

演講翻譯 · 第 1 集 · 2026-10-08 伊斯坦堡

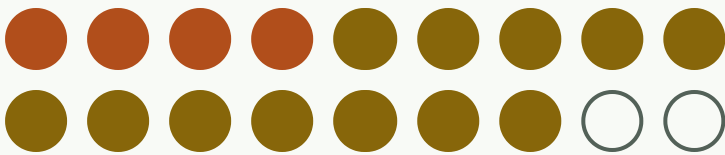
點陣圖不是承諾，是訊號

“The Signaling Value of the Summary of Economic Projections”

聯準會理事 Christopher J. Waller，於土耳其央行主辦的伊斯坦堡經濟論壇。

原文：[federalreserve.gov](https://www.federalreserve.gov) 逐字稿（美國聯邦政府著作，公有領域）· 中文：Claude 翻譯，非官方譯本 · 註解與查核資料截至 2026-10-20

16 / 18



九月點陣圖，2026 年底那一欄：每個點是一位決策者。金＝再升一碼，橘＝再升兩碼，空心＝不再動。第 19 位，主席 Warsh，沒有交。

先看結論

- **一句話：**Waller 先解釋自己為什麼從去年的降息派變成今年的升息派，再替點陣圖辯護：它不是承諾，是訊號，告訴市場終點大概在哪，步調交給數據。
- **標題講點陣圖，一半以上在自辯：**¶ 2-8 解釋「我為什麼轉向」，占 52% 的字；¶ 9-17 才談溝通，占 44%。
- **沒點名的人：**主席 Warsh 6 月拿掉聲明裡的前瞻指引、不交點陣圖，還成立工作小組，年底前檢討點陣圖。全文提到「主席」0 次。我們的解讀是，這篇在主席面前替一個正在被檢討的工具辯護。
- **數字查核：**點陣圖三個數字（16/18、4 人兩碼、8 人 +50 基點）全對。「核心通膨 2.5-3%」要靠 BEA 9/30 的統計修正才成立。期貨機率比公開讀數高 2-6 個百分點。「AI 推高高科技價格」只在電腦與軟體成立，手機與 IT 商品整體仍在跌。
- **他沒說的：**今年 1 月他還投反對票主張再降一碼。

- 他自己的路徑：還要升，但不必連續升。翻成行事曆：10/28 可以先不動，12/9 附新點陣圖的那次會議才是重點。

結構 一、變了什麼 三種說法 點陣圖 機率怎麼算 查核 沒說的事 反應 接下來 名詞

這篇怎麼讀

1,968 個英文字、18 段，約 15 分鐘。前半自辯，後半講方法。用詞統計由程式計算。



前半：去年降息是替就業投保；今年勞動市場穩住，油價、AI、關稅讓通膨卡在 3%。

後半：同一條「升三碼」的心中路徑，有三種說法；點陣圖是中間那種。



全文對照

顯示

一、到底變了什麼（¶1-8）

先交代自己為什麼從去年的降息派變成今年的升息派：去年降息是替就業投保；今年勞動市場穩住，油價、AI、關稅三股力量讓通膨卡在 3%。整篇一半以上的字數花在這裡。

¶01 Thank you to the Central Bank of Türkiye for the opportunity to speak to you.¹ I look forward today to hearing perspectives on the global economy and Türkiye's role in it, but I thought the most constructive use I can make of the valuable time you have granted me is to offer a brief update on the U.S. economy and then offer some thoughts on central bank communication.

感謝土耳其共和國中央銀行，給我這個機會與各位談話。今天我很期待聽聽各位對全球經濟、對土耳其在其中扮演什麼角色的看法；不過，各位撥給我的時間很寶貴，我想最有建設性的用法，是先

場合：土耳其央行主辦的伊斯坦堡經濟論壇。講稿頁附「Watch Live」，全文是美國聯邦政府職務著作，屬公有領域 ([federalreserve.gov](https://www.federalreserve.gov))。

上標¹是講稿原註：觀點屬個人，不代表理事會或 FOMC。

¶02 As you know, in September the Federal Open Market Committee (FOMC) voted to raise our policy rate 25 basis points to 3.75 percent to 4 percent after nine months during which we held it steady. When monetary policy changes in this fashion, one question that most people ask is, what comes next? And I promise that I will do my best to answer that today, but first I will address another question raised by this shift in policy, which is, what changed? Was there new evidence, or did my thinking about the economy change? It turns out that the answer to this second question has a lot to do with the first one—about where policy goes from here.

各位都知道，九月時，聯邦公開市場委員會（FOMC）表決把政策利率調升 25 個基點，到 3.75% 至 4%；在那之前，我們已經按兵不動九個月。貨幣政策這樣轉向，多數人會問：接下來呢？我保證今天會盡力回答。但我想先回答這次轉向引出的另一個問題：到底變了什麼？是出現了新證據，還是我對經濟的看法變了？答案揭曉，第二個問題和第一個問題——政策接下來往哪裡走——關係密切。

查核 屬實：2026-09-16 升息 25 基點到 3.75–4.00%，表決 12–0 ([聲明](#))。這是 Kevin Warsh 2026-05-22 就任主席後的第一次升息。

單位：1 基點=0.01 個百分點；台灣習慣說 25 基點=「1 碼」。

¶03 I have mentioned that last month's increase in the federal funds rate came after nine months of holding it steady. When I ask "What changed?" I am obviously asking what changed in the seven weeks between July 29, when the FOMC voted to hold rates steady, and September 16, when we raised them. But I am also asking about what changed from the second half of 2025, when the FOMC reduced rates 75 basis points over three successive meetings. While it might seem to some that monetary policy has turned on a dime, or on one or two data points, in my case my decision last month was the culmination of factors that developed over the past year, and I would like to describe them.

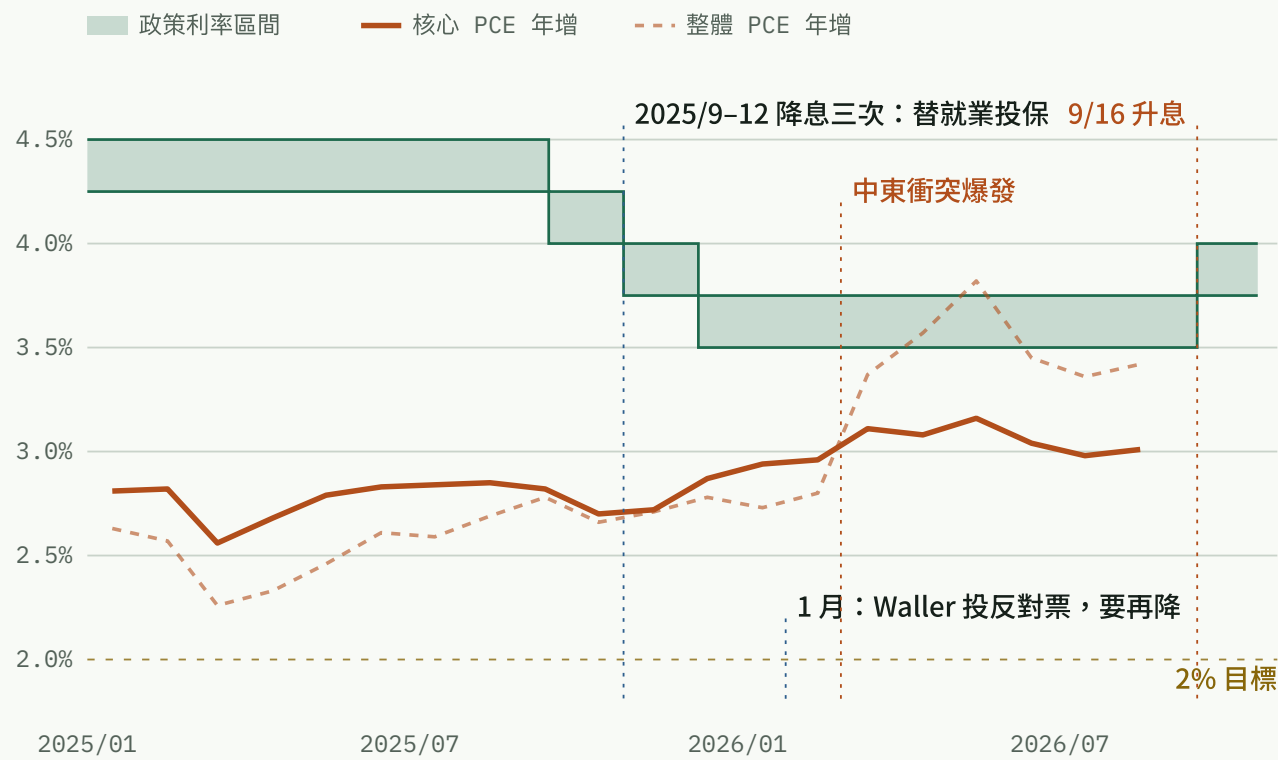
我說過，上個月調升聯邦資金利率之前，利率已經持平九個月。我問「變了什麼」，問的當然是這七週之間變了什麼：7 月 29 日，FOMC 表決維持利率不變；9 月 16 日，我們升息。但我也在問：和 2025 年下半年相比，又變了什麼？那時 FOMC 連續三次會議，一共降息 75 個基點。有些人或許覺得，貨幣政策說轉就轉，一兩個數據就讓它掉頭。但就我而言，上個月的決定，是過去一年逐步累積的因素水到渠成。我想把這些因素說清楚。

查核 屬實：7/29 維持利率，表決 9–3，Hammack、Kashkari、Logan 三位主張當場升息 ([聲明](#))；兩個日期相隔正好 49 天。2025 年三次降息在 9/17、10/29、12/10。

「turned on a dime」原意是一角硬幣大小的地方就能轉彎，譯作「說轉就轉」。

場景一：變了什麼

綠色帶是政策利率區間，紅線是核心 PCE 年增率（BEA 9/30 修正後），虛線是整體 PCE。去年核心通膨 2.6–2.9% 時降息；今年整體通膨被油價推到 3.8%、核心站上 3%，才在 9 月升回去。



資料：FOMC 聲明；BEA NIPA 月資料（2026-09-30 版），PCE 年增由指數計算。

¶04 When the FOMC cut rates from September through December 2025, we did so with inflation fairly close to our 2 percent target, after accounting for tariff effects that research found were passing through measures of inflation. At the same time, there was significant evidence of a weakening labor market, with an increase in unemployment over the first eight months of the year and very low job creation. Though the picture was less sharp after official data was interrupted because of the government shutdown that began on October 1, other data supported the view that the balance of risks to the FOMC's employment and inflation goals seemed clearly skewed toward employment. I considered our cuts to the policy rate last year as insurance against an economic slowdown.

2025 年 9 月到 12 月 FOMC 降息時，扣掉研究發現正一路傳導進各項通膨指標的關稅效應，通膨其實相當接近 2% 的目標。同一時間，勞動市場轉弱的證據很多：那年前八個月失業率上升，新增就業少之又少。10 月 1 日政府停擺，官方數據中斷，畫面變得模糊一些；但其他數據都支持同一個判斷：在 FOMC 的就業與通膨兩大目標之間，風險明顯偏向就業。我把去年那幾次降息，看作替經濟放緩投保。

屬觀點：「接近 2%」是扣掉關稅後的判斷；修正後資料裡，2025 年 9–12 月核心 PCE 年增是 2.70–2.87%。

查核屬實：2025 年 1→8 月失業率 4.0%→4.3%，前八個月非農合計只增約 15.6 萬人。政府停擺從 2025-10-01 開始，當月 CPI 根本沒有收集 (BLS)。

¶05 But then, over the course of the first half of this year, the labor market appeared to stabilize, while progress on inflation stalled due in part to the conflict in the Middle East that drove energy prices very high. I supported no change in the policy rate in the spring and summer with the hope that the conflict would end soon and that the oil price surge would not have a lasting effect on inflation. And there were some signs of an easing of inflation. While headline inflation seesawed based on oil prices and the state of the Middle East conflict, core personal consumption expenditures (PCE) inflation—which excludes volatile food and energy prices—moderated to 0.1 percent in June and an initial estimate of 0.2 percent in July, later revised to 0.1 percent.

然而，今年上半年，勞動市場看來穩住了，通膨的進展卻停了下來，部分原因是中東衝突把能源價格推得極高。春天和夏天，我都支持利率不動，寄望衝突早日結束、油價飆漲不會在通膨上留下長久的烙印。通膨也確實露出緩和的跡象。整體通膨隨著油價、隨著中東戰況上下擺盪；但核心個人消費支出（PCE）通膨——排除波動劇烈的食品與能源——六月放緩到 0.1%，七月初值 0.2%，後來修正為 0.1%。〔譯註：皆為月增率。〕

沒說的事：他說「春天和夏天」支持不動，措辭精準。但 2026-01-28 他和 Miran 投下反對票，主張再降一碼（[聲明](#)）。從主張降息到主張升息，中間只隔八個月。

查核屬實：核心 PCE 月增 6 月 0.1%；7 月初值 0.2%，9/30 修正為 0.1%。

背景：中東衝突 2026-02-28 爆發。EIA 的 Brent 現貨從戰前 \$71 漲到 4/7 的 \$138，7 月初一度跌回 \$68，9 月又回到 \$120 以上（[EIA](#)）。

¶06 But other forces were undermining my faith in this progress. First, hopes for a quick ending to the Middle East conflict faded, and experts warned that low inventories and damaged infrastructure could keep oil prices high through 2027. Second, evidence mounted that the artificial intelligence buildout was significantly driving up high-tech consumer prices, and projections for the size of that buildout ballooned. Third, continuing trade conflicts threatened new tariffs that could put upward pressure on inflation yet again. In most cases, these were forces that became clearer as the year passed, swamping the fleeting signs of progress toward 2 percent inflation. When the first inflation reading for August came in hot just before the FOMC's September meeting, it was impossible to deny that inflation was still too high and not making sufficient progress toward our target.

但另有幾股力量，正一點一點侵蝕我對這份進展的信心。第一，中東衝突速戰速決的希望落空，專家警告：庫存偏低、設施受損，油價可能一路高到 2027 年。第二，愈來愈多證據顯示，人工智慧的建設潮正大幅推高高科技消費品的價格，而這波建設的規模預估，也一路膨脹。第三，貿易衝突沒完沒了，新關稅的威脅可能再一次推升通膨。這些力量，多半是隨著時序推移才愈來愈清楚，淹沒了那些朝 2% 邁進、稍縱即逝的跡象。九月會議前夕，八月的第一份通膨數據燙手出爐，再也無法否認：通膨仍然太高，朝目標前進得不夠。

油價屬實但需加註：EIA (9/9、10/6) 與 IEA (9/11) 都警告庫存偏低、海灣產能恢復延到明年。主流預測仍是 2027 年逐季回落 (EIA 4Q27 \$74)；真正延續到 2027 的是柴油與庫存回補。

AI 物價方向屬實、「大幅」有出入：9 月 CPI 電腦年增 +9.7%（1997 年有資料以來最高）、軟體 +28.4%；但手機 -9.9%，資訊科技商品整體仍 -2.9%。驅動力是記憶體：DRAM 合約價一年約漲 4 倍，Apple、微軟、任天堂、HP 陸續調價。9 月會議紀要也把部分通膨歸因於 AI 建設帶動的科技消費品價格（[紀要](#)）。

關稅屬實：最高法院 2/20 判 IEEPA 不能課關稅後，政府改用其他法條：7/24 起對 60 個經濟體課 Section 301 關稅，8/22 起對加拿大課 50% 的 Section 338 關稅，9 月再加無人機與藥品的 Section 232 關稅。

「燙手」需加註：8 月 CPI（9/11）核心月增 0.3%，預期 0.2%；但核心年增其實從 2.5% 降到 2.4%。燙的是月增率。

¶07 While some suggested that monetary policy shifted in September based largely on the single data point of consumer price index inflation for August, I hope it is now apparent that this wasn't the case for me. Instead, it was a preponderance of evidence over several months that the risks for monetary policy had shifted, reflecting a strengthened labor market and a range of persistent inflationary forces. For me, this led to the judgment that the policy setting that the FOMC maintained from December 2025 through September of this year would not be sufficient to return inflation to 2 percent in a timely manner. My decision to change the stance of policy emerged over time because it is not one that I take lightly. With evidence that economic activity is strengthening in the second half of this year, I am not greatly concerned that tighter monetary policy threatens a damaging slowdown in the economy. But I am concerned that the recent acceleration in inflation—after what soon will be five and a half years of it above the FOMC's target—will lead consumers, investors, and price-setting businesses to revise up their expectations for future inflation.

有人說，九月的貨幣政策轉向，主要是因為八月消費者物價指數（CPI）這一個數據點。我希望現在大家看得出來，對我而言並非如此。真正的原因，是好幾個月累積的優勢證據都指向同一件事：貨幣政策面對的風險已經轉移——勞動市場轉強，一連串頑強的通膨力量揮之不去。對我來說，這導向一個判斷：FOMC 從 2025 年 12 月維持到今年九月的政策設定，不足以讓通膨及時回到 2%。改變政策立場的決定，在我心中是慢慢成形的，因為這不是我能輕率做出的決定。有證據顯示，今年下半年經濟活動正在轉強，所以我不太擔心更緊的貨幣政策會讓經濟陷入傷筋動骨的放緩。我擔心的是：通膨高於 FOMC 目標，很快就滿五年半了，近來又再加速，這可能讓消費者、投資人、以及替商品定價的企業，調高他們對未來通膨的預期。

譯註：preponderance of evidence 是英美民事訴訟的證明標準「優勢證據」，意思是「整體看來比較可能」。他用證據法的語言說：不是被一個數據牽著走。

查核屬實：整體與核心 PCE 都在 2021 年 3 月首次超過 2%，此後沒有一個月回到 2% 以下。到 2026 年 8 月是 66 個月，正好五年半。

查核屬實：第二季 GDP 第三次估計年化 2.2%，上修 0.7 個百分點；8 月實質消費月增 0.6%（BEA 9/30）。

¶08 Based on some key data released last week, I see the economy in roughly the same place as it was at the time of the FOMC's September meeting. While the number of jobs created was down overall, the employment report indicated that the labor market continued to be solid and stable in September. The unemployment rate remains relatively low and near the median of policymakers' projections of its longer-run level, while payroll gains are in the range of estimates of breakeven to keep the unemployment rate steady. August inflation data, which included revisions to the government's methodology, showed monthly core PCE inflation of 0.25 percent and the 12-month change at 3 percent. Looking at the history of 12-month core

inflation, it has been between roughly 2.5 percent and 3.0 percent since the spring of 2024. This is obviously higher than we want, above our target, and not showing sufficient progress. Overall, the new data reinforce my view that the labor market is stable and inflation is too high. For at least the near term, policy will be focused on the inflation side of our mandate.

根據上週公布的幾項關鍵數據，在我眼中，經濟大致還停在 FOMC 九月會議時的位置。新增就業的總數雖然下降，但就業報告顯示，九月的勞動市場依然扎實、穩定。失業率仍然偏低，接近決策者對其長期水準預估的中位數；非農就業的增幅，也落在「讓失業率持平所需」的損益兩平估計區間之內。八月的通膨數據納入了政府統計方法的修訂，核心 PCE 月增 0.25%，年增 3%。回頭看核心通膨 12 個月變動率的歷史，自 2024 年春天以來，一直在大約 2.5% 到 3.0% 之間。這顯然比我們想要的高，高於目標，而且進展不足。整體而言，新數據強化了我的看法：勞動市場穩定，通膨太高。至少在短期之內，政策的焦點會放在雙重使命中的通膨這一側。

查核屬實：9 月非農 +2.9 萬（預期約 +9 萬），失業率 4.2%，正好等於 SEP 長期失業率中位數 4.2%。7 月下修為 -1.0 萬（[BLS 10/2](#)）。St. Louis Fed 估算 2026 年的損益兩平就業增量是每月 1.5–8.7 萬，區間很寬。

關鍵加註：「方法修訂」指 BEA 9/30 的國民帳年度更新，投資顧問、法律服務、電腦軟體三項改了價格算法。7 月核心 PCE 年增因此從 3.3% 改成 3.0%。

大致屬實：「2024 年春天以來 2.5%–3.0%」只有用修正後資料才成立；修正後高點仍有 3.16%（2026 年 5 月）。九月點陣圖的核心 PCE 預測 3.4%，用的是修正前資料。

二、怎麼說接下來（¶9–18）

用一個升息 75 基點的假想例子，比較三種溝通方式，主張點陣圖（SEP）就是介於兩者之間的「訊號選項」，最後給出自己的路徑：還要升，但不必連續升。

¶109 For the remainder of my remarks, I want to discuss a particular way of communicating the expected future stance of monetary policy that has the flavor of forward guidance but isn't forward guidance. Let me illustrate what I have in mind with an example.

接下來的時間，我想談一種溝通貨幣政策未來立場的特定方式：它帶著前瞻指引的味道，卻又不是前瞻指引。我舉個例子說明。

前瞻指引（forward guidance）：央行告訴大眾貨幣政策未來可能怎麼走（[Fed FAQ](#)）。學界再細分兩種：德爾菲式只預測、不承諾，像神諭；奧德修斯式是承諾，像奧德修斯把自己綁在桅杆上（Campbell 等，Brookings 2012）。

¶110 Suppose that a majority of FOMC voters decide that policy needs to be more restrictive and that it is fairly clear to the public that some tightening is likely. What needs to be determined by both policymakers and markets is the number of rate hikes and the pace of rate hikes. Each policymaker thinks about his or her anticipated appropriate policy path to assist them in moving the economy toward the Fed's dual mandate. Markets estimate what the FOMC voters believe is the appropriate path of policy to assist them in pricing various assets.

假設 FOMC 多數有投票權的委員認定，政策需要更緊縮，而且大眾也相當清楚，一定程度的升息很可能會來。決策者和市場都得弄清楚的是：升幾次，升多快。每位決策者心中，都有一條自己認為適當的政策路徑，用來幫助經濟朝聯準會的雙重使命前進。市場則要估計 FOMC 投票委員心中認為適當的路徑，用來替各種資產定價。

19 人，只有 12 票：FOMC 與會者包括 7 位理事與 12 位地區聯儲總裁，其中只有 12 人有投票權。點陣圖不標示哪一點是誰，外界無從分辨哪些點有投票權。

¶11 So how could policymakers communicate the expected policy path to markets? There are several options. To explain, let's assume the number of hikes that policymakers have in mind is three 25 basis point hikes so that they anticipate policy will ultimately be 75 basis points higher than it currently is.

那麼，決策者要怎麼把預期的政策路徑告訴市場？有好幾種選項。為了說明，假設決策者心中想的是升息三次、每次 25 個基點，也就是預期政策利率最終會比現在高 75 個基點。

例子裡的 75 基點=3 碼。後面三種做法，都在溝通同一條心中路徑。

¶12 First, policymakers could choose to say nothing about the expected path of the policy rate. But that approach could surprise markets and create volatility. Without additional information, in an extreme case, they could price in zero or even potentially five hikes in future meetings. The point is that if too few or too many hikes are priced in, the change in financial conditions would mean too little or too much of an effect on economic activity.

第一，決策者可以對政策利率的預期路徑隻字不提。但這種做法可能讓市場措手不及，製造波動。沒有額外資訊，極端的情況下，市場可能在未來幾次會議反映零次升息，甚至可能反映五次。重點是：市場反映的升息太少或太多，金融情勢的變化就會對經濟活動造成太小或太大的影響。

沒點名的人：2026 年 6 月起，FOMC 聲明已經拿掉前瞻指引。主席 Warsh 9/16 說：「My business is to not give forward guidance.」（[記者會逐字稿](#)）第一種做法最接近現任主席的立場。這是我們的解讀，講稿沒有點名。

¶13 Second, policymakers could use a strong form of forward guidance and communicate their support for raising the policy rate, let's say, every other meeting by 25 basis points until a total of 75 basis points worth of hikes has been enacted. The market would respond by pricing in 75 basis points of hikes over five meetings. While this eliminates any uncertainty about the future path of policy, it ignores the possibility that incoming data would suggest going faster or slower or hiking more or less than 75 basis points. Indeed, locking in a policy path over such a long period is unlikely to lead to good outcomes given the uncertainty around how the economy will evolve over time.

第二，決策者可以採用強形式的前瞻指引，表明他們支持每隔一次會議升息 25 個基點，直到總共升息 75 個基點為止。市場的反應會是：在五次會議之內反映 75 個基點的升息。這消除了未來政策路徑的一切不確定性，卻無視一種可能：新進數據也許顯示應該走快一點或慢一點、升多一點或少一

點。事實上，經濟會怎麼演變充滿不確定，把政策路徑鎖死這麼長一段時間，不太可能帶來好結果。

真實的雙胞胎：2004-06 到 2006-06，聯準會「以穩健步調」(measured pace) 連續 17 次會議、每次升 25 基點，從 1% 升到 5.25%。差別在於當年只預告步調、不說終點；Waller 的例子兩者都說。葉倫 2014 年說，那種可預期的步調可能壓低了市場波動，對危機前的過度累積有小小助力。

Waller 自己的教訓：他 2024 年與 Ihrig 合寫 FEDS Note，批評 2020 年那種綁死的結果型指引太嚴苛，讓升息拖到 2022 年 3 月，最後只能「晚升、急升」([FEDS Note](#))。

¶14 Finally, there is something in between these two approaches that I will call the signaling option. What I have in mind is that policymakers could signal that the policy rate will likely be hiked 75 basis points over some time interval—say, the next six months. However, policymakers do not say what the pace of hikes will be or how large of an increment the rate hike will be. And we could emphasize that the course of monetary policy is not predetermined and will depend on incoming data and its implications for our dual-mandate goals. This approach provides some information regarding what the terminal rate will be after hiking but allows the pace and the size of rate hikes to be data dependent. Simply put, policymakers could signal where they are likely headed while acknowledging that there is no fixed final destination—except for the achievement of price stability and maximum employment.

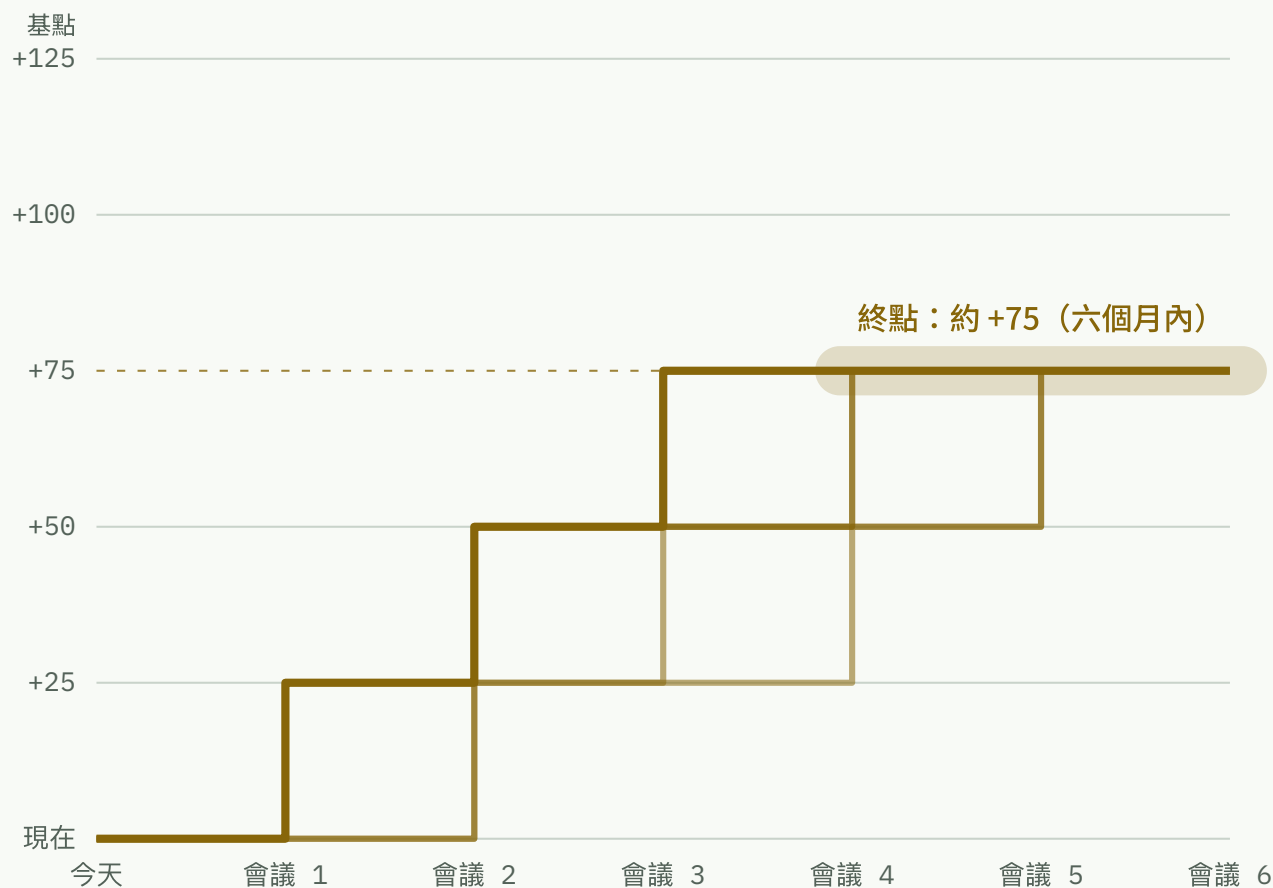
最後，在這兩種做法之間，還有一種我稱為「訊號選項」的做法。我的意思是：決策者可以發出訊號，表示在某段期間內——比方說，未來六個月——政策利率很可能調升 75 個基點。但決策者不說升息的步調，也不說每次升多少。我們還可以強調：貨幣政策的路線並非預先注定，而是取決於新進數據，以及這些數據對雙重使命目標的意涵。這種做法對升息結束後的終點利率給出一些資訊，同時讓升息的步調和幅度依數據而定。簡單地說，決策者可以透露大概要往哪裡去，同時承認沒有固定的終點站——唯一的終點，是物價穩定與充分就業。

終端利率 (terminal rate)：一輪升息或降息走完的終點。訊號選項只透露這一個數字。

他的前例：Waller 2022 年回顧，2021 年 9 月到 12 月還沒升息，光靠指引與預測，2 年期公債殖利率就從約 0.25% 升到約 0.75%，等於市場自己先升了兩碼 ([講稿](#))。

場景二：同一條路徑，三種說法

假設決策者心中都想「再升三碼（+75 基點）」。橫軸是接下來六次會議，縱軸是比現在高多少基點。按按鈕看市場在三種說法下會怎麼反映。



三、訊號選項 只說終點大約在哪、何時之前到；步調交給數據。Waller 說點陣圖就是這個。

¶15 I see Federal Reserve policymakers' communications fitting in this last approach, both in their public remarks and their quarterly submissions of economic projections. The Summary of Economic Projections (SEP) is serving that signaling role for policymakers. The projections submitted at the September meeting showed that a large majority of FOMC participants believe it will be appropriate to raise rates at least once more this year. Sixteen of the 18 participants who submitted dots anticipated at least one more hike during the two remaining meetings this year. Four of those 16 expected two additional hikes. It gets a little complicated reading the dots for the full year of 2027, since they may reflect hikes early in the year and then cuts later in the year, but eight participants expect that rates will be 50 basis points higher at the end of 2027 than they are today.

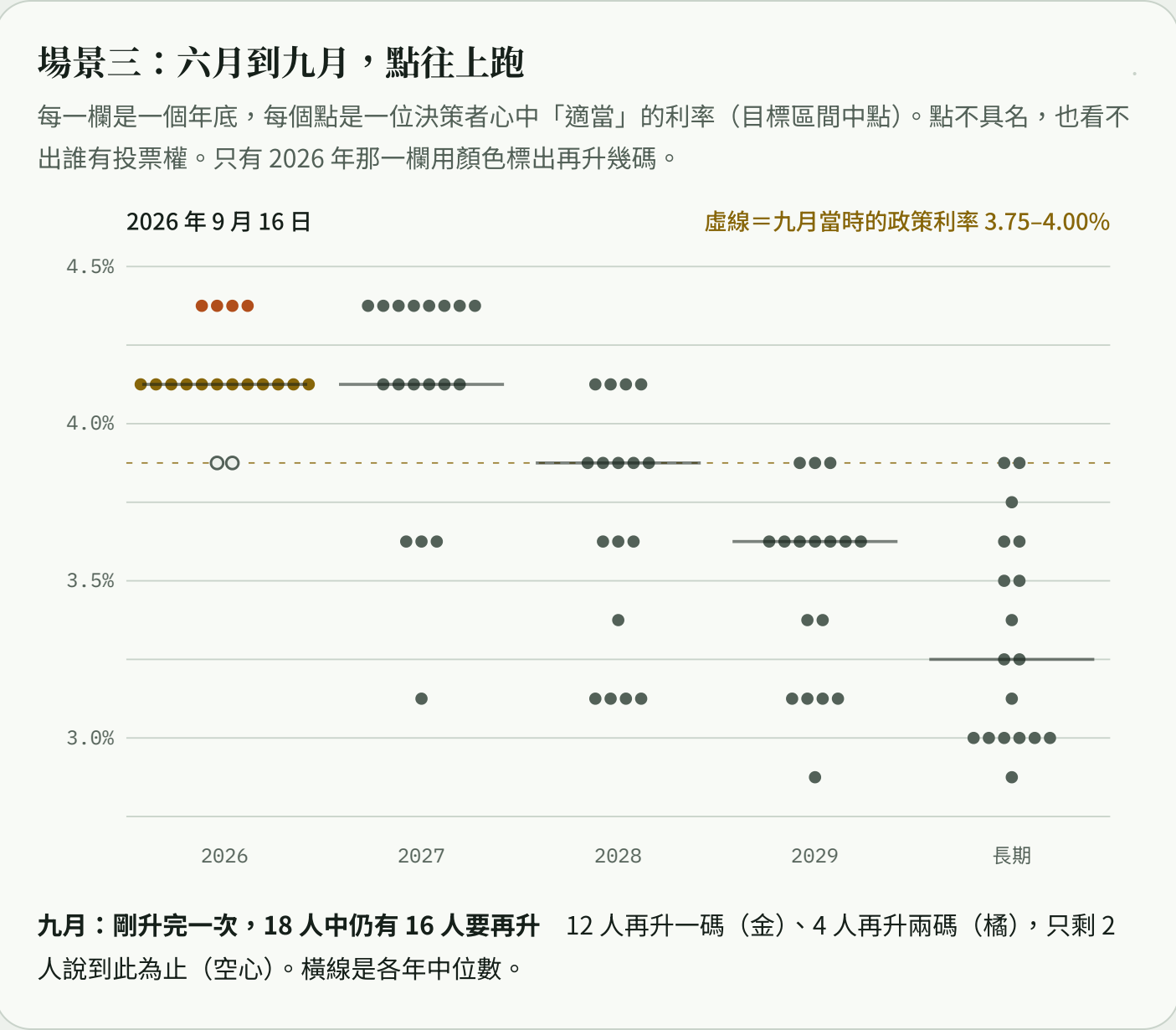
我認為，聯準會決策者的溝通——無論是公開談話，還是每季提交的經濟預測——都屬於最後這一種。經濟預測摘要（SEP）正在替決策者扮演發出訊號的角色。九月會議提交的預測顯示，FOMC 絕大多數與會者認為，今年至少再升息一次是適當的。提交點陣圖的 18 位與會者中，有 16 位預期今年剩下的兩次會議裡，至少還會再升息一次；這 16 位裡，有 4 位預期再升兩次。2027 全年的點

陣圖就比較難讀了，因為那些點可能反映年初升息、年底降息；但有 8 位與會者預期，2027 年底的利率會比現在高 50 個基點。

查核 屬實：九月點陣圖 2026 年底：4.375% 有 4 人、4.125% 有 12 人、3.875% 有 2 人；2027 年底 4.375% 有 8 人（[SEP](#)）。六月時只有 9 人預期年內升息。

為什麼是 18 人：主席 Warsh 6 月、9 月都不交，他說點陣圖「對執行政策沒有幫助」（[6/17 記者會](#)）。他還成立溝通工作小組，年底前檢討點陣圖。所以這一段其實是在替一個正在被檢討的工具辯護。

歷史：每季預測始於 2007 年 11 月，點陣圖 2012 年 1 月才加入。鮑爾 2021 年說點陣圖「不是計畫」。



Between the SEP and policymakers' outlook speeches that encompass their interpretation of additional economic data, markets have interpreted that the Committee is likely to raise the policy rate 50 basis points in the coming months. According to futures market prices for the federal funds rate as of yesterday, traders see an 85 percent chance of at least one hike by the end of the FOMC's December meeting and nearly 20 percent chance of two hikes. And, by the March 2027 meeting, markets see nearly an 80 percent chance of at least two hikes and a 33 percent chance of three or more hikes. This signaling helps to anchor the path of short-term interest rates but provides flexibility in adjusting rate hikes based on incoming data.

綜合 SEP、以及決策者在展望演講中對後續數據的解讀，市場的理解是：委員會很可能在未來幾個月調升政策利率 50 個基點。根據截至昨天的聯邦資金利率期貨價格，交易員認為到 FOMC 十二月會議結束時，至少升息一次的機率是 85%，升息兩次的機率將近 20%。到 2027 年 3 月的會議，市場認為至少升息兩次的機率將近 80%，升息三次以上的機率是 33%。這樣的訊號有助於錨定短期利率的路徑，同時保有依新進數據調整升息的彈性。

數字有出入：10/7-8 前後的公開讀數是年底前至少升一次 80.5-81.9%、兩次 16.4-17.7%、明年 3 月前至少兩次 73.7%、三次以上 31.5%。Waller 引的數字高 2-6 個百分點；10/7 當天的 CME FedWatch 讀數找不到存檔，**無法驗證**。最新（10/19）是 90.3%、15.2%、80.1%、36.2%。

研究兩面：紐約聯儲 D'Amico 等（2026-09）發現，點陣圖意外當天只有約兩成傳到市場，但兩季內市場會向點陣圖靠攏，支持 Waller。Engstrom（FEDS 2026-05）發現，預測者會黏在過時的點上，兩次 SEP 之間對新消息反應不足，是最強的反方。

場景四：85% 是怎麼算出來的

聯邦資金期貨以「100 - 當月平均利率」報價。拉動兩個價格，看「預期幾個基點」怎麼變成「升息機率」。數字是示範用，起點假設有效利率 3.88%。

11 月合約價格 96.0575

隱含 11 月平均利率 3.9425% → 比現在高 6.25 基點 ÷ 25 = 10 月升息機率 25%

12 月合約價格 95.9150

12 月平均 4.0850%；扣掉前 9 天舊利率，會後利率 4.1433% → 再高 20.08 基點 ÷ 25 = 12 月升息機率 80%

10 月不升、12 月不升
15%

只升一次
65%

兩次都升
20%

年底前至少升一次
85%

算法依 CME FedWatch 的假設：一次只動 25 基點、會議生效日前後按天數加權（12 月有 9 天是舊利率、22 天是新利率）。算出的是**風險中立機率**，含風險溢酬，不等於真實機率。

¶17 If the economic data continue to come in as expected, I anticipate additional hikes to support a timelier return of inflation to our 2 percent goal. But there is some flexibility about when those hikes will occur. The hikes do not need to come at consecutive meetings, but they should be in place in an acceptable period of time.

如果經濟數據繼續如預期般出爐，我預期還會再升息，好讓通膨更及時地回到 2% 的目標。但這些升息何時發生，保有一些彈性。升息不必在連續的會議進行，但應該在可接受的時間之內到位。

弦外之音：「不必連續會議」等於暗示 10 月可以先不動，市場當時反映 10 月升息約一成多。講後 10/14 公布 9 月 CPI，月增 0.6%、年增 3.7%，10 月升息機率一度衝到 44-54%。Warsh 10/16 說「I don't prejudge meetings」後，回落到約 15-17%。

¶18 I think I will stop here to make sure there is enough time for our discussion.

我想就在這裡打住，留下足夠的時間讓我們討論。

¹ The views expressed here are my own and are not necessarily those of my colleagues on the Federal Reserve Board or the Federal Open Market Committee. 此處表達的是我個人的觀點，不一定代表聯準會理事會或聯邦公開市場委員會同事的看法。

查核總表

判定依一手資料（Fed、BEA、BLS、EIA）；二手來源另外標明。完整證據見資料夾內 `evidence/fact-check.md`。

講稿說法	判定	依據
2025 下半年連三次會議降 75 基點；之後持平九個月；9/16 升到 3.75–4%	屬實	FOMC 聲明 2025-09-17、10-29、12-10；2026 年五次會議維持；9/16 表決 12–0
春天和夏天支持利率不動	屬實，需加註	3、4、6、7 月都投維持；但 1/28 投反對票主張降息
核心 PCE 月增：6 月 0.1%；7 月 0.2%，後修正為 0.1%；8 月 0.25%、年增 3%	屬實	BEA 7/30、8/26、9/30；8 月末四捨五入為 0.247%、3.01%
核心通膨自 2024 年春天以來大約在 2.5–3.0%	大致屬實	只有 9/30 修正後資料成立；修正後高點 3.16%（2026-05）；修正前 6、7 月是 3.3%
通膨高於目標快滿五年半	屬實	PCE 自 2021 年 3 月起高於 2%，到 2026 年 8 月 66 個月
8 月通膨數據「燙手」	屬實，需加註	核心 CPI 月增 0.3%（預期 0.2%）；但核心年增從 2.5% 降到 2.4%
油價可能高到 2027 年	屬實，需加註	EIA、IEA 警告庫存低、產能恢復延後；但主流預測 2027 逐季回落，延續的是柴油與庫存回補
AI 建設大幅推高高科技消費品價格	方向屬實，「大幅」有出入	電腦 CPI +9.7%、軟體 +28.4%；手機 –9.9%、IT 商品整體 –2.9%；軟體漲幅有部分可能是量測誤差（FEDS Note 5/22）
AI 建設規模預估一路膨脹	屬實	四大雲端業者 2026 資本支出指引約 6,500 億 → 7,250–7,600 億美元，其中一部分就是記憶體漲價本身
新關稅威脅	屬實	IEEPA 判決後改用 Section 301／338／232；加拿大 50%（8/22）
9 月就業穩定；失業率接近長期中位數；增幅在損益兩平區間	屬實	+2.9 萬、4.2%=SEP 長期中位數 4.2%；St. Louis Fed 區間 1.5–8.7 萬
18 人交點陣圖，16 人預期年內至少再升一次，其中 4 人兩次；8 人預期 2027 年底高 50 基點	屬實	SEP 2026-09-16 Figure 2 逐格計數
期貨：年底前至少一次 85%、兩次近 20%；明年 3 月前至少兩次近 80%、三次以上 33%	方向屬實，數字有出入	10/7–8 公開讀數 80.5–81.9%／16.4–17.7%／73.7%／31.5%；當天 FedWatch 無存檔可驗證

沒說的事

沒點名的主席

Warsh 2026-05-22 就任。6 月起，聲明拿掉前瞻指引；他不交點陣圖，說它「對執行政策沒有幫助」；還成立溝通工作小組，年底前檢討點陣圖與記者會。Waller 全篇沒提 Warsh，但第一種做法「隻字不提」，正是主席的立場。

他自己的一月

2026-01-28，Waller 與 Miran 投反對票，主張再降一碼。講稿只說「春天和夏天」支持不動，措辭沒錯，但讀者會以為他整段暫停期間都站在中間。

統計修正幫了忙

BEA 9/30 改了軟體、法律服務、投資顧問的價格算法，7 月核心 PCE 年增從 3.3% 變 3.0%。他說的「2.5–3.0%」靠這次修正才成立；九月點陣圖的 3.4% 預測卻是用舊資料做的。

點陣圖的反方證據

Fed 自己的研究兩面都有：紐約聯儲發現點陣圖會慢慢把市場拉過去；Engstrom 發現預測者會黏在過時的點上。講稿只講好的那一面。

18 個點，12 張票

點陣圖不標示是誰，也不標示誰有投票權。「16 人要再升」不等於 12 位投票委員裡有 16 票的比例。

風險中立機率

期貨換算出的「85%」含風險溢酬，也假設一次只動 25 基點，不是真實機率。

反應

市場：溫和、方向不一

investingLive (10/8) 說反應「relatively muted」，因為市場本來就預期 10 月暫停 ([連結](#))。當天十年期美債殖利率 5.28% → 5.22% (PrimeRates，二手)，歐元兌美元卻跌破 1.12 (XTB，搜尋摘要)。單一演講的影響分不出來。

媒體框架：和主席分道揚鑣

Scotsman Guide 下的標題是「Waller breaks with Warsh on forward guidance」。這是媒體的讀法，講稿本身沒有點名。

委員會：政策上他是多數

前一天 (10/7) 公布的 9 月會議紀要寫，多數與會者認為年底前再升一次「可能適當」。他和多數的分歧不在要不要升，而在怎麼說。

主席的回應（間接）

10/16 Warsh 在曼谷 IMF／世銀年會說「I don't prejudge meetings」，10 月、12 月都是決策點。等於重申逐次會議決定，和 Waller 的「訊號」形成對照。

講後數據：9 月 CPI（10/14）月增 0.6%、年增 3.7%；9 月 PPI 最終需求年增 6.3%（10/15）。二手來源已標示；講後其他聯準會官員的直接回應，本次未查到。

接下來：用日期驗證

Waller 的主張有兩層：**政策上**，還要升息、但不必連續；**方法上**，點陣圖能錨定利率路徑又保留彈性。下面每一條都有日期，結果出來就能對答案。

2026-10-27-28

FOMC（沒有點陣圖）

他暗示可以先跳過。10/19 市場反映 10 月升息約 17%。**如果 10 月就升**：代表 9 月 CPI 之後數據逼得比他說的快，「步調交給數據」的彈性被用掉了。

2026-10-29

9 月 PCE+ 第三季 GDP

FOMC 隔天公布。核心 PCE 年增若明顯低於 3%，「通膨太高、進展不足」的前提就鬆動；若續升，12 月升息幾乎確定。

2026-11-06 / 11-10

10 月就業與 CPI

看兩件事：就業是否仍在損益兩平區間；電腦與軟體 CPI 是否續漲。記憶體合約漲幅已放緩，AI 物價論點應該跟著降溫。

2026-12-08-09

FOMC（新點陣圖）

九月 16/18 人預期年內再升。**12 月沒升**，訊號就失準了。**12 月的 SEP 若拿掉或大改點陣圖**，這篇辯護就輸了。

已經發生

錨定測試

講後一週，9 月 CPI 把 10 月升息機率從一成多推到 44-54%，Warsh 一句「不預設會議」又拉回 15-17%。兩次 SEP 之間，錨其實很鬆，比較接近 Engstrom 的反方證據。

名詞

經濟預測摘要 <i>Summary of Economic Projections (SEP)</i>	每季一次，FOMC 與會者各自提交成長、失業、通膨與利率預測。2007 年 11 月開始，點陣圖 2012 年 1 月加入。
點陣圖 <i>dot plot (SEP Figure 2)</i>	每個點是一位與會者認為「適當」的年底利率（目標區間中點），以自己的經濟預測為前提。
適當的貨幣政策 <i>appropriate monetary policy</i>	每個點背後的條件：在我預期的經濟走勢下，我認為該怎麼做。不是承諾。
前瞻指引 <i>forward guidance</i>	央行告訴大眾未來政策可能怎麼走。依形式分質化、時間型、門檻型。
德爾菲式／奧德修斯式指引 <i>Delphic / Odyssean</i>	前者只預測，後者是承諾。Waller 的訊號選項屬於前者，而且只說終點。
終端利率 <i>terminal rate</i>	一輪升息或降息的終點。訊號選項只透露這個數字。
依數據而定 <i>data dependence</i>	不預先承諾，每次會議依新數據決定。
反應函數 <i>reaction function</i>	央行面對數據會怎麼反應。研究發現，市場從點陣圖學到的主要就是這個。
核心 PCE <i>core PCE price index</i>	個人消費支出物價指數，排除食品與能源。聯準會 2% 目標用的是 PCE。
30 天期聯邦資金期貨 <i>30-Day Fed Funds futures</i>	價格＝100－當月平均有效利率。FedWatch 用它換算升息機率。
風險中立機率 <i>risk-neutral probability</i>	從價格反推、含風險溢酬的機率，不等於真實機率。
基點／碼 <i>basis point</i>	1 基點＝0.01 個百分點；台灣說 1 碼＝25 基點。

來源與方法

- 原文：[Waller, The Signaling Value of the Summary of Economic Projections, 2026-10-08](#)
- 點陣圖：[SEP 2026-09-16](#)、[SEP 2026-06-17](#)
- 主席立場：[6/17 記者會](#)、[9/16 記者會](#)
- 會議紀要：[2026-09-15-16（10/7 發布）](#)
- 通膨：[BEA 8 月個人所得與支出（9/30）](#)、[BEA 年度更新說明](#)、[BLS 9 月 CPI（10/14）](#)
- 研究：[D'Amico, King & Torralba \(2026\)](#)、[Engstrom \(2026\)](#)、[FEDS Note 軟體通膨量測 \(2026\)](#)、Campbell, Evans, Fisher & Justiniano (BPEA 2012)

- 方法：用詞統計與段落字數由程式計算；PCE 年增由 BEA 指數計算；點陣圖逐格取自官方資料表。研究由四個子代理分工（背景與反應、制度與歷史、查核、AI 物價），主撰寫者抽查關鍵數字。

這是學習用的翻譯與解說，不是投資建議。中文為 Claude 翻譯，非官方譯本。