

技术帖：美联储是如何决策加息降息的？

2025 年 10 月 29 日

■ **核心观点：**特定的历史时期赋予美联储特定的使命，对美联储加息降息决策起决定性作用。美联储从最初的金融系统稳定者、没有独立性的二战“印钞机”逐步演变为以就业最大化与物价稳定为双重使命、以泰勒规则为定量参考决策加息降息的高度独立央行。但很快，美联储将又一次站在历史的十字路口——特朗普对低利率的强烈政治诉求料再度挑战美联储独立性。泰勒规则基于当前经济展望仅指引 2026 年 1 次降息，而交易员已定价 2.7 次，我们预期新任美联储主席在 2026 年 5 月上任后将给出远超经济所需的降息力度。假定 2025 全年降息 3 次的一致预期能落地，我们预测 2026 年美联储料至少降息 3 次，将政策利率至少下调至[2.75, 3.0]%。

■ **策略启示：**更低的美元利率，更差的美元信用。若美联储落地超经济所需、泰勒规则所指引的降息力度，则更宽松的货币政策将让美国经济从软着陆走向扩张。对市场而言，更低的美元利率将压低短期美债利率，但更差的美元信用将推高长端美债期限溢价，最终导致长债利率高位震荡。而更低的美元利率、更差的美元信用将给美元施加更多贬值压力，并助力黄金继续创新高。最后，重回扩张的美国经济将拉动经济总需求，推高美股与美铜等大宗商品。

■ **美联储如何决策加息降息？**特定的历史时期赋予美联储特定的使命，对美联储加息降息决策起决定性作用。美联储从最初的金融系统稳定者、没有独立性的二战“印钞机”逐步演变为以就业最大化与物价稳定为双重使命、以泰勒规则为定量参考决策加息降息的高度独立央行。1951 年的《财政-联储协议》让美联储重获独立性，1977 年的《联邦储备改革法案》确立了美联储“就业最大化、物价稳定和适度长期利率”的三重目标，为其加息降息决策定性，其中就业和通胀的双重使命延续至今；1993 年的泰勒规则给美联储加息降息提供重要的公式化参考，为其加息降息决策定量。实践中，美联储同时关注资本市场波动与金融系统稳定，其在美股大跌时及时释放鸽派信号安抚市场的行为被称作 Fed Put。

■ **美联储的决策是否总是正确？**1961 年以来的历史数据显示，美联储政策利率与泰勒规则开出的“处方”在趋势上大体一致，但在大滞胀、2021 年“通胀暂时论”等时期存在近 10% 的显著偏离。我们认为美联储政策决策的风险主要存在于：①学术层面。如当前的中性利率是多少、货币政策对实体经济传导的时效与力度应如何评估等。前者影响泰勒规则的参数与结果，后者决定美联储是否加息过猛引爆金融危机，或是降息过猛导致经济过热；②预判层面。2021 年的“通胀暂时论”告诫市场，美联储的政策决策仍具有很强的主观性，可很大程度偏离泰勒规则的建议；③政治层面。无论是 1970s 的伯恩斯、米勒还是将在 2026 年 5 月上任的新主席，都是让美联储的货币政策变得更加“政治正确”而非“数据依赖”的存在。

■ **如何展望美联储的货币政策？**泰勒规则基于当前经济展望指引美联储 2026 年 1 次降息，而交易员已定价 2.7 次。我们认为，交易员对美联储更多的降息并非来自经济预测的分歧，而是对美联储独立性的担忧——特朗普对低利率的强烈政治诉求料再度挑战美联储独立性。我们预期新任美联储主席在 2026 年 5 月上任后将给出远超经济所需的降息力度。假定 2025 全年降息 3 次的一致预期能落地，我们预测 2026 年美联储料至少降息 3 次，将政策利率至少下调至[2.75, 3.0]%。

■ **风险提示：**美联储政策决策规则与其公布的泰勒规则存在偏差；美联储对于美国增长和通胀的预期存在偏差；特朗普对美联储独立性的干预进一步加强。

证券分析师 芦哲

执业证书：S0600524110003

luzhe@dwzq.com.cn

证券分析师 张佳炜

执业证书：S0600524120013

zhangjw@dwzq.com.cn

证券分析师 韦玮

执业证书：S0600525040002

weiy@dwzq.com.cn

研究助理 王茁

执业证书：S0600124120013

wangzhao@dwzq.com.cn

相关研究

《“十五五建议”的三大亮点：消费、科技、财政金融》

2025-10-28

《美国 CPI 势弱，联储 10 月降息几无悬念》

2025-10-26

内容目录

1. 美联储是如何决策加息降息的？	4
1.1. 定性决策：双重使命	5
1.2. 定量决策：泰勒规则	6
2. 美联储的决策是否总是正确？	9
3. 如何展望美联储的货币政策	12
3.1. 基于经济数据	12
3.2. 基于政治诉求	13
3.3. 策略启示：更低的美元利率，更差的美元信用	13
4. 风险提示	13

图表目录

图 1:	美联储贴现率与联邦基金有效利率.....	4
图 2:	美国增长-通胀轨迹与 AS-AD 曲线(2020-21 年).....	6
图 3:	美国增长-通胀轨迹与 AS-AD 曲线(2022-23 年).....	6
图 4:	2025 年 6 月美联储货币政策报告中所展示的泰勒规则.....	8
图 5:	不同时期美联储货币政策报告所展示的 1993 年版泰勒规则与政策利率.....	9
图 6:	2025 年 6 月美联储货币政策报告展示的政策利率与泰勒规则.....	10
图 7:	1961 年以来的美联储政策利率与泰勒规则.....	10
图 8:	1961 年以来美联储政策利率较泰勒规则的偏差程度 (泰勒规则-政策利率)	11
图 9:	市场/模型对美国经济与联邦基金利率的预测	12
图 10:	市场对美联储政策利率上限的预测.....	12

美联储的货币政策一直是影响全球经济与大类资产的核心变量。2021 年以来，美联储货币政策的快速变化一度主导市场交易，也让对美联储货币政策的分析成为越来越重要的市场研究领域。美联储货币政策的拐点、节奏等往往成为影响大类资产走势的关键变量。而近年来，美联储加息降息的决策与过往周期又有不少区别。例如，为何 2022 年的加息步伐如此之快？美联储为何在 2024 年 9 月以 50bps 的超预期幅度开启降息周期？又为何在 2024 年降息 100bps 后，暂缓了一年才在 2025 年 9 月重启降息？

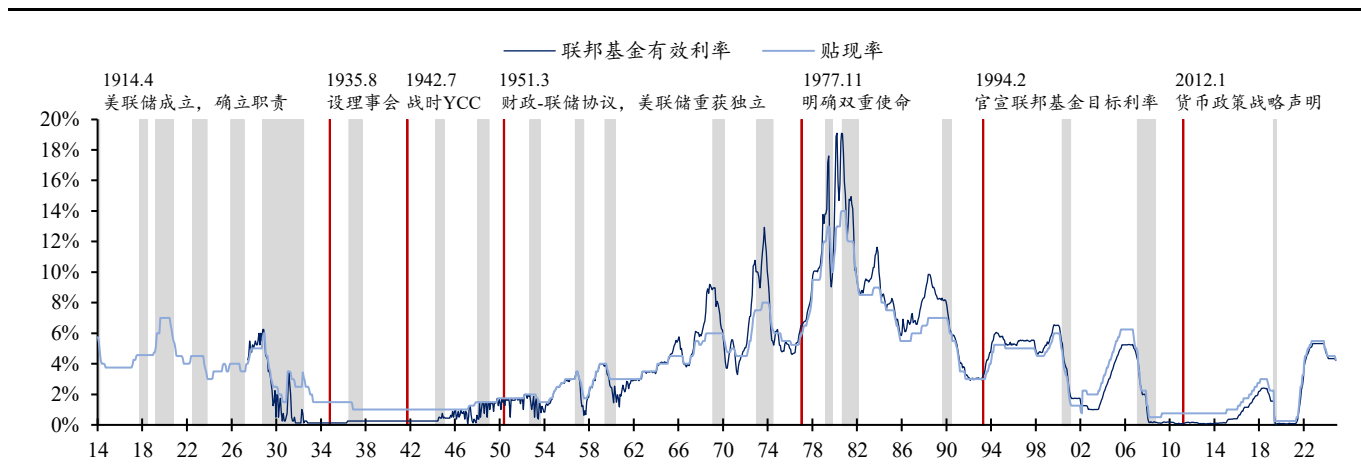
本报告将就三个问题展开分析：①美联储是如何决策加息降息的？②美联储的利率决策是否与其货币政策目标相匹配？③我们应如何展望美联储未来的货币政策？

1. 美联储是如何决策加息降息的？

虽然今天我们已对美联储的加息降息的决策习以为常，但是这一政策工具并非美联储与生俱来的。美联储虽早在 1914 年便成立，但其货币政策框架却经历了漫长的岁月打磨。在历史上的很多时期，美联储没有所谓的政策利率，更谈不上通过加息降息的政策工具来调节利率。因此，在分析美联储是如何决策加息降息之前，我们需要首先捋清美联储的货币政策的框架范式是如何变化的。自 1914 年成立以来，美联储货币政策的范式可大致分为七个时期：

- ① **1914-1935 年，最后贷款人**。早期的美联储依据 1913 年《联邦储备法》(Federal Reserve Act)设立，作为最后贷款人，主要负责金融稳定、汇率稳定等工作。
- ② **1935-1942 年，理事会设立**，权力由地方向中央集中。《1935 年银行法》(Banking Act of 1935)重组联储结构，设立理事会，增强了联储作为全国性央行的职能。
- ③ **1942-1951 年，因二战被剥夺独立性**。二战时期财政部要求美联储分别以 0.375%、2.5% 利率购买短、长期国债，并将贴现率降至 1%，以为二战融资。

图1：美联储贴现率与联邦基金有效利率



数据来源：美联储，东吴证券研究所；阴影为经济衰退时期；横轴数字代表年份的后两位，下同

- ④ **1951-1977 年，重获独立性。**1951 年签署的《财政部-美联储协议》(*Treasury-Fed Accord*)让美联储恢复了货币政策的独立性，美联储开始通过公开市场操作调控短期利率。1954 年，美联储开始每日在内部统计发布联邦基金有效利率。1961 年，FOMC 会议首次讨论“使用联邦基金市场引导货币条件”，联邦基金利率开始被视作“指标”。
- ⑤ **1977-1994 年，明确三重目标与双重使命。**1977 年签署的《联邦储备改革法案》(*Federal Reserve Reform Act of 1977*)修订了《联邦储备法》第 2A 条，首次以法律形式明确了美联储“促进最大就业、物价稳定和适度长期利率”的三重目标，**前二项即美联储沿用至今的双重使命。**
- ⑥ **1994-2012 年，官宣利率目标。**1982 年 10 月，在驯服通胀后，时任美联储主席沃尔克在内部重新使用联邦基金利率作为操作目标。1994 年，美联储首次向公众正式宣布联邦基金目标利率，标志着美联储正式开启现代公开市场政策框架。
- ⑦ **2012 年至今，宣布货币政策战略声明。**时任美联储主席伯南克于 2012 年 1 月正式发布《长期目标与货币政策战略声明》(*Statement on Longer-Run Goals and Monetary Policy Strategy*)，明确以 PCE 年率 2%作为长期通胀目标，这使得美联储的货币政策变得更加透明清晰。

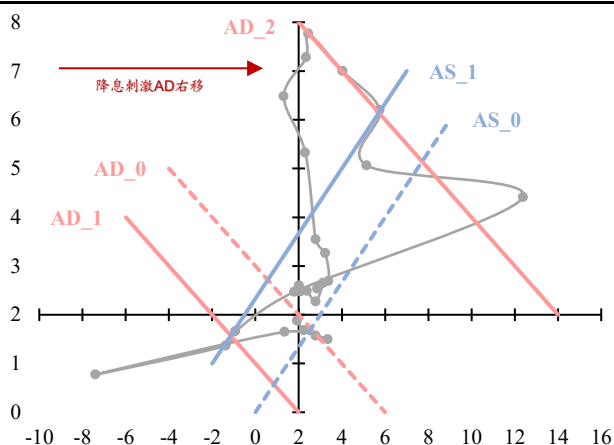
1.1. 定性决策：双重使命

从美联储货币政策的演变史中可看出，特定的历史时期赋予美联储特定的使命，对美联储加息降息决策起决定性作用。例如 1914-1935 年间，美联储主要使命是金融稳定。1931 年，英国放弃金本位，出于对美国也会放弃金本位的担忧，大量资金开始抛售美元购买黄金，美元贬值压力激增。尽管当时美国处于大萧条之中，但美联储依然选择将贴现率从 1.5%提升至 3.5%以稳定美元汇率。再例如 1942 年，国会通过修改《联邦储备法》授权美联储从财政部直接购买国债，同时美联储将短、长端国债利率锚定在 0.375%、2.5%，这将美联储从独立的政府机构改造为战争印钞机。直到 1977 年 11 月《联邦储备改革法案》的落地，美联储“促进最大就业、物价稳定和适度长期利率”的三重目标才得到正式确认，其中“促进最大就业、物价稳定”的双重使命也由此延续至今。

实践中，美联储同时关注资本市场波动与金融系统稳定，其在美股大跌时及时释放鸽派信号安抚市场的行为被称作 Fed Put。例如，2018 年底标普 500 陷入技术性熊市（最大回撤 20%）、美国 ISM 制造业 PMI 跌破荣枯线、10 年与 3 个月期限美债利率倒挂预警衰退时，便触发了 Fed Put。2019 年 1 月，美联储主席鲍威尔 180 度转鸽，表示金融条件已经显著收紧，“将保持耐心、倾听市场信号”，同时在 FOMC 会议声明删除了“预计进一步渐进加息”的措辞。当然对高度独立的美联储而言，Fed Put 是存在前置条件的，即通胀不同时存在失控风险。例如 2022 年通胀飙升、2025 年 4 月对等关税时期，虽然美股跌幅显著，但对通胀上行风险更大的忌惮让 Fed Put 荡然无存。

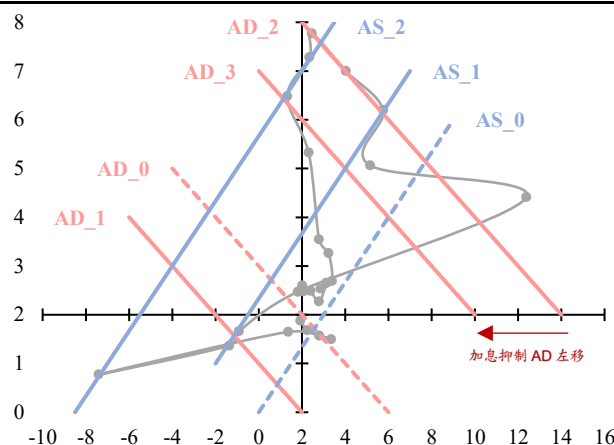
为何美联储的双重使命是“促进最大就业、物价稳定”？本质上，这二者分别反映了美国的就业与通胀，而就业对应经济增长。换言之，美联储加息降息的决策本质上是确保增长、通胀处在合意的均衡水平——经济不宜过热亦不能衰退。经济衰退时，增长与通胀均处在较低水平，美联储降息以刺激需求，需求曲线右移推高增长与通胀；经济过热时，增长与通胀均处在较高水平，美联储加息以抑制需求，需求曲线左移压低增长与通胀。如图 2-3 所示，为修复在疫情期间受损的总需求，2020-2021 年间，美联储降息至零利率，使得需求曲线从 AD_1 右移至 AD_2 。而由于需求被过度刺激，2022-2023 年美联储又通过快速加息抑制需求，将需求曲线从 AD_2 左移至 AD_3 。

图2：美国增长-通胀轨迹与 AS-AD 曲线(2020-21 年)



数据来源：美联储，东吴证券研究所；单位%，横纵轴分别为实际 GDP、GDP 平减指数同比增速；灰色轨迹为 2019Q1-2025Q2 数据

图3：美国增长-通胀轨迹与 AS-AD 曲线(2022-23 年)



数据来源：美联储，东吴证券研究所；单位%，横纵轴分别为实际 GDP、GDP 平减指数同比增速；灰色轨迹为 2019Q1-2025Q2 数据

1.2. 定量决策：泰勒规则

虽然美联储的双重使命赋予美联储通过加息降息调整货币政策与经济总需求的权力，但其并未明确美联储应在何时调整多少政策利率，才能确保就业最大化与物价稳定。在早期的政策实践中，美联储逐步发现，若货币政策具有可预测性并遵循一定的规则，相较于“相机抉择”方式更有利于实现其经济目标。基于此，Taylor(1993)最早根据“简单规则”和 1987-1992 年的历史数据拟合出泰勒规则，为美联储的货币政策决策提供了一个定量指引。

美联储通过政策利率调节经济总需求，确保增长与通胀不过度偏离均衡水平。因此，政策利率的缺口 $R - R^*$ 应由产出缺口 $r - r^*$ 与通胀缺口 $\pi - \pi^*$ 决定，即：

$$R - R^* = 0.5(\pi - \pi^*) + 0.5(r - r^*)$$

这里， R 为建议政策利率， R^* 为名义中性利率，有时也叫做长期政策利率，即当货币政策既不刺激也不抑制经济总需求时的政策利率水平。 π 为通胀， π^* 为通胀目标，即 PCE 年率 2%。根据奥肯定律，失业率缺口与产出缺口存在如下关系：

$$u^* - u = 0.5(r - r^*)$$

上述公式中， u 为失业率， u^* 为自然失业率。同时，由于 R^* 可展开为 $r^* + \pi$ ，因此最初的公式可重新写作：

$$R - (r^* + \pi) = 0.5(\pi - \pi^*) + (u^* - u)$$

重新整理我们便得到了 1993 年经典版的泰勒规则：

$$R = r^* + \pi + 0.5(\pi - \pi^*) + (u^* - u)$$

虽然泰勒规则通过量化的公式为美联储提供了将通胀率、失业率这些重要经济指标与政策利率联立的途径，但其仍具有一定的主观性，例如为何产出缺口与通胀缺口是等权重的、在失业率低于自然失业率时是否应加息、面临零利率的有效下界(Effective Lower Bound, ELB)约束时应如何处理泰勒规则指引的负利率问题等。针对以上问题，学术界在漫长的研究中也逐一给出过答案。

例如，平衡规则(balanced-approach rule)赋予产出缺口/失业率缺口更大的权重，即：

$$R = r^* + \pi + 0.5(\pi - \pi^*) + 2(u^* - u)$$

而短缺版平衡规则允许美联储在失业率低于自然失业率时无需加息，仅需对通胀缺口保持警惕。2020 年 8 月，面对全球金融危机后长期低增长、低通胀、低利率困境，美联储对政策框架进行了重要修订，除了大家所熟知的“平均通胀目标制(AIT)”外，另一重要修正就是将对就业目标的关注由“偏离(deviation)”变为“短缺(shortfall)”，即货币政策应主要关注就业不足，若就业低于目标应降息，但就业高于目标则不一定加息，即所谓的短缺版平衡规则(balanced-approach (shortfall) rule)：

$$R = r^* + \pi + 0.5(\pi - \pi^*) + 2\min\{u^* - u, 0\}$$

而为应对 2008 年次贷危机后持续低迷的经济与零利率环境，美联储也开始借鉴调整后的泰勒规则(adjusted Taylor (1993) rule)。该规则解决了有效下界(ELB=0.25%)问题。公式中， R_t^{T93} 为经典版泰勒规则， Z_t 表示当泰勒规则指引的政策利率低于 0.25% 时，这段时期经典版泰勒规则指引的政策利率与 0.25% 偏差的累积值。其原理是，由于政策利率未能在零利率时期突破下限达到泰勒规则所指引的负利率，因此当经济进入复苏周期时，政策利率的上调应更慢，以弥补经济衰退时期政策宽松力度的不足。

$$R_t^{T93adj} = \max\{R_t^{T93} - Z_t, ELB\}$$

图4：2025年6月美联储货币政策报告中所展示的泰勒规则

Taylor (1993) rule	$R_t^{T93} = r_t^{LR} + \pi_t + 0.5(\pi_t - \pi^{LR}) + (u_t^{LR} - u_t)$
Balanced-approach rule	$R_t^{BA} = r_t^{LR} + \pi_t + 0.5(\pi_t - \pi^{LR}) + 2(u_t^{LR} - u_t)$
Balanced-approach (shortfalls) rule	$R_t^{BAS} = r_t^{LR} + \pi_t + 0.5(\pi_t - \pi^{LR}) + 2\min\{(u_t^{LR} - u_t), 0\}$
Adjusted Taylor (1993) rule	$R_t^{T93adj} = \max\{R_t^{T93} - Z_t, ELB\}$
First-difference rule	$R_t^{FD} = R_{t-1} + 0.5(\pi_t - \pi^{LR}) + (u_t^{LR} - u_t) - (u_{t-4}^{LR} - u_{t-4})$

Note: R_t^{T93} , R_t^{BA} , R_t^{BAS} , R_t^{T93adj} , and R_t^{FD} represent the values of the nominal federal funds rate prescribed by the Taylor (1993), balanced-approach, balanced-approach (shortfalls), adjusted Taylor (1993), and first-difference rule, respectively.

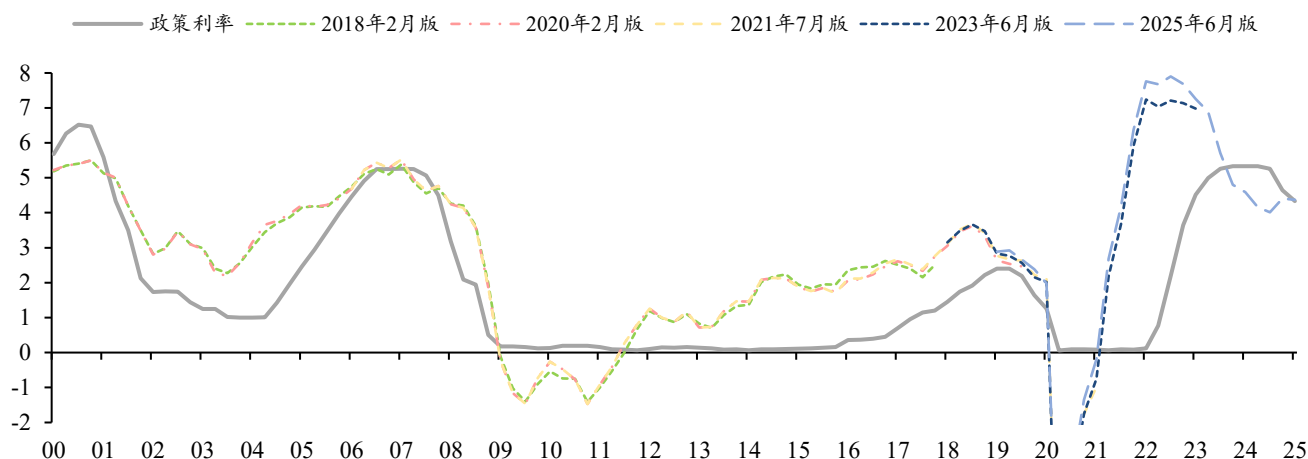
R_{t-1} denotes the average midpoint of the target range for the federal funds rate in quarter $t - 1$, u_t is the average unemployment rate in quarter t , and π_t denotes the 4-quarter core personal consumption expenditures price inflation for quarter t . In addition, u_t^{LR} is the rate of unemployment expected in the longer run, and r_t^{LR} is the level of the neutral real federal funds rate in the longer run that is expected to be consistent with sustaining maximum employment and keeping inflation at the Federal Open Market Committee's 2 percent longer-run objective, represented by π^{LR} . Z_t is the cumulative sum of past deviations of the federal funds rate from the prescriptions of the Taylor (1993) rule when that rule prescribes setting the federal funds rate below an effective lower bound (ELB) of 12.5 basis points. Box note 1 provides references for the policy rules.

数据来源：2025年6月版美联储货币执行报告，东吴证券研究所

除此之外，美联储在历年的货币政策报告中还列举过一阶差分规则(*first-difference rule*)、变化规则(*change rule*)、价格规则(*price-level rule*)等多版泰勒规则。美联储最早在2017年7月的货币政策报告中向公众展示了其参考的泰勒规则，但随着时间推移，其所参考的规则也在不断迭代，每次仅保留5版。例如，变化规则(*change rule*)仅存在于2017年7月的美联储货币政策报告中，在2018年便被价格规则(*price-level rule*)所取代，后者在2021年7月被短缺版平衡规则(*balanced-approach (shortfall) rule*)所取代。

另外，即使是同一规则，其不同货币政策报告中所展示的数据也可能有细微差别。图5中，我们对比了2018年以来美联储货币政策报告中所展示的1993年版泰勒规则，发现泰勒规则开出的“处方(*prescriptions*)”存在细微差异。正如美联储2017年7月在货币政策报告中首次公开泰勒规则时所述：“美联储没有明显的衡量标准来支持或反对某一条货币政策规则。虽然货币政策规则通常能就政策利率调整方向达成一致，但经常在调整幅度上出现分歧。”在最新2025年6月的货币政策报告中也有这么一句话：“作为货币政策审议的一部分，政策制定者定期查阅各种简单的利率规则，而不是机械地遵循任何特定规则”。换言之，虽然一揽子的泰勒规则为美联储量化货币政策决策提供了重要的参考，但其终究只是重要参考，美联储也不会仅根据泰勒规则机械地执行指令。

图5：不同时期美联储货币政策报告所展示的1993年版泰勒规则与政策利率



数据来源：美联储，东吴证券研究所；单位%

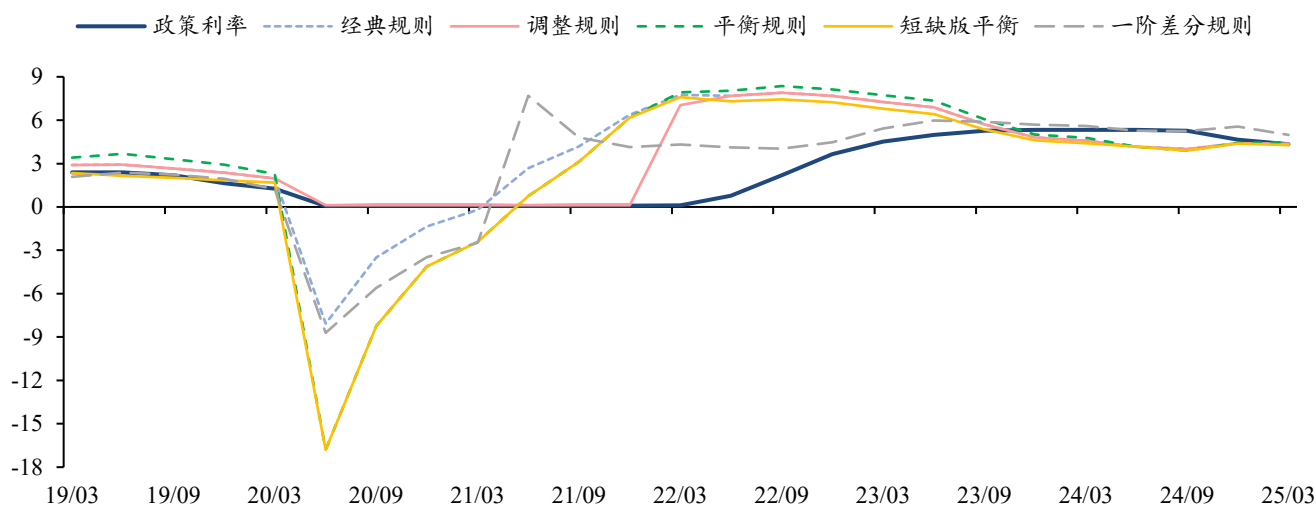
图5中所展示的泰勒规则一定程度上也回答了最开始的几个问题。例如，在美联储2023年7月完成最后一次25bps加息、联邦基金有效利率随之提升至5.33%时，泰勒规则指引利率已从23Q2的6.89%回落至23Q3的5.71%，到23Q4美联储停止加息时，泰勒规则指引的23Q4利率已回落至4.8%，即通胀的回落与失业率的上升使得泰勒规则已不再给美联储开出加息的“处方”。再例如，美联储在2024年9月以50bps为降息周期开场、将当月联邦基金有效利率降低至5.26%时，泰勒规则指引24Q2、24Q3的政策利率已分别降至4.16%、4.01%。此时美联储的降息周期已一定程度落后于泰勒规则。

2. 美联储的决策是否总是正确？

虽然泰勒规则只为美联储货币政策决策提供定量参考，但也能反过来用于衡量美联储货币政策与宏观环境的偏离程度。2022年5月6日，前任圣路易斯联储主席 Bullard 在名为《美联储是否落后于曲线》(<Is the Fed “Behind the Curve”>)的演讲中表示，当前美联储货币政策严重落后于曲线，应尽快通过加息来“亡羊补牢”。事后来，虽然美联储在2022年迅速反应、快速加息，成功将飙升的通胀遏制了下来，但是美联储在2021年对通胀“只是暂时性的”经典错判，仍一度削弱了美联储的公信力，市场也因此对美联储“落后于曲线”产生了广泛批评。

如图6，2021年的“通胀暂时论”在一定程度上也可能是受到了调整规则(*adjusted Taylor (1993) rule*)的影响。2020年疫情给美国经济带来较大冲击，部分泰勒规则指引的政策利率甚至低至-18%，因此为弥补政策利率未能突破零利率有效下界以刺激经济的不足，调整规则指引的加息路径远远迟于其他规则，其指引21Q4、22Q1的政策利率分别是0.12%、7.04%。

图6：2025年6月美联储货币政策报告展示的政策利率与泰勒规则

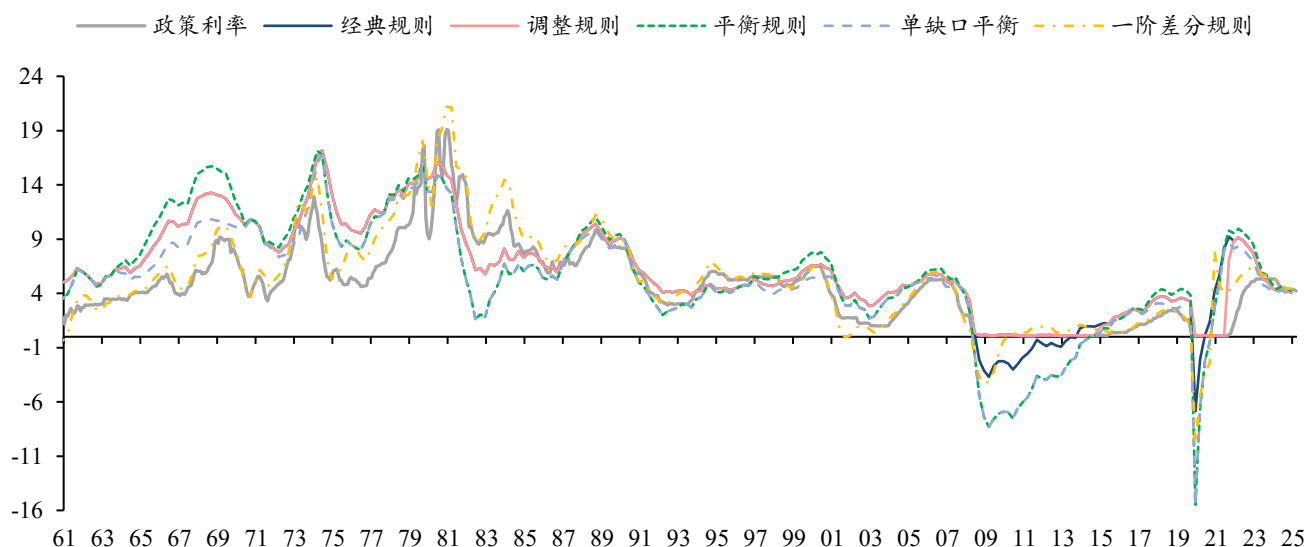


数据来源：美联储，东吴证券研究所；单位%

截至25Q1，联邦基金有效利率为4.33%，此时经典规则、调整规则、平衡规则、短缺版平衡、一阶差分规则指引的政策利率分别是4.37%、4.37%、4.47%、4.27%、4.98%。美联储在2025年6月的货币政策报告中表示：“2023年以来的一段时间中，大多数规则开出的‘处方’略低于政策利率，而如今除了一阶差分规则略高以外，其他规则开出的‘处方’都落在4.25-4.5%的政策目标区间中”。换言之，当前的美联储货币政策与美国宏观经济的增长、通胀环境非常匹配，这也是美国经济延续软着陆周期的重要因素。

当然，美联储货币政策并非始终能与泰勒规则的“处方”一致。如图7，将最新2025年6月美联储货币政策报告展示的五個泰勒规则复刻至1961年以来的历史中可见，政策利率虽与泰勒规则“处方”在大趋势上一致，但在几个特定时期存在显著偏差。

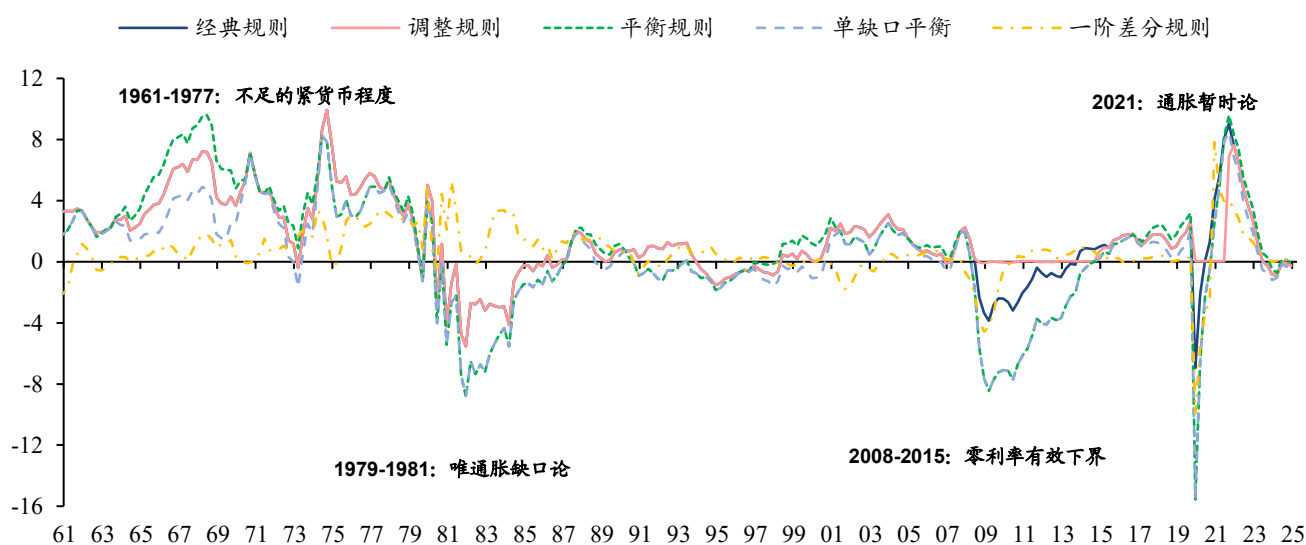
图7：1961年以来的美联储政策利率与泰勒规则



数据来源：美联储，东吴证券研究所；单位%

例如，在 1961-1977 年间，泰勒规则指引的利率一度较政策利率高出近 10%。虽然彼时联邦基金市场已经成熟，但联邦基金利率仍只是美联储的参考/引导利率而非政策目标。1961 年 2 月，美联储首次在美国联储中讨论使用联邦基金市场以引导货币条件。1965 年 11 月，美联储在《Record of Policy Actions》中提出希望引导银行间借贷利率。1969 年 12 月，FOMC 首次有记录地尝试约束联邦基金利率区间，但并未公开宣布。1974 年 4 月，美联储在通胀冲击期间加强使用联邦基金利率作为操作指标，但官方目标仍为非借款准备金。除了对联邦基金利率的认知与掌控的不足外，彼时白宫政治压力对美联储独立性的影响也一定程度导致货币紧缩力度不足，为 70 年代的大滞胀埋下伏笔。

图8：1961 年以来美联储政策利率较泰勒规则的偏差程度（泰勒规则-政策利率）



数据来源：美联储，东吴证券研究所；单位%

1979 年 10 月 6 日，彼时新任的美联储主席沃尔克宣布不再盯住联邦基金利率，改为控制非借款准备金，以求驯服失控的通胀。这使得联邦基金利率较泰勒规则出现了反向偏离。到 1982 年 6 月，联邦基金利率较一些泰勒规则一度高出 8.82%，此时美联储的货币政策可以说是仅以通胀缺口为反应函数。1982 年大滞胀时期结束后，美联储在内部正式采用联邦基金利率为主要操作目标。此后一直到 2021 年前，除 2008 年金融危机与 2020 年疫情冲击导致美联储因无法突破有效下界而与泰勒规则出现较大偏离外，联邦基金利率与泰勒规则开出的“处方”在大部分时间都保持基本一致。

2021 年，美联储“通胀暂时论”误判导致货币政策再度落后泰勒规则近 10%，好在其通过快速加息亡羊补牢，最终使得政策利率与泰勒规则的指引利率之间的偏差重新收窄至毫厘之间。

从 1961 年以来联邦基金利率与泰勒规则之间的偏差中不难看出，美联储的货币决策并非总是正确。虽然美联储政策利率与泰勒规则开出的“处方”在趋势上大体一致，但是在滞胀时期、2021 年“通胀暂时论”等时期都出现过近 10% 的显著偏离。总结来说，美联储政策决策的风险主要存在于：①学术层面。如中性利率与自然失业率分别是

多少（当前美联储所用的 r^* 、 u^* 来自纽约联储对市场参与者的调查问卷）、货币政策对实体经济传导的时效与力度应如何评估等。前者影响泰勒规则的参数与结果，后者决定美联储是否加息过猛引爆金融危机，或是降息过猛导致经济过热；**②预判层面**。2021 年的“通胀暂时论”告诫市场，美联储的政策决策仍具有很强的主观性，可很大程度偏离泰勒规则的建议；**③政治层面**。无论是 1970s 的伯恩斯、米勒还是将在 2026 年 5 月上任的新主席，都是让美联储的货币政策变得更加“政治正确”而非“数据依赖”的存在。随着特朗普提名的新任美联储主席在 2026 年 5 月上台，美联储货币政策或再度面临偏离泰勒规则与宏观经济环境的风险。

3. 如何展望美联储的货币政策

考虑到特朗普提名的美联储主席可能是更“政治正确”而非“数据依赖”的，我们需要从两个维度来展望美联储的货币政策：①基于美国的宏观经济数据与泰勒规则指引；②基于特朗普希望降低利率的政治诉求。

3.1. 基于经济数据

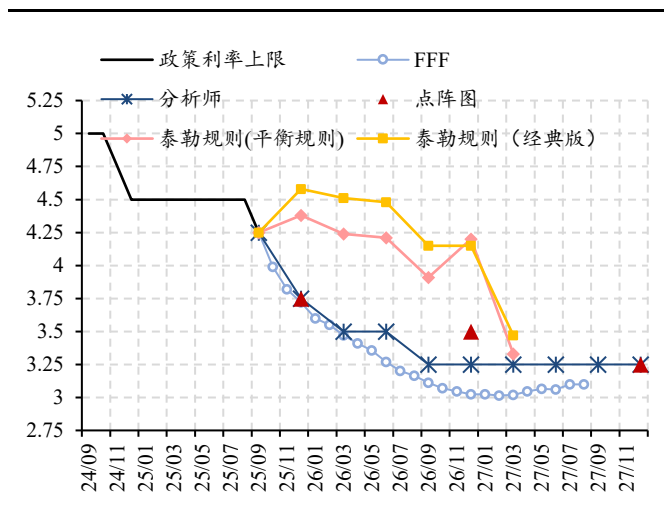
泰勒规则不仅可以用于检验美联储过去的政策利率与宏观经济环境的偏离度，也可用于预测美联储未来的政策利率。唯一的区别是，预测未来美联储政策利率的路径时，输入泰勒规则的经济变量不是实际值，而是预测值。事实上，美联储的点阵图在指引未来的政策利率时，也应用了泰勒规则。9 月 FOMC 上，美联储发布了最新的经济预测总结 (Summary of Economic Projections, SEP) 并给出了对 2025-28 年四季度的失业率、核心 PCE 与联邦基金利率的预测。10 月 24 日，彭博发布 10 月美国经济问卷调查结果，更新了分析师对主要美国宏观指标的预期。由此，我们可将 SEP 与分析师问卷对失业率、通胀率的预测输入泰勒规则，得出相应的政策利率建议。

图9：市场/模型对美国经济与联邦基金利率的预测

		最新值	25Q4	26Q4	27Q4	28Q4
失业率	美联储 SEP	4.32	4.50	4.40	4.30	4.20
	分析师问卷		4.40	4.40	NA	NA
通胀率	美联储 SEP	2.91	3.10	2.60	2.10	2.00
	分析师问卷		3.10	2.60	NA	NA
联邦基金利率	美联储 SEP	4.11	3.63	3.38	3.13	3.13
	分析师问卷		3.63	3.13	3.13	3.13
	交易员定价		3.60	2.90	NA	NA
经典规则	基于 SEP	4.375	4.48	3.83	3.18	3.13
	基于市场		4.58	3.83	NA	NA
平衡规则	基于 SEP	4.255	4.18	3.63	3.08	3.13
	基于市场		4.38	3.63	NA	NA

数据来源：美联储，彭博，东吴证券研究所；单位%

图10：市场对美联储政策利率上限的预测



数据来源：美联储，彭博，东吴证券研究所；单位%

图 9 展示了美联储 SEP 与彭博调查分析师问卷对未来 4 年第四季度美国失业率、

通胀率(核心 PCE)、联邦基金利率的预测。在此基础上,我们新增联邦基金期货(*Fed Fund Future, FFF*)交易员对政策利率的定价作为参考。由于经典规则与调整规则、平衡规则与单缺口平衡规则在这一时期没有差异,一阶差分规则过于依赖前值预测,因此我们仅展示经典规则、平衡规则对政策利率的指引。

图 9 可见,美联储 SEP(即点阵图)对 26Q4-28Q4 的联邦基金利率预测与经典规则基本一致,而平衡规则由于赋予了失业率缺口更大的权重,使得其在 26Q4、27Q4 指引了更低的利率。当然,两个泰勒规则均较点阵图、分析师、交易员在 25Q4 指引了更高的利率,主要因为 SEP 与分析师均预测 25Q4 的美国核心 PCE 将反弹至 3.1%。当然,我们也可将预测由年度改为季度/月度(图 10)。

总结来说,基于美国通胀回落、失业率仍存上行压力的宏观经济背景,泰勒规则仍然指引美联储在 2025-26 年延续降息周期。若对经济数据的预测大致准确,则美联储将在今年再降息 50bps 至[3.5, 3.75]%,明年再降息 25bps 至[3.25, 3.5]%。

3.2. 基于政治诉求

图 9-10 中可见,点阵图指引到 26Q4 的政策利率在 3.375%、经典规则与平衡规则指引则分别为 3.83%与 3.63%,均明显高于分析师预测的 3.13%与交易员定价的 2.90%,而这都是基于同一套经济数据预测。换言之,分析师与交易员预测 2026 年美联储的降息幅度是大于宏观经济所需要、泰勒规则所指引的。而这大概率与美联储主席的人选更换有关。2026 年 5 月,特朗普提名的新任美联储主席将接替鲍威尔。考虑到特朗普在中期选举前对降息更大的诉求,届时美联储可能会落地更多降息。

3.3. 策略启示: 更低的美元利率, 更差的美元信用

若美联储落地超经济所需、泰勒规则所指引的降息力度,则更宽松的货币政策将让美国经济从软着陆走向扩张。对市场而言,更低的美元利率将压低短期美债利率,但更差的美元信用将推高长端美债期限溢价,最终导致长债利率高位震荡。而更低的美元利率,更差的美元信用将给美元施加更多贬值压力,并助力黄金继续创新高。最后,重回扩张的美国经济将拉动经济总需求,推高美股与美铜等大宗商品。

4. 风险提示

美联储政策决策规则与其公布的泰勒规则存在偏差,使得市场根据泰勒规则推演的政策利率路径存在偏误;

美联储对于美国增长和通胀的预期存在偏差,使得泰勒规则指引的政策利率与美国宏观经济环境存在偏离;

特朗普对美联储独立性的干预进一步加强,令美联储货币政策决策大大偏离泰勒规则的指引,政策不确定性提升。

免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（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。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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，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。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 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），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5%以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准-5%与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5%以上。

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应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>