

## 【事件】

北京时间 9 月 17 日，美联储公开市场委员会（FOMC）公布最新利率决议，宣布加息 25bp，使得联邦基金利率来到 3.75%-4% 区间不变。决议公布后，新任美联储主席沃什出席记者会回答记者提问。

## 【点评观点】

## ➤ 加息决定获全票通过，决议文本声调显著偏鹰

本次决议文本变动较多，除宣布加息外，对经济活动的表述也出现较大变化，具体包括以下几个方面：

首先，决议明确指出本次加息获得全票通过。相较于此前美联储官员在利率政策上的明显分歧，在 8 月份 CPI 和非农数据均未释放支持降息的信号后，FOMC 内部的政策立场最终趋于一致，加息成为美联储官员的共识。

其次，在对经济活动的判断方面，决议文本表述为：“尽管不确定性依然高企，部分原因在于地缘政治局势，但国内支出仍然具有韧性。生产率增长强劲，资本投资稳健。”该表述的鹰派色彩较强。经济活动保持韧性，而外部地缘政治环境带来的通胀压力上升，意味着美联储当前的政策重心进一步转向压制通胀。因此，当前不仅缺乏降息的条件，维持原有利率水平也已难以满足政策目标。

最后，在通胀方面，决议表述为：“今天的政策行动将支持通胀更及时地回落至委员会 2% 的目标。”相较于前次会议仅强调通胀仍高于 2% 目标，本次表述进一步突出“及时”，显示美联储的鹰派立场明显增强。

总体来看，本次决议文本强调了加息的必要性。一方面，经济保持较强韧性、就业市场维持稳定，使得降息缺乏现实依据，也为美联储进一步收紧政策提供了空间；另一方面，外部地缘政治压力带来了超预期的通胀粘性，使得美联储认为有必要采取行动，推动通胀更及时地回归目标。因此，在经济和就业仍具备韧性的情况下，加息成为防止通胀压力进一步固化的必要选择。

## 研究部

姓名：张思达

SFC: BPT227

电话：0755-21519179

Email: zhangsd@gyzq.com.hk

### ➤ 点阵图预计年内或还有一次加息，中长期通胀预测仅小幅调整

本次点阵图显示，多数 FOMC 官员对年内利率政策的预期较此前进一步趋紧。18 位提交利率预测的官员中，有 16 位预计 2026 年全年至少加息两次，即在本次加息之后，年内至少还需加息一次；没有官员预计年内应当降息。相较于 6 月份点阵图所显示的较大分歧，本次点阵图显示官员之间的分歧显著收窄，加息成为主流判断。

在经济预测方面：

- 2026 年、2027 年、2028 年年底及长期联邦基金利率预期中值分别为 4.1%、4.1%、3.9%和 3.2%，前次预期分别为 3.8%、3.6%、3.4%和 3.1%。
- 2026—2028 年 GDP 增速预期中值分别为 2.3%、2.4%和 2.2%，前次预期分别为 2.2%、2.3%和 2.2%。
- 2026—2028 年年底失业率预期中值均为 4.1%，前次预期分别为 4.3%、4.3%和 4.2%。
- 2026—2028 年年底 PCE 通胀预期中值分别为 3.7%、2.3%和 2.1%，前次预期分别为 3.6%、2.3%和 2.0%。
- 2026—2028 年年底核心 PCE 通胀预期中值分别为 3.4%、2.5%和 2.2%，前次预期分别为 3.3%、2.5%和 2.1%。

本次经济预测继续小幅上调 2026 年的通胀预测，2027 年通胀预测保持不变，2028 年 PCE 与核心 PCE 通胀预测则均小幅上调 0.1 个百分点。同时，FOMC 上调了 2026 年和 2027 年的 GDP 增速预测，并下调了 2026—2028 年的失业率预测。

整体来看，FOMC 更加突出 2026 年的通胀风险，但仍预计通胀将在 2027 年明显回落，同时认为美国经济活动将继续保持增长韧性。经济增长和就业预测改善，而政策利率路径明显上移，反映出美联储认为美国经济能够承受更长时间的高利率环境。

### ➤ 沃什记者会：声调较为偏鹰，强调通胀持续时间过久

以下是本次沃什记者会的要点：

- 利率前景：认为金融状况并不具有限制性，这一观点在 FOMC 内部得到广泛认同。取消了一部分宽松政策，使金融和信贷条件趋于目标。不会给出前瞻性指引，未提供点阵图。政策并非由市场推动。不认为我们必须损害劳动力市场才能实现目标。（解释本次加息的原因，并强调美联储政策不受市场观点影响）
- 通胀前景：首要关注点是通胀，通胀过高且持续时间已太长。太多类别的商品价格在 6 个月和 12 个月周期内均出现超过 3% 的涨幅。FOMC 并不确信通胀正在向目标水平迈进。将确保任何价格变化不会扩散。（这是本次加息的直接原因，通胀受到多方面因素的影响，长期难以回落，使得美联储有必要在经济具备韧性的情况下采取行动，来抑制未来可能的通胀进一步抬升）
- 经济前景：经济具有韧性。美联储在维持当前经济进步方面发挥着作用。潜在经济增长更高，问题在于通胀。失业率仍然较低，基本上达到了充分就业。（再次表达对通胀的关注，也进一步表明美联储对于当前的经济运行具有信心，这也给了美联储加息的空间）
- 美债问题：认为债券收益率上升有三个原因，首先是经济强劲；第二个原因是资本竞争，第三是地缘政治。（资本竞争的观点与沃什过往对于美债利率走高的观点相一致，他曾经多次表示 AI 投资影响了对于美债的需求，使得美债利率提升）

本次记者会市场仅 30 分钟，内容主要在于进一步解释利率决议的内容，整体基调与决议文本保持一致，显著偏向鹰派。

### ➤ 观点：持续紧缩周期尚未开启，但“更高更久高”或重新成为基准情形

本次美联储加息 25bp 本身基本符合市场预期，但点阵图、经济预测及沃什记者会共同释放的政策信号显著偏鹰。我们认为，本次加息是一次预防性的风险管理式加息：在经济增长和就业仍具备韧性的情况下，美联储选择提前收紧政策，以防止能源价格上涨等供给冲击向核心通胀和中长期通胀预期进一步传导。

从直接原因看，通胀已经长期高于 2% 目标，近期基础通胀也没有出现足以令 FOMC 确信其正在持续回落的证据；与此同时，经济增长、资本投资和劳动力市场均未出现明显的紧缩压力。因此，沃什在记者会

上表示，当前广义金融条件仍难以被称为具有限制性，此前的政策利率不足以保证通胀“及时”回归目标。本次加息实质上是为了撤回此前的一部分宽松政策。

本次会议更深层次的变化在于美联储政策思路的调整。此次经济预测只是小幅上调通胀水平，但 2026—2028 年的政策利率预测却出现了更加明显的上移。这意味着 FOMC 尚未认为未来通胀一定会进一步失控，但已经降低了对通胀长期偏离目标的容忍度：即使中期通胀预测没有出现同等幅度的恶化，美联储也认为需要通过更高的利率，推动通胀以更快速度回归 2%。决议中“更及时地回归 2% 目标”的表述，正是这一变化的集中体现。

过去数年，能源供给冲击、全球贸易摩擦、中东地缘政治冲突以及美国国内需求等多重因素，使美国通胀反复高于目标。虽然目前尚无迹象表明中长期通胀预期已经明显去锚，但通胀长期偏离目标可能逐渐削弱美联储物价稳定承诺的可信度。一旦居民和企业开始将高通胀纳入工资、定价和投资决策，美联储重新稳定通胀预期所需付出的就业和经济增长成本将明显上升。因此，在就业市场仍然稳健、经济能够承受更高利率的情况下，提前收紧政策以防止通胀预期去锚，具有明显的风险管理逻辑。

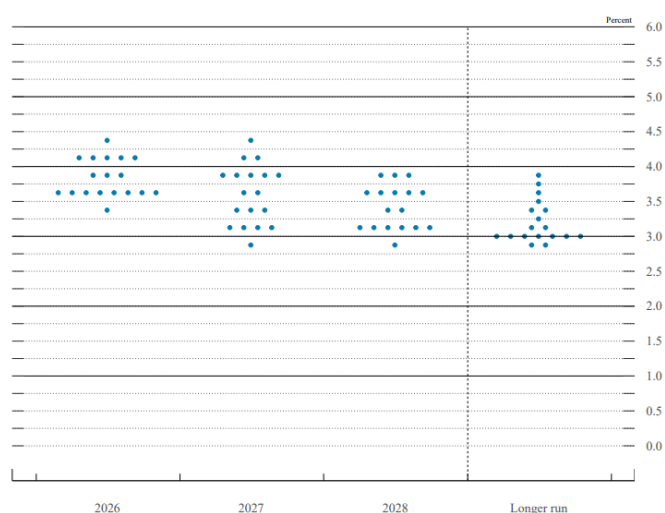
但另一方面，本次加息也不能简单理解为 2022—2023 年连续加息周期的重新启动。从点阵图看，18 名官员中有 16 人预计年内至少还需加息一次，2026 年和 2027 年政策利率预期中值均为 4.1%，2028 年才小幅回落至 3.9%。这一路径并不指向连续、大幅加息，而是更偏向“年内再次加息、随后在较长时间内维持高利率”的政策安排。

这一判断也意味着后续政策风险具有明显的不对称性。通胀数据改善首先对应的可能只是暂停加息，而不是立即降息；如果能源价格继续高位运行、价格压力向核心项目扩散，或者金融条件重新宽松，美联储仍有进一步加息的理由。即使油价回落，只要基础通胀仍然偏高、经济和就业保持韧性，美联储也可能选择将利率维持在高位，而不会迅速逆转本次加息。相反，若要在明年重新转向降息，则可能需要能源冲击消退、基础通胀广泛回落和劳动力市场明显降温同时出现。因此，降息在一段时间内难以重新成为基准情形，美联储已经回到“更高更久”的政策阶段。

对资产价格而言，政策前景由降息转向“更高更久”，意味着短端利率和美元仍将获得一定支撑，而市场需要更加频繁地根据通胀、就业和能源数据重估政策路径，贴现率波动可能进一步上升。与此同时，即使美联储停止加息，AI 资本开支带来的资本竞争、地缘政治风险及期限溢价仍可能使长端美债收益率维持高位。

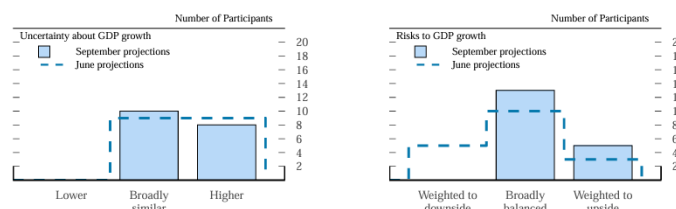
因此，未来资产定价将同时受到盈利质量与融资成本的约束：现金流确定性较高、资产负债表稳健且能够消化融资成本的公司可能相对占优；高杠杆、依赖外部融资以及远期盈利占比较高的资产，则更容易受到高利率环境的压制。

图 1：6 月份美联储官员对于年内利率政策的分歧较大



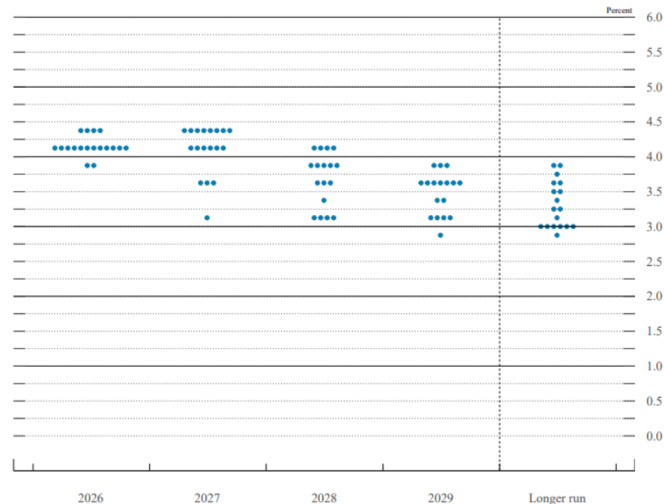
资料来源：FED、国元证券经纪(香港)整理

图 3：与会者中多数认为实际 GDP 面临的不确定性较高，风险倾向大致平衡



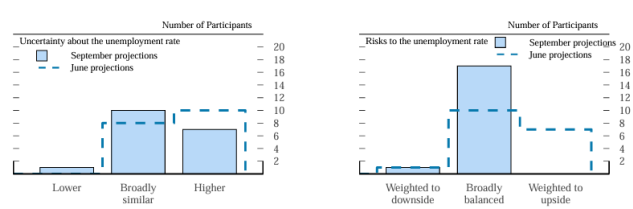
资料来源：FED、国元证券经纪(香港)整理

图 2：9 月份官员之间分歧减小，普遍偏向鹰派



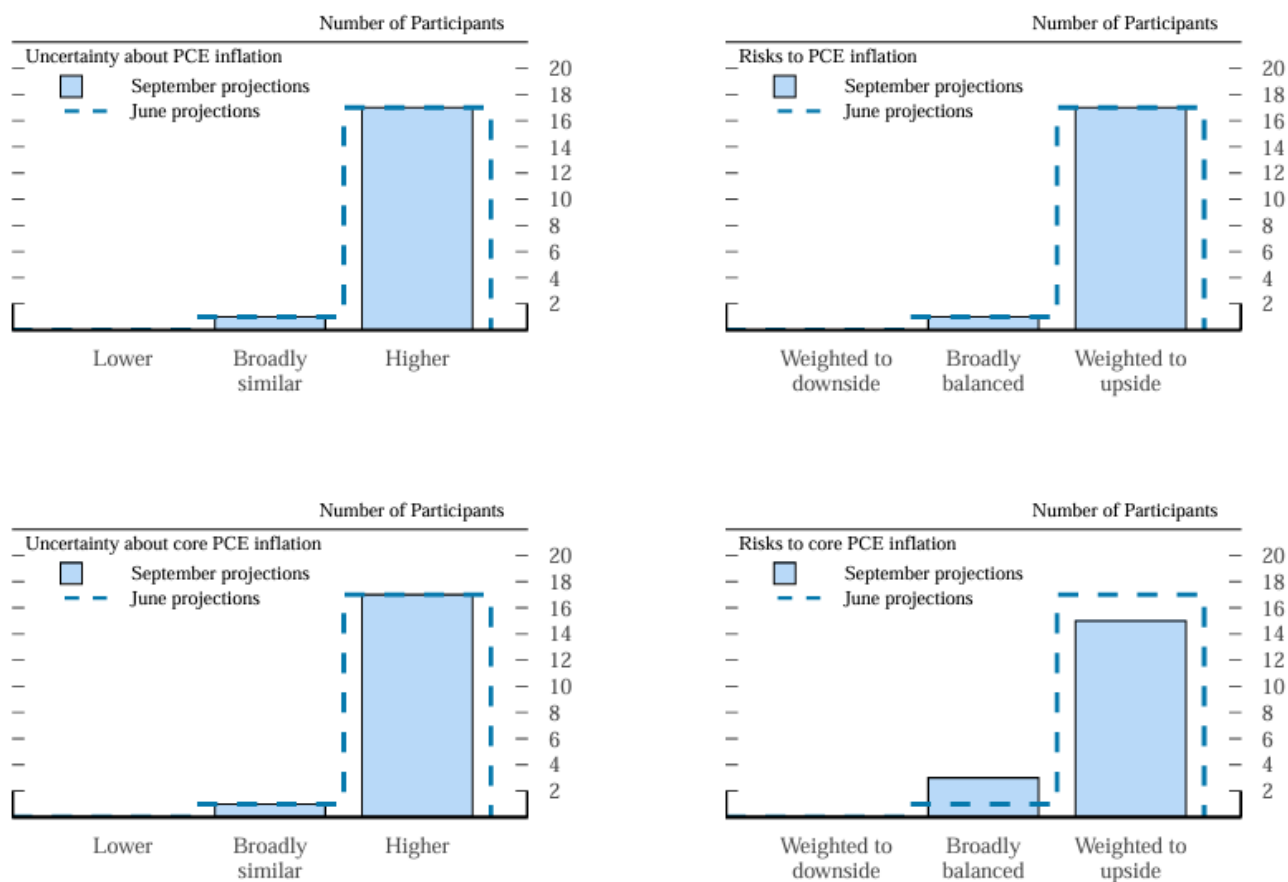
资料来源：FED、国元证券经纪(香港)整理

图 4：与会者中多数认为失业率面临的不确定性大致平衡，风险大致平衡



资料来源：FED、国元证券经纪(香港)整理

图 5：与会者中多数认为 PCE 通胀、核心 PCE 通胀面临的不确定性较高，风险倾向上行



资料来源：FED、国元证券经纪(香港)整理

# 免责声明

## 一般声明

本报告由国元证券经纪（香港）有限公司（简称“国元证券经纪（香港）”）制作，国元证券经纪（香港）为国元国际控股有限公司的全资子公司。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国元证券经纪（香港）及其关联机构对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成对买卖任何证券或其他金融工具的出价或征价或提供任何投资决策建议的服务。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐或投资操作性建议。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，自主审慎做出决策并自行承担风险。投资者在依据本报告涉及的内容进行任何决策前，应同时考虑各自的投资目的、财务状况和特定需求，并就相关决策咨询专业顾问的意见对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国元证券经纪（香港）及/或其关联人员均不承担任何责任。

本报告署名分析师与本报告中提及公司无财务权益关系。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，国元证券经纪（香港）可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

本报告署名分析师可能会不时与国元证券经纪（香港）的客户、销售交易人员、其他业务人员或在本报告中针对可能对本报告所涉及的标的证券或其他金融工具的市场价格产生短期影响的催化剂或事件进行交易策略的讨论。这种短期影响的分析可能与分析师已发布的关于相关证券或其他金融工具的目标价、评级、估值、预测等观点相反或不一致，相关的交易策略不同于且也不影响分析师关于其所研究标的证券或其他金融工具的基本面评级或评分。

国元证券经纪（香港）的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。国元证券经纪（香港）没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国元国际控股有限公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见不一致的投资决策。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。

分析中所做的预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本报告提供给某接收人是基于该接收人被认为有能力独立评估投资风险并就投资决策能行使独立判断。投资的独立判断是指，投资决策是投资者自身基于对潜在投资的目标、需求、机会、风险、市场因素及其他投资考虑而独立做出的。

## 特别声明

在法律许可的情况下，国元证券经纪（香港）可能与本报告中提及公司正在建立或争取建立业务关系或服务关系。因此，投资者应当考虑到国元证券经纪（香港）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。

本报告的版权仅为国元证券经纪（香港）所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

## 分析员声明

本人具备香港证监会授予的第四类牌照——就证券提供意见。本人以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

国元国际控股有限公司  
香港中环康乐广场8号交易广场三期17楼  
电 话：(852) 3769 6888  
传 真：(852) 3769 6999  
服务热线：400-888-1313  
公司网址：<http://www.gyzq.com.hk>