



沃什的正确政绩观

宏观经济点评

证券研究报告

宏观经济组

分析师：钟天（执业 S1130526020001）

zhongtian@gjzq.com.cn

分析师：宋雪涛（执业 S1130525030001）

songxuetao@gjzq.com.cn

沃什的正确政绩观

基本内容：

一句话总结沃什的新联储：看得要宽，出手要窄；让联储的归联储，让市场的归市场。

过去几年，联储习惯了数据依赖，而市场也习惯了根据联储的（预期）反馈而行动，这是多次出现“坏消息就是好消息”的根本原因。但沃什的第一场记者会以全新模式展开：声明砍短，抛弃前瞻指引，自己不交点阵图预测，以任务小组(task force)形式推进五个改革方向，还明确表示金融市场最好去反映真实经济数据，而不是天天反映联储表态。

联储的事是维护其充分就业和物价稳定的双重使命；市场的事是自己定价增长、供给冲击、AI 因素、尾部风险和政策不确定性。沃什的新联储把答案还给数据，把波动交给市场。

沃什展现出了独特而明确的新政绩观理解：事实是什么、政策有效吗、框架适用吗？对市场来说，这意味着短期确定性减少；但对联储来说，这反而是新时代背景下更正确的起点。

风险提示

1) 特朗普军事政策不确定性较大，美军地面入侵导致局势失控。2) 能源短缺对需求的冲击幅度显著高于分析，拖累全球经济进入衰退模式。3) 全球央行快速转向，带来全球二轮通胀风险。



一句话总结沃什的新联储：看得要宽，出手要窄；让联储的归联储，让市场的归市场。

过去几年，联储习惯了数据依赖，而市场也习惯了根据联储的（预期）反馈而行动，这是多次出现“坏消息就是好消息”的根本原因。但沃什的第一场记者会以全新模式展开：声明砍短，抛弃前瞻指引，自己不交点阵图预测，以任务小组（task force）形式推进五个改革方向，还明确表示金融市场最好去反映真实经济数据，而不是天天反映联储表态。

联储的事是维护其充分就业和物价稳定的双重使命；市场的事是自己定价增长、供给冲击、AI 因素、尾部风险和政策不确定性。沃什的新联储把答案还给数据，把波动交给市场。

沃什展现出了独特而明确的新政绩观理解：事实是什么、政策有效吗、框架适用吗？对市场来说，这意味着短期确定性减少；但对联储来说，这反而是新时代背景下更正确的起点。

第一，实事求是：对通胀和利率的立场保持中性，不选边站。

他对于美国通胀动态和利率限制性水平都保持实事求是。

美国通胀已连续五年超过 2% 目标水平；此次会议公布的 SEP 中，今年核心 PCE 被进一步上修到 3.3%。但沃什没有把问题简单归因成“需求过热”，而是反复讲供给冲击、能源价格和二阶影响。他在记者会上说，联储管不了单个价格：油价、鸡蛋、牛奶都不是货币政策能直接控制的东西，真正要防的是这些价格冲击扩散到更广泛的通胀。

记者问现在利率是不是具备限制性，他的回答很直接：这是不均衡的（uneven），住房市场能看到限制性，但金融市场、资本开支、AI 投资那里就没那么明显——金融条件的过于宽松和实体条件紧缩并存。

沃什没有“非黑即白”地选边站：一个是“通胀全是油价，应该看穿”；另一个是“通胀还高，必须马上加息”。他的立场是：油价冲击可以解释一部分，但不能成为放任通胀扩散的理由；利率有约束，但约束效果不均匀，所以不能靠一句“已经很紧”来结束讨论——这些是沃什实事求是的体现。

第二，不乱发言：要跟上时代，承认未知，重点不是联储官员说什么，是联储要做什么。

沃什承认经济数据中存在很多“已知的未知”（known unknown）。他说现在企业已经在用实时数据做决策，而官方数据还是历史的回响（echoes of history）。这不是看轻官方统计，而是要让美联储的数据体系（乃至美国的数据统计体系：BLS、BEA 等）跟上 2026 年的经济形态。

正因为此，沃什明确表示当前环境下前瞻指引已经不符合时代了，要抛弃前瞻指引。他说委员们提交预测时用的是带大橡皮擦的铅笔，随时可改——这在鲍威尔时代后期其实亦越发明显。沃什认为当前 SEP 结构本身对政策帮助有限，轻预测，重应对。在记者会很多对前瞻指引的“钓鱼”问题中，他基本不接招，多次引用声明原文作答。

更重要的是，沃什对市场波动也没有急着安抚。记者问两年期美债收益率是不是说明市场认为需要更多紧缩，他直接说，不评论过去 30 或 60 分钟的市场反应（甚至一周内的波动都不重要）。

短期市场怎么跳，不是沃什的 KPI；他要给市场的是一个新联储：问更难的问题，而不是给更顺耳的答案。

第三，深入调查研究：改革传统货币决策架构，成立五大工作小组，有结论前可能都不会盲动。

沃什抛出的工作小组模式（task force）是这次记者会的重点。

五大工作小组中：沟通小组研究美联储是否更有效传达政策信息；资产负债表小组研究充裕准备金和缩表路径；数据小组研究太慢、太旧的传统数据搜集如何改革；生产率和就业小组研究 AI 时代的供需结构；通胀框架小组研究通胀驱动和政策责任。

虽然工作小组的形成不是把决策外包出去，但是建议权将散发至更广泛的市场参与主体，这对于市场而言是地位的改变：从政策做出反应到成为政策制定的一部分（类似纽约联储的 Advisory Group 性质）。

值得注意的是，这些工作小组的设立反映出沃什“长期主义”的一面，目的是更好的将联储货币政策目标进行协同；基于此，在工作小组落地，以及得出一些初步结论/方案之前，货币政策可能都不会出现变化，特别是加息——沃什需要用新框架充分的阐释，而目前的框架仍在构建之中。

第四，保持模糊：不迷信 AI，也不轻视 AI，有生产力提升或可降息，没有就再看。

相较于此前的全面拥抱 AI，沃什以联储主席身份亮相时，对 AI 的表达非常克制。

他承认 AI 可能是数十年来最重要的通用技术，也说美国长期会受益。但记者问 AI 现在到底是增加需求还是增加供给，他认为宏观视角下，“需求更容易数”：数据中心、CAPEX、电力开支等等已经进 GDP 统计；“供给只能推断”：生产率兑现的时间、幅度都不确定。短期看，这是供给和通胀的比赛（race between supply and demand）。

沃什没有用 AI 为由直接推动货币宽松，这点比市场想象更稳，也是“实事求是”的另一种体现。但他至少也表现出了明确的倾向：货币政策声明中上一次出现生产力相关的表达还是 20 年前，这似乎还是反映出他对降息的期待。

总的来说，沃什的正确政绩观，就是搞清楚三件事：事实是什么、政策有效吗、框架适用吗？在此基础上，不为了显得有动作而乱动，不为了安抚市场而乱说，不为了拥抱 AI 而提前降息（反之亦然）——看得要宽，出手要窄；让联储的归联储，让市场的归市场。



风险提示

1) 特朗普军事政策不确定性较大，美军地面入侵导致局势失控。2) 能源短缺对需求的冲击幅度显著高于分析，拖累全球经济进入衰退模式。3) 全球央行快速转向，带来全球二轮通胀风险。



特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海

电话：021-80234211

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 5 楼

北京

电话：010-85950438

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100005

地址：北京市东城区建内大街 26 号

新闻大厦 8 层南侧

深圳

电话：0755-86695353

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心

18 楼 1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究