

读懂美联储

从利率走廊到点阵图：央行新闻背后的运作机制

金子

费曼式写法 · 由多个 AI 代理撰写与互相审校

导读

从利率走廊到点阵图：央行新闻背后的运作机制

一条你读不懂的新闻

先别急着翻任何概念。看一条典型的财经推送：

「FOMC 维持利率不变，点阵图暗示年内降息两次；鲍威尔称政策『处于良好位置』，市场却押注三次；核心 PCE 三个月年化回升，十年期美债收益率上行 8 个基点。」

这句话里每个词你都认识，连起来却像咒语。它说的到底是好消息还是坏消息？对谁好？为什么「降息」两个字出现，债券收益率反而上行？

这本书要交付的就一件事：**读完它，你不再需要别人替你翻译这段话**。不靠背名词，而是真的弄懂那台叫美联储的机器怎么转——它的齿轮咬合方式，比媒体上呈现的简单得多，也优雅得多。

这本书怎么用

全书十二讲，分三段：

- **第一到五章拆机器**：美联储的怪结构是谁设计的、它的双重使命为什么天生打架、利率怎么被「夹」出来而不是「定」出来、印钞在会计上长什么样、一次加息怎么旅行到你的房贷利率。
- **第六到十章装仪表盘**：通胀看 CPI 还是 PCE、就业报告里哪个数会说谎、点阵图怎么读、FOMC 声明怎么逐句拆、市场用期货价格押注的路径去哪看。
- **最后两章上实战**：危机时美联储的救火工具箱，以及把全书串起来的一份 FOMC 会议日阅读清单。

你可以从任何一章进来，但按顺序读会发现每章都在回答上一章结尾留下的问题。

两个约定

第一，**不用大词**。每个术语第一次出现都当场用大白话讲清——文中带虚下划线的词（比如联邦基金利率）就是这类术语，旁边的「大白话」盒子是翻译。

第二，**只讲运作，不给投资建议**。这本书教你怎么读原始材料，不告诉你买涨买跌。读完你拥有的不是一套预测水晶球，而是一副自己的眼镜。

那么，从那条新闻的第一个词开始：FOMC——这个一年只开八次会、却能让全球市场屏息的小组，到底是怎么搭起来的？

第一章 · 一家不像银行的银行

先从一个矛盾说起

美联储大概是世界上最奇怪的组织之一：它能印美元，却不是美国政府的一个部门；它的股东是商业银行，却不给股东分红；它的主席由总统提名，总统却开除不了他（至少很难）。新闻里说「美联储决定加息」，这句话的主语到底是谁？是一个办公室？一个人？一台机器？

这一章把这个主语拆开。拆完你会发现，这套别扭的结构不是设计失误，而是美国人花了 130 年、被银行挤兑和教育了无数次之后，故意造成的——它的每一个「不合理」，都是在防一个具体的历史教训。

1907 年：没有央行的下场

1913 年美联储成立之前，美国是主要经济体里唯一没有央行的。出事了怎么办？1907 年的答案是：靠一个 70 岁的老头。

那年 10 月，纽约几家信托公司投机失败，储户排队挤兑，恐慌像多米诺骨牌一样蔓延。当时没有存款保险，也没有谁能凭空造出钱来救场。最后是银行家 J.P. 摩根把全城的大银行老板叫进自己书房，锁上门，逼他们凑钱救那些还有救的银行，不签字不让走。危机扛过去了，但所有人都意识到一件事：一个国家的金融安全不能赌在「幸好有个摩根」上。下一次他死了呢？

六年后，国会通过《联邦储备法》，美联储诞生。但美国人打心底里不信任集中的权力——尤其不信任「华盛顿 + 华尔街」的组合。所以立法者做了个妥协：不设一个总部央行，而是设一个联邦储备体系（Federal Reserve System），用大白话说就是「一群央行的联邦」。

大白话：美联储不是一个机构，而是一套刻意互相牵制的机构拼图。它的设计目标不是「高效」，而是「谁也说了不算」。

三块拼图

第一块：12 家地区联储银行

美国被划成 12 个区，每区一家联邦储备银行（Reserve Bank）——波士顿、纽约、费城……到旧金山。它们长得像个公司：注册地在本区，「股东」是辖区内的商业银行，甚至还有自己的董事会。

但别被外表骗了。商业银行入股不是投资，更像交物业费：股份不能买卖，分红被法律钉死在一个固定利率上，股东对货币政策没有投票权。地区联储真正的身份是「驻外观察哨」——它们天天跟本区的小银行、工厂、农场主打交道，把华盛顿看不到的一线经济体温带回决策桌。这就是为什么 FOMC 开会时，你会听到「堪萨斯城联储报告制造业收缩」这种话：12 家分行就是 12 只温度计。

12 家里有一个特殊角色：纽约联储。华尔街在它辖区内，所以所有货币政策的实际执行——买卖国债、管理利率——都由它的交易台动手。它是全系统的「手」，其他 11 家只是「眼睛和耳朵」。这个差别后面讲利率时会很关键。

第二块：理事会

华盛顿的理事会（Board of Governors）是七个人，由总统提名、参议院批准，任期长达 **14 年**。14 年这个数字是算过的：它跨越好几届总统任期，保证任何一位总统都没法在短期内把自己人塞满理事会。主席任期 4 年，也刻意跟总统任期错开。

理事会是真正的政府机构，管监管、定规则，并且在货币政策里占大头。它和 12 家「长得像公司」的地区联储互相盯着，这就是那套联邦结构的核心张力：**权力一半在民间色彩的地区，一半在华盛顿，谁都无法独走。**

第三块：FOMC——新闻里那个「美联储」

新闻里说「美联储决定加息」，准确的主语是 FOMC（联邦公开市场委员会，Federal Open Market Committee）——决定利率和资产负债表的投票小组。大白话：这是美联储的「董事会+执行委员会」，一年开八次会，每次会后那份搅得全球市场鸡飞狗跳的声明就出自它手。

它的构成是这套制衡艺术的浓缩，一共 12 票：

- 理事会 7 人，永远有票；
- 纽约联储主席，永远有票（因为它是执行者）；
- 其余 11 家地区联储主席，**轮流坐庄**，每年只有 4 人有票。

注意这个配方：华盛顿 7 票，地区合计 5 票——华盛顿占多数，但过不了半太多；没有哪一任总统能在四年内换掉多数票；而地区轮值又保证了「一线经济体温」始终在场。加息这种牵动全美的决定，就是这么被刻意做成「需要广泛共识才推得动」的。

钱从哪来：独立性最硬的一层

政府机构通常被国会用预算卡脖子——谁给钱谁就是老板。美联储绕开了这一层：它**不要国会拨款**。它的收入来自持有国债和抵押贷款证券的利息（第四章会讲这些证券是怎么来的），扣除运营成本后，剩下的利润**全部上缴财政部**。在加息侵蚀利润之前，它每年上缴几百亿美元，个别年份接近千亿，是美国财政的一笔意外之财。

经济上自给自足 + 任期跨越总统周期 + 决策需要拼凑多数，三层叠起来，就是所谓的央行独立性——用大白话说：让「印钱的」和「想花钱的」不是同一拨人。为什么这值得如此兴师动众？因为历史反复上演同一个剧本：政客在大选前总想压低利率刺激经济，爽的是现在，通胀的账单两年后送到。土耳其、阿根廷、上世纪七十年代的美国自己都演示过。独立性不是特权，是把货币政策这只「短期很舒服、长期会要命」的阀门，从竞选周期手里拿走。

当然，独立不是免死金牌。美联储每半年要向国会做证词，主席天天被媒体拷问，总统的公开批评（比如第一任期内的特朗普几乎每周点名鲍威尔）也是常态压力。它独立于「指令」，但不独立于「问责」——这个分寸，正是 1913 年那群设计师想要的效果。

本章小结

回到开头的矛盾：美联储既不是政府机构也不是公司，因为它被故意做成了混血——地区联储带来一线信息和民间制衡，理事会代表联邦权威，FOMC 用一套算好的票型把两边焊在一起。它不靠国会拨款，所以它不看政客脸色；它把利润上缴国库，所以它也不是为自己赚钱。

下一章的问题是：这个谁也说了不算的组织，到底「该干什么」？答案是两个互相打架的目标——而理解这场架，是读懂之后所有新闻的钥匙。

第二章 · 跷跷板两端的使命

一个天生打架的岗位描述

大多数央行只有一件事要干：压住通胀。欧洲央行如此，日本央行如此。美联储偏偏有两件，而且这两件事经常互相拆台。这就是著名的双重使命（dual mandate）——1977 年国会修法写进法律的两大目标：**物价稳定**（price stability）和**充分就业**（maximum employment）。大白话：既要钱别毛得太快，又要尽量人人有工作。

为什么这是打架？想象经济是一锅汤：利率是火。火大一点，借钱便宜、企业扩张、招人加薪——就业变好；但锅里水烧开了，物价跟着冒泡——通胀抬头。火关小，物价稳了，可企业收缩、裁员开始。同一个旋钮，拧向一边就远离另一边。美联储的全部日常，就是在这口锅前反复微调火候，而新闻里每一次「加息」「降息」，本质都是在回答：**此刻我更担心哪一边？**

短期有得换，长期没得换

经济学家给这个跷跷板起过名字：菲利普斯曲线（Phillips curve）——通胀和失业率在短期内此消彼长。注意「短期」两个字，它是全部关键。

上世纪六七十年代，美国政策制定者以为自己发现了永动机：只要容忍稍高的通胀，就能永远买来更低的失业率。结果买着买着，大家学精了——工人谈工资时先把预期通胀加进去，企业定价时也先把预期通胀加进去。通胀越来越高，失业却没降下去，到七十年代末变成最难受的组合：滞胀（stagflation），物价飞涨和经济停滞同时发生。大白话：跷跷板游戏一旦被看穿，两边就一起塌。

收拾残局的是 1979 年上任的联储主席沃尔克（Paul Volcker）。他把利率一路加到 20%，硬生生制造了一场深度衰退，失业率冲到 10% 以上——用一场剧痛，把「通胀预期」这个怪物钉回地上。这段历史在美联储内部是家训级别的存在：**通胀预期一旦失控，收拾它的代价是失控前压住它的很多倍**。所以后来每次通胀抬头，你都能看到美联储条件反射式的紧张。2021 年它判断通胀「是暂时的」而行动偏慢，随后以四十年来最快的速度加息——补课补得狼狈，恰恰因为家训在耳边。

2% 这个数，是怎么拍出来的

「物价稳定」听着像「通胀为零」。错。美联储的官方目标是 **2%**，而且明确表示低了不行。一个管物价的人为什么主动要物价涨？

这数字的来历并不神圣：1990 年新西兰央行全球第一个搞通胀目标制，大致定了 0-2%，后来各国照猫画虎，2% 慢慢成了行业惯例。美联储自己直到 **2012 年**才正式把 2% 写进文件（之前只是内部默契）。但惯例背后有三条硬逻辑：

- **统计会高估通胀**。物价统计赶不上产品质量变好和人们换买便宜货的速度，实测通胀可能比真实感受高出一截。目标 2%，实际接近 1% 多一点。
- **零下限**。利率降过零以下很难（现金可以囤在家里不存银行）。通胀高一点，正常时期的利率就高一点，衰退来了才有往下砍的空间。目标 0% 等于常年贴着地面飞，遇到气流没有拉升余地。
- **通缩比通胀更黏**。物价下跌时人人推迟消费——「下个月更便宜」——经济陷入恶性循环。2% 是离这个悬崖留的安全距离。

大白话

大白话：2% 不是物理常数，是工程上的安全余量——离通缩悬崖远一点，给降息留点空间，顺便抵消统计误差。它之神圣，来自大家都信它，而不是它算得多精确。

那「充分就业」是百分之几？

有趣的来了：双重使命的两端，待遇完全不同。通胀有一个精确数字（2%），就业**没有**。美联储明确拒绝给「充分就业」定一个目标失业率，理由很诚实体面：能工作的最低失业率取决于人口结构、技术、匹配效率，一直在变，谁也没法事先知道。

它只能事后辨认：如果失业率已经很低而通胀毫无动静，说明还没到极限，可以继续让就业市场「热」着。2018-2019 年就是这么试出来的——失业率降到 3.5%（五十年最低），通胀仍趴在 2% 以下，证明此前的估计太保守。这段经历直接催生了 2020 年的框架修改：美联储宣布只对「就业不足」做反应，不再因为失业率低就预防性加息，并且对通胀改用「平均 2%」的说法（允许一段时间的超标来补偿此前的低迷）。

不过 2020 这套「允许超调」的新框架赶上了大通胀，被现实打了脸，2025 年美联储又把框架改了回去，回到「盯住 2%、双向对称」的老表述。这一来一回本身就是最好的一课：**框架是工具不是教条，联储也会被自己的措辞坑。**

读懂新闻的钥匙

现在你手里有了一张地图。下次听到这些新闻，可以直接翻译：

- 「声明强调通胀仍高于目标」→ 跷跷板正压向物价一边，别指望很快降息；
- 「声明新增就业市场风险表述」→ 注意力在换挡，天平开始倾斜；
- 「某委员提到七十年代教训」→ 这是鹰派在引用家训，意思是宁可误伤就业也不能放跑通胀预期。

使命讲清了，接下来的问题是执行：说「加息」两个字容易，美联储到底怎么让全美国几万亿美元的借贷利率听它指挥？它手里那个旋钮的机械构造，比你想的精巧得多——那是第三章的事。

第三章 · 利率不是定出来的，是夹出来的

先纠正一个画面

很多人想象美联储加息的场景是这样的：华盛顿签一道命令，全国的银行把贷款利率上调 0.25%。完全是错的。美联储没有权力命令任何一家商业银行改利率——你的房贷、车贷、信用卡利率，没有一个是它直接定的。

它真正定的只有一个市场里的一个利率，而且是用**市场价格机制「夹」出来的，不是用命令「定」出来的**。这一章讲这套机械装置。它是全书最技术性的一章，也是最值的一章——懂了它，你再看「利率走廊」「IORB」「逆回购」这些词就不是黑话了。

那个利率到底是什么

新闻里的「基准利率」全名叫联邦基金利率（federal funds rate）。名字唬人，东西很朴素：美国的银行都被要求在美联储开个账户，账户里的钱叫准备金（reserves）——可以理解成银行在央行的「活期存款」。每天晚上，有的银行准备金多了躺着没用，有的银行差一点不够用，于是它们之间互相拆借，隔夜就还。这个「银行间隔夜拆借准备金」的市场利率，就是联邦基金利率。

为什么全美国都盯着这一个隔夜利率？因为它是**所有利率的地基**。房贷是十年期的钱，信用卡是循环的钱，但它们的定价都从「最短期、最安全的那笔钱值多少钱」往上垒。地基抬一英寸，楼每层都跟着抬。第五章会专门讲这个传导，这里先记住：**美联储的全部影响力，集中在这一个隔夜利率上**。

FOMC 开会决定的，是这个利率的目标区间（target range），宽 0.25 个百分点，比如「4.25%–4.50%」。注意：是个区间，不是命令价。市场利率得自己在这个区间里成交，才算政策执行成功。那美联储拿什么保证市场乖乖成交在区间里？

老办法：用勺子调水位

2008 年以前，办法很费劲。那时银行体系的准备金总量很小，美联储通过每天买卖一点点国债，微调准备金的「水位」：水少一点，钱变稀缺，隔夜利率上浮；水放一点，利率回落。就像用一把勺子调节游泳池水位——理论上行，实际上天天手忙脚乱，而且水面总有波纹。

2008 年金融危机把这套干废了：为了救市，美联储买入天量债券，准备金从几百亿美元暴涨到几万亿。池子变成了湖，勺子没用了。于是它换了一套新框架，一直用到今天，名字叫充足准备金框架（ample reserves framework）——大白话：水多到不用调水位，改用「地板和天花板」夹住价格。

新办法：地板和天花板

新框架的核心思想：当准备金多到银行根本不缺钱时，利率不再由「稀缺程度」决定，而由几个**官方牌价**通过套利行为夹出来。三个牌价，记好了：

地板一：IORB（准备金余额利息）

IORB（Interest on Reserve Balances）是美联储给银行准备金账户付的利息，2008 年 10 月才开始有。想一个最朴素的道理：银行把闲钱借给别家银行，要承担对方不还的风险；存在美联储，零风险还稳拿 IORB。所以银行对外拆借的要价不可能低于 IORB——否则它存着就是了。**IORB 构成了市场利率的一道引力地板**：借钱利率向它靠拢。

地板二：ON RRP（隔夜逆回购）

问题：市场上有一大群手里攥着钱、却**没有**美联储账户的机构——货币基金、政府赞助机构（如房利美）。它们享受不到 IORB，只能去市场上借钱给银行，天然愿意接受稍低的利率。没有它们时利率被 IORB 顶住，有了它们，钱多了会把利率压到 IORB 之下。

美联储的对策是给这些「编外机构」也开一个官方存钱口：ON RRP（隔夜逆回购工具，Overnight Reverse Repurchase Facility）。大白话：货币基金们可以把钱隔夜存给美联储、抵押品是国债，拿一个官方利率。这个利率就是**真正的地板**——没有谁愿意用低于它的价格把钱借出去。它通常设在目标区间的下沿。

天花板：贴现窗口

往上怎么封顶？贴现窗口（discount window）是美联储借钱给银行的官方渠道，利率（贴现率）设在区间上沿。道理对称：银行再怎么缺钱，也不会用高于贴现率的价钱去市场上借——找央行借就是了。所以贴现率构成天花板。（现实中银行怕去贴现窗口被当成「快不行了」，宁可多付息也不去，这个「面子问题」第十一章还会回来讲。）

大白话

大白话：美联储不再去市场上讨价还价，而是挂出三个官方牌价——给银行存钱的价（IORB）、给非银机构存钱的价（ON RRP）、借钱给银行的价（贴现率）。套利的力量自动把市场隔夜利率挤进这个走廊，谁偏离谁吃亏。它动的是牌价，不是命令。

这套装置为什么值得懂

有两个实用后果。第一，FOMC 每次「加息 25 个基点」，实际操作是**把 IORB、ON RRP、贴现率三块牌子同时往上挪 25**，目标区间跟着挪——你在美联储官网的执行说明（implementation note）里能看到这三个数字，那才是政策真正落地的位置。

第二，走廊不是永远严丝合缝。当准备金从「充足」往「紧张」滑落，市场利率会悄悄往上顶、贴近甚至突破 IORB——2019 年 9 月就发生过一次，隔夜利率突然飙升刺穿上沿，美联储被迫紧急放水。所以观察「联邦基金利率在走廊里的位置」本身就是一张仪表盘：贴着下沿走，说明钱多；往上飘，说明钱紧了。第九章讲怎么读声明时会用到这个直觉。

现在旋钮的机械构造清楚了。但还有一个更大的变量没讲：那湖「几万亿的准备金」是哪来的？答案是另一台机器——美联储的资产负债表，也就是传说中「印钞」真正发生的地方。第四章拆它。

第四章 · 资产负债表这台印钞机

「印钞」到底印在哪

新闻一说 QE，评论区就出现「美联储又开印钞机了」。这句话对了一半——错的那一半会让你误判很多事。要弄清楚，得先认识美联储自己的资产负债表 (balance sheet)：和所有机构一样，左边是它持有的资产，右边是它欠出去的负债。特殊之处在于，它右边的「负债」就是钱本身。

看一眼这张表的两边（规模取近年的量级，具体数字随缩表在变）：

- **资产端**：约 6 万多亿美元，几乎全是美国国债和MBS（抵押贷款支持证券——把一堆房贷打包成的债券）。也就是说，美联储的资产不是金条，是它买来的债券。
- **负债端**：三大块——流通中的美元纸币（约 2 万多亿）、银行的准备金（3 万亿上下，第三章的主角）、财政部的存款账户（相当于美国政府在央行的活期户头）。

关键的会计恒等式：**资产每多一块债券，负债端就多一块准备金**。QE 和 QT 玩的就是这个等式。

QE：一笔凭空记账

还原一次QE（量化宽松，quantitative easing——大白话：央行大笔买债）的完整动作。美联储决定买入 100 亿美元国债，它找华尔街的交易商下单。交割那一刻发生什么？

1. 债券从交易商手里划到美联储账上——资产端 +100 亿。
2. 美联储付款的方式是：在交易商的开户银行的美联储账户上，**直接敲键盘把准备金数字加 100 亿**——负债端 +100 亿。

完了。没有卡车运钞票，没有印刷机加班。那 100 亿美元是记账记出来的——这是「印钞」的真实形态：**中央银行可以凭空创造自己的负债，而它的负债就是银行体系里的钱**。

但注意钱停在哪：停在银行的准备金账户里，不是撒到你我头上。准备金是「银行之间的钱」，进不了菜市场。这解释了 2008 年后三轮 QE 的一个著名谜题：基础货币翻了几番，

CPI 却趴着不动——钱堆在银行的央行账户里睡觉，没有变成实体经济的购买力。而 2020 年那次不同：QE 的同时财政直接给居民发支票，钱绕开银行体系直达消费端，通胀这就来了。区别不在印没印，在**印出来的钱有没有被花掉**。

大白话

大白话：QE 印出来的是「银行的闲钱」，不是「你钱包里的钱」。它直接推高的是金融资产价格（债券、股票），要传导到菜价，得有人真的把钱花出去——比如财政发钱。

利率降到零之后，为什么要买债

美联储 2008 年 12 月就把利率砍到了接近零，可经济还在往下掉——利率工具用完了，这就是第三章说的「零下限」。QE 是它掏出的第二套工具，逻辑有两层：

- **压长端利率**。隔夜利率已经到底，但房贷、企业债看的是十年期利率。美联储冲进长期国债市场当大买家，债券价格被买上去、收益率被压下来，长期利率跟着走低。
- **发信号**。一口气承诺买几千亿，等于告诉市场「我们长期站在这」，消除「明天就变脸」的疑虑。承诺本身就是政策。

历史时间线大致是：2008-2014 年三轮 QE 把资产负债表从不到 1 万亿买到 4.5 万亿；2020 年疫情冲击，一年多又翻到约 9 万亿的峰值。这是一台越用越大的机器——而用起来容易，收回去难。

QT：缩表难在哪

QT（量化紧缩，quantitative tightening）是 QE 的倒带：持有的债券到期了不再续买，让资产端自然萎缩，准备金跟着被抽走。美联储甚至懒得主动卖债——靠「到期不续」这种被动方式慢慢缩，还给每月缩的量设了上限（国债和 MBS 各有封顶额），生怕抽太快。

为什么这么小心？因为 2019 年 9 月试过一次教训：上一轮缩表（2017-2019）抽着抽着，准备金从「泛滥」滑向「紧张」，隔夜利率突然失控飙升（第三章说的那次刺穿走廊上沿），美联储连夜反向放水才按住。教训是：**没人事先知道「准备金多少算够」**。需求曲线画不出来，只能靠市场利率的抖动来探——就像蒙眼下楼梯，每一级都得先用脚试探。所以 2022 年开始的这轮缩表，节奏一慢再慢，上限一降再降。

还有个更根本的约束：这张表**永远缩不回 2008 年以前的样子了**。光是流通中的纸币就有 2 万多亿躺在负债端——纸币只进不出，对应的资产就得一直持有。加上银行体系对准备金的需求被新监管（危机后的流动性规则）永久抬高，美联储官员自己的估算是：正常状态的资产负债表大概在 6 万亿上下。所谓「回归正常」，正常本身已经变了。

本章小结

资产负债表是美联储的第二件武器：利率管「钱的价格」，它管「钱的数量」。QE 是凭空记出准备金去买债，压低长端利率、托住金融资产；QT 是靠到期不续把钱抽回去，难度在于没人知道抽到哪算紧。下次看到「美联储宣布放缓缩表」，你就知道：蒙眼下楼梯的人，觉得台阶变薄了。

到这里，美联储的两只手都讲完了。但一只在华盛顿的手，怎么最后拧动你家乡银行的房贷利率？中间隔着一整条传导链——而且每个环节都有时滞。第五章走一遍这条链。

第五章 · 从华盛顿到你的房贷利率

一次加息的旅行路线

第三章结尾留了个问题：美联储在华盛顿拧一个隔夜利率，凭什么你家门口的房贷利率、你公司的招聘计划、你账户里的股票都得跟着动？答案是一条链条，经济学叫货币政策传导（monetary policy transmission）——大白话：政策从央行出发，一站一站倒手，最后才到实体经济。这条链大概长这样：

隔夜利率 → 金融市场价格 → 家庭和企业的花钱决定 → 总需求 → 招聘与定价 → 就业和通胀

每一站都有时滞，每一站都可能卡壳。把这条链走一遍，你就明白为什么美联储自己都说政策效果「滞后且多变」，也明白为什么市场总是在政策落地**之前**就先动了。

第一站：金融市场，几乎零时滞

加息决定公布的瞬间，债券、股票、汇率、信贷利差全线重定价——这一站不是按月算的，是按毫秒算的。它由几根管道组成：

- **债券收益率**。隔夜利率是地基，加上市场对未来的预期，逐层垒出 2 年期、10 年期国债收益率。房贷、企业债的定价都挂在这些长端收益率上。
- **房贷利率**。美国主流的 30 年固定房贷利率，定价基准是 10 年期国债收益率加一个利差。所以一个反常识的事实是：**房贷利率不直接跟联邦基金利率走，它跟十年期国债走**。2021 年底美联储一次息都还没加，只是暗示「明年要加」，房贷利率就开始爬坡——市场听到脚步声就先动了。
- **股价**。利率升高意味着未来利润折算到今天更不值钱，股票估值承压；同时债券收益率变香，资金分流。
- **汇率**。美元利率相对别国升高，美元走强。强美元让进口变便宜（压通胀）、出口变难（压需求）——对美联储来说等于免费再加了一点息。

这几根管道合起来有个总称：金融条件（financial conditions）——大白话：整个金融系统里「钱好不好搞、贵不贵」的综合体感。市场上甚至有现成的金融条件指数，把利率、利差、股价、汇率打包成一个数。美联储盯的其实就是这个总阀门：它只拧了隔夜利率一格，但如果市场兴奋地把股价炒上天、利差收窄，金融条件反而放松了，等于市场跟央行对着干。2023 年就出现过这种拉扯，鲍威尔在发布会上公开给市场泼冷水，原因正在于此。

第二站：花钱的决定，按「利率敏感度」排队倒下

金融条件收紧之后，实体经济不会一起反应，而是像排队一样，**最依赖借钱**的行业先倒：

1. **房地产**，最快。房贷利率从 3% 跳到 7%，同样月供能买的房子小一半，成交立刻冻结。2022 年加息周期里，楼市在几个月内就凉了——这是整条链里传导最快的一环。
2. **耐用品和大件消费**：车、家电、装修，凡是分期付款的东西都变贵。
3. **企业投资**：新厂房、新项目要算回报率，融资成本超过项目收益，计划就锁进抽屉。
4. **就业市场，最后**。企业先冻结招聘、减少加班，万不得已才裁员。招人贵、裁人痛，所以就业总是最后才冷下来——这就是为什么加息加了大半年，失业率还趴在低位，让看空的人一次次被打脸。

大白话

大白话：加息像往上游倒冰块。下游的水温不会立刻变，是沿着「楼市 → 大件消费 → 企业投资 → 就业」一段一段凉下去的。你站在就业市场这段河面上说「水不冷啊，加息没用」，只是因为你站在最下游。

时滞：联储最大的不确定性

「货币政策起效有漫长而多变的时滞」——这话弗里德曼上世纪就说了，今天的联储官员还在原样引用，因为依然是真的。教科书给的数字是 12 到 18 个月才能看到对通胀的完整影响。但现代版本要加个修正：金融市场那一段几乎没有时滞（甚至**负**时滞——预期先行），真正慢的是实体经济那一段。

这个时滞结构制造了一个永恒的难题，也是读 FOMC 新闻时最该理解的纠结：**加息的效果还没完全显现，联储就得决定要不要继续加**。加少了，通胀死灰复燃（七十年代教训）；加

多了，等衰退显现时已经踩过头。鲍威尔把这比作「在雾中开车」——你只能比看清路况时开得慢一点。所以你会听到联储翻来覆去说「数据依赖」（data dependent）：大白话就是「我们也不知道加到哪儿算够，每个月看数据再说」。

有时链条会断

传导链不是钢筋，是橡皮筋，有些年份特别不灵。举两个近年的例子：

- **锁定效应**。2020-2021 年几千万美国人把房贷锁死在 4% 以下。2022 年利率翻倍，他们不为所动——月供一分不涨，还舍不得卖房（卖了就得按 7% 重新贷款）。加息对存量房主的传导几乎被免疫了，痛感集中在新买房的人身上。这是这轮加息「楼市冻结但消费不垮」的重要解释。
- **财政对冲**。货币在收紧，财政却在大手笔花钱（基建法案、芯片补贴、学生贷款减免）。一脚刹车一脚油门，传导链被对冲掉一截。这也是为什么判断政策松紧不能只看美联储——它只管得了货币政策这只脚。

本章小结

传导链的要点就三条：金融市场先动、实体经济按利率敏感度排队凉、就业最后；时滞漫长多变，联储在雾中开车；链条会被锁定效应、财政对冲这类现实因素打折。有了这条链的地图，你再听「美联储担心政策过紧」就能翻译了：他们怕的是冰块已经倒下去，水还没凉到——而下游早晚会凉。

链的终点是就业和通胀——恰好是双重使命的两端。接下来的两章换个姿势：不看美联储怎么「做」，看你怎么「读」。第一份要读的仪表盘，是通胀数据。

第六章 · 通胀到底看哪个数

两个数字打架的早晨

某个月中旬，新闻推送：「美国 CPI 同比上涨 3.2%，超预期！」股市应声下跌。两周后另一条：「PCE 通胀 2.6%，符合预期。」股市又涨回来。同一个国家同一个月，通胀到底是 3.2% 还是 2.6%？

都是。美国有两大通胀指标，它们量的是同一个东西——物价——但量法不同，结果常年差着半个百分点。而新闻的混乱来自一个很少被说清楚的事实：**美联储的 2% 目标，是拿 PCE 定义的；但市场的心跳，往往跟着 CPI 走**。这章把两个数拆开，顺便教你几个读数时最容易掉的坑。

CPI：消费者自己掏的钱

CPI（消费者价格指数，Consumer Price Index）由劳工统计局（BLS）编制，每月中旬发布上个月的数据。它的逻辑很直观：统计局编一篮子典型城市家庭的开销——食品、房租、汽油、机票、医疗自付部分……给每项一个固定权重，逐月跟踪这篮子的总价。它回答的问题是：「一个普通家庭**自己掏腰包**的开销，涨了多少？」

CPI 资格老、发布早、媒体曝光度高，所以它是市场的「第一反应指标」。但它有几个结构性脾气：

- **房子权重极大**。居住成本（主要是房租和折算出来的「自住房等价租金」）占核心 CPI 超过四成。房租涨得慢，CPI 就很难下来——这是 2023 年通胀「最后一公里」黏住的主因。
- **篮子换得慢**。权重一两年才更新一次。人们牛肉贵了改吃鸡肉，CPI 的篮子却还按原比例买牛肉——它会系统性地高估一点真实生活成本。
- **只管自付**。你公司替你交的医保、政府医保替你付的医疗费，CPI 统统不算。

PCE：整个经济体花掉的钱

PCE（个人消费支出价格指数，Personal Consumption Expenditures Price Index）由商务部经济分析局（BEA）编制，月底发布。它和 CPI 的差别可以概括成一句话：**CPI 问「家庭掏了多少」，PCE 问「整个经济体为居民消费总共花了多少」**。雇主和政府的医保支出、更全面的服务消费，都在 PCE 里。

更关键的差别在算法上：PCE 的权重**逐月跟着人们的实际购买行为调整**——牛肉贵了买鸡肉，下个月篮子里鸡肉的权重自动变大。经济学家管这叫「替代效应」，PCE 能捕捉它，CPI 基本不能。所以 PCE 天然比 CPI 低一截，常年低 0.3-0.5 个百分点。

美联储从 2000 年起正式改用 PCE 作为政策标尺，理由正是上面这些：覆盖更全、会自己修正替代行为、居住权重没那么夸张。所以读新闻的第一条纪律是：**判断美联储会怎么想，看 PCE；判断市场今天会怎么跳，看 CPI**。两者发布时间差两周，经常出现「CPI 吓市场一跳，PCE 再安抚回来」的剧本。

「核心」：把天气从气候里剔出去

两个指标都有一个「核心」版本：核心通胀（core inflation）= 剔除食品和能源。为什么剔除？因为油价和菜价像天气——一阵飓风、一场战争就能让它暴涨暴跌，货币政策对它们既无责任也无办法。央行关心的是气候：物价里那股**持续的、由工资和需求驱动的趋势**。核心通胀就是给趋势拍的照片。

2022 年后鲍威尔又往前推了一步，公开说他盯「超级核心」（supercore）：核心服务再剔除住房——理发、医疗、餐饮、维修这些纯人工服务。理由是这部分价格几乎就是工资的镜像，最能反映「通胀是否长进了工资谈判里」。你不需要背这些名词，只要记住这个层层剥皮的逻辑：全部 → 去掉食品能源 → 再去掉住房 → 剩下的越剥越接近「工资-物价螺旋」的体温。

住房：通胀数据里最大的时滞

读美国通胀数据必须懂的一个机关：统计里的「住房成本」不是房价，而是租金，而且统计方式天然**慢一年**。统计局对自住房用的是业主等价租金（owners' equivalent rent）——

大白话：不问你的房子值多少钱，问「这房子要是租出去，能租多少」。而租金调查是分批滚动进行的，市场上新签租约的价格变化，要 6-12 个月才能渗进 CPI。

这造成过一个大名鼎鼎的错位：2022-2023 年，市场房租已经明显降温，CPI 里的住房项却还在创新高——因为它反映的是一年前的市场。懂行的人那时就看市场租金先行指标，断定「住房通胀回落只是时间问题」，事后果然如此。下次看到「住房通胀顽固」的头条，先问一句：它说的是一年前的房租。

读数实操：四个纪律

1. **环比比同比敏感**。同比（比去年同月）是个迟钝的指针——基数里还装着 11 个月的旧账。专业读者看环比（比上月），再换算成年化增速：环比 0.2% 约等于年化 2.4%，这就接近达标；连续 0.3% 以上就要皱眉。
2. **小心基数效应**。去年某月油价暴涨过，今年同月同比会自动显得低——不是物价跌了，是分母大。同比大幅波动时先查基数。
3. **看趋势，别看单月**。单月数据有统计噪声，还会被修正。联储内部看的是三个月、六个月的年化趋势。一个月的好数据不构成趋势，鲍威尔原话的大意是：我们不会因为一个月的数据狂喜或恐慌。
4. **对美联储的口径**。最后落回 PCE：核心 PCE 的环比和三个月年化，是最接近「美联储今晚怎么想」的数字。

本章小结

CPI 量家庭自掏腰包，房子权重高、篮子换得慢；PCE 量全社会为消费花的钱，权重会自己跟人走，所以更低——美联储的 2% 用它定义。核心剔除天气看气候，住房项慢一年。下次 CPI 之夜，先看环比、算年化、查基数，再等两周后的 PCE 定调。

通胀仪表盘装好了。双重使命的另一端——就业——数据里的坑一点不比通胀少：一个失业率下降，可能是好事也可能是坏事。第七章拆就业报告。

第七章 · 就业报告的读法

每月第一个星期五

美国时间每月第一个星期五早上 8:30，全球市场屏息等一份文件：劳工统计局的就业报告（jobs report）。期货交易员盯着终端，因为头版两个数字——**新增非农就业**和**失业率**——能在几秒钟内改写市场对美联储的全部预期。

但这份报告大概是所有主流经济数据里最容易被误读的。它的两个头条数字来自**两套完全不同的调查**，经常讲出两个相反的故事；失业率下降可能是好消息也可能是坏消息；而且你看到的数字，半年后大概率不是原来那个数。这章给你一副读它的眼镜。

一份报告，两套调查

先看这大概是最重要的冷知识：就业报告里装着两家数据，来源完全不同。

企业调查：数「岗位」

非农就业（nonfarm payrolls）来自对企业/机构的问卷调查：「你们这个月工资单上有多少人？」全国十几万家企业回卷，加总出本月新增了多少岗位。它量大、覆盖广，是「就业增长」的权威口径。但它有两个坑：

- **数岗位不数人**。一个人打两份工，被数两遍。零工时代这个偏差会放大。
- **猜的成分不小**。新开业的公司还没进名单、倒闭的公司还没退名单，统计局用一个「出生-死亡模型」去估。经济平稳时猜得准，经济急转弯时（比如疫情后）猜得离谱——然后就得修正。

家庭调查：数「人」

失业率来自另一套：直接抽查约六万个家庭，「你有工作吗？没在干活的，过去四周找过工作吗？」由此算出失业率、劳动参与率等。它规模小、波动大，但它回答的是另一个问题：**人的处境**，而不是岗位的数量。

两套调查口径不同，结论打架是常态。2022-2024 年就长期上演：企业调查月月强劲，家庭调查却温吞甚至疲软。专家的分歧、市场的纠结，一半源于此。读数第一纪律：**先问自己，这个数字是从哪套调查里出来的。**

失业率：会说谎的头条

失业率（unemployment rate）的定义有个机关：分子是「没工作**且正在找**的人」，分母是「有工作的人 + 正在找的人」。一个丧气的不再找了的人，会从分子和分母里**同时消失**——失业率反而下降。

所以失业率下降有两种剧本：剧本 A，失业者找到了工作（好事）；剧本 B，失业者放弃找工作（坏事，统计上却一模一样）。单看失业率，你分不清。得拉上它的搭档：劳动参与率（labor force participation rate）——正在工作或正在找工作的成年人占比。失业率降 + 参与率升，才是真火热；失业率降 + 参与率降，是人在退场。

还有个进阶技巧：总参与率被人口老龄化长期拖低（退休潮是结构不是周期），想看经济的真实热度，看 **25-54 岁主力年龄段**的参与率——把退休因素洗掉后的干净读数。

修正：你看到的头条会过期

非农数据每月发布后，接下来两个月会修正，每年还有一次「基准修正」——拿失业保险的税务记录把全年的数重新校一遍。修正幅度可以惊人：2024 年 8 月的基准修正初值，一次性把此前一年的新增就业**抹掉了 81.8 万**——相当于之前每个月都高估了近 7 万。市场那天差点没反应过来：原来过去一年的「强劲就业」有三分之一是统计幻觉。

教训：**别把单月初值当事实，把它当第一版草稿**。趋势比点位可靠，修正方向（连续下修还是上修）往往比当月数字更有信息量——连续下修通常是经济在减速的早期信号。

美联储在报告里真正看什么

联储官员读就业报告，关心的不是「新增了多少岗位」这个流量，而是**劳动力市场的松紧平衡**。几个他们点过名的指标：

- **职位空缺/失业人数比**（来自 JOLTS 调查）。2022 年顶峰时每 1 个失业者对应 2 个空缺——极度过热；回落到 1 附近，才算回到疫情前的平衡。这个比值是「就业市场退烧」最干

净的体温计。

- **时薪增速**。平均时薪的同比如果长期在 4%-5% 以上，和 2% 通胀目标就不兼容（粗略算法：通胀目标 2% + 生产率增长约 1.5%-2% $\approx$ 可持续的工资增速 3.5% 上下）。工资是就业报告里最直接连着通胀的管道——第二章的超级核心逻辑在这里闭环。
- **辞职率**。敢不敢裸辞是工人信心的晴雨表。辞职率高 = 工人觉得外面机会多 = 市场紧。
- **初请失业金人数**。每周四发布，是最高频的裁员雷达。月度报告讲趋势，它讲拐点。

大白话

大白话：媒体问「这个月新增就业超预期吗」，美联储问的是另一套问题——空缺还多不多？工资涨得快不快？工人还敢不敢辞职？裁员有没有冒头？前者是头条，后者才是决策。

本章小结

就业报告的读法四条：分清企业调查和家庭调查；失业率要和参与率配对读；初值是草稿、修正方向藏信号；联储看的是平衡与工资，不是头条流量。掌握这些，每月第一个星期五你就是饭桌上最清醒的人。

数据仪表盘（通胀 + 就业）装完了。但美联储不只公布「现在怎么样」，它还定期发布对未来利率的预测——那张著名的点阵图。它是全世界被过度解读最严重的散点图，第八章教你怎么正确地读它。

第八章 · 点阵图：央行的剧透

一张每年搅动市场四次的散点图

每年 3 月、6 月、9 月、12 月的 FOMC 会议，除了利率决定，还会发布一份经济预测摘要（Summary of Economic Projections，简称 SEP）。里面有一页图，长得像星座：横轴是年份，纵轴是利率，一片蓝点散落其间。这就是点阵图（dot plot）——美联储主席自己都说「它受到了不成比例的关注」。

它值得这个关注，但几乎总是被错误地关注。先讲它是什么，再讲它不是什么。

每个点是什么

规则很简单：FOMC 的每个与会者（理事 + 12 家地区联储主席，最多 19 人）匿名提交自己对「未来几年年底的联邦基金利率应该是多少」的判断。一个人一年一个点，19 个人就是一排点。除了利率，SEP 里还有各人对 GDP 增速、失业率、PCE 通胀的预测。

读一张点阵图，看三个地方：

- **中位数**：19 个点的中间那个值，是新闻里「点阵图暗示年内降息两次」的来源。算法上它连多数都不是——19 人里第 10 人的意见而已。
- **离散度**：点是挤成一团还是摊得很开？挤 = 委员会共识强，中位数可信；摊 = 内部吵得厉害，中位数是个统计折中，没人真的持有它。
- **和上次比怎么挪的**：点阵图真正的信息量在**变化**里。6 月的点相比 3 月整体上移，说明委员会集体变鹰——这比绝对点位重要得多。

还有一个藏在图尾的关键点：长期利率（longer run，常被称为中性利率 r^* 的估计）——大白话：不刺激也不压制经济的「恒温利率」。这排点的中位数从 2012 年的 4.25% 一路降到 2019 年的 2.5%，疫情后又缓缓爬回 3% 附近。它挪动极慢，但一旦挪动，意味着美联储对整个经济体质的判断变了，比分年的点深远得多。

它不是什么

现在泼三盆冷水，这是市场上反复犯的错：

第一，它不是承诺。每个点只是「如果经济按我预期的剧本走，我认为年底利率该在哪」。剧本变了，点立刻作废。2021 年 12 月的点阵图中位数说 2022 年底利率约 0.9%，实际走到了 4.4%——通胀剧本撕了，点阵图连不好意思都不会说。鲍威尔几乎每次发布会都要提醒「这不是计划、不是承诺」，市场每次都照旧当真。

第二，它是匿名的，而且投票权和发言权错位。19 个点里有 7 个来自**当年没有投票权**的地区联储主席。更麻烦的是你不知道哪个点是主席的。中位数离「真正做决定的那拨人的共识」可以差不少。

第三，它预测的是「合适」的利率，不是「会实现」的利率。点反映的是政策制定者认为正确的路径，带着他们的判断偏好；而市场利率期货反映的是交易员拿钱下注的路径。两回事，下一章讲市场那一套。

大白话

大白话：点阵图不是央行的计划书，是 19 个人各自拍脑袋的快照，匿名、不绑定、随时作废。它真正的用法是两个——看中位数的变化方向，看点群的离散程度。盯着绝对点位下注的，会被联储打脸，而且联储不会道歉。

那它为什么仍然值钱

泼完冷水要公道：点阵图依然是好东西，因为它是**全世界唯一一份央行决策者的集体自画像**。别国央行你只能靠猜，美联储把底牌亮了一角。

正确的打开方式是把它当「反身性工具」用：先不看点位，先问——**这张图公布后，市场会怎么反应，这个反应本身是联储想要的吗？**如果联储想给市场降温，点阵图整体上移就是政策的一部分：图一发，期货价格重定价，金融条件自动收紧，一个基点没加，效果先到了。2017 年联储理事布雷纳德（Lael Brainard）点破过这个机制：在利率接近零下限的年代，沟通本身就是货币政策的弹药库。点阵图是弹药库里最响的那支枪。

还有一个很少被注意的用法：看利率预测和通胀预测的**组合**。如果通胀预测上调而利率中位数不动，等于联储在说「我们能容忍通胀在目标之上多待一会」——实际政策立场在变鸽，虽然一个字没提鸽。反过来，通胀预测不变而利率点整体上移，是纯粹的鹰派。点位要和它背后的经济预测一起读，单拎出来就丢了一半信息。

本章小结

点阵图 = 19 个匿名官员对「合适的年底利率」的快照。看中位数的变化、看离散度、看长期利率；别当承诺、别忘了七个人没投票权、把它和通胀预测配对读。它的真正威力在于发布那一刻对市场的自动传导——沟通即政策。

点阵图是一年四次的慢沟通。更频繁、更精密的是每次会议后的那份声明和主席发布会——一份措辞被律师般打磨的文件，一个词的变化就是政策信号。第九章逐句拆一份真声明。

第九章 · 逐句读 FOMC 声明

一份被律师般打磨的文件

FOMC 声明全文不过五六百词，但每个词都经过整个委员会的讨价还价，有些词的存废本身就是一次微型政策表决。市场上有一整个行当——「联储观察家」——干的就是一件小事：把本期声明和上一期并排，逐词做 diff。

这门手艺你也可以学。美联储官网每次发布声明时都附一份「与上期对照」的版本，改动处标红。这章教你拿到那份对照版后，眼睛先看哪里。

声明的固定骨架

每份声明结构稳定，像一封八股信，分四段：

1. **经济近况**：一两句话概括增长、就业、通胀的最新状态。「经济活动稳步扩张」「就业增长放缓」「通胀仍略高」——全是定性词，一个数字没有。
2. **使命与风险**：复述双重使命，加一句对风险的评估——风险是偏向通胀还是就业，还是「大致平衡」。
3. **决定**：利率区间调到哪；以及一句关于未来方向的指引。
4. **投票情况**：谁赞成、谁反对。

另有一份「执行说明」（implementation note）同步发布，里面是第三章那三块牌价（IORB、ON RRP、贴现率）的具体数字。声明管方向，执行说明管机械落地，别漏了它。

逐词 diff：词即政策

看一份真实案例。2024 年 9 月，美联储启动降息周期的那份声明，第一段把就业描述从「放缓」改成「增速放慢」，通胀描述从「仍有些高」软化为「已向目标取得进一步进展」，同时罕见地在目标段加了一句「**委员会对通胀持续迈向 2% 已有更大信心**」——这句话就是给降息盖的合法性印章。同期，风险表述从单方面盯着通胀改成「双重使命两端的风险大致平衡」：天平换挡，白纸黑字。

几个高频词档，背下来有用：

- 描述经济：solid（稳固）→ moderate（温和）→ modest（微弱），一格一格往下调就是越来越担心；
- 描述通胀：elevated（偏高）的存续时间长短，直接显示联储的焦虑程度；这个词一消失，就是宣告胜利；
- 描述未来：「在考虑任何调整时，委员会将仔细评估 incoming data」这类句子是标准安全垫，真正的信号在有没有出现**新条件句**——比如「若就业明显走弱，将果断行动」这种新增承诺。

大白话

大白话：读声明 = 读改动。声明的每一个形容词都是一个仪表盘读数，这次和上次的差值才是信息。拿绝对文字较真意义不大，联储从不说满话。

投票栏：分歧藏在最后一行

声明末尾的投票记录是经常被忽略的宝藏。一致通过（12-0）意味着共识强；一旦出现反对票（dissent），要看反对的**方向**：嫌加息不够狠的是鹰派反对票，嫌动作太慢太狠的是鸽派反对票。

近年的名场面：2024 年 9 月降 50 个基点那次，理事鲍曼投反对票——她只想降 25，这是 2005 年以来第一位在利率决定上投反对票的理事。2025 年 7 月更进一步：沃勒和鲍曼两位理事同时投反对票要求降息，是 1993 年以来第一次有两位理事联袂反水。**理事反对票比地区联储主席的反对票分量重得多**——理事是政治任命的核心圈，他们的分裂意味着华盛顿总部的共识在松动，往往预告下一次政策转向。看投票栏，先数反对票，再看反对者是谁。

这里补一对贯穿所有联储新闻的词：鹰派与鸽派（hawks / doves）。鹰派更怕通胀、倾向高利率；鸽派更怕失业、倾向低利率。每个 FOMC 成员都被市场偷偷标了鹰鸽坐标，谁将要讲话，市场先看坐标再决定要不要紧张。

会议纪要：三周后的解码器

会议三周后公布的会议纪要（minutes）是声明的幕后版。它有一套自己的黑话，按人数分级：「a couple of」（两三个）→「several」（几个）→「many」（很多）→「most」（大多数）。看到「many participants judged that...」，意思是这事在会里已成气候；「a couple」则基本等于「有人提过，可以忽略」。

纪要真正的价值在分歧细节：声明只能说结论，纪要能说争论。比如降息 25 还是 50 的拉锯、对中性利率在哪的争论，都只能在纪要里看到轮廓。

发布会：鲍威尔的半小时走钢丝

声明发布半小时后，主席开发布会。前 10 分钟念稿（稿子也是打磨过的），后面是记者问答——真正的戏在这。记者会反复下套：「下次会议降息的可能性多大？」主席的标准闪避是「我们逐次会议做决定，取决于数据」。但偶尔他会漏出真货——2018 年 10 月鲍威尔一句「利率距中性还很远」直接砸崩了美股，两个月后改口才救市。这说明发布会的风险是真的：**声明是 19 个人打磨的，问答是一个人的临场发挥**，波动往往在后半场。

另外有个制度小科普：会议前后约十天是缄默期（blackout period），联储官员不得公开发表政策言论。所以你会看到会前两周官员密集放风、会前一周突然安静——安静本身就是日程表的一部分。

本章小结

读声明的正确姿势：拿官方对照版做 diff，形容词降档升档是信息；数反对票、看反对者身份；三周后用纪要的人数黑话解码争论；发布会盯问答环节。词即政策，票即风向。

到这里，美联储自己「说」的部分讲完了。但它对面还坐着一个永不沉默的对话者——市场。市场不等人开会，它用真金白银的期货价格，天天给美联储投票。第十章讲怎么读市场的票。

第十章 · 市场在赌什么

一个永远在开盘的投票站

美联储一年投八次票。市场对美联储的投票**每秒都在进行**——交易员买卖利率期货，价格里就含着他们对下次会议、下下次会议的全部押注。这个投票站对所有人免费开放，学会读它，你就不用等任何解读文章告诉你「市场预期降息」。

联邦基金期货：把概率从价格里拆出来

核心工具是联邦基金期货（fed funds futures），在芝加哥商品交易所（CME）交易。它的设计漂亮得像个恶作剧：**合约价格 = 100 减去该月的平均隔夜利率**。也就是说，价格本身直接就是利率的镜像——某个月份的合约价格是 95.70，意思是市场认为那个月的平均联邦基金利率是 4.30%。

好读的部分来了。假设当前利率是 4.50%，下次会议只有两种可能：维持（4.50%）或降 25 个基点（4.25%）。如果会后的那个月份合约隐含利率是 4.375%——正好卡在中间——说明市场给两种结果各押了 50%。偏向哪边多少，比例就是市场眼中的概率。CME 官网的 FedWatch 工具帮你自动算好了这个概率，会议前全华尔街盯的就是它。

大白话

大白话：利率期货是一张赌桌，价格就是赔率。你不用会算，CME 把「市场认为降息概率 68%」直接写在网页上。这就是「市场押注降息两次」这类新闻的原始出处。

顺带一提：2010 年代你可能听过 LIBOR 这个词，它是老一代银行间拆借基准利率，因操纵丑闻和本身变得无交易支撑，已被淘汰，由 SOFR（担保隔夜融资利率——以真实国债回购交易为基础的隔夜利率）接棒。现在专业交易员更多用 SOFR 期货给远期利率定价，但读新闻时碰到「联邦基金期货」仍是最直观的门面。

收益率曲线：把整条时间轴画出来

单个期货合约回答「某个月的利率」，把各期限国债的收益率连成一条线，回答的是更大的问题：收益率曲线（yield curve）——同一时刻，从 3 个月到 30 年，借给美国政府的钱各收多少利息。

正常状态，曲线向上倾斜：期限越长，利息越高——借得久，不确定性大，出借方要多收补偿。但有一种著名的异常：倒挂（inversion），短期利率反而高于长期。最常见的读法是拿 2 年期和 10 年期比（所谓 2s10s）：2 年期利率由「美联储这一两年会怎么做」决定，10 年期由「未来十年平均会怎样」决定。**倒挂的意思是：市场认为现在的利率高得不可持续，未来必然要降**——而降息的理由通常是经济转弱。所以倒挂被当成衰退预警：过去半个世纪的美国衰退，几乎每次之前都出现过倒挂。

但要用得克制。第一，倒挂到衰退的时滞从几个月到两年不等，择时价值有限；第二，它也会「误报」——2022 年中到 2024 年倒挂持续了两年、深度创四十多年纪录，衰退却迟迟没来，成为它历史上最尴尬的一次。它更像烟雾报警器：响了要检查，不等于房子已经着火。

当市场和美联储打架

现在你手里有两份预测：点阵图（第八章，19 个官员的「应该」）和期货价格（交易员的「真金白银」）。它们经常不一致——这正是最有意思的时刻。

历史战绩要先说清楚：**两者都经常错，别迷信任何一边**。2021 年市场几乎没给加息定价，结果 2022 年被碾过；2023 年初市场押注年内降息四次，点阵图说一次不降，最后是市场错了。2024 年反过来，联储点阵图一度比市场鹰，年底还是市场更接近。两边都是预测，不是真相；区别是：联储错了不用赔钱，市场错了要赔，所以市场对**新数据**的反应更快、修正更频繁。

实操中最有价值的一张图：**2 年期国债收益率 vs 点阵图中位数**。2 年期是期限里对政策最敏感的国债，它几乎就是「市场给未来两年联储路径的定价」。当 2 年期明显低于点阵图，说明市场在赌联储说得比做得鹰——这种分歧本身就是交易新闻的源头，也是发布会的雷区。分歧收敛的方向，往往就是接下来几次会议的剧情。

再送一个仪表盘：盈亏平衡通胀率（breakeven inflation）——同期普通国债收益率减去抗通胀国债（TIPS）收益率，差值就是市场隐含的通胀预期。它是「通胀预期是否失锚」（第二章那个家训怪物）的实时监测器，联储官员讲话里说的「市场-based 通胀预期」就是它。

本章小结

读市场的三张牌：联邦基金期货/FedWatch 给出每次会议的概率；收益率曲线的形状（尤其 2s10s 倒挂与否）给出市场对整个周期的判断；2 年期收益率和盈亏平衡通胀率，分别监测政策预期和通胀预期。记住两边都在预测，都会错，分歧本身就是信息。

常态运转讲完了。但美联储还有一副面孔，平时收在玻璃柜里，只有失火时才砸开——最后贷款人。第十一章讲危机模式。

第十一章 · 危机模式：最后贷款人

玻璃柜里的另一副面孔

前十章讲的美联储，是一台慢条斯理的机器：八次例会、精心措辞、25 个基点地挪。但金融体系偶尔会着火——银行挤兑、市场冻结、回购利率爆炸。这时候美联储会砸开玻璃柜，换一副面孔：最后贷款人（lender of last resort）——大白话：当所有人都不借钱给你时，还有我。

这个角色 150 年前就被英国《经济学人》主编白芝浩（Walter Bagehot）定下了规矩，三条：**慷慨地借、收惩罚性利率、只接受优质抵押品**。逻辑是区分两种病：「流动性危机」（我有好资产但暂时变不成现金）该救，「资不抵债」（资产本身是坏的）不该救。美联储的每次救火，都是在按这三条原则现场发挥——并且每次都把工具箱改大一点。

贴现窗口：最古老的工具，最怕被用

第三章提过贴现窗口：银行拿抵押品找美联储借钱，这是它从 1913 年就有的原始职能，设计上就是干这个的。但它有个致命的人性弱点：污名效应（stigma）——去贴现窗口借钱会被市场解读为「这家银行别处借不到钱了」，于是银行宁可多付利息在市场上硬扛，也不去敲央行的门。救火的门挂上了「进门=承认快死了」的牌子，火当然不好救。

2008 年的对策是绕：发明TAF（定期拍卖工具）——同样的抵押贷款，改成匿名竞价拍卖，银行面子保住了，钱放出去了。这个「污名 → 绕道」的剧本，在之后每次危机里都会重演。

2008：工具箱爆炸式扩容

2008 年金融危机的问题是：出事的远不止银行。雷曼是投行（不归贴现窗口管），货币市场基金在挤兑，企业连短期商业票据都发不出去。美联储援引《联邦储备法》里一条沉睡几十年的紧急条款——**第 13(3) 条**：在「异常和紧急情况」下，经批准可以向几乎任何人放贷。于是工具像字母汤一样冒出来：救货币基金的、救商业票据的（CPFF）、给投行开门的

(PDCF)、支持消费贷款的 (TALF) 每一个工具的名字你都无需记住，要记的是模式：**哪块市场冻结，就为它当场造一根输血管。**

还有一条不太起眼但极重要的管道：美元互换额度 (swap lines)。美联储把美元借给欧洲央行、日本央行等外国央行，换入对方的货币作抵押，对方再把美元贷给本国缺美元的银行。为什么要管外国银行？因为全球贸易和债务都以美元计价，海外的美元荒会倒灌回美国市场。**美联储实际上是全世界的美元央行**——互换额度就是它平时不出声的第二身份，2020 年 3 月那几周，这是全球最抢手的一根管子。

2020：连国债市场都冻结的时候

2020 年 3 月的疫情冲击制造了一次前所未有的恐慌：连全球最安全、最流动的美国国债市场都差点卡死——所有人同时抛售一切换现金（所谓 dash for cash），交易商接不住，国债买卖价差拉大到失灵边缘。

要知道国债市场是整个美元体系的定价基石（第五章的传导链从这里出发）。美联储的反应是火力全开：几周内宣布**不设上限**地买国债和 MBS（「不限量 QE」）、重启全部 2008 年工具、把互换额度敞开到最大、还给外国央行开了临时的国债回购便利。短短两个月，资产负债表膨胀近 3 万亿。教训清晰：现代危机里，央行守护的不再是「银行」这个名单，而是**市场功能本身**——哪条血管堵了，就往哪条打。

2023：硅谷银行与「按面值借钱」的创举

2023 年 3 月，硅谷银行 (SVB) 48 小时内倒闭：它拿储户的钱买了大量长期国债，加息把债券价格砸下去，储户挤兑时只能亏本卖债，亏着亏着就资不抵债了。那一周，贴现窗口借出约 1530 亿美元，超过 2008 年峰值——污名再重，也比倒闭强。

更值得注意的是新工具 BTFF（银行定期融资计划，Bank Term Funding Program）：银行可以拿国债做抵押，按**面值**而不是市价借钱。市价 80 块的债券能借出 100——等于美联储暂时替银行吞下加息造成的浮亏。这一招直接掐断了「浮亏 → 挤兑 → 被迫贱卖 → 实亏」的死亡螺旋，区域银行的连环倒随之止住。（BTFF 是应急工具，一年后就关闭了。）

大白话：2008 救的是「名单外的机构」，2020 救的是「市场本身」，2023 救的是「加息留下的伤口」。三次危机，工具一个比一个大胆，但骨架始终是白芝浩那三条——只是「优质抵押品」的定义在实战中一再放宽。

两套工具，各管各的

危机工具引入了一个重要的政策原则，联储官员反复强调：**货币政策和金融稳定是两套工具，分开使用**。2022 年一边加息抗通胀、一边可以为了市场冻结随时放水救火，两者不矛盾——利率管经济冷热，应急工具管管道通不通。读新闻时看到「美联储一边紧缩一边扩表」，先别喊精神分裂，大概率是在修水管，不是在调温度。

当然，代价是真实的：每次放水都在强化「央行总会兜底」的预期（道德风险），下一次机构就敢冒更大的险。白芝浩的三条原则里「惩罚性利率」正是为此设计的刹车——只是实战中，救火的优先级永远排在防火前面。这个张力没有解，它是央行与生俱来的宿命。

本章小结

危机模式的要点：最后贷款人职能按「慷慨、惩罚性、好抵押」三原则运行；污名效应让最古老的贴现窗口最难用，于是每次危机都催生绕开污名的新工具；2008 救机构、2020 救市场、2023 救加息伤口，工具箱越来越大；货币政策与金融稳定分灶吃饭。

理论部分全部讲完。最后一章把十二讲压缩成一份可执行的清单：下一次 FOMC 会议日，从会前一周到发布会结束，你自己动手读一遍——按什么顺序、打开哪些原始页面、每个信号落在哪个含义上。

第十二章 · 实战：自己读一次 FOMC

把十二讲变成一个下午

这本书立下的军令状是：读完你能自己读一次 FOMC，不靠二手解读。最后一章兑现它。下面是一份按时间排好的清单——从会议前一周，到发布会结束。每个步骤标了去哪个原始来源、看什么、以及它对应前面哪一章的逻辑。所有来源都免费公开。

T-7 天：会前一周

1. 先校准背景：现在的利率和最近的争论

打开美联储官网（federalreserve.gov）的货币政策页，确认当前目标区间。然后读三样东西，各花十分钟：

- **上次的会议纪要**（会议后三周发布，官网有）。用第九章的人数黑话扫一遍：「many」还是「a couple」？争论的焦点是通胀还是就业？
- **最近的联储官员讲话**。缄默期前两周是放风密集期——理事和地区联储主席的演讲、采访，官网和媒体都有。鹰鸽各自在担心什么，会前基本已经摆在台面。
- **CME FedWatch**：市场对本次会议的概率分布。如果市场押注 95% 维持不变，那「决定」本身大概率没有悬念——**悬念会转移到措辞和点阵图上**，你的注意力也该跟着转移。

2. 扫一遍数据仪表盘

按第六、七章的方法论过一遍：最近一份核心 PCE 的环比和三个月年化（达标还是超标）；CPI 的住房项还在消化多老的房租；最新非农的初值和**修正方向**；失业率与参与率的配对；空缺/失业比；时薪增速离 3.5% 的可持续区间有多远。你自己先下一个判断：换我坐在会议室里，此刻我更担心哪边？——这个预判很重要，它是你衡量「这次会议相对我的预期是鹰是鸽」的基准线。

T-0 14:00（美东）：声明落地

3. 不看新闻标题，直接读官方对照版

下午两点整，声明、执行说明、（季度会议还有）SEP 同时挂上官网。媒体标题三秒内就会弹出，先别看。直接打开官方发布的「与上期对照」版本，按第九章的顺序来：

1. **决定**：动了没有，动了多少——跟 FedWatch 的定价一致吗？（不一致才是真正的新闻。）
2. **第一段措辞 diff**：增长、就业、通胀三个形容词的档位变化；
3. **风险表述**：天平两端「大致平衡」还是偏向一边；
4. **未来指引句**：有没有新增条件句、删掉旧承诺；
5. **投票栏**：有没有反对票？反对者的身份是理事还是地区联储主席？方向是鹰还是鸽？
6. **执行说明**：IORB、ON RRP、贴现率三块牌价是否随区间同步挪（第三章）；有没有缩表节奏的变化（第四章）。

4. 如果是季度会议：读点阵图，并且配对读

按第八章的纪律：先看中位数和上次的差（方向比点位重要），再看离散度，再看长期利率那排点挪没挪。然后把利率预测和通胀/失业预测**摆在一起**：通胀上调而点不动 = 暗中变鸽；通胀不变而点上移 = 真鹰。

T-0 14:00–14:30：看市场，但知道自己在看什么

5. 头半小时的市场跳动，读方向别读情绪

声明落地后的市场反应，本质是「实际 vs 预期」的差值在定价（第十、五章）：

- **2 年期国债收益率**：最敏感的政策预期表。它涨 = 市场读出了鹰；跌 = 鸽。
- **10 年期收益率**：它动，更多反映市场对增长和通胀的重新估计。
- **2s10s 的形态**：倒挂加深还是缓解。
- **股市**：股市的反应最会骗人——「鹰派声明 + 股市大涨」经常发生，因为股市同时在定价别的信息。以债券市场的利率读数为准。

大白话：声明落地后半小时，别看股票指数涨跌判断「好消息坏消息」，看 2 年期收益率往哪走。债市是这门课的优等生，股市是情绪化的同桌。

T-0 14:30–15:15：发布会

6. 听问答，不听稿

主席开场念的稿子和声明同源，增量信息少。真正的变量在问答（第九章）：

- 他对「下次会议」的闪避有多坚决？有没有不小心给出倾向（「我们还没决定，但……」的「但」字后面才是新闻）？
- 他如何回应市场对降息/加息的押注？顺着说（确认）还是泼冷水（纠偏）？泼冷水的力度就是第八章说的「沟通即弹药」的现场演示。
- 他引用的是通胀数据还是就业数据？双重使命的天平此刻压在哪边，听他主动提起什么就知道。

注意波动规律：声明落地时的第一波行情经常在发布会中途**反转**——因为声明是委员会的平均值，问答才是主席个人的倾向。收盘时 2 年期收益率相对声明前的净变化，才是这次会议的最终「鹰鸽读数」。

T+21 天：闭环

三周后纪要的发布日，回来对答案：纪要里披露的争论，和你当天从声明+发布会读出的判断是否一致？哪里有出入，下次就在哪里提高权重。这个「预测—对答案」的循环跑上三四次会议，你的读法会超过绝大多数财经评论——因为他们要对流量负责，而你只需要对事实负责。

尾声：你现在拥有的东西

回到导读里那条新闻：「FOMC 维持利率不变，点阵图暗示年内降息两次；鲍威尔称政策『处于良好位置』，市场却押注三次；核心 PCE 三个月年化回升，十年期收益率上行 8 个基点。」现在你逐句都能拆了：维持不变早在 FedWatch 里定价完毕，不是新闻；点阵图中位

数两次、市场三次，分歧在第三次上，2 年期收益率会告诉你市场多认真；「处于良好位置」
是鲍威尔的标准闪避句式，含义是「别问下次」；核心 PCE 年化回升才是真正的慢变量——
它决定下个季度的点往哪挪；而十年期那 8 个基点，是市场把「通胀回升 + 联储不急」翻
译成「未来实际利率要更高」。

这台机器没有秘密，只有结构。结构拆给你了——下次会议，自己读。

读懂美联储 · 金子