



稳锚为先：美联储货币政策框架审查的进展与外溢

刘翔宇

摘要 2025年8月，美联储宣布本轮货币政策框架审查结果，发布新版《长期目标与货币政策策略声明》。新框架回归灵活通胀目标制（FIT），取消弥补策略，明确最大就业指价格稳定情况下可持续实现的最大就业水平，删除就业缺口表述。重回FIT适用于更广泛的经济状况，可增强通胀控制能力，但就业的评估越发困难，最大就业的操作目标尚不明确，新框架的实施仍面临多重挑战。近期美联储已重启降息，受关税效应逐步显现和新框架政策倾向影响，未来仍面临政策转向风险。同时，在特朗普政府多重压力下，美联储独立性受到挑战，政策可信度或将下降，沟通成本可能上升。美联储框架修订的经验表明，央行政策框架应具有适应性，确保目标清晰，并在操作中加强政策沟通。

关键词 货币政策 通胀 就业

一、引言

后疫情时代的供给侧扰动、财政主导压力与关税再通胀效应交织，推动全球主要央行在货币政策框架上做出调整：2025年8月，美联储完成第二轮框架审查，回归灵活通胀目标制（FIT），并在新版《长期目标与货币政策策略声明》中淡化有效利率下限（ELB）新常态假设，强调在更广泛情形下实现“价格稳定-最大就业”双目标之间的平衡；同日美联储主席鲍威尔在杰克逊霍尔会议上就新框架与经济形势做出阐述。欧央行在2021年宣布采取对称的2%中期通胀目标，并在2025年货币政策策略修订后确认继续采取这一策略。加拿大央行在2021年更新政策框架时宣布继续采取灵活通胀目标制并细化其实施逻辑。这些同步调整，体现出主要央行在长期目标锚与短期操作可行性之间的再校准。

与此对应，美联储此次从灵活平均通胀目标制（FAIT）回撤至FIT，取消通胀低于目标时的弥补策略，并删除“就业缺口”措辞，转为强调“价格稳定前提下可持续的最大就业水平”。这一方向性修订，既是对2021—2023年通胀冲击中美联储因FAIT策略缺陷导致反应迟缓的反思，也意在降低沟通成本、再锚定通胀预期。本文据此把握研究起点：为何要回撤至FIT？FAIT的实施成本何在？就业目标的可操作性存在哪些缺陷？本次货币政策框架修订后，美联储就业-通胀双目标权衡策略的实施还可能面临哪些问题？

二、美联储货币政策框架审查回顾

美联储于伯南克任上发布了首个货币政策框架声明（FOMC，2012），并于2019—2020年进行了第一次公开审查，此后框架

刘翔宇，中国人民银行金融研究所。



审查每5年进行一次，根据在此期间经济运行中的经验教训对框架做出调整，旨在提高货币政策的透明度和有效性。

2020年框架审查对2012年框架做出两项重要修改(FOMC, 2020)。一是通胀目标方面，为应对当时美国持续面临的有效利率下限(ELB)约束，将灵活通胀目标制(FIT)改为灵活平均通胀目标制(FAIT)，针对平均通胀低于2%的情形采取“弥补”(Makeup)策略，即适当的货币政策应在一段时间内使通胀适度超调。二是就业目标方面，鉴于自然失业率(“最大就业”)的实时评估不确定性较高，强调更关注就业状况相对于最大就业的“缺口”(Shortfalls)而非“偏离”(Deviations)，在没有通胀压力的情况下，没有必要仅因就业好于最大就业的估计值而收紧政策。同时，2020年框架声明调整了两个目标的顺序，先讨论了就业目标，强调了就业的广泛性和普惠性，然后才讨论通胀目标。

2025年框架审查则基于后疫情时代经济结构变化和应对通胀等方面的经验教训，取消了2020年框架修订的部分内容，使现行框架更贴近于2012年初始框架，以确保框架适用于更广泛的经济状况。具体而言，本次审查主要做了以下四项修订：一是删除ELB是经济决定性特征的表述，强调货币政策策略应在广泛的经济条件下促进最大就业和物价稳定；二是回归FIT，取消弥补策略，指出价格稳定对健康且稳定的经济至关重要；三是就业方面删除“缺口”一词，明确最大就业是指在价格稳定情况下可持续实现的最大就业水平；四是阐述就业和通胀目标不互补情形下将采取平衡方式，综合考虑两个目标偏离程度和回归可能需要的不同预期时间(FOMC,

2025; Powell, 2025)。总体而言，本次修订加强了对通胀目标的承诺，进一步明确了就业与通胀目标之间的关系。

三、本次政策框架修订的政策效应与治理短板

2025年框架审查针对后疫情时代美国经济面临的结构性变化和美联储应对高通胀问题中的经验教训做出了调整，重回FIT，取消就业缺口表述但仍然十分重视就业，这可能解决美联储货币政策制定和实施中的部分问题，但新框架仍存明显缺陷。

(一) 回归灵活通胀目标制可增强控制通胀能力

在通胀目标方面，回归FIT有助于稳定通胀预期，降低政策沟通成本，增强美联储控制通胀的能力。此前FAIT表述存在诸多不确定性和复杂性，不利于政策沟通。例如，2020年声明没有明确平均时间窗口，客观上造成“平均通胀”概念不清晰，难以度量，而平均时间窗口较长也可能导致货币政策对通胀反应迟缓，从而影响通胀预期。此外，声明中隐含了通胀操作目标的非对称性，即平均通胀低于2%时操作目标改为平均通胀，高于2%时操作目标仍为通胀，形成了一种非对称FAIT/FIT策略(Walsh, 2025)，这一复杂性使经济主体尤其是居民难以理解货币政策，降低政策可信度，不利于形成稳定通胀预期。

事实上，2020年审查过于关注国际金融危机之后复苏阶段的ELB约束，将其视为一种新常态，由此采取的FAIT和关注就业缺口的策略导致美联储在后疫情时期应对高通胀中反应滞后。如果央行采取的FAIT策略平均时间窗口较长，那么将导致货币政策对通胀反应迟缓。尽管2020



年审查之后美联储从未公开明确的平均时间窗口，然而，当时在审查过程中，联储理事会工作人员为框架审查准备的参考论文将窗口设定为8年（Hebden et al., 2020），这么长的时间窗口就可能导致货币政策对通胀反应非常迟缓。以2022年情况为例，当美国通胀上升至接近7%时，8年平均PCE通胀仍低于2%，长时间窗口不利于美联储及时调整货币政策以应对疫情后经济结构性变化。即便采取更短的平均时间窗口，FAIT策略也会使美联储应对通胀的初始反应较弱，不利于稳定通胀预期，甚至可能导致通胀更加偏离目标。此外，如果初始反应较弱或较慢，可能导致美联储政策落后于曲线（Behind the Curve），那么美联储将来需要采取更激进的政策反应以控制高通胀，由此导致的通胀和产出波动性上升可能引起更大的福利损失（Ravenna & Walsh, 2011）。

本轮修订回归FIT，可使美联储政策框架更符合其长期策略的定位，广泛适用于多种经济状况，而不是仅关注此前十几年间的低利率低通胀环境。同时，FIT策略可清晰表述通胀目标，提高政策可信度，便于央行与市场主体进行政策沟通，有助于稳定通胀预期。当通胀和经济形势发生变化时，FIT策略也可使美联储货币政策反应更加及时，增强控制通胀能力。

（二）最大就业依然是重点，但就业度量与操作目标仍不明确

就业目标方面，2025年新版声明依然先强调了促进最大就业，然后讨论价格稳定目标，延续了对就业问题的高度重视。尽管本次修订明确了最大就业的定义和就业目标的定位，但如何在具体的经济状况下平衡两个目标的关系等问题依然存在。

2020年声明指出，最大就业无法直接度量，主要由影响劳动力市场结构和动态的非货币因素决定；而通胀在较长时期上主要由货币政策决定（FOMC, 2020）。因此，两个目标之间存在根本性的差异，2025年修订进一步阐明了二者之间的关系，强调了美联储对通胀目标的承诺，明确了最大就业的前提是价格稳定，一定程度上回应了如何应对两个目标存在冲突的情况，但没有详细阐述具体的平衡方法。然而，随着美国经济增速放缓和关税滞胀效应显现，美联储目前和将来一段时间内都有可能持续面临劳动力市场降温与通胀压力上升之间的张力，解决这一两难问题的关键在于保持通胀预期锚定（BIS, 2025）。因此，美联储如何在新框架下平衡两个目标之间的关系，仍有待观察。

同时，如何度量最大就业并设置合适的操作目标依旧是一个难题。2012年声明曾将FOMC经济预测摘要（SEP）中的长期失业率预测作为参考；而2020年不再提及参考SEP，强调将广泛考虑一系列指标以评估就业缺口，认为此类评估必然存在不确定性，需要不断修正；2025年删除“缺口”，参考一系列指标评估最大就业水平，但依然没有明确具体的参考指标。度量指标的模糊性使就业目标不清晰，增加了政策制定与沟通的难度。

而美国就业数据波动和持续大幅下修，使官方就业数据的准确性备受质疑，充分印证了评估就业状况的复杂性。2025年8月，美国劳工统计局（BLS）公布7月新增非农就业人数为7.3万，大大低于此前市场预期的10.4万，同时BLS还大幅下修了5月和6月新增就业数据，修正后数据分别为1.9万和1.4万，两个月合计



下修 25.8 万人，此次下修幅度达到历史高位，数据发布后引发市场热议。2025 年 9 月，BLS 公布季度就业和工资普查(QCEW) 年度修正，2024 年 3 月至 2025 年 3 月的就业人数累计下修 91.1 万，修正幅度为 0.6%，高于市场一致预期。近期的就业数据波动与修正反映出就业数据质量明显下降，后疫情时代就业调查面临的回复率下降、企业生存周期变化、季调因子复杂化等技术性问题与劳动力市场结构性变化叠加，使准确评估就业状况越发困难，难以以为最大就业设置合适的操作目标。

四、美联储近期重启降息，未来应关注政策转向和政策独立性的潜在风险

在通胀回落但尚未恢复至目标水平的背景下，美联储近期重启降息更像是针对 2025 年以来美国经济和劳动力市场状况变化的“再校准”，而非无条件的宽松转向。真正需要警惕的，是随经济数据与金融市场波动而来的再度政策转向风险，以及在美国政府经济政策和政治博弈下的外溢压力引发的预期不确定性和沟通成本上升。为此，下文将从两个维度展开：一是分析货币政策转向的识别框架；二是梳理政策独立性压力的传导路径，以便为后续判断与应对预留操作空间。

（一）新框架政策倾向影响下，重启降息后仍面临政策转向风险

尽管框架本身表述的是美联储长期政策目标与策略，但本次修订体现出的政策倾向会对美联储短期政策制定产生影响。新框架重新强调通胀与就业之间的平衡，重回 FIT 可使货币政策转向调整更为迅速。框架声明虽然删除就业“缺口”表述，但依旧认为，就业状况好于最大就业的实时

评估有时不一定引发价格稳定风险，一定程度上表现出因追求最大就业而对经济可能过热的容忍。

近期美联储重启降息印证了这一倾向。2025 年 8 月 22 日，鲍威尔在杰克逊霍尔会议上发表演讲，对框架修订做出解释，同时分析了美国经济形势及近期展望，认为 2025 年以来经济展现出韧性，劳动力市场依然接近最大就业水平，通胀虽仍略高于目标，但已从疫情后高峰大幅回落。短期内，美联储十分关注就业下行风险上升，通胀方面则以关税对价格影响相对短暂为基准情形，认为通胀持续上行风险较小 (Powell, 2025)。鲍威尔展现出的鸽派倾向提高了市场对美联储重启降息周期的预期。2025 年 9 月，美联储降息 25 bps，时隔 9 个月重启降息，12 月，美联储再度降息 25 bps，联邦基金利率目标区间降至 3.50%~3.75%，2026 年 1 月，美联储维持利率不变，最新点阵图显示 FOMC 对于 2026 年预期降息幅度的分歧扩大，中位数降幅为 25 bps。2025 年 9 月和 12 月 SEP 提高 2025 年和 2026 年实际 GDP 增速预测、降低 2026 年失业率预测并将 PCE 通胀预测维持在 2.4% 以上，表现出与新框架一致的倾向，即短期内可在一定程度上容忍经济过热以促进最大就业，以未来短期通胀为代价来支持当前劳动力市场修复。如果未来一段时间内美联储持续降息，将明显降低美国基准利率和国债收益率，推动美元走低，缩小中美利差，可缓解跨境资本流动和人民币汇率稳定压力。

然而，一旦价格水平上涨有演变为持续通胀的风险，在 FIT 下，美联储可迅速转变政策方向，采取比 2021 年更及时有力的政策措施抑制通胀风险，这将产生明



显的外溢效应，引发全球金融市场动荡和经济下行风险。因此，在美国关税和财政政策可能显著影响通胀和经济增长的背景下，应持续关注美联储货币政策再度转向风险，重点关注可能触发政策转向的信号，分析最新变化如何影响美联储在两个目标之间的权衡取舍。

一是经济数据方面，应关注通胀持续上行风险和劳动力市场下行风险。通胀风险方面，BLS 每月公布的核心 CPI 和美国经济分析局（BEA）每月公布的核心 PCE 是美联储重点关注的通胀指标，因此，应从分析核心通胀变化趋势以及各组分变化入手，关注通胀未来的可能走势，尤其是关税效应逐步显现可能带来的影响。同时，由于通胀数据是滞后变量，为分析当前和未来价格水平潜在变化趋势，还可关注消费者信心指数、通胀 Nowcasting 等先行指标的变化。Walsh (2025) 指出，2021 年以来的通胀走势与 20 世纪 70 年代通胀之间存在高度相似性，而当前通胀仍然高于 2%，未来有可能像 20 世纪 70 年代后半段一样，发生再次通胀的风险。因此，一旦数据中出现通胀可能持续上行的迹象，就应考虑美联储可能放缓或暂停降息甚至转向紧缩的风险。

观察劳动力市场风险则相对复杂，既要关注美联储的最大就业目标，又要分析劳动力市场的周期性和结构性变化。虽然美联储本次仍未明确如何度量可持续的最大就业，但依然可将 SEP 长期失业率预测作为重要参考，2025 年 SEP 预测值稳定在 4.2%，但 2025 年 12 月失业率已升至 4.4%，可能已偏离最大就业目标。对于劳动力市场状况，同样，失业率也是一个滞后变量，还需综合分析新增就业、职位空缺、职位

空缺-失业人数比、劳动参与率等多个指标。而近期就业数据显示出劳动力市场状况的复杂性，就业不仅受经济增速放缓等周期性因素影响，移民问题、关税政策下企业投资和雇佣行为变化、人工智能替代等因素叠加也对劳动力市场供需关系产生结构性影响，劳动力市场呈现供需双降的现象。未来随着降息效应显现，劳动力市场下行风险能否有所缓解，美联储对于“稳增长”和“控通胀”二者之间优先级的调整以及点阵图和 SEP 的变化都应重点关注。

二是金融市场数据相对高频，包含市场参与者对经济状况和美联储货币政策的最新预期，对识别货币政策转向拐点也有帮助。基于 30 天联邦基金期货价格的 CME FedWatch 可反映市场对货币政策的预期，2026 年 1 月美联储暂停降息后，市场参与者预期 2026 年美联储降息节奏可能有所放缓，多数市场参与者预计 2026 年上半年不会降息，该指标对经济数据、市场利率变化以及美联储政策立场等信息十分敏感，是观察政策转向的重要工具。此外，还可通过观察盈亏平衡通胀（Breakeven Inflation）上升、信用利差扩大、金融条件指数（FCI）收紧等市场迹象判断市场对政策转向的预期。

（二）特朗普政府多重压力下，美联储政策独立性受到挑战

美联储基于政策框架制定和实施货币政策的重要前提是美联储保持独立性，这主要体现在两个层面：一是经济意义上，主要指货币政策实施不受制于财政主导；二是政治意义上，货币政策制定不受短期政治压力影响（Bernanke & Yellen, 2025）。而在特朗普总统任期内，美国政府体现出强烈的财政主导倾向，美联储也持



续面临政治压力，美联储货币政策的独立性和对政策框架的执行程度，仍有待观察，由此带来的货币政策可信度问题可能进一步影响经济主体的预期。因此，有必要从经济和政治两个层面梳理压力的传导路径，以此预判美联储政策可能的演化方向。

经济领域，财政压力的影响不可忽视。美国政府财政扩张具有明显的持续通胀效应，随之而来的预算赤字增加却使得政府有动机要求美联储降息以降低政府债务融资成本，二者之间的矛盾将增加美联储控制通胀的难度。据美国国会预算办公室（CBO）预计，未来10年内，大而美法案（OBBA）将增加2.8万亿美元的预算赤字。通常而言，在面临通胀压力时央行可通过收紧货币政策来有效缓解，而财政主导可能引发的持续通胀和通胀预期脱锚问题甚至难以仅仅通过加息来解决（Sargent & Wallace, 1981）。此外，关税等经贸政策也可能影响预期并带来不确定性。据耶鲁大学 Budget Lab 数据，美国有效平均关税已从2024年的低于3%升至2025年11月的16.8%，市场主流观点认为，2025年下半年开始，关税的通胀效应正逐步显现，而特朗普政府在经贸政策上的反复也将持续推升预期的不确定性。总体而言，美国政府经济政策带来的压力可能推升通胀预期和不确定性，增加政策制定和沟通的难度，为美联储控制通胀带来更多难题，未来货币政策不确定性风险可能上升。

政治方面，特朗普对美联储施压的能力和力度正在上升。原本美联储制度设计旨在使其免受政治压力影响，领导层不因总统和国会选举而变动，理事会成员任期14年，可错开选举周期；而主席和副主席任期4年，可多次连任。然而，特朗普自

本次上任以来，频频公开向美联储主席施压，2026年上半年，随着理事会主席和成员变动，特朗普将通过人事任命增加其对美联储施加影响的能力。2026年1月末，特朗普宣布将提名前美联储理事凯文·沃什（Kevin Warsh）担任下一任美联储主席，消息引发对未来美联储独立性的新一轮担忧和市场波动。同时，随着关税对经济增长的拖累效应逐渐显现和2026年中期选举的临近，特朗普要求美联储降息以刺激经济的动机将逐渐增强。学术研究表明，选举前夕总统干预货币政策的动机尤为强烈，政治压力可显著影响货币政策和价格稳定，若总统在6个月内向美联储官员施加相当于1972年尼克松选举前一半的政治压力，将使美国物价水平上涨8.5%（Drechsel, 2024）。因此，还需持续关注2026年美联储在政治压力下大幅快速降息而引发通胀和通胀预期显著上升的风险。如果这种情景成为现实，那么货币政策框架的参考性将大为下降，市场对于美联储决策函数的认知将失去基准，美联储控制通胀的可信度和政策透明度将骤降，沟通成本也将显著上升，可能导致金融市场频繁动荡和通胀预期脱锚，甚至引发中长期持续通胀的风险，这将对其他经济体产生明显的溢出效应。

五、对央行货币政策的启示

结合近年主要央行的框架再校准与操作实践，一个清晰结论是：稳健的名义锚与政策框架的灵活性并不矛盾，真正需要管控的是由反应函数与政策沟通不确定性共同放大的政策摇摆风险。在高债务、贸易摩擦、供给侧扰动与政治周期交织的环境下，单靠利率工具难以独立达成多目标。



因此，在货币政策框架的制定和实施中，央行应着力提高政策的适应性、可信度与透明度。

一是在货币政策长期目标和策略上保持定力，提高政策框架的适应性，以应对可能迅速变化的经济状况。美联储2020年框架修订和后疫情时代应对高通胀的教训表明，经济运行情况可能迅速转变，政策框架不应仅局限于针对特定的经济状况。尤其是在当前地缘冲突风险加剧的背景下，外生冲击深刻改变经济状况的可能性不断上升，稳健灵活的货币政策框架可为各种情况提供参考。同时央行对冲击可能带来的持续性影响应有充分预期，结合情景分析制订政策预案，提高政策的前瞻性。

二是确保货币政策目标清晰，稳定通胀预期，增强货币政策可信度。美联储政策框架对于目标表述的模糊性使经济主体难以形成有效且稳定的预期，而无法明确

就业的操作目标加剧了这一问题。保持对货币政策目标的清晰表述，设置合理的操作目标，有利于市场主体理解货币政策，形成相对稳定的通胀预期。在货币政策制定与实施过程中，持续增强政策可信度，也有助于提高央行控制通胀的能力。

三是加强政策沟通，提升货币政策有效性。在经济不确定性上升的背景下，央行与市场主体进行有效的政策沟通有助于更好发挥货币政策效能。一方面，清晰的政策目标有利于政策沟通；另一方面，央行有必要在政策发布时阐明政策制定的逻辑和对当前经济形势的分析。在实践中，根据当前经济和金融市场运行情况制定合适的政策，在发布时清晰传达政策立场，引导市场关注实施当前政策的前提条件，有助于增进市场对政策制定逻辑的理解。^[N]

学术编辑：卢超群

参考文献

- [1] Bernanke B S, Yellen J L. Ben Bernanke and Janet Yellen: The Fed Must Be Independent[J]. The New York Times. July 21, 2025.
- [2] BIS Quarterly Review International banking and financial market developments[R]. September 2025.
- [3] Drechsel T. Estimating the effects of political pressure on the fed: a narrative approach with new data[R]. National Bureau of Economic Research, 2024.
- [4] Federal Open Market Committee (FOMC). Statement on Longer-Run Goals and Monetary Policy Strategy[R].2012.
- [5] FOMC. Statement on Longer-Run Goals and Monetary Policy Strategy[R].2020.
- [6] FOMC. Statement on Longer-Run Goals and Monetary Policy Strategy[R].2025.
- [7] Hebden J, Herbst E, Tang J, et al. How Robust Are Makeup Strategies to Key Alternative Assumptions?[J]. Finance and Economics Discussion Series, Federal Reserve Board,2020.
- [8] Powell J H. Monetary policy and the Fed's Framework Review[C]//remarks at Labor Markets in Transition: Demographics, Productivity, and Macroeconomic Policy, a symposium sponsored by the Federal Reserve Bank of Kansas City, Jackson Hole, Wyoming, August. 2025, 22.
- [9] Ravenna F, Walsh C E. Welfare-based optimal monetary policy with unemployment and sticky prices: A linear-quadratic framework[J]. American Economic Journal: Macroeconomics, 2011, 3(2): 130-162.
- [10] Sargent T J, Wallace N. Some unpleasant monetarist arithmetic[J]. Federal reserve bank of minneapolis quarterly review, 1981, 5(3): 1-17.
- [11] Walsh C E. Lessons for the FOMC's Monetary Policy Strategy[R]. Federal Reserve,2025.



Progress and Policy Spillovers from the Fed's Framework Review

LIU Xiangyu

(Research Institute, People's Bank of China)

Abstract In August 2025, the Federal Reserve released the results of its latest framework review along with a revised *Statement on Longer-Run Goals and Monetary Policy Strategy*. The new framework returns to flexible inflation targeting (FIT), drops the make-up strategy, defines maximum employment as the highest level of employment that can be achieved on a sustained basis in the context of price stability, and removes language about employment "shortfalls". The return to FIT covers a wider range of economic conditions and strengthens inflation control. That said, assessing employment conditions has become increasingly difficult and the operating target for maximum employment remains unclear. Implementation of the new framework will face several complicating factors. Recently, the Fed has already restarted rate cuts. However, with tariff effects starting to emerge and the new framework's tilt influencing decision-making, policy could swing once again. Under multiple pressures from the Trump administration, the Fed's independence may come under strain, which in turn could undermine the Fed's credibility and raise communication costs. The review underscores three lessons: keep the framework adaptable, spell out policy targets clearly, and put more weight on steady, plain-spoken communication in policy operations.

Keywords Monetary Policy, Inflation, Employment

JEL Classification E52 E58 E61