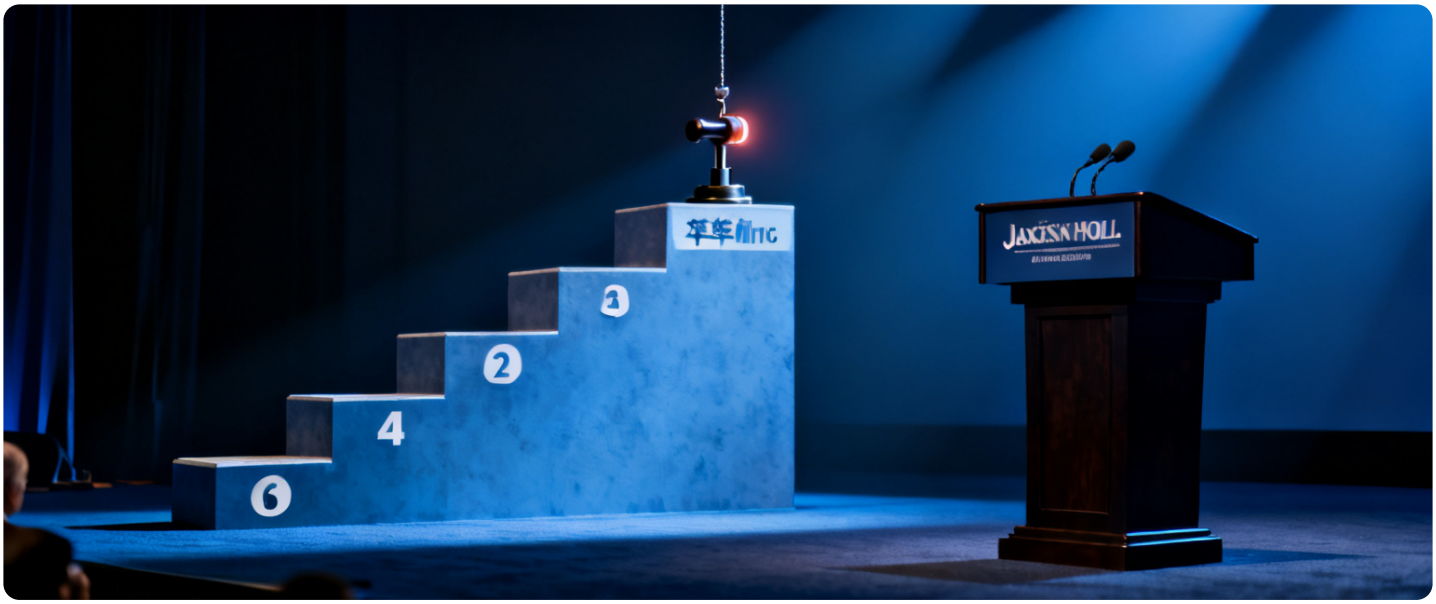
MATT
INVESTMENT AGENT OS

加息触发只差四个基点：沃什杰克逊霍尔首秀的四情景推演、九月决议真正的输入日，与六类资产的两段反馈

2026/8/27 · Vito



4 个基点 | 核心 PCE 再多涨这么多，结构引擎就从「不变」翻成「加息」 149 个基点 | 泰勒规则给出的 5.11% 与实际联邦基金利率 3.625% 的缺口

问题导览

这份报告回答五件事。

第一，把前提摆正：杰克逊霍尔**还没开**。会期 8 月 27 至 29 日，凯文·沃什作为主席的首场主旨演讲在 **8 月 28 日周五**，约 20 分钟，**没有问答环节**，堪萨斯城联储直播并在他开讲的同时把全文发上官网、不提前发放。查美联储官网的演讲索引，**他 5 月 22 日就任至今没有发表过一场正式演讲**（6 月 30 日至 7 月 1 日在辛特拉参加过欧洲央行论坛的小组讨论，但官网无演讲记录）——8 月 28 日是他任主席后的第一次成篇讲话。距 9 月 16 日议息决议 19 天。**现在流传的任何「沃什说了什么」都是伪造的。**

第二，他最可能说什么。靠他任内每一份声明的逐字比对、两场记者会实录、一份 61 页的书面质询答复、确认听证会问答，以及他 2006 至 2026 年的完整公开论述原文。

第三，这场演讲能不能前瞻 9 月决议。本机那套美国宏观结构世界按 8 月 26 日数据全量重锚后跑了生产级推演，结论是一个具体到小数点后两位的触发阈值。

第四，演讲后大类资产的反馈，分两段给：8 月 28 日当天到次一交易日，以及到 9 月 16 日。方法是两层耦合——上层用结构引擎定政策路径，下层用十四次历史主席演讲的实际反应分布定资产弹性，中间用「政策概率→两年期收益率→各资产实测敏感度」桥接。

第五，市场把这个事件的风险溢价押在了哪里，押得对不对。

核心结论

一、市场那句「软数据让联储转鸽，所以黄金比特币大涨」，经不起交叉验证。 按 9 月联邦基金期货结算价复算，9 月加息的隐含概率在 **8 月 13 至 20 日见底约 34%，随后回升到 8 月 24 至 25 日的 43%**。而同一段时间黄金涨 5.9%、比特币涨 21.1%。**加息概率在上升的那一周里贵金属与加密大涨，这不可能是同一条链。**

二、八月这波实际上是两段，驱动完全不同。 第一段 7 月 31 日到 8 月 13 日，两年期收益率 **−13 个基点**、十年期 −12、实际利率 −8、盈亏平衡通胀率 −4：干净的联储重定价。第二段 8 月 18 日到 8 月 21 日，两年期 **+5 个基点**、十年期 **+3**、实际利率 **−1**、**盈亏平衡通胀率 +4**：涨的全是通胀补偿。纽约联储模型对 8 月 19 日的分解给出同一答案——十年期拟合收益率跌 6.8 个基点，其中期限溢价跌 9.9 个基点，**利率预期部分反而涨了 3.1 个基点**。

三、但把第二段叫作「财政主导」是把方向说反了，而这个方向决定了他会说什么。 他 2025 年 4 月 25 日在三十人集团讲座上写道：「**财政主导——国家债务约束货币政策制定者——长期被认为是一种可能的终局。我的看法是，货币主导，也就是央行成为财政政策的最终仲裁者，才是更清晰、更紧迫的危险。**」在他的框架里问题不是财政绑架了联储，是**联储长期充当最大买家、补贴了政府融资成本，反过来纵容了财政**。处方因此不是加息，是**缩表、退出国债市场**。

四、他已经用书面形式拒绝回答「什么条件下会加息」这个问题。 参议院书面质询里，议员两次问到加息条件与衰退风险，他的**完整答复都只有一句**：「**我通常不认为联储应该提供当前实践形式的前瞻指引。**」同一份 61 页文件里，他拒绝承诺三周内公布纪要、每次会后发声明、发布金融稳定报告、进行五年框架审查这四项中的任何一项；「点阵图」与「经济预测摘要」在全文出现**零次**。

五、通胀「回到 2 字头」只在消费者物价口径下成立。 7 月核心消费者物价同比 **2.5%**，核心个人消费支出物价同比 **3.34%**（未取整 3.344%，环比 0.246%）——**差 0.8 个百分点，而联储盯的是后者**，且已连续 65 个月高于 2%。

六、结构引擎说，加息触发只差四个基点的核心 PCE。 泰勒规则目标 5.11%，实际联邦基金利率 3.625%，缺口 149 个基点。引擎的对称加息条款要求实际利率低于 0.25%、失业率低于 4.10%：当前实际利率 **0.285%**（差 3.5 个基点）、失业率 **4.10%**（正好卡线）。核心 PCE 同比升到 **3.38%** 即触发，对应 8 月环比需 **+0.259%**，而最近六个月环比均值 **+0.284%**、四个月超线。**但 8 月核心 PCE 要到 9 月 30 日才发布，落在决议之后**——真正的输入日是 9 月 4 日的非农与 9 月 11 日的物价。

七、他在确认听证会上已经把「缩表换降息」讲成了具体机制，而这会造成熊市陡峭化。 4 月 21 日答参议员 Lummis：「**我们需要一个更小的央行资产负债表……一个联储持有的未偿债务比金融市场许多部分还多的大资产负债表，那是伪装成货币政策的财政政策。联储需要退出财政这门生意。**」以及「**它更重要的是不应该像财政当局那样持有长期国债资产。**」美银与景顺从完全不同的角度得出同一个市场结果：前端下行、长端上行。**这是本报告最非共识、也是那张按两年期驱动的矩阵结构上覆盖不到的一层。**

八、六类资产的概率加权期望全部落在 ±0.85% 以内，值钱的是离散度不是均值。 离散度排序：比特币 4.32 个百分点 > 罗素 2000 三点三四 > 纳斯达克 2.54 > 黄金 2.28 > 标普 500 一点九一 > 美元指数 1.01 > 美元兑日元 0.89。

九、期权市场把事件溢价几乎全押在黄金上，股票几乎没给。 8 月 28 日当日隐含波动：标普 ±0.62%、纳斯达克 ±0.85%、黄金 ±1.41%。对照十四次历史演讲当日绝对变动的中位（0.78%、1.08%、1.16%），**股票被定价在历史**

中位的 0.79 倍，黄金被定价在 1.22 倍。恐慌指数期限结构完全正向排列，9 日期 13.69 低于 30 日 15.51，**前端没有任何事件性买盘**。

十、日元不会对这场演讲有反应，这可以量化。 美元兑日元与美国两年期收益率近六个月回归的判定系数只有 **0.004**，与三十年期的 60 日相关系数 **−0.10**。

一、把前提摆正：他是谁，他已经说过什么

沃什 2026 年 4 月 21 日过参议院银行委员会听证，5 月 13 日以 54 比 45 获确认，**5 月 22 日宣誓就任第十七任主席**。任内首次主持是 6 月 16 至 17 日，第二次是 7 月 28 至 29 日。

他任内最能说明问题的一件事，是**6 月与 7 月的声明正文逐字完全相同**。两次之间只有两处差异：充裕准备金那句从「重申」改成「正在延续」，以及投票从 12 比 0 变成 9 比 3 并加了异议句。声明正文 115 个词，鲍威尔时期常在 300 词以上。删掉的是前瞻指引，新增的是一句招牌：「委员会将交付价格稳定。」

数据变了，他的声明一个字不改。 这是有二十年前史的设计。他 2010 年 12 月 14 日在联邦公开市场委员会会上说：「我认为我们更该做的，是**不要在会后讲得太有新闻性，对我们冷静的分析保持相当程度的低调**。」他 2014 年 12 月受英格兰银行行长卡尼之邀撰写的透明度审查报告里写：**「更多的透明度并不总是好事」「真正的透明并不总是意味着『更多』，但它应该总是意味着『更好』」**，并批评英国央行的月度会议节奏「不必要地抬高了市场预期」——那份报告是他 2026 年推动削减会议次数的直接前身。

7 月 29 日记者会上他亲口给出反应函数，这是全部推演的锚：

> 「任何一个央行官员，尤其是在**劳动力市场大体处于均衡**的情况下——任何一个央行官员，当他或她看到潜在通胀在走高，他或她就更倾向于收紧政策……当你已经实现了使命的另一半、并且看到潜在通胀在下行，他就更倾向于放松政策。这就是我的反应函数。」

同场还有三句必须一起读：「不存在软性通胀目标，不存在隐含的软目标——在本委员会任内不存在。只有一个目标，就是 2%。」「五年多的通胀高于目标，不可能在九周内治好。」以及「市场参与者正在学会盯球，不是盯裁判……**但我们不会被市场价格约束**。」

最硬的一条证据在书面记录里。 参议院银行委员会 4 月 21 日听证后的书面质询（4 月 28 日公布，61 页），议员问「**在什么具体经济情况下你会投票支持加息？**」，另一处问未来两年全球衰退风险，他两次的**完整答复都是同一句话**：

> **「我通常不认为联邦储备应该提供当前实践形式的前瞻指引。」**

同一份文件里，他拒绝承诺三周内公布会议纪要、每次会后发表声明、发布金融稳定报告、进行五年框架审查这四项中的任何一项。而「点阵图」与「经济预测摘要」这两个词在这 61 页里**出现零次**。

这条证据的分量在于：市场现在盼他 8 月 28 日说的那句话，四个月前有人用书面形式正式问过他，他的回答是拒绝回答。

另外三件事也可以直接排除： 改通胀目标（6 月 17 日明说「**在我们重建交付 2% 的承诺与能力之前，我看不出任何理由去重新审视它，所以这在我们要做的范围之外**」）；放弃就业目标（7 月 29 日「**双重使命的两半同等重要，这**

里没有立法上的孤儿」）；提出名义 GDP 目标制（其全部公开文本零次出现，他甚至也不是规则派——2015 年他写过「**货币政策既不是由规则制定的，也不是由不受约束的自由裁量制定的。它是由委员会制定的**」）。

但有一件事他反复讲、而且是在宣誓状态下讲的，那就是缩表。 4 月 21 日答参议员 Lummis：

> 「**慢慢地、审慎地，我认为我们需要一个更小的央行资产负债表。我们花了 18 年造出这张大表，它对联储的可信度造成了不少损害。与财政部长合作，我们得找到一条路把这张表缩小，因为一个联储持有的未偿债务比金融市场许多部分还多的大资产负债表，那是伪装成财政政策的政策。联储需要退出财政这门生意，专注于货币这门生意**，这样才能交付你们给我们的使命。」「它应该更小，而**至少同样重要的是，它不应该像财政当局那样持有长期国债资产。那正是它被卷进政治的时候。**」「联储有利率工具和资产负债表工具。我的看法是**利率工具能渗进缝隙里，它更公平；资产负债表工具不成比例地帮到持有金融资产的人。**」

请注意最后半句里的两个词——「**与财政部长合作**」。这不是宣战。第五节会说明这为什么重要。

最后一条制度性事实：**他设立了五个工作组（沟通、资产负债表、通胀框架、经济数据实践、人工智能与就业），结果年底出。** 贝莱德 7 月 10 日的固定收益展望直接把它当成政策路径的一部分：「一个可能的情景是，**联储保持按兵不动，直到工作组今年晚些时候拿出结论**。」

二、八月这波涨的到底是什么：两段归因，与一个方向订正

按 9 月联邦基金期货结算价自算（合约报 96.325），当前为 9 月定价了 **9.6 个基点、对应 38.6% 的加息概率**；Investing.com 的联邦基金监测器给 39.0%，花旗 8 月 25 日说「9 月已定价 10 个基点」，三方吻合。

演变路径：7 月 29 日会议日 16.1 个基点／64% → 8 月 7 日非农当日 11.8／47% → 8 月 12 日物价数据当日 10.7／43% → **8 月 13 至 20 日 8.6／34%（区间低点）** → 8 月 21 日 9.6／39% → **8 月 24 至 25 日 10.7／43%** → 8 月 26 日 9.6／39%。

加息概率在 8 月 17 日前后见底，随后回补了约 5 到 9 个百分点——而黄金和比特币涨得最猛的正是这一段。

时段	事件	两年期	十年期	十年期实际利率	十年期盈亏平衡通胀率	黄金	比特币	标普500
7/31→8/13	8/12 七月物价数据	−13bp	−12bp	−8bp	−4bp	+7.8%	+0.9%	+4.1%
8/18→8/21	8/19 财政部回购扩容	**+5bp**	**+3bp**	**−1bp**	**+4bp**	**+5.9%**	**+21.1%**	−0.2%

第二段的十年期利率变动，全部来自通胀预期，实际利率没动



图 1 · 读法：同样是十年期在动，两段的成分完全相反。第一段是宽松预期，第二段是通胀补偿。把两段混成一句「联储要转鸽」，等于把制度性风险定价错当成货币宽松。资料来源：FRED（DGS2、DGS10、DFII10、T10YIE）日度收盘，作者计算。

加密那边的证据更硬：比特币与黄金的 90 日相关系数升到 **0.52，是 2020 年 10 月以来最高**；与纳斯达克的相关系数降到 **0.38，是一年来最低**。

这里要订正一个我先前的框架错误。 把第二段叫作「财政主导定价」是顺着市场惯用语说的，但它与他本人的诊断方向相反。他 2025 年 4 月 25 日在三十人集团于国际货币基金组织举办的春季讲座（题为《制高点：十字路口的央行》）里写道：

> 「我很难为联储开脱国家的财政挥霍之责……**联储自 2008 年以来一直是美国国债、以及其他由美国政府背书的负债的最重要买家。联储 7 万亿美元的资产负债表，比我加入那天几乎大了一个数量级。**」「财政政策制定者——也就是国会的民选议员——发现，在知道政府的融资成本会被央行补贴的情况下，拨款要容易得多。」**「财政主导长期被经济学家认为是一种可能的终局。我的看法是，货币主导，也就是央行成为财政政策的最终仲裁者，才是更清晰、更紧迫的危险。」**

这条论证他讲了十五年。2011 年 12 月的《金融抑制的陷阱》里已经完整成型：「联储持续购买长期国债，**有掩盖这个国家真实资本成本的风险**。当联储作为一个庞大而强势的买家出现，私人投资者被挤出市场……**我们冒着错过市场早期预警信号的风险——那个关于我们债务负担已不可承受的信号。**」

方向的差别很重要：认为财政绑架了联储，处方是加息；认为联储纵容了财政，处方是**缩表、退出国债市场**。他明确持后一种。

回购本身的规模我按官方日程逐笔核过：受影响的操作共 **7 次，140 亿美元的容量变成 280 亿，增量 140 亿美元**。这修正了我 8 月 20 日那篇的口径（当时按新闻稿推算 9 次、约 200 亿），**结论方向不变而且更强**。这次调整**没有借款咨询委员会的建议背书**，是财政部季中单方面改口。

财政部自己承认了机制：「预计回购不会显著影响私人持有的可流通净借款额。」华尔街判断一致——高盛（8 月 21 日）「即便扩大规模也不太可能实质性重置利率水平」；摩根大通 Jay Barry（8 月 20 日）「市场会认为这一动作**缺乏可信度**」；Evercore ISI 的 Guha（8 月 24 日）「**弱化版的扭曲操作**」；Jefferies 的 Thomas Simons（8 月 19 日）最重：「**我不认为财政部意识到他们把自己公告的可信度损伤到了什么程度。**」

价格给了同样的答案：8 月 19 日三十年期从 5.28% 跌到 5.19%（−9 个基点），8 月 21 日回到 5.27%——**公告带来的下行在两个交易日内基本被抹平**。

长端不是卖不掉，是要用高得多的收益率才卖得掉。 2026 年三十年期拍卖的间接投标人占比 66.8%，比 2025 年的 63.2% **高 3.6 个百分点**；投标倍数持平或更好；全年没有一次流拍。8 月 13 日那次拍在 5.216%，是 2001 年以来最高的三十年期拍卖收益率，尾部只有 0.4 个基点。**压力在价格，不在承接。** 另一侧的风险同样存在：Jefferies 的 Mohit Kumar（8 月 26 日）称长期美债与德债的**空头已「接近拥挤」**——这是 Bianco Research 那个反直觉问题的基础：**「想做多债券的人，你们真的希望联储九月不加息吗？」**

三、第一层：结构引擎说，加息触发只差四个基点

本机那套美国宏观结构世界建于 7 月 6 日，锚点已过期七周。我按 8 月 26 日数据全部重锚——核心 PCE 3.34%、住房租金 3.40%、核心商品 0.99%、失业率 4.10%、非农三个月均值 +2.0 万、时薪同比 3.22%、两年期 4.24%、十年期 4.70%、油价 82.8 美元（同比 +30.9%）、准备金 29,350 亿美元、投资级利差 0.81%、高收益利差 2.70%。

两道历史校验门重跑，均通过。 2022 加息周期门四项全中；2019 缩表与回购管道门四项全中。

校验门也暴露了**偏差方向**：2022 门里模型给的 2023 年四季度联邦基金利率是 **4.77%，实际 5.5%**；标普回撤模型给 **−21.2%，实际 −13.7%。引擎系统性低估鹰派联储能走多远，同时高估股票的受损程度。** 五个前瞻情景的核心 PCE 都在六个季度内机械收敛到 2.28% 左右——一条已经失效五年的去通胀先验。以下结论都要按「引擎偏鸽」来读。

第一个结果：**泰勒规则目标 5.11%，实际联邦基金利率 3.625%，缺口 149 个基点**（他本人拒绝机械规则，这是外部诊断而非他的反应函数）。

第二个结果更有用。引擎的对称加息条款要求同时满足：实际利率低于 0.25%、失业率低于 4.10%、核心通胀不低于 2.2%。当前实际利率 **0.285%**（差 3.5 个基点）、失业率 **4.10%**（正好卡线）。三百条路径全部给出「不变」，但两个条件都只差一根头发。

核心 PCE 同比	失业率 3.90%	4.00%	4.05%	4.10%	4.20%
3.30%	不变	不变	不变	不变	不变
3.34%（当前）	不变	不变	不变	**不变**	不变
3.38%	**加息**	**加息**	**加息**	**加息**	不变
3.45%	加息	加息	加息	加息	不变

换成可验证的条件：**8 月核心 PCE 环比达到 +0.259%（折年 3.16%），同比就升到 3.38%，引擎翻成加息**。最近六个月的环比是 2 月 +0.394%、3 月 +0.296%、4 月 +0.261%、5 月 +0.359%、6 月 +0.147%、7 月 +0.246%——**均值 +0.284%、中位 +0.279%，四个月超线**；2023 年以来的历史基础概率 47%。

真正的不对称在这里：按最近的运行速率，触发条件更可能成立而非不成立；但触发变量本身在决议前不公布。

第三个结果关于流动性管道：准备金 29,350 亿美元，对照巴克莱估计的最低舒适水平 27,000 亿，缓冲只剩 2,350 亿；隔夜逆回购已耗尽至 4.1 亿美元。引擎推演在 **2027 年一季度**触发流动性压力。缩表已于 2025 年 12 月 1 日结束、12 月 12 日起联储重新净买入短期国库券——**他接手的是一张正在扩张的资产负债表，与他自己在听证会上的主张完全相反。**

四、第二层：主席演讲当天，市场到底能动多少

2010 年以来十四次主席在杰克逊霍尔的主旨演讲，逐一取数算当日反应。

最重要的一个数：两年期收益率在演讲当日的绝对变动，中位只有 4.5 个基点，均值 4.7，90 分位 9.7，十四次里最大 11.0。 包括鲍威尔 2022 年那场八分钟「痛苦」演讲——当天两年期只动了 **+2 个基点**（标普跌 3.37%，+7 个基点出现在次日）。任何预期「这场演讲会重定价整条曲线」的说法，在十四次样本里没有先例。

解读	次数	标普500	纳斯达克	黄金	美元指数	比特币	两年期
鸽派	8	+0.75%	+1.04%	+1.27%	**−0.51%（8 次全跌）**	+3.40%	−4.0bp
鹰派	3	−0.16%	+0.13%	−0.37%	**+0.30%（3 次全涨）**	−0.44%	+5.0bp
中性/非政策主题	3	+0.17%	+0.14%	+0.47%	−0.58%	+0.85%	+1.5bp
全样本	14	+0.56%	+0.73%	+0.80%	−0.44%	+1.79%	—

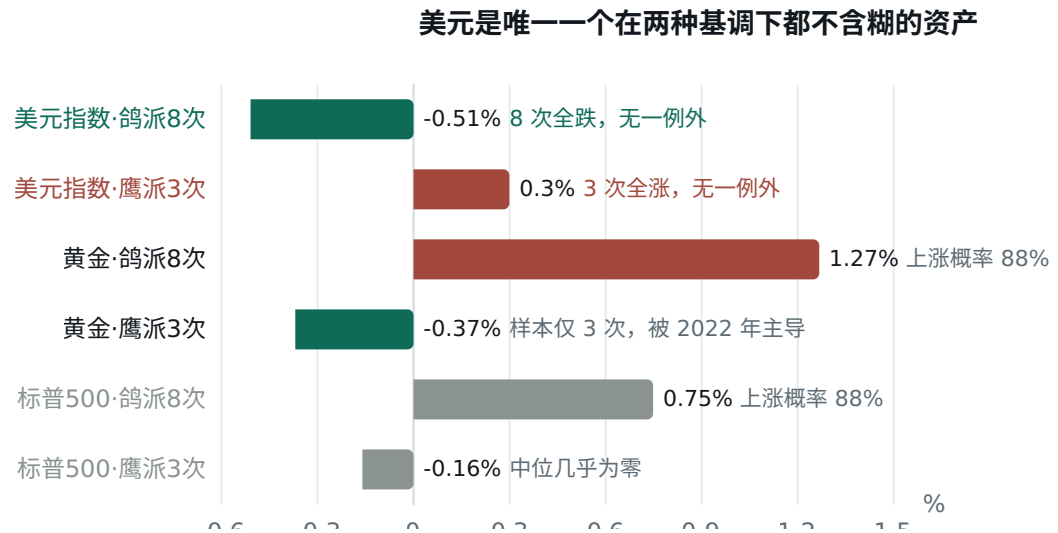


图 2 · 读法：鸽派八次美元全跌、鹰派三次美元全涨，方向零例外，这是全样本里唯一没有反例的规律；股票在鹰派组的中位几乎是零，说明「鹰派等于股票跌」这个直觉在十四次样本里并不成立。资料来源：雅虎财经日度收盘价与 FRED DGS2，作者按各次演讲日计算。

样本局限必须挑明：**鹰派组只有 3 次**，均值被 2022 年单独拉走——那年整体消费者物价同比在 8% 以上，与今天的 **3.4%** 不可比。**非政策主题只有 1 次真样本**（2017 年耶伦讲金融监管），且当天德拉吉同场讲话推升欧元，美元那 −0.58% 无法拆开归因。

五、两层接起来：四情景 × 六类资产的当日反馈

各资产对两年期收益率的敏感度，用**近六个月**日度回归实测：

资产	近 6 个月 β（每 +10bp 两年期）	判定系数 R^2	全样本 β（2025-01 起）
罗素 2000	**−1.194%**	**0.238**	+0.147%
纳斯达克综合	−1.056%	0.161	+0.448%
黄金	−1.070%	0.099	−0.462%
比特币	−0.805%	0.027	+0.347%
标普 500	−0.784%	0.193	+0.287%
美元指数	**+0.340%**	**0.247**	+0.368%
美元兑日元	−0.059%	**0.004**	−0.090%
十年期收益率	+7.09bp	**0.637**	+7.46bp

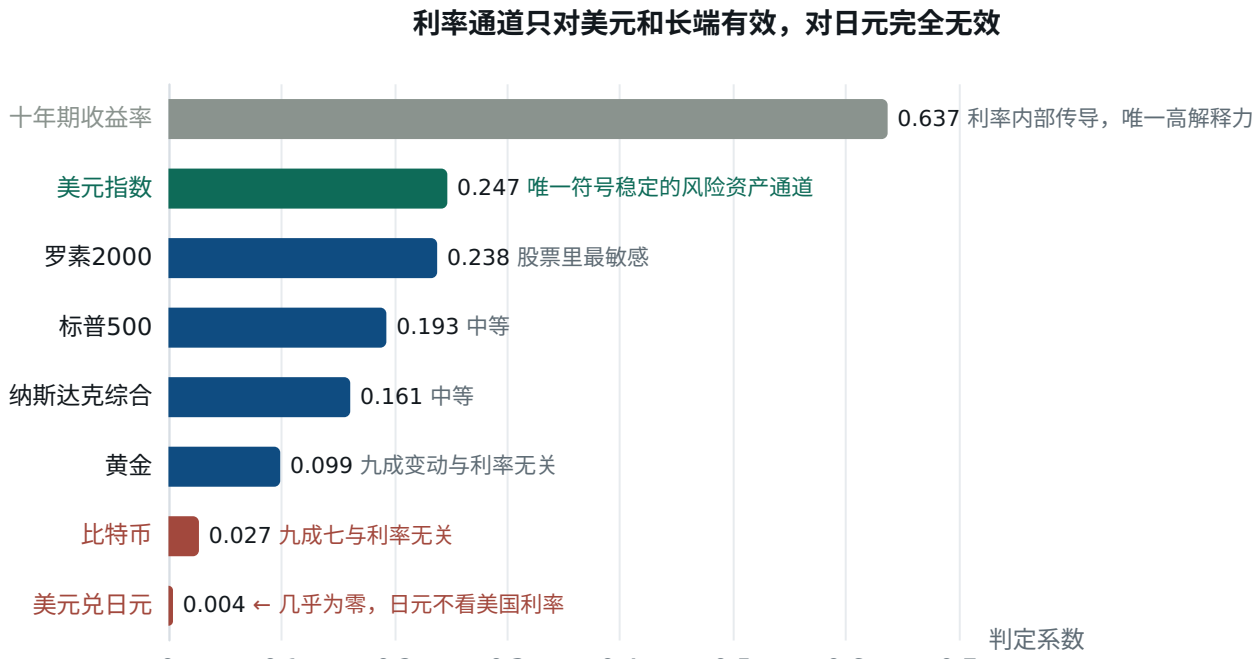


图 3 · 读法：判定系数告诉你「这场演讲的利率信号能解释这个资产多少」。只有美元指数和十年期能被利率通道有效解释；黄金九成以上、比特币九成七、日元几乎全部的波动来自别处，对它们做「鹰派就跌」的线性推演会错。资料来源：雅虎财经与 FRED 日度数据，2026-02-26 至 2026-08-26 约 124 个交易日回归，作者计算。

权重按书面证据定。 他 7 月 29 日在「大局观」与「为九至十二月铺垫」之间给的是五五开，但 4 月 28 日的书面质询答复显示他的**默认状态是拒绝给指引**。两者结合，A 略高于 B：**A 40%、B 30%、C 15%、D 15%。**

一个关键区分：**书面答复排除的是「预告九月怎么做」，不排除「重申反应函数」。** 巴克莱的 Marc Giannoni（8 月 24 日）给的正是软版本——「哪怕只是**一句简单的确认**，表明联储在必要时愿意加息，就能安抚市场」。B 情景的现实形态是这句确认，不是前瞻指引。

以 38.6% 为起点，用「25 个基点 × 概率变动 × 1.6 的路径传导系数 ≈ 两年期变动」反解：

资产	A 只讲结构 40%	B 重申愿加息 30%	C 承认就业裂口 15%	D 财政边界划线 15%	概率加权	区间宽度
比特币	+0.89%	−0.68%	+3.64%	+0.72%	**+0.81%**	**4.32pp**
罗素 2000	+0.32%	−0.52%	+2.02%	−1.32%	+0.08%	3.34pp
纳斯达克综合	+0.19%	−0.19%	+1.36%	−1.18%	+0.05%	2.54pp
黄金	+0.52%	−0.69%	+1.59%	+0.96%	+0.38%	2.28pp
标普 500	+0.21%	−0.40%	+0.99%	−0.92%	−0.03%	1.91pp
美元指数	−0.60%	+0.40%	−0.61%	−0.05%	−0.22%	1.01pp
美元兑日元	+0.55%	−0.02%	0.00%	−0.34%	+0.16%	**0.89pp**
两年期落点	4.255%	4.320%	4.170%	4.300%	—	15bp
9 月加息概率落点	43%	59%	21%	54%	—	—

第一件事：六类资产的概率加权期望全部落在 ±0.85% 以内。这个事件在期望值上接近抛硬币，值钱的是离散度。 美银的全球基金经理调查印证——**69% 的受访者预期中性基调**。Vital Knowledge（8 月 26 日）给了一条边界：这场演讲「不太可能把 9 月加息概率**持续推到 50% 以上**」——读作 B 情景的上沿而非中枢。

第二件事：黄金是唯一在四个情景里三个为正的资产。 在 D 情景里利率通道推它跌 0.64%，而事件通道推它涨 1.60%。黄金对十年期实际利率的敏感度在当前样本里已经失效（我 8 月 20 日那篇测出的回归系数是 **+0.02，符号是反的**）。

特别标注：他真正可能宣布的那件事，这张表覆盖不到

我的矩阵按**两年期**驱动，默认前端与长端同向。但他自己给出的政策组合恰恰是反向的，而且证据档位很高——不是媒体转述，是**确认听证会的问答与国会证词**。

三层递进：**2025 年 4 月 25 日**（三十人集团讲座）只有诊断；**2025 年 5 月 28 日**（胡佛研究所访谈）第一次正面提出方案；**2025 年 7 月 17 日**（CNBC）给出操作版本——「**联储主席和财政部长可以向市场清楚而审慎地说明：这是我们对联储资产负债表规模的目标，财政部可以说这是我们的发行日历**，到本届政府结束时我们会到达资产负债表的均衡水平」。而 **2026 年 4 月 21 日**在参议院，他把机制说得最清楚：**「它不应该像财政当局那样持有长期国债资产」**，以及那个决定曲线形态的取舍——「**利率工具能渗进缝隙里，它更公平；资产负债表工具不成比例地帮到持有金融资产的人。**」换成 2025 年的口语版就是：「**如果我们把印钞机开得安静一点，我们就能有更低的利率。**」

市场结果是熊市陡峭化：前端下行（缩表换来的降息空间）、长端上行（联储不再持有长久期国债，期限溢价重建）。这不是我一个人的推断——美银的 Mark Cabana（8 月 26 日）从沟通角度到达同一处：「**如果他不改变沟通方式，我们会担心长端可能快速升到 5.5% 以上**」，且「如果他只讲结构性主题，我们担心市场把这条信息**理解成鸽派**」；景顺的 Benjamin D. Jones（同日）说得最完整：「**鸽派演讲帮到曲线前端，但会让长端和通胀预期上行。它同时会强化美元走弱、黄金走强和曲线陡峭化。**」德意志银行的 Steven Zeng（8 月 12 日）从框架层给出同一结论。

但有一处必须给读者提醒，它是这条推论最大的软肋。 他在听证会上说的是「**与财政部长合作**，我们得找到一条路把这张表缩小」——**这是合作的措辞，不是宣战的措辞**。花旗的判断正是建立在这上面：资产负债表工作组的预览是唯一的鹰派意外通道，但「几乎没有这么做的动机，**特别是如果贝森特与沃什之间存在协调**」。也就是说，D 情景（划界冲突）与「联储和财政部联合宣布一套框架」这两种走向，在他的文本里同样有依据，而后者对市场的含义温和得多。**我把 D 的权重压在 15% 而不是更高，原因就在这里。**

四条独立路径（他自己的政策偏好、他「货币主导」的诊断方向、卖方的沟通分析、框架不确定性的定价）指向同一个市场结果。上表 A 情景的美元（−0.60%）与黄金（+0.52%）方向与之一致，**但对股票偏乐观了**：三十年期现在 5.19%，年内高点 5.31%，若真向 5.5% 走，股票会同时承受长端压力。这一层我不给具体数字，因为没有可回归的通道；但它是这套矩阵最需要读者自行加权的一处。

街上的分歧其实不是「鹰还是鸽」，是「他说的话对长端有没有用」，三个阵营各自内部一致：

阵营	代表	隐含偏斜
他会兑现可信度	渣打（Englander／Davies：他会「压低市场期限溢价和对财政主导的担忧」）、Jefferies（Kumar：「聚焦可信度……以控制曲线长端」）	鹰派为基准，**中性反而是意外**
他不会说任何有用的	道明证券、摩根士丹利、德意志银行	非事件风险，期限溢价维持高位甚至上行
鹰派已经见顶	派杰（Kantrowitz：「**联储鹰派已见顶**」）、瑞银、野村、Evercore（九月「已基本锁定」）	鸽派偏斜，九月不动

野村的 Charlie McElligott（7 月 23 日）提出的机制值得单独记：利率市场在「**预判那些预判者**」，通过定价「联储落后于通胀曲线」的风险，反而可能**把沃什「困」进加息**——**因为是市场把他带到那儿的**。

至于九月决议本身，十二家买方与独立研究里 **8 家预测按兵不动，无一家预测九月降息**；卖方侧唯一的降息口径来自花旗 8 月 7 日的「下一步仍是降息、基准在十月」，该行 8 月 25 日已实质改口。尾部两侧都有人：美银预测九月加息且全年三次到 4.25 至 4.50%，摩根大通财富管理基准情形也是九月加息；另一边高盛判断「市场定价过于鹰

派」、全年不动、下次加息推到 2027 年 1 月。路透 8 月 17 日对 104 位经济学家的调查：**90% 预计九月维持，只有 2 人预计降息。**

六、市场把风险溢价押在了哪里，押得对不对

按平价跨式累计隐含波动（至 8 月 28 日到期）：十年期国债基金 0.42%、二十年期以上国债基金 0.77%、标普基金 0.93%、纳斯达克 100 基金 1.35%、**黄金基金 1.76%**、比特币基金 2.60%、白银基金 2.85%、金矿基金 3.07%。按方差差分拆到 8 月 28 日当日：标普 **±0.62%**、纳斯达克 **±0.85%**、黄金 **±1.41%**。

隐含波动率的期限跳升只出现在贵金属：黄金基金平价隐含波动率从 10.3%（8/26 到期）跳到 19.4%（27 日）再到 **26.3%（28 日）**；标普基金只有 10.1% → 13.0% → 13.9%。**恐慌指数期限结构里没有前端凸起**：15.51、9 日期 13.69、3 月期 18.18、6 月期 20.78。

资产	8/28 隐含日内波动	十四次历史当日绝对变动中位	隐含/历史
标普 500	±0.62%	0.78%	**0.79 倍（便宜 21%）**
纳斯达克综合	±0.85%	1.08%	**0.79 倍（便宜 21%）**
黄金	±1.41%	1.16%	**1.22 倍（贵 22%）**

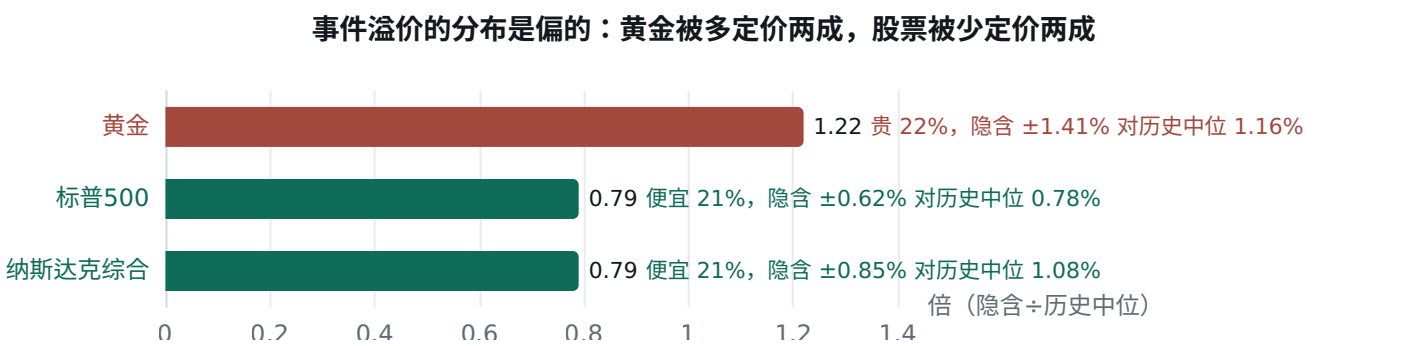


图 4 · 读法：这不是在说哪个资产会涨会跌，是在说事件风险被定价得均不均匀。同一个事件，黄金的当日波动被定价在历史中位之上两成，两个股指被定价在历史中位之下两成——三者不可能同时对。资料来源：期权链平价跨式报价按方差差分拆解（2026-08-26），对照 2010 至 2025 年十四次主席演讲当日绝对变动中位，作者计算。

持仓结构纠正了一个从盘面容易得出的错误判断。 相对强弱指标上比特币 86.2、黄金 83.7，都极度拉伸（比特币距 20 日均线 +13.28%，黄金 +6.59%），直觉会说「必然脆」。但把杠杆拆开，比特币的结论不一样：

- **以币计价的未平仓合约根本没有重建**。六个交易所合计 295,299 枚，低于 6 至 8 月中的均值约 30 万枚；美元计价的未平仓涨 21.7%，**涨幅全部来自价格**。
- **资金费率始终在交易所基准值附近**：币安年化 +7.87%、OKX +6.20%、Bybit +3.07%，而每 8 小时 0.0100%（年化 10.95%）本身就是**默认基准**。
- **芝加哥商品交易所的杠杆基金从来不是拥挤的空方**：8 月 18 日净空 7,439 张，在过去两年 110 期周报里位于**空方 92 分位**（中位 −14,826 张）。
- **隐含波动率在自己一年区间的 41 分位**，而 30 日已实现波动 41.5%——**隐含不高于已实现**。

真正翻了的是三样：币安大户持仓多空比从 8 月 19 日的 1.43 升到 8 月 26 日的 **2.26**（散户账户比 1.0008）；清算地图转为下行偏斜（8 月 23 日 75,000 美元下方 10.85 亿美元多头，78,000 上方只有 6.09 亿空头，约 1.8 比 1）；8

月 22、23、24、26 日的清算已全部由多头主导。现货主动买盘从未确认这波上涨——8 月 21 日那根大阳线当天主动买占比只有 51.9%。

结论要说准：价格是拉伸的，专业账户确实翻多了，但堆在多头一侧的杠杆按 2026 年的标准并不多。 鹰派冲击下比特币的下行会比相对强弱指标暗示的更浅。8 月 28 日到期的比特币期权最大痛点在 **69,000 美元，比现价低约 12%**。

黄金那边持仓是实打实的重：商品期货交易委员会非商业净多 **222,189 张（约 1,035 亿美元）**，上周还在增加 4,249 张；全球黄金交易所交易基金单周流入 64 亿美元、46.7 吨，十个月最大。**拉伸、拥挤、期权还贵两成——黄金是三项风险叠加最完整的一个。**

七、第二段：从 8 月 28 日到 9 月 16 日

这段窗口约 13 个交易日。历史上同样的窗口，十四次的中位是：标普 +0.29%（上涨占比 50%）、黄金 +1.08%（64%）、美元指数 +0.16%（57%）、比特币 −3.22%、两年期 +2.5 个基点。**分组之后差异才出来**：鹰派那三次标普中位 −0.27%、美元 +1.04%、两年期 **+9 个基点**；鸽派那八次标普 +1.58%、黄金 +2.24%、美元 −0.50%。

演讲当天的量级很小，但基调一旦被确认，随后这十三个交易日的方向是持续的。真正的赔率不在 8 月 28 日下午，在它之后。

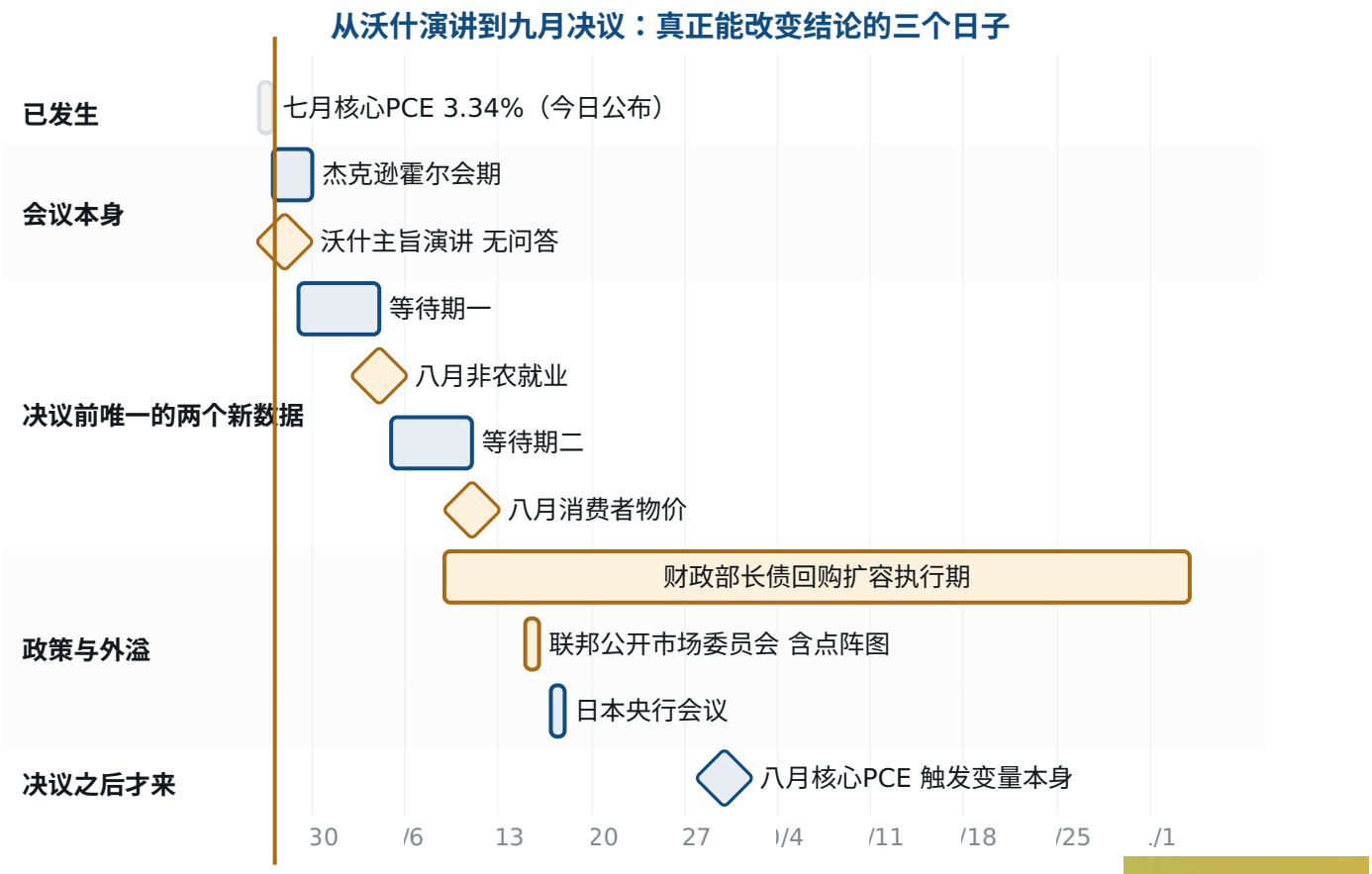


图 5 · 读法：引擎的触发变量是八月核心 PCE，而它 9 月 30 日才公布，落在决议之后。委员会在 9 月 16 日之前只 11 日两个新数据——九月的决定必然建立在对触发变量的推算上，而不是对它的观测上。财政部回购的执行期与决议窗 源：美联储 FOMC 日历、劳工统计局与经济分析局发布日程、财政部新闻稿 sb0607，均官网直接核对。



把触发条件翻译成 9 月 11 日那份数据：核心 PCE 环比 +0.259% 的门槛，按 2023 年以来的月度回归（核心 PCE 环比 = 0.541 × 核心 CPI 环比 + 0.117），对应**核心消费者物价环比约 +0.263%**。**这个映射要打折看**：两者相关系数只有 0.52。

市场的处理方式值得注意：**Polymarket 给十月的加息概率 43%，高于九月的 34%**；道明证券引用的货币市场定价是「**到十二月基本已完全定价 25 个基点**」。**市场不是在把加息定价掉，是在把它往后挪。** 年底隐含政策利率按 2027 年 1 月合约反解是 **3.905%**，约 1.1 次加息。

一是日元。 日本央行 9 月 17 至 18 日开会，就在联储决议次日。政策利率现为 1.00%（6 月 16 日以 7 比 1 从 0.75% 上调），9 月加息定价严重分歧：隔夜利率期货隐含 54%，掉期隐含约 80%。7 月 28 日美元兑日元盘中冲到 163.93，7 月 30 至 31 日发生**美日联合干预**（财务大臣片山皋月 8 月 3 日声明确认，措辞是「过度波动与无序变动」，并称「不会犹豫再次联合干预」；规模口径未统一，彭博按央行账户推算约 8.45 万亿日元、高盛口径约 850 亿美元），8 月 3 日探至 156.12，峰谷 7.81 日元。现在 159.31，**已收复其中 41.4%**。更关键的是：截至 8 月 15 日的两周，日本投资者净买入超过 5 万亿日元的海外股票与长期债券，前两周还是净卖出——**干预制造的日元反弹被用来重新加仓套利交易，而不是减仓**。三十年期日本国债 4.055%，对照美国三十年期 5.19%，利差只有约 114 个基点；扣掉 3 至 4% 的对冲成本后，对冲后的美债三十年期只剩 1.2 至 2.2%，而本土无对冲是 4.06%——**这个算术，不是情绪，才是资金回流的驱动**。

二是加密的自有催化剂。 CLARITY 法案的参议院表决安排在 **9 月 15 日**，就在联储决议前一天。今年杰克逊霍尔的主题本身就是支付与金融创新，而他任内**对稳定币、代币化、支付创新没有任何实质公开表态**——这是 8 月 28 日真正的空白点。已知的只有旧立场：明确反对零售型央行数字货币，但提出过批发型数字美元；对稳定币支持私营发行、拒绝兜底（「**我们不想做救助这门生意，句号**」）。

八、六处必须挑明的存疑

第一，有一个口径说通胀已经回到目标，而它正好是反驳我偏鹰倾向的最硬证据。 22V Research（8 月 14 日）跟踪**剔除金融服务价格后的核心 PCE**（该分项九月要修订）。按这个口径，7 月物价环比只涨约 **0.10%，三个月折年 2.06%**——**基本就在目标上**；再剔除住房则是 **1.77%**。瑞银（8 月 25 日）给出另一版：人工智能驱动的存储芯片涨价给核心通胀加了 **20 到 30 个基点**，但那是「暂时的瓶颈」。

而他本人对这个变量的态度，比任何外部批评都更直接。 7 月 29 日：「某个版本的卢卡斯批判、某个版本的古德哈特定律应该提醒我们，**当我们谈论通胀的度量、并把这些度量描述成符合我们的目标时，我们可能会让它们变成不那么好的度量、或者不那么好的目标。**」以及「**我看的通胀数据比个人消费支出物价更宽。**」——我用核心 PCE 定阈值，而联储主席公开说他不只看它。这是本报告最需要读者自行折价的地方。

第二，引擎「不加息」这个结论，由一个我自己选的参数决定。 中性实际利率在引擎里标为「判断」档、取 1.00%。敏感度网格显示：**取 1.05% 的话，加息在今天的数据下就已经触发**。引擎真正在说的不是「不会加息」，而是「经济正好坐在加息门槛上」。

第三，历史事件样本太小，鹰派组被单一年份主导。 鹰派只有 3 次，2022 年的通胀环境与今天不可比；非政策主题只有 1 次真样本且被同场讲话污染。

第四，他的自述与他的记录之间有一处不一致，这会影响你给他的话打多少折。 他 2025 年 4 月的原话是「我不同意那个决定，随后不久就从联储辞职」。但 2010 年 11 月 3 日的会议记录显示，他**投了赞成票**，并在会上解释为什么不投反对票：「**如果我坐在你的位子上，我不会把委员会带向这个方向；坦率地说，如果我坐在这屋里大多数人的位子上，我会投反对票。**」他没有。这说明**他的公开立场与他在委员会内部的实际行动之间存在过一次可观测的缺口**，而这正是「他会不会在 8 月 28 日把主张付诸行动」这个问题的核心。

第五，两个期限溢价模型给出两个故事，说的时候必须指名。 纽约联储 ACM 模型十年期期限溢价 **78.8 个基点（8 月 24 日）**，年内高点 89.5（8 月 17 日），**年初至今约 −0.8 个基点、基本没动**。美联储理事会 Kim-Wright 模型是 **86.8 个基点（8 月 21 日），2011 年 4 月以来最高，年初至今 +28.4 个基点**。写「期限溢价创多年新高」的说法实际引用的是 Kim-Wright。我第二节用的日度分解是 ACM——更保守的那个。

第六，我订正了自己的三处表述。 其一，早先按位移法算出的 7 月核心消费者物价同比 2.79%、整体 3.54% 是错的（序列对齐问题），正确值是**整体 3.4%、核心 2.5%**。其二，先前把街上分布写成「零家预测降息」说绝了——花旗 8 月 7 日的基准情形是「下一步仍是降息、十月兑现」。其三，把八月第二段叫作「财政主导定价」在方向上不准确——**他本人的诊断是「货币主导」才是更紧迫的危险**，两者处方完全不同。

另有三项没查到：财政部承诺 8 月 19 日之后更新的回购日程，截至 8 月 26 日**仍未发布**；日本财务省 8 月干预金额的**确切发布日未能确认**；巴克莱那条「概率超过 50%」**未核到一手来源**（其经核实的表述软得多，已按软版本采用）。

方向判断与观察点

倾向：对这场演讲本身，中性——具体是「预期走平，且事件溢价被错误分配」；对九月决议的路径，偏向鹰派一侧，置信度中等偏低；对曲线形态，倾向陡峭化，这是本报告置信度最高的一条。

先说演讲本身。四个情景的概率加权期望，六类资产全部落在 ±0.85% 以内，两年期的加权变动只有约 +2 个基点，而十四次历史样本里两年期当日绝对变动的中位是 4.5 个基点。**证据链是闭合的**：两份声明逐字相同、不提交点阵图的点、明说「不会被市场价格约束」、书面质询里对「什么条件下会加息」只答一句拒绝、拒绝承诺纪要与声明的任何一项，而这套做法他在 2010 年的会议室与 2014 年给英格兰银行写的透明度报告里就完整表述过。加上这场演讲**没有问答**、全文与开讲同步发布、是他任内第一次成篇讲话，加上五个工作组年底才出结论，加上 19 天后就有一份带点阵图的经济预测摘要替他说话：**他没有理由在 8 月 28 日把话说满**。美银基金经理调查里 69% 预期中性基调，说明这个判断本身也已被定价。

但「走平」不等于没有偏斜。事件溢价被分配错了：黄金的当日隐含波动被定价在历史中位的 1.22 倍，两个股指被定价在 0.79 倍，三者不可能同时对；恐慌指数 9 日期限已完全覆盖 8 月 28 日却仍低于 30 日期限。同时黄金是三项风险叠加最完整的资产——相对强弱指标 83.7、非商业净多 222,189 张仍在增加、期权还贵两成。

曲线陡峭化是本报告最有把握的一条，因为支撑的证据档位最高：他在**确认听证会上**说「资产负债表应该更小，而且**它不应该像财政当局那样持有长期国债资产**」，并给出取舍「利率工具能渗进缝隙里、更公平；资产负债表工具不成比例地帮到持有金融资产的人」；他自己「货币主导比财政主导更危险」的诊断方向指向缩表而非加息；卖方从沟通角度得出一致推论（美银、景顺、德意志银行）；框架不确定性本身的定价逻辑同向。前端与长端在这个事件里不同向，这是那张两年期驱动的矩阵结构上覆盖不到的，也是最容易被忽略的赔率来源。**但要连同那句「与财政部长合作」一起读**——如果最终呈现为联储与财政部联合宣布框架而非划界冲突，长端的冲击会温和得多。

九月路径偏鹰的依据是一个可复算的核心变量：**实际利率距引擎的加息触发线只有 3.5 个基点，失业率正好卡在 4.10% 的门槛上，而最近六个月核心 PCE 环比均值 +0.284% 高于触发所需的 +0.259%，六个月里四个月超线**。同向证据还有四条：6 月经济预测摘要把 2026 年底利率中位从 3.4% 上修到 3.8%（18 个点里 9 个在当前水平之上）、7 月三票同向主张加息、他那句「九月到十二月我们要有的所有动作」、以及野村指出的「市场把他困进加息」的自我实现路径。

置信度定在中等偏低，因为三条反证都很硬： 22V 剔除金融服务后的核心通胀三个月折年 2.06%；他本人公开说看的通胀数据比核心 PCE 更宽，也就是我用来定阈值的变量他不完全认账；路透 104 位经济学家里 90% 预计九月维持、高盛明确判断「市场定价过于鹰派」，我站在共识对面而对面样本量很大。**我保留偏鹰的倾向，是因为它建立在**

可复算的算术边界上，而不是对基调的猜测；但应当把它理解成「尾部比市场定价的更厚」，而不是「九月会加息」。

失效触发条件（四条，任一命中即推翻或转向）：

一、**9 月 11 日**公布的 8 月核心消费者物价，环比若低于 **+0.20%**（对应核心 PCE 环比推算低于 +0.22%、同比回落到 3.30% 以下），加息触发条件被拉开距离，偏鹰判断作废。

二、**9 月 4 日**公布的 8 月非农，失业率若升到 **4.20% 或以上**，引擎的加息条款立刻失效（网格显示 4.20% 时无论通胀多高都是「不变」），本判断作废。

三、**8 月 28 日**演讲后，联邦基金期货隐含的 9 月加息概率若**跌破 25%**（当前 38.6%），说明市场把演讲读成 C 情景，第二段的鹰派路径判断作废。

四、**曲线陡峭化那条的失效器单列**：若演讲后三十年期与两年期利差**收窄到 85 个基点以下**（8 月 24 日为 99），说明「前端与长端不同向」的机制没有出现，该判断作废。同时，**美元指数若跌破 200 日均线 99.17 并在此下方连续收盘三日**（8 月 26 日收 99.14，正骑在线上），则整个桥接层的基础被价格否定，全套推演需要重做。

明确不做的判断：日元。 它与美国两年期收益率的判定系数是 0.004，与三十年期的 60 日相关系数是 −0.10。这场演讲对日元没有可靠的传导路径。日元在这个窗口里的定价权在 9 月 17 至 18 日的日本央行会议、在 4.055% 的三十年期日本国债、在联合干预的后续，与沃什无关。

时间窗：演讲本身的判断管到 **8 月 31 日周一收盘**；九月路径与曲线形态的判断管到 **9 月 16 日议息决议公布**，其间以 9 月 4 日与 9 月 11 日为中途检查点。9 月 16 日之后必须重做——那次会议带新的经济预测摘要与点阵图，信息量高于本次演讲。

资料来源

官方与一手文本（本次实际读取原文）：FOMC 声明 monetary20260617a 与 monetary20260729a（逐字比对）· 沃什记者会实录 PDF（2026-06-17、2026-07-29）· 6 月经济预测摘要原始表格与点分布 · 参议院银行委员会书面质询答复（61 页，2026-04-28 公布）· 提名开场陈述与听证问答（2026-04-21）· 国会证词（2026-07-14）· FOMC 会议记录（2010-09-21、2010-11-03、2010-12-14）· 沃什演讲《An Ode to Independence》(2010-03-26)、《Rejecting the Requiem》(2010-11-08)、《Longer Days, Fewer Weekends》(2009-09-25)、《Financial Markets and the Federal Reserve》(2006-11-21)、《Commanding Heights》(三十人集团春季讲座 2025-04-25) · 沃什专栏《The New Malaise and How to End It》(2010-11-08)、《The 'Financial Repression' Trap》(2011-12-06)、《Finding Out Where Janet Yellen Stands》(2013-11-12) · 英格兰银行透明度审查报告及开场发言（2014-12）· 胡佛研究所论文《Institutional Design》(2016)、《Tying Down the Anchor》(2019)、《Monetary Policy Reform》(2018)、《Rethinking Macro》(2014) · 国际清算银行论文集第 92 号（2016-06-24）· 美国经济学会 2017-01-06 演示稿 · 胡佛研究所访谈实录《Inflation Is A Choice》(录于 2025-05-28) · CNBC 2025-07-17 报道与该场节目闭路字幕 · 路透 2025-07-17 报道 · 美联储演讲索引 JSON · FOMC 日历 · 财政部新闻稿 sb0607、季度再融资声明 sb0590、向借款咨询委员会的第三季度演示、Q3 2026 回购日程 · TreasuryDirect 拍卖数据 · 纽约联储 ACM 与美联储理事会 Kim-Wright 期限溢价文件 · 日本财务省 2026-08-03 联合干预声明 · 商品期货交易委员会持仓原始报表 · 劳工统计局与经济分析局 8 月发布

市场数据（本次自算）：FRED 全套宏观与利率序列 · 雅虎财经日度收盘 · 联邦基金期货 ZQU26／ZQZ26／ZQF27 结算价反解政策概率 · 担保隔夜融资利率远期曲线 · 币安、OKX、Bybit、Hyperliquid、Bitget、Deribit

公开接口 · 期权链平价跨式（2026-08-26） · Investing.com 联邦基金监测器与芝商所观察工具 · Polymarket 与 Kalshi

卖方、买方与独立研究（具名具日）：美银 Aditya Bhave、Mark Cabana · 高盛 Jan Hatzius、David Mericle、George Cole、William Marshall · 摩根大通 Michael Feroli、Jay Barry、财富管理 Phil Camporeale · 花旗（8/7 与 8/25 两版口径） · Evercore ISI Krishna Guha、Marco Casiraghi · 渣打 Steve Englander、John Davies · Jefferies Mohit Kumar、Thomas Simons · 德意志银行 Steven Zeng · 野村 Charlie McElligott · 瑞银 · 派杰 Michael Kantrowitz、Nancy Lazar · 道明证券、Gennadiy Goldberg · 法兴 Kit Juckes · 富国投资研究院 · 太平洋投资管理 Tiffany Wilding · 贝莱德／安硕 Karen Veraa-Perry · 先锋 Josh Hirt · 凯投宏观 Stephen Brown、Ariane Curtis · 景顺 Benjamin D. Jones · 巴克莱 Marc Giannoni · 文艺复兴宏观 Neil Dutta · Bianco Research Jim Bianco · 22V Research Dennis DeBusschere · Stifel · 阿波罗 Torsten Slok · 布鲁金斯 Robin Brooks · Wolfe Research Stephanie Roth · Pantheon Samuel Tombs · Vital Knowledge Adam Crisafulli · 三菱日联 George Goncalves · 桑坦德 Stephen Stanley · 摩根士丹利经济团队 · 彭博经济研究 Anna Wong 等 · 路透 104 位经济学家调查（8/17） · K33 Research

本机历史研究：在 8 月 20 日《财政部能压住的只有三个基点》中得出「按公告下限算能持续压住的期限溢价不到 3 个基点、市场已先支付 9 个基点」，本次以官方日程核实为**受影响操作 7 次、增量容量 140 亿美元**（该篇按新闻稿推算为 9 次、约 200 亿美元），结论方向不变且更强；该篇同时把「二年对三十年做陡」从主仓降为观察，判据是跌破 100 个基点即开始亏损——2 年对 30 年利差已于 **8 月 24 日收于 99 个基点**（8 月 20 日为 104），该下调判断已被价格确认。**本次在此基础上更新一步：结合他在确认听证会上「资产负债表不应持有长期国债资产」的表述与「货币主导」诊断，陡峭化的驱动可能从「长端供给」换成「前端下行 + 联储退出长久期」，这是与该篇不同的一条新路径，其失效器已单列在上文。** 在 8 月 18 日《这轮长债利率上行里，通胀预期的贡献是零》中得出长端上行无一基点来自通胀预期，本次更新为：**8 月 18 至 21 日那一段已经反转，十年期 +3 个基点里通胀预期贡献 +4 个基点、实际利率 −1 个基点，通胀预期的贡献首次超过全部。**

时间：2026/8/27 01:17:30 · 研究人：Vito

注：本报告由 Matt Investment Agent OS（AI 辅助）生成，仅供内部研究参考，不构成投资建议。
文中配图由 AI 生成，仅作装饰、不含数据。
© 2026 Matt Investment Agent OS · 版权所有，未经授权请勿外传。