下载日志已记录，仅供内部参考

中信建投证券 CHINA SECURITIES

证券研究报告·海外经济与大类资产动态

联储工作组：人事安排解读

海外经济与大类资产

钱伟
qianwei@csc.com.cn
SAC 编号：S1440521110002

发布日期： 2026 年 07 月 11 日

核心观点：本周，美联储宣布了五大工作组的具体人事任命，由外部经济学家、企业高管和前央行官员共同领导。沃什的改革或遵循“人事安排、框架调整、立场转换”三步走，作为第一步，人员的安排至关重要，他们的理念、风格等将直接影响后续新框架的阐述、以及货币政策的决策。本文对五个工作组的官方定位、以及负责人的背景和相关观点进行介绍。

① 政策沟通组：不确定环境下，如何对外传达政策决策过程

本组，Fisher（联储、财政部、贝莱德）、Fraga（巴西央行行长）、King（英国央行行长），都重视央行信誉和通胀预期，不赞成央行过度依赖单一路径和精确预测，认为央行应明确目标和决策依据，同时保留根据经济和市场变化调整政策的空间。

② 资产负债表组：审视规模和构成，是否存在更合适的框架

本组分歧，不是扩表与否，而是在刺激经济、稳定金融、和减少长期依赖之间如何取舍。Dynan（联储、财政部、哈佛）对扩表中性，经济疲弱时可以使用，但效果有限；Rajan（印度央行行长、IMF、芝大）担心银行对准备金形成依赖，主张缩小央行长期介入；Stein（哈佛、联储）认为，准备金有助于降低短期融资风险。

③ 经济数据组：提高用于政策判断的经济信号的质量和及时性

本组，Chetty（哈佛）提供微观数据和政策评估方法，McMillon（沃尔玛）提供企业视角，Murphy（芝大）擅用价格理论和长期框架解释数据。三人组，既能提高数据研究的时效和细致程度，也能避免只看高频波动、缺少经济逻辑。

④ 生产率与就业组：评估 AI 传播速度、覆盖范围和经济影响

本组对 AI 提升生产率和潜在增长整体乐观。Andreessen（风投）代表资本和技术投资视角；Jones（斯坦佛、Anthropic）提供增长理论和风险评估框架；Sharma（微软）从企业落地角度看 AI 的收入等转化。三人均关注 AI 带来的供给扩张和生产率提升，但对短期就业替代、收入分配和需求影响，涉及较少。

⑤ 通胀框架组：经济结构变化下，实现价格稳定的不同思路

本组三人，分别从预期、财政约束和金融周期三个角度扩展通胀框架。Mankiw（哈佛）强调信息更新和政策传导存在滞后，央行既要控制通胀，也要避免紧缩过度；Sargent（纽大，诺奖）强调政策信誉和财政可持续性，认为如果财政失控，单靠央行很难长期稳定物价；White（BIS）提示，低通胀并不代表经济没有风险，央行还要关注信贷、债务和资产价格。

注：人名括号内信息，为其过去背景标签，不代表当前任职

本报告由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国（仅为本报告目的，不包括香港、澳门、台湾）提供。在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由中信建投（国际）证券有限公司在香港提供。同时请务必阅读正文之后的免责条款和声明。

下载日志已记录，仅供内部参考

目录

1、政策沟通组（Communications） 2
2、资产负债表政策组（Balance Sheet Policy） 3
3、经济数据组（Data） 4
4、生产率与就业组（Productivity and Jobs） 4
5、通胀框架组（Inflation Frameworks） 5

下载日志已记录，仅供内部参考

本周，美联储宣布了五大工作组的具体人事任命，这五个工作组由外部经济学家、企业高管和前央行官员共同领导，美联储工作人员提供支持。

我们此前发布报告，指出沃什的改革计划或遵循“人事安排、框架调整、立场转换”的三步走。作为第一步，人员的安排至关重要，**他们的理念、风格等将直接影响后续新框架的阐述、以及货币政策的决策**。

本文对五个工作组的官方定位、以及负责人的背景和相关观点进行介绍：

1、政策沟通组（Communications）：不确定环境下，如何对外传达政策决策过程

总结：本组，Fisher（联储、财政部、贝莱德）、Fraga（巴西央行行长）、King（英国央行行长），都重视央行信誉和通胀预期，不赞成央行过度依赖单一路径和精确预测，认为央行应明确目标和决策依据，同时保留根据经济和市场变化调整政策的空间。

目标：研究美联储在高度不确定的环境下，如何对外传达政策讨论过程和决定。沃什表示，该组将在此前内部讨论的基础上，提出对美联储沟通形式和功能的建议。

Peter Fisher，曾主管纽约联储公开市场操作，2001-2003 年任财政部国内金融副部长，后加入贝莱德。他长期关注货币政策如何真正落到市场，而不只是政策利率本身。他强调央行除了看通胀、就业等宏观数据，还要了解交易、融资、抵押品和市场流动性（Fisher, 1996）。1998 年长期资本管理公司危机期间，他参与协调华尔街机构出资自救，避免无序平仓冲击市场，但没有动用公共资金。进入财政部后，他又推动提高国债拍卖效率和透明度，从而降低政府融资成本。

Arminio Fraga，巴西央行前行长、Gavea Investimentos 创始人。巴西汇率危机后，他推动建立浮动汇率、通胀目标制和较稳健的财政框架，以重新稳定市场预期。他认为，新兴市场更容易受到汇率贬值和资本流动冲击，因此更需要清晰连续的政策沟通，建立央行信誉（Fraga, Goldfajn & Minella, 2003）。但他并不主张通胀数字一升就加息，而是要先判断冲击是否会持续，明确通胀回到目标的大致路径。财政失控会削弱央行信誉，因此财政纪律是降低通胀、利率和风险溢价的重要基础。

Mervyn King，前英国央行行长，英国货币政策制度改革、通胀目标制推动者。他认为，控制通胀不能只靠临时加息，更重要的是让市场相信央行会长期维持价格稳定，从而降低通胀预期。他提出“马拉多纳理论”，认为可信的央行可以用较少的政策动作实现更大的政策效果。2008 年次贷危机后，他的关注点从通胀目标转向银行体系改革，对高杠杆、期限错配、

下载日志已记录，仅供内部参考

大到不能倒和隐性政府担保持严厉批判态度。卸任后，他开始反思央行对模型和精确预测的依赖，主张用情景分析和叙事来面对不确定性，而不是给市场一条看似确定的利率路径（Kay & King, 2020）。

2、资产负债表组（Balance Sheet Policy）：审视规模和构成，是否存在更合适的框架

总结：本组分歧，不是扩表与否，而是在刺激经济、稳定金融、和减少长期依赖之间如何取舍。Dynan（联储、财政部、哈佛）对扩表中性，经济疲弱时可以使用，但效果有限；Rajan（印度央行行长、IMF、芝大）担心银行对准备金形成依赖，主张缩小央行长期介入；Stein（哈佛、联储）认为，准备金有助于降低短期融资风险。

目标：评估美联储现行资产负债表制度的成本、收益及其对机构运行的影响。具体包括审视充足储备制度、美联储资产负债表的规模和构成，以及是否存在其他更合适的货币政策框架。

Karen Dynan，哈佛大学经济学教授，曾在美联储工作 17 年，2014-2017 年担任美国财政部经济政策助理部长兼首席经济学家。她主要研究家庭债务、财富和信贷对消费的影响，以及政府债务的可持续性。她认为，经济明显疲弱时可以通过量化宽松降低长期利率，但其作用有限，不能替代财政支持和家庭资产负债表修复（Dynan, 2010）。近年她也关注关税和政策不确定性对美国及全球经济的拖累。

Raghuram Rajan，芝加哥大学布斯商学院金融学教授，2003-2006 年担任国际货币基金组织首席经济学家，2013-2016 年担任印度央行行长。早在 2005 年，他就指出证券化、信用衍生品和金融创新可能让金融机构持有相似风险，使金融体系更加脆弱（Rajan, 2005）。他对长期低利率和量化宽松较为谨慎，认为央行持续扩表会让银行越来越依赖准备金，形成“扩表容易，缩表困难”的棘轮效应，因此主张缩小央行在金融体系中的长期影响（Acharya et al., 2022）。

Jeremy Stein，哈佛大学经济学教授，2012-2014 年担任美联储理事，长期研究银行短期融资、火售风险与货币政策。他提出金融机构会发行过多短期负债，用于投资长期、低流动性资产，一旦融资中断，就容易引发挤兑和集中抛售（Stein, 2011）。他认为资本、杠杆率和流动性监管应是防范风险的主要工具，但如果风险扩散到监管难以覆盖的整个金融体系，货币政策也应提前收紧（Stein, 2013）。他还提出，美联储可以通过准备金等安全短期负债，减少私人金融机构对脆弱短期融资的依赖，因此资产负债表也可以成为金融稳定工具（Greenwood, Hanson & Stein, 2016）。

下载日志已记录，仅供内部参考

3、经济数据组（Data）：提高用于政策判断的经济信号的质量和及时性

总结：本组，Chetty（哈佛）提供微观数据和政策评估方法，McMillon（沃尔玛）提供企业视角，Murphy（芝大）擅用价格理论和长期框架解释数据。三人组，既能提高数据研究的时效和细致程度，也能避免只看高频波动、缺少经济逻辑。

目标：提高用于美联储政策判断的经济信号的质量和及时性。这里官方目前只公布了上述总体目标，并没有进一步说明将采用哪些数据或模型。因此，对三位负责人可能发挥什么作用，可以结合其研究和职业经历分析，但不能当作美联储已经公布的工作方案。

Raj Chetty，哈佛大学公共经济学教授，克拉克奖得主，Opportunity Insights 创始人，主要利用税务、人口普查和信用卡等大规模数据，研究家庭背景、成长环境和社会关系如何影响个人收入与向上流动。他通过搬迁实验、教师质量研究和社会网络数据，发现社区、学校和人际关系会显著影响个人长期发展；疫情期间又建立实时经济追踪系统，利用信用卡、薪资和企业数据观察消费、就业和企业收入变化（Chetty et al., 2020）。他认为，私营实时数据能更快反映经济变化，但仍需结合官方数据校准。总体来看，他强调用数据检验政策是否有效，重点关注哪些因素真正能够改善长期收入和向上流动。

Doug McMillon，沃尔玛前总裁兼首席执行官，任内推动电商、配送、人工智能和供应链数字化转型。虽然他不是经济学家，但沃尔玛覆盖大量消费场景，可以通过价格、销量、库存和用工数据，较快观察通胀和居民消费变化。他曾指出，食品涨价会挤压低收入家庭的非必需品支出，而高收入消费者也会更多转向沃尔玛，说明企业实时数据可以补充官方统计，更早反映消费分化和通胀压力。

Kevin Murphy，芝加哥大学布斯商学院经济学教授，麦克阿瑟奖得主，克拉克奖得主，主要运用价格理论和微观数据研究工资差距、教育回报、人力资本和健康经济学。他与 Gary Becker 提出“理性成瘾”理论，分析价格和未来成本如何影响成瘾品消费（Becker & Murphy, 1988）；在劳动市场研究中，他指出教育与技能需求的变化是美国工资差距扩大的重要原因（Katz & Murphy, 1991）；此外，他还研究健康和寿命改善的经济价值，认为医疗创新的社会收益不能只用医疗支出来衡量（Murphy & Topel, 2005）。

4、生产率与就业组（Productivity and Jobs）：评估 AI 传播速度、覆盖范围和经济影响

总结：本组对 AI 提升生产率和潜在增长整体乐观。Andreessen（风投）代表资本和技术投资视角；Jones（斯坦佛、Anthropic）提供增长理论和风险评估框架；Sharma（微软）从

下载日志已记录，仅供内部参考

企业落地角度看 AI 的收入等转化。三人均关注 AI 带来的供给扩张和生产率提升，但对短期就业替代、收入分配和需求影响，涉及较少。

目标：评估人工智能等新型技术的传播速度、覆盖范围和经济影响，为美联储的政策判断提供信息。这一组关注的不只是 AI 对就业的影响，还包括 AI 是否提高生产率、改变潜在经济增速和劳动力市场结构，以及这些变化如何影响美联储对就业和通胀的判断。

Marc Andreessen，风险投资机构 Andreessen Horowitz 联合创始人兼普通合伙人，早年参与开发 Mosaic 浏览器并创办 Netscape。他认为，软件和人工智能会提高生产率、降低成本，并创造新的产品和岗位，而不是带来长期大规模失业（Andreessen, 2011；Andreessen, 2023）。他主张加快人工智能投资和应用，反对因就业冲击等潜在风险而过度监管，但由于其本身是科技投资者，相关判断更偏向技术供给和资本一侧。

Charles Jones，斯坦福大学经济学教授，目前在 Anthropic 研究人工智能的经济影响，主要研究长期经济增长、技术创新和生产率。他认为，人工智能不仅可以替代部分生产任务，还可能进入研发环节，加快新知识和新技术的产生，从而提高生产率和长期增长（Aghion, Jones & Jones, 2017）。但他也强调，AI 带来的增长收益需要与技术失控等尾部风险同时评估（Jones, 2025）。

Asha Sharma，微软执行副总裁兼 Microsoft Gaming 首席执行官，曾负责微软 CoreAI Product，并先后担任 Instacart 首席运营官和 Meta 副总裁。她的主要经历集中在推动人工智能从实验走向实际应用，重点在于将模型、数据、开发工具和企业流程结合起来。她认为，人工智能产品最终要体现为生产率提升、创新加快和可衡量的商业价值。

5、通胀框架组（Inflation Frameworks）：经济结构变化下，实现价格稳定的不同思路

总结：本组三人，分别从预期、财政约束和金融周期三个角度扩展通胀框架。Mankiw（哈佛）强调信息更新和政策传导存在滞后，央行既要控制通胀，也要避免紧缩过度；Sargent（纽大，诺奖）强调政策信誉和财政可持续性，认为如果财政失控，单靠央行很难长期稳定物价；White（BIS）提示，低通胀并不代表经济没有风险，央行还要关注信贷、债务和资产价格。

目标：重新审视美联储如何理解并应对通胀的驱动因素。沃什要求该组从基本原理出发，研究通胀成因，并广泛评估在经济结构变化背景下实现价格稳定的不同思路。

Greg Mankiw，哈佛大学经济学教授，曾任美国总统经济顾问委员会主席，是新凯恩斯学派的重要人物。他与 Ricardo Reis 提出“粘性信息”模型，认为企业和居民不会及时更新经

下载日志已记录，仅供内部参考

济信息，因此通胀对需求和货币政策变化的反应往往存在滞后（Mankiw & Reis, 2001）。在经济严重疲弱、利率接近零下限时，他曾讨论负利率和价格水平目标，认为央行可以通过更强的货币刺激弥补物价水平的不足（Mankiw, 2009；Mankiw, 2014）。2022 年通胀上升后，他虽然认同货币政策需要收紧，但认为政策效果存在滞后，加息幅度过大，可能造成过度紧缩（Mankiw, 2022）。

Thomas Sargent，纽约大学经济学教授，2011 年因研究宏观经济中的因果关系获得诺贝尔经济学奖，主要研究理性预期、通胀、货币政策和宏观经济政策。他强调，居民和企业会根据政府的政策规则及其可信度调整行为，因此政策效果不仅取决于当期措施，也取决于市场是否相信政策会持续（Sargent & Wallace, 1976）。在通胀研究中，他指出，结束高通胀不能只靠短期加息或货币收紧，还需要可信的财政与货币制度改革（Sargent, 1982）。他认为，如果财政赤字和政府债务不可持续，央行即使收紧货币，未来也可能被迫通过货币融资推高通胀（Sargent & Wallace, 1981）

William White，国际清算银行前经济顾问兼货币与经济部主管，目前是加拿大 C.D. Howe 研究所高级研究员，主要研究货币政策、信贷周期和金融稳定。他认为，央行不能只关注当前通胀和经济增长，还应重视信贷扩张、杠杆上升以及资产价格过热，因为即使物价保持稳定，金融体系内部也可能正在积累风险（White, 2002）。他主张在金融失衡前的积累阶段提前收紧政策，而不是等泡沫破裂后再大幅宽松（Borio & White, 2004）。金融危机后，他指出，长期维持低利率和量化宽松虽然能在短期稳定经济，但可能推高债务和资产价格，削弱货币政策的长期效果（White, 2012）。

风险提示：美国通胀上行超预期，美国经济增长超预期，导致美联储货币政策继续收紧，美元大幅升值，美债利率上行，美股继续下跌，商业银行破产危机，以及新兴市场出现货币和债务危机。美国经济衰退超预期，导致金融市场出现流动性危机，联储被迫转向宽松。欧洲能源危机超预期，欧元区经济陷入深度衰退，全球市场陷入动荡，外需萎缩，政策面临两难。全球地缘风险加剧，中美关系恶化超预期，大宗商品、运输出现不可控因素，逆全球化程度进一步加深，供应链持续被破坏，相关资源争夺恶化。

下载日志已记录，仅供内部参考

分析师介绍

钱伟：海外经济与大类资产首席分析师，复旦大学经济学博士，覆盖海外宏观策略、大类资产、全球流动性、进出口、汇率等。

下载日志已记录，仅供内部参考

评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 个月内公司股价（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。A 股市场以沪深 300 指数作为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数作为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15％以上
		增持	相对涨幅 5%—15％
		中性	相对涨幅-5%—5％之间
		减持	相对跌幅 5%—15％
		卖出	相对跌幅 15％以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10%以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅 10%以上

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：（i）以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告,结论不受任何第三方的授意或影响。（ii）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。

法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构（以下合称“中信建投”）制作，由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国（仅为本报告目的，不包括香港、澳门、台湾）提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由中信建投（国际）证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础，不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料，但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断，该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更，亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件，而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策，中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保，亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内，中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益，也可能在过去 12 个月、目前或者将来为本报告中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点，分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系，分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容，亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有，违者必究。

中信建投证券研究发展部

北京
朝阳区景辉街 16 号院 1 号楼 18 层
电话：(8610)5613-5088
联系人：李祉瑶
邮箱：lizhiyao@csc.com.cn

上海
上海浦东新区浦东南路 528 号南塔 2103 室
电话：(8621)6882-1600
联系人：翁起帆
邮箱：wengqifan@csc.com.cn

深圳
福田区福中三路与鹏程一路交汇处广电金融中心 35 楼
电话：（86755）8252-1369
联系人：曹莹
邮箱：caoying@csc.com.cn

中信建投（国际）

香港
中环交易广场 2 期 18 楼
电话：（852）3465-5600
联系人：刘泓麟
邮箱：charleneliu@csci.hk