CMF
China Macroeconomy Forum
中國宏觀經濟論壇

CMF中国宏观经济专题报告（第124期）

美联储重启加息的影响预判

主办单位：
中国人民大学国家发展与战略研究院
中国人民大学经济学院
中诚信国际信用评级有限责任公司

承办单位：
中国人民大学经济研究所

2026年10月

CMF
China Macroeconomy Forum
中國宏觀經濟論壇

2026年第三季度　总第124期

美联储重启加息的影响预判

主办单位：中国人民大学国家发展与战略研究院、中国人民大学经济学院、中诚信国际信用评级有限责任公司
承办单位：中国人民大学经济研究所

CMF
China Macroeconomy Forum
中國宏觀經濟論壇

美联储重启加息的影响预判

报告人：王晋斌

2026年10月10日

报告提纲

一、美联储今年再次加息的可能性较高

二、高利率会持续更久

三、对全球经济金融总体呈现出负面影响

当前美国经济状态：通胀（CPI，环比%）

	Unadjusted percent change Jul. 2026- Aug. 2026	Unadjusted percent change Jun. 2026- Jul. 2026	Unadjusted percent change May 2026- Jun. 2026	Unadjusted percent change Apr. 2026- May 2026	Unadjusted percent change Mar. 2026- Apr. 2026	Unadjusted percent change Feb. 2026- Mar. 2026	Unadjusted percent change Jan. 2026- Feb. 2026	Unadjusted percent change Dec. 2025- Jan. 2026
	2026年8月	2026年7月	2026年6月	2026年5月	2026年4月	2026年3月	2026年2月	2026年1月
所有项目（总体CPI）	0.3	0.0	-0.3	0.6	0.9	1.0	0.5	0.4
食品	0.1	0.1	0.2	0.2	0.5	0.1	0.4	0.4
居家食品	0.0	0.0	0.2	0.1	0.7	0.0	0.5	0.6
谷物及烘焙食品	-0.2	0.3	0.4	0.5	-0.1	-0.3	0.1	1.3
肉类、禽类、鱼类和蛋类	0.3	-0.1	0.5	-0.2	1.4	-0.3	-0.1	-0.1
乳制品及相关产品(1)	0.3	-0.1	1.2	-0.6	0.8	-0.6	-0.6	0.8
水果和蔬菜	-0.6	-0.1	-0.7	0.6	1.7	0.4	1.0	1.0
非酒精饮料及饮料原料	0.2	0.7	-1.5	0.0	0.8	-0.3	1.0	1.6
其他居家食品	-0.2	-0.2	0.8	0.0	-0.3	0.3	0.9	-0.1
外出就餐食品(1)	0.3	0.3	0.2	0.3	0.2	0.2	0.3	0.1
能源	1.3	-1.2	-4.9	4.9	6.3	11.9	1.7	-0.5
能源商品	2.8	-2.1	-9.5	8.1	10.8	24.7	3.6	-2.5
燃料油	7.8	1.0	-9.3	0.4	3.0	29.4	12.8	-3.4
机动车燃料	2.7	-2.2	-9.6	8.4	11.3	25.0	3.3	-2.5
汽油（所有种类）	2.5	-2.1	-9.7	8.6	11.1	24.9	3.3	-2.5
能源服务	-0.6	0.1	1.5	0.7	0.9	-0.2	-0.1	1.4
电力	-0.5	0.0	1.5	1.0	1.7	0.8	-1.0	1.6
公用事业管道燃气服务	-0.9	0.5	1.5	-0.2	-1.5	-3.3	2.7	0.7

8月份CPI环比0.3%，其中能源价格环比1.3%，能源在整个CPI篮子中占比约7%。

食品价格相对保持平稳，8月份环比0.1%，连续4个月环比在0.2%及以下。

剔除食品和能源后的所有项目（核心CPI）	0.3	0.1	0.0	0.3	0.4	0.3	0.4	0.4
剔除食品和能源商品	0.3	0.1	0.1	0.0	0.1	0.3	0.4	0.3
服装	1.9	-1.3	-1.2	-0.4	-0.4	1.8	4.2	2.0
新车	0.1	0.1	0.1	0.0	0.1	0.1	0.1	0.4
二手汽车和卡车	0.0	0.7	1.6	1.5	1.0	0.3	-1.2	-3.0
医疗保健商品(1)	-0.2	-0.6	-0.2	-0.7	-0.4	-1.0	0.0	-0.1
酒精饮料(1)	0.1	0.2	0.0	0.1	0.3	0.3	0.1	0.2
烟草及吸烟用品(1)(2)	0.6	0.5	-0.7	1.0	0.5	0.1	0.1	2.1
剔除能源服务后的服务	0.3	0.1	0.0	0.4	0.5	0.4	0.4	0.5
居住服务	0.3	0.1	0.1	0.4	0.6	0.4	0.3	0.3
主要居所租金	0.2	0.2	0.1	0.3	0.5	0.2	0.1	0.2
业主自住房等价租金(3)	0.3	0.3	0.2	0.3	0.5	0.2	0.2	0.2
医疗保健服务	-0.1	0.3	-0.1	0.5	-0.1	0.1	0.5	0.6
医师服务(1)	0.0	0.2	-0.2	0.0	0.6	0.7	0.3	0.3
医院服务(1)(4)	0.0	0.5	0.1	0.7	-0.3	0.4	0.6	0.9
交通运输服务	-0.5	-0.7	-0.7	0.3	0.8	1.1	0.9	1.3
机动车保养与维修(1)	1.1	0.6	1.1	0.8	-0.2	1.3	0.9	0.1
机动车保险	-0.9	-0.3	-2.1	-1.9	-0.3	0.0	0.6	0.0
航空票价	-0.5	-3.9	-1.8	6.9	6.3	3.4	3.5	6.9

8月份核心CPI环比0.3%，居住服务环比0.3%，居住服务在核心CPI中占比42%，是占比最大的单项。烟草及吸烟用品占比不足3%。

居住服务价格是决定核心CPI变化的关键变量。

当前美国经济状态：通胀（CPI，同比%）

	Unadjusted percent change Aug. 2025- Aug. 2026	Unadjusted percent change Jul. 2025- Jul. 2026	Unadjusted percent change Jun. 2025- Jun. 2026	Unadjusted percent change May 2025- May 2026	Unadjusted percent change Apr. 2025- Apr. 2026	Unadjusted percent change Mar. 2025- Mar. 2026	Unadjusted percent change Feb. 2025- Feb. 2026	Unadjusted percent change Jan. 2025- Jan. 2026
	2026年8月	2026年7月	2026年6月	2026年5月	2026年4月	2026年3月	2026年2月	2026年1月
所有项目（总体CPI）	3.4	3.4	3.5	4.2	3.8	3.3	2.4	2.4
食品	2.7	3.0	3.0	3.1	3.2	2.7	3.1	2.9
居家食品	2.2	2.7	2.7	2.7	2.9	1.9	2.4	2.1
谷物及烘焙食品	2.6	2.7	2.4	1.9	2.6	2.1	2.7	3.1
肉类、禽类、鱼类和蛋类	1.1	1.9	2.6	1.8	1.5	-0.9	0.4	2.2
乳制品及相关产品(1)	-0.3	-0.5	0.4	-1.0	-0.6	-1.6	0.1	-0.3
水果和蔬菜	3.2	5.1	5.3	6.1	6.1	4.0	2.7	0.8
非酒精饮料及饮料原料	3.7	4.1	2.9	5.8	5.1	4.7	5.6	4.5
其他居家食品	2.4	2.5	2.4	2.0	2.5	2.9	3.3	2.1
外出就餐食品(1)	3.4	3.4	3.4	3.5	3.6	3.8	3.9	4.0
能源	16.3	14.7	15.7	23.5	17.9	12.5	0.5	-0.1
能源商品	28.0	24.7	27.1	40.6	29.2	19.4	-5.2	-7.3
燃料油	52.0	39.1	42.9	58.9	54.3	44.2	6.2	-4.2
机动车燃料	27.9	24.8	27.2	40.9	29.1	19.2	-5.5	-7.3
汽油（所有种类）	27.4	24.6	26.7	40.5	28.4	18.9	-5.6	-7.5
能源服务	4.0	4.3	3.9	5.3	5.4	5.0	6.3	7.2
电力	3.8	4.2	4.0	5.9	6.1	4.6	4.8	6.3
公用事业管道燃气服务	4.4	4.3	3.0	3.0	3.0	6.4	10.9	9.8

CPI同比连续6个月在3.3%及以上，同比通胀率未出现明显下行。8月份同比3.4%，与7月份持平。

2026 年 2 月 28 日美以联合军事行动标志着中东冲突进一步升级。能源价格从2026年3月份开始出现了同比跳升。3-8月份同比增幅2位数，8月份同比16.3%。

剔除食品和能源后的所有项目（核心CPI）	2.4	2.5	2.6	2.9	2.8	2.6	2.5	2.5
剔除食品和能源商	0.7	0.8	0.8	1.1	1.1	1.2	1.0	1.1
服装	3.6	3.9	3.9	4.8	4.2	3.4	2.5	1.7
新车	0.6	0.5	0.5	0.2	0.2	0.5	0.5	0.4
二手汽车和卡车	-2.3	-1.9	-1.8	-2.0	-2.7	-3.2	-3.2	-2.0
医疗保健商品(1)	-2.7	-2.7	-2.1	-1.8	-0.5	0.3	0.1	0.3
酒精饮料(1)	1.6	2.1	2.0	2.1	1.9	1.7	1.6	2.0
烟草及吸烟用品(1)(2)	6.3	6.7	6.5	7.8	7.6	7.4	8.0	8.5
剔除能源服务后的服务	3.0	3.0	3.2	3.4	3.3	3.0	2.9	2.9
居住服务	3.0	3.2	3.3	3.4	3.3	3.0	3.0	3.0
主要居所租金	2.7	2.9	2.8	2.9	2.8	2.6	2.7	2.8
业主自住房等价租金(3)	3.1	3.2	3.3	3.3	3.3	3.1	3.2	3.3
务	2.5	2.7	2.9	3.6	3.2	3.7	4.1	3.9
医师服务(1)	2.0	2.4	2.4	2.9	2.6	2.4	2.1	2.1
医院服务(1)(4)	5.2	5.2	5.1	5.7	5.5	6.4	7.1	6.6
交通运输服务	2.4	2.9	3.4	4.1	4.3	4.1	2.2	1.3
机动车保养与维修(1)	5.2	6.6	7.0	6.1	5.1	6.1	5.6	4.9
机动车保险	-5.1	-4.5	-4.1	-2.0	0.2	0.8	0.2	0.5
航空票价	23.4	25.5	26.5	26.7	20.7	14.9	7.1	2.2

核心CPI基本位处在2.5%左右，同比通胀率未出现明显下行趋势。8月份同比2.4%，略低于7月份的2.5%。

剔除能源价格后的服务核心CPI同比涨幅连续6个月在3%以上，在核心CPI中占比58%，是美国通胀的关键支撑因素。

交通项中由于燃油价格大涨，航空票价3月份以来同比大涨。

当前美国经济状态：通胀（PCE，环比%）

		2026 JAN	2026 FEB	2026 MAR	2026 APR	2026 MAY	2026 JUN	2026 JUL	2026 AUG
1	Personal consumption expenditures (PCE)	0.3	0.3	0.6	0.4	0.4	-0.1	0.1	0.3
2	Goods	0	0.6	1.4	0.6	0.5	-0.6	-0.1	0.3
3	Durable goods	0.4	0.7	0.3	0.3	0.1	-0.1	0.4	0.1
4	Motor vehicles and parts	-0.7	0.2	-0.1	-0.1	-0.2	0	0.4	0
5	Furnishings and durable household equipment	0.9	0.3	-0.5	-0.1	-0.4	0.1	-0.9	0
6	Recreational goods and vehicles	1.5	1	1.2	0.9	0.4	0.5	1.2	0.4
7	Other durable goods	-0.4	1.4	0.6	1	0.8	-2.3	0.6	-0.3
8	Nondurable goods	-0.1	0.6	2	0.8	0.7	-0.9	-0.4	0.5
9	Food and beverages purchased for off-premises consumption	0.2	0.3	-0.1	0.5	0.1	0.3	-0.1	0
10	Clothing and footwear	0.4	1	1	0.4	0	-0.2	-0.1	0.2
11	Gasoline and other energy goods	-3.4	1.4	20.9	5.5	6.5	-9.2	-2.7	4.4
12	Other nondurable goods	0.1	0.5	-0.3	-0.1	-0.3	0.3	0	-0.1
13	Services	0.4	0.2	0.3	0.3	0.4	0.1	0.1	0.3
14	Household consumption expenditures (for services)	0.4	0.2	0.3	0.3	0.4	0.2	0.1	0.4
15	Housing and utilities	0.2	0.2	0.3	0.6	0.3	0.1	0.3	0.1
16	Health care	0.6	0.2	0.3	0.1	0.3	0.3	0.2	0.2
17	Transportation services	0.8	0.9	1.3	0.4	0.9	0.6	0.1	1.4
18	Recreation services	0.4	-0.5	0.3	0.3	0.2	-0.1	0	0
19	Food services and accommodations	0.1	0.3	0.2	0.5	0.3	-0.1	-0.1	0.5
20	Financial services and insurance	0.6	0.1	0.3	0.5	0.6	0.3	0	0.2
21	Other services	0.3	0.5	0	-0.2	0.7	0.2	0	0.9
22	Final consumption expenditures of nonprofit institutions serving hou	1	0.1	-0.4	0.7	0.8	-1	0.1	-0.9
23	Gross output of nonprofit institutions2	0.5	0.1	0.2	0.3	0.4	0.1	0.2	0.1
24	Less: Receipts from sales of goods and services by nonprofit insti	0.3	0.1	0.4	0.2	0.2	0.5	0.2	0.4
	PCE excluding food and energy4	0.4	0.3	0.3	0.3	0.3	0.1	0.1	0.2

8月份PCE环比0.3%，服务价格环比0.3%，服务在PCE中占比66.2%，是占比最大的单项。服务价格是决定核心CPI变化的关键变量。

商品类占比33.8%，8月份耐用品和非耐用品环比0.1%和0.5%，两者在PCE中占比12.2%和21.6%。

当前美国经济状态：通胀（PCE，同比%）

Price indexes (chain-type):	JAN	FEB	MAR	APR	MAY	JUN	JUL	AUG
Personal consumption expenditures	2.7	2.8	3.4	3.6	3.8	3.5	3.4	3.4
Goods	1.2	1.6	3.4	4.1	4.4	3.4	3.3	3.6
Durable goods	2	2.4	2.7	2.7	2.7	2.2	2.5	2.6
Nondurable goods	0.8	1.3	3.7	4.8	5.4	4.1	3.8	4.1
Services	3.4	3.3	3.4	3.3	3.5	3.5	3.4	3.4
PCE excluding food and energy4	2.9	3	3.1	3.1	3.2	3	3	3
PCE excluding food, energy, and housing4	2.9	2.9	3.1	3.1	3.1	3	2.9	3
Food4	2.1	2.3	1.8	2.4	2.3	2.3	2.3	1.9
Energy goods and services5	-1	-0.1	13	18.2	23.7	16.1	15.1	16.8
PCE services excluding energy and housing	3.4	3.3	3.4	3.3	3.6	3.5	3.4	3.5
Housing	3.2	3.1	3	3.2	3.2	3.2	3.1	3

美国经济分析局（BEA）9月30日公布，2026年8月美国个人消费支出（PCE）物价指数环比上涨0.3%，同比上涨3.4%，低于市场此前预期的3.7%；核心PCE物价指数，在剔除食品和能源价格后，8月同比上涨3.0%，环比上涨0.2%，也低于市场预期。2026年9月16日宣布加息25个基点，联邦基金利率目标区间上调至3.75%—4.00%，并于9月17日起实施。 这是自2023年7月以来美联储首次加息，由联邦公开市场委员会12票全票通过。

8月份数据，BEA进行了年度数据更新，并重新调整部分商品和服务价格的计算方法。

调整涉及软件及配件、投资组合管理服务以及法律服务等项目，并将新的计算方法回溯应用到此前数据。7月份美国整体PCE同比增速从此前公布的3.7%下修至3.4%，核心PCE则从3.3%下修至3.0%。8月份核心PCE同比达到3%，与修订后的7月份基本持平，而不是从3.3%进一步大幅下降。

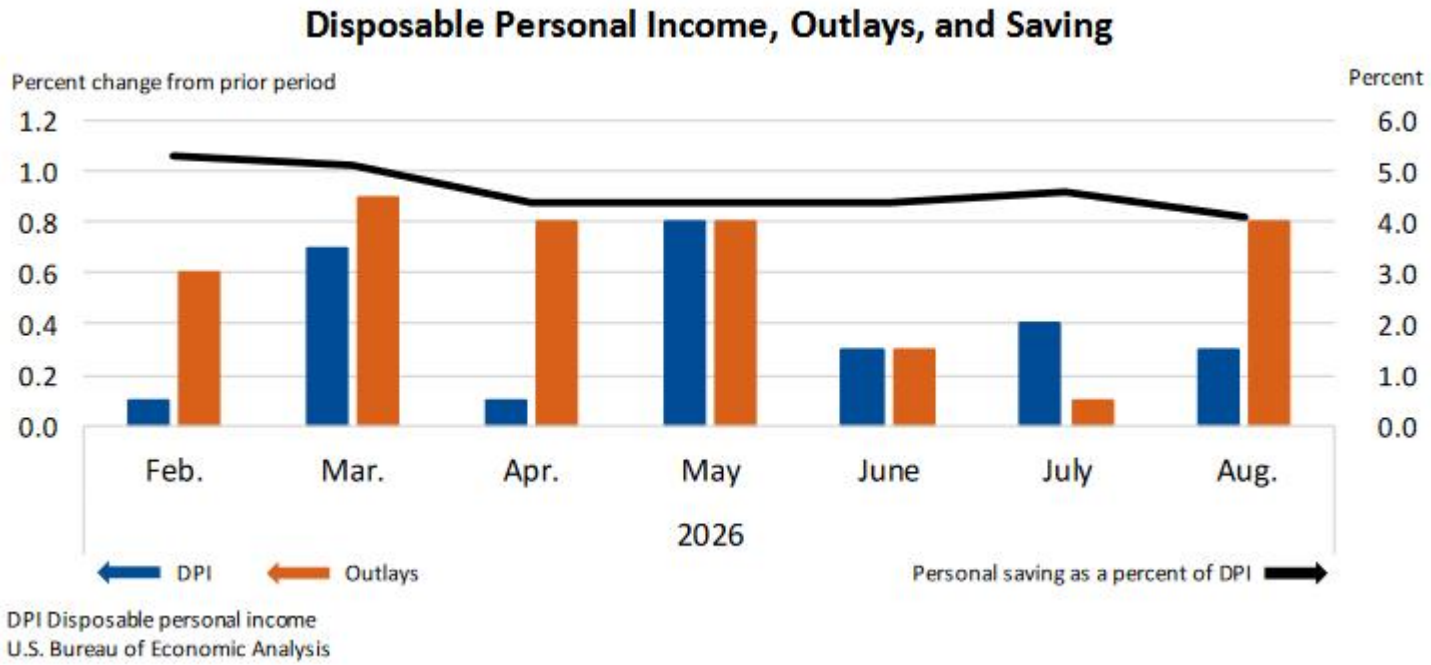
当前美国经济状态：利润-工资-物价机制

	2024				2025				2026	
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2
Corporate profits with inventory valuation and capital consumption adjustments	**3632.7**	**3731.3**	**3690**	**3890**	**3886.7**	**3898.7**	**4052.4**	**4262**	**4325.4**	**4709.5**
Domestic industries	**3205.6**	**3292.3**	**3297.8**	**3401.9**	**3398.5**	**3425.1**	**3548.8**	**3678.1**	**3806.6**	**4163**
Financial1	644.8	650.1	649	722.7	777.2	801.2	856.5	925.9	918.8	986.2
Nonfinancial	2561	2642	2649	2679	2621	2624	2692	2752	2888	3177
Rest of the world	**427**	**439**	**392.2**	**488.1**	**488.2**	**473.6**	**503.6**	**583.8**	**518.8**	**546.4**
Corporate profits with inventory valuation adjustment	**3956.9**	**4068.9**	**4038**	**4253.6**	**3940.8**	**3955.5**	**4152.3**	**4389.9**	**4496.8**	**4900**
Domestic industries	**3529.8**	**3630**	**3645.8**	**3765.4**	**3452.5**	**3481.9**	**3648.7**	**3806.1**	**3977.9**	**4353.6**
Financial	727.3	735.8	737.8	812.6	840.6	861.8	922.4	996.3	991.2	1063
Nonfinancial	2803	2894	2908	2953	2612	2620	2726	2810	2987	3291
Utilities	53.4	58.2	56	57.3	46.7	42.5	49.9	44.6	58.3	51.9
Manufacturing	660.7	713.9	703.8	736.7	616.6	681.3	741.2	801.7	812.3	1053
Durable goods	388.9	392	387.1	403.9	353.9	371.7	408.8	471.6	486.2	573.7
Nondurable goods	271.8	321.9	316.7	332.7	262.7	309.6	332.4	330.2	326.1	479.6
Wholesale trade	290	293.4	292.2	299.5	266.2	223.9	216.3	238.3	265.9	275.3
Retail trade	331.1	334.8	353.6	349.1	304	310.6	306	312.1	318.4	314.8
Transportation and warehousing	101.5	102.4	101	103.1	84.6	74.7	75.6	79.4	84.6	75.4
Information	358	383.3	395.1	415.3	380.9	384.1	417.8	433.2	475.9	498.5
Other nonfinancial5	1008	1008	1006	991.9	912.9	903.1	919.5	900.5	971.4	1021
Rest of the world	**427**	**439**	**392.2**	**488.1**	**488.2**	**473.6**	**503.6**	**583.8**	**518.8**	**546.4**

数据来源：BEA，Table 6.16D. Corporate Profits by Industry
[Billions of dollars] Seasonally adjusted at annual rates，Last Revised on: September 30, 2026.

2026年2季度，美国公司利润季度年率近4.71万亿美元，创历史新高。其中，金融业利润9862亿美元，历史新高；利润非金融企业近3.2万亿美元，制造业首次突破1万亿美元，约1.05万亿美元。公司利润增幅较大，2026Q2比2025Q2增长了20.8%，制造业利润同期增幅达到54.6%。

当前美国经济状态：可支配收入、支出与储蓄



2026年8月份，可支配个人收入（DPI）——个人收入减去个人当前税款——增加了686亿美元（环比0.3%），个人消费支出（PCE）增加了1,908亿美元（环比0.9%）。私人储蓄率（个人储蓄占可支配个人收入（DPI））的百分比为4.1%。

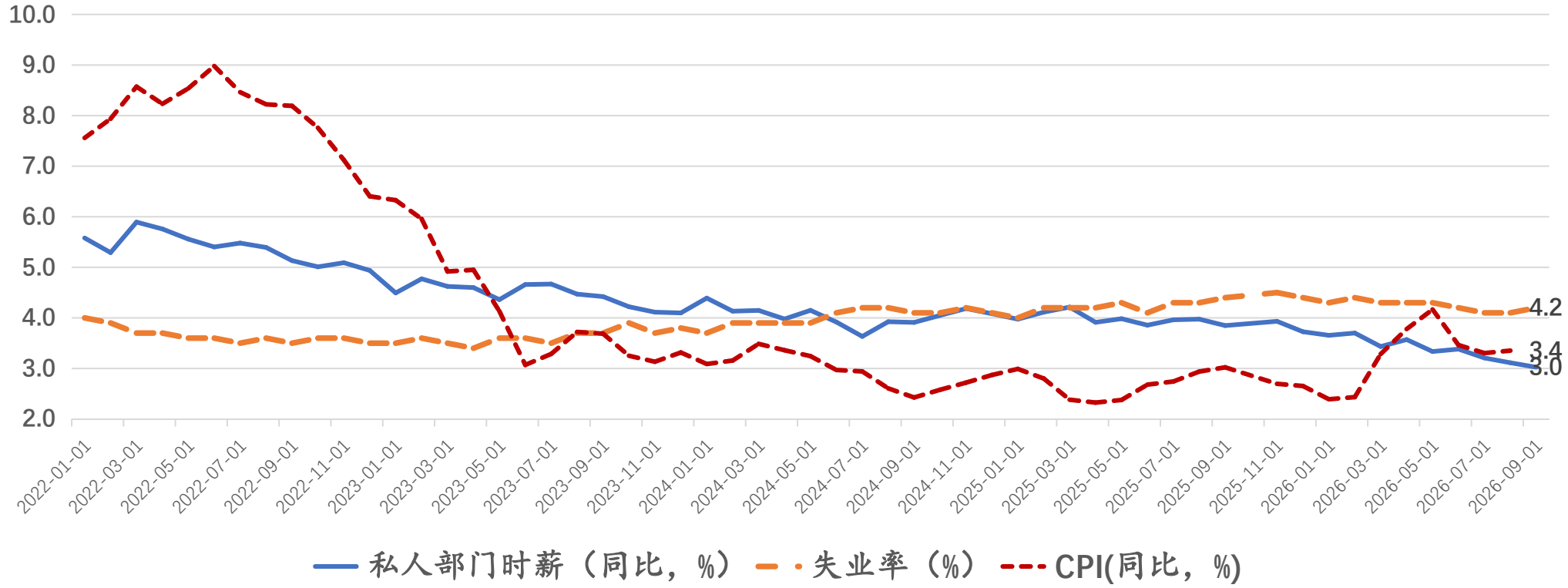
收入增长、储蓄率下降，导致8月份个人消费支出超预期增长，推动物价维持在相对高位。

当前美国经济状态：个人收入构成

	2026							
	JAN	FEB	MAR	APR	MAY	JUN	JUL	AUG
Personal income	**26973.5**	**27009.9**	**27188.1**	**27219.3**	**27417.1**	**27479.3**	**27560.3**	**27626.9**
Compensation of employees	16087.4	16155.6	16247	16298.4	16357.8	16393	16437.9	16485.6
Wages and salaries	13273.1	13328.7	13403.9	13442.7	13490.4	13513.6	13547.3	13583.9
Supplements to wages and salaries	2814.3	2827	2843	2855.7	2867.4	2879.4	2890.6	2901.8
Proprietors' income with inventory valuation and capital consumption adjustments	2059.9	2079.4	2142.5	2074.2	2165.2	2127.4	2133.4	2139.2
Rental income of persons with capital consumption adjustment	1156.2	1167.2	1178.7	1186.3	1194.4	1202.5	1200.2	1201.1
Personal income receipts on assets	4646.5	4611.3	4629.9	4644.2	4654.5	4687.8	4701.8	4705.1
Personal interest income	2444.5	2447.8	2451.2	2466.5	2481.9	2497.3	2498.9	2500.6
Personal dividend income	2202	2163.4	2178.6	2177.6	2172.6	2190.5	2202.8	2204.5
Personal current transfer receipts	5076.4	5058.4	5063.2	5095.8	5132.3	5159.9	5183.8	5198.2
Less: Contributions for government social insurance, domestic	2052.9	2061.9	2073	2079.5	2087.1	2091.3	2096.8	2102.4
Less: Personal current taxes	**3367.1**	**3370.2**	**3378.2**	**3396.7**	**3410.7**	**3411.6**	**3405.7**	**3403.8**
Equals: Disposable personal income	**23606.4**	**23639.7**	**23809.9**	**23822.7**	**24006.4**	**24067.7**	**24154.6**	**24223.2**
Less: Personal outlays	**22274.2**	**22397.6**	**22593.2**	**22764.2**	**22943.2**	**23020.1**	**23042.2**	**23232.9**
Equals: Personal saving	**1332.3**	**1242.1**	**1216.7**	**1058.4**	**1063.3**	**1047.6**	**1112.4**	**990.2**
Personal saving as a percentage of disposable personal income	**5.6**	**5.3**	**5.1**	**4.4**	**4.4**	**4.4**	**4.6**	**4.1**

8月份，个人收入接近27.63万亿美元。员工薪酬占个人收入约60%。其中，工资和薪金占员工薪酬在82.5%左右，比例稳定。资产性收入占个人收入稳定在17%，在资产性收入中，个人利息收入约占53%，股息收入占47%。个人转移支付占个人收入近19%。员工薪酬、资产性收入和个人转移支付总计占个人收入的96%。

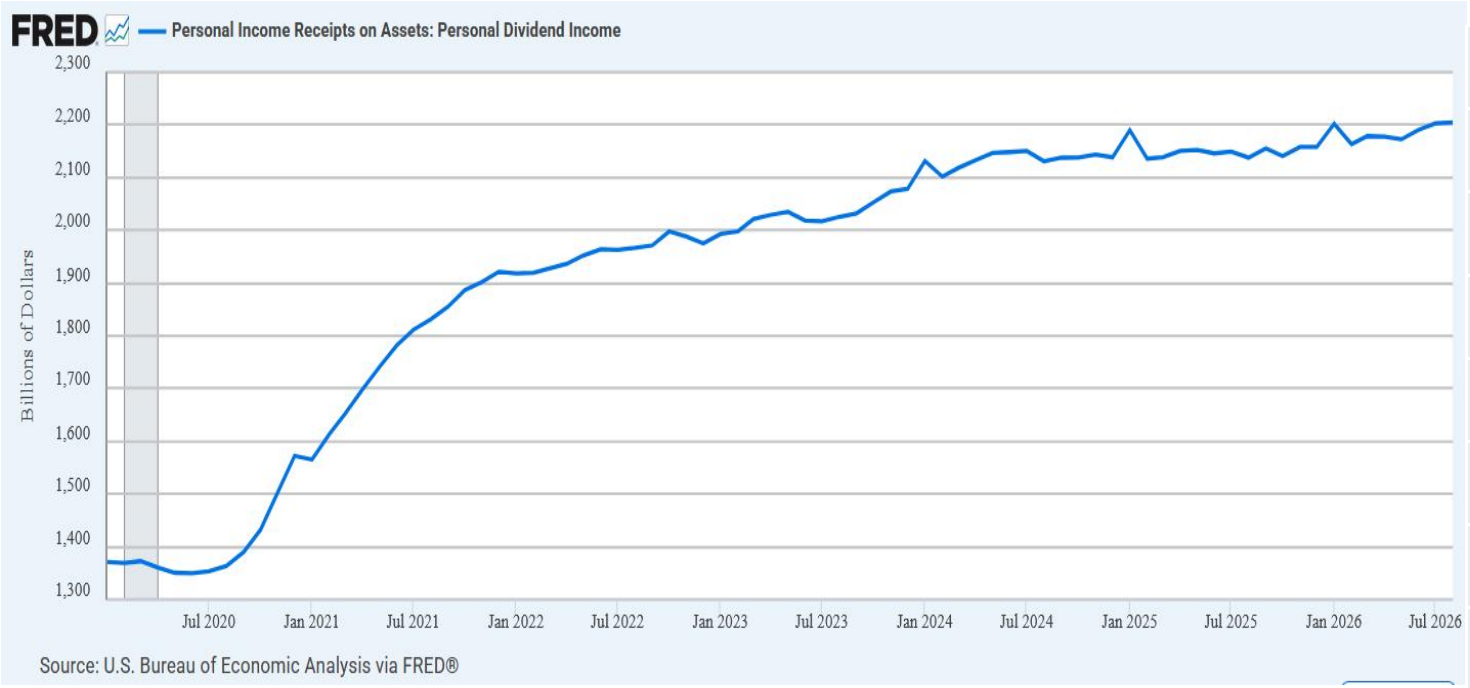
当前美国经济状态：就业与时薪



8月份，失业率从7月份的4.1%（4.1413%）轻微上行至4.2%（4.1754%），私人部门时薪同比涨幅3.0%，是2021年6月以来的最低涨幅。由于美国居民60%的个人收入来自薪酬，目前3%的时薪同比涨幅基本与通胀率一致，来自薪酬的实际购买力基本持平。失业率相对平稳，薪酬明显下行，而通胀率2026年2月以来出现上行，外生（能源）冲击可能是重要原因。8月份核心CPI和核心PCE同比上涨2.4%和3.0%，属于温和通胀。

当前美国经济状态：股息与股市估值

2021-2025年为年底数据，2026年为10月5日数据。来自WIND。

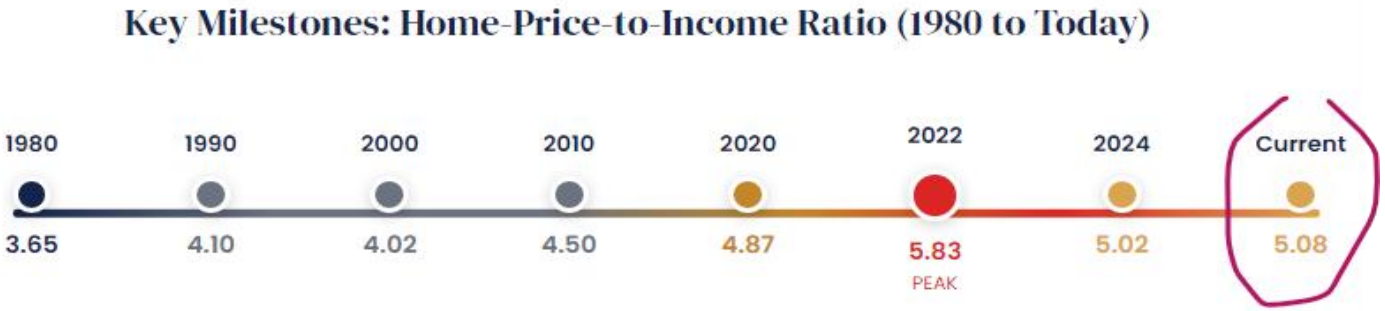


	市盈率（TTM）			股息率（%）		
	标普500	纳斯达克	道琼斯	标普500	纳斯达克	道琼斯
2021	26.41	38.6	26.38	1.22	0.59	1.36
2022	20.02	27.97	20.69	1.71	1	1.77
2023	24.84	42.93	25.66	1.42	0.75	1.46
2024	28.42	45.68	33.55	1.22	0.67	0.93
2025	29.18	41.33	30.64	1.09	0.59	0.86
2026	25.52	33.84	24.92	1.01	0.51	0.73

2020年以来，美国个人通过各种方式参与股市获得的股息收入明显增长。2024年以来基本维持在季度年率2.1-2.2万亿美元的水平，大约占个人可支配收入的9%（2026年8月为9.1%）。目前美国股市P/E估值总体要低于过去5年简单均值（标普500、纳斯达克和道琼斯分别为25.77、39.3和27.38），但目前股息要明显低于过去5年均值，企业减少了分红，增加了回购和投资。依据WIND数据，高盛预测2026年美国企业股票回购总额将达1.3万亿美元，超过企业股票发行规模（1.1万亿美元），创历史纪录。科技巨头加大了AI投资，五家头部云厂商（Meta、微软、谷歌、亚马逊和甲骨文2026年总计资本开支预期提升至**7350亿美元**，较2025年的4120亿美元同比增长78%，美国30万亿GDP的**2.5%**，资本开支力度历史罕见。截止2026年10月5日，美国上市公司市值107.789万亿美元，是2022年底的近2.05倍。

当前美国经济状态：房价





Source: Best Interest Financial Home Prices vs. Income Analysis, February 2026

1980年以来，全美房价上涨了551%，而收入仅增长了373%。房价与收入之比已从1980年的3.65攀升至目前的5.08。相较于2022年峰值5.83有所下降。

2026年7月S&P Cotality Case-Shiller U.S. National Home Price Index 上涨至337.3（Index Jan 2000=100），创历史新高。

资料来源：U.S. Home Prices Have Soared 551% Since 1980, Compared to Income Growth of Just 373%，ST. LOUIS, April 21, 2026 /PRNewswire/

Table 1: Condensed household balance sheet

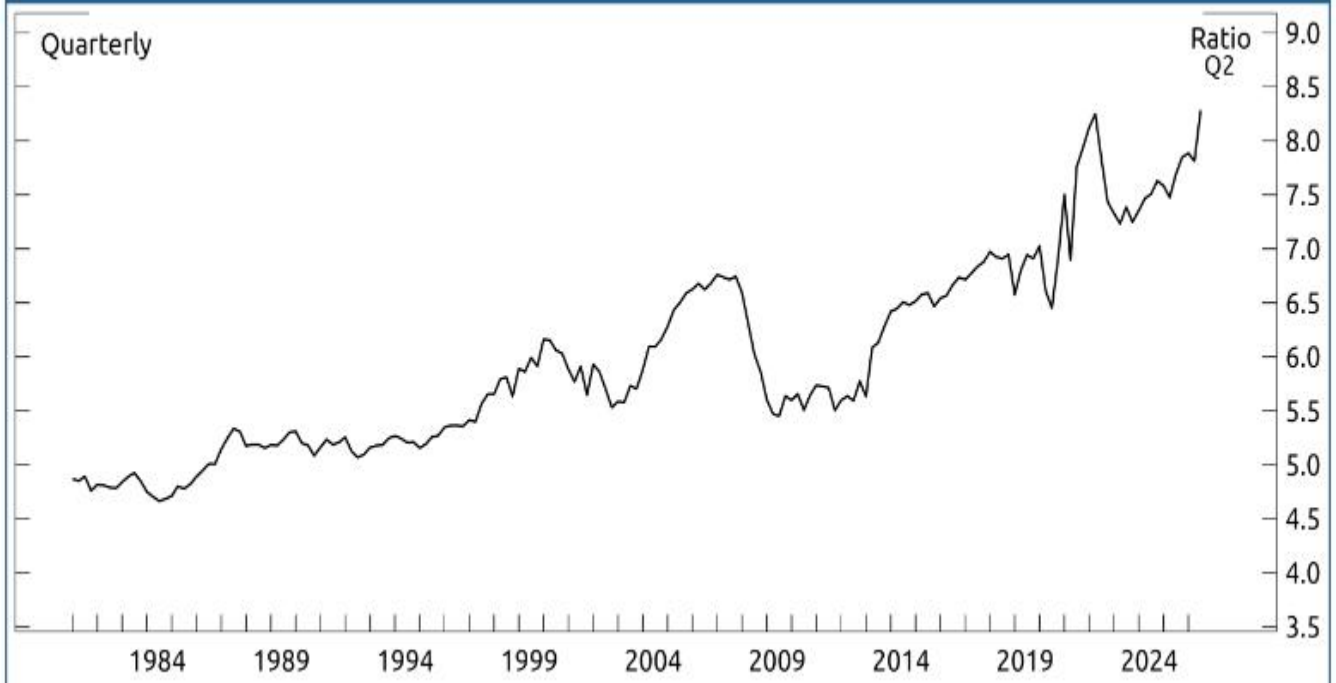
Trillions of dollars

	2022	2023	2024	2025	2026:Q1	2026:Q2
Assets	162.8	175.9	189.5	203.8	204.7	217.8
Nonfinancial assets	54.7	57.6	60.0	61.7	62.9	64.3
Owner-occupied real estate	41.9	44.7	46.9	47.9	48.7	49.8
Other nonfinancial assets	12.8	12.9	13.1	13.8	14.2	14.5
Financial assets	108.1	118.3	129.5	142.1	141.8	153.5
Deposits and money market funds	17.9	18.2	18.9	19.9	20.3	20.3
Debt securities	9.2	10.6	11.0	11.8	11.8	12.2
Corporate equities	38.6	46.3	55.2	64.5	63.3	74.0
Equity in noncorporate business	16.0	15.8	16.0	16.3	16.6	16.8
Defined benefit pension entitlements	15.6	16.1	16.4	16.6	16.7	16.7
Other financial assets	10.8	11.4	12.0	12.9	13.1	13.5
Liabilities	19.7	20.3	20.8	21.5	21.6	21.9
One-to-four-family residential mortgages	12.7	13.0	13.4	13.8	13.8	14.0
Consumer credit	4.9	5.0	4.9	5.1	5.1	5.1
Other liabilities	2.2	2.3	2.4	2.6	2.7	2.8
Net worth	143.1	155.7	168.7	182.3	183.1	195.9

Note: Corporate equities and debt securities include both directly held securities and securities held indirectly in mutual funds, defined contribution pension plans, and variable life insurance and annuity products.
Source: Financial Accounts of the United States, September 11, 2026.

资料来源：Fed, Financial Accounts of the United States–Z.1，Flow of Funds, Balance Sheets, and Integrated Macroeconomic Accounts，Second Quarter 2026.

Figure 2: Ratio of household net worth to DPI

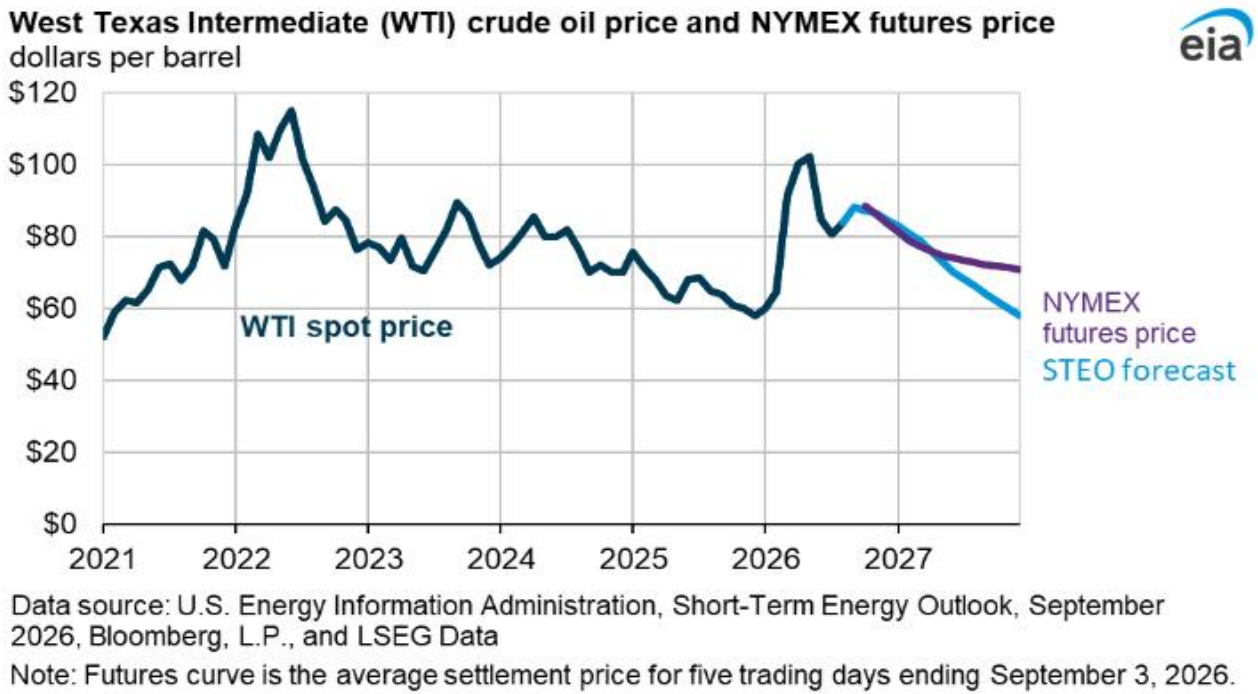


Source: Financial Accounts of the United States, September 11, 2026.

2026年2季度，美国家庭净资产达到195.9万亿美元，其中，自住不动产49.8万亿美元，股票74万亿美元，两者合计占总资产的56.8%。股票占34%。房市和股市是美国家庭的核心资产。净资产与可支配个人收入（DPI）之比—衡量家庭财富支撑消费能力的指标—2季度攀升至创纪录的8.28。财富效应刺激消费，也导致了美国通胀的强韧性。截止2026年2季度，美国财富分化严重，1%最富的人拥有32.5%的净资产，底层50%的人只拥有2.3%。

金融净资产占总净资产70.5%，远超非金融资产的29.5%，金融化严重。

当前美国经济状态：油价



Data source: U.S. Energy Information Administration, Short-Term Energy Outlook, September 2026, Bloomberg, L.P., and LSEG Data

Note: Futures curve is the average settlement price for five trading days ending September 3, 2026.

	2024	2025	2026	2027
Brent crude oil (dollars per barrel)	81	69	*91*	*74*
Gasoline retail price (dollars per gallon)	3.31	3.10	*3.84*	*3.35*
U.S. crude oil production (million barrels per day)	13.3	13.7	*13.8*	*14.3*
Natural gas spot price (dollars per million BTU)	2.19	3.53	*3.43*	*3.28*

9月3日，EIA《短期能源展望》预测2027年原油、天然气价格会有较大幅度下行，但高于2025年，油价在70美元/桶偏上。

一、美联储今年再加息可能性较高

美联储今年很有可能再次加息。三大主要原因：利润-工资-物价机制未显著弱化；资产价格上涨刺激了投资（Tobin's效应，尤其是AI类科技企业）和消费（财富效应）；能源冲击（俄乌冲突和中东冲突）导致能源价格中枢上移。

两场冲突（2026年2月的中东冲突、2022年2月的俄乌冲突），目前当事人立场差距甚远，未见到有明显缓和迹象，冲突的时间可能再次超预期。国际能源价格及相关供应链冲击都存在不确定性。

10月8日，美联储公布了9月15-16日的Minutes of the Federal Open Market Committee，经济活动正在稳步增长(solid pace)。不确定性仍然很高，部分原因是地缘政治的发展。国内支出一直具有韧性（resilient）。生产率增长强劲，资本投资强劲。就业增长与劳动力保持同步，失业率变化不大。通货膨胀仍然居高不下。今天的政策行动将支持更及时地回归委员会2%的目标。委员会将实现价格稳定。

今年1-2季度年率实际GDP增长2.5%和2.2%，2季度年率实际私人消费支出（PCE）和实际总私人投资分别增长3.8%和4.6%。3季度年率实际GDP预测值3.6%（October 08, 2026，GDPNow is not an official forecast of the Atlanta Fed）。

For release at 2:00 p.m., EDT, September 16, 2026

Figure 2. FOMC participants' assessments of appropriate monetary policy: Midpoint of target range or target level for the federal funds rate



2026 年美联储议息会议还有2次，时间：10 月 27-28 日；12 月 8-9 日。

市场预期（CME，10月8日）10月份（中期选举之前）加息25个BP的概率只有19.4%、12月份加息概率25个BP概率64.1%，概率较高。

9月议息会议点阵图显示，今年加息一次的可能性大，明年甚至有再加息一次的可能。目前联邦基金利率3.88%（3.75-4.00%）。

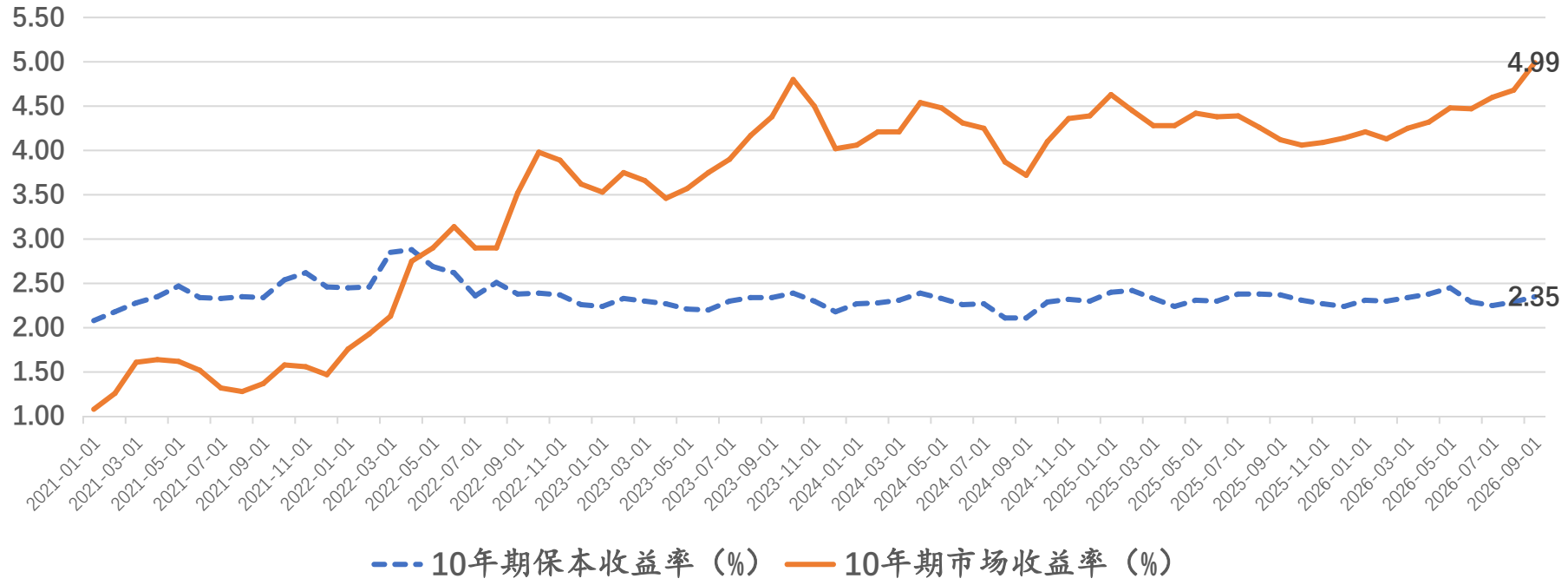
Table 1. Economic projections of Federal Reserve Board members and Federal Reserve Bank presidents, under their individual assumptions of projected appropriate monetary policy, September 2026

Percent

Variable	Median[1]					Central Tendency[2]					Range[3]				
	2026	2027	2028	2029	Longer run	2026	2027	2028	2029	Longer run	2026	2027	2028	2029	Longer run
Change in real GDP	2.3	2.4	2.2	2.1	2.0	2.2–2.4	2.2–2.6	2.1–2.3	2.0–2.2	2.0–2.2	2.1–2.6	2.0–2.9	1.8–2.6	1.8–2.4	1.7–2.5
June projection	2.2	2.3	2.2		2.0	2.0–2.3	2.0–2.4	2.0–2.3		1.8–2.0	1.8–2.6	1.9–2.9	1.8–2.6		1.7–2.5
Unemployment rate	4.1	4.1	4.1	4.1	4.2	4.1–4.2	4.0–4.2	4.0–4.2	4.0–4.3	4.0–4.3	4.0–4.3	4.0–4.5	3.9–4.4	3.8–4.4	3.8–4.4
June projection	4.3	4.3	4.2		4.2	4.3–4.4	4.2–4.5	4.1–4.3		4.0–4.3	4.3–4.6	4.0–4.6	4.0–4.4		3.8–4.5
PCE inflation	3.7	2.3	2.1	2.0	2.0	3.5–3.7	2.2–2.5	2.0–2.2	2.0	2.0	2.9–3.8	2.0–2.6	2.0–2.2	2.0	2.0
June projection	3.6	2.3	2.0		2.0	3.5–3.7	2.2–2.5	2.0–2.1		2.0	2.7–4.1	1.9–2.8	2.0–2.3		2.0
Core PCE inflation[4]	3.4	2.5	2.2	2.0		3.3–3.4	2.3–2.6	2.0–2.2	2.0		2.8–3.5	2.1–2.7	2.0–2.3	2.0–2.1	
June projection	3.3	2.5	2.1			3.2–3.5	2.3–2.6	2.0–2.2			2.6–3.5	2.0–3.0	2.0–2.4		
Memo: Projected appropriate policy path															
Federal funds rate	4.1	4.1	3.9	3.6	3.2	4.1–4.4	3.6–4.4	3.1–4.1	3.1–3.6	3.0–3.6	3.9–4.4	3.1–4.4	3.1–4.1	2.9–3.9	2.9–3.9
June projection	3.8	3.6	3.4		3.1	3.6–4.1	3.1–3.9	3.1–3.6		3.0–3.5	3.4–4.4	2.9–4.4	2.9–3.9		2.9–3.9

美联储倾向于增长和就业，一再推迟通胀收敛于2%时间，对正在经历的**顽固性温和通胀**并未显示出特别的担忧。

2022年3季度开始，美联储预计**2025年通胀率收敛于2%**；2024年2季度，美联储修正了原先预测的通胀收敛于2%的时间，**预计2026年美国通胀将收敛于2%**。2025年1季度，美联储再次修正美国通胀收敛于2%的时间，**预计2027年美国通胀收敛于2%**；2026年2季度，美联储又修正了美国通胀收敛于2%的时间，**预计2028年收敛于2%**；2026年3季度美联储又又修正了**美国通胀收敛于2%的时间为2029年**。**美国此轮通胀周期或长达十年。**



数据来源：Federal Reserve Economic Data, Federal Reserve Bank of St. Louis，月度均值。

美国国债收益率持续走高，2026年9月，10年期美国国债市场收益率均值4.99%，10月8日为5.22%。

9月份，10年期美债隐含的长期通胀预期2.35%，通胀预期尚未脱轨，但高于2%的通胀目标。

当然，美债规模突破40万亿美元带来的期限溢价上升（风险上升），以及部分资金“脱债入股”（股债竞争）也导致美债收益率的攀升。

二、高利率会持续更久

2022-2025年美联储系统性低估了美国经济增速，而且低估幅度较大。其中2022-2022年分别低估了1.2和1.4个百分点（2022和2023年预测值分别为1.3%和1.5%，事后实际GDP增速分别为2.5%和2.9%）。从通胀预测来看，2022年预测差距最大，低估了2.8个百分点（2022年美国实际PCE同比6.5%，预测值3.7%），其他年份在±0.3个百分点，总体倾向于低估了美国通胀率。从失业率来看，除了2021年低估了美国失业率（低估0.9个百分点），2023-2025年均高估了美国经济的失业率，其中2023年高估了0.5个百分点。总体上看，美联储倾向于高估失业率，低估通胀率，也低估了美国经济增速。

9月份《经济预测摘要》显示美国经济潜在产出水平中值从过去多年1.8%上升至2.0%，抬高了中性利率水平。2026-2029年联邦基金利率中值分别为4.1%、4.1%和3.9%，长期中值3.2%，区间区间2.9%-3.9%。

结果：低利率时代结束，高利率持续更久。

此轮强美元周期持续时间比较久

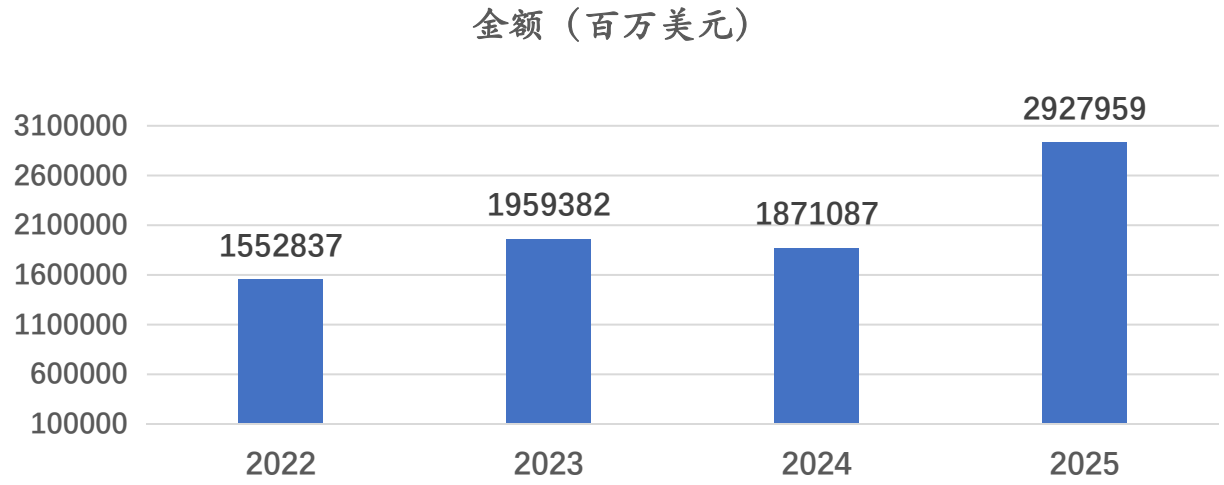


2022年2月，美元指数站上95，就一直在95以上运行。2022年4月，美元指数站上100，目前美元指数在102左右运行。美联储此轮加息周期带来了强美元周期。当然，全球动荡所需求的避险情绪可能也推高了美元。

大量资本流入美国

Billions of dollars; amounts outstanding end of period, not seasonally adjusted

	2023	2024	2025	2025:Q2	2025:Q3	2025:Q4	2026:Q1	2026:Q2
Net U.S. financial claims on the rest of the world	-16166.0	-20745.0	-20254.1	-19842.6	-20602.7	-20254.1	-19623.8	-20741.9
U.S. financial claims on the rest of the world	30382.5	32101.4	39572.8	36145.0	38111.5	39572.8	39777.9	43149.6
U.S. holdings of foreign corporate equities	9581.7	10175.1	13072.0	11758.3	12566.4	13072.0	13004.8	14442.5
Other U.S. financial claims	20800.8	21926.2	26500.8	24386.7	25545.1	26500.8	26773.1	28707.0
Less: Foreign financial claims on U.S.	46548.5	52846.4	59827.0	55987.6	58714.2	59827.0	59401.7	63891.4
Foreign holdings of U.S. corporate equities	13200.9	16662.7	19887.8	17676.1	19147.2	19887.8	18937.3	22210.7
Other foreign financial claims	33347.6	36183.7	39939.2	38311.5	39567.1	39939.2	40464.4	41680.8



Net U.S. incurrence of liabilities excluding financial derivatives (net increase in liabilities / financial inflow (+))，Source: U.S. Bureau of Economic Analysis via FRED®

2026年7月底，外国持有美国共公司股票市值达到24.32万亿美元，约占美国股市市值的1/4。2022年加息周期以来，高利率吸引资本流入美国，2025年近2.93万亿美元。

依据美国经济分析局（BEA）2026年6月修正版数据，2010-2025年美国对外投资负净头寸暴增了近19.4万亿美元，截至2026年2季度，美国对外投资净头寸为-22.42万亿美元，其绝对值占全球GDP总量的近1/5。

三、加息（强美元）对全球经济金融的负面影响

全球低收入经济体融资约束：近期的一项研究表明，全球低收入经济体希望进入国际资本市场融资，但美元走强减弱了低收入国家（LICs）资本净流入。Alexei Miksjuk, Yipei Zhang，Riding the Global Financial Cycle: How Capital Flows into LICs，Working Paper No. 2026/179，August 28, 2026。

美国金融周期对全球经济金融有显著外溢性：（1）**资本外流**：美元利率上升吸引资金回流美国，新兴市场面临资本流出压力；（2）**非美货币汇率可能承压**：美元走强导致非美货币汇率承压，有贬值压力。（3）**融资困难与信贷收紧**：美元融资成本和难度大幅上升，新兴市场面临外债偿付和再融资压力，部分新兴市场和发展中国家主权和企业债务违约风险上升。（4）**风险偏好下行**。美元回流引发全球流动性紧缩，跨境银行融资、信用利差、全球风险偏好同时承压，影响股市等风险资产价格。（5）**出口下降**，加息降低美国总需求和进口，以及抬高贸易融资成本，影响新兴经济体出口。（6）**出口条件恶化**。大量进口大宗商品的国家，美元升值推高了大宗商品价格，恶化贸易条件。对我影响来说，主要是（1）和（4）以及可能会影响货币政策操作空间。央行10月8日公布了人民币汇率政策立场。

沃什主张的降息+缩表组合预示着全球流动性趋紧的态势在未来几年很难改变。即使未来降息，美元有可能也是强美元。

謝謝主持人和各位尊敬的专家！

CMF
China Macroeconomy Forum
中國宏觀經濟論壇

聚焦“美联储重启加息的影响预判”，CMF专题报告发布

10月10日，由中国人民大学国家发展与战略研究院、中国人民大学经济学院、中诚信国际信用评级有限责任公司联合主办的 CMF 宏观经济热点问题研讨会（第124期）在线上举行。

本期论坛由中国人民大学国家一级教授、经济研究所联席所长、中国宏观经济论坛（CMF）联合创始人、联席主席**杨瑞龙**主持，聚焦“美联储重启加息的影响预判”，来自学界、企业界的知名经济学家及行业专家**毛振华、胡捷、管涛、王晋斌、芦哲、张瑜**联合解析。

论坛第一单元，中国人民大学经济学院原常务副书记、中国宏观经济论坛（CMF）主要成员王晋斌教授代表中国宏观经济论坛发布题为“美联储重启加息的影响预判”的专题报告。

报告围绕以下三个方面展开：

一、美联储今年再次加息的可能性比较高

二、和原有预期相比，高利率会持续更久

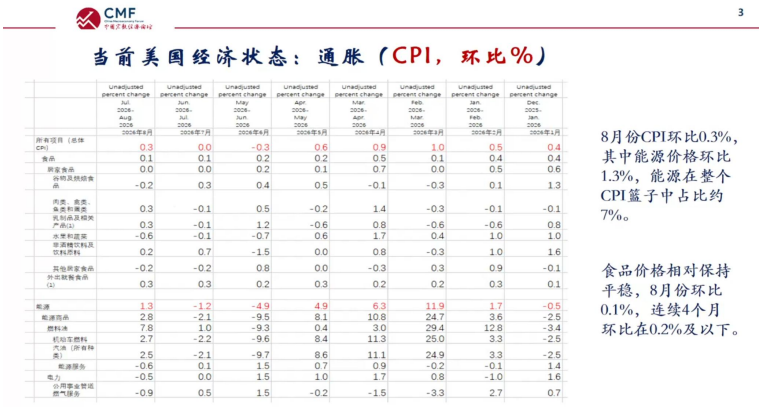
三、对全球经济金融总体影响呈现出负面的影响

报告指出，美国通胀仍具有较强韧性，核心 CPI、核心 PCE 以及服务价格持续处于较高水平，工资、企业利润、资产价格和能源价格等因素共同支撑通胀，因此，目前市场预期美联储年内再次加息的可能性仍然较高。同时，美联储近年来多次推迟通胀回落至2%目标的时间，加之美国经济增长较强、国债收益率上升和中性利率水平抬升，预计美国高利率环境可能持续更长时间。

报告认为，高利率是本轮强美元周期的重要支撑因素，资本持续流入美国，强美元周期或将延续。其对全球经济金融的负面外溢主要表现为资本外流、非美货币承压、融资成本上升、风险偏好下降、出口和贸易条件恶化等。对我国而言，影响可控，主要影响包括资本流动压力、权益市场风险偏好下降以及货币政策和汇率政策操作空间可能受到一定约束。

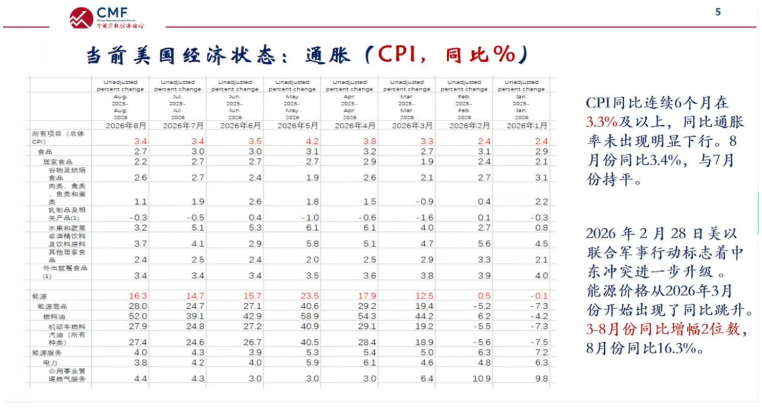
一、美联储今年再次加息的可能性较高

美联储今年仍有可能加息，主要原因在于当前的通胀问题。



从 CPI 环比数据看，8月份 CPI 环比为0.3%，其中能源价格环比为1.3%，食品价格相对稳定。0.3%的环比实际上处于较高水平，因为能源在整个 CPI 中的占比大约为7%。因此，整个 CPI 仍处于相对较高的位置。

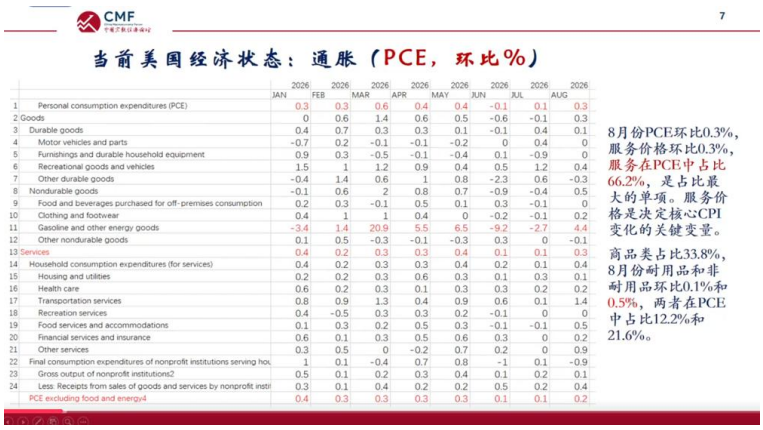
如果剔除能源和食品，核心 CPI 环比读数同样为0.3%。其中，居住服务环比为0.3%。由于居住服务在整个 CPI 中的占比非常高，超过40%，其价格变化在很大程度上决定了整个 CPI 的变化。其他涨幅较大的项目还包括烟草类产品，但其占比相对较小。因此，居住服务是当前决定核心 CPI 变化的关键变量。



从同比数据看，CPI 同比已经连续6个月处于3.3%以上，3-8月份6个月的时间内并未出现下行。其中，能源价格同比涨幅非常高。从今年2月28日中东事件以来，能源价格同比涨幅均达到两位数，实际涨幅较高，8月份同比涨幅仍达到16.3%，对整个 CPI 形成了一定推动作用。

剔除能源和食品后，核心 CPI 涨幅相对尚可，8月份为2.4%，比7月份的2.5%略低。但剔除能源价格后的服务核心 CPI 同比涨幅已经连续6个月处于3%以上。由于服务在整个核心 CPI 中的占比达到58%，因此，这是支撑美国通胀的核心因素。同时，由于能源价格上涨，与能源相关的行业价格涨幅也比较明显。例如，航空业需要使用大量燃料，能源价格上涨也推动了航空票价大幅上涨。因此，整个 CPI 仍然处于较高水平。

从美联储非常关注的 PCE 指标来看，首先看环比。8月份 PCE 环比为0.3%，这一读数相对较高。其中，“服务”一项环比仍为0.3%，同样处于较高水平。服务在整个 PCE 中的占比非常高，超过66%。因此，如果服务价格不能下降，PCE 很难明显下降。



		2026 JAN	2026 FEB	2026 MAR	2026 APR	2026 MAY	2026 JUN	2026 JUL	2026 AUG
1	Personal consumption expenditures (PCE)	0.3	0.3	0.6	0.4	0.4	-0.1	0.1	0.3
2	Goods	0	0.6	1.4	0.6	0.5	-0.6	-0.1	0.3
3	Durable goods	0.4	0.7	0.3	0.3	0.1	-0.1	0.4	0.1
4	Motor vehicles and parts	-0.7	0.2	-0.1	-0.1	-0.2	0	0.4	0
5	Furnishings and durable household equipment	0.9	0.3	-0.5	-0.1	-0.4	0.1	-0.9	0
6	Recreational goods and vehicles	1.5	1	1.2	0.9	0.4	0.5	1.2	0.4
7	Other durable goods	-0.4	1.4	0.6	1	0.8	-2.3	0.6	-0.3
8	Nondurable goods	-0.1	0.6	2	0.8	0.7	-0.9	-0.4	0.5
9	Food and beverages purchased for off-premises consumption	0.2	0.3	-0.1	0.5	0.1	0.3	-0.1	0
10	Clothing and footwear	0.4	1	1	0.4	0	-0.2	-0.1	0.2
11	Gasoline and other energy goods	-3.4	1.4	20.9	5.5	6.5	-9.2	-2.7	4.4
12	Other nondurable goods	0.1	0.5	-0.3	-0.1	-0.3	0.3	0	-0.1
13	Services	0.4	0.2	0.3	0.3	0.4	0.1	0.1	0.3
14	Household consumption expenditures (for services)	0.4	0.2	0.3	0.3	0.4	0.2	0.1	0.4
15	Housing and utilities	0.2	0.2	0.3	0.6	0.3	0.1	0.3	0.1
16	Health care	0.6	0.2	0.3	0.1	0.3	0.3	0.2	0.2
17	Transportation services	0.8	0.9	1.3	0.4	0.9	0.6	0.1	1.4
18	Recreation services	0.4	-0.5	0.3	0.3	0.2	-0.1	0	0
19	Food services and accommodations	0.1	0.3	0.2	0.5	0.3	-0.1	-0.1	0.5
20	Financial services and insurance	0.6	0.1	0.3	0.5	0.6	0.3	0	0.2
21	Other services	0.3	0.5	0	-0.2	0.7	0.2	0	0.9
22	Final consumption expenditures of nonprofit institutions serving hou	1	0.1	-0.4	0.7	0.8	-1	0.1	-0.9
23	Gross output of nonprofit institutions2	0.5	0.1	0.2	0.3	0.4	0.1	0.2	0.1
24	Less: Receipts from sales of goods and services by nonprofit insti	0.3	0.1	0.4	0.2	0.2	0.5	0.2	0.4
	PCE excluding food and energy4	0.4	0.3	0.3	0.3	0.3	0.1	0.1	0.2

除服务以外，商品类在整个 PCE 中的占比只有33.8%，其中耐用品和非耐用品占比分别为12.2%和21.6%。8月份非耐用品环比涨幅较大，达到0.5%，推动 PCE 整体环比涨幅仍保持在0.3%的水平。

从 PCE 同比数据看，今年8月份 PCE 同比涨幅为3.4%。3月份以来，PCE 读数均处于3.4%及以上。美联储所关注的这一指标仍然较高，这也是美联储9月份加息的一个重要原因。

即使剔除能源和食品价格，8月份同比涨幅仍达到3.0%。也就是说，从今年2月份开始至今，核心 PCE 始终在3%以上运行。因此，美国剔除能源和食品以外的核心 PCE 韧性仍然非常强。

这里还有一个重要问题。8月份，美国商务部下属的国民经济分析局更新了 PCE 调整方法。调整以后，美国7月份整体 PCE 同比增速从此前公布的3.7%进行了下修，下修幅度达到0.3个百分点；核心 PCE 也进行了下修，8月份公布的是下修后的数据，与修订后的7

月份数据实际持平。所以，8月份 PCE 下降幅度低于预期，核心原因在于美国 BEA 通过调整方法下修了 PCE 数据。



8

当前美国经济状态：通胀（PCE，同比%）

Price indexes (chain-type):	JAN	FEB	MAR	APR	MAY	JUN	JUL	AUG
Personal consumption expenditures	2.7	2.8	3.4	3.6	3.8	3.5	3.4	3.4
Goods	1.2	1.6	3.4	4.1	4.4	3.4	3.3	3.6
Durable goods	2	2.4	2.7	2.7	2.7	2.2	2.5	2.6
Nondurable goods	0.8	1.3	3.7	4.8	5.4	4.1	3.8	4.1
Services	3.4	3.3	3.4	3.3	3.5	3.5	3.4	3.4
PCE excluding food and energy4	2.9	3	3.1	3.1	3.2	3	3	3
PCE excluding food, energy, and housing4	2.9	2.9	3.1	3.1	3.1	3	2.9	3
Food4	2.1	2.3	1.8	2.4	2.3	2.3	2.3	1.9
Energy goods and services5	-1	-0.1	13	18.2	23.7	16.1	15.1	16.8
PCE services excluding energy and housing	3.4	3.3	3.4	3.3	3.6	3.5	3.4	3.5
Housing	3.2	3.1	3	3.2	3.2	3.2	3.1	3

美国经济分析局（BEA）9月30日公布，2026年8月美国个人消费支出（PCE）物价指数环比上涨0.3%，同比上涨3.4%，低于市场此前预期的3.7%；核心PCE物价指数，在剔除食品和能源价格后，8月同比上涨3.0%，环比上涨0.2%，也低于市场预期。2026年9月16日宣布加息25个基点，联邦基金利率目标区间上调至3.75%—4.00%，并于9月17日起实施。这是自2023年7月以来美联储首次加息，由联邦公开市场委员会12票全票通过。

8月份数据，BEA进行了年度数据更新，并重新调整部分商品和服务价格的计算方法。
调整涉及软件及配件、投资组合管理服务以及法律服务等项目，并将新的计算方法回溯应用到此前数据。7月份美国整体PCE同比增速从此前公布的3.7%下修至3.4%，核心PCE则从3.3%下修至3.0%。8月份核心PCE同比达到3%，与修订后的7月份基本持平，而不是从3.3%进一步大幅下降。

美国通胀之所以维持在较高水平，主要有以下几个重要机制。

（一）工资物价机制

从2026年二季度年率数据看，美国公司利润季度年率达到4.7万亿美元，创美国历史新高，与过去各个时期相比均处于最高水平。其中，金融服务业达到9862亿美元，这一项同样创历史新高；非金融企业利润也达到近3.2万亿美元，其中制造业首次突破1万亿美元。

由于公司利润规模较大，工资物价机制一直是支撑美国通胀韧性的重要因素。利润增幅同样较高，2026年 Q2同比2025年 Q2增长了20.8%，其中制造业利润同期同比增幅达到54.6%，接近55%。因此，利润实际上是支撑美国工资和股权资产价格上行的基础性因素，也是支撑通胀的一个基本原因。



9

当前美国经济状态：利润-工资-物价机制

	2024				2025				2026	
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2
Corporate profits with inventory valuation and capital consumption adjustments	3632.7	3731.3	3690	3890	3886.7	3898.7	4052.4	4262	4325.4	4709.5
Domestic industries	3205.6	3292.3	3297.8	3401.9	3398.5	3425.1	3548.8	3678.1	3806.6	4163
Financial1	644.8	650.1	649	722.7	777.2	801.2	856.5	925.9	918.8	986.2
Nonfinancial	2561	2642	2649	2679	2621	2624	2692	2752	2888	3177
Rest of the world	427	439	392.2	488.1	488.2	473.6	503.6	583.8	518.8	546.4
Corporate profits with inventory valuation adjustment	3956.9	4068.9	4038	4253.6	3940.8	3955.5	4152.3	4389.9	4496.8	4900
Domestic industries	3529.8	3630	3645.8	3765.4	3452.5	3481.9	3648.7	3806.1	3977.9	4353.6
Financial	727.3	735.8	737.8	812.6	840.6	861.8	922.4	996.3	991.2	1063
Nonfinancial	2803	2894	2908	2953	2612	2620	2726	2810	2987	3291
Utilities	53.4	58.2	56	57.3	46.7	42.5	49.9	44.6	58.3	51.9
Manufacturing	660.7	713.9	703.8	736.7	616.6	681.3	741.2	801.7	812.3	1053
Durable goods	388.9	392	387.1	403.9	353.9	371.7	408.8	471.6	486.2	573.7
Nondurable goods	271.8	321.9	316.7	332.7	262.7	309.6	332.4	330.2	326.1	479.6
Wholesale trade	290	293.4	292.2	299.5	266.2	223.9	216.3	238.3	265.9	275.3
Retail trade	331.1	334.8	353.6	349.1	304	310.6	306	312.1	318.4	314.8
Transportation and warehousing	101.5	102.4	101	103.1	84.6	74.7	75.6	79.4	84.6	75.4
Information	358	383.3	395.1	415.3	380.9	384.1	417.8	433.2	475.9	498.5
Other nonfinancial5	1008	1008	1006	991.9	912.9	903.1	919.5	900.5	971.4	1021
Rest of the world	427	439	392.2	488.1	488.2	473.6	503.6	583.8	518.8	546.4

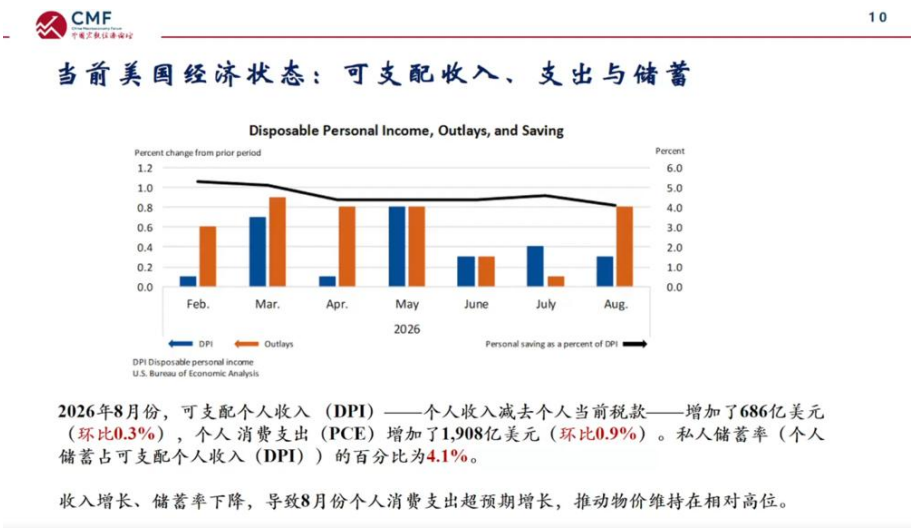
数据来源：BEA，Table 6.16D. Corporate Profits by Industry
[Billions of dollars] Seasonally adjusted at annual rates，Last Revised on: September 30, 2026.

2026年2季度，美国公司利润季度年率近4.71万亿美元，创历史新高。其中，金融业利润9862亿美元，历史新高；利润非金融企业近3.2万亿美元，制造业首次突破1万亿美元，约1.05万亿美元。公司利润增幅较大，2026Q2比2025Q2增长了20.8%，制造业利润同期增幅达到54.6%。

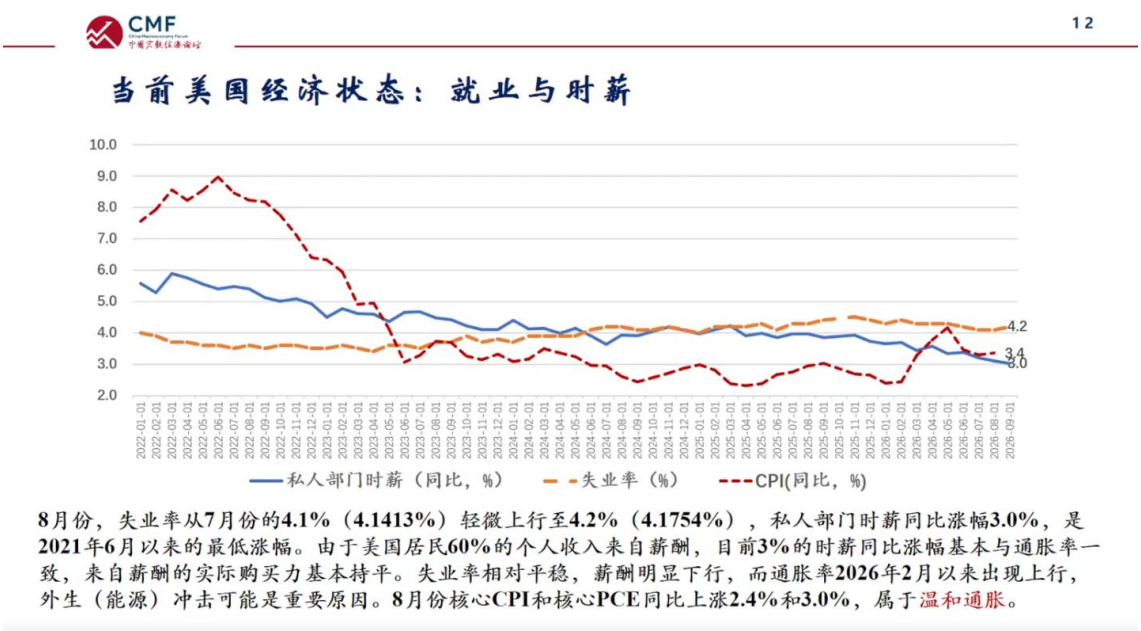
从美国可支配收入、支出和储蓄情况看，8月份个人可支配收入环比增长0.3%，个人消费支出环比增长0.9%，支出环比增幅大。主要原因在于，一方面收入有所增长，另一方面储蓄率下降到4.1%。在可支配个人收入增长和储蓄率下降的共同作用下，8月份个人消费支出超预期增长，环比达到0.9%，这也是推动物价维持高位的基础。

进一步看个人收入来源，美国8月份（月度经过季节调整的年率）个人收入达到27.6万亿，其中员工薪酬大约占60%。员工薪酬中，工资和薪金大约占82.5%，这一比例比较稳定。另一项是个人资产性收入，大约占17%，其中个人利息占53%，股息占47%。此外，还有一大类个人转移支付，主要包括社保、医保等，个人转移支付占19%。

总体看，员工薪酬、资产性收入和个人转移支付合计占个人收入的96%。这表明，美国个人收入来源较为多元，既包括劳动力市场的薪酬，也包括政府转移支付，同时还有个人资产性收入。资产性收入占个人收入的比例并不低，基本达到17%。



从劳动力市场就业和时薪状况看，7月份失业率为4.14%，8月份为4.18%，出现轻微上升。私人部门时薪同比涨幅为3.0%，是2021年6月以来的最低涨幅。由于美国居民60%的个人收入来自薪酬，目前3%的时薪同比涨幅基本与通胀一致。因此，来自薪酬的实际购买力基本持平。



从相关数据看，失业率仍然相对平稳，但薪酬涨幅明显下行。一个原因可能是过去的基数较高，另一个原因可能是劳动力市场已经不像过去那样火热，二者共同导致薪酬涨幅下行。

与此同时，通胀率从今年2月份以来并未出现下降。因此，目前呈现的是薪酬同比增速下降，而通胀本身并未明显下行。核心原因可能是能源的外生冲击。今年以来，尤其是2月份以来，能源价格涨幅较大。

不过，如果从核心 CPI、核心 PCE 来看，目前的通胀水平整体上应属于温和通胀，但通胀韧性强。

（二）资产性收入、股息和股市估值

从股息收入看，2020年疫情前后，其规模基本维持在1.4万亿以下。目前按照季度年率数据计算，已经上升至2.2万亿、2.1万亿左右，大体增长了8000亿-9000亿美元，约占个人可支配收入的9%。经测算，2020年8月大概是9.1%。



从美国股市整体估值看，由于公司利润增长较快，股价也大幅上涨，但整体 PE 估值比去年和过去五年的简单平均值略低。2021-2025年，标普500、纳斯达克和道琼斯市盈率分别为25.77、39.3和27.38。从这一角度看，目前的估值水平与过去五年的估值水平相比并不算高，但股息率明显较低。2026年的股息率，与过去五年的股息率相比，无论采用哪个指标进行比较，目前的股息率都较低。

股息率较低的原因，应该说是企业相对减少了分红。就分红总量而言，股息仍然在增长，主要原因是股价上升，因此，我将其称为相对减少分红。与此同时，企业增加了股票回购和投资。

依据 WIND 数据，高盛预测2026年美国企业股票回购总额将达到1.3万亿，超过企业股票发行规模，即股票回购规模将超过整个融资规模。

从科技巨头看，包括5家云厂商，即 Meta、微软、谷歌、亚马逊、甲骨文，预计总资本开支将达到7350亿美元，这相当于美国30万亿 GDP 的2.5%，属于非常大的、历史上较为罕见的支出。因此，企业股息率较低，主要与回购和投资增加有关。

截至2026年10月5日，美国上市公司市值已经接近108万亿，与2022年底相比达到2倍多。可以看出，近两三年来，美国股市市值涨幅很大。

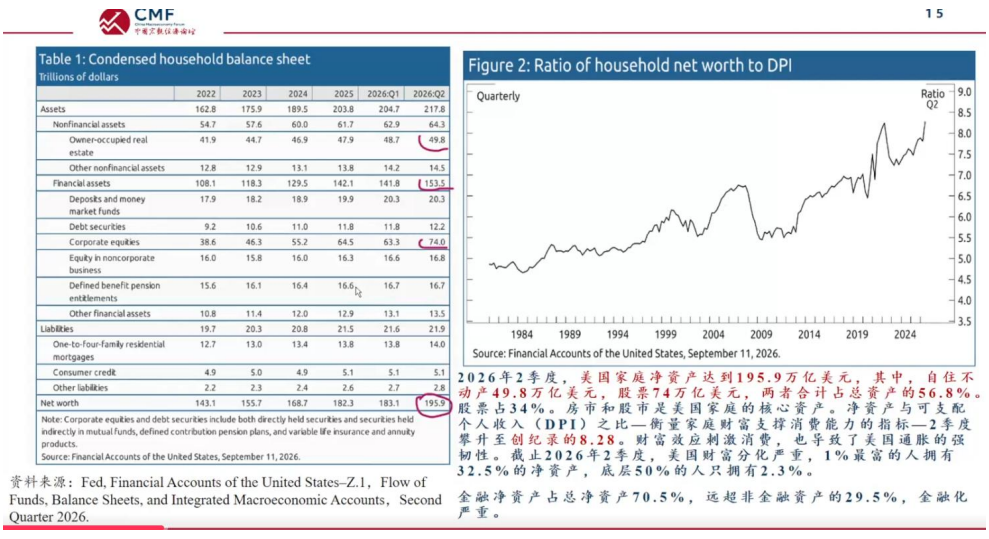
另一个重要的资产性收入来源是房地产。目前，美国房价实际指数处于最高水平。按照2026年7月标普 Shiller 指数计算，已经上涨到337.3，而2000年为100，目前已经达到3倍多，实际创下历史新高。



从美国房地产长周期看，以1980年为起点，相关研究显示，全美房价上涨了500%多，收入上涨了300%多。房价收入比已经从1980年的3.65上升到目前的5.08，峰值为2022年的5.83。

因此，与历史峰值相比，目前美国房价收入比为5.08。按照国际一般水平5-8倍来看，美国房地产整体估值仍处于比较或相对合理的区间。房地产也是美国居民收入和财富的重要来源。

进一步观察美国居民综合资产负债表，可以看到其整体财务状况。今年10月份公布的2026年二季度美国金融账户数据显示，截至今年二季度，美国企业、居民的资产、负债和净资产中，净资产达到195.9万亿美元。其中，自住不动产达到49.8万亿，股票达到74万亿，两者合计占总资产的56.8%，其中股票占34%。



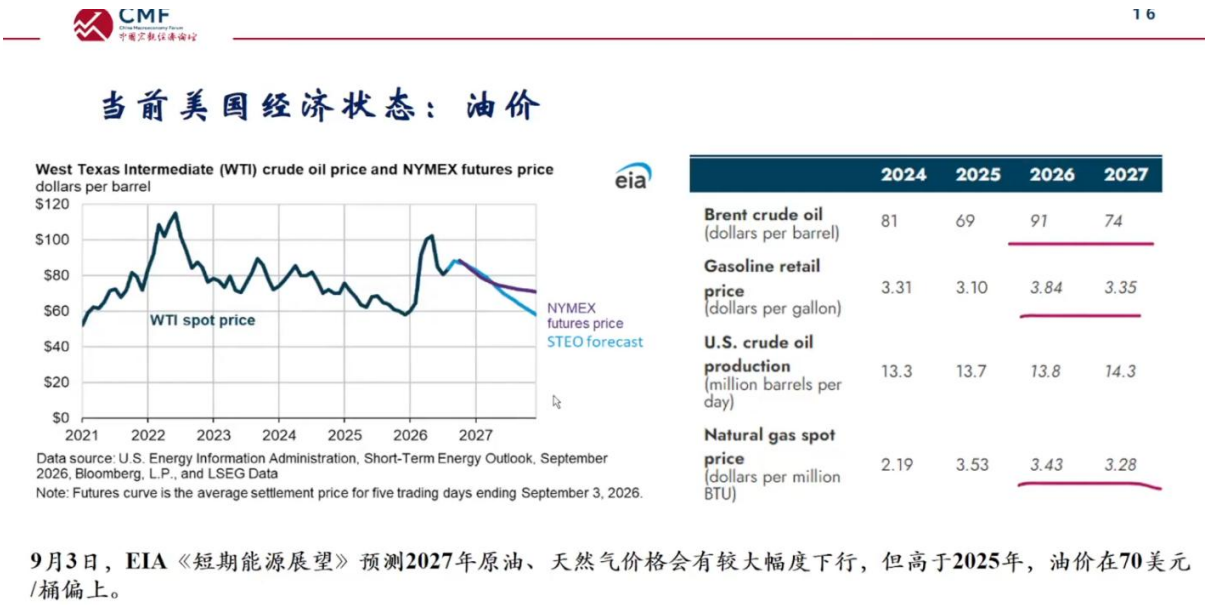
因此，股市和房地产实际上构成了美国家庭的核心资产。BEA 测度的净资产与可支配收入比在今年二季度达到8.28，创历史新高。财富效应对消费形成刺激，也是导致美国通胀韧性较强的重要原因。

从美国家庭净资产与个人可支配收入的比较看，美国财富分化也非常严重。到2020年二季度，1%最富的人群拥有32.5%的净资产，而底层50%的人群只拥有整个社会净资产的2.3%。

从美国整个社会家庭资产结构看，金融净资产占总净资产70.5%。因此，美国社会和美国经济的金融化程度实际上已经相当高，整体处于资产化或金融化状态。

（三）油价因素

除收入因素以外，油价也是影响通胀的重要指标。



9月3日，EIA《短期能源展望》预测2027年原油、天然气价格会有较大幅度下行，但高于2025年，油价在70美元/桶偏上。

根据9月3日能源信息署（EIA）公布的《短期能源展望》预测，到2027年，天然气、原油价格将出现较大幅度下行，但整体水平仍高于2025年，油价仍在70美元/桶偏上。

当然，目前两场地缘政治冲突的变化存在较大不确定性，因此这一预测仅供参考。但至少在未来相当长一段时间内，与去年相比，国际原油价格中枢仍有一定幅度的抬升。


17

一、美联储今年再加息可能性较高

美联储今年很有可能再次加息。三大主要原因：利润-工资-物价机制未显著弱化；资产价格上涨刺激了投资（Tobin's效应，尤其是AI类科技企业）和消费（财富效应）；能源冲击（俄乌冲突和中东冲突）导致能源价格中枢上移。

两场冲突（2026年2月的中东冲突、2022年2月的俄乌冲突），目前当事人立场差距甚远，未见到有明显缓和迹象，冲突的时间可能再次超预期。国际能源价格及相关供应链冲击都存在不确定性。

10月8日，美联储公布了9月15-16日的Minutes of the Federal Open Market Committee，经济活动正在稳步增长(solid pace)。不确定性仍然很高，部分原因是地缘政治的发展。国内支出一直具有韧性（resilient）。生产率增长强劲，资本投资强劲。就业增长与劳动力保持同步，失业率变化不大。通货膨胀仍然居高不下。今天的政策行动将支持更及时地回归委员会2%的目标。委员会将实现价格稳定。

今年1-2季度年率实际GDP增长2.5%和2.2%，2季度年率实际私人消费支出（PCE）和实际总私人投资分别增长3.8%和4.6%。3季度年率实际GDP预测值3.6%（October 08, 2026, GDPNow is not an official forecast of the Atlanta Fed）。

综合以上分析，可以得出一个基本结论，目前市场预期美联储今年再次加息的可能性较高。美国可能加息，主要有三个比较技术性的原因：一、利润、工资、物价机制并未显著弱化。二、资产价格上涨刺激了投资效应以及消费。三、能源冲击导致能源价格中枢上移。

二、和原来预期相比，高利率持续时间会更久

从美联储公布的9月15-16日议息会议纪要可以看出，美联储自身的评价是：“经济活动正在稳步增长。不确定性仍然很高，部分原因是地缘政治的发展。国内支出一直具有韧性。生产率增长强劲，资本投资强劲。”因此，其判断是“通胀仍然居高不下”。

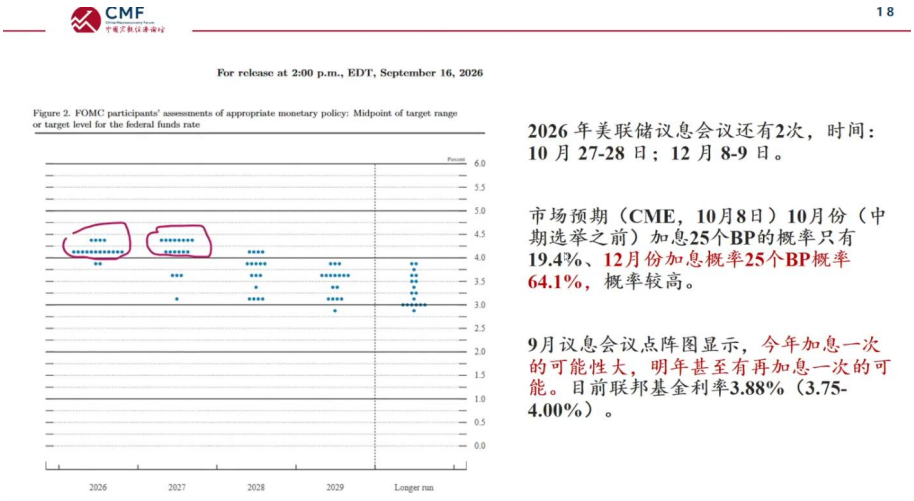
从实际数据看，今年一到二季度，美国实际 GDP 增速分别达到2.5%和2.2%。二季度年率实际私人消费支出和实际总私人投资分别增长3.8%和4.6%，这些均为实际值。

10月8日，亚特兰大联储分行预测三季度实际 GDP 增速为3.6%。这一预测并非官方预测，而是放在其网站上作为经济增长的参考。

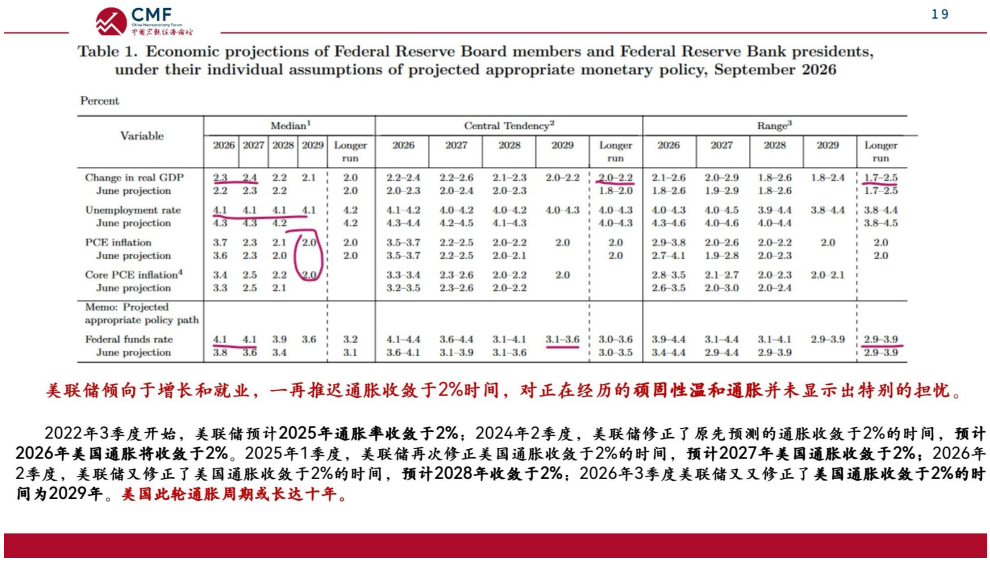
按照2.5%、2.2%和3.6%的增速来看，美国经济增速明显超过其潜在产出水平，总需求对通胀的影响仍然比较大。

从9月份议息会议决议的点阵图看，无论2026年还是2027年，利率都处于4.0%以上。目前市场预计，10月份加息的可能性不高，主要是10月27日、28日临近中期选举，特朗普也多次建议美联储不要加息，干涉美联储。

按照目前市场估计，10月8日 CME 美联储观察的数据显示10月份加息概率为19.4%，远低于40%。因此加息概率不高；但12月份加息的概率达到64.1%，这一概率对于加息而言已经比较高。



9月份点阵图显示，再加息一次的可能性较大。从明年的情况看，2027年也不排除再加息一次的可能性。按照这一点阵图，大体局势如此。4.0%和4.5%之间是4.25%，目前是3.75%到4%，从图中看仍存在进一步空间，这也是市场目前预期未来仍有可能加息50个 BP 的原因。当然，未来实际情况不一定与预测完全一致，美联储点阵图给出了大致方向。



9月份，美联储在《经济预测摘要》中给出了2026-2029年的整体预测。其中一个非常重要的变化是，美联储再次将通胀收敛于2%的时间推迟到2029年。

对过去几年的预测进行汇总可以看到，从2022年三季度开始，美联储预计2025年通胀率收敛于2%；2022年四季度，又将这一时间修正为2026年；2025年一季度再次修正，由于这是季度经济预测计划，收敛时间调整至2027年；到2026年2月份，再次修正为2028年；到2026年三季度，又进一步修正到2029年。因此，其通胀周期可能长达十年。

主要原因在于美联储对于具有顽固性的温和通胀并未表现出特别明显的担忧，因为其政策可能更倾向于增长和就业。当然，这种温和性通胀是否有助于技术泡沫的成长，也是一个值得思考的问题。

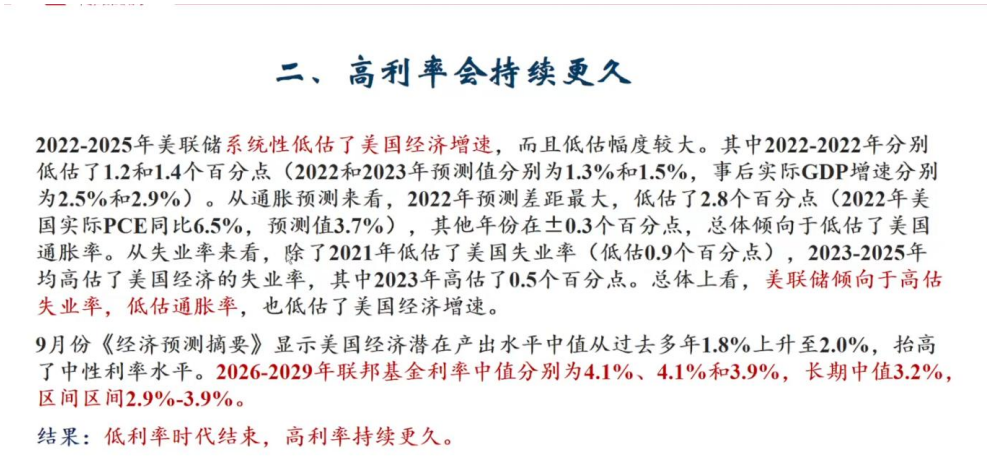
从美联储《经济预测摘要》来看，可能有两个原因：一是模型有问题，二是有意为之。当然，不可能在这么长的时间内始终都有意为之，因为从2022-2026年四年的时间来看，其不断推迟通胀收敛于2%的预测，背后可能还有其他原因。虽然口头上强调控制通胀，但内在政策取向可能更加倾向于增长和就业，这种可能性是存在的。



由于通胀居高不下，长期维持相对较高的通胀水平，推动美国市场债券收益率持续上升。到2026年9月，十年期美国国债收益率月度均值已经接近5%。10月8日，十年期美国国债收益率超过5%，达到5.2%。

10月份十年期美债隐含通胀预期为2.35%，意味着美国通胀并未脱轨，但债券收益率上升可能主要有以下几个原因：1.美国国债规模大幅上升，带来期限溢价上升。随着国债规模不断扩大，市场对其风险的担忧，尤其是对长期国债风险的担忧会有所上升。2.当前大量资金进入美国股市，推动了股价上涨，资金脱股入债也会推动美债收益率上升。当前美国市场出现了股债竞争，这在历史上并不多见。过去很少出现债市资金向股市搬移的情况，大部分时间相对平衡。当前出现这样的状况，也是推动债市收益率上扬的重要因素。

基于上述判断，我们认为，高利率可能持续更长时间。



从美联储预测情况看，2023-2025年，美联储系统性低估了美国经济增速，而且低估幅度较大。2022-2023年分别低估了1.2-1.4个百分点，因为其预测值分别为1.3%和1.5%，事后实际 GDP 分别为2.5%和2.9%。

从通胀预测看，2022年的预测误差最大，低估了2.8个百分点，其他年份的预测误差均在正负0.3个百分点，总体上倾向于低估美国通胀率。

从失业率看，除了2021年低估了美国失业率以外，2023-2025年均高估了美国经济的失业率，其中2023年高估了0.5个百分点。

因此，从美联储当前使用的模型及其判断来看，其倾向于高估失业率、低估通胀率，同时也系统性低估了美国经济增速，以及这种经济增速对美国通胀所形成的韧性。

9月份还有一个值得关注的变化。《经济预测摘要》将美国经济潜在产出水平中值从过去多年的1.8%抬升到2.0%。这一增速并不小，因为它是0.2个百分点的增速，与过去1.8%相比超过10%，相当于将经济潜在产出增速提高了10%以上。

与此同时，美联储也抬高了中性利率。前述国债收益率上扬，可能与中性收益率利率水平上扬存在一定关系。

美联储给出的预测是，2026-2029年联邦基金利率中值分别为4.1%、4.1%和3.9%。整体上，未来三年将在4.0%附近，长期中值为3.2%。

从这一角度看，美国金融市场的低利率时代实际上已经结束，高利率时代可能持续更长时间。这是根据美联储的预测可以得出的判断。关键问题在于，美联储在很多方面的判断和取舍上有自身的一套逻辑，这也是当前美国通胀韧性较强的重要背景。

三、加息及强美元对全球经济金融的负面影响

从另一角度看，此轮强美元周期从2022年2月份开始。当时美元指数站上95，此后一直在95以上运行。2022年4月加息以后，美元指数站上100，目前美元指数仍处于一百零几左右的水平。

此轮强美元周期持续时间比较久

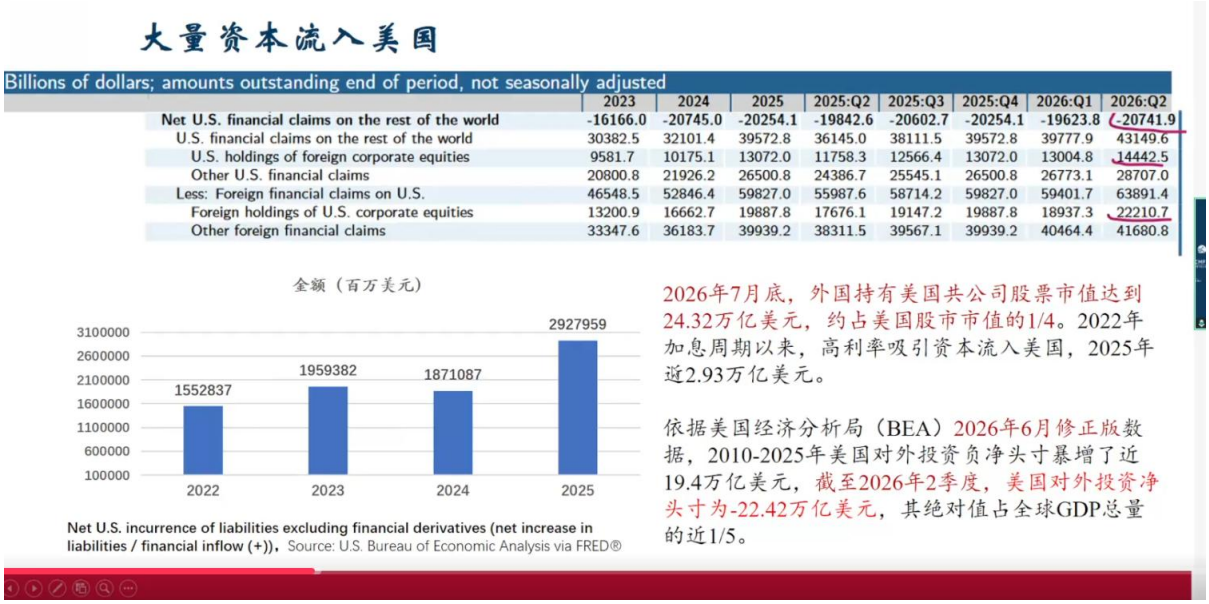


2022年2月，美元指数站上95，就一直在95以上运行。2022年4月，美元指数站上100，目前美元指数在102左右运行。美联储此轮加息周期带来了强美元周期。当然，全球动荡所需求的避险情绪可能也推高了美元。

这一轮强美元周期形成的原因有很多，但加息是推动美元走强的基础性因素。当然，全球动荡所带来的避险需求以及其他因素，也都可能导致美元走强，但加息仍然是推动美元走强最根本的因素。本轮强美元周期持续的时间可能比较长。

强美元周期持续时间延长之后，会带来一个重要问题，即大量资本流入美国，全球外国流动性在某种程度上会有所收紧。从 BEA 的相关数据看，美国对全世界的金融负债在2026年二季度为-20.7万亿（相关表格单位为10亿美元），代表外国资金进入美国。与此同时，根据最新公布的数据，到7月底，外国投资者持有美国上市公司股票的市值达到24.32万亿，约占美国股票市值的1/4。

因此，自2022年加息周期以来，高利率对资本流入美国形成了较强吸引力。2025年流入美国的资金接近2.93万亿。这也带来另一个问题，即美国对外投资负净头寸大幅增长。2025年一度达到-26万亿。不过，美国国民经济分析局（BEA）在今年6月份对美国对外投资负净头寸进行了大规模修正，但目前仍然达到-22.42万亿美元。



关于具体下修原因，相关报告内容较长，此处不再展开。整体来看，在高利率态势下，美国对外国资本仍然存在一定的虹吸效应，大量资金流入美国股市。

加息和强美元最直接的负面影响，是全球资金向美国流动。IMF 最近8月份的报告指出，美国强金融周期或者美元走强，对低收入国家而言，资本获取会越来越困难。这是近期研

究得出的一个结果。从过去的情况看，强美元金融周期、美元走强或者美国比较强的金融周期，其影响因素和传导渠道较多，主要表现在以下几个方面。

1、资金外流。强美元和美国较高利率会吸引国际资金流入美国，对其他经济体形成一定的资金外流压力。

2、非美货币汇率可能承压。虽然利率并不是决定货币强弱的唯一因素，但在美元走强过程中，大多数非美货币汇率都会承受一定压力。至少美元指数中的6种货币的利率都是弱的，其他货币要想走强，实际难度比较大。因此，当美元持续处于高位时，非美货币汇率会面临一定压力。

3、融资更加困难。一方面，资金回流美国导致全球流动性收紧；另一方面，美国利率较高，融资成本也较高。因此，新兴市场面临的外债和再融资压力都比较大。在持续的强美元周期中，外部违约事件会不时出现。

4、风险偏好下行。美元回流会对全球市场形成一定压力。由于流动性收紧，外围很多风险资产都会面临压力。风险偏好下行会对整个股市、风险资产以及风险行为产生影响。风险行为中一个非常重要的方面就是创新。因此，风险偏好下行实际上也不利于其他国家的创新。

5、出口下降。美国不断加息会抑制自身总需求，其进口可能随之减少，同时也会抬高融资成本。当然，实际情况不一定完全如此，这里只是进行单向说明。总体而言，加息会对总需求产生影响。

6、出口条件可能有所恶化。这一影响主要针对大量进口中间商品的国家。美元升值以后，由于本币贬值，购买大宗商品需要付出更多本国货币，从而抬高大宗商品进口价格，使贸易条件相对恶化。

三、加息（强美元）对全球经济金融的负面影响

全球低收入经济体融资约束：近期的一项研究表明，全球低收入经济体希望进入国际资本市场融资，但美元走强减弱了低收入国家（LICs）资本净流入。Alexei Miksjuk, Yipei Zhang，Riding the Global Financial Cycle: How Capital Flows into LICs，Working Paper No. 2026/179，August 28, 2026。

美国金融周期对全球经济金融有显著外溢性：（1）**资本外流**：美元利率上升吸引资金回流美国，新兴市场面临资本流出压力；（2）**非美货币汇率可能承压**：美元走强导致非美货币汇率承压，有贬值压力。（3）**融资困难与信贷收紧**：美元融资成本和难度大幅上升，新兴市场面临外债偿付和再融资压力，部分新兴市场和发展中国家主权和企业债务违约风险上升。（4）**风险偏好下行**。美元回流引发全球流动性紧缩，跨境银行融资、信用利差、全球风险偏好同时承压，影响股市等风险资产价格。（5）**出口下降**，加息降低美国总需求和进口，以及抬高贸易融资成本，影响新兴经济体出口。（6）**出口条件恶化**。大量进口大宗商品的国家，美元升值推高了大宗商品价格，恶化贸易条件。对我影响来说，主要是（1）和（4）以及可能会影响货币政策操作空间。央行10月8日公布了人民币汇率政策立场。

沃什主张的降息+缩表组合预示着全球流动性趋紧的态势在未来几年很难改变。即使未来降息，美元有可能也是强美元。

就对我国的影响而言，可能存在一定的资本外流压力。今年前两个季度，资本和金融账户有3400多亿美元的逆差。同时，强美元周期会对我国风险偏好形成一定下行压力，从股权市场、权益市场来看，对我国仍然存在一些负面影响。

此外，这也会影响货币政策操作空间，包括汇率政策空间。人民银行10月8日公布了人民币汇率的政策立场。总体而言，人民币汇率主要由市场决定，坚持一贯原则，以市场供求为基础，参考一揽子货币的稳定，实行有管理的浮动汇率制度，主要是防止汇率超调。

从总体上看，最基本的仍然是由市场决定人民币汇率。因此，对于人民币汇率未来走势，央行也已经说明得比较清楚，既存在影响人民币升值的因素，也存在影响人民币贬值的因素。因此，未来人民币汇率趋势仍然具有不确定性。

以上是当前强美元周期对其他国家带来的主要负面影响。

从未来看，如果有一天美国通胀出现下行，美国在2027年底甚至2028年进入降息周期，按照沃什的主张，在降息周期中还会推进缩表。推进缩表意味着，即使降息，流动性仍然趋紧。因此，即使未来美元利率下降，美元仍有可能保持强势，其对全球经济金融的负面影响持续时间也可能比较长。

论坛第二单元，结合 CMF 热点研讨会分析分析报告，与会专家围绕美联储加息这一议题发表观点。

中国人民大学经济研究所联席所长、中国宏观经济论坛联合创始人、联席主席、中诚信国际首席经济学家毛振华表示，美联储未来是否进入持续加息通道仍有待观察。当前美国通胀仍处高位，经济增长、就业、收入和消费总体保持正向循环，因此缺乏降息必要性，但进一步加息同样需要谨慎判断。他特别强调，本轮美国通胀的重要推动因素是油价和地缘政治冲突，能源价格上涨具有较强外生性，单纯依靠加息难以有效解决，因此即使继续加息，对压低通胀的作用也可能有限。

毛振华认为，美国经济总体仍较平稳，并未出现明显衰退或严重过热。传统产业相对低迷，但科技企业尤其是人工智能领域投资活跃，美国企业利润和创新能力仍处于较高水平。不过，美国国债规模持续扩大，高科技企业资本开支和融资需求较大，国债与企业部门共同争夺市场资金，加之十年期国债收益率超过5%，利率继续上升可能加重政府、企业和居民的融资及利息负担，并对消费形成约束，这也是美联储进一步加息需要考虑的重要因素。

在政策层面，他认为美联储仍保持较强独立性，美国政府虽然会对其政策产生影响，但影响总体有限。美联储货币政策首先是服务美国国内经济，并非专门用于国际博弈，其外溢影响取决于各国经济结构及与美元体系的联系。

对于中国，毛振华指出，中美利率和经济增长走势近年来明显分化：美国处于较高利率和相对稳定增长状态，而中国处于相对较低增长和低利率环境，这一组合值得持续观察。同时，人工智能等科技投资正在深刻影响美国经济和全球竞争格局，其长期经济效应仍需进一步观察。

华创证券首席经济学家张瑜认为，当前美国及全球国债收益率上行，短期更多体现为全球债券市场的重新定价，而不能简单理解为市场正在集中定价美国债务风险或美国国力衰退。科技企业大量发债确实对美债市场存在一定挤压，但从美国非金融企业债发行规模、存量及其与期限溢价的历史关系看，这一因素尚不足以解释当前美债收益率的大幅上升。更重要的变化在于，2008年以来各国央行长期通过 QE 成为国债市场的重要、且对价格不敏感的买方，而随着全球央行逐渐退出 QE、缩表或减少购债，养老金、共同基金等价格敏感型市场机构需要重新对国债进行定价，因此全球债券收益率中枢仍存在进一步上移的可能。

对于美国债务问题，她认为需要保持战略上的客观性。美国债务纪律长期恶化、债务对国力形成持续消耗是客观事实，但这一过程是长期、渐进的，不能据此判断短期美债市场将出现根本性危机。美国国债占 GDP 比重处于高位的同时，美股市值占 GDP 比重也创出高位。从股债资产匹配、安全资产供给以及全球金融市场扩张的角度看，美债依然是全球稀缺的安全资产，其认购情况总体仍较稳定。因此，美国债务问题短期是重新定价，中长期则是一个漫长的战略消耗过程。

对于美联储加息，张瑜判断当前条件仍支持加息，但本轮加息不会复制2022年的猛烈加息周期。按照泰勒规则、平衡法则等历史政策规则，目前政策利率仍存在一定上调空间，但幅度明显小于2022年。当时美国通胀具有商品、服务和能源全面上涨的特征，通胀宽度更高，工资增速也在上行；当前通胀更多集中在能源及部分 AI 科技相关领域，通胀宽度明显下降，时薪增速持续回落，劳动市场改善也更多体现为劳动参与率下降带来的供给收缩。因此，她预计本轮加息更可能表现为有限幅度、阶段性、断点式和不连续的加息，而不是连续、大幅度紧缩。

对于外部环境对中国的影响，张瑜认为不能只看海外利率或资本流动本身，而应观察这些变化最终是否影响中国居民风险偏好以及居民存款的活化。她提出，2022年房地产调整以后，传统以贷款观察经济的方法有效性下降，存款在居民、企业和非银机构之间的分布，成为判断实体经济和金融市场循环的重要指标。

其中，居民存款向企业存款转化，反映消费和实体经济循环状况；居民存款向非银存款转化，则反映居民通过理财、保险、股票等渠道进行资产配置的金融循环。过去两年居民存款活化改善，对企业利润修复和资本市场估值提升形成了重要支撑，但相关指标目前已处于阶段性高位，并出现一定调整。

张瑜指出，2026年二季度中国居民出现一定程度的加速缩表，按揭贷、消费贷进入净收缩，经营贷净扩张也有所减少，居民贷款对社融的净拉动转为负值。因此，当前已进入新一轮稳增长政策需要加码的窗口期。未来无论外部美联储加息，还是国内财政、房地产等政策，其实际效果最终都要观察能否稳定社会风险偏好、促进居民存款继续活化。居民存款能否活化，是判断未来中国经济循环、企业利润和资本市场表现的重要基础。

东吴证券首席经济学家芦哲认为，本轮美联储重启加息最重要的特征是“预防性加息”，其本质更接近于部分撤回此前的宽松，而不是货币政策全面转向紧缩。年初市场普遍预期美联储可能降息或至少维持利率不变，同时也很少有人预计十年期美债收益率会升至5%以上。但在超预期加息落地后，美国资本市场整体仍较为稳健，纳指甚至创出新高，说明市场更多将此次加息理解为在经济增长和通胀均偏强背景下的政策微调，而非政策方向发生180度转变。

对于未来加息路径，他认为最大特点是“不确定性”。决定美联储是否继续加息主要有三个变量：一是通胀及油价走势，尤其地缘政治局势对原油价格的影响；二是美国经济增长及 AI 资本开支的可持续性；三是美国经济“K 型分化”未来是进一步扩大还是逐步收敛。基准情形下，如果油价稳定在100美元以内，到明年二季度美国 CPI 可能回落至2%左右，同时经济增长仍较强，美联储可能采取1-2次不连续的加息。如果未来1-2个月油价回落到80-90美元，经济和就业出现明显走弱，则存在停止加息的可能；反之，如果战事升级、油价升至120美元/桶以上，则可能对应更积极的加息路径。

在增长方面，芦哲强调，2026年美国经济超预期的重要原因是 AI 带来的资本开支，其对经济增长的拉动大约达到1%-1.5%，已经接近消费对增长的贡献。但明年科技企业能否继续维持高强度资本开支存在较大争议。一方面，硅谷仍对 AI 投资和产业回报较为乐观；另一方面，美债收益率大幅上升推高科技企业融资成本，可能反过来抑制 AI 投资和经济增长。

对于“K 型分化”，芦哲认为 AI 既可能通过投资、消费和总需求扩张产生正向溢出，也可能通过替代程序员、政府雇员等岗位，对就业和消费形成负面影响。因此，AI 长期影响可能偏正面，但短期究竟体现为经济拉动还是分化加剧，仍需观察。

从历史经验看，他将1950年以来的加息分为预防经济过热、治理高通胀、退出异常宽松和短期政策校准四类。本轮加息更接近预防性加息和短期政策校准，与1967-1969年、1997年、1999-2000年及1988-1989年的部分特征较为相似，而不同于2022-2023年的高通胀追赶式加息。因此，本轮加息未必会对资本市场形成持续负面冲击。

在资产配置方面，他认为历史上与当前背景相似的几轮加息中，美股整体表现并不差，尤其科技板块往往相对占优；顺周期板块受到的负面影响相对更大，防御性板块在加息后

期可能表现更强。因此，尽管未来加息次数和节奏仍存在较大不确定性，但结合历史经验，他对权益类资产仍保持一定信心，尤其相对看好科技板块的表现。

上海交通大学上海高级金融学院教授胡捷认为，理解当前美联储政策，需要把加息与资产负债表调整结合起来观察，其核心在于美联储货币政策“范式”的变化。2008年以来，量化宽松显著改变了美国金融体系中的基础货币结构，并对资产价格形成了长期支撑。以道琼斯指数为例，2009年前后的长期年化收益率出现明显抬升，他认为量化宽松是其中的重要推动因素。量化宽松对广义货币、GDP 和失业率的长期影响相对有限，但由于大量基础货币集中在金融机构手中，强化了金融机构参与资产交易的能力，从而对股票等资产价格产生了更直接、更显著的影响。

对于新任美联储主席凯文·沃什的政策思路，胡捷认为，其重要变化在于重新强调缩表，即通过量化紧缩减少美联储资产负债表规模，实现对过去量化宽松政策的部分逆转。沃什认可2008年金融危机期间第一轮 QE 在稳定金融体系方面的必要性，但对后续第二轮、第三轮 QE 持否定态度，并明确提出未来在条件成熟时推进缩表。胡捷预计，缩表规模可能至少回到第四轮 QE 之前的水平，意味着资产负债表可能减少4万亿以上。

他指出，美联储未来仍会坚持2%的通胀目标，货币政策操作将继续依靠“左右手”配合：一方面通过缩表控制央行基础货币，另一方面通过利率政策调节商业银行信用创造。只要两者搭配合理，美联储控制通胀这一核心目标就不会受到明显影响。但缩表会减少金融机构流动性，从而削弱对美国资本市场的流动性支撑，对资产价格构成负面因素。不过，QT 并不意味着股票市场一定立即大跌，因为科技革命、生产率提升和企业盈利等因素仍可能支撑资产价格。因此，未来最关键的是缩表节奏。如果加息与 QT 同时过快推进，可能对经济、通胀和资本市场形成过度紧缩压力。

对于美联储是否会继续加息，胡捷的判断相对谨慎。他认为，当前利率水平已经具有明显压制性，例如30年期房贷利率达到7.5%。虽然 AI 等部分领域融资需求仍然旺盛，但从整体经济看，高利率已经形成较强约束。因此，只要通胀不继续恶化，就没有必要持续加息。当前 CPI、核心 CPI、PCE 和核心 PCE 四项关键通胀指标总体表现为下降后趋稳或继续下行，尚未显示明显恶化迹象，因此未来是否再次加息应更多取决于后续数据。

对于高利率持续时间，他认为需要区分政策利率与市场利率。联邦基金利率主要取决于通胀变化，而市场贷款利率和债券收益率可能维持较高水平。一方面，通胀回落需要时间；另一方面，AI 和科技革命带来的大规模融资需求将加剧资金争夺，并可能长期推高市场利率。

在资产市场方面，他认为加息和 QT 叠加总体构成负面压力，尤其需要警惕 AI 相关资产价格未来出现较大回撤，甚至存在“泡沫破灭”的可能。高利率同时会加重美国财政压力，美国国债余额较大，利息支出已经占税收较高比例，持续高利率还会通过房贷等渠道提高居民和企业融资成本，对经济增长形成拖累。

对于中国，胡捷认为美联储加息的直接影响总体有限。最值得关注的是汇率渠道，但由于中国长期顺差规模较大，而且人民币资本项目兑换受到限制，中美利差并不会简单、直接地转化为人民币大幅贬值压力。因此，他认为，美联储货币政策对中国央行政策和国内经济的直接约束并不强，中美货币政策总体仍具有较大的独立性。

华福证券首席经济学家管涛认为，9月16日美联储加息25个基点，是2023年7月以来首次加息，也是沃什任美联储主席后的首次加息。当前市场普遍将其视为一次“风险管理式加息”，而不是新一轮持续紧缩周期的起点。但他对此持相对谨慎态度，认为本轮加息未来仍存在由预防性、间歇性加息演变为持续紧缩的可能，关键取决于通胀压力以及 AI 资本开支与货币政策之间的博弈。

他重点回顾了1999—2000年的美联储加息周期。1999年6月，美联储在经济增长较快、就业市场偏紧但通胀压力尚不严重的情况下重启加息，最初同样具有明显的预防性和风险管理色彩。此后美联储采取间歇式加息，前四次加息期间纳斯达克指数反而累计上涨51.7%，说明加息并不会立即导致股市调整。但随着信息技术投资持续扩张、经济过热和通胀风险上升，美联储继续收紧。即使2000年3月以后纳指开始大幅回落，美联储仍在3月和5月继续加息，其中5月一次加息50个 BP。直到当年12月，在纳指已经从高点回撤50%以上后，美联储才开始更加关注经济增长疲软。随后从2001年1月3日至2003年6月25日累计降息13次、550个 BP，货币政策最终从防通胀转向“救火式”宽松。

管涛认为，当前美国与上世纪末存在一定相似性。当前通胀压力主要来自三个方面：一是中东冲突推动能源价格上涨；二是关税政策带来的价格压力；三是 AI 资本开支过热

形成的需求拉动。AI 长期可能提高生产率、降低价格压力，但短期大规模投资反而可能推升需求和通胀。因此，本轮加息的路径和终点，可能在很大程度上取决于美联储加息与 AI 资本开支之间的博弈。如果 AI 投资持续强劲、通胀难以回落，美联储可能不得不进一步加息；但高利率对传统行业的压力明显大于对高回报 AI 行业的约束，因而存在“降不了 AI 热度、却压制传统经济”的风险。

对于全球影响，他认为，即使本轮货币政策调整幅度可能相对温和，仍需警惕全球金融市场重新定价以及风险外溢。高利率会增加政府债务偿付压力，也可能在流动性收紧背景下触发高估值股票市场调整。

对中国而言，美联储加息的外溢影响主要通过三个渠道体现：一是跨境资本流动渠道，中美利差倒挂扩大可能加大资金流出压力；二是投资者预期渠道，美债收益率上升、美股调整可能压低全球风险偏好，并推动高估值资产重新定价；三是贸易渠道，如果海外 AI 资本开支降温，而近年来中国出口增长中较大一部分与 AI 相关需求有关，则可能造成外需放缓、出口动能减弱。

在政策应对方面，他建议，一是加强海外货币政策、跨境资本流动和风险监测，提高预警处置能力；二是完善应对全球市场波动和跨境风险传导的政策储备，明确宏观审慎措施启用和退出条件；三是加强战略性力量储备和稳市机制建设，健全中长期资金入市机制；四是强化市场预期引导，尽量阻断海外恐慌情绪向国内资本市场传导。

美联储是否进入加息通道有待进一步观察

毛振华　中国人民大学经济研究所联席所长、教授、中国宏观经济论坛（CMF）联合创始人、联席主席，中诚信国际首席经济学家

以下观点整理自毛振华在CMF宏观经济宏观经济热点问题研讨会（第124期）上的发言

讨论美联储货币政策，香港是一个不可多得的观察窗口。作为国际金融中心，香港实行与美元挂钩的联系汇率制，美联储的每一次利率调整都会近乎同步地传导至香港市场。与此同时，香港经济基本面与中国内地经济紧密相连，这种“政策与基本面错配”使得香港既要紧盯美联储的议息节奏，又要观察内地的经济政策，这种双重观察的特殊位置，让市场参与者对美联储政策的边际变化更为敏感。此前市场已经对于“不降息”形成共识，但对于 “是否加息”仍存在分歧。我认为，尽管白宫存在降息诉求，但9月加息已经印证美联储仍具备较强独立性，至于是否开启新一轮加息通道仍有待观察。一方面，美国本轮通胀源于地缘冲突引发的油价冲击，货币政策治理通胀效果或有限；另一方面，美国经济不存在全面过热，企业创新能力保持韧性，企业利润再创新高，但政府债务高企、国债与企业债争抢资金，叠加银行信贷流动性趋紧、居民债务压力，这些因素制约了加息空间。此外，美联储货币政策本质属于美国国内调控工具，其外溢效应取决于各经济体自身结构以及与美元关联程度。当前中美利率周期错位，我国“低通胀”叠加“低利率”的组合，与日本历史阶段存在相似之处，值得持续跟踪研判。

一、美联储货币政策独立性仍存，是否进入“加息通道”需进一步观察

此前市场已经对于“不降息”形成共识，但对于“加不加息”存在分歧，市场对美联储政策走向的判断未形成一致预期。在最近一次美联储加息落地前半个月左右，我曾在香港参加过一次研讨会，会议内容就涉及到美联储货币政策的展望。会上超过半数人员认为年内将维持利率不变，约十分之一人员预期会继续加息，而没有人预计降息。这一结果显示，市场已经基本排除了短期内降息的可能，但对于是加息还是维持此前利率水平，仍处于观望状态。**市场之所以不敢坚定判断“已进入加息通道”，一个重要原因在于美国国内的政治变量。**特朗普政府一直在对美联储施压，要求其降息以刺激经济，甚至不排除采取

非常规手段。在这种背景下，不少分析人士认为，美联储可能会采取一种“观察态势”，既不轻易跟随白宫的政策偏好，也不贸然继续紧缩。这种政治与央行之间的博弈，使得市场需要更多数据、更多时间来确认美联储的真实立场。

美联储的独立性依然是决定政策走向的主导力量，白宫的政治压力影响有限但并非零。从最近一次加息及沃什的公开表态来看，沃什明确表达了坚持美联储长期独立政策的立场，没有屈服于总统要求降息的压力，这次加息本身已经用实际行动证明了美联储的独立性。但这并不意味着政治影响完全消失。美联储与白宫在“推动增长、收入、就业正向循环”这一最终目标上是一致的，分歧主要在于工具选择和节奏把握。未来决定美联储利率方向的根本变量仍然是通胀和经济基本面，这是其法定职责所决定的，也是任何政治压力都难以绕开的硬约束。

当前继续降息概率极低，但是否进入加息通道有待进一步观察。短期内美联储开启降息通道的概率极低。一方面，美国通胀仍然处于高位；另一方面，美国经济增长态势稳定，没有出现衰退迹象，美联储不需要通过降息来刺激经济。但“是否会继续加息”也需要进一步观察。具体政策方向仍主要取决于通胀与经济增长这两个方面。需要明确本轮通胀的本质是什么，加息的效果与作用如何？同时需要判断美国经济是否过热，是否需要通过加息来降温？只有把上述问题厘清，才能判断下一阶段的政策方向。

二、本轮通胀主要源于油价驱动的供给冲击，通过加息降低通胀的效果或有限

本轮美国通胀的核心因素源于油价上行，受地缘冲突驱动而非货币条件驱动，美联储通过加息降低通胀的效果受限。本轮通胀主要是由地缘冲突引发的油价上升驱动，并非石油供给本身短缺带动，与传统的供给侧冲击驱动通胀不同，即便持续加息，美国通胀也很难因为利率上升而回落。从全球石油市场的基本面看，石油长期并不存在真实的短缺问题，世界上仍有大量闲置产能尚未启动。**本次美以伊战争爆发后油价上升，是地缘政治事件的价格表现，而非全球石油供求格局的根本性反转。**需要明确的是，石油对实体经济的冲击或小于对通胀的冲击。中国作为石油依存度高达70%的国家，受霍尔木兹海峡局势的影响相对有限，对其他经济体而言更是如此。而金融市场会放大油价的每一次波动，资本在其中制造氛围、每一次波动都是获利机会。价格形成机制本身含有预期因素，市场氛围的放大效应使得油价对通胀的冲击要大于其对实体经济的实际影响。

美伊冲突短期难结束，油价对通胀的压力将持续存在，仍是影响美联储未来政策走向不可忽视的重要外部变量。从博弈双方的态势看，中期选举后美以加大对伊军事行动的概率，可能高于和平收尾的概率。一方面，双方都是"讲面子"的政治领袖，都需要在结束冲突时宣布胜利、拿出令人信服的成果，这种心理会压缩双方谈判空间。另一方面，美国的两个战略目标，即颠覆伊朗现政权与迫使伊朗弃核，本质上是同一问题，而伊朗在持续抵抗中展示了超出预期的国家韧性。伊朗最重要的筹码是对霍尔木兹海峡实施封锁或干扰，使这条国际水道的通行状况取决于伊朗的态度。未来只要伊朗政权仍然存在、只要霍尔木兹海峡问题上美国仍需与伊朗讨价还价，伊朗便是这场冲突的实际胜利者。对美国而言，特朗普即使宣称胜利，国际社会也不会认同。因此，和平解决的前景不容乐观。战事若延续，油价对通胀的影响便会持续，美联储政策操作受限、利率工具能发挥的作用也受到一定影响。

三、美国经济呈 K 型分化而非全面过热，债务付息压力、融资资源竞争等进一步约束加息空间

美国经济正经历 K 型分化增长，而非全面过热，传统行业承压但企业整体创利能力与创新能力较强，暂不需要通过利率趋势性调整影响增长节奏。K 型分化是一个中性概念，全球多国都存在，只是“K”的长短不同，有的经济体上行线短、下行线长，有的则相反。整体上看，今年以来美国经济基本面表现良好，增长、就业、收入与消费处于良性循环中，但同时美国传统产业也处于相对低迷、困难较多的状态，较为领先的科技企业消耗了大量资本，但短期收入贡献有限，且对就业带来一定冲击。因此，当前美国经济不需要降息来刺激，也不存在需要通过加息来降温的全面过热风险。过往市场分析中，部分观点认为美国经济存在诸多隐患，大概率爆发重大风险。但我持不同判断，评判美国经济基本面，可依托两大核心指标，分别是企业创利能力与科技创新能力，目前这两项核心能力均未出现衰退迹象。

在企业创利和创新能力保持稳定的前提下，重点观察企业负债率和市场流动性两大指标。一方面，当前企业整体负债率不高但不同行业负债率显著分化，仅高科技等少数行业企业负债率偏高。高科技企业虽通过股权市场获得了海量融资，但因业务研发、市场扩张等投入规模巨大，持续在债券、信贷等市场吸纳资金，推高了自身负债规模。不过从整体

市场来看，美国绝大多数行业的企业负债率处于合理区间。美国企业创新能力处于高位、整体负债率处于低位，依托稳健的企业经济基本面，美国经济难以爆发系统性危机。

另一方面，美国国债规模累积至高位、付息压力高企，国债与高科技企业债同时在市场上竞争有限的融资资源，流动性承压也会制约加息空间。经济基本面向好支撑了美国政府的债务存续能力，市场对美债的信心充足，使得美国国债长期具备较强的市场吸引力。不过也要看到，近年来美国国债规模持续上行，财政成本显著升高。截至2026年9月，国债规模已由2019年的23万亿美元攀升至超40万亿美元，同时美国十年期国债收益率已超过5.2%，处于2008年以来的历史较高水平，国债年利息支出超过1.3万亿美元。**利率上升对居民部门的传导效应同样不容忽视。**美国居民中相当比例持有房贷和各类消费贷款，利率上升直接抬高家庭偿债成本，进而制约消费能力。这意味着，加息政策的负面影响会通过居民支出能力这一渠道逐步显现。居民利率敏感度同样构成了美联储在利率政策上需要审慎权衡的现实约束。

与此同时，美国高科技企业研发与扩张投入规模巨大，普遍采取高负债经营模式，大幅提振了国内债务市场的融资需求，国债融资与企业融资形成资金竞争关系，银行体系流动性趋紧。当前美国金融市场呈现资金结构性失衡格局，市场资金大量涌入股市，导致银行信贷市场资金供给紧张，信贷市场整体流动性并不充裕。一般来说，美联储加息通常会抑制投资、压制股市表现，但当前美国股市在加息环境下依然强劲，主要或源于当前美国企业整体利润水平处于较高水平，为股市韧性提供了重要支撑。此外，AI 的快速发展也带来高科技企业大规模举债，企业债务融资需求旺盛叠加国债扩容，有限融资资源下难免会加剧市场流动性紧张，制约加息空间。**值得一提的是，人工智能是本轮美国经济科技引领的核心，但其溢出效应及对全球格局的深远影响仍待观察。**AI 的治理模式以及其是否会演变为类似 “星球大战”那样的大国消耗性竞赛，目前仍在讨论之中。从目前竞争格局看，中美两国在 AI 领域显著领先，除日本、韩国和中国台湾地区在 AI 制造环节的部分细分领域处于领先地位外，其他经济体与中美之间存在显著差距。未来全球格局是走向科技引领的重组，还是如部分欧洲国家所期待的那样，最终证明这只是一场投入巨大而产出有限的竞赛，仍有待时间检验。

四、美联储政策本质为国内调控工具而非国际博弈工具，持续关注中美利率周

期错位现象

美联储政策本质上属于美国国内宏观调控政策，而非美国进行国际博弈的工具。尽管美元具备全球货币属性，但美联储的利率与货币政策，核心服务于美国国内经济目标，并非美国开展国际博弈、刻意收割全球红利的工具。至于美联储政策调整对不同国家、不同经济体产生的差异化影响，根源并不在于政策本身的主观导向，而是由各经济体自身的经济结构、以及与美元体系的关联程度所决定的。

中美利率周期的错位现象，具备研究和观察的价值。长期以来，中美货币政策与利率走势呈现差异化发展格局。在欧美国家维持低利率的阶段，中国经济高速增长，市场利率也保持相对高位；而当前美国开启加息、利率走高，同时经济增长保持韧性，中国却处于经济增速放缓、市场利率低位运行的阶段。这种“低增长、低利率”的组合，与日本上世纪90年代-本世纪初曾经历的经济阶段高度相似。这一特殊的宏观格局值得我们持续跟踪、深入研究，对判断我国后续经济走势、货币政策节奏具有重要的参考意义。

美联储新主席将重塑全球金融市场

胡　捷　上海高级金融学院教授，美联储原高级经济学家

以下观点整理自胡捷在CMF宏观经济宏观经济热点问题研讨会（第124期）上的发言

一、量化宽松：助推资本市场大牛市

量化宽松是助推资本市场大牛市的关键力量。以道琼斯指数为例，以2008年底、2009年初量化宽松开启为界，此前（1986年起）年化收益率为6.6%，此后达11.7%，差异惊人，由此可见量化宽松的助推作用。

二、美联储范式切换的影响

（一）美联储的“左右手”与范式切换

美联储通过“左右手”两个工具控制货币，两手权重的变化即所谓“范式切换”。美联储操作的核心使命是稳定物价，兼顾防范金融体系的系统性风险等。其政策工具可分为两个层面：一是“左手”，即美联储直接发行货币，具体通过公开市场操作买入资产投放货币，反向操作则是卖出资产收回货币；二是“右手”，即通过调控商业银行贷款规模从而控制派生存款规模间接影响货币供给。平时美联储主要依赖“右手”，2008年之后“左手”的使用开始增多。两手比例权重的变化，即所谓“范式切换”。

2008年发生了第一次范式切换。此前美联储资产负债表余额基本是一条斜率很小的直线，配合广义货币约7%的普遍增长进行配套扩表。伯南克此后连续三轮量化宽松，每隔两年一次：第一轮旨在稳定金融市场，争议不大；第二、三轮旨在刺激经济复苏和降低失业率，争论较大，因为美联储的核心使命是稳定物价，经济增长和就业应主要依靠市场自身力量。鲍威尔在2020年疫情时启动第四轮量化宽松，规模达4.2万亿美元。与伯南克时期相比，其操作节奏和力度掌握不够稳健，广义货币增速一度达25%，第二年仍达12%，明显高于伯南克时期不到10%的水平。**总体来看，2008年之后美联储货币调控方式从以“右手”为主转向“左手”+“右手”，开启了“范式切换”时代。**

（二）范式切换对资产价格的影响机制

范式切换对基础货币影响明显，对广义货币、通胀和GDP影响有限，但对资产价格影响很大。

就基础货币而言，范式切换的影响最为直接。从历史走势看，1960-1980年代间基础货币基本是一条直线，斜率均匀；范式切换后，基础货币走势出现显著变化，波动明显加大。

就广义货币而言，其增长并不随基础货币的增率同比增加。范式切换仅在个别时间影响广义货币的增量与增速，总体影响有限。广义货币长期平均增长7.16%，即便2008年底启动量化宽松，增长也不到10%，幅度尚属可控。作为对比，2009年中国广义货币增量约为27%以上。2020年量化宽松后，广义货币增速一度达25%，第二年仍达12%，说明鲍威尔的操作节奏较伯南克不够稳健。

就通胀而言，范式切换的影响同样有限，原因在于美联储有“左右手”配合。当“左手”增量变大时，“右手”可相应调整，从而对冲部分影响。但2020年量化宽松之后出现了一次失控：2021年通胀开始上行，2022年7月达9.1%。

就GDP增长和失业率而言，范式切换的影响甚微。原因在于，美联储的核心职能是控制通胀、提供边际参数，经济增长和就业水平主要取决于社会各方努力，美联储自身能施加的影响有限。

相比之下，资产价格则大受影响。年化收益率从6.6%升至11.7%，变化幅度非常显著。其传导机制在于：范式切换后，基础货币占比提高，而基础货币多持于金融机构手中——约每3-4元中有1元在金融机构手中，此前约每8元中有1元。金融机构持有的货币主要用于资产市场交易，因此基础货币占比提高直接推高了资产价格。这是范式切换影响资产价格的底层原因。

三、沃什的政策取向：认可首轮QE、明确缩表

沃什认可第一轮QE，不认可第二、三轮，明确提出缩表，同时坚守2%通胀目标。缩表意味着基础货币减少，市场预期沃什肯可能将资产负债表余额减少到QE四轮之前的水平，约4万亿美元左右，但减少的量和节奏仍需观察，这是范式的切换。2%通胀目标此前存在疑虑，但了解美联储工作使命及内部制度者不会认为其会偏离，目前市场已通过其言行确

认这一点。操作上实行“左右手”配合：“左手”控制央行货币，条件成熟时大概率推进缩表；“右手”根据通胀形势调整商行货币，两者搭配得当，美联储的核心使命便不会受到损害。

QT将缩减金融机构手持流动性，减弱对美国及相关资产的支撑。但流动性缩减未必导致市场回撤甚至崩溃，因为价格走势还受科技革命、劳动生产率提升、经济回报提升等因素支撑，可能对冲流动性减弱的影响。推行QT面临多重阻力：一是认知阻力，美联储内部已成立5个工作组加以消除；二是来自华尔街和总统的噪音；三是国债对资金的需求——若QT掌握不当，可能阶段性加重国债负担。

QT的节奏至关重要。若节奏掌握得当，负面影响相对可控。美联储缩表并非新事：2021年扩表至9万亿美元，现已缩至6.5万亿美元，进一步以适当节奏缩表，未必会过度影响资产市场。但这是负面因素，需要关注。当下通胀形势已沃什执掌的美联储加息一次，加息叠加立即的QT可能过度严厉，不仅在经济和通胀上有所反映，对资本市场也形成压力，因此节奏上会有所考量。

四、美联储重启加息的影响预判

（一）美联储会加息吗：当前利率偏高但尚属可控，若通胀不恶化则无需进一步加息

当前通胀水平偏高但仍处于可控区间，若通胀不出现恶化，则无需进一步加息。相对2%的目标，当前通胀水平偏高但并未严重偏离可控区间。与之形成对照的是，利率高企，如30年房贷利率达7.5%，对经济具有压制性，不过这种压制性在不同领域表现不一：AI相关融资并未因高利率而减缓，但综合整体经济与各行各业来看，利率仍构成高压制性。既然利率具有压制性，且通胀趋势未恶化，即便距离2%目标仍有距离，也无进一步加息的必要。从通胀走势看，四个关键指标（CPI、核心CPI、PCE、核心PCE）中，有三个自5月开始下行后持平，核心CPI连续三个季度走低，通胀未见恶化。因此，后续关键在于数据：本月底议息会议前将发布一组CPI，12月会议前还有两次PCE和一次CPI数据发布。

（二）高利率是否会持久：联邦基金利率取决于通胀，市场贷款利率与债券名义利率会持久

高利率有可能持续。原因有二：第一，通胀回落本身需要时间，这一过程会让联邦基准利率下降缓慢，叠加在市场各项贷款产品的利率上；第二，更为重要的是，资金争夺将

长期存在，这与当前科技革命有关——市场对科技行业的热情、期望以及其真实带来的资金回报，都会推高利率。

（三）高利率的影响评估：对中国市场与政策的含义

就影响而言，美联储加息对美国资产市场构成负面压力。美国AI相关股价明年可能出现较大回撤，甚至“泡沫破灭”。

美国国债余额达40万亿美元，利息支出占税收约20%，持续高利率对财政部压力较大。另外，美国市场上普遍的借贷成本上升（如房贷）也将影响经济增长。

就中国而言，中美利率差加大的影响主要体现在汇率方面，人民币会有更大贬值压力。但人民币不可自由兑换，利差引发的换汇操作实际不可行，因此落地影响有限。加上中国的国际贸易顺差很大导致人民币升值压力较大。综合看，人民币因中美利率差而贬值的可能性很小。

整体而言，美联储政策与中国央行政策各管各的，对中国实际影响有限。

沃什能否避免格林斯潘的覆辙

管　涛　华福证券首席经济学家

以下观点整理自管涛在CMF宏观经济热点问题研讨会（第124期）上的发言

一、9月重启加息是“风险管理式”而非新一轮紧缩起点

9月16日美联储加息25个基点，市场共识是“风险管理式加息”而非新一轮紧缩起点。但从更谨慎的角度审视，这一判断仍需进一步观察。这是2023年7月以来首次加息，也是沃什任主席以来的首次加息。沃什在新闻发布会上解释称，此次操作是撤出部分宽松，尚未到货币政策紧缩阶段。但之所以需要保持谨慎，是因为本轮加息可能重蹈1999年格林斯潘的覆辙——起初为预防性加息，最终因经济形势变化被迫转向“救火式”降息。因此，有必要将本次加息与1999年6月的加息作对比加以观察。

二、1999年格林斯潘加息周期的镜鉴

（一）1999年重启加息前，美联储经历了一个完整的“紧缩—降息—再紧缩”周期

1999年6月重启加息之前，美联储已经历了一个完整的政策周期。1994年2月至1995年2月，美联储加息7次、共300个基点；1995年7月起间歇性三次降息、共75个基点，经济出现软着陆迹象。1997年7月加息25个基点，这是90年代以来唯一只加一次的加息，且在此次加息之前，7月2日泰铢崩盘引发东南亚货币危机，并演变成亚洲金融危机，加息不得不按下暂停键。1998年底，亚洲金融危机波及美国，长期资本公司被接管，美联储一方面救助长期资本公司，另一方面年底连续降息3次、共75个基点，亚洲金融危机余波迅速平息。此后，1999年6月重启加息。

（二）1999年6月重启加息共6次，前四次均为“预防性加息”，始终盯住通胀而非资产价格

前四次加息的主要理由均为经济过热、就业市场紧张、通胀风险高企。从经济数据看，当时美国环比年率增长均在4%以上，高于潜在增速；失业率持续下降，就业市场偏紧；CPI通胀约为3%，高于当时2%的隐含通胀目标。声明措辞亦印证了这一判断：1999年6月议息

会议声明称，“鉴于未来经济中各种矛盾力量平衡尚不确定，委员会决定采取一项不偏向短期政策行动的指导方针”；8月第二次加息称，金融市场整体环境改善应能降低未来通胀风险；11月第三次加息仍称，“若要保持通胀失衡态势受控，并维持经济扩张，这一趋势终须得到遏制”；2000年2月第四次加息仍出于通胀考虑。从美联储表态看，尽管上世纪90年代信息技术革命商业化是当时美国经济过热的深层次原因，但美联储的货币政策并非直接针对美股，而是针对经济过热与通胀压力高企。2000年2月议息会议纪要明确指出，“国内最终需求的扩张将日益受到正财富效应减弱及利率上升的制约。相反，企业设备与软件投资的总体增速有望增强，这主要得益于更新需求，尤其计算机与软件的上升趋势。”可见，美联储认为信息技术相关资本支出强劲是经济过热和通胀韧性的主因，正财富效应并非主要原因。正因如此，前四次加息期间纳指不跌反涨，1999年6月30日至2000年2月累计上涨51.7%。

（三）纳指冲高回落后，美联储仍进一步加息，最终转向“救火式”降息

纳指调整后，美联储仍然加息两次后转向按兵不动。2000年3月纳指掉头向下，3月10日冲高回落；3月21日第5次加息仍担心通胀；5月第6次加息50个基点，为此轮最大一次加息，当时纳指已回撤26%、进入技术性熊市。5月加息后，美股继续调整，但美联储在2000年剩余时间里一直按兵不动，主要关注通胀压力的演变。直到2000年12月最后一次议息会议，美联储才改口承认增长可能放缓。当时会议声明称，尽管部分通胀风险依然存在，但经济活动增速趋于缓和，且尚无迹象表明长期通胀预期有所上升，相关风险主要集中于未来可能引发经济疲软。此时纳指已从高点回撤50%以上。

随着互联网泡沫破灭，美国经济增速迅速放缓，通胀压力逐渐缓解，失业压力开始上升。在此背景下，2001年1月3日，美联储在例会之外紧急降息50个基点。会议声明称，“采取上述措施是基于销售与生产持续疲软，消费者信心下降，部分金融市场环境趋紧，以及能源价格高企削弱家庭与企业购买力等背景；此外，通胀压力仍处于可控范围……相关风险主要集中于可能在可预见的未来引发经济疲软的格局。”1月31日，美联储在议息会议期间再次降息，并重申相关风险主要集中于未来可能引发经济疲软的情形。2001年1月3日至2003年6月25日，美联储累计降息13次、共550个基点。纳指于2002年10月9日见底，到2003年6月25日累计反弹44%。

这一历史过程表明，反通胀的执念令美联储政策转向往往滞后于市场变化。

三、当前美国通胀的三重来源与预警

当前美国通胀压力来自三个部分：中东战争能源价格上涨、关税政策、AI 需求过热，美联储官员与国际机构对此均已发出预警。

美联储官员方面，核心担忧在于 AI 资本支出可能持续推高通胀。当地时间9月28日，美联储理事丽莎·库克表示，未来几个月通胀将继续面临来自人工智能建设、中东冲突相关油价上涨与供应链中断传导的压力；其预计，AI 提高生产率将在未来几年对物价产生一定抑制作用，但这些收益不会及时显现，难以抵消今年晚些时候可能扩大的通胀压力。9月29日，美联储理事迈克尔·巴尔表示，目前尚未看到通胀及时回归2%的明确趋势，通胀仍然过高且风险有所上升；AI 带来的广泛生产力提升可能需要时间，短期内资本支出激增反而推高了价格压力。**综合两位官员的表态，美联储加息路径与终点至少部分取决于利率与 AI 资本支出的博弈，形势发展存在脱离美联储掌控的可能。**

国际机构方面，亦对加息风险发出警告。6月，国际清算银行副总经理指出，全球经济主要面临四大风险，警告一旦利率或市场情绪变化，金融市场可能出现连锁反应，引发风险外溢。9月议息会议之前，穆迪分析几位经济学家提到“加息是个错误”，并表示“AI 相关投资似乎在为经济提供动力，而非 AI 经济已经在增长。美联储要实现通胀目标，要么需要给 AI 热降温，要么对经济其他部分施压。两个都不是好的结果。”

实际上加息对 AI 的影响不大，因为 AI 的回报较高，对利率不一定很敏感，但传统行业已经开始感受到高利率持续更久带来的压力。因此，需要密切关注美联储货币政策与 AI 资本支出、AI 股票行情相互博弈的演进。

四、对中国的溢出渠道与防范措施

（一）美联储加息对中国的溢出效应主要通过跨境资金流动、投资者预期、贸易三个渠道传导

如果美联储加息对全球溢出影响显著，将通过三个渠道影响中国。第一，跨境资金流动渠道，中美利差倒挂加大跨境资金流出压力。第二，投资者预期渠道，美债收益率提高、美股下跌、全球风险偏好下降，高估值资产可能重新定价。第三，贸易渠道，今年出口高

增长约一半贡献来自 AI 相关出口，如果海外 AI 资本支出出现调整，对中国而言就是外需放缓、出口动能走弱，会加大中国经济运行压力。

针对上述风险，相关部门已作出政策提示。证监会领导多次强调，要筑牢防范外部风险冲击的“防坡堤、防浪堤”，外部风险挑战风高浪急，资本市场作为各类风险交汇地和敏感带首当其冲，要着力筑牢资本市场风险防坡堤、防浪堤，全方位加强市场风险监测，高度关注风险跨市场、跨期限、跨境传导，完善外部输入性风险的政策工具箱。人民银行8月二季度《中国货币政策执行报告》指出，“预计本轮货币政策调整幅度相对温和，冲击可能小于以往，但也要关注本轮加息对全球金融市场影响的不确定性。”从债市来看，主要是会增加政府偿债负担；从股市来看，部分经济体股票市场估值偏高，流动性收紧可能触发市场回调。三季度货币政策委员会例会也指出，“主要经济体经济表现分化，通胀走势和货币政策调整存在不确定性。”

（二）防范外部冲击应从跟踪监测、政策储备、稳市机制、预期引导四方面入手

防范外部冲击应从四方面入手。第一，跟踪海外货币政策变化，加强资本跨境流动和风险监测，推动信息共享、政策互商，提升风险预防预警处置能力。第二，加强应对全球市场波动和风险跨境传导的政策储备，并根据“不干预是原则，干预是例外”确定宏观审慎措施启用和退出的条件。第三，巩固和加强战略性力量储备和稳市机制建设，进一步健全中长期资金入市机制，增强资本市场抵御外部冲击的能力。第四，强化市场预期引导，阻断海外恐慌情绪向国内资本市场传导。**上述四方面措施分别对应事前监测、事中应对、市场稳定和预期管理四个环节，构成防范外部冲击的完整链条。**

预防性加息只是撤回宽松，科技板块仍相对占优

芦　哲　东吴证券首席经济学家、东吴香港行政总裁

以下观点整理自芦哲在CMF宏观经济热点问题研讨会（第124期）上的发言

一、本次加息是“预防性加息”，只是撤回一部分宽松

本次加息最重要的背景在于其性质——这是一次“预防性加息”，即撤回一部分宽松，而非收紧。之所以如此定性，可以从两个事实加以判断。第一，2026年初，90%以上的分析者预期降息或至少不加不降，几乎无人预料到美债收益率会突破5%，加息预期极低。第二，加息落地后，资本市场表现稳健，纳指甚至创新高。正因这是一次预防式而非收紧式加息，市场才没有出现恐慌。美联储的意图是基于增长和通胀形势向上而作调整，让市场觉得是在相对较好的经济环境下进行微调，而非180度转向。由此，市场并不担忧，这也是市场对科技板块仍有信心的原因。

二、未来三大不确定性：通胀、增长与“K型分化”

1、通胀的不确定性核心在油价，情景推演影响加息路径

通胀的不确定性核心在油价，需要分情景推演其影响。大摩原油分析师“十一”前坦言不再对原油给出基准价判断——年初伊朗战争初期曾给过“油价破100美元、美债破5%”的超预期情景，如今常识性假设已被打破。既然油价的中枢难以预判，就需要分情景推演。其一，若油价稳定在100美元以内，明年二季度 CPI 降到2%、增长偏强，一至两次不连贯加息（基准情形）；其二，若油价1—2个月回80—90美元，失业率走弱、可能不再加息（乐观情形）；其三，若中期选举后战事升级、油价升破120美元，则出现更积极加息路径（悲观情形）。此外，中期选举结果也影响通胀——两院皆输则科技监管加强，两院皆赢则通胀压力极大。

2、增长的不确定性来自AI资本开支的可持续性，华尔街与硅谷分歧明显

增长的不确定性来自 AI 资本开支的可持续性，华尔街与硅谷对此分歧明显。今年 AI 拉动美国经济增长约1%—1.5%，接近消费1.5%的拉动，明年科技对经济的拉动可能超过消费，这从 AI 大厂的资本开支拆解和 GDP 构成中都能看出。但对明年资本开支能否持续，华尔街与硅谷分歧明显。华尔街偏悲观——金融条件指数显示美债飙升5%以上，Google 这类“现金奶牛”发债成本达8%以上，去年还只是甲骨文等偏后位企业信用利差扩张，如今 Google、Meta 头部企业也如此；硅谷则偏乐观，认为明年资本投入不会下降、产业回报急于实现。

3、“K型分化”是包括中国在内的全球共性，AI收敛与分化效应并存

“K 型分化”是全球共性，AI 的影响则兼具收敛与分化两种效应。

“K 型分化”并非美国独有，而是全球共性。中国中游利润率整体为负，仅通信、电子、计算机等 AI 相关行业利润为正；日韩等半导体相关行业表现同样突出，均印证了这一判断。

在此背景下，AI 对经济的影响究竟是走向收敛还是分化，目前尚难定论，因为其同时存在两种效应。一是收敛性效应，即 AI 通过拉动总需求和经济增长，对其他部门产生扩张性带动作用。例如，加州地区消费繁荣，洛杉矶机场24小时客流不断，小费金额普遍升至20%以上，均反映出 AI 产业对商业和消费的直接拉动。二是分化负面效应，即 AI 对就业的替代在不同地区表现出明显差异：在加州，AI 主要替代码农；在东海岸华盛顿地区，则主要替代政府雇员和文件编辑人员。

总体而言，AI 的影响长期偏正向，但短期内对经济指数的影响方向仍不确定。

三、历史镜鉴：四类加息周期

1950年以来的加息周期可分为四类，短期最像“预防性经济过热”。第一，预防性经济过热，一般对应失业率下降、经济增长偏强，1988—1989年、1999—2000年为典型；第二，治理高通胀，以2022—2023年最典型，属于偏滞后、追赶式的加息；第三，退出异常宽松，以2004—2006年、2015—2018年为典型；第四，短期政策校准，以1997年、1987年

为典型，一般一年内结束。需要说明的是，上述四类并不完全互斥，例如短期政策校准也可能带有预防过热的成分。

对照来看，本次最类似1967—1969年，因为增长环境、通胀环境和政策节奏相对接近。此外，1997年、1999—2000年、1988—1989年也有相似点，但各有不同。1997年只加一次25个基点，是年内的短期校准，但宏观环境与本次相对类似，经济处于软着陆后的扩张期，经济和就业相对强劲，存在过热迹象。1999—2000年为科技繁荣叠加前期降息，加息幅度为175个基点，随后出现科网泡沫和经济增长快速降温。1988—1989年同样是降息后再加息，面临资源品上行压力（如原油价格），加息周期较长，幅度达300多个基点。综合加息幅度、宏观环境和政策利率所处位置，这几个时期与本次相对较为类似。

四、对大类资产的影响：科技占优、顺周期跑输

加息未必对资本市场产生负面影响，加息路径明朗后股市反而可能重新上涨。加息初期，市场对后续加息路径的判断尚不明朗，存在较大不确定性；但随着加息逐步落地、路径趋于清晰，股市往往迎来重新上涨，纳指创新高即为印证。加息带来的利率上行趋势相对确定，因为政策利率与市场利率之间存在明确的传导关系，但这并不意味着加息必然导致资本市场走弱，从纳指的表现可以观察到这一特征。

与本次加息背景较为相似的历史时期，美股涨幅相对居前。涨幅靠前的市场主要集中在1999年、1997年和1967年等几次加息周期，其宏观背景与本次较为接近。据此判断，本次加息与上述几次加息后资本市场的表现可能具有相似性，美股涨幅相对可观，对美股的信心相对更强。涨幅相对偏弱的则属于另外几类加息周期，与本次特点不一致，且每次涨幅的驱动因素有所不同。

从结构上看，大类资产可分为科技、周期和防御三类，其中科技相对占优，顺周期跑输。科技板块多数情况下表现占优，因其受益于 AI 产业趋势的持续扩张与资本开支的强劲支撑——AI 相关的算力投资、半导体需求以及科技企业的盈利韧性，构成了科技股在加息周期中相对抗压的基本面基础。周期板块以道琼斯指数为代表，受负面影响相对较大；顺周期板块多数情况下跑输，防御性板块则相对较强。在时间节点上，各类资产表现存在差异：科技板块在多数时点占优，市场对科技的信心客观存在，尤其是在阶段性加息期间；

防御性板块的时间节点有所不同，与通胀的关系存在差异，尤其在加息后期表现相对较高；顺周期板块表现相对较差。这是对市场走势及不同板块表现的基本判断。

综合历史经验，对权益类资产相对有信心，尤其看好科技板块。整体趋势受三大不确定性因素影响，难以给出明确判断；但综合历史上与本次较为接近的几次加息周期中的大类资产走势，对权益类资产仍相对有信心，尤其是科技板块的走势。

美债的“重新定价”与“战略消耗”

张　瑜　华创证券首席经济学家

以下观点整理自张瑜在CMF宏观经济热点问题研讨会（第124期）上的发言

一、短期以美债为首的全球国债收益率上行更像一次“重新定价”

短期内以美债为首、带动欧洲日本乃至全球国债的上行，更像一次“重新定价”，而非市场在定价美国债务或国力出现了根本性问题。对美债本身而言，这一过程则是漫长的、长期的“战略消耗”，两者应分开看待。

（一）科技股发债挤压并非主因，只是偶发交易因素

过去两个月市场热议的“科技股融资发行长债挤压美债”这一观点，可从两个维度加以检验。第一，美国非金融企业债相对于期限一年以上美国国债的比重，无论按存量、净发行量还是总发行量衡量，与科网时代乃至过去五年、十年相比，均不算历史极高值。第二，从年度意义上讲，其与美国期限溢价的正相关也并不显著。因此，该因素可能在偶尔交易中扮演角色，但在宏观层面、跨年度级别的期限溢价定价中并非主因。

（二）价格不敏感的央行买方退出，价格敏感机构进入，可能推动重新定价

“重新定价”的根源在于，国债市场的买方结构发生了变化：价格不敏感的央行买方逐步退出，价格敏感的市场机构开始进入。2008年全球金融危机之后，各国央行长期推行量化宽松政策，大规模购入国债，成为国债市场的主要买方。在这一阶段，央行购债的主要目的是投放流动性、压低利率，其对国债价格本身并不敏感。疫情之后，各国为应对通胀开始加息、退出量化宽松乃至缩表，央行这一大买方逐渐从市场中退出。与此同时，养老金、共同基金等价格敏感型机构投资者开始进入。央行对价格不敏感，市场化机构则对价格高度敏感，两类买方的定价逻辑完全不同。因此可能推动重新定价。国债收益率的新中枢尚不确定，短期内美债收益率仍可能上行，全球股债市场的波动也可能加大

。

二、长期看美债是漫长的“战略消耗”

长期看，美国债务纪律变差、消耗国力不可否认，但这是一个的漫长过程，短期未必进入金融市场的根本性定价。理由有二。

其一，单看美债占 GDP 比重容易得出片面结论。美债占美国 GDP 比重确实创下二战以来新高，但同期美股占美国 GDP 的比重也创下二战以来新高。如果美债占 GDP 比重创新高被视为美国国力衰减的标志，那么美股作为资产端占 GDP 比重创新高，是否应被视为美国国力的崛起或再崛起？面对两个同时创新高的数据，仅凭单一比值存在以偏概全的风险。

其二，从股债平衡度看，当前美债水平并不夸张。美债相对美股总市值的比值，目前处于过去三四年乃至七八年的相对低位。这是因为美股资产端容量更大，美债相对而言并不突出。此外，美国国债仍是全球非常稀缺的安全资产，占全球主要经济体股市和债市的比重在过去十年相对稳定，美债认购倍数也基本稳定在中枢水平。如果美债真的有大风险，其利率不会是简单上行几十个基点的问题，认购倍数也不会保持稳定。综合来看，债务问题短期不能进入金融市场的根本性定价，不能简单等同于国力崩塌。

三、加息应是“有限、断点、小幅”的

（一）历史规则看，该加息但幅度不大

从泰勒规则、平衡法则、一阶差分等历史规则看，当前应该加息，但幅度并不大。当前实际利率比规则隐含值低，但低出的幅度比2022年少很多。各规则隐含的加息幅度约100个基点上下，明显小于2022年那轮周期。

（二）与2022年相比，通胀宽度与时薪、就业结构都明显不同

与2022年那轮相比，当前加息条件存在三方面明显差异，因此加息应是有限、断点、小幅的。第一，通胀宽度不及当时。2022年那轮通胀峰值时，约70%的项目三个月环比折年超过3%（以 PCE 项目为统计口径），目前这一比例仅约40%-50%。且当时核心商品、服务、能源普涨，现在主要是能源类和部分 AI 科技类，其他核心商品与商品服务的贡献明显低于2021-2022年，通胀宽度不足，重要类别的贡献也不够高。第二，时薪增速持续下

行，而2022年时薪增速则在上行。第三，近期失业率回落可能部分受到劳动参与率下降的影响，即供给收缩而非需求扩张。**综合以上三方面差异，当前应该加息，但加息幅度应弱于2022年那轮，是不连续、断点、有限幅度的。**当然，本轮加息与历史周期存在差异，涉及复杂的美国国内政策干扰、对等关税以及一系列不可预测的因素，对美联储亦构成挑战。因此，不宜对加息次数作确定性预判，但总体应是弱于2022年那轮的小幅阶段性加息。

（三）金融市场回验了这一判断，美债贡献结构解释了美元走强

金融市场实际交易数据回验了上述判断，并解释了美元偏强的原因。今年初以来各国十年期国债收益率的贡献分解显示，美债收益率上行主要由期限溢价和实际短期利率贡献，而德日英国债收益率上行则基本由通胀预期和期限溢价贡献，没有增长因素的贡献。**这说明美债上行更多反映经济增长与债务供给的定价，而德日英上行更多反映风险补偿与通胀预期，两者性质不同。**因此，美元资产相对吸引力更强，美元偏强，与资本市场走势相互印证。

四、国内影响：存款分布决定经济循环，核心在于居民存款活化

（一）存款分布决定实体经济与金融两大链路

2022年房地产转型调整之后，围绕贷款的分析方法论已难以有效刻画经济波动，因为贷款在持续下滑，因此我们提出“不看贷款只看存款”的分析框架：存款的分布对经济循环和研判更为重要。中国存款（每月 M2公布的存款）大致分三部分：居民存款、企业存款、非银存款。存款在这三部分之间的分布，决定了实体经济循环与金融循环两大链路。

从本质上看，如果居民只存不花，那么企业赚不到钱，金融机构也没有信贷资金流入、没有交易量，金融市场交易也不会活跃。这一背景下，居民存款高企更像经济下行的力量——居民越倾向于储蓄，经济循环越受阻。居民预防性存款之所以高企，与2021年地产调整密切相关：地产调整之后，很大一部分资金不再流入购房，居民预防性存款因此持续攀升，目前达170万亿-180万亿元，占 GDP110%-120%，为过去十年最高值，而三四年前这一比值稳定在85%。

若居民存款开始活化、释放，则形成两条链路，分别对应居民存款活化的两种去向。

实体经济链路方面，居民存款活化、把钱花出去，必然有企业赚到钱。因此，企业存款差值与居民存款同比之差是实体经济链路的最佳指标，也是 PPI 与上市公司净利润的领先指标。该指标反映的经济含义是：经济越好，居民越不储蓄，企业盈利越强，指标越往上走。目前该指标**处于6年偏顶部区间，已调整2个月。**过去两年的修复，可能与2024年四季度以来的稳增长政策、前期偏弱预期的改善以及科技进步和经济转型有关。**但该指标能否继续上行，仍需观察。**2026年二季度住户贷款余额净减少，提示居民信贷扩张偏弱，企业进一步信用扩张客观上受阻，因此修复能否持续还需观察。这也是近期政策加码进入新一轮窗口期的背景。

金融链路方面，居民存款活化、买理财买保险形成非银配置，这属于大储蓄中的投资行为。居民存款与非银存款之间的互动，影响金融市场的交易量、估值与活跃度。新增 M2 中，新增居民存款比重与万得全 A 市净率（估值）呈良好的负相关：2022-2023年居民储蓄高企时，交易量缩量、估值下杀；过去两年存款活化时，则出现顺畅的估值提升与资本市场活跃。

因此，所有政策（“8·28”期房转现房新政、外部加息、财政加码）最终都要看是否改善居民存款活化。外部影响能否形成冲击，关键在于能否进一步降低风险偏好、影响中国居民存款的活化。如果影响，就是负面冲击；如果没有影响，那么问题就不大。国内政策是否有效，同样要看该指标能否往上走。**如果政策出台后该指标仍持续下行，说明政策尚未触及关键环节或效果不足，还需进一步加码。**目前该逻辑运行已有两年，到了阶段性观察期。未来两个季度，中国经济利润仍将上行，但2027年二季度起有利润见顶担忧。这是评价外部影响和内部政策的第一条链路。

（二）居民负债“三部分”增速下行，已进入新一轮政策加码窗口期

居民负债的“三部分”增速下行，意味着已进入新一轮政策加码窗口期。中国居民负债大致分三部分：一是个体工商户经营贷，二是按揭贷款，三是消费贷。2021年地产调整后，各类住户贷款的年化增量曾同步回落。2023-2025年，以旧换新、支小支微支农信贷展期等政策稳住经营贷与消费贷，但按揭自2023年起进入净收缩（净偿还）。2025年底以来，**三者出现继2021年之后的第二轮同步下行：**消费贷与按揭贷进入净收缩，经营贷净扩张减少，三条线持续走低。二季度，中国居民贷款对整个社融净拉动为负。**这一变化正是新一轮财政扩张与稳增长政策出台的背景。**

（三）经济循环的根本在于维持广义风险偏好，让居民存款继续活化

整体而言，中国当前处于已持续修复两年多的观察阶段，外部因素与内部政策的影响，最终都取决于能否改善存款分布，或者更根本地说，能否改善广义社会风险偏好、让居民存款继续活化。居民存款不活化，则经济循环将会受阻；如果居民存款本身活化，循环就会更顺畅。这是经济循环能否顺畅的根本，包括前期住房公积金调整，根本目的也是让居民存款活化、预期改善。

CMF
China Macroeconomy Forum
中國宏觀經濟論壇

把脉中国经济　传递中国声音
Taking Economic Pulse, Forecasting Economic Future

地址: 北京市海淀区中关村大街59号 中国人民大学立德楼1105
Add: 1105, Lide Building, Renmin University of China,
59 Zhongguancun Street, Haidian District, Beijing, PR.China

网站：http://ier.ruc.edu.cn/

微信公众号：