

2026 年 07 月 14 日

美联储 5 大工作组改革或致 2026 年难加息

宏观研究团队

——宏观经济专题

何宁（分析师）

hening@kysec.cn

证书编号：S0790522110002

潘纬桢（分析师）

panweizhen@kysec.cn

证书编号：S0790524040006

引言：6 月 FOMC 上，美联储新主席沃什宣布成立 5 个工作组，且领导大多为美联储体系外人员，引发市场关注。我们认为，在美联储的制度设计下，由于重大决策均需 FOMC 委员投票决定，美联储主席的权力行使主要依靠“软实力”，新主席需要时间来形成权威，进而贯彻自身的政策主张。而沃什就任时间较短，叠加前主席留任理事，设立 5 个工作组一则可彰显自身的改革意愿；二则可成为树立权威的重要手段。但由于议题涉及较广，且落地难度不一，效果仍需观察。

● 沟通方式改革：透明化或仍是重要原则与前进方向

1. 美联储与市场的沟通方式调整，是沃什的重要改革方向，6 月 FOMC 也删除了前瞻性指引措辞，且 2027 年落地的可能性较高。事实上，对美联储目前的沟通政策批评早已存在，关键的争论在于频繁甚至过度沟通，叠加预测难度较高、准确度低，弊端较为明显，沃什此次行动可以说是“顺水推舟”。

2. 但我们认为货币政策沟通的透明化是美联储自 1990 年后政策演进的重要方向（自格林斯潘时代开始），点阵图、经济预测等手段虽然有各种缺陷，**透明化的沟通方向或很难完全实质性逆转，只是沟通方式需要进行改变。**一个可行的方式或是发布一个“经济评估”，对美国的经济和金融情况进行深入的分析讨论，通过展现不同情景下的利率路径，向公众清晰传达美联储的“政策反应函数”，从而提升美联储的沟通效率，提高政策灵活性和美联储的政策公信力。

● 生产率提升与就业：格林斯潘经验或难完全复刻

在 AI 快速发展的背景下，沃什强调要考虑科技发展带来的生产率提升，且屡次提及格林斯潘，部分观点认为其想以生产率提升为由，推动美联储降息/暂缓加息。我们认为从生产率提升的角度看，格林斯潘在 1990 年代经历的环境与当下相比确有不少相似之处，但对美联储的货币政策决策影响或相对有限。考虑到美国的经济结构与 1990 年代有较大不同，沃什即使拿 1996 年格林斯潘以生产率提升推迟美联储加息做参考，或也很难说服 FOMC 其他成员大幅改变立场。

● 通胀框架与数据来源再审视：弥补现有框架弱点，但相关讨论早已存在

1. 美联储现有的通胀框架将 2% 的 PCE 同比增速作为通胀稳定的目标，且已经被市场所熟悉。对通胀框架进行审视，我们认为一则当前全球经济似乎从“三低”转向“三高”，确有必要对通胀驱动因素进行研究；二则美联储不同官员对通胀指标的解读存在不同观点，需要统一思想与分析框架。不过相关研究在美联储内部早已进行，沃什的行动似乎想对 2% 进行再定义，从而延迟加息甚至推动降息。

2. 实际上，美联储内部对现有经济数据质量的质疑早已存在，对官方数据的讨论与修正使用也已进行多时。数据源使用和依赖的再审视，可能更多的是起到一个弥补作用，实际影响可能相对有限，更可能只是 2026 推迟加息的理由之一。

● 资产负债表政策：充裕准备金制度短期难以改变

对美联储资产负债表进行缩减是沃什的关键主张之一，但 6 月 FOMC 重申将会坚持充裕准备金制度，显示大幅度缩减在短期内或难以实施。事实上，美联储自 2008 年金融危机后逐渐转向充裕准备金制度，且多年来运行相对良好。若要对美联储的资产负债表进行进一步的缩减，更多的是通过对现有监管政策与制度进行调整降低银行系统对准备金的需求。此外，还可以对美国财政的 TGA 账户进行优化管理，从而缩减美联储的负债端，但回到稀缺准备金制度难度较高。理想情况下，美联储负债端的准备金会减少，资产端主要由美国国债构成，资产负债表规模的下限由负债端的总体需求决定，或需要较长时间来做尝试与推进。

● 风险提示：地缘政治局势超预期；美国通胀超预期。

相关研究报告

《新增非农走弱，2026 年加息可能性下降——美国 6 月非农就业数据点评》-2026.7.3

《沃什“首秀”放弃前瞻性指引，美联储态度更趋鹰派——6 月 FOMC 会议点评》-2026.6.18

《新旧动能“温差”明显——宏观经济点评》-2026.6.17

目 录

1、 沃什尚需时日对美联储形成有效掌控，5 个小组成果需观察.....	3
2、 沟通方式改革：透明化或仍是重要原则与前进方向.....	5
3、 生产率提升与就业：格林斯潘经验或难完全复刻.....	8
4、 通胀框架再审视：2%目标或存有一定解释空间.....	11
5、 数据源的使用和依赖审查：弥补现有数据滞后弱点.....	12
6、 资产负债表政策：充裕准备金制度短期难以改变.....	14
7、 风险提示.....	17

图表目录

图 1： 美联储的点阵图对未来利率变动预测的准确性并不高.....	5
图 2： 美联储货币政策沟通透明度自 1990 年代开始稳步提升.....	6
图 3： 美联储目前的沟通渠道多种多样.....	7
图 4： 欧洲央行议息会议后会发布不同场景下的经济预测.....	8
图 5： 1996 年美国制造业劳动生产率稳步上升.....	9
图 6： 1996 年美国通胀逐渐上升，1997 年后回落.....	9
图 7： 美联储在 1997 年 3 月加息 25bp.....	9
图 8： 制造业在美国经济中的占比下降较多.....	10
图 9： 目前美国暴露在 AI 冲击下的行业占比并不高.....	10
图 10： 美国居民通胀预期仍处在相对较高区间.....	10
图 11： 核心 PCE 同比的波动较 PCE 更小.....	11
图 12： 截尾平均 CPI、PCE 走势相对更加平稳.....	12
图 13： 美国主要的经济数据由不同机构发布.....	13
图 14： 论文调整后的核心 PCE 同比增速有较多下降.....	13
图 15： 美联储的资产端经历了大幅扩张.....	14
图 16： 美联储的负债端中银行准备金占比较高.....	15
图 17： 缩表有两个方向可以选择.....	16
图 18： 美联储的几次扩表中，长久期债券占比较高.....	16
图 19： 美联储的国债久期超过美国流通国债.....	16
表 1： 美联储内沃什的“盟友”并不多.....	4
表 2： 地方联储主席短期内并无较多空缺.....	4

引言：在 6 月 FOMC 发布会上，美联储新主席沃什表示将设立 5 个工作小组，涵盖沟通机制改革、美联储资产负债表机制、对现有数据来源的使用与依赖、转型时期的生产率与就业、美联储通胀框架，并于 7 月 9 日宣布小组领导成员阵容，引入大量美联储外部人员。如何看待这 5 个工作小组的设立、对 2026 加息的影响？

1、沃什尚需时日对美联储形成有效掌控，5 个小组成果需观察

与美国其他联邦政府机构不同，美联储主席虽然是理事会的领导者，并对机构的运行和议程设定拥有较大话语权。但美联储制定货币政策，主要是通过**联邦公开市场委员会（FOMC）**进行，**每一项重大决策均需委员会的委员投票决定**。美联储主席虽然兼任 FOMC 主席¹，可以对相关的议程进行调整，并拥有一定的灵活性，**但在 FOMC 中也只有一票**，且需要遵守 FOMC 的既定规则。因此从法律规定来看，美联储主席的权力是相对受限的。（详见 2025 年 12 月 8 日报告《美联储主席换届交易指南》）

不过从历史上来看，**美联储主席的意见往往能成为 FOMC 的最终决策，而这背后的关键在于美联储主席的“软实力”：**

一则美联储主席对 FOMC 会议的议程设定、分析材料选择上有较大话语权，主席也大多会在会议前同委员们充分沟通，表达/听取意见甚至于修正自己的想法，某种程度上代表了委员会里面的多数意见；

二则美联储主席是美联储对外沟通的主要代表（新闻发布会、国会作证等），这使得 FOMC 的其他委员们大多倾向于尊重主席的意见，以保持美联储内部的团结，这一点对于货币政策的实施效果较为重要（增强机构的实力和信誉）；

三则美联储主席的资历比大多数 FOMC 成员更加资深，更长的任职时间/任期使得主席对美联储机构运行更加的了解，更为重要的是增加了主席的威望，从而导致 FOMC 的其他委员们对主席更加的尊重。

沃什虽就任美联储主席，但其作为主席的权威，对美联储这一机构的掌握或尚需时间。其虽在 2006-2011 年期间担任美联储理事，但离开美联储已长达 15 年，考虑到期间美联储的运作机制与政策运行框架发生了比较明显的变化，沃什对美联储的运行还需要时间来熟悉。更为重要的是，为了捍卫美联储的独立性，美联储前主席鲍威尔并没有遵照传统，在主席任期满后同时卸任理事，反而选择了继续留任。这意味着鲍威尔是目前美联储内部资历最深、权威最高的官员，即使其刻意保持低调，但对沃什仍然将形成一定制约。

此外，从当前 FOMC 的成员构成来看，对沃什也并不“有利”。目前美联储理事会中，4 人为特朗普提名（含鲍威尔），3 人为拜登提名，党派光谱上共和党并不占绝对优势。叠加沃勒曾经也是美联储主席的热门人选，沃什理论上的“盟友”可能仅有 2025 年被特朗普任命为监管副主席的鲍曼。地方联储主席层面，由于在 2025 年 12 月美联储理事会已经将 11 位地方联储主席的任职时限进行了延长，沃什唯一能影响到的仅是接任亚特兰大联储主席的人选确定。考虑到 2026-2028 年 FOMC 的地方联储主席轮换顺序早已确定，沃什 2026 年在整个委员会中的影响力或将相对较弱。因此，我们认为 5 个工作小组的设立，一方面呼应沃什就职前对美联储改革的愿景，展现行动力；另一方面也是沃什作为新主席树立权威的重要手段。虽然领导

¹ 事实上，这只是一种惯例。理论上，FOMC 委员均可被选举为主席。极端情况下，美联储主席也可以不是 FOMC 主席。

层均是美联储外部人员，但 5 个行动小组的具体成果，需要结合实际情况来观察。

表1：美联储内沃什的“盟友”并不多

姓名	职务	任期届满日	党派	美联储任职履历
沃什 Kevin Warsh	主席	主席：2030 年 5 月 理事：2040 年 2 月	共和党	2026 年 1 月特朗普提名为主席
杰斐逊 Philip N. Jefferson	副主席	副主席：2027 年 9 月； 理事：2036 年 1 月	民主党	2022 年拜登提名为理事； 2023 年拜登提名为副主席
鲍曼 Michelle W. Bowman	监管副主席	副主席：2029 年 6 月； 理事：2034 年 1 月	共和党	2018 年特朗普提名为理事； 2025 年特朗普提名为副主席
鲍威尔 Jerome H. Powell	理事	理事：2028 年 1 月	共和党	2012 年奥巴马提名为理事； 2018 年特朗普提名为主席； 2022 年拜登再次提名为主席
巴尔 Michael S. Barr	理事	理事：2032 年 1 月	民主党	2022 年拜登提名为理事； 2022.07-2025.02 担任监管副主席
库克 Lisa D. Cook	理事	理事：2038 年 1 月	民主党	2022 年拜登提名为理事
沃勒 Christopher J. Waller	理事	理事：2030 年 1 月	共和党	2020 年特朗普提名为理事

资料来源：美联储、开源证券研究所

表2：地方联储主席短期内并无较多空缺

姓名	所属辖区	必须离任时间	年龄（2026 年）	就职时年龄
巴尔金 Thomas Barkin	里士满	2028-01	64	56
威廉姆斯 John Williams	纽约	2028-06	63	56
戴利 Mary Daly	旧金山	2028-10	62	55
维纳伯（代理） Cheryl Venable	亚特兰大	-	-	-
柯林斯 Susan Collins	波士顿	2032-07	66	63
施密德 Jeffrey Schmid	堪萨斯城	2033-08	67	65
穆萨莱姆 Alberto Musalem	圣路易斯	2034-04	56	55
古尔斯比 Austan Goolsbee	芝加哥	2034-08	56	53
保尔森 Anna Paulson	费城	2035-07	61	60
哈马克 Beth Hammack	克利夫兰	2037-01	53	52
洛根 Lorie Logan	达拉斯	2038-02	52	49
卡什卡利 Neel Kashkari	明尼苏达	2038-07	52	42

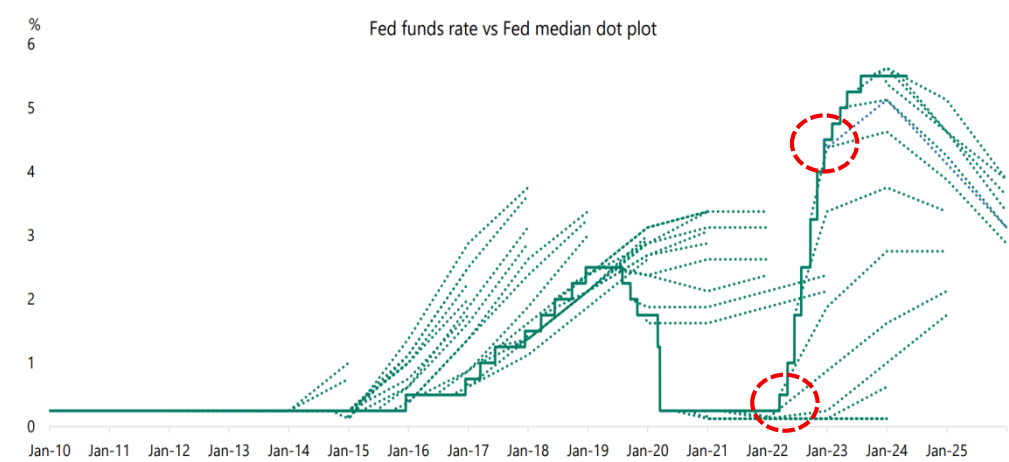
资料来源：美联储、开源证券研究所。注：标红为 2026 年 FOMC 票委。

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

2、沟通方式改革：透明化或仍是重要原则与前进方向

美联储与市场的沟通方式调整，是沃什对美联储的关键改革设想之一，是五大工作组的第一个，目前看来在 2027 实施新方案的可能性最高。沃什认为美联储的前瞻性指引等政策并不科学，导致了与市场的过度沟通，叠加美联储的预测并不准确，该政策反而造成了市场的波动性上升和美联储职权的过度延伸，因此需要对美联储的沟通政策进行限制，避免对市场造成杂音。而从历史来看，自 2012 年点阵图引入之后，点阵图的利率预期中值与后续实际的利率水平经常出现较大不同，特别是在经济环境波动比较大的时候（如 2021-2022 年）。美联储内部也对点阵图的去留进行过讨论，只是暂无更好的替代方案。

图1：美联储的点阵图对未来利率变动预测的准确性并不高



资料来源：Apollo Academy、开源证券研究所

但货币政策沟通的透明化是美联储自 1990 年后政策演进的重要方向，点阵图、经济预测等手段虽然有各种缺陷，透明化的沟通方向或很难实质性逆转。历史上来看，各国央行在 1980 年代之前总体秉持着“神秘感”，并认为沟通对货币政策效用是负面的（可能对信息过度反应，以及会限制央行的货币政策自主权），但自 1990 年开始，新西兰央行为了表达控制通胀的决心，正式设定 0-2% 的通胀目标后，透明化开始成为全球央行政策沟通的重要演进方向。事实上，美联储早在 1960-1970 年代时已偶尔提供贴现率调整的新闻稿，事实上起到了政策沟通的作用²。而自 1994 年起，美联储便开始逐渐提升货币政策工具的透明程度，自格林斯潘起，在伯南克时代加速，直至鲍威尔，美联储与市场沟通的渠道变的越来越宽泛和多元：

格林斯潘时代：自 1990 年开始，美联储逐渐加入货币政策沟通透明化浪潮。1994 年 2 月，美联储在货币政策发生变化的时候发布会后声明，并对政策行动的背后原理进行说明。1994 年 8 月的声明中开始包含前瞻性指引（forward guidance）政策，并于 1999 年 5 月开始，每次 FOMC 会议后，均发表会议声明。到 2002 年 3 月，则更进一步，在会议结束后会公布货币政策行动，甚至包括会议中的投票结果。此时格林斯潘已经几乎完全接受了这一更高透明度的趋势，不过此时美联储相较于其他央行的透明度仍然不高。

2

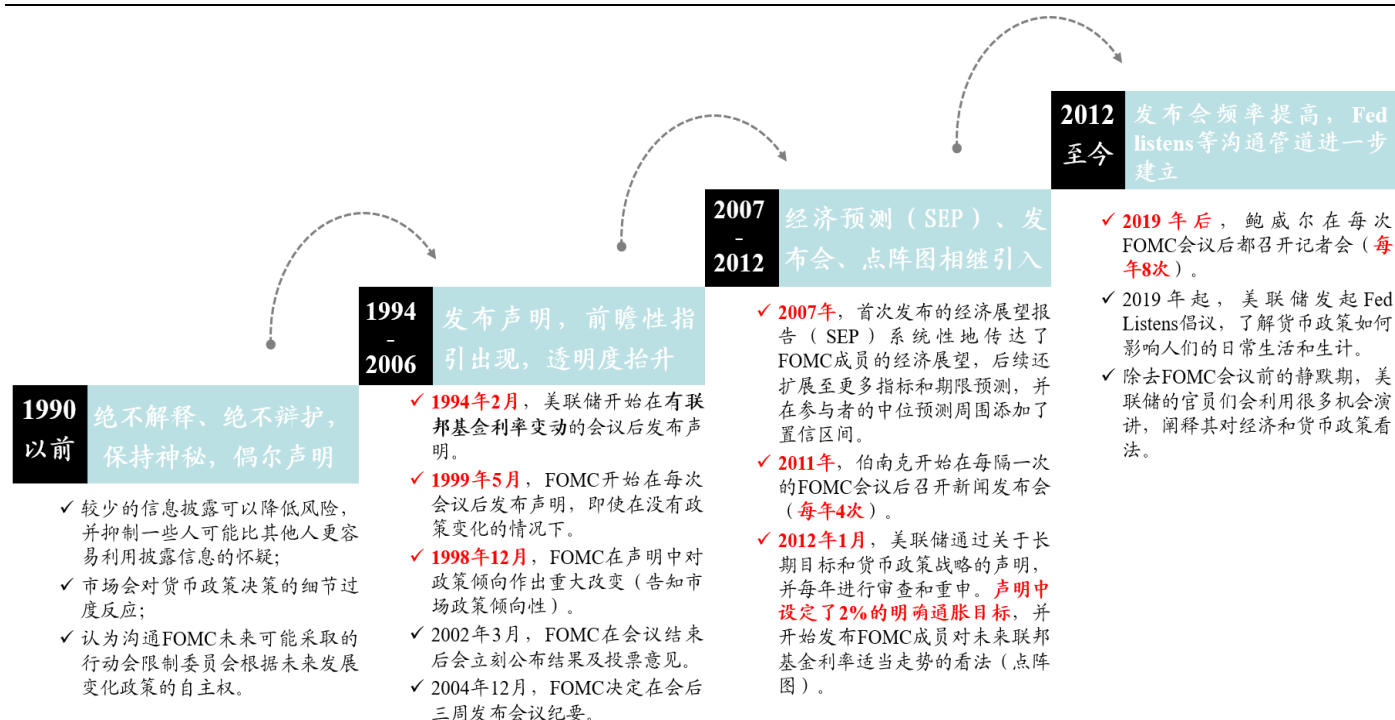
<https://www.federalreserve.gov/econres/notes/feds-notes/federal-reserve-discount-rate-press-releases-in-the-1960s-and-1970s-through-the-lens-of-monetary-policy-20260529.html>

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

伯南克时代：在其任内，美联储的货币政策沟通方式经历了快速大幅的创新，基本奠定了如今美联储的沟通方式。2007 年开始，美联储发布经济展望报告 (SEP)，系统性的对 FOMC 成员的经济预测进行了展示；2011 年开始伯南克在每隔一次的 FOMC 会议后召开发布会 (有 SEP 发布)。在 2012 年 1 月，美联储更是发布了长期目标和货币政策战略声明 (每年进行审查和重申)，并明确了 2% 的通胀目标，这是美联储政策透明化的一个重要的节点。此外，还引入了“点阵图”，让每位参会成员发布自己对未来联邦基金利率的走势看法。

耶伦与鲍威尔时代：基本延续了伯南克时代的货币政策透明化的方向，并对相关的沟通方式进行了拓宽。特别是 2019 年鲍威尔将每年 4 次的发布会扩展成每年 8 次 (每一次 FOMC 会议后均有)，与市场的沟通进一步加强。此外，美联储的官员们 (理事、地方联储主席) 也频繁对外演讲，阐述其对经济政策的理解。

图2：美联储货币政策沟通透明度自 1990 年代开始稳步提升



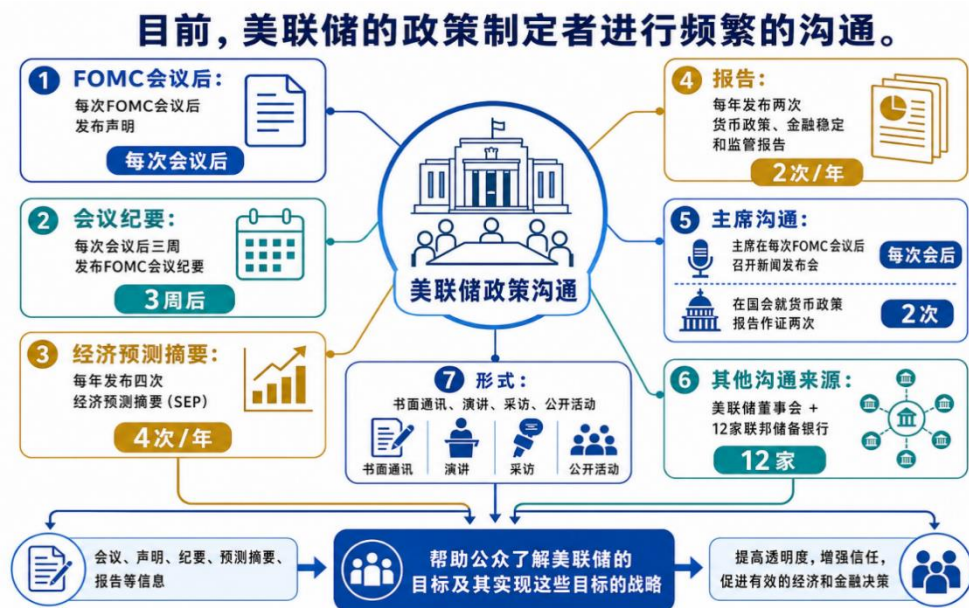
资料来源：美联储、《21 世纪货币政策》、开源证券研究所

当然，对美联储如此频繁甚至过度沟通的批评一直络绎不绝。其中最为明显的负面影响就是货币政策的倾向性声明，以及点阵图的发布，会让市场参与者认为这是美联储对未来利率路径的承诺。而一旦后续政策偏离了原有的预期 (近几年比较常见)，反而可能造成市场的波动。同时，官员们的频繁发声，也会导致信号的紊乱，造成无效甚至是负面沟通。

不过从学术研究及美联储的历史来看，沟通方式的透明化还是利大于弊，是需要坚持的方向，只是沟通方式需要进行改变。一则美联储影响经济的能力，其中的关键渠道在于对未来预期的塑造，这一点在 1970 年代抗击通胀、2008 年金融危机中已经得到了比较充分的体现 (Yellen, 2013)，使用清晰的沟通，并阐述美联储的响应函数有助于让金融市场理解和预期未来货币政策，从而通过影响长期利率和其他资产价格来帮助美联储达成目标 (Jefferson, 2024; Mester, 2018)；二则清晰的沟通有助于让民众相信美联储的政治独立性，提高其对美联储政策的信心，某种程度

上，这也是货币政策的一种方式。

图3：美联储目前的沟通渠道多种多样



资料来源：美联储、开源证券研究所

对市场而言，虽然沃什选择放弃前瞻性指引，并大幅缩减了会议声明，但我们并不认为其指派的领导小组会选择放弃透明化的沟通方式改革，只是市场可能需要时间来适应新的沟通方式。事实上，在2025年进行货币政策框架审查时，点阵图的存废便已经进入讨论（2条路径之一），只是暂时没有明确的结论，才保留了下来。而沃什上任后，拿点阵图作为改革的第一步是顺理成章的动作。

在后续可能的改革方面，虽然目前不确定性很高，但如果参考美联储前主席伯南克在2025年5月的论文³，以及2024年7月美联储理事Waller的演讲⁴（主张沟通备选政策路径），美联储可以参考其他主要央行（如欧央行），发布一个“经济评估”，对美国的经济和金融情况进行深入的分析讨论，通过展现不同情景下的利率路径，向公众清晰传达美联储的“政策反应函数”，从而提升美联储的沟通效率（从“预测未来利率是多少”转向“解释政策如何应对未来的不确定性”）。这样可以在提高美联储在面临宏观冲击（如关税、政策剧变、突发危机）时的政策灵活性，还能有效保护央行在预测失准时的政策公信力。

³ <https://www.brookings.edu/articles/improving-fed-communications-a-proposal/>

⁴ <https://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/waller20240717a.htm>

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

图4：欧洲央行议息会议后会发布不同场景下的经济预测

(annual percentage changes)

		March 2026 baseline	June 2026 – baseline projections and alternative scenarios			
			Baseline	Milder scenario	Adverse scenario	Severe scenario
Real GDP	2025	1.5	1.5	1.5	1.5	1.5
	2026	0.9	0.8	0.8	0.7	0.5
	2027	1.3	1.2	1.4	0.9	0.4
	2028	1.4	1.5	1.6	1.5	1.6
HICP	2025	2.1	2.1	2.1	2.1	2.1
	2026	2.6	3.0	2.9	3.3	4.0
	2027	2.0	2.3	1.8	3.0	5.3
	2028	2.1	2.0	1.8	2.3	3.0
HICP excluding energy and food	2025	2.4	2.4	2.4	2.4	2.4
	2026	2.3	2.5	2.4	2.5	2.5
	2027	2.2	2.5	2.3	2.7	3.8
	2028	2.1	2.2	2.1	2.3	2.9

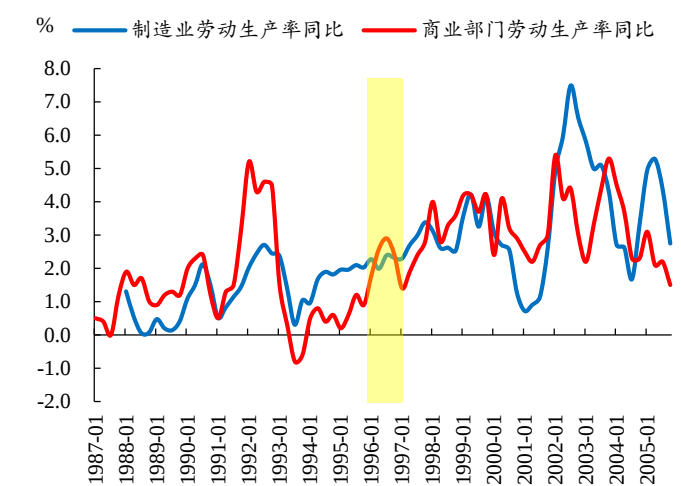
资料来源：欧央行、开源证券研究所

3、生产率提升与就业：格林斯潘经验或难完全复刻

在沃什前期的发言中，其多次提到格林斯潘作为美联储主席时的表现，在就职演讲中也表示将会效仿格林斯潘，以充沛的精力和明确的目标履行主席职责。叠加其认为 AI 可能带动生产率提升的观点，与格林斯潘在 1990 年代经历互联网革命带来的科技生产率提升，并主导推迟了美联储加息的情况较为相仿，部分观点认为沃什希望效仿格林斯潘，推动美联储进一步降息/暂缓加息，以满足特朗普的政治需求。我们认为从生产率提升的角度看，格林斯潘在 1990 年代的经验对当前美国有一定参考意义，但对美联储的货币政策决策影响实则相对有限，因此不宜认为沃什能够引用格林斯潘时期的经验来推动 FOMC 大幅改变货币政策立场。

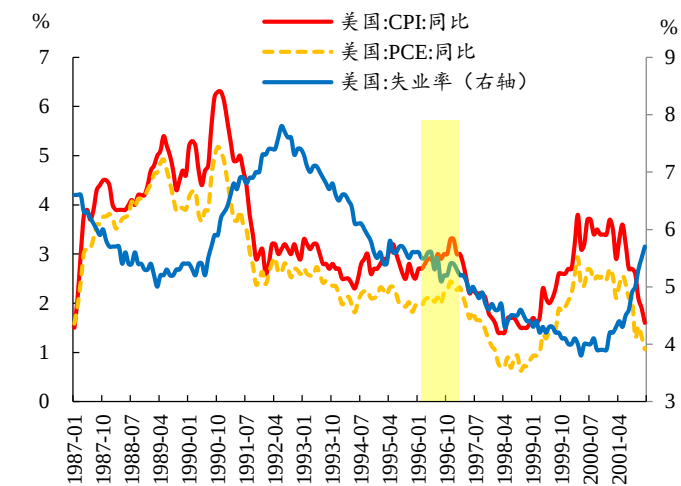
理论上来说，生产率的提升可以从 2 个方面来降低通胀。首先在企业采用新技术的背景下，对于人力的使用/依赖将会降低，员工会面临一定的不安全感，即使经济较好、失业率较低，在要求加薪时会处于相对弱势的状态；其次生产率上升会提升经济的供给端，在总需求没有大幅提升的情况下，经济中的供需强弱态势会发生一定的变化，价格水平会降低。格林斯潘在 1996 年便是以这 2 点理由要求美联储不采取先发制人的加息，并认为 1996 年第二季度的劳动生产率（以每小时工作产出衡量）被低估了（其中服务业的生产率增长相对较低），因此要求美联储再进行更进一步的观察，维持利率水平稳定。

图5：1996年美国制造业劳动生产率稳步上升



数据来源：FRED、开源证券研究所

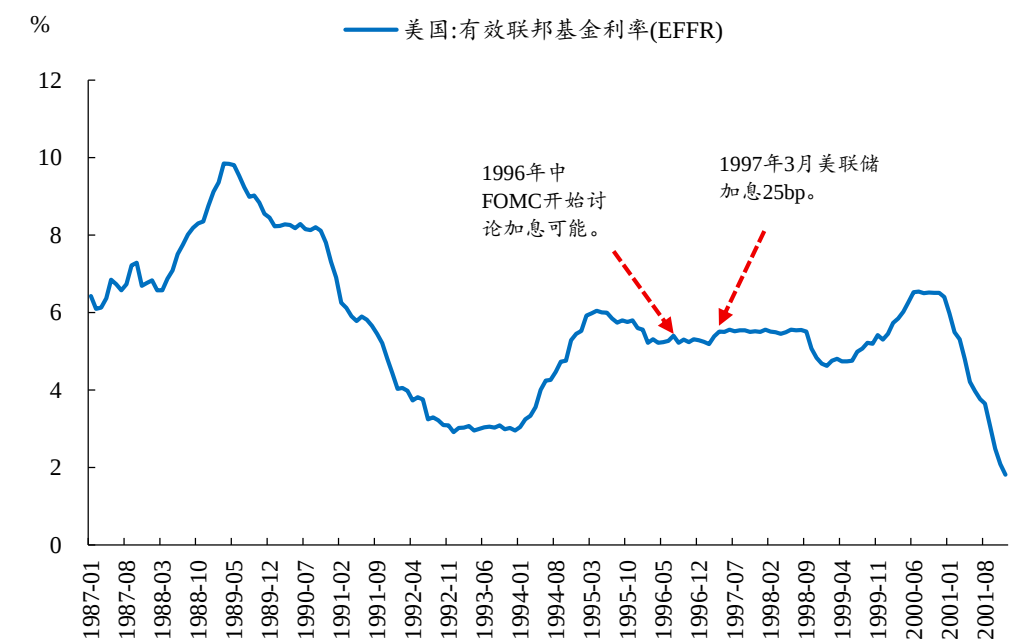
图6：1996年美国通胀逐渐上升，1997年后回落



数据来源：Wind、开源证券研究所

彼时的格林斯潘利用美联储主席的权威主导了加息行动的暂缓，且事后看 1996 年 9 月以后美国的通胀确实没有出现持续性的大幅走高，失业率还进一步走低，一定程度上证明了其观点的正确性。但从货币政策行动上，格林斯潘的坚持仅让美联储的加息推后了大约 6 个月，在 1997 年 3 月美联储依旧选择了加息 25bp，且格林斯潘是重要的推动力之一。

图7：美联储在 1997 年 3 月加息 25bp

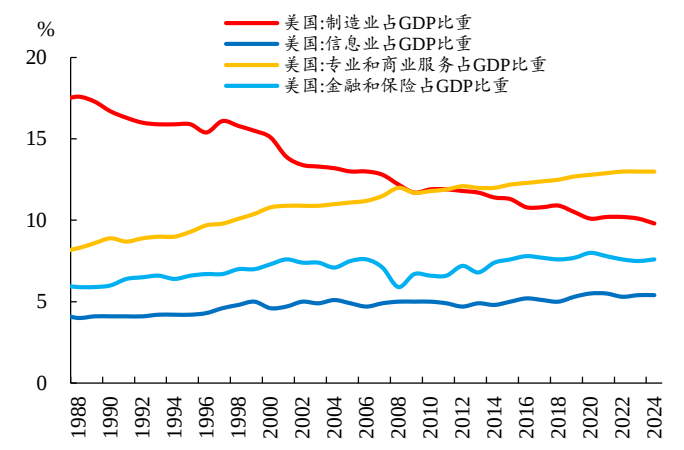


数据来源：Wind、开源证券研究所

而当下的美国经济同 1990 年代的结构相比则有比较大的不同，AI 的发展对美国经济、就业和通胀的影响预计也与互联网革命时期不同。1990 年代制造业在美国经济中的占比大约在 16% 左右，2024 年的占比下降至不及 10%，同期服务业（专业与商业服务、金融和保险业等）在经济中的占比则有较为明显的提升。AI 虽然有较大地提升美国生产率的潜力，但从历史上来看，科技的进步对服务业生产效率的提升或需要较长的时间。从纽约联储最新的调查与研究来看，目前美国部分企业开始更

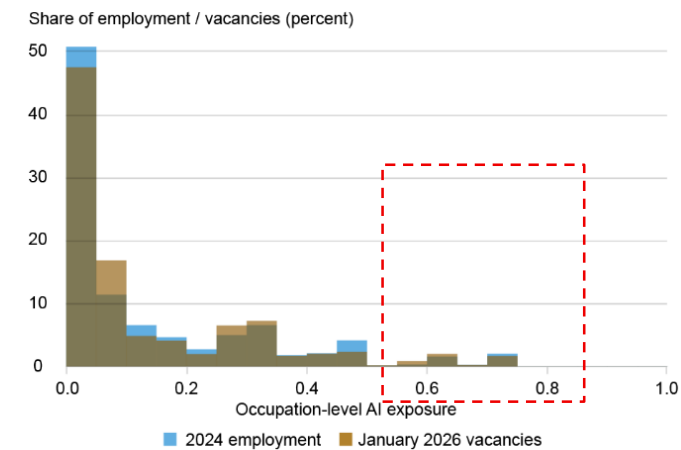
高频地使用 AI 工具提升效率，但直接暴露于 AI 下的美国就业岗位并不多，企业也倾向于对现有员工进行培训而非裁员，这意味着美国服务业的供给、劳动力市场短中期将维持稳定，整个经济的供需状态也难有较为明显的改善（供给端提升暂时不会成为经济主导力量）。

图8：制造业在美国经济中的占比下降较多



数据来源：Wind、开源证券研究所

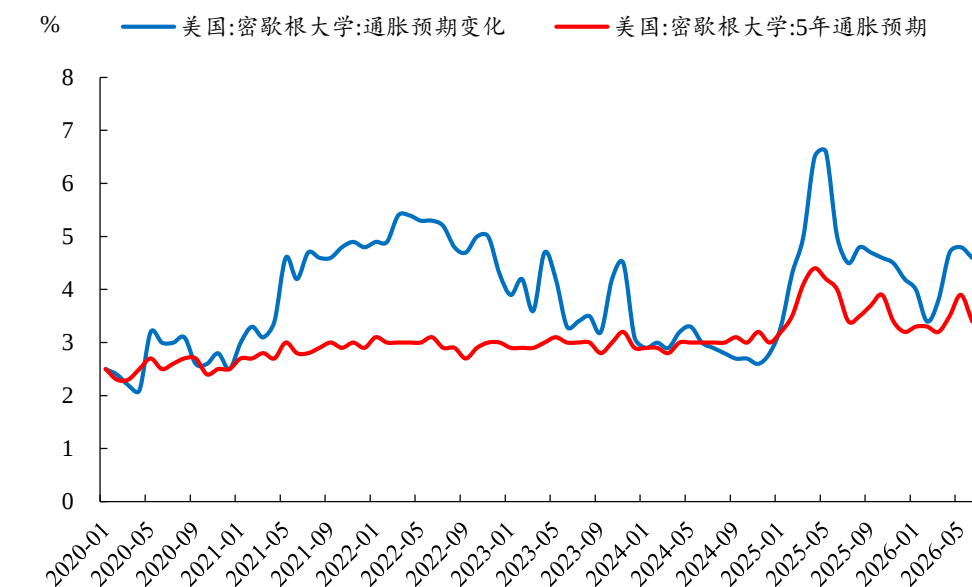
图9：目前美国暴露在 AI 冲击下的行业占比并不高



资料来源：纽约联储、开源证券研究所

因此，我们认为沃什即使拿 1996 年格林斯潘推迟美联储加息做参考标准，且指示生产率与就业研究小组重点关注对经济与就业的冲击。但结合美联储现有的研究、面临的外部通胀冲击、美国居民的通胀预期来看，预计其较难说服 FOMC 其他成员大幅改变立场，能够类似格林斯潘般推迟加息，或已经是非常理想的结果。

图10：美国居民通胀预期仍处在相对较高区间



数据来源：Wind、开源证券研究所

4、通胀框架再审视：2%目标或存有一定解释空间

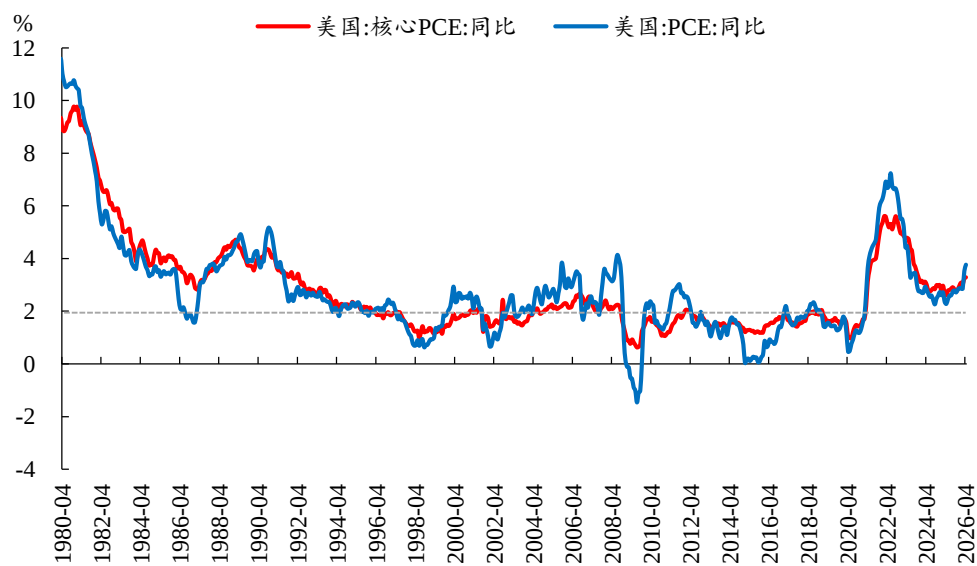
美联储现有的通胀框架将**2%的PCE（个人消费支出价格）同比增速作为通胀稳定的目标**，认为如果能实现2%左右的通胀目标，可以增强其在重要经济扰动面前促进最大就业的能力，从而实现国会赋予的价格稳定与充分就业的双重目标。历史上来看，自2012年明确引入2%的通胀目标后，美联储的通胀框架经历过一定调整。最大的一次变动是在2020年的货币政策审查中⁵，引入了所谓的FAIT（灵活平均通胀目标制），但2021年后美国通胀的快速上行，使得这个通胀框架不再符合现实情况，美联储在2022年后的加息也基本不再遵循这个框架，2025年的货币政策审查也将该表述删除，回到了简单的2%通胀目标。

理论上来说，2%左右的通胀目标在美联储的通胀框架中已经超过10年，市场与民众都已经较为熟悉，沃什为何会要求对当前的通胀框架进行再审视？我们认为这并不一定来自于特朗普的政治压力，更多的原因可能是：

第一，2%的通胀目标始于1980年代的新西兰央行，并被各国效仿。但2%通胀目标提出之后，全球经济进入“大缓和时代”，并在2008年金融危机后进入“三低状态”（低增长、低通胀、低利率）。而疫情后的美国及全球经济呈现出高通胀、高利率、高增长状态，市场及学术界对美国通胀是否可以回归至2%的争论与研究一直不断，因此需要研究通胀的驱动因素、基本原理，并提出稳定物价的各种思路；

第二，虽然美联储制定了2%的PCE通胀目标，但近年来由于供给冲击（俄乌冲突、美以伊战争等）屡次发生，对原油等大宗商品价格及美国通胀造成了比较明显的扰动，为了看穿（look through）这些扰动，把握通胀的内生驱动力，美联储官员们多次强调所**谓核心**（去除能源与粮食）的重要性，甚至提出超级核心服务通胀等指标，并以此为基础评估货币政策效力与波动。从这个角度看，对通胀目标与货币政策制定的研究与梳理，是情理之中。

图11：核心PCE同比的波动较PCE更小

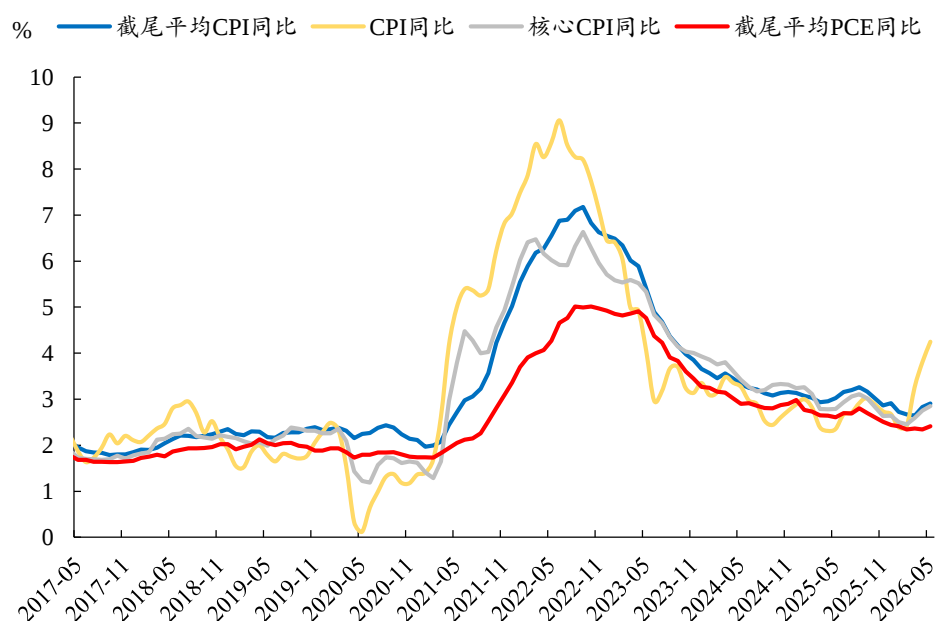


数据来源：Wind、开源证券研究所

⁵ 美联储每5年会对其货币政策战略、工具以及沟通实践进行公开审查，且每年一月的年度会议上审查货币政策实施的原则，适当时可进行调整。因此沃什的通胀框架审查如果可以在2026年结束，新框架可以在2027年立即使用。

不过对通胀框架进行再审视面临一个现实挑战，现代央行（特别是美联储）的信誉大多建立在控制通胀的承诺之上，修改通胀框架有可能会动摇央行在公众及市场中的威信，因此我们看到在 6 月 FOMC 会上沃什明确表示 2% 的通胀目标仍是必须坚守的，在达成这个目标前不会重新审视 2% 的目标。（详见 2026 年 6 月 18 日报告《沃什“首秀”放弃前瞻性指引，美联储态度更趋鹰派》）但我们认为，沃什可能会试图在 2% 的指标定义上给出新的解释，并对通胀的成因给予新的阐述。经常提到用截尾平均通胀等指标来衡量美国的实际通胀情况，便是重要的例证。当然，这个指标本身亦存在一定的滞后性等问题。沃什要如何说服美联储内部接受新的指标，仍是一个不小的挑战。从美联储现有的对通胀成因的论文研究⁶来看，美国通胀回到疫情前水平可能需要较长时间。短期看，通胀框架的审视，似乎更多指向沃什想推动延缓加息甚至降息。

图12：截尾平均 CPI、PCE 走势相对更加平稳



数据来源：Wind、开源证券研究所

5、数据源的使用和依赖审查：弥补现有数据滞后弱点

美联储目前使用的经济数据大多依赖于美国现有的官方经济统计机构，如非农就业和 CPI 通胀数据由 BLS（劳工统计局）每月发布，每月 PCE 数据、季度 GDP 数据则由 BEA（美国经济分析局）发布，进出口、零售销售、库存等数据则由 Census Bureau（人口普查局）发布，美联储则发布工业产出、产能利用率、信贷等金融数据。官方机构之外，还有大量的私营机构、学术机构数据（如 ADP、供应管理协会 ISM、密歇根大学调查）可供使用，从而更加准确的评估美国经济发展情况。此外，地方联储也会搜集本地区的经济情况、市场反馈等信息，汇编成褐皮书 (Beige Book)，供美联储在 FOMC 会议上讨论使用。

⁶ 具体可以查看 fed notes 以及 2025 年货币政策审查的相关论文。

图13：美国主要的经济数据由不同机构发布

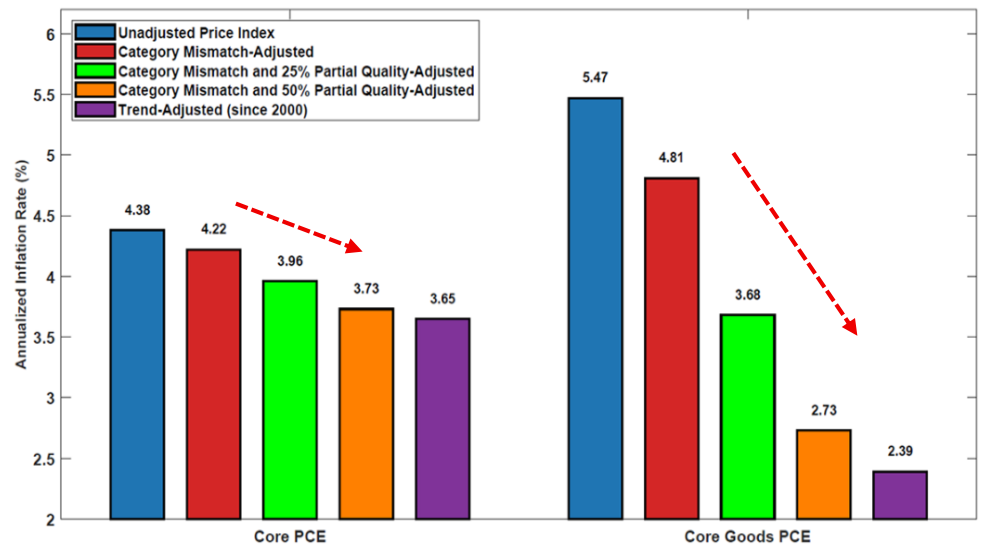
BLS (劳工统计局) 重点负责就业、工资与通胀数据			BEA (经济分析局) 重点负责编制GDP、收入、消费和国际收支数据		
主要数据	数据含义	发布频次	主要数据	数据含义	发布频次
1 非农就业 / 失业率	衡量就业市场景气度，包括新增就业、失业情况和劳动力供给变化	月度	1 GDP	衡量美国整体经济产出与增长情况，是最核心的宏观总量指标	季度 (通常有初值、二次估计、终值)
2 平均时薪 / 平均工时	反映工资增长压力与企业用工强弱	月度	2 个人收入与支出	反映居民收入、消费支出和储蓄变化	月度
3 CPI (消费者物价指数)	衡量居民消费端通胀水平，是观察通胀最常用指标之一	月度	3 PCE物价指数 / 核心PCE	衡量居民消费价格变化，是美联储关注的通胀指标之一	月度
4 PPI (生产者物价指数)	衡量生产者价格变化，反映上游通胀压力	月度	4 商品和服务贸易	反映出口、进口及贸易差额情况	月度
5 JOLTS职位空缺	衡量职位空缺、招聘和离职情况，反映劳动力市场紧张程度	月度	5 国际收支 / 经常账户	反映美国与海外之间的贸易、收入和资本往来	季度
6 ECI就业成本指数	衡量工资与福利成本变化，是观察薪资粘性的重要指标	季度	6 企业利润	反映企业盈利状况，可用于观察企业部门景气度	季度
7 劳动生产率 / 单位劳动成本	衡量产出效率与劳动均成本压力	季度	7 按行业划分的GDP	反映各行业对经济增长的贡献结构	季度

Census Bureau (人口普查局) 重点负责零售、制造业、库存、建筑与住房相关数据			美联储 (Federal Reserve) 重点负责工业、信贷、货币、银行资产负债表与资金流量数据		
主要数据	数据含义	发布频次	主要数据	数据含义	发布频次
1 零售销售	反映居民商品消费强弱，是观察消费景气的重要领先指标	月度	1 工业生产 / 产能利用率 (G.17)	反映制造业、矿业和公用事业产能使用情况	月度
2 耐用品订单	反映企业对大额设备和耐用品的需求，观察制造业投资趋势	月度	2 消费信贷 (G.19)	反映信用卡、汽车贷款和学生贷款等消费信贷扩张情况	月度
3 工厂订单	反映制造业新订单、出货和库存变化	月度	3 货币供应量 M1 / M2 (H.6)	反映货币与流动性环境变化	月度
4 商业库存	反映批发、零售和制造业库存变化，影响GDP中的库存投资	月度	4 商业银行资产负债表 (H.8)	反映银行资产、证券与存款变化，可观察信贷供给情况	月度
5 建筑支出	反映住宅、商业和公共建设投资强弱	月度	5 美联储资产负债表 (H.4.1)	反映美联储持有资产、准备金和流动性投放情况	月度
6 新屋开工 / 建筑许可	反映住宅建设活动与未来房地产供给趋势	月度	6 金融账户 Z.1	反映家庭、企业、政府和金融机构的资产负债与资金流量	季度
7 新屋销售	反映新建住宅销售情况，观察房地产需求	月度	7 SLOOS银行信贷调查	反映银行贷款标准与信贷需求变化，是观察金融条件的重要指标	季度
8 商品贸易预估	提供商品出口、进口的先行估计值，为贸易数据和GDP测算提供基础	月度			

资料来源：BLS、BEA、CensusBureau、美联储、开源证券研究所

虽然沃什在6月FOMC会议上表示美联储依赖的经济数据滞后，不能反映美国经济的真实情况。但实际上，美联储内部对现有经济数据质量的质疑早已存在，对官方数据的讨论与修正使用也已进行多时。如2026年5月22日发表的工作论文便认为由于AI投资导致的计算机软硬件价格上涨，美联储关注的PCE与核心PCE指标可能存在高估。2024年3月8日的工作论文利用微观数据追踪个人层面的失业风险，希望能够提供前瞻性的就业市场预警信号；2025年5月9日的论文则对消费者价格进行实时跟踪，以捕捉通胀情况。此外，地方联储也有非常多的模型(GDPNow、CPI Nowcasting等)对经济进行跟踪。因此，数据源使用和依赖的再审视，可能更多的是起到一个弥补作用，实际影响可能相对有限，短期则是拖延加息的一个理由。

图14：论文调整后的核心PCE同比增速有较多下降

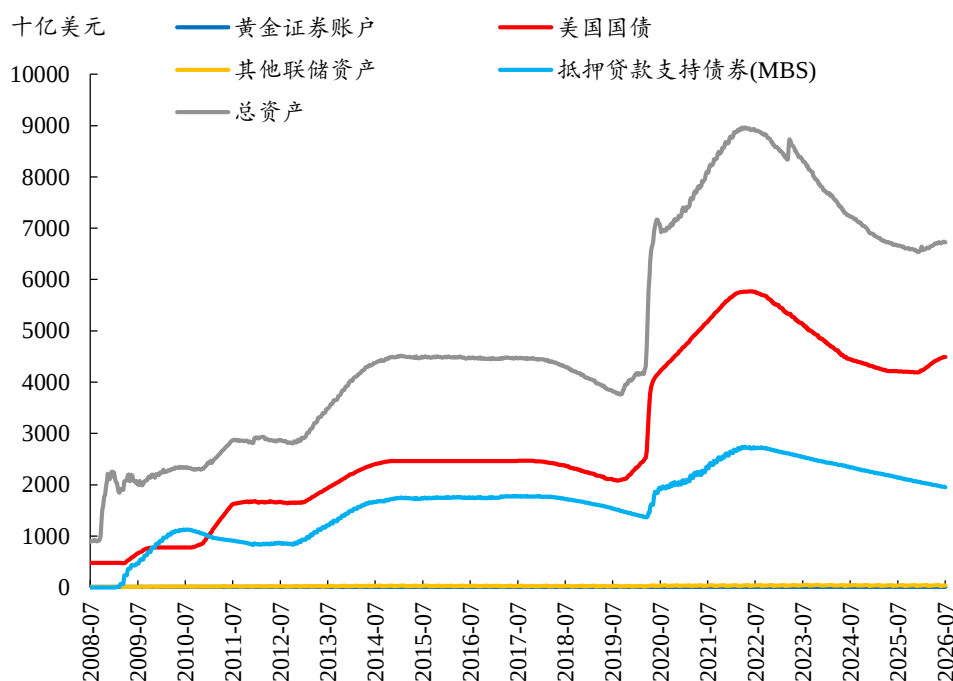


资料来源：美联储、开源证券研究所

6、资产负债表政策：充裕准备金制度短期难以改变

在 2025 年胡佛研究所的访谈中⁷，沃什对美联储近来盛行的新凯恩斯主义学派倾向进行了较多的批判，其认为正是因为深陷新凯恩斯主义框架、完全脱离了货币数量和流动性的实质，才导致美联储对这轮大通胀反应迟钝、判断失误。访谈中其多次赞赏货币主义学派代表米尔顿·弗里德曼（Milton Friedman）的观点，我们认为沃什主要的思想可能比较倾向于货币主义，因此对美联储自 2008 年以来经历的资产负债表的大幅扩张较为不满，并多次提出缩表的主张。

图15：美联储的资产端经历了大幅扩张



数据来源：Wind、开源证券研究所

但现实情况是，充裕准备金制度在美联储已行之有年，期间虽然经历过一些波折，但总体运行相对有效，想要实现快速缩表或面临各种困难。我们看到 5 大工作组虽包含资产负债表的研究小组，但 6 月 FOMC 声明中重申将会坚持充裕准备金制度，显示大幅度缩表在短期内或难以实施。事实上，结合达拉斯联储主席洛根（Lorie Logan, 2023&2026）的相关发言⁸，我们可以清晰简明的看到美联储选择充裕准备金制度的原因及大规模缩减资产负债表的难度所在。具体而言⁹：

在 2008 年金融危机以前，美联储实施的是稀缺准备金制度，对银行设定强制性的法定准备金要求。由于美联储并不对这些准备金付息，银行为了平衡监管要求及资金使用效率，会在联邦基金市场进行相互拆借，并形成联邦有效利率（EFFR）。在这样的环境下，美联储的公开市场账户通过对联邦基金市场上的流动性进行调节与干预（公开市场操作，OMO），确保 EFFR 利率在美联储的政策利率区间内波动，从而达到货币政策目标。

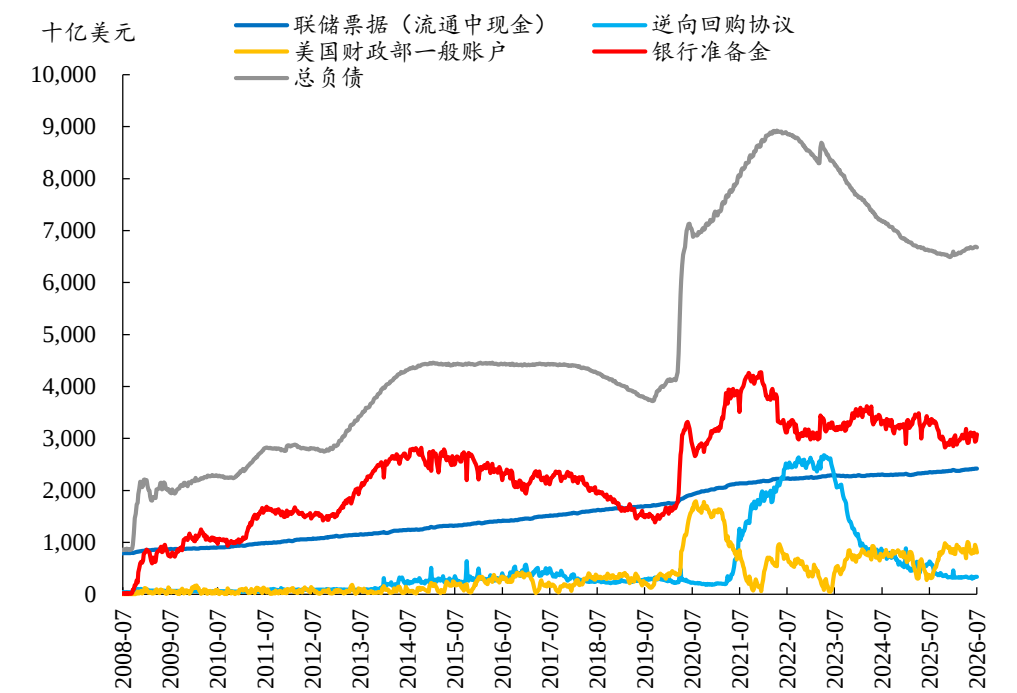
⁷ <https://www.hoover.org/research/inflation-choice-kevin-warsh-fixing-federal-reserve>

⁸ 洛根在担任达拉斯联储主席之前，曾经是纽约联储的副行长以及 FOMC 公开市场账户（SOMA）经理，是美联储资产负债表政策方面的权威专家之一，其观点对美联储的可能缩表方向非常具有代表性。

⁹ 本篇报告并不专门讨论缩表路径问题，因此仅参考洛根以及美联储的相关论文，对资产负债表问题进行简要讨论与分析。

但 2008 年金融危机以后，由于已经触及 0 利率下限，美联储采用了 QE 等数量型货币政策，大量购买美国国债、MBS 等资产来支持美国经济增长，导致美联储的资产端中国债与 MBS 金额快速增加，在负债端则体现为银行准备金的快速上升。在这种情况下，由于准备金不再稀缺，美联储再也无法通过精准操作来确保利率在政策目标区间波动，叠加金融危机后美国及全球均加强了对银行的监管，银行需要维持充足的高质量流动性资产（HQLA），对准备金本身的需求也出现了比较明显的上升。于是美联储放弃了稀缺准备金制度，转向充裕准备金制度。中间虽然经历过一些监管政策的调整，以及部分新货币政策工具的引入，但该制度总体运行相对良好。

图16：美联储的负债端中银行准备金占比较高

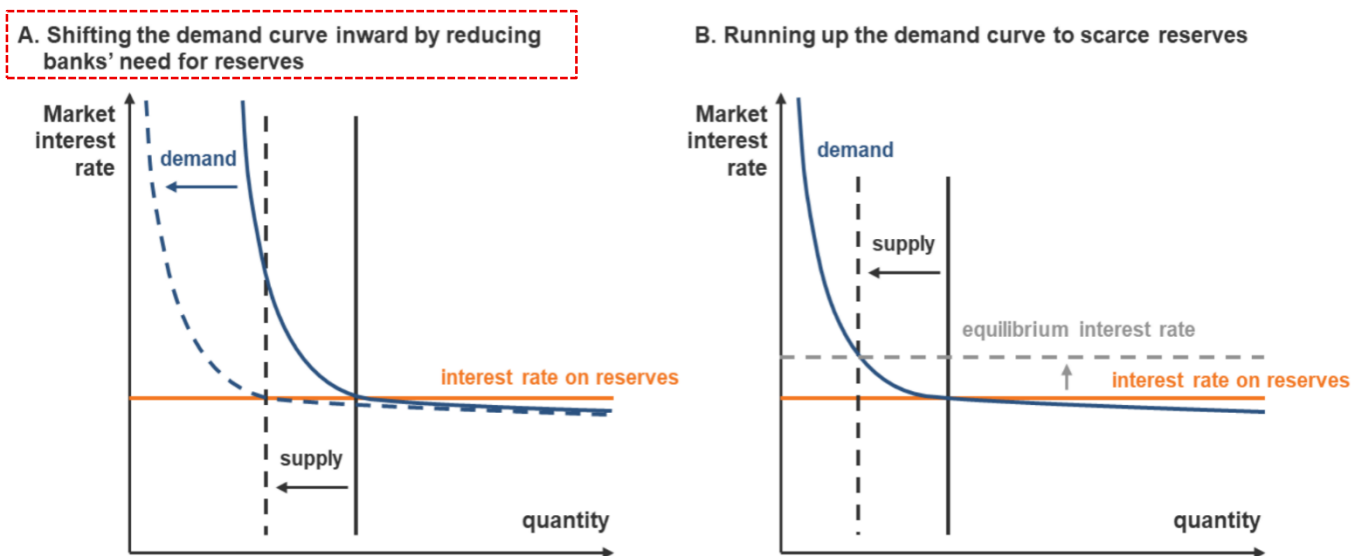


数据来源：Wind、开源证券研究所

由上可知，美联储的充裕准备金制度与相对庞大的资产负债表是应对金融危机的产物。在 2020 年的疫情期间，充裕准备金制度经受住了扩张性经济政策带来的流动性冲击，表现相对良好。当然，美联储前期的资产负债表确实庞大，且主要为资产驱动（Asset-driven），这体现为应对危机做出的大规模资产购买，相关的弊端也比较明显（价格扭曲、央行公信力遭受质疑等等）。更为理想的状态则是负债驱动（Liability-driven），这样美联储资产负债表变动主要满足市场对准备金、流通货币的实际需求，是一个比较合理的长期运行框架。

截至 2025 年底，美联储已经基本完成了资产负债表的正常化（缩表），资产负债表边际变化基本由负债驱动。此时如果想要进一步缩减资产负债表，政策主要抓手便是占比最高的银行准备金，此时可以选择（1）回归稀缺准备金制度（运行机制如图 17B 所示），但回到稀缺准备金制度可能会导致银行的抗风险能力减弱，支付结算出现卡顿，代价比较高昂；更好的缩表方式则是（2）降低银行的准备金依赖，即通过对现有监管政策与制度进行调整（优化对银行的流动性监管指标、提升准备金在银行间的再分配效率、提升官方流动性工具的可得性等等），降低银行系统对准备金的需求，让整个需求曲线向内收缩（如图 17A 所示）。此外，还可以对美国财政的 TGA 账户进行优化管理，减少相关资金的大幅波动，从而缩减美联储的负债端。

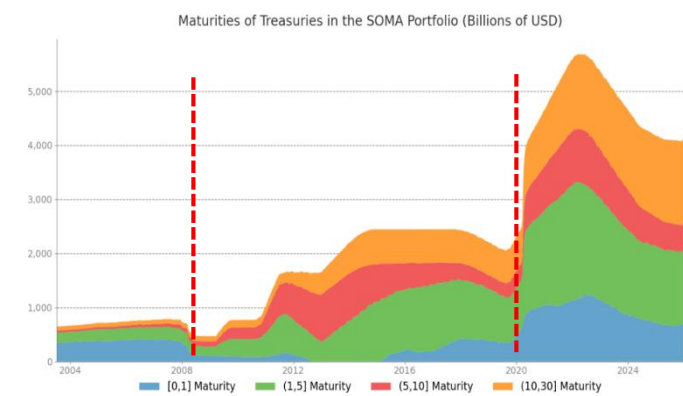
图17：缩表有两个方向可以选择



资料来源：达拉斯联储、开源证券研究所

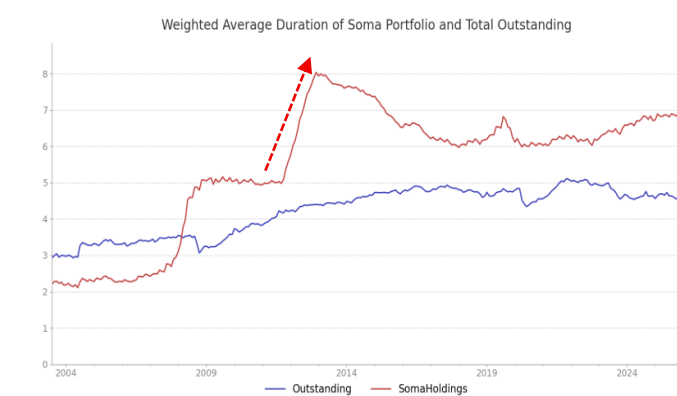
因此美联储的进一步缩表确实具有相当的操作空间，且联储内部对此也多有讨论（Anderson, Barbarino, Diercks & Miran, 2026）。但有一点比较可以确定的是，充裕准备金制度在短期内可能难有改变，我们更多的可能是看到银行对准备金需求的减少，从而带动美联储的负债端收缩。此外，美联储在资产端可能也需要进行一定程度的调整。理论上来说，一个理想、常态化的美联储资产端应该主要由国债构成，且国债的持仓结构应该尽可能同美国未偿还国债的期限分布相同（Barr, 2026），但由于美联储资产端的扩张主要在危机期间，为了支撑经济发展，购买了大量的长久期国债（10年期及以上占比较多），这导致其货币政策对美国经济增长具有一定的扭曲效应。因此，若后续美联储真的要推进缩表，在充裕准备金制度不做变革的情况下，美联储负债端的银行准备金会减少，资产端的长久期债券及MBS也大概率会一起减少。理想情况下，美联储资产负债表的资产端主要由国债构成（期限结构与流通中国债相似），其规模大小的下限由负债端的总体需求决定，具体规模可以缩减到什么程度，或许还需要很长一段时间来做尝试与推进。

图18：美联储的几次扩表中，长久期债券占比较高



资料来源：TBAC、开源证券研究所

图19：美联储的国债久期超过美国流通国债



资料来源：TBAC、开源证券研究所

总结来看，沃什选择的这些工作组成员，过往履历以及职责分配上明显经过精心安排，功能上非常贴合沃什对美联储改革的诉求，理论上确是非常合理的安排。

但正如我们前文所述，沃什的 5 大工作组改革，看似动作幅度很大，成果落地却面临诸多挑战。事实上这些议题在美联储内部和学术&政策界早有讨论，只是暂无确定性方向。此外，这些议题也呈现出明显的期限分布，如资产负债表政策需要很长时间去调整，通胀框架、生产率提升等亦是如此，短期可以调整的或是沟通方式及数据源调整。具体影响美联储政策制定到什么程度，还需要看 FOMC 成员及美联储内部的接受程度。因此我们认为，这些工作组的作用在短期可能是帮助沃什在 2026 年维持利率按兵不动，树立主席权威；中长期的效果可能是推进美联储的深层次改革，但考虑到当前经济形势与科技发展变化较快，这些小组的研究结论是能够成功落地亦或只是形成理论上的究成果，则有待观察。

7、风险提示

(1) 若美伊战争超预期升级，国际局势紧张，则可能导致美联储货币政策发生改变；

(2) 若美国通胀超预期上行，则美联储研究小组的工作方向或面临调整，美联储或需要进行加息。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

本研究报告的署名人员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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告，并对内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了署名人员的研究观点，所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。本报告署名人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动，过往的业绩表现不应作为其日后表现的预示。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户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。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。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。

开源证券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。开源证券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。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼3层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn