2026 年 11 月 20 日

没有免费的加息

宏观经济点评
证券研究报告

宏观经济组
分析师：钟天（执业 S1130526020001）
zhongtian@gjzq.com.cn
分析师：宋雪涛（执业 S1130525030001）
songxuetao@gjzq.com.cn

没有免费的加息

基本内容：

在“联储主席”前瞻指引缺位的环境下，“非联储主席们”见缝插针，尽显鹰派。这背后亦是政治，中选之后，特朗普的政治筹码明显缩水，联储官员公开唱反调的代价随之下降。对票委们而言，此时放鹰既是对通胀的表态，也是借机与白宫的降息施压做切割。

鹰王当属这一周来发言不断的沃勒，其呼吁 12 月考虑加息 50bp，或至少给出清晰的连续 25bp 加息指引，造成了新的紧缩压力：全球资产几乎对美元普跌，商品尤其走出了某种衰退交易的状态。

沃勒呼吁极端紧缩是免费的，但加息本身并不免费。经济基本面的确依然指向较大的通胀压力，但政策也并不应只基于基本面。金融条件已等效于近 100bp 的加息，高于 3 月高点；美股调整也使居民部门财富脉冲在 11 月初录得 3 月以来首个负值。

因此，12 月加息 25bp 后进一步夯实传统的“季频加息路径”具有合理性，但 9 月以来的联储转向至多把去年 3 次共 75bp 降息全部收回，且这应被当作加息幅度的上限而非下限。

最终能否兑现，最关键的变量依然在于美股。毕竟 2018 年鲍威尔从 long way from neutral 到 just below neutral 只用了两个月，期间联储甚至没有实质性加息，变化的只是美股与信用利差；我们不期待沃什有鲍威尔的政策灵活性或内部号召力，但他拒绝给出前瞻指引的行为至少降低了未来政策转向的门槛。

极度宽松的财政政策和 AI 投资浪潮为美国提供了增长缓冲，这是联储可以选择继续紧缩的重要前提。但这个前提正在摇摆，费城半导体指数自 6 月高点已回撤约三分之一，而 AI 资产恰恰同时支撑着居民财富与增长预期。尽管美股调整的幅度依然窄幅聚焦于科技板块，但更猛烈的加息预期配合一些走弱的基本面数据就可能推动某种衰退交易的发生，在当前极度脆弱的宏观环境面前，降速就足以引发更大的恐慌；因此，加息本身并不免费，甚至更加昂贵。

风险提示

1）宏观经济数据频率较低，对于跨境行业数据估计存在滞后性；2）美国产业政策受党派影响明显，执政党派的更换可能引发产业政策回溯；3）AI 技术发展与产业投资存在较大不确定性。

内容目录

风险提示 7

图表目录

图 1：PPI 第四阶段投入品同比，服务类投入品已越过 2021 年高点 3
图 2：CPI 通胀广度与超级核心 CPI 4
图 3：工资水平短期无法转化为更多通胀压力 4
图 4：FCI 等效紧缩合计已超过“收回三次降息” 5
图 5：FCI 分季度归因：Q4 以来收紧结构由利率转向权益与信用 5
图 6：黄金（逆序）与 FCI 累计变化 6
图 7：居民部门资金来源分解（周度，2015 年以来） 6
图 8：居民部门资金来源分解（最近 9 周） 7

在“联储主席”前瞻指引缺位的环境下，“非联储主席们”见缝插针，尽显鹰派。这背后亦是政治，中选之后，特朗普的政治筹码明显缩水，联储官员公开唱反调的代价随之下降。对票委们而言，此时放鹰既是对通胀的表态，也是借机与白宫的降息施压做切割。

鹰王当属这一周来发言不断的沃勒，其呼吁 12 月考虑加息 50bp，或至少给出清晰的连续 25bp 加息指引，造成了新的紧缩压力：全球资产几乎对美元普跌，商品尤其走出了某种衰退交易的状态。

沃勒呼吁极端紧缩是免费的，但加息本身并不免费。经济基本面的确依然指向较大的通胀压力，但政策也并不应只基于基本面。金融条件已等效于近 100bp 的加息，高于 3 月高点；美股调整也使居民部门财富脉冲在 11 月初录得 3 月以来首个负值。

因此，12 月加息 25bp 后进一步夯实传统的“季频加息路径”具有合理性，但 9 月以来的联储转向至多把去年 3 次共 75bp 降息全部收回，且这应被当作加息幅度的上限而非下限。

最终能否兑现，最关键的变量依然在于美股。毕竟 2018 年鲍威尔从 long way from neutral 到 just below neutral 只用了两个月，期间联储甚至没有实质性加息，变化的只是美股与信用利差；我们不期待沃什有鲍威尔的政策灵活性或内部号召力，但他拒绝给出前瞻指引的行为至少降低了未来政策转向的门槛。

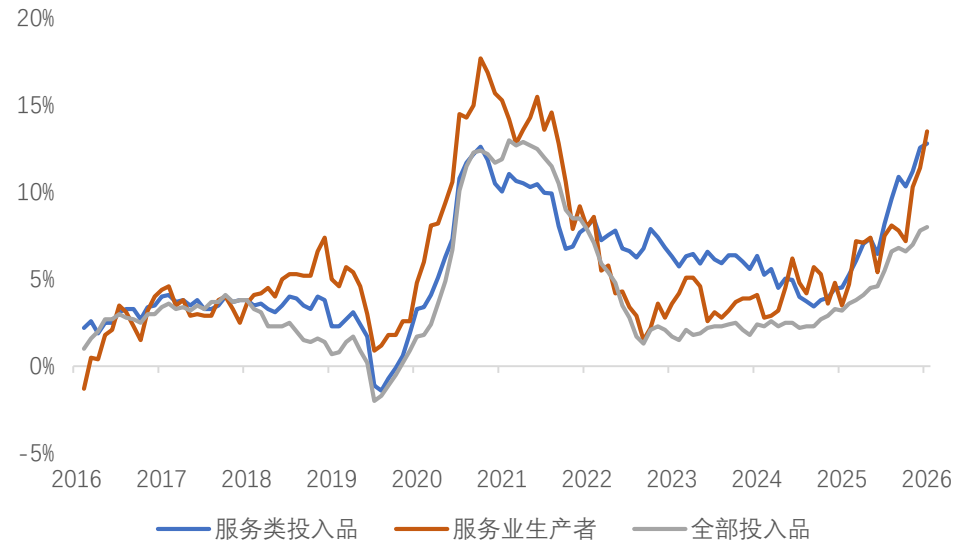
极度宽松的财政政策和 AI 投资浪潮为美国提供了增长缓冲，这是联储可以选择继续紧缩的重要前提。但这个前提正在摇摆，费城半导体指数自 6 月高点已回撤约三分之一，而 AI 资产恰恰同时支撑着居民财富与增长预期。尽管美股调整的幅度依然窄幅聚焦于科技板块，但更猛烈的加息预期配合一些走弱的基本面数据就可能推动某种衰退交易的发生，在当前极度脆弱的宏观环境面前，降速就足以引发更大的恐慌；因此，加息本身并不免费，甚至更加昂贵。

一、通胀压力仍未见拐点，推动联储延续加息

站在经济基本面的角度，无论是依然在传导中的 PPI 高读数，还是依然具有相当广度的通胀扩散指标，以及高度波动但有所复苏的非农就业状态，都可以支持官员进一步收紧货币政策。

最靠近下游最终需求的 PPI 第四阶段投入品中，服务类投入品价格同比录得 12.8%，已略高于 2021 年高点（12.6%），即服务端成本压力还在延续；整体投入品同比 8.0%，已是 2022 年 9 月以来最高。而更上游的第一、第二阶段都在 13%以上；从生产端的角度看，很难判断上游到终端落差对应的拐点多久到来，但至少还没有发生。

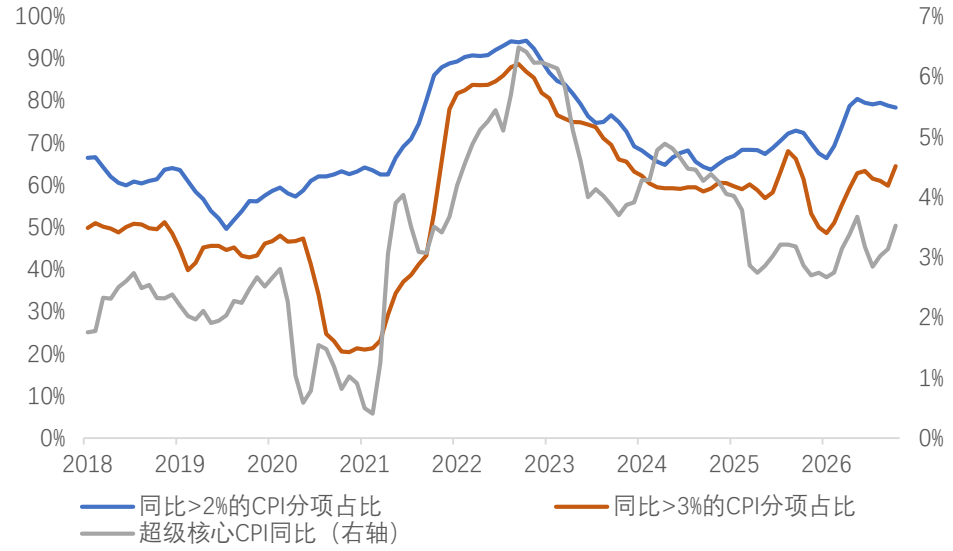
图 1：PPI 第四阶段投入品同比，服务类投入品已越过 2021 年高点



来源：Wind，国金证券研究所

另一视角下，美国通胀的广度问题也依然备受关注。10 月数据中，同比增速超过 2%与超过 3%的 CPI 分项占比分别达到 78.3%和 64.4%，超级核心 CPI 同比也再次回升至 3%以上水平；广度上升意味着通胀不再只是能源和少数品类的问题，这些都构成联储加息的基础。

图 2：CPI 通胀广度与超级核心 CPI

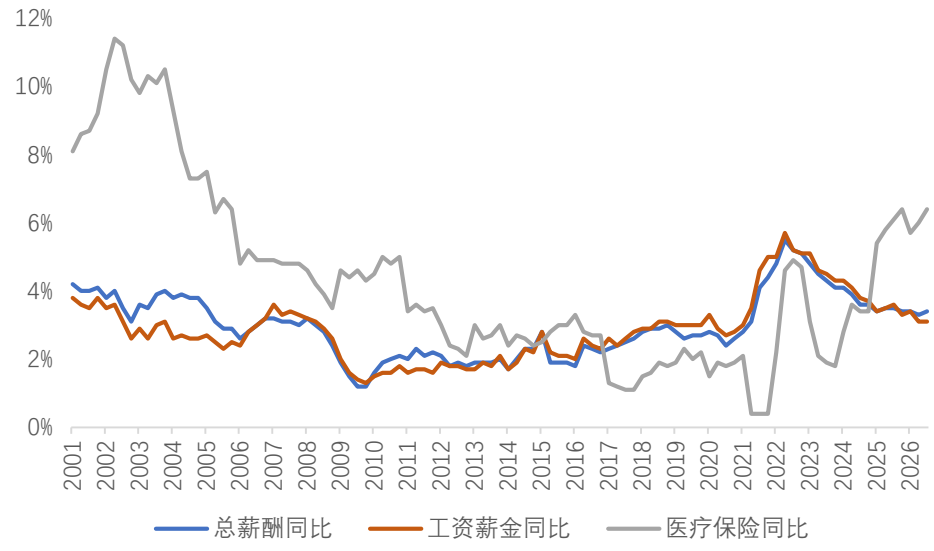


来源：Wind，国金证券研究所

沃勒担心经济开始默许 3%以上的通胀，甚至需要用更激进的行动去“震醒”预期，但 11 月密歇根初值中 1 年期通胀预期从 4.7%回落至 4.3%，5－10 年期也从 3.5%降至 3.4%，预期并没有如他所担心的那样继续上移。

且工资水平在短期内仍无法转化为更多的通胀压力，三季度 ECI 中私人部门工资薪金同比仅 3.1%，与上季持平、较一年前的 3.6%继续回落，经通胀调整后同比下降 0.6%；劳动力成本的上行主要来自福利，尤其是医疗保险（同比约 6.4%），而非真正的薪资。

图 3：工资水平短期无法转化为更多通胀压力



来源：Wind，国金证券研究所

二、金融条件已显著收紧，加息并不免费

政策也并不应只基于基本面，当前的金融条件已显著收紧，加息并不免费。按等效联邦基金利率计，6 月 17 日沃什首次主持 FOMC 以来，FCI 收紧约 100bp，约等于四次 25bp 加息；而从年初至今看，也是约 90bp 的等效紧缩，当下金融条件紧张程度已高过 3 月高点。

我们提到的“等效”有两层含义。第一，FCI 各项的权重按“对经济的影响相当于多少个基点的联邦基金利率”校准，所以 100bp 可以粗略理解为额外加了四次息。第二，这种收紧不需要 FOMC 投票，由资产价格，尤其是长端利率和美元自己完成，对应着沃什在 7 月 FOMC 所说的“市场代替紧缩”。

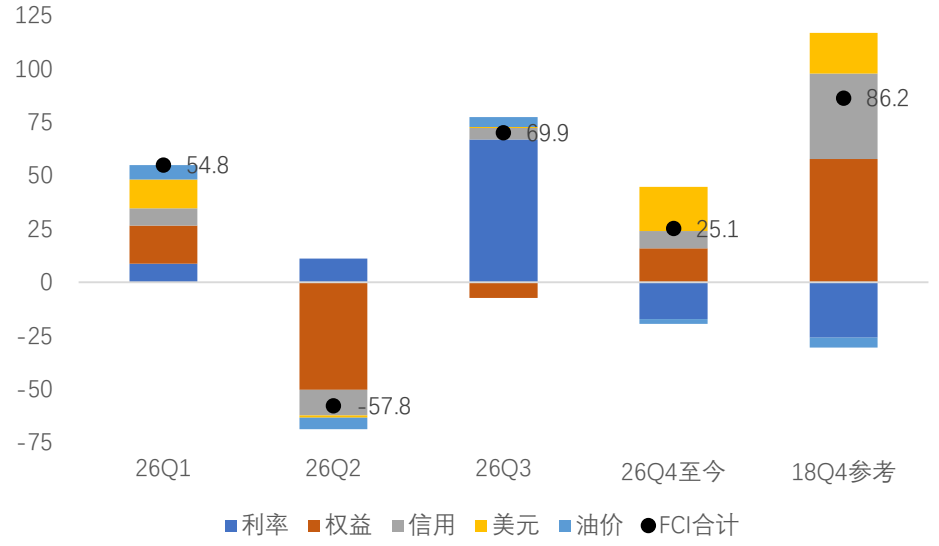
图 4：FCI 等效紧缩合计已超过“收回三次降息”



来源：Wind，国金证券研究所

总的来说，年初至今的收紧来自 10 年期利率（+69bp，几乎全部发生在 Q3）和美元（+34bp，其中 Q4 以来+21bp），美股因为年初至今整体仍录得涨幅，反而等效放松约 24bp。但结构正在变化：Q4 以来利率已转为放松约 17bp，美股与信用利差则合计收紧约 24bp。与之相对的是 2018 年第四季度，单季度美股与信用（利差）合计收紧接近 100bp，进而触发联储转向。

图 5：FCI 分季度归因：Q4 以来收紧结构由利率转向权益与信用

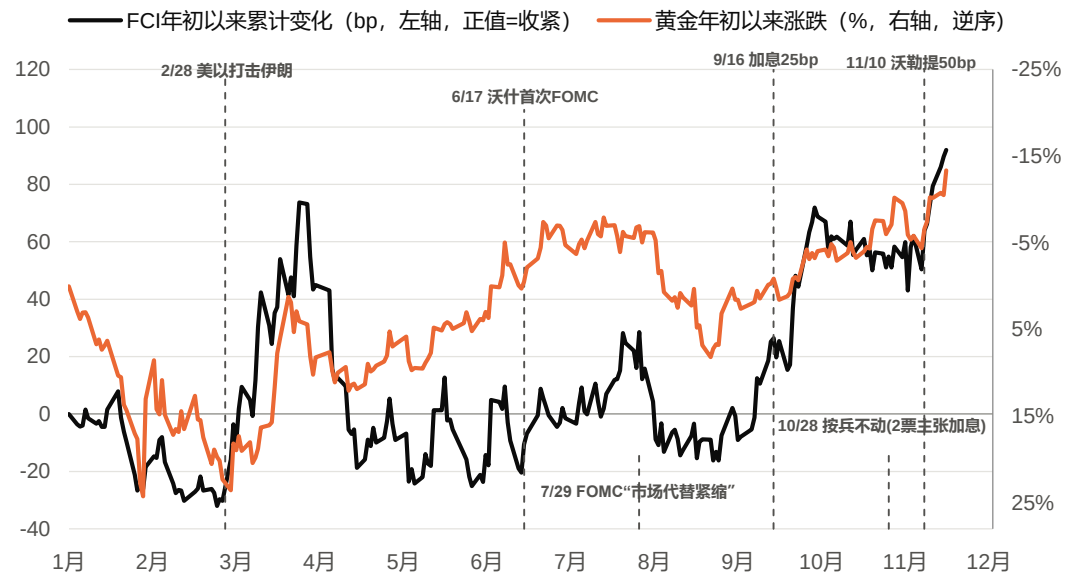


来源：Wind，国金证券研究所（数据截止 2026 年 11 月 19 日）

另一方面，从资产价格的角度看，黄金也是一个很好的反馈刻度；尤其是从三季度至今，黄金走势与金融条件指数的累计变化呈现出很强的负相关。本质上，黄金仍在交易实际利率，只不过这个实际利率是市场隐含的：它由长端利率、美元、美股等资产共同定价，而不是政策利率本身。

这或许也给出另一个信号，今年大部分时间，黄金被当作风险资产交易，与美股同跌同涨。如果相关性出现明显缩窄，可能就接近了阶段性的加息预期定价拐点。

图 6：黄金（逆序）与 FCI 累计变化

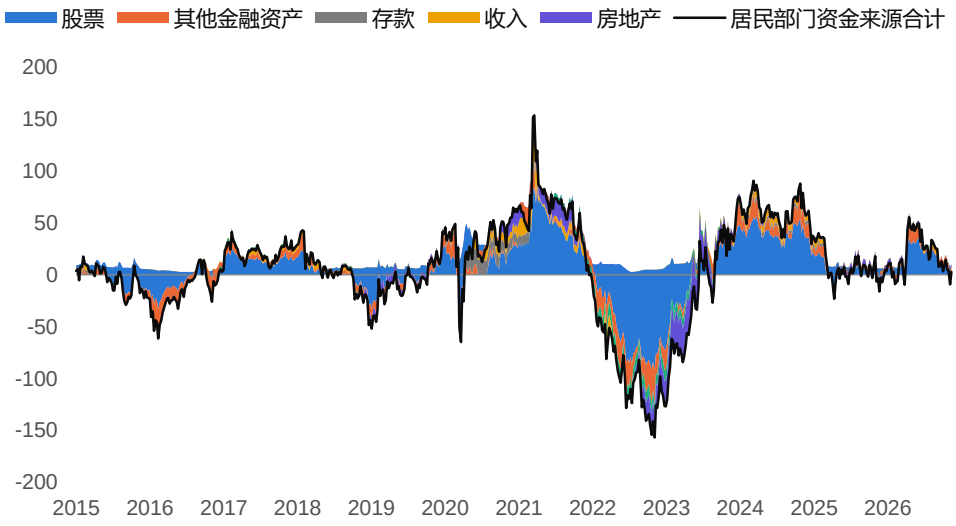


来源：Wind，国金证券研究所（数据截止 2026 年 11 月 19 日）

随着美股调整的延续，以及美债持续走熊，美国居民部门的财富脉冲（%名义消费）在 11 月初录得 3 月以来首个负值，其中以债券为主的“其他金融资产”自 9 月起就已持续拖累。这至少说明美国资产价格正在回归均值，更广义的名义购买力逐渐与通胀增速同频。

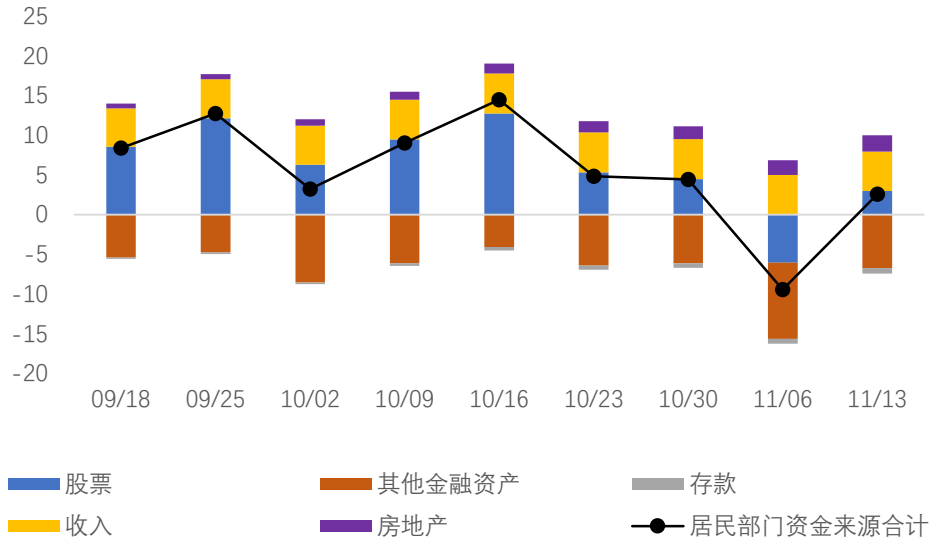
即广义真实购买力的停滞，在中东冲突初期之后可能才真正开始发生。目前这只是一个潜在风险：如果连续走弱，我们讨论的就不再是加多少，而是该不该加。

图 7：居民部门资金来源分解（周度，2015 年以来）



来源：Wind，国金证券研究所（数据截止 2026 年 11 月 13 日，单位:%名义消费）

图 8：居民部门资金来源分解（最近 9 周）



来源：Wind，国金证券研究所（数据截止 2026 年 11 月 13 日，单位:%名义消费）

因此，12 月加息 25bp 后进一步夯实传统的“季频加息路径”是合理的，但收回去年 3 次共 75bp 降息，应被当作上限而非下限。当前对于 2027 年 6 月的隐含利率已升至已升至 4.66%，即在“完全收回”（4.25－4.50%）之外又多定价了约一次加息，这是我们理解上限之外的部分。

最终能否兑现，最关键的变量依然在于美股。毕竟 2018 年鲍威尔从 long way from neutral 到 just below neutral 只用了两个月，期间联储甚至没有实质性加息，变化的只是美股与信用利差；我们不期待沃什有鲍威尔的政策灵活性或内部号召力，但他拒绝给出前瞻指引的行为至少降低了未来政策转向的门槛。

极度宽松的财政政策和 AI 投资浪潮为美国提供了增长缓冲，这是联储可以选择继续紧缩的重要前提。但这个前提正在摇摆，费城半导体指数自 6 月高点已回撤约三分之一，而 AI 资产恰恰同时支撑着居民财富与增长预期。尽管美股调整的幅度依然窄幅聚焦于科技板块，但更猛烈的加息预期配合一些走弱的基本面数据就可能推动某种衰退交易的发生，在当前极度脆弱的宏观环境面前，降速就足以引发更大的恐慌；因此，加息本身并不免费，甚至更加昂贵。

风险提示

1）AI 技术数据更新频率较低，无法及时反馈模型能力的大幅提升；2）美国产业政策受党派影响明显，执政党派的更换可能引发产业政策回溯；3）AI 技术发展与产业投资存在较大不确定性。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海
电话：021-80234211
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn
邮编：201204
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 5 楼

北京
电话：010-85950438
邮箱：researchbj@gjzq.com.cn
邮编：100005
地址：北京市东城区建内大街 26 号新闻大厦 8 层南侧

深圳
电话：0755-86695353
邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：518000
地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806

【小程序】
国金证券研究服务

【公众号】
国金证券研究