沃什的新框架与新指标 20260907

美联储 9 月决策前瞻：通胀广度与 AI 投资支撑下的加息博弈

摘要

- 9 月加息预期约 60%，8 月 CPI 数据为核心变量；若 CPI 未显回落，加息落地概率大，反之美联储或按兵不动，但降息条件尚不成熟。
- 通胀评估关注 PCE/CPI 6 个月与 12 个月变化率差值及扩散广度；涨幅>3%的分项占比需重回下降趋势（目前 56%）才是政策转向信号。
- 就业市场强劲降低加息门槛，失业率低位使就业不再是政策制约；需警惕 22-27 岁大学毕业生 5.7%的高失业率及 AI 对初级岗位的替代风险。
- 经济韧性由私人需求与 AI 投资支撑：2026H1 AI 投资占非住宅固定投资 55%，设备软件投资环比增 13.6%，AI 革命仍处技术导入期。
- 金融环境整体宽松，信用溢价处历史低位；局部压力集中于房地产（抵押贷款利率高企）与农业（偿债及续贷压力大）。
- 油价 90 美元/桶为关键界限；若油价向 70 美元靠拢，CPI 同比有望回落至 3%以下，将显著减弱货币政策约束。

Q&A

在杰克逊霍尔会议之后，美联储的政策沟通策略，特别是关于前瞻指引方面，展现了哪些新的变化与思考？

美联储在政策沟通上主张废除前瞻指引，并明确表示不应让市场参与者完全依赖美联储来决定其交易决策，以避免产生扭曲效应。相关观点还对 2021 年的前瞻指引提出了批判，认为其可能减缓了当时对高通胀的政策反应速度。回顾当时情况，2020 年 8 月杰克逊霍尔会议宣布了平均通胀目标制，允许通胀在一段时间内超过 2%。同年 9 月，美联储进一步强化该框架，给出指引称在劳动力市场达到最大就业且通胀升至 2%并有望在一段时间内超过 2%之前不会加息。这一条件性判断导致即使在 2021 年通胀持续走高的情况下，美联储也未立即行动，直到 2022 年 1 月才决定终止购债并于 3 月开始加息，而当时通胀水平已相当高。事后研究普遍认为，这反映了美联储对通胀形势的预判失误，可能源于对其自身预测模型的过度自信。当前重提此事，暗示了目前就业市场的强劲状况可能并非政

策决策的核心制约因素。

美联储当前进行政策决议时，主要遵循哪些关键原则，并关注哪些宏观经济变量？

美联储进行政策决议时，主要遵循六项关键原则：第一，决策依据的数据需具备相关性、时效性和可操作性；第二，确保总需求与总供给大致一致，尽管供给侧较难观察；第三，PCE 指标 2%的通胀目标是明确且固定的，通胀难以自行回落，需要政策干预；第四，确保实现最高水平的就业率；第五，短期利率是主要的调控工具，非必要时应谨慎使用；第六，考虑货币与金融环境的影响。在宏观变量层面，除了 7 月会议提及的供应链、投资流动和地缘政治变化外，核心关注点包括通胀、就业市场和经济增长。

在评估通胀时，美联储具体关注哪些量化指标和趋势，其判断通胀是否持续回落的标准是什么？

评估通胀时，美联储关注其回落的趋势、速度与广度，要求通胀能以清晰的趋势和足够的速度向 2%的目标回落，但未给出具体的量化标准。具体分析线索包括以下三点： 首先，关注 PCE 和 CPI 的回落趋势，特别是 6 个月变化年率与 12 个月变化年率的差值。7 月数据显示，PCE 价格指数的 12 个月变化率为 3.7%，而 6 个月变化率为 4.1%，表明近期通胀压力升高。若假设 8 月 PCE 环比增速维持在 0.2%至 0.3%的水平，则上述两个变化率的差值将持续缩小，核心 PCE 的差值甚至可能转负，意味着近期通胀水平将明显下行。CPI 走势类似，但 7 月收敛速度有所放缓。核心 CPI 的 6 个月与 12 个月变化年率分别为 2.4%和 2.5%，差距较小，若 8 月环比增速不变，则难以形成持续收敛，这将增加加息概率。 其次，关注 PCE 分项指标所反映的通胀广度。根据对 BEA 数据的分析，若以全部 362 个分项为基数，过去 12 个月价格涨幅大于 3%的分项比重自 2026 年 1 月起有所抬升，占比约 48%，4 至 6 月边际下降后，7 月再度反弹至 56%。无论 48%还是 56%，均显著高于疫情前普遍低于 40%的水平。从过去 6 个月看，该比重自 5 月以来呈明显下降趋势，但仍高于疫情前水平。据此推断，只有当 12 个月变化率中涨幅大于 3%的分项数量占比能重回下降趋势，即通胀扩散效应持续收敛时，政策才可能转向宽松。 最后，关注油价和通胀预期的变动。油价方面，90 美元/桶是一个关键界限。测算显示，若油价能稳定在 80-90 美元区间，特别是向 70 美元靠拢，CPI 同比增速有望回落至 3%以下（靠近 70 美元时约 2.6%），从而减弱对货币政策的约束。通胀预期方面，尽管 5 年/5 年远期通胀补偿率在 8 月末因霍尔木兹海峡局势而明显上升，但并未偏离 2.5%的锚点，表明长期通胀风险目前仍较可控。

当前美国就业市场的状况如何，美联储在评估就业时重点关注哪些具体指标和结构性问题？

当前美国劳动力市场表现稳定，失业率持续处于低位，8 月的非农数据大超预期，证实了就业市场的强劲。这一状况实际上降低了加息的门槛，打破了以往在就业疲软时才考虑暂停加息的约束。在评估就业时，除了整体失业率，美联储还特别关注结构性问题，尤其是大学毕业生的就业压力。数据显示，2026 年上半年，22 至 27 岁大学生的失业率约为 5.7%，显著高于所有大学毕业生的整体失业率水平。该年龄段的就业不足问题也反映了岗位与学历技能的匹配度下降。同时，20 至 24 岁青年劳动力的参与率在持续回落，表明初入职场群体的劳动力市场表现偏弱。美联储的研究也指出，需关注人工智能对年轻人就业的长期影响，AI 不仅可能取代初级员工，还可能阻碍年轻员工在职学习的过程，从而对劳动力状况产生深远的不利影响。

从哪些关键指标可以判断当前美国经济的韧性，未来需要关注哪些经济增长的领先指标？

美国经济的韧性主要体现在以下几个方面： 首先，私人部门需求保持强劲。第二季度的实际私人国内最终购买额（Real Private Domestic Final Purchases）持续增长，该指标被认为比 GDP 更能反映私人部门的需求状况。 其次，消费是经济增长的主要支撑。第二季度消费支出环比折年率达到 4.3%，处于较高水平，对经济增长形成了主要拉动。 再次，AI 相关的资本开支维持高景气度。2026 年上半年，AI 投资占非住宅固定投资的比重达到约 55%，设备与软件投资的环比折年率高达 13.6%，显示企业数字化和 AI 基础设施投资仍在扩张。 未来，需要重点关注企业资本开支和盈利增速的变化，即所谓的“二阶导”指标，以判断经济增长动能的可持续性。

如何评估当前美国的金融环境？是否存在显著的风险或压力？

当前美国的金融环境整体限制压力较小，但房地产和农业领域存在压力。房地产市场的压力主要与高利率相关，美国国债收益率与 30 年期抵押贷款利率关联紧密，当前较高的收益率导致住房可负担性变差，已逼近临界线。农业部门同样面临压力，农业信贷调查显示，贷款偿还、续贷压力以及抵押要求的收紧指标均处于偏紧区间，表明农户偿债和续贷压力较大。 尽管存在局部压力，但整体金融环境趋于宽松。首先，固定收益市场的信用风险溢价处于历史低位，包括高收益企业债的期权调整利差以及 B 级和 BB 级的杠杆贷款利差。其次，银行的信用条件趋于宽松，2026 年 7 月美国银行对大中小型企业的工商贷款标准净收紧比例呈回落态势。最后，根据芝加哥联储发布的金融环境条件综合读数，该指数处于历史均值以下的负值区间，其分项中的风险指数、信用指数和杠杆指数均表明信贷可得性较为宽松。杠杆指数自年初以来虽有小幅回升，但自 2026 年 8 月以来已出现边际回落，反映出资产负债表的约束并不强。

当前人工智能革命处于何种发展阶段？其对生产率的宏观影响是否已经显现，以及美联储关注的研究方向有哪些？

本轮 AI 革命目前仍处于技术导入阶段，尚未进入全面扩散和生产率兑现的时期。美联储的研究显示，尽管在受 AI 影响较大的行业中观察到了劳动力生产率的增长，但这种微观层面的生产率提升并未体现在总体生产率的变化上。不同行业的生产率变化趋势在时间上相对一致，表明 AI 的宏观经济影响尚未完全释放。 与上一轮技术革命相比，本轮 AI 革命自 2019 年至今的生产率年均增速约为 2.1%。其特点在于技术应用范围更广，并正从通用工具向垂直行业渗透，预计未来对经济和生产率的提升可能更快、更持久。 美联储已成立人工智能生产力小组，并将其作为一项长期重要议题进行研究，目前的研究工作更多是作为智力储备，而非影响当下的政策决议。其关注的研究方向主要包括五个方面：

1. AI 对经济增长和生产率的影响及其时间进度。
2. Token 或大模型是否存在合理均衡价格，其使用成本能否下降，以及企业效益是否会扩散。
3. AI 对劳动力就业和收入分配的影响。
4. AI 对通胀的影响。
5. AI 对货币政策的影响。

基于当前市场预期和历史经验，即将到来的 9 月 FOMC 会议加息的可能性有多大？市场预期在会前发生逆转的可能性如何？

当前市场预期的加息概率在 60%左右，此前最高曾达到约 70%。最终决策的关键在于即将公布的 8 月份 CPI 数据，因为 PCE 数据的调整将在 9 月 30 日公布，晚于本次 FOMC 会议。 从历史统计来看，在 FOMC 会议前两周，市场预期的方向大概率不会发生逆转。自 2019 年以来，仅出现过两次显著偏差：一次是 2020 年 3 月为应对疫情冲击的紧急降息，市场未能预判；第二次是 2023 年 6 月，市场在会前两周预期加息，但美联储最终维持利率不变，这次暂停被视为观察和呵护流动性的举措，并于次月（2023 年 7 月）重启加息。因此，历史经验表明，会议前两周形成的市场预期通常不会出现大的方向性逆转。

在加息周期中，各类资产的历史表现规律是怎样的？

在加息周期内，与利率变动高度相关的美债收益率几乎保持上行趋势。美元的相对走势通常比降息周期要好。股市和黄金则大概率处于承压状态。不过，资产的长期规律难以直接推演短期变化，鉴于数据指标仍存在不确定性，预计资产价格的短期波动会比较大。



针对即将公布的 8 月份 CPI 数据，市场可能出现哪几种情景，以及它们对美联储利率决策和市场预期的潜在影响是什么？

基于 8 月份 CPI 数据的不同结果，主要存在两种情景。 第一种情景是 CPI 数据未能体现通胀回落的趋势。在此情况下，加息概率将进一步上升，加息决策大概率会落地。因为 8 月的平均油价与 7 月相当，若无其他分项显著下行，通胀数据很难回落。此时加息落地，对美联储的信誉有利，且市场已有较充分预期，可能形成“利空出尽”的逻辑。这次加息更可能是一次阶段性的微调，而非长期加息周期的开始。但如果在此情景下，美联储再度摇摆不定，其公信力将进一步受损，市场预期会再度混乱，偿债压力可能显现。黄金或将受益，但其上行空间可能因高悬的加息预期而受限，市场状况可能与 2026 年 7 月 FOMC 会议后相似。 第二种情景是 CPI 数据显示通胀出现大幅回落，包括同比、环比及通胀广度均有下降。这将导致加息预期下调，美联储按兵不动的概率会更高。需要注意的是，即便通胀压力出现向下修正，市场可能会开始演绎宽松预期，但形成降息的条件尚不成熟。降息需要满足更苛刻的条件，除了通胀持续回落，还需要看到 AI 投资盈利兑现存在压力以及金融环境收紧。因此，即便 CPI 大幅回落，对短期内启动降息也不应过于乐观。