下载日志已记录，仅供内部参考

宏观研究

【粤开宏观】前瞻指引的进退之困——简评沃什杰克逊霍尔会议讲话

2026 年 08 月 29 日

投资要点

分析师：罗志恒
执业编号：S0300520110001
电话：010-83755580
邮箱：luozhiheng@ykzq.com

分析师：范城恺
执业编号：S0300525120001
电话：
邮箱：fanchengkai@ykzq.com

近期报告

《【粤开宏观】如何看待美债市场波动：共识与分歧》2026-08-28

《【粤开宏观】美国联邦政府债务：从财政困局到治理危机》2026-08-25

《【粤开宏观】为何一线城市消费冷热不均？——北上广深社零分化的三重机制》2026-08-24

《【粤开宏观】以“投资于人”推动高质量发展：基本内涵与重点任务》2026-08-21

《【粤开宏观】7 月经济的表与里：“供强需弱”及其深层逻辑》2026-08-17

摘要

2026 年 8 月 28 日，美联储主席沃什出席杰克逊霍尔全球央行年会并发表主旨演讲。讲话分为三个部分：一是 AI 技术变革对长期经济增长的影响；二是系统反思“前瞻指引”的弊端，提出央行沟通模式改革方向；三是讨论当前通胀形势与货币政策立场。

整体来看，沃什在通胀议题上着墨较多，强调“若通胀不能清晰且足够快速地向 2%回落，美联储还有工作要做”。市场感受偏鹰派，对于 9 月加息的预期升温，CME 数据显示，9 月加息的概率由前一日的 35%上升至 57%。2 年期美债收益率盘中升超 10 个基点，美元指数走强，黄金、美股承压。

但我们认为，沃什时代下，美联储有意弱化前瞻指引，投资者需要警惕对沃什讲话的过度解读，也需要避免将资产价格反应视为市场“共识”。需要认识到，美联储讲话不再是未来政策决策的“预告”，市场逐字解读、捕风捉影的做法，恰恰还是鲍威尔时代的惯性思维。沃什时代下，投资者需要更多基于美国通胀、就业等基本面数据，结合财政形势、政治环境等因素进行综合研判，而非单纯依赖美联储的政策信号。

本文基于沃什讲话的第二部分，针对前瞻指引问题作进一步探讨：**沃什为何反对前瞻指引？弱化前瞻指引是否可行、面临哪些现实约束？历史提供了什么镜鉴？美联储政策走向何方？**

做“正确的事”，也需要在“正确的时机”。当前美国经济形势复杂，美联储信誉已然面临挑战，财政形势亦更加严峻，贸然弱化前瞻指引可能引发更高的政策与市场成本。历史经验表明，沃尔克时代“无前瞻指引”顺利推行是有前提的，对美联储信誉的要求较高，且极易引发类似格林斯潘时代的债券市场波动。

总之，沃什时代下美联储政策不确定性将系统性上升。但前瞻指引是否会真正退出历史舞台，仍有待观察。本次沃什讲话内容已较此前明显丰富，给出了政策原则和详尽的经济评估，某种程度上已经是对市场担忧的回应与平衡。

风险提示：美国经济韧性不及预期，美联储独立性不及预期，全球金融市场波动超预期等。

下载日志已记录，仅供内部参考

目 录

一、沃什对于前瞻指引的四个批评 3
二、弱化前瞻指引的现实弊端 3
三、历史经验显示，“无前瞻指引”推行需要前提，“政策不透明”可能付出巨大代价 4
四、美联储政策展望及“前瞻指引”的未来 5

图表目录

图表 1： 沃尔克时代美联储有意抬升利率遏制通胀；格林斯潘时代引发债券利率过快上行 5
图表 2： 8 月 28 日沃什讲话后，市场对 9 月加息的预期有所升温 6
图表 3： 当前美国通胀率虽脱离最高点，但仍然偏高 6
图表 4： 美债收益率集体上升，长端美债收益率上行幅度更大、主要反映财政担忧 7

下载日志已记录，仅供内部参考

一、沃什对于前瞻指引的四个批评

沃什在本次杰克逊霍尔讲话中，从工具属性、决策机制、市场影响与沟通效果等四个层面，系统指出了前瞻指引的弊端，也一定程度上代表部分市场及学界观点。

其一，认为前瞻指引是危机时代的工具，当前不再适用。沃什回顾，前瞻指引作为美联储的常规政策实践诞生于全球金融危机，在零利率下限的特殊环境下有其必要性，但“和其他危机遗留政策一样，这一实践的存在已超出合理期限”。他认为，在正常经济环境中，前瞻指引的角色应当是有限且有边界的，不应作为常态化的货币政策工具长期维持。

其二，认为前瞻指引束缚了货币政策的灵活性。沃什认为，前瞻指引的核心弊端在于政策制定者通过指引对未来利率路径做出“准承诺”，会自我束缚决策空间，阻碍美联储根据实际经济形势做出正确判断。他再次以 2021 年为例，认为当时的前瞻指引延缓了美联储对高通胀的政策反应，成为央行行动迟缓的重要原因。

其三，认为前瞻指引扭曲了市场定价机制。沃什强调了“镜厅问题”（hall-of-mirrors problem），即央行与市场之间形成封闭的反馈循环：如果市场参与者主要依据美联储的指引进行交易，而美联储又依据资产价格反应来制定政策，双方就会陷入互相映射的封闭系统，共同对经济基本面的新变化视而不见，最终增加政策误判的概率。此外，沃什还特别指出，镜厅效应的最大代价并非由金融市场参与者承担，而是由“没有金融资产”的普通民众承担。

其四，认为政策“过度透明”反而会产生歧义。沃什提出“沟通透明本身并非美德”，央行沟通的唯一目的是服务于正确的货币政策决策。过度分享内部审议过程、发布可能出现偏差的经济预测，反而会“以清晰的名义制造歧义”，误导市场主体的决策。同时他也不支持提供“反应函数”作为指引，认为经济运行的复杂性决定了不存在可以严格依赖的规则公式，强行给出政策触发门槛本质上是另一种形式的过度承诺。

二、弱化前瞻指引的现实弊端

做“正确的事”，也需要在“正确的时机”。尽管沃什对于前瞻指引的批评有一定理论与现实依据，但我们认为，基于当前美国经济政治环境，贸然“废除”前瞻指引可能引发更高的政策与市场成本。

第一，美国经济 K 型分化、AI 冲击等形势复杂，预期失锚更将放大市场波动。当前美国经济形势复杂， AI 对经济周期产生扭曲效应，导致经济周期不再适用于典型的“过热”或“衰退”等传统划分，而是呈现 K 型分化。（参考报告《AI 对经济的双维影响：需求扩张与生产率革命》。）AI 驱动投资大幅增长与资本市场繁荣，但高关税、高通胀和高利率之下传统部门、中低收入群体承压。美联储货币政策本就陷入两难、举步维艰，政策与市场之间对于经济政策前景的判断本就容易出现分歧。在此背景下，美联储弱化前瞻指引，更将加剧分歧，市场主体决策更加困难，资产价格更加波动，最终导致经济金融不确定性更高。

第二，美联储信誉已经相对薄弱，政策模糊可能加剧信任危机。特朗普及沃什上任以来，美联储决策能力及独立性挑战持续上升。特朗普任内多次公开施压美联储调整利

下载日志已记录，仅供内部参考

率，引发美联储政策独立性的广泛担忧；沃什作为特朗普提名的主席人选，市场对其决策独立性、政策判断能力也存在一定质疑，尤其考虑到其在 2008 年金融危机后政策立场“过度鹰派”，事后被证明存在明显误判。美联储的信用基础并不稳固，在此背景下弱化前瞻指引，市场难免更加猜测沃什个人及美联储政策立场会否受到政治干预，信誉危机反而被放大。

第三，弱化前瞻指引加剧委员会内部分歧，导致对外沟通更加混乱。前瞻指引不仅是对外沟通工具，也是 FOMC 内部统一共识的重要机制。鲍威尔时期，美联储重视“共识”，不同委员讲话虽也可以表达个人观点，但总归有一个“共识”作为参考，不会偏离太多。随着沃什上任后弱化指引框架，FOMC 内部鹰派与鸽派的分歧正在显性化。2026 年 7 月 FOMC 会议出现 3 张反对票、主张加息而不是按兵不动，这是 2016 年以来首次有三位委员同向反对、且反对方向为收紧政策。可以预见的是，美联储不再追求“共识”后，委员们对外发声可能更加暴露内部分歧，加剧市场猜测与金融市场波动。

第四，当前美国财政形势更加严峻，弱化前瞻指引将放任美债利率上升，更加剧财政风险。美国当前财政形势趋于严峻。2026 年以来，美国财政收入不及预期，叠加地缘冲突导致支出增加，财政赤字压力上升，美债供给规模扩大。此前美联储通过前瞻指引引导长期利率稳定，客观上缓解了财政部的付息压力，形成了财政与货币的隐性协同。如今美联储放弃前瞻指引，也放任了美债利率大幅上升，一定程度上打破了二者的协同。为平抑利率波动，美国财政部不得不加大债券回购操作力度。2026 年 8 月，美国财政部宣布将 10-30 年期国债的单次回购上限从 20 亿美元翻倍至 40 亿美元。但大规模回购的政策效果有限，并引发了公众对于财政纪律不足的诟病。尽管美联储理应与财政“保持距离”，但若此举导致美国财政风险急剧上升，美联储最终或也难以“置身事外”。

三、历史经验显示，“无前瞻指引”推行需要前提，“政策不透明”可能付出巨大代价

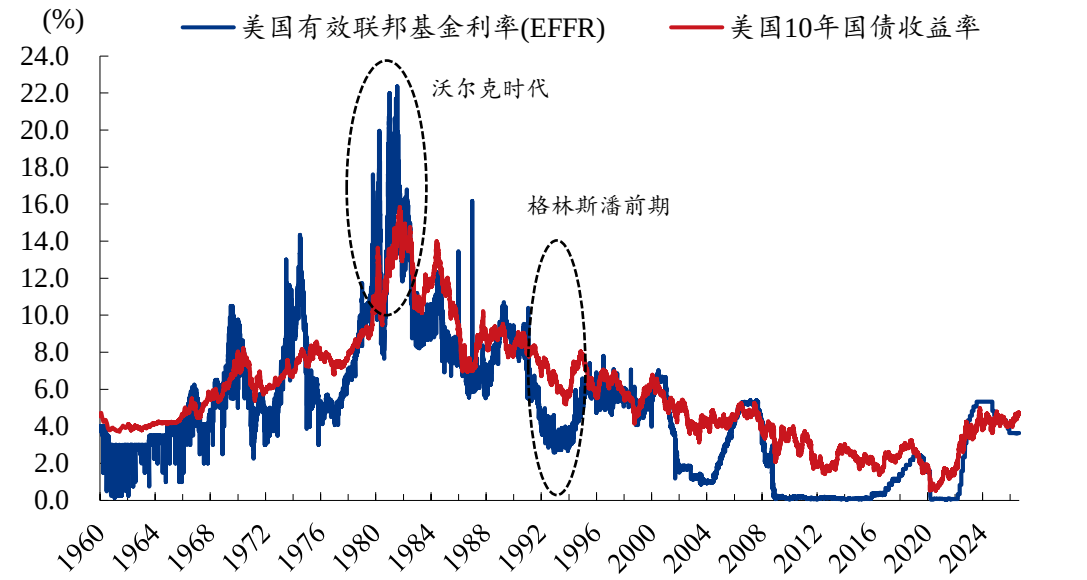
历史经验表明，沃尔克时代“无前瞻指引”的政策模式能够顺利实施是有前提的，对美联储信誉的要求较高；格林斯潘前期“政策不透明”引发债券市场剧烈波动，由此推动了美联储走向“透明化”的现代进程。

沃尔克时代（1979-1982），美联储有意减弱政策沟通以抬升市场利率、遏制通胀。1979 年沃尔克上任后转向盯住货币供应量，放弃利率路径沟通，货币政策操作近乎“黑箱”。这一时期联邦基金利率一度升至 20%以上，美国经济经历两轮衰退，但成功遏制通胀，通胀率从最高 13.5%回落至 3.2%。这套政策模式能够顺利实施，并最终实现政策目标，有两个核心前提：一是全社会形成“遏制通胀为首要目标”的高度共识，愿意承受短期衰退代价；二是里根总统对沃尔克的工作高度支持，给予明确政治背书。**这些前提条件在沃什时代并不具备。**

格林斯潘前期（1987-1994），美联储政策模糊导致债市崩盘，最终推动美联储进行透明化改革。1987 年格林斯潘推行“建设性模糊”，刻意保持政策表态模棱两可以最大化灵活性。1994 年美联储在无提前沟通的情况下全年累计加息 300 个基点，直接触发“债券市场大屠杀”，10 年期美债收益率从 5.2%飙升至 8%以上。这场危机后，美联储开启了长期迈向“透明化”的进程：1994 年首次发布正式政策声明，1999 年公布会议纪要，2011 年引入点阵图等。

下载日志已记录，仅供内部参考

图表1：沃尔克时代美联储有意抬升利率遏制通胀；格林斯潘时代引发债券利率过快上行



资料来源：Wind、粤开证券研究院

四、美联储政策展望及“前瞻指引”的未来

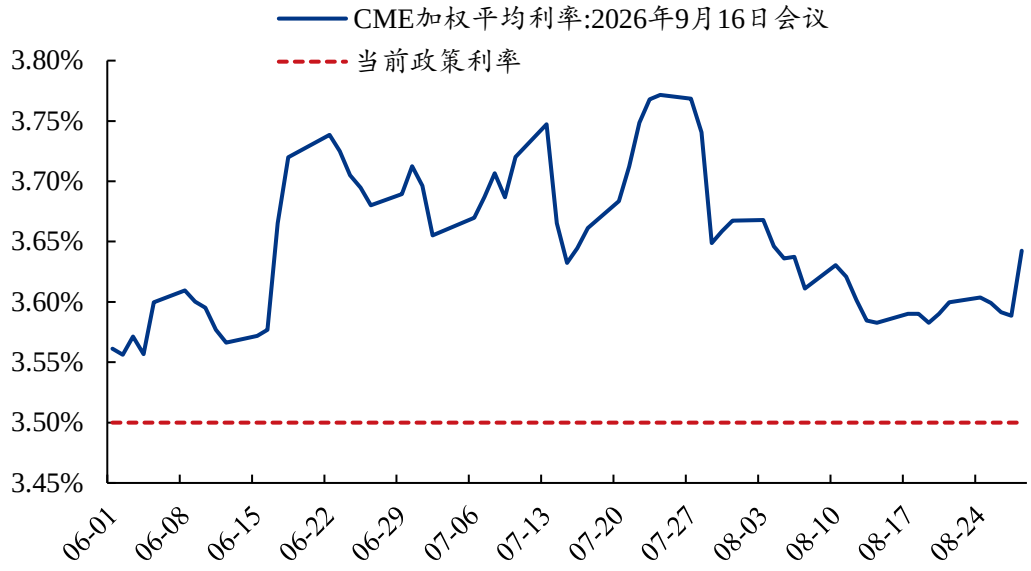
首先需要明确的是，沃什时代下美联储政策不确定性将系统性上升。弱化前瞻指引意味着政策信号不再集中于会议声明、经济预测和官员讲话，**我们需要更加综合地研判美国经济、金融和政治环境，具体包括通胀与就业等经济形势、货币与财政的关系、特朗普的政治诉求与美联储的定力、资本市场波动会否倒逼政策调整等。**

具体看9月会议，美联储加息和按兵不动的理由同时存在。CME利率期货数据显示，沃什讲话后，9月16日会议加息的概率由前一日的35%上升至57%。**一方面，基于美国通胀形势，美联储有加息的理由。**美国7月PCE物价指数同比3.7%，近6个月年化同比4.1%，显著高于2%目标。从本次讲话看，通胀仍是当前政策核心矛盾，且沃什认为当前整体金融环境并不具有限制性，政策收紧效果尚未充分显现。若后续通胀数据未见明确回落，美联储仍有进一步行动的理由。**但另一方面，一系列“非经济”因素可能增大加息阻力。**一是7月会议上沃什曾提出，市场利率上升本身会起到替代加息的收紧效果，近期美债收益率大幅上行，短端政策利率立刻行动的必要性下降；二是美国财政担忧上升，加息与财政压力、美债市场波动的矛盾更加直接；三是中期选举临近，政治层面对美联储加息也可能形成潜在约束。

前瞻指引是否会真正退出历史舞台？仍有待观察。从目前沃什启动的沟通机制工作组改革来看，弱化前瞻指引已经是明确的改革方向。但未来走向可能分为两类情形：一是美联储坚定弱化指引，放任市场在经济数据与市场表现中自行探寻信号，投资者需要适应更高波动的市场。二是市场波动、尤其是美债利率上行压力倒逼沃什重新加强指引。值得指出的是，**本次沃什讲话的内容已较此前明显丰富，给出了政策原则和详尽的经济评估，某种程度上已经是对市场担忧的回应与平衡。**

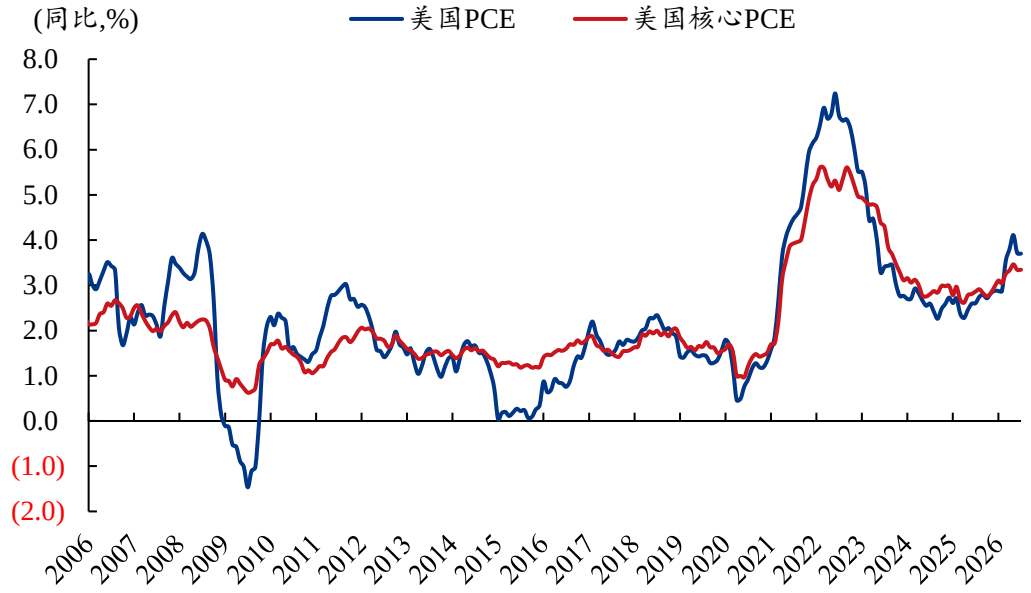
下载日志已记录，仅供内部参考

图表2：8 月 28 日沃什讲话后，市场对 9 月加息的预期有所升温



资料来源：Wind、粤开证券研究院

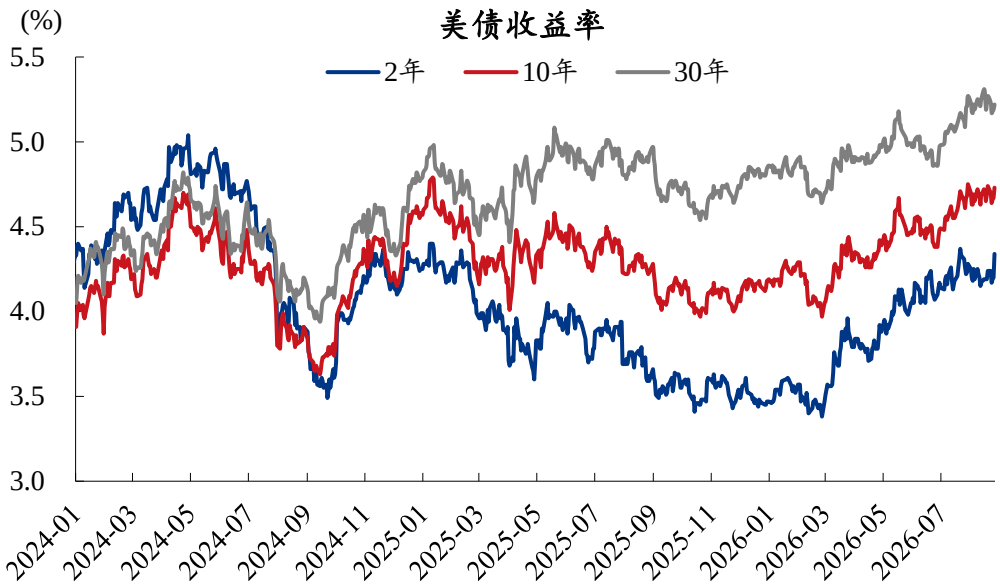
图表3：当前美国通胀率虽脱离最高点，但仍然偏高



资料来源：Wind、粤开证券研究院

下载日志已记录，仅供内部参考

图表4：美债收益率集体上升，长端美债收益率上行幅度更大、主要反映财政担忧



资料来源：Wind、粤开证券研究院

下载日志已记录，仅供内部参考

分析师简介

罗志恒，2020 年 11 月加入粤开证券，现任副总裁，兼首席经济学家、研究院院长，证书编号：S0300520110001。

范城恺，伦敦政治经济学院（LSE）经济学硕士，现任资深宏观分析师，证书编号：S0300525120001。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，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。本报告反映了本人的研究观点，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接收到任何形式的报酬。

与公司有关的信息披露

粤开证券具备证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：10485001。

本公司在知晓范围内履行披露义务。

股票投资评级说明

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。

股票投资评级标准

报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

买入：相对大盘涨幅大于 10%；

增持：相对大盘涨幅在 5%~10%之间；

持有：相对大盘涨幅在-5%~5%之间；

减持：相对大盘涨幅小于-5%。

行业投资评级标准

报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

增持：我们预计未来报告期内，行业整体回报高于基准指数 5%以上；

中性：我们预计未来报告期内，行业整体回报介于基准指数-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来报告期内，行业整体回报低于基准指数 5%以下。

下载日志已记录，仅供内部参考

免责声明

本报告由粤开证券股份有限公司（以下简称“本公司”）向专业投资者客户及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者客户（以下统称客户）提供。若您并非上述类型的投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研究报告中的任何信息。公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的公开信息和资料，但本公司不保证信息的准确性和完整性，亦不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。本公司力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或询价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在允许的范围内使用，并注明出处为“粤开证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖意愿的引用、删节和修改。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。本公司并不对其他网站和各类媒体转载、摘编的本公司报告负责。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，本公司不承担任何法律责任。

投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

联系我们

广州市黄埔区科学大道 60 号开发区控股中心 19、22、23 层

北京市西城区广安门外大街 377 号

网址：www.ykzq.com