



没有前瞻指引的新世界

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

没有前瞻指引的新世界

基本内容：

这轮美股在主要科技股财报发布后似乎已经走出了7月阴霾，但长端美债仍在悲鸣。

在这个没有前瞻指引的新世界中，每一次经济数据公布都像是“小型FOMC”：一份不及预期的非农、一份符合预期的通胀即可触发“从紧缩到宽松”的交易扭转，反之亦然。

但没有前瞻指引并不等于央行失去影响力，而是影响方式从“稳定预期”转向“制造不确定性”：哪怕联储不加息，也可以通过撤走承诺、恢复双向风险，让市场抬高实际利率、期限溢价以及与之挂钩的融资成本。

更模糊化的货币政策并非一无是处：央行如果不给市场稳定承诺，投资者就不能确信每次风险事件都会得到政策托底，这可能抑制杠杆和资产泡沫。然而，短期代价是显著的：每一份和央行有关的信息都会被放大，更大的波动需要更多的风险补偿，利率波动率保持高位，金融条件更容易随数据剧烈波动，高杠杆主体则面对更大的再融资风险。

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。



内容目录

风险提示.....	5
-----------	---

图表目录

图 1：美联储（上图）与英格兰央行（下图）关于通胀路径的图示	3
图 2：更“综合”地观察美国物价变化，实际上对应更大的“人治裁量权”.....	4
图 3：长端美债定价因子最为复杂，也会对“新世界”更敏感.....	5



美股在主要科技股财报发布后似乎已经走出了7月阴霾，但长端美债仍在悲鸣。

在这个没有前瞻指引的新世界中，每一次经济数据公布都像是“小型 FOMC”：一份不及预期的非农、一份符合预期的通胀即可触发“从紧缩到宽松”的交易扭转，反之亦然。

但没有前瞻指引并不等于央行失去影响力，而是影响方式从“稳定预期”转向“制造不确定性”：哪怕联储不加息，也可以通过撤走承诺、恢复双向风险，让市场抬高实际利率、期限溢价以及与之挂钩的融资成本。

更模糊化的货币政策并非一无是处：央行如果不给市场稳定承诺，投资者就不能确信每次风险事件都会得到政策托底，这可能抑制杠杆和资产泡沫。然而，短期代价是显著的：每一份和央行有关的信息都会被放大，更大的波动需要更多的风险补偿，利率波动率保持高位，金融条件更容易随数据剧烈波动，高杠杆主体则面对更大的再融资风险。

一、摒弃显性前瞻指引，强化隐性数据依赖

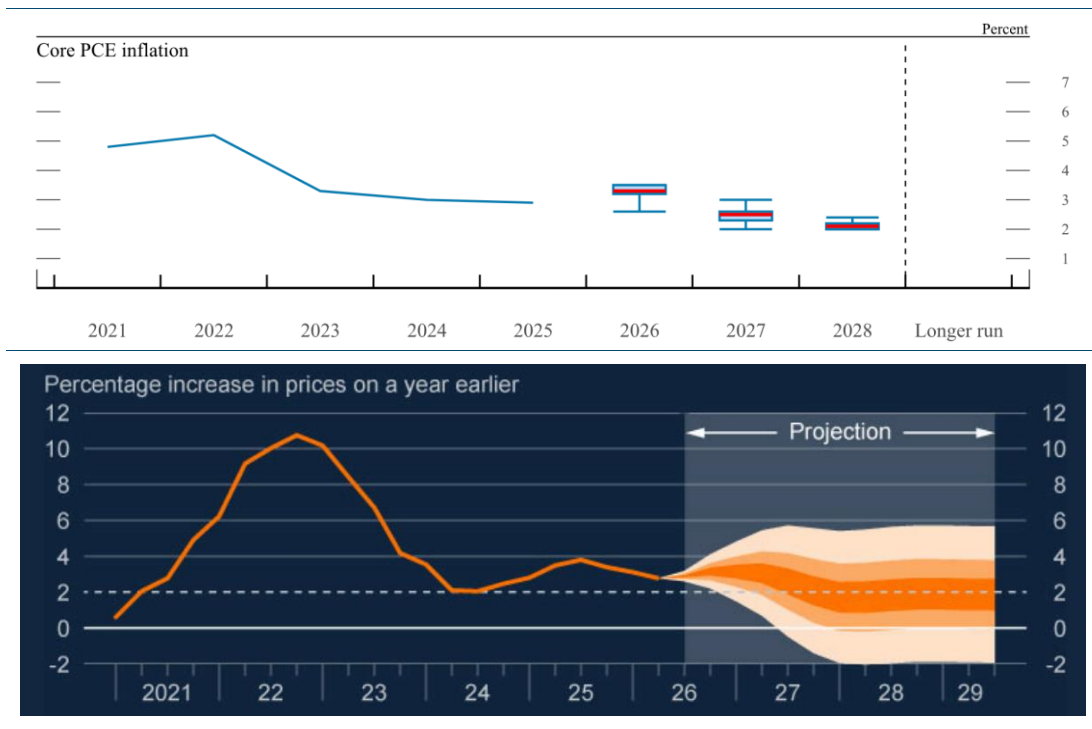
前瞻指引大体包括三类：日历型指引承诺在某一时间点前维持政策；条件型指引把政策调整与通胀、失业率等经济数据绑定；路径型指引则以类似点阵图、预测和官员讲话的形式宣告未来利率走向。

沃什领导下的美联储正在同时弱化这三个方向：不明确行动时间，不设置数据门槛，不愿让预测和讲话替市场形成共识，甚至不告知市场具体行动依赖的数据。

沃什在6月的 FOMC 首秀宣扬了他恢弘的宏观世界观，而7月 FOMC 的意义则是沃什未来风格的定型展现——一切模糊化。需要承认的是，央行退出前瞻指引有现实基础。公共卫生事件、关税、地缘、能源供给与 AI 资本开支的轮番冲击下，实体经济的供给侧越来越难勾勒，作用于需求端的货币政策自然可以降低存在感。

沃什的工作组中招募了前英国央行行长默文·金负责沟通方式改进，联储可能会选择参考英国央行那套信息量更低的表达方式。以英国央行的通胀扇形图为例，预测区间随期限迅速张开，远端上下限几乎覆盖从通缩到明显高通胀。和当前联储的通胀预测相比（图1上），英格兰央行的扇形图表（图1下）提供的信息更加“无效”。

图1：美联储（上图）与英格兰央行（下图）关于通胀路径的图示



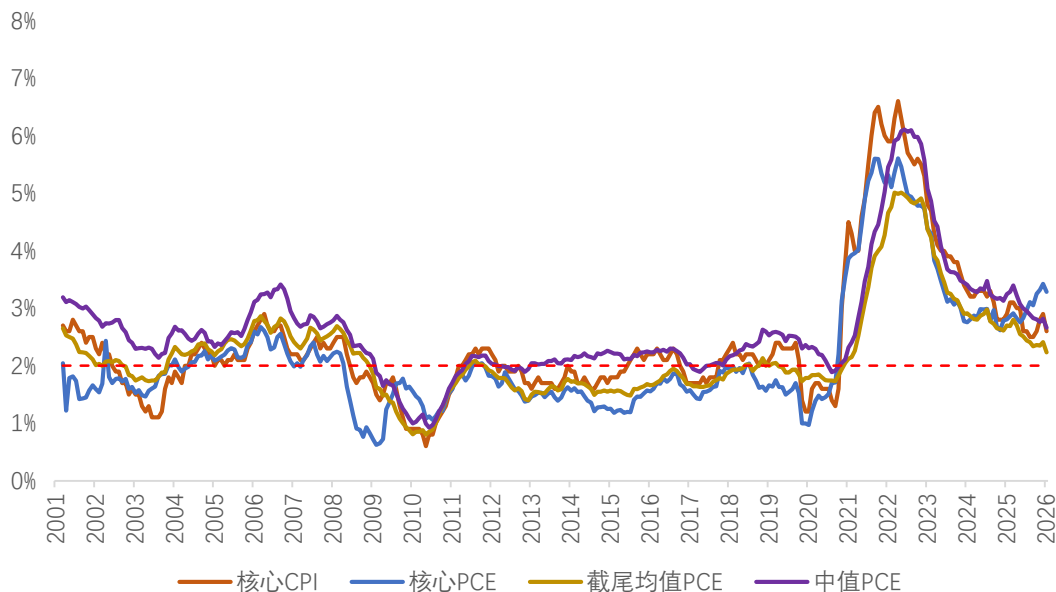
来源：BOE，FED，国金证券研究所

前瞻指引的消失并非市场失去的唯一锚定，沃什让投资者进一步模糊的还包括了依据哪一种通胀指标、如何区分供给冲击与广义通胀、在什么条件下行动，以及愿意承受多大的增长和就业代价。

这种模糊首先体现在通胀口径上。沃什承认 PCE 仍是正式目标，同时强调会观察 CPI 及更广泛的“潜在价格变化”，但“综合”意味着市场更难建立可复现的反应函数。某种程度上，这就像是一个文字游戏：实体经济并非运行在平行宇宙中，不同的参考尺度对应着唯一的经济现状——“综合”实际上是更大的“人治裁量权”。



图 2：更“综合”地观察美国物价变化，实际上对应更大的“人治裁量权”



来源：Wind，国金证券研究所

沃什希望市场形成独立观点，也接受市场与联储意见向左，但联储并不承诺验证或兑现市场定价，联储（与财政部）也就需要容忍当前更极端的市场组合：2007 年以来最高的 30 年期美债利率与美股历史新高共存，年内仍存约 35bp 的加息预期与贵金属的上涨共存；更有甚者，在长端美债自身难保的情况下还进行了 15 年来首次的美日联合汇率干预。

三、每一份经济数据都成为一次“小型 FOMC”

前瞻指引减少后，市场只能用高频数据反推联储的反应函数。非农、CPI、PCE 和零售销售数据对下一次 FOMC 会议的政策贡献将更加显著，甚至会被当作成一次“小型 FOMC”，“数据发布—政策定价—金融市场”形成了更短的传导链。

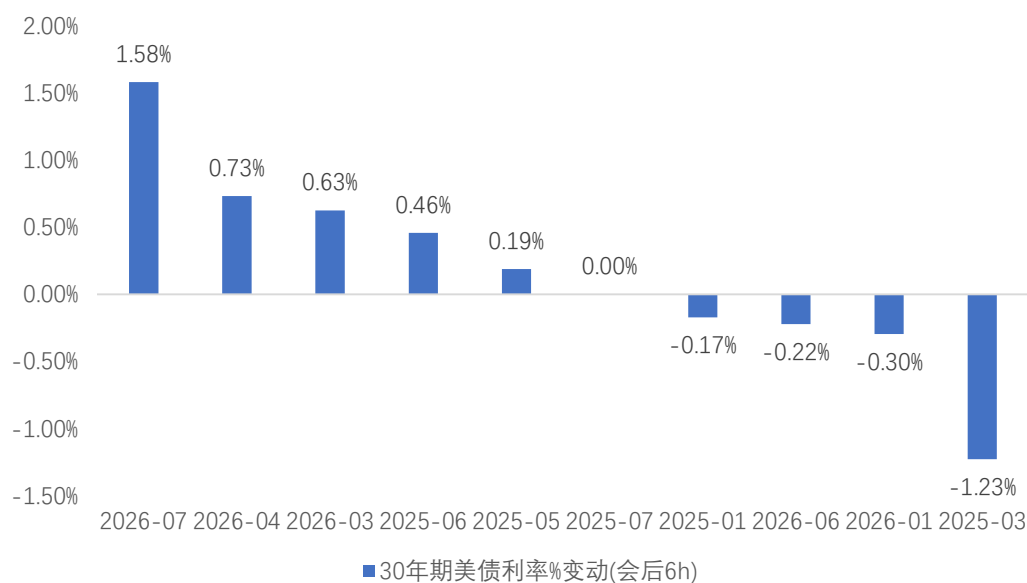
问题在于，宏观数据包含误差、季调与修正，但货币政策无法高频回溯。且近年来的经济数据几乎无法给出一个明确的经济走向，市场到底给通胀、就业、消费乃至地缘多少权重，都需要时间探索。

因此，所谓数据依赖正在变成数据噪声。短端利率的风险不再集中于政策声明，而是分散到每一个数据时点。即使最终政策利率不变，围绕路径的反复来回定价对金融市场是天然不利的。在一个缺乏货币政策前瞻指引的新世界，债券作为最简单纯粹的资产，首当其冲地摸着石头过河，长端利率自然也就呈现出更迟缓的调整节奏。

我们如果观察 2024 年 9 月至今每一次保持利率不变的 FOMC 会后资产价格的反馈，可以发现 2026 年 7 月的会后所产生的波动是最大的，这可能也是新时代的展现。过去，央行通过承诺未来行动压低路径不确定性；现在，央行通过拒绝承诺、恢复双向风险，试图压低杠杆、资产泡沫和对“央行托底”的依赖。



图 3: 长端美债定价因子最为复杂, 也会对“新世界”更敏感



来源: Wind, 国金证券研究所

当然, 更模糊化的货币政策也并非一无是处: 央行如果不给市场稳定承诺, 投资者就不能确信每次风险事件都会得到政策托底, 这可能抑制杠杆和资产泡沫。但短期代价是显著的: 更高的风险补偿、利率波动率保持高位、金融条件更容易随数据剧烈波动以及高杠杆主体面对更大的再融资风险。

所以, 没有前瞻指引并不等于央行失去影响力, 而是影响方式从“稳定预期”转向“制造不确定性”; 当下“从紧缩到宽松”的交易扭转会被更简单地触发: 一份不及预期的非农、一份符合预期的通胀即可, 反之亦然。

风险提示

1) AI 技术对职业暴露度更新不够及时全面, 存在数据统计偏差。2) AI Agent 能力发展弱于预期, 导致对应的劳动力规模产生明显变化。3) 全球央行快速转向, 带来全球二轮通胀风险, 压制全球需求, 劳动力裁员胜过 AI 影响, 降本增效属性被淡化, 引发更大规模 AI 投资回报率担忧。



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	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	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