



大公国际：沃什框架下的美联储转型与市场定价新逻辑

技术研究部 涂文婕

2026 年 7 月 16 日

摘要：美联储主席凯文·沃什在辛特拉欧洲央行年度政策研讨会上的首次公开讲话，连同 6 月非农就业数据及 6 月 FOMC 会议纪要，共同构成了观察美联储政策走向的关键窗口。市场需要关注的要点在于：沃什的核心诉求并非单次利率决议的走向，而是重塑美联储的制度权威与政策空间。6 月非农数据公布后，加息预期有所降温，长端美债收益率阶段性回落，但 6 月会议纪要同时披露，FOMC 官员对后续利率路径分歧明显。本文认为，2026 年下半年美联储大概率维持利率不变，投资者应更加关注核心通胀的月度趋势、就业市场结构性变化以及 AI 资本开支对生产率的实际传导效果；在政策空间方面，沃什通过设立工作组将复杂分歧转化为研究议程以凝聚内部共识；在美元体系方面，强美元逻辑增强市场信心并吸引外资回流美债；政策不确定性催生了以央行利率决策为标的的新型风险管理工具；强美元加重了新兴经济体的债务负担与资本外流压力，人民币汇率受益于出口顺差与 AI 产业链结汇支撑，具备多重缓冲机制，将在合理均衡水平上保持基本稳定。

一、沃什框架的底层逻辑：沟通机制、资产负债表与通胀指标的调整

理解沃什的政策走向，关键在于认识其任期内美联储治理模式的变革，而非简单将其归入鹰派或鸽派的利率周期叙事。沃什就任后，美联储的运行逻辑正在经历一场从“超级央行”¹向“规则央行”的范式转换，而这场转换的核心抓手并非利率本身，而是对金融危机以来货币政策与财政政策、实体经济与金融体系之间关系边界的重新界定。

以鲍威尔时代为代表的显著特征是美联储扮演着市场引导者角色。通过详尽的前瞻指引、季度经济预测以及频繁的官员公开沟通，美联储试图为市场提供一个较为清晰的利率路径锚点。在资产负债表管理上，该时期倾向于维持充裕的准备金水平，将大规模资产购买常态化，并容忍通胀在一定时期内的温和超调。决策重心高度依赖官方统计数据的发布节奏，且在经济下行压力面前，对充分就业目标的考量往往具有与通胀目标同等的权重。这种模式在一定程度上模糊了货币

¹ 引用来源：<https://baijiahao.baidu.com/s?id=1869597927215936606&wfr=spider&for=pc>



与财政的边界，也使得资产价格对美联储官员的每一句表态都高度敏感。

沃什就任后的转向呈现出截然不同的路径。在沟通规则上，6月声明篇幅缩减逾六成并删除全部前瞻指引，辛特拉讲话进一步确认美联储将放弃对利率路径的事前承诺，转向基于每次会议实时数据的相机抉择。在资产负债表维度，沃什明确将6.7万亿美元的体量定性为“非常庞大”，确立了回归更小规模央行的长期方向，并提出缩表可与降息并行以修复传导机制。通胀规则上，沃什在重申2%目标不可妥协的同时，着手引入截尾均值PCE²等替代指标，旨在区分能源冲击驱动的统计性通胀与内需驱动的趋势性通胀，为政策留出精细化的判断空间。决策依据层面，他质疑官方数据的滞后性与频繁修正问题，主张纳入金融市场价格和民间高频数据，推动美联储转型。

市场需要关注的要点在于：沃什的核心诉求并非单次利率决议的走向，而是重塑美联储的制度权威与政策空间。本次点阵图的鹰派信号更多反映了其他委员的立场，沃什本人未提交预测且直言点阵图“可随意涂改”，这正是其削弱点阵图市场锚定功能的策略性表态。对投资者而言，最大的挑战在于适应一个“指引变少、模糊变多”的新美联储，美债波动率中枢的长期抬升以及资产定价对单一数据发布的过度反应，可能成为新常态下需要习惯的特征。

二、非农数据验证与市场反应：短期波动与长期再定价

美国劳工统计局发布6月非农就业报告：新增非农就业仅5.7万人，远低于市场预期的11.5万人，且4月和5月数据合计下修7.4万人；但失业率却从5月的4.3%降至4.2%。解释这一矛盾的关键在于劳动参与率从61.8%降至61.5%，失业率下降部分源于劳动者退出市场而非就业岗位增加。

市场对此呈现两阶段反应。辛特拉讲话当日，10年期美债收益率上涨约5个基点逼近4.5%，30年期上涨近7个基点，市场从鹰派角度解读、提高年内加息预期。非农数据公布后加息预期有所降温，长端美债收益率阶段性回落，这种短期显著波动揭示了目前市场对沃什框架长期改革的定价尚不充分。7月9日公布的6月FOMC会议纪要显示，FOMC官员对后续利率走向分歧明显：部分委员预判通胀逐步降温后具备降息空间，另一批则认为物价持续高企需要加息收紧，但所有委员均表示后续政策调整完全取决于最新经济数据。当前定价逻辑仍建立在过去传统的假设之上，美联储的就业与通胀目标大致均衡，以及经济数据一旦走弱就会转向宽松。沃什的讲话将物价稳定置于优先位置，反复强调那些认为美联储

² 截尾均值PCE：该指标通过截除个人消费支出价格指数月度变化率中最高和最低的极端值，旨在过滤短期干扰，更稳定地反映通胀的核心趋势。



会容忍通胀高于 2%的人将失望，这暗示即便就业数据走弱，只要通胀未确定性回落至目标，降息大门就不会轻易打开。前瞻指引的退出则意味着市场不能再从官员言辞中推测利率路径，市场基于历史经验形成的对美联储反应的预期需要重新校准。

三、政策前景与市场影响：美联储利率走势与全球传导效应

下半年美联储大概率维持利率不变。从通胀格局看，能源驱动的通胀压力有所消退但核心通胀仍具粘性，缺乏加息的充分理由，同时通胀绝对水平仍远高于 2%目标，降息需等待核心通胀趋势性回落的更明确信号；从财政约束看，美债使得高利率的财政成本持续攀升，加息空间受到约束，而 AI 生产率红利的兑现程度尚需验证，降息缺乏紧迫性。在这一政策环境下，投资者应将分析重心转向经济基本面本身，重点关注三个变量：核心通胀的月度趋势、就业市场的结构性变化，以及 AI 资本开支对生产率的实际传导效果。

在政策空间与独立性方面，沃什通过五个工作组的设立，将复杂的政策分歧转化为专业研究议程，为委员会内部达成共识提供了缓冲。沃什删除前瞻指引和弱化点阵图，降低了市场对官员每一句话的过度解读，政策调整面临的政治压力和信誉损耗随之减小。美伊冲突的缓和推动油价下跌，降低了欧洲和日本进一步加息的压力，有利于鼓励海外资金重新关注美国长债的配置价值。当然，分歧同样不可忽视，美联储理事沃勒在 7 月 6 日的讲话认为前瞻指引若运用得当仍能加速货币政策传导。当美联储官员对同一工具的价值判断存在分歧时，市场的解读成本将进一步上升，而这种分歧本身可能构成另一种形式的政策不确定性。

在全球溢出效应与美元体系方面，沃什强调美联储独立性并明确通胀目标优先级，反而增强了市场对美元的信心。美国财政部长贝森特在 6 月 24 日的演讲中阐述了强美元支撑逻辑：伊朗、委内瑞拉原油贸易重新采用美元结算，相关贸易回流美元结算体系将进一步夯实美元信用基础。美联储独立性的增强，结合更为稳定的美债利率预期，可能增加海外投资者对美债配置价值的再关注。这意味着美元贬值交易的阶段性逆转，短期对新兴市场资本流动构成一定压力，但中长期有助于稳定美元体系的运行基础。从美元指数走势来看，当前美元位于 101 附近，处于 2026 年以来的高点，美元短期内仍将维持强势震荡格局。

在衍生品市场创新方面，沃什框架下政策可预测性的降低正在催生新的风险管理工具。洲际交易所集团计划于 2026 年 8 月 10 日推出挂钩美联储、欧洲央行和英国央行利率决策的新期货合约，同时纳入美国能源信息署每周公布的天然气



库存数据作为标的。这一产品设计的核心逻辑在于将政策公告本身转化为可交易的资产类别。该期货合约允许投资者针对三大央行的既定政策会议结果进行直接交易或对冲，使市场能够更精确地表达对利率走向的判断。天然气库存期货的推出则反映了能源供需数据在短期定价中的重要性上升，沃什对官方数据滞后性的批评和对实时数据的偏好，使得能源库存等高频数据获得了更大的市场关注度。

对新兴资本市场而言，美元走强的冲击首先体现在资本流动层面。强美元意味着更高的偿债成本，新兴市场大量债务以美元计价，美元升值直接推升本币计算的偿债负担，可能触发资本外流与本币贬值的负向循环。6月FOMC后，印度卢比、印尼盾持续承压，多个新兴市场央行被迫加大外汇干预力度。相比之下，人民币汇率具备多重缓冲机制：出口强势形成的经常项目顺差、AI产业链带动的结汇需求释放，以及中美贸易关联度下降削弱了美元走强的传导效应，均有助于抵御外部冲击，保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定。

在7月15日国新办的新闻发布会上，央行副行长邹澜明确表示，央行将“根据国内外经济金融形势和金融市场运行情况，把握好货币政策实施的力度、节奏和时机，加大逆周期和跨周期调节力度，着力扩大内需、优化供给，增强经济发展内生动力”，强调“必要时可根据市场需求增加工具额度并优化政策要素，加力支持扩大内需、科技创新等重点领域”。面对外部流动性收紧与内部需求偏弱的双重压力，国内货币政策已预留充足的政策空间和工具储备。

报告声明

本报告分析及建议所依据的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果，本公司概不负责。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为大公国际，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。