政策框架：沃什“新政”与美联储政策展望 20260902

美联储加息路径预测与通胀归因分析

摘要

- 通胀粘性超预期，预计未来 1-2 年核心 PCE 维持在 2%以上，2027 年 Q2 虽有基数效应回落但随后将反弹，美联储缺乏转宽理由。
- 超级核心服务通胀贡献度超 60%，美股上涨通过金融保险分项（权重 8%）直接传导，AI 景气度间接加剧通胀粘性。
- 美联储资产负债表管理回归常规，QE 时代终结，流动性分析应从数量指标转向价格指标（政策利率、美债利率、信用利差）。
- 2026 年加息路径预测：基准假设年内加息 1-2 次，9 月加息概率高，12 月概率 50%，2027 年上半年维持高位按兵不动。
- 加息反应函数明确：按兵不动前提是通胀“足够快下降”，若下降速度不及预期或方向调头，将触发更激进加息以回归中性水平。
- 资产影响：9 月加息落地对美债及黄金属“利空出尽”；美股受 AI 产业主线驱动，加息影响钝化，但需警惕中期选举对风险偏好的压制。

Q&A

在杰克逊霍尔（Jackson Hole）年会之后，美联储主席沃什（Jerome Powell）关于加息的反应函数，特别是其对“潜在通胀”的看法，具体是如何阐述的？这对于理解美联储未来的政策路径有何启示？

杰克逊霍尔年会后，美联储主席沃什对其加息的反应函数进行了相对清晰的描述，核心是围绕“潜在通胀”这一不可观测的关键指标展开。美联储 2%的通胀目标是一个长期概念，通常指 5 至 7 年的时间跨度。目前，通胀偏离 2%目标的情况已持续 65 个月，超过了 5 年。预计在未来一到两年内，通胀率仍将维持在 2%以上。例如，尽管在明年（2027 年）3 月至 5 月期间，由于高油价基数效应，通胀率可能短暂回落至 2.2%至 2.5%的区间，但此后仍会反弹至 2%以上。在此背景下，美联储没有理由将货币政策置于宽松水平。

从数据层面分析，当前美国通胀的主要驱动因素是什么？特别是超级核心服务通胀的边际变化及其背后的原因有哪些？

对最近一年多（阶段 4）的通胀数据进行拆解，美国 PCE 通胀同比均值为 3%，其中核心服务贡献了 2.3 个百分点，而超级核心服务（权重占五成）的贡献达到 1.8 个百分点，贡献度超过六成。尽管阶段间的均值对比显示，商品部门是主要的通胀来源，而服务部门整体呈现去通胀趋势，但这种方法掩盖了超级核心服务部门在边际上的再通胀压力。超级核心服务再通胀主要由两大因素驱动：一是美股持续上涨，二是原油价格的扩散效应。具体来看，权重占比约 8%的“金融与保险”分项（其中金融服务约占 6%），其同比增速在 6 月份曾高达 8%，仅此一项便拉动整体通胀约 50 个基点。该分项与标普 500 指数的同比走势高度相关，表明美股上涨通过资产管理规模扩大和佣金费用增加，直接传导至 PCE 通胀。二是“交通运输服务”分项，其上涨反映了油价的滞后影响。

除了金融市场和能源价格，还有哪些关键因素，特别是特朗普政府时期的政策，对当前美国的通胀格局产生了影响？

将各类经济冲击进行归因分析后发现，许多所谓的供给侧或需求侧因素，其根源可追溯至特朗普政府时期的政策冲击。例如，能源分项的涨价主要发生在 2 月份之后。同时，核心商品价格的上涨与“关税 2.0”政策直接相关。这些政策的不确定性，叠加近期油价高企，使得通胀归因变得复杂。此外，AI 产业的高景气度也可能通过驱动美股大幅上涨，间接加剧 PCE 通胀的粘性。其他影响通胀粘性的关键要素还包括劳动力市场、通胀预期、供应链以及顺周期的财政政策——尽管财政赤字率边际下降，但相对于当前的经济扩张韧性而言，其水平仍然过高。

基于对当前通胀驱动因素的分析，对未来美国核心 PCE 通胀的走势有何预测？这对于美联储今年（2026 年）的货币政策路径意味着什么？

在基准假设下，即油价中枢维持在 80 至 90 美元区间、薪资水平持平、关税不确定性回落，以及 AI 对 PCE 通胀的影响在 0.1 至 0.3 个百分点不变，预计未来一段时间美国核心 PCE 通胀将处于停滞状态。虽然 BEA 可能在 9 月 30 日生效的口径调整或对数据产生 10 到 20 个基点的正面影响，但相关数据需到 10 月份才能体现，无法解决短期问题。因此，未来一段时间将是政策决策的“危险区间”，需要谨慎应对。

市场曾有观点认为美联储今年（2026 年）可能重启 QE 或 YCC，对此应如何看待？美联储在资产负债表管理方面的真实立场是什么？

市场关于美联储因中期选举年、美债压力等因素而重启 QE 或 YCC 的观点并不准确。QE 是零利率时代的政策工具，当前环境并不适用。美联储在 2025 年启动的“准备金管理购买”计划，本质上是类公开市场操作，规模为每月 元，并且由于当前货币市场流动性充足，该计划已经暂停。这表明 QE 时

人在草木间

终结，美联储的资产负债表管理将遵循常规路径。

在分析全球流动性时，为何应更侧重于利率等价格类指标，而非准备金管理等数量类指标？

在评估全球流动性时，价格类指标相较于数量类指标具有更强的解释力且更便于进行前瞻性分析。尽管准备金管理购买等操作会受到企业缴税季（如每年 4 月）等季节性因素影响，并可能导致流动性投放，但这类数量变化与二级市场的流动性体感基本无关。因此，分析的重点应聚焦于价格类指标，主要包括美联储政策利率、美债利率、美元汇率，以及企业债的信用利差。这种研究范式与国内有所不同，其根本原因在于，对于美国等在 1980 年代后经历金融自由化和金融脱媒的经济体，数量类指标对经济变量和资产价格的解释力不足，且难以基于信用派生等数据进行有效的外推。由于数量指标的有效性降低，这些经济体普遍转向以利率为核心的政策框架。因此，在讨论对市场具有重要影响的广义流动性时，采用价格类指标更为恰当，而数量指标则更适用于分析银行信贷、企业贷款等特定领域。

关于美联-储资产负债表、金融监管以及其对美债需求的影响，有哪些值得关注的长期议题？

市场近期关注的一个焦点是，在“QE 时代终结”的背景下，巴塞尔协议与美联储之间是否存在一个所谓的“协议 2.0”，这涉及到美国金融监管的放松、信用派生机制，以及由此可能为美债创造的需求侧支撑。这个问题与二级市场关注的短期价格涨跌不同，它是一个偏长期的结构性问题，探讨的是如何从监管和信用创造的层面寻找美债需求的支撑点，而非一个能够短期内缓解美债需求压力的解决方案。

从宏观角度看，当前美国劳动生产率的状况如何？人工智能技术创新对其未来影响有何展望？

尽管当前美国经济尚未进入由生产率驱动的高增长范式，但有理由保持理性乐观。AI 等技术创新对生产率的最终影响，取决于其扩散的速度和广度，这一过程具有“长且不确定”的滞后性，类似于货币政策的传导时滞。如果 AI 能够有效提升劳动生产率，将有望从根本上缓解美国经济金融市场面临的诸多中长期结构性矛盾，例如通过增长来化解债务问题，通过提升生产率来抑制通胀压力，这对美元等资产也将产生深远影响。若无法通过生产率提升来解决，许多现存的结构性问题将难以找到出路。

美联储的沟通框架在历史上经历了怎样的演变？通过分析格林斯潘时代的两个关键案例，如何理解其沟通策略的转变及其对市场的影响？

美联储的沟通框架经历了从极端模糊到追求有效沟通的演变。格林斯潘时代早期倾向于“为模糊而模糊”，以保留政策灵活性和促进内部充分讨论。然而，决策者普遍不希望成为市场波动的来源，因此在关键政策转向时，会进行必要的沟通以稳定市场预期。 第一个关键案例是 1994 年 2 月，这是美联储在结束了长达一年半的利率稳定期后首次加息，也是其历史上首次在会后发布会议声明。该声明旨在明确传达加息决策，安抚市场情绪，并阐述政策意图以避免误解。此次加息时点选择较早，当时 CPI 处于低点，产出缺口为负。加息启动后，市场交易逻辑从复苏转向紧缩，标普 500 指数在加息周期内（一年加息 300BP）回调约 10%并呈横盘震荡，这与当时经济实现软着陆的背景相符。值得注意的是，该轮加息周期的停止与 1995 年初爆发的墨西哥债务危机有关，显示出外部金融风险对美联储决策的影响。在此期间，债券市场表现出更强的敏感性，在倒数第二次加息 75BP 时，美债利率已见顶；最后一次加息 50BP 后，利率快速下行，美股则直接反弹并创下新高。 第二个经典案例是 1999 年 5 月，美联储在未改变利率的情况下发布了声明，明确表达了对通胀失衡风险的担忧，并暗示了倾向于收紧货币政策的立场。声明解释了担忧的背景：尽管工资成本和核心通胀尚处低位，但国内金融市场已恢复，国外经济前景改善，同时国内劳动力市场趋紧，需求持续强劲并超出生产率增长。此次前瞻性沟通后，美联储于同年 6 月启动加息。复盘当时的市场，在油价抬升推动通胀首次突破 2%的背景下，美联储的沟通使得市场清晰地经历了从恐慌消退、复苏确认到联储释放鹰派信号，最终进入紧缩交易的完整过程。 这两个案例表明，即使在以模糊著称的时代，美联储也会在关键时刻，特别是政策由松转紧时，通过增加沟通透明度来管理市场预期，烫平市场波动。这为理解当前美联储的沟通策略提供了历史参照。

市场对于美联储在 9 月份是否会加息存在分歧，如何看待后续的加息路径及其决策逻辑？

美联储后续加息存在两种情景：主动加息和被动加息。主动加息的前提是通胀数据超预期。被动加息则源于 7 月份例会未加息所带来的市场反应，例如 8 月份的市场表现，这给美联储带来了加息压力。7 月份不加息是政策风险，但若在市场已普遍预期加息的情况下，9 月份例会依然选择不加，则会构成更大的政策风险。这不仅可能推动美债收益率继续上行，还会将更艰难的决策推迟到 10 月底，而届时距离中期选举仅几天之遥，决策压力会更大。基于当前油价水平，预计未来 2 到 3 个月的通胀数据不会特别乐观，可能不符合美联储所期望的“足够快的下降”这一描述。

在杰克逊霍尔（Jackson Hole）会议后，美联储的政策沟通和决策框架出现了哪些值得关注的变化？

杰克逊霍尔会议后有几点值得关注。首先，会议将广泛的金融状况描述为“不具有限制性”，但并未直接指出货币政策本身也“不具有限制性”。如果直接承认这一点，相当于承认 7 月份未加息的决策失误，同时也会限制 9 月份决策的灵活性，因为市场会立即定价 9 月份加息。其次，会议没有太多新增内容，基本符合今年（2026 年）“加息看通胀，降息看增长和就业”的决策框架。最重要的一点是，会议更清晰地描述了加息的反应函数。此前市场只能猜测，基准假设是按兵不动 2 到 4 个季度（近期修正为 2 到 3 个季度），依据是预期到明年（2027 年）二季度美国通胀趋势向下。现在明确了按兵不动的条件是通胀“足够快的下降”。这个条件包含“足够快”和“下降”两个分条件，只要有一个不满足，就可能触发加息。如果只是下降速度不够快，加息节奏可能相对可控；但如果连下降的方向都不满足，美联储可能需要采取更激进的措施。此外，会议也提供了一些观察潜在通胀的其他指标，例如 PC199 分项。

基于当前的宏观环境和政策信号，对美联储年内及明年的利率路径有何具体预测？这一路径背后的主要考量是什么？

当前的基准假设是年内加息 1 到 2 次，具体为 9 月份加息一次，10 月份暂停，12 月份加息的概率为 50%。预计明年（2027 年）上半年将按兵不动。对于明年（2027 年）下半年及更长期的判断则较为困难，需要基于更多假设条件。如果对 AI 和美国经济保持较强信心，那么加息 1 到 2 次可能不足以让美联储确信通胀能回到 2%，因为这仅使货币政策回到中性水平，尚不构成足够的紧缩。 这一判断主要基于三点考量：第一，未来一个季度内，美国通胀下行的速度可能不够快，这是最核心的因素。在当前油价水平下，通胀数据很难持续表现良好。第二，从政策教训来看，当前不加息的失误风险高于加息。若在市场普遍预期加息时美联储按兵不动，可能会重演 8 月份美债长端收益率被推高的情况，对市场不友好。第三，从杰克逊霍尔会议可以看出，决策者尊重市场并具备有效的自我纠错机制。综合考虑对市场友好、降低决策失误风险、符合会议阐述的反应函数，以及权衡 9 月加息与 10 月、12 月连续加息的利弊，9 月份加息一次是更可能的选择。

在美联储预期的政策路径下，各类资产将受到何种影响？

在前述的政策路径下，对于美债长久期资产和黄金等利率敏感类资产而言，9 月份加息的落地可视为一个利空出尽的事件。然而，对于美股等风险资产，影响则不尽相同。当前美股的表现更多受到 AI 等产业主线的影响，而非美联储加息。因此，加息对美元而言虽解除了短期风险，但不能算作利空兑现后的利好，因为后续的中期选举仍可能对股票市场的风险偏好构成压制。总体而言，该政策路径对美债及相关的贵金属资产可被视为利空兑现。