

如何通过 FOMC 发言预测货币政策落地？

2025 年 08 月 19 日

➤ 如何通过 FOMC 发言预测货币政策落地？

➤ FOMC 作为公开市场操作的决议机构，通过了解其表态可以一定程度上辅助判断未来议息会议的决议结果，但是 FOMC 的发言庞且杂，如何将“有关联”转化为“能落地”是我们面对的一座高山。为此，我们建立了 FOMC 发言数据库，涵盖 2018 年以来所有与会成员演讲，用以复盘历史并预测未来政策动向。本研究主要侧重于解决三大痛点：

➤ 如何真正量化观察 FOMC 的态度倾向？

➤ 面对加息周期和降息周期，究竟分别需要持续追踪哪些成员的发言？票委的发言一定比非票委更有效吗？

➤ 发言人有多少“倒戈”，我们才应认为货币政策拐点即将到来？

➤ 哪些成员的发言能提供更精准的指引？

➤ 前置条件：理事会正常运转+发言充足。对比 18 年至今（至 2025 年 8 月 14 日，下同）与 22 年至今的 R 方，后者要优于前者，究其原因我们认为 18-21 年联储因为提名搁置、两党争执以及贸易、疫情等多方因素，作为 FOMC 主持者的理事会自身处于非正常运转状态以及总发言不足，共同导致相关性表现不理想。

➤ 除当期票委与 9、10、12 区指示性较弱外，其余均有较强指引性。加降息分化④：加息主看全部与会成员发言，降息更应多看理事会表态，综合表态评分对加息指导效果更显著。加降息分化②：地方联储表态中，加息区间东南部指引显著，降息区间则中西部指引明显。

➤ “折中的艺术”下，地方联储官员表态或值得重视。复盘结果显示，FOMC 的政策风格呈“折中”特征，这可能源于投票制度设计，使票委个人立场未对最终决策产生过大影响。而这也提供给我们一个观察的思路，即重点关注“反立场”发言，在降息背景下，尤为值得关注偏保守的担职理事以及中西部地区联储会否做出降息发言，而后者可能更能在联储独立性遭受挑战的情况中，给予我们更多启示。

➤ 历史上加/降息前 FOMC 相应发言占比

➤ 18 年的加息区间内，指引性较强的分别为东南部地区（6、8、11 区与 1、3、5 区）、全部与会成员、永久投票权票委与非当期票委，近半数在加息前做出明确的加息发言。18 年的降息区间内，指引性较强的分别为担职理事、理事会、永久投票权票委与 4、7 区，在降息前“支持降息”发言占比分别平均达到 1%、6%、7%与 16%。从综合表态评分的维度，其实直到 8 月会议才有可能打开降息通道，25 年上半年“降息预期落空”是“有迹可循”的。

➤ 两党影响美联储路径

➤ 一是此前提及的“影子主席（shadow chair）”方案；二则是更普遍的通过提名货币政策观点一致的理事影响货币政策走向，一般来说，在多数党的支持下，被提名候选人顺利通过任命程序较为常见，而历史上在野党为阻挠多数党最主要的方式是质疑候选人的立场或经济主张，如拉斯金主张关注气候变化对经济影响而遭共和党批评最终被撤回提名，因此这次特朗普应会避免“污点”候选人，积极寻找一位配合度较高的盟友。

➤ 风险提示：美联储独立性受到破坏，历史经验未来或失效。



分析师 徐亮

执业证书：S0100525070004

邮箱：xliang@mszq.com

研究助理 黄涵静

执业证书：S0100125070011

邮箱：huanghanjing@mszq.com

相关研究

1. 债券策略周报 20250817：利率还能继续上行吗？-2025/08/17
2. 信用债周策略 20250817：如何观察及分析重点行业产能治理-2025/08/17
3. 转债周策略 20250816：如何理解当前“双高”转债的投资价值-2025/08/16
4. 科创债系列：关于科创债的几点思考-2025/08/15
5. 固收+资产配置策略系列：险资股票配置特征与择券偏好分析-2025/08/14

目录

1 为什么要研究 FOMC 表态?	3
2 哪些成员的发言能提供更精准的指引?	3
3 历史上加/降息前 FOMC 相应发言占比	9
4 两党影响美联储路径	11
5 风险提示	13
插图目录	14

1 为什么要研究 FOMC 表态?

联邦公开市场委员会 (Federal Open Market Committee, 简称 FOMC) 是美国联邦储备系统 (Federal Reserve System) 的核心货币政策制定机构, 负责决定货币政策的方向, 包括利率设定、资产购买计划以及其他公开市场操作。

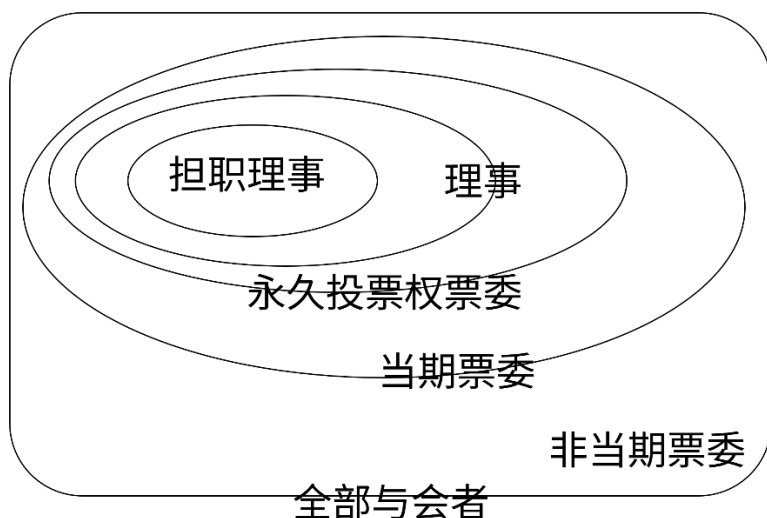
FOMC 由 12 名投票委员组成, 包括 7 名理事会成员 (governors)、纽约联储行长 (president) 以及 4 名轮换的地区联储行长, 4 名轮换成员来自除纽约联储外的 11 个地区, 这 11 个地区被分为 4 个轮换组, 各组独立轮换。虽然只有 12 名票委可参与公开市场操作投票, 但所有 19 名成员均可出席会议, 并参与经济预测摘要 (Summary of Economic Projections, SEP) 的制定。

FOMC 作为公开市场操作的决议机构, 通过了解其表态可以一定程度上辅助判断未来议息会议的决议结果。因此, 我们建立了 FOMC 发言数据库, 涵盖 2018 年以来所有与会成员演讲, 用以复盘历史并预测未来政策动向。

2 哪些成员的发言能提供更精准的指引?

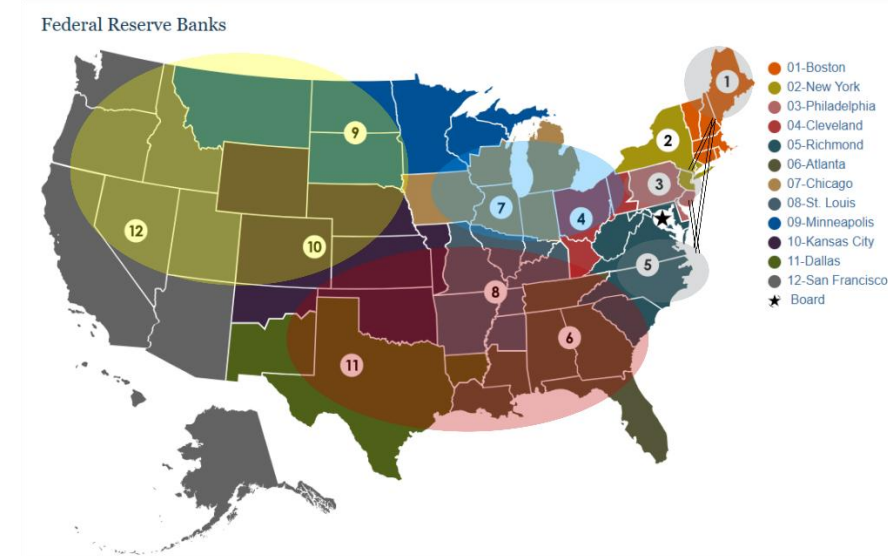
我们对发言范围与态度进行了处理。发言范围自广至窄分为: 全部与会成员、当期票委、非当期票委、永久投票权票委 (理事与纽约联储行长)、理事及担职理事 (包括主席、副主席及督导副主席); 地方联储维度又根据 FOMC 投票权轮替规则将地方联储分为 4 组。发言内容根据其观点鲜明程度分类并赋分, 具体来说: 支持加息赋予 +1 分, 若符合条件就加息赋予 +0.5 分, 观望与维持不变赋予 0 分, 若符合条件就降息赋予 -0.5 分, 支持降息赋予 -1 分, 共计 6 类 5 档, 对范围内所有成员的表态取均值作为**综合表态评分**。同一发言范围内成员发言权重相同, 即对于当期有多次发言的成员不予加权; 当月未发言的成员, 其观点假设沿用上月立场。而后以向后最近一次的 FOMC 会议实际决议利率变动结果为因变量, 对综合发言评分这一自变量取 R 方, 最终以 R 方大小判断该发言范围相较其他发言范围能否更好地预测下一次会议实际利率决策结果。

图1：FOMC 分析统计范围



资料来源：民生证券研究院绘制

图2：12 家地方联储地理位置与 4 个投票权内部轮换组

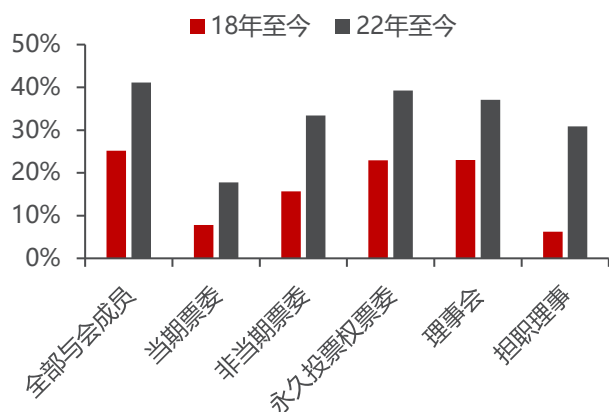


资料来源：美联储，民生证券研究院绘制

前置条件：理事会正常运转+发言充足。对比 18 年至今（至 2025 年 8 月 14 日，下同）与 22 年至今的 R 方，在所有发言范围内，基于 18 年至今数据集计算所得 R 方均小于基于 22 年至今数据集所得，前者平均 R 方低于后者约 16 个百分点。我们分析认为 18-21 年联储因为提名搁置、两党争执以及贸易冲突、疫情等多方因素，作为 FOMC 主持者的理事会自身处于非正常运转状态，部分理事的职位长期空缺，18-21 年期间在任理事几乎仅有 5 人，部分月份在任理事甚至不足

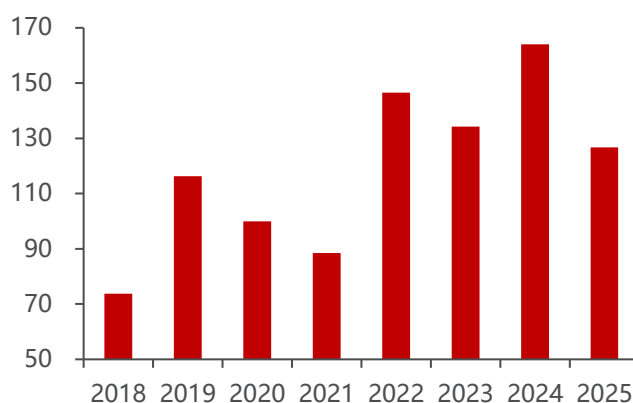
5 人。除此以外，18-21 年 FOMC 全部与会者年平均演讲次数仅 95 次，远低于 22-24 年至今的 148 次（25 年非全年数据），发言不足也直接导致相关性表现不理想。

图3：18 年至今数据集所得 R 方远弱于 22 年至今数据集（%）



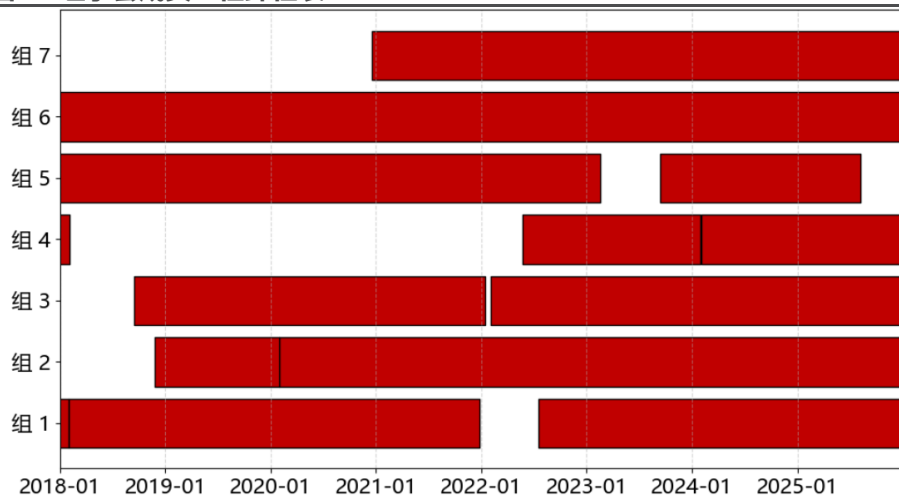
资料来源：FRASER，美联储，iFinD，民生证券研究院

图4：FOMC 全部与会者演讲次数总计（次）



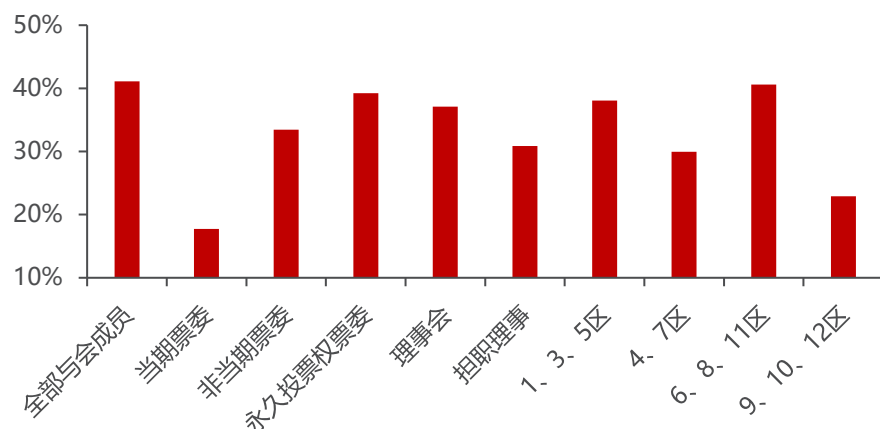
资料来源：FRASER，美联储，民生证券研究院

图5：理事会成员上任卸任表



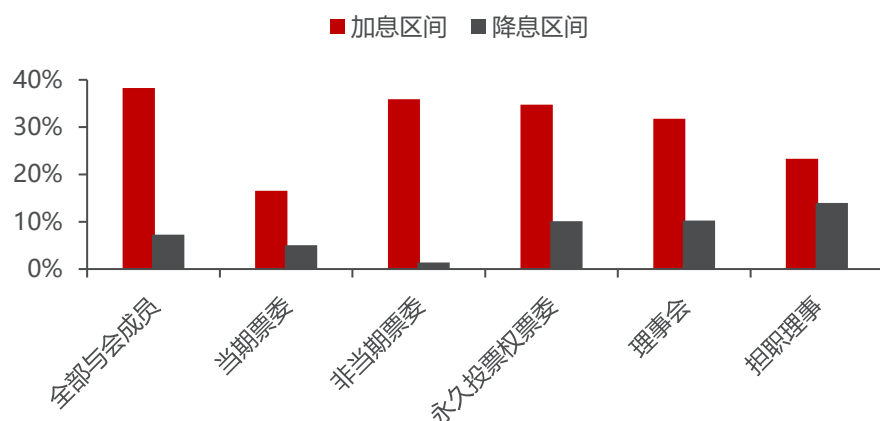
资料来源：美联储，民生证券研究院（组 1-组 7 分别表示一组任期连续的理事职位，例如组 1 表示 2004-2018 年与 2018-2032 年任期的理事职位）

除当期票委与 9、10、12 区指示性较弱外，其余均有较强指引性。在所有的发言范围内，仅当期票委与 9、10、12 区指示性较弱，R 方均落在 20% 上下，其余各范围相关性均较强，令人意外的是，数据上看，全部与会者和 6、8、10 区两个发言范围指引性最强，其次为永久票委、理事会与 1、3、5 区范围。

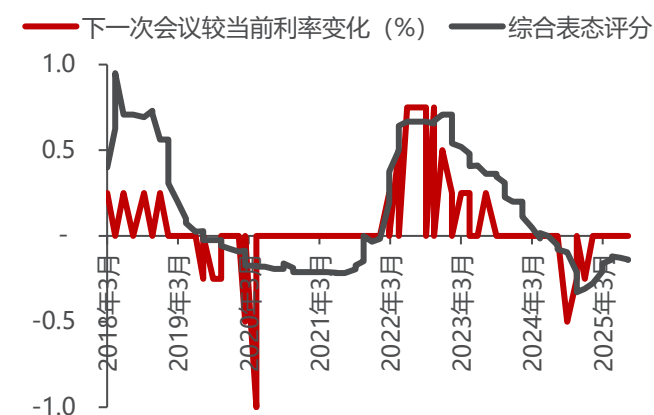
图6：不同发言范围内综合表态评分的 R 方表现 (%)


资料来源：FRASER，美联储，iFinD，民生证券研究院（统计范围 2022 年 1 月-2025 年 7 月）

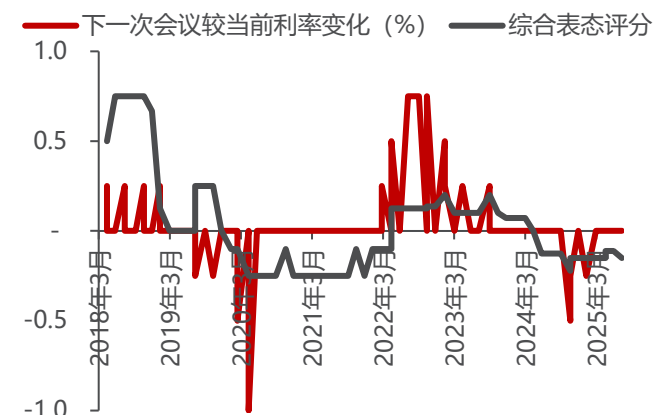
加降息分化①：加息主看全部与会成员发言，降息更应多看理事会表态，综合表态评分对加息指导效果更显著。以上一次加/降息结束-下一次加/降息开始前为降/加息区间，可以看到加息区间内全部与会成员发言的指导性更强，R 方达 38%，而降息周期内则相反，担职理事的发言的指导性更强，但是降息区间内总体指导性显示弱于加息区间内。我们认为，一方面本轮降息仍未结束，数据区间存在一定局限；另一方面，美联储长期隐含“抗通胀优先”理念，当经济数据处于“两难境地”时，其降息表述更趋谨慎，因此降息区间的综合表态评分区分度低于加息区间。

图7：不同发言范围内加降息区间综合表态评分的 R 方表现 (%)


资料来源：FRASER，美联储，iFinD，民生证券研究院（统计范围 2022 年 1 月-2025 年 7 月，加息区间：2020 年 4 月 30 日-2024 年 8 月 1 日，降息区间：2023 年 9 月 21 日-2025 年 7 月 31 日）

图8：全部与会成员综合表态评分走势与目标利率变动


资料来源：FRASER，美联储，iFinD，民生证券研究院

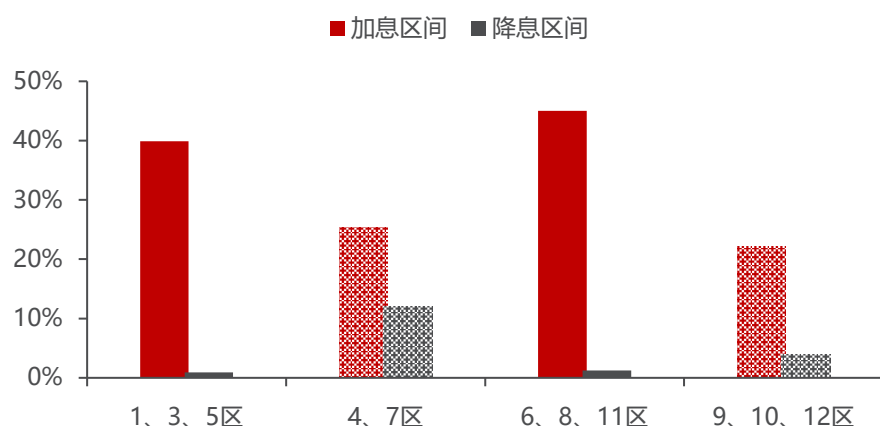
图9：担职理事综合表态评分走势与目标利率变动


资料来源：FRASER，美联储，iFinD，民生证券研究院

加降息分化②：地方联储表态中，加息区间东南部指引显著，降息区间则中西部指引明显。在地方联储的表态评分上也呈现出类似的分化局面，东南部的1、3、5区与6、8、10区在加息区间与实际目标利率变化的R方均在40%左右，但在降息区间，中部的4、7区与9、10、12区的R方则更高，尤其是4、7区R方水平（12%）接近担职理事14%的R方水平。地方联储综合表态评分有效性的分化主要原因在于各地方联储所面对的就业通胀状况差异较大。从东南部与中西部的综合表态评分分差可看出，东南部长评评分低于中西部，也即意味着东南部相较中西部更偏向于降息，而2020年3月至今分差变化最大的两次在2022年2月与2024年4月，分别可对应加息与降息区间。加息区间，由于中西部地区农业、制造业占比高，更易受通胀冲击，民众对通胀也更为敏感，因此中西部地区联储行长发言上更“鹰”；相对的在降息区间，东南部地区则由于服务业占比高，失业率更易受周期影响，东南部地区联储行长发言上更“鸽”。

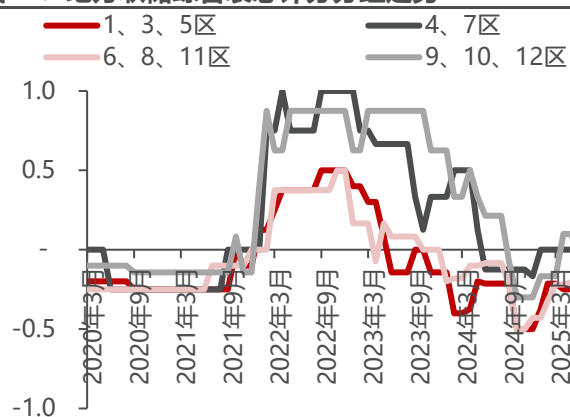
“折中的艺术”下，地方联储官员表态或值得重视。复盘结果显示，FOMC的政策风格呈“折中”特征，这可能源于投票制度设计，使票委个人立场未对最终决策产生过大影响。而这也提供给我们一个观察的思路，即**重点关注“反立场”发言，在降息背景下，尤为值得关注偏保守的担职理事以及中西部地区联储会否做出降息发言，而后者可能更能在联储独立性遭受挑战的情况中，给予我们更多启示。**

图10：不同发言范围内加降息区间综合表态评分的 R 方表现 (%)



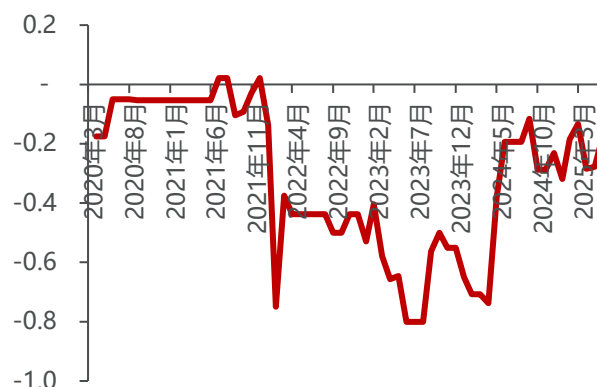
资料来源：FRASER, 美联储, iFinD, 民生证券研究院 (统计范围 2022 年 1 月-2025 年 7 月, 加息区间: 2020 年 4 月 30 日-2024 年 8 月 1 日, 降息区间: 2023 年 9 月 21 日-2025 年 7 月 31 日) (网纹柱状图为中西部地区, 实色柱状图为东南部地区)

图11：地方联储综合表态评分分组走势



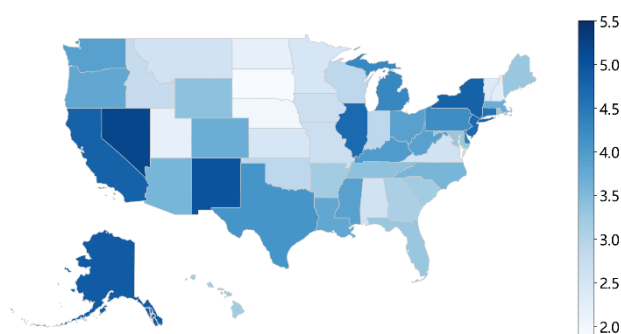
资料来源：FRASER, 美联储, 民生证券研究院

图12：地方联储综合表态评分分差 (东南部-中西部)



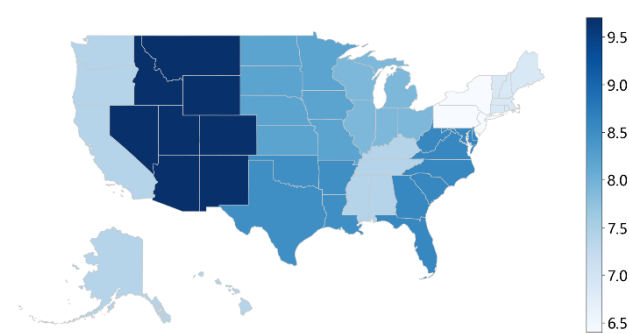
资料来源：FRASER, 美联储, 民生证券研究院 (东南沿海-中西部: average (1、3、5区+6、8、11区) -average (4、7区+9、10、12区))

图13：2022 年 2 月美国失业率分布 (%)



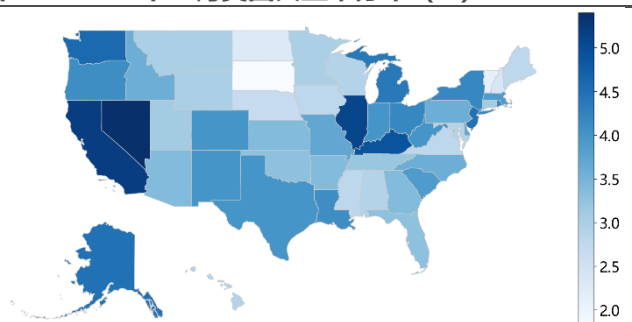
资料来源：wind, 民生证券研究院

图14：2022 年 2 月美国 CPI 同比分布 (%)



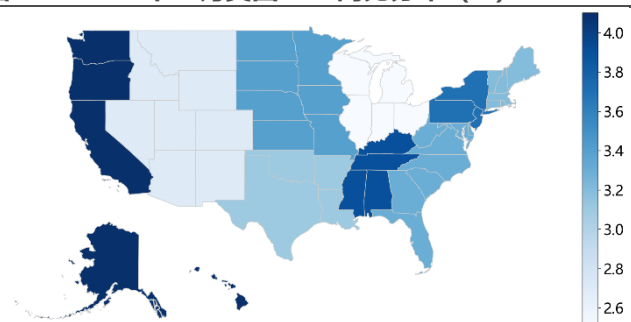
资料来源：wind, 民生证券研究院

图15：2024 年 4 月美国失业率分布 (%)



资料来源：wind，民生证券研究院

图16：2024 年 4 月美国 CPI 同比分布 (%)



资料来源：wind，民生证券研究院

3 历史上加/降息前 FOMC 相应发言占比

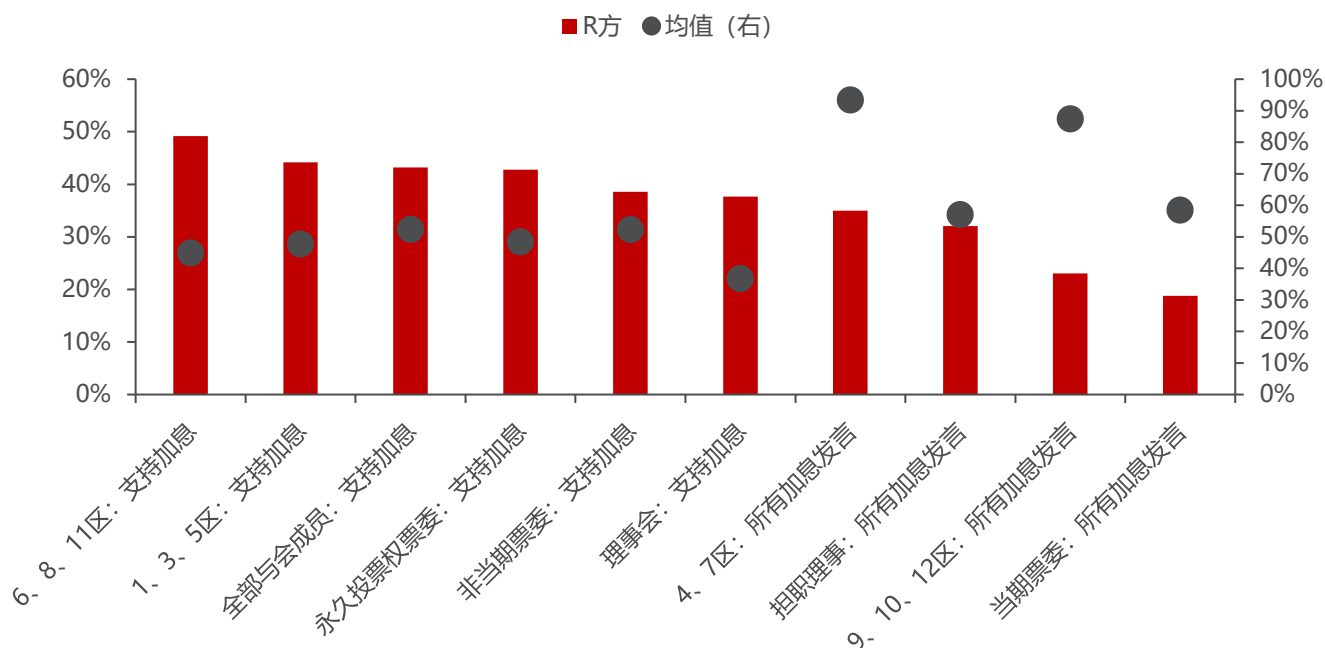
对标历史相同时期，我们可以大致总结以往加息或降息时，FOMC 中不同范围内的加息、降息发言比例的规律。除部分发言比较少的发言范围（如担职理事）外，整体而言，**明确的加息/降息发言起到的指引作用要远强于含条件的发言范围**；除此以外，**发言的转向（加息比例-降息比例）类发言的指引效果较为一般，并未较单独观察加/降息类发言有显著优势。**

18 年至今的加息区间内，指引性较强的分别为东南部地区（6、8、11 区与 1、3、5 区）、全部与会成员、永久投票权票委与非当期票委。在下次 FOMC 实际执行加息的月份，**五类范围**的平均“支持加息”发言占比为 49%，近半数做出明确的加息发言。

18 年至今的降息区间内，指引性较强的分别为担职理事、理事会、永久投票权票委与 4、7 区。在下次 FOMC 实际执行降息的月份，**四类范围**的平均“支持降息”发言占比分别为 1%、6%、7%与 16%。

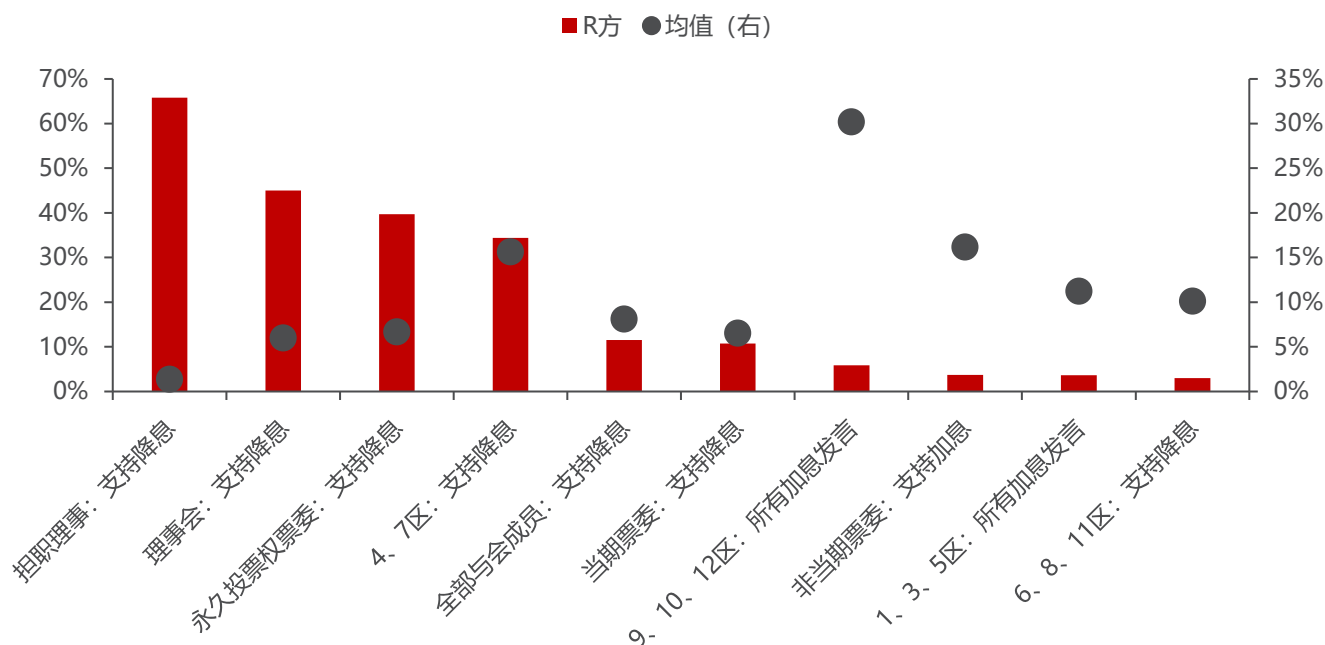
从综合表态评分的维度，今年从 7 月才首次具备降息的“选票”基础。图 19 中我们对各类发言中“支持降息”发言占比已进行扣除基准处理（即分别减去降息发生前对应发言范围内降息发言占比的均值），可以看到除 25 年 1 月理事会“支持降息”发言占比微超均值标准外，今年直到 7 月，前述 4 类较为有指引性的发言范围中，才首次出现至少一个范围的发言“支持降息”的占比达到基准（图 19 中不为大于 0%），也即**从综合表态评分的维度，其实直到 8 月会议才有可能打开降息通道，25 年上半年“降息预期落空”是“有迹可循”的。**

图17：18 年至今加息区间与各类型发言相关性 & 加息发言占比均值



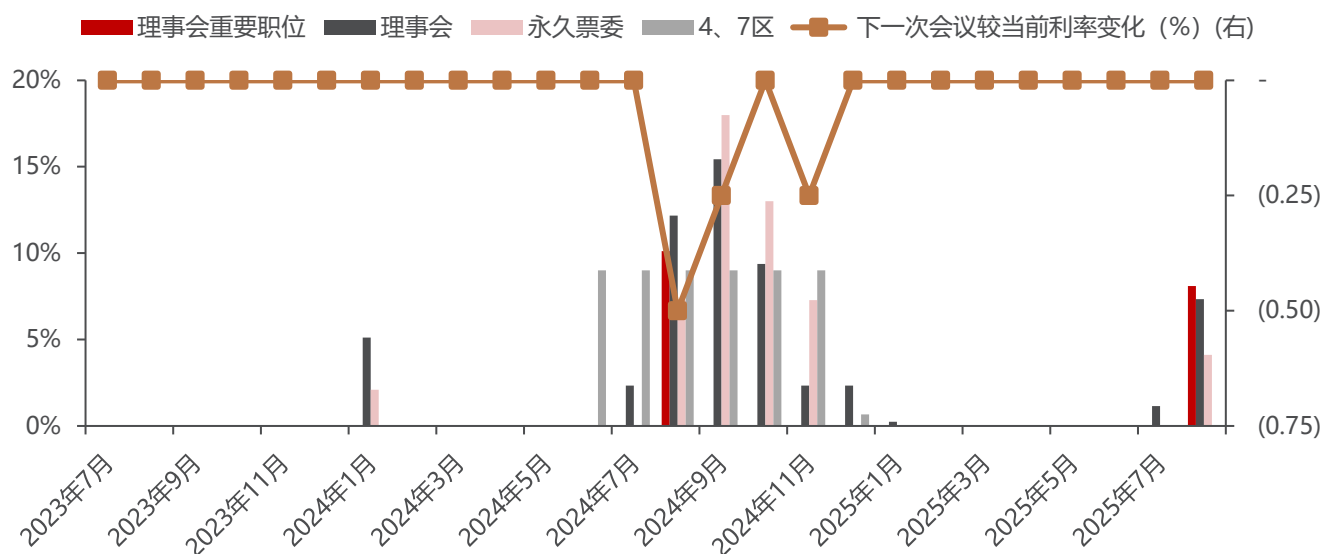
资料来源：FRASER, 美联储, iFinD, 民生证券研究院 (R 方统计范围：2020 年 4 月 30 日-2024 年 8 月 1 日；均值统计范围：2018 年至今，向后最近一次 FOMC 决议加息的月份；仅取各范围内 R 方最大的发言类型)

图18：18 年至今降息区间与各类型发言相关性 & 降息发言占比均值



资料来源：FRASER, 美联储, iFinD, 民生证券研究院 (R 方统计范围：2023 年 9 月 21 日-2025 年 7 月 31 日；均值统计范围：2018 年至今，向后最近一次 FOMC 决议降息的月份；仅取各范围内 R 方最大的发言类型)

图19：从综合表态评分的维度，25 年上半年“降息预期落空”是“有迹可循”的



资料来源：FRASER，美联储，iFinD，民生证券研究院（柱状图：各范围“支持降息”发言占比；统计范围：2023年7月1日-2025年8月14日）

4 两党影响美联储路径

此前市场高度关注特朗普与鲍威尔的矛盾激化后的最终走向，但截至目前事件演绎仍符合主流猜想，特朗普虽多次提及“解雇”鲍威尔，但是实际执行的概率不高，没有先例、流程不明且冗长以及可能因破坏联储独立性触发严重的二级市场负反馈，因此白宫方面当前的态度回归，倾向于等待鲍威尔期满自动卸任主席位，水到渠成提名心仪的人选，或是在美联储翻修案落槌后再采取行动。

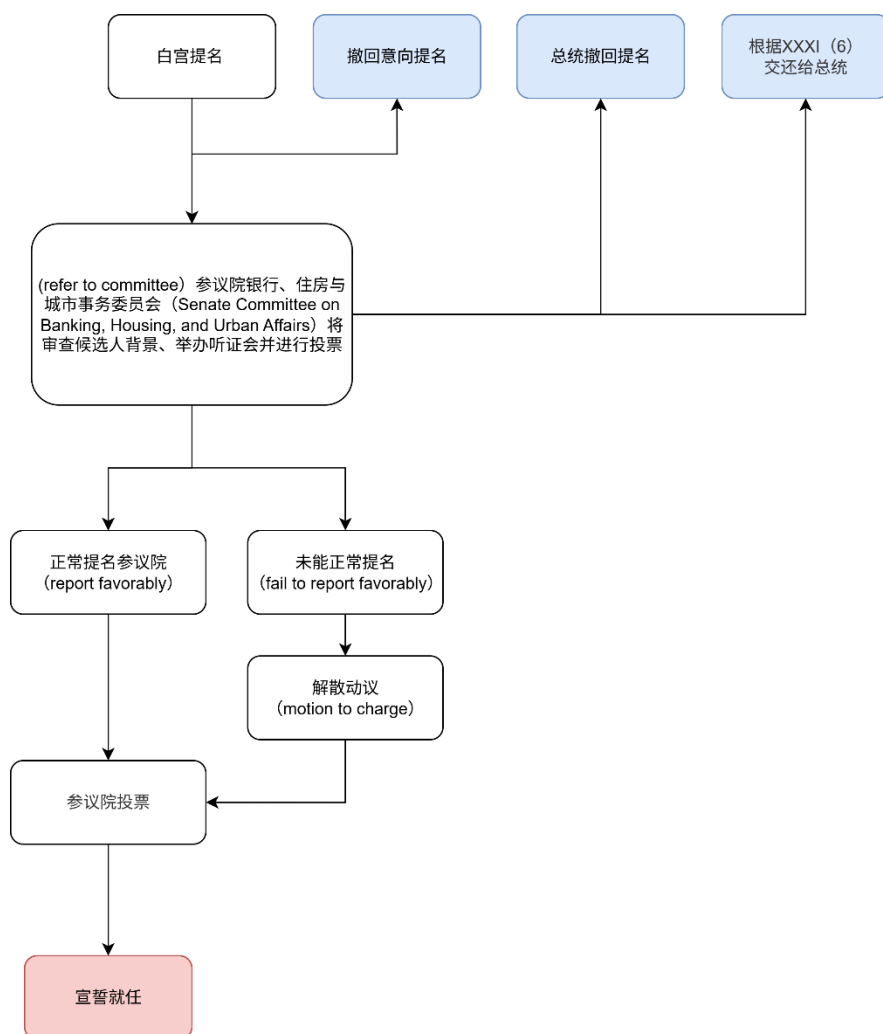
那么除没有先例的解雇外，两党想对联储施加影响有哪些可行的方案吗？

一是此前提及的“影子主席 (shadow chair)”方案，即提前提名下一任主席以对联储施加影响。从程序上而言，提名影子主席可能更多的还是指导二级市场并强化对市场货币政策路径预期的管理，但对实际 FOMC 投票不造成直接影响。

二则是更普遍的通过提名货币政策观点一致的理事影响货币政策走向，美联储作为独立机构，制度上使其受政党影响最大的环节仍在于任命程序。总体而言，联储理事的任命在流程上并不复杂，通过率也较高，理事的任命主要分为“总统提名-参议院银行、住房与城市事务委员会投票-参议院全院投票-宣誓就职”4个环节。白宫提名候选人后，参议院银行、住房与城市事务委员会 (Senate Committee on Banking, Housing, and Urban Affairs) 将审查候选人背景、举办听证会并进行投票，若投票通过则提名 (report) 至参议院进行全院投票。一般来说，在多数党的支持下，被提名候选人顺利通过任命程序较为常见，而历史上在野党为阻挠多

数党最主要的方式是质疑候选人的立场或经济主张，如拉斯金主张关注气候变化对经济影响而遭共和党批评最终被撤回提名，因此这次特朗普应会避免“污点”候选人，积极寻找一位配合度较高的盟友。

图20：美联储理事任命程序



资料来源：美国国会，民生证券研究院绘制

5 风险提示

- 1) **美联储独立性受到破坏。**因政府过度干预美联储决策，导致美联储失去其独立性，或引发市场对美元资产的恐慌性抛售。
- 2) **历史经验未来或失效。**本文基于历史情况总结归纳，所得历史经验未来可能面临失效风险。

插图目录

图 1: FOMC 分析统计范围	4
图 2: 12 家地方联储地理位置与 4 个投票权内部轮换组	4
图 3: 18 年至今数据集所得 R 方远弱于 22 年至今数据集 (%)	5
图 4: FOMC 全部与会者演讲次数总计 (次)	5
图 5: 理事会成员上任卸任表	5
图 6: 不同发言范围内综合表态评分的 R 方表现 (%)	6
图 7: 不同发言范围内加降息区间综合表态评分的 R 方表现 (%)	6
图 8: 全部与会成员综合表态评分走势与目标利率变动	7
图 9: 担职理事综合表态评分走势与目标利率变动	7
图 10: 不同发言范围内加降息区间综合表态评分的 R 方表现 (%)	8
图 11: 地方联储综合表态评分分组走势	8
图 12: 地方联储综合表态评分分差 (东南部-中西部)	8
图 13: 2022 年 2 月美国失业率分布 (%)	8
图 14: 2022 年 2 月美国 CPI 同比分布 (%)	8
图 15: 2024 年 4 月美国失业率分布 (%)	9
图 16: 2024 年 4 月美国 CPI 同比分布 (%)	9
图 17: 18 年至今加息区间与各类型发言相关性 & 加息发言占比均值	10
图 18: 18 年至今降息区间与各类型发言相关性 & 降息发言占比均值	10
图 19: 从综合表态评分的维度, 25 年上半年“降息预期落空”是“有迹可循”的	11
图 20: 美联储理事任命程序	12

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准		评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	公司评级	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
		谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上
	行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑获取本报告的机构及个人的具体投资目的、财务状况、特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，进行独立评估，并应同时考量自身的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代自身的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，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、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市虹口区杨树浦路 188 号星立方大厦 7 层； 200082

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 1 座 10 层 01 室； 518048