极显著
网络服务	3.3	-3.2	-4.7	0.9	不足
邮递快递服务	6.1	13.7	21.2	0.1	极显著
个人杂项服务	6.5	2.9	4.3	1.6	不足

数据来源：美国劳工部，WIND

作为主要观察结论，我们认为**沃什所言的“一次性能源涨价扩散到广泛商品与服务价格”的现象，在过去 8 个月内已开始陆陆续续发生，这与我们在 9 月的观察不同。**

3. 未来美联储加息路径如何？

在经历了 9 月的首次加息后，美联储选择在中期选举前的 10 月 FOMC 会议上按兵不动，是否存在政治上的考量不得而知。**但中期选举之后，连续的就业与通胀数据，都在为其后续加息提供事实上的依据。**正因如此，近期美联储官员频繁鹰派表态，沃勒甚至表达了直接加息 50bp 的看法。目前市场已完全定价 12 月将加息，并有较小概率直接加息 50bp。

表 5：近期美联储官员发言汇总

官员	主要观点	是否票委
美联储理事沃勒	如果 10 月核心 CPI 环比涨幅在 0.3%左右甚至更高，12 月议息会议应当考虑加息 50 个基点。	永久票委
纽约联储威廉姆斯	尽管美国经济在接连遭受冲击后仍表现出较强韧性，劳动力市场也保持稳定，但当前通胀水平过高，美联储必须确保通胀及时、持续地回归 2%的目标。	永久票委
圣路易斯联储穆萨莱姆	官员需要警惕人工智能（AI）基础设施建设在短期内加剧通胀的风险；他对 AI 持“乐观”态度，预计 AI 将提高生产率，但决策者不能等到这些好处兑现后再行动。	2028 年票委
旧金山联储戴利	美联储仍需要进一步加息，以遏制持续高企的通胀；科技股近期遭遇的下跌令投资者感到痛苦，但这轮调整总体仍然有序；科技股下跌并未改变加息倾向。	2027 年票委
里奇蒙德联储巴尔金	美联储还需要进一步加息，但加息幅度与节奏尚无法确定；在失业率较低、经济需求稳健而通胀仍居高不下的情况下，逐步加息是合理的；美联储的方向是“明确的”，问题在于速度	2027 年票委
克利夫兰联储哈马克	利率需要具有限制性才能推动通胀回落至央行的目标，而更频繁地调整可以降低政策落后于形势的风险。	2026 年票委
达拉斯联储洛根	美联储至少还需加息两次，每次 25 个基点；在加息 50 个基点后，10 月暂停加息将是合理的，以便确定何时进一步行动是合适的。	2026 年票委

资料来源：根据公开信息整理

我们认为 12 月直接加息 50bp 的必要性有限。一是与 10 月暂停加息相比，12 月加息 50bp 意味着为前次按兵不动“纠错”，而目前仅沃勒持有该观点，并未占到多数。**二是**尽管就业与通胀双双走强，但趋势依旧温和，并未达到值得暴力加息的程度。**三是**近期国际油价已下行至 100 美元/桶以下，尽管中东局势不确定性仍在，但预计 11 月能源对通胀贡献将转跌。**四是**近期密歇根大学通胀预期，以及 TIPS 盈亏平衡通胀有所回落，表明通胀预期在中期选举后有下行趋势，或源于 AI 投资放缓以及特朗普在伊朗问题上 TACO 的预期。

2027 年 1 月有连续加息 25bp 的可能。中期选举的新一届国会落地要等到 2027 年初，而对经济的影响（包括加强 AI 监管等）短期更多停留在预期层面，AI 资本开支的巨大惯性仍在。同时，美国非 AI 经济的回暖将内生性地保持趋势。至 2027 年 1 月末，还有 26 年 11 月和 12 月的就业与通胀数据，从短期趋势看仍有可能呈现就业及核心通胀的双强格局（整体通胀受油价波动不一定走高）。**除非出现金融条件突发性收紧造成市场波动，或者国际油价明显回落，否则 1 月再次加息仍有不小的概率。而美国经济的降温，或需要等到明年一季度中后期，因此本轮加息的终点或落在 2027 年中。**

免责声明

此报告只提供给阁下作参考用途，并非作为或被视为出售或购买或认购证券的邀请或向任何特定人士作出邀请。此报告内所提到的证券可能在某些司法管辖区不能出售或分发。

此报告由民生商银国际控股有限公司（“民银国际”）的附属公司民银证券有限公司（“民银证券”）编写和发布。民银证券持有香港证券及期货监察委员会第1，4 类牌照。此报告所载资料的来源皆被民银证券认为可靠。此报告所载的见解，分析、预测、推断和期望都是以这些可靠数据为基础，只是代表观点的表达。民银国际和任何附属公司（包括民银证券，统称“民银集团”）或任何个人不能担保其准确性或完整性。

此报告所载的资料、意见及推测反映民银证券于最初发表此报告日期当日的判断，可随时更改而毋须另行通知。

此报告内所提到的任何投资都可能涉及相当大的风险，包括但不限于市场波动、流动性限制及汇率波动等。若干投资可能不易变卖，而且也可能不适合所有的投资者。

此报告中所提到的投资价值或从中获得的收入可能会受汇率影响而波动。过去的表现不能代表未来的业绩。此报告没有把任何投资者的投资目标，财务状况或特殊需求考虑进去。

民银证券及其高级职员、董事、员工，可能不时地，在相关的法律、规则或规定的许可下（1）持有或买卖此报告中所提到的公司的证券，（2）进行与此报告内容相异的仓盘买卖，（3）与此报告所提到的任何公司存在顾问、投资银行或其他金融服务业务关系，（4）又或可能已经向此报告所提到的公司提供了大量的建议或投资服务。（5）民银集团的投资银行或资产管理团队可能作出与此报告相反投资决定或持有与此报告不同或相反意见。（6）此报告的意见亦可能与销售人员、交易员或其他民银集团成员专业人员的意见不同或相反。（7）民银集团的一位或多位董事，高级职员和/或员工可能是此报告提到的证券发行人的董事或高级人员，及（8）可能涉及此报告所提到的公司的证券进行自营或庄家活动。投资者应注意其可能存在影响本报告客观性的潜在利益冲突，并独立判断相关信息。

投资者不应仅依靠此报告，而应按照自己的判断作出投资决定。投资者依据此

报告的建议而作出任何投资行动前，应咨询独立的专业意见。民银集团不会对因使用此报告内之材料而引致任何人士的直接或间接或相关之损失负上任何责任。

此报告对于收件人来说是完全机密的文件。此报告的全部或任何部分均严禁以任何方式再分发予任何人士，尤其（但不限于）此报告及其任何副本均不可被带往或传送至日本、加拿大或美国，或直接或间接分发至美国或任何美国人士（根据 1933 年美国证券法 S 规则的解释），民银证券也没有任何意图派发此报告给那些居住在法律或政策不允许派发或发布此报告的地方的人。

报告受到版权和资料全面保护。除非获得民银证券的授权，任何人不得以任何目的复制、派发或出版此报告。民银证券保留一切权利。