

# “多速并行”：2026年全球货币政策展望

□ 管涛

2025年12月15日至21日，全球金融市场迎来了“超级央行周”：美联储、欧洲央行、英国央行与日本央行在短短一周内密集公布利率决议及关键经济数据，政策路径的分化预期正成为驱动资产定价的核心变量。在此背景下，主要发达经济体的货币政策已从“同向宽松”转向“多速并行”：美联储在连续降息后趋于谨慎，英国央行在通胀黏性下步履审慎，欧洲央行恪守中性立场，而日本央行则坚定推进谨慎加息。本文将系统梳理上述四大央行近期的政策逻辑与前瞻信号，展望2026年主要发达经济体的货币政策走向。

## 美联储连续降息后或放缓步伐

受就业市场下行风险加剧影响，继去年9月、11月和12月连续3次降息后，以及此后连续5次暂停降息之后，美联储在今年9月、10月和12月各降息25个基点，将联邦基金利率的目标区间降至3.50%至3.75%。与此同时，美联储在12月宣布启动技术性扩表操作，计划首月购买400亿美元的短期国债，预计未来数月购债规模将维持高位，后续随着美联储资产负债表季节性波动规律显现，总购买步伐可能逐步放缓。

在政策声明方面，12月美联储议息会议声明对失业率的表述，从10月会议声明的“失业率小幅上升但到8月仍维持在低位”改为“失业率截至9月有所上升”，反映出其对劳动力市场动能减弱的关注。对于未来联邦基金利率目标范围的调整，12月会议声明在措辞上较10月增加了“幅度”和“时机”两个关键词，这一变化与去年9月以来连降3次降息后，暗示明年美联储进一步降息的门槛在提高，后续的降息步伐或将趋缓。

这一微妙的变化也体现了近期美联储利率决议的反对票数量增加。自今年7月以来，美联储的4次议息会议上均出现反对票，其中12月利率决议更是出现3张反对票，创下2019年10月以来新高。除正式反对票之外，美联储发布的最新点阵图显示，还有4张软性反对票支持12月暂停降息，即总共有7人反对本次降息决议，分歧程度据称为37年来最为显著的一次。

美联储内部分歧加剧背后是双重目标平衡难度加大。因此，美联储主席鲍威尔在12月议息会议后的新闻发布会上释放出暂停降息信号。他表示，自9月以来连续3次降息后，当前联邦基金利率处于中性利率的广泛合理估计范围内，美联储正处于有利位置，可以等待并观察经济如何演变。点阵图显示，决策层对明年利率的预测中位数与9月保持一致，仍预计有一次25个基点的降息，但委员间的分歧仍然显著，其中有1人支持明年降息6次。芝加哥商品交易所（CME）美联储观察工具的最新数据显示，目前市场预期美联储明年有2次降息，在3月和7月各降息25个基点，概率分别为47%和35%，即市场预计在鲍威尔明年5月卸任前，美联储仍有一次降息。

鲍威尔在2017年首次被特朗普提名出任美联储主席，并于2022年经拜登提名后获得连任。随着鲍威尔美联储主席任期结束日期临近，明年谁来接替鲍威尔及新主席的政策倾向成为市场关注焦点。现阶段正处于美联储新主席筛选的关键时期。据美国财长贝森特透露，相关人选有望于明年1月初正式宣布。目前美联储主席候选人名单包括白宫国家经济委员会主任哈塞特、前美联储理事沃什，以及现任美联储理事沃勒等人。

12月以来，美联储新主席之争扑朔迷离。作为美联储新主席最有竞争力的人选，哈塞特

□全球货币政策进入“多速并行”新阶段：2025年末，主要发达经济体货币政策显著分化，已从此前的“同向宽松”转向路径、节奏各异的“多速并行”格局，成为影响2026年全球金融市场的核心变量

□美联储连续降息后或放缓步伐：经历了2025年9月至12月连续3次降息后，联邦基金利率的目标区间降至3.50%至3.75%，但12月议息会议反对票创2019年来新高，美联储内部对货币政策进一步宽松的分歧加剧。点阵图和市场预期显示2026年可能仅降息1至2次。新任主席人选、经济基本面及通胀上行风险等因素或共同制约未来大幅宽松空间

□英国央行降息将更加趋于谨慎：自2024年8月至今，英国央行已累计6次降息，将基准利率降至3.75%，为近三年新低。鉴于通胀下行风险与上行风险并存，且利率已接近中性水平，英国央行对未来货币宽松路径的判断更趋谨慎和数据依赖，预示后续降息步伐可能趋缓

□欧洲央行降息周期或已接近尾声：得益于经济展现韧性及通胀稳步回落至目标附近，欧洲央行在2025年下半年已暂停降息。其最新预测显示未来三年通胀将温和达标，因此2026年，欧洲央行大概率维持当前利率不变，既不急于加息，也无必要进一步降息

□日本央行有望保持谨慎加息：日本央行于2025年12月再度加息至0.75%。展望2026年，只要经济和物价前景符合预期，日本央行将继续以数据为依据，渐进、谨慎地推进加息，退出超宽松货币政策

和沃什当选概率出现大幅波动。这体现了特朗普在确定最终人选上的谨慎态度。这一变化也反映出下一任美联储主席将处于满足特朗普对低利率的期待与维护美联储独立性的两难境地。

从近期公开信息看，无论最终由谁来接替鲍威尔出任美联储主席，都可能被期待倾向于支持降息，但是也不宜对明年美联储推动大幅降息寄予过高期望。鲍威尔出任美联储主席已有近8年时间，即便在这位已经建立信誉与威望的主席任内，美联储内部在利率路径上的分歧仍持续扩大。面对就业下行风险和通胀上行风险并存的两大困境，尚待建立信誉的美联储新主席上任之后，将要面对的可能是更加难以协调的委员会，其在推动降息共识上或将面临更大的挑战。

值得注意的是，12月11日，美联储理事会议宣布重新任命地区联储主席，除亚特兰大联储主席博斯蒂克将于明年2月底退休但继任者尚未公布外，其他11位地区联储主席均获连任，此举消除了此前关于人事安排不确定性的市场担忧。在明年轮值票委中，克利夫兰联储主席哈马克、达拉斯联储主席洛根或成鹰派阵营。而且，如果鲍威尔选择以理事身份留任，这也将成为制约美联储新主席推动大幅降息的重要力量。

此外，美国经济基本面可能也难以支持美联储大幅降息。美联储最新发布的经济预测显示，预计明年美国经济增速将从今年的1.7%升至2.3%，失业率回落0.1个百分点至4.4%；个人消费支出（PCE）和核心PCE同比增速分别为2.4%和2.5%，仍然高于2%的通胀目标。近期由里士满联储、亚特兰大联储与杜克大学福库商学院联合开展的最新调查结果显示，明年美国通胀上行风险更加突出：548位受访首席财务官平均预计明年物价将上涨4.2%，半数受访公司预计价格涨幅将在3.5%或以上，这一预期远高于美联储官员的通胀预测中位数。

基于此，亚特兰大联储主席博斯蒂克日前针对美国通胀黏性发出警告称，当前经济中存在的多重“顺风因素”可能继续对通胀形成上行压力，并表示几乎没有迹象显示通胀压力会在2026年中后期之前明显消退，预计即便到2026年底，通胀率仍将高于2.5%。

## 英国央行降息将更加趋于谨慎

自2024年8月至今，英国央行已累计6次下调政策利率，合计降息150个基点。其中，今年2月、5月、8月和12月各降息25个基

点，将基准利率降至3.75%，为近三年新低。在本轮降息过程中，英国央行货币政策委员会内部分歧持续存在。今年12月的降息决定在货币政策委员会以5票赞成、4票反对的微弱优势勉强获得通过。其中，英国央行行长贝利对促成此次降息起到了关键作用，四名委员倾向于维持基准利率在4%不变，其立场较市场预期更为鹰派。

这主要源于委员会在通胀前景的风险平衡上存在分歧。12月货币政策委员会会议纪要指出，尽管短期内总体通胀率可能回落至更接近目标水平，但委员会仍将致力于确保中期通胀率可持续稳定在2%的水平。纪要强调，当前通胀存在双向风险，而不同委员对通胀的风险权重分配存在明显差异：一些此前更担心近期高通胀可能引发第二轮效应的委员认为，在通胀已经长期高于目标的情况下，明年工资增长可能维持高位，引发持续通胀风险；一些此前不太担心通胀持续性的委员则认为，现在通胀下行风险（包括需求下降和劳动力市场可能更快放松）已经明显超过了通胀上行风险。

关于未来的政策方向，12月的货币政策声明指出，基于当前的情况，基准利率可能继续沿着渐进的下降路径调整，但关于是否进一步放宽政策的判断将变得更加难以抉择。这意味着，伴随着基准利率逐步趋近中性利率水平，英国央行的降息步伐有望放缓。

货币政策委员会会议纪要进一步指出，不同委员对于如何以及在多大程度上确定均衡中性利率水平持有不同看法。行长贝利认为，当前还存在进一步放松政策的空间，但考虑到利率接近中性水平，政策调整空间较为有限，因此无法精确预判未来利率调整路径；副行长拉姆斯登指出，随着政策限制性减弱以及中性利率的不确定性，未来适时放缓降息节奏或将具备合理性；支持12月暂停降息的外部委员格林表示，随着基准利率接近中性水平，货币政策与结构性因素对通胀放缓的贡献度可能更难以区分，因此需要采取更为审慎的降息节奏。这些观点共同反映出，随着政策利率接近中性区间，英国央行内部对后续宽松节奏的判断正变得更加谨慎和数据依赖。

## 欧洲央行降息周期或已接近尾声

今年上半年，欧洲央行延续了去年6月以来的降息进程，共进行了4次降息，将存款便利利率、主要再融资利率和边际贷款便利利率分别降至2.0%、2.15%和2.4%。进入下半年，欧元

区经济展现出较强韧性，通胀也保持基本稳定：三季度实际GDP同比增长0.3%，好于市场预期；调和消费者物价指数（HICP）同比增速基本保持在2.1%附近窄幅波动，核心HICP同比增速连续三个月稳定在2.4%。在此背景下，欧洲央行在随后的4次政策会议上均按兵不动，维持三大关键利率不变。

值得关注的是，近期投资者对欧洲央行货币政策关注的焦点已经从降息转向未来可能的加息路径。12月3日，欧洲央行执行委员会委员施纳贝尔在接受媒体采访时表示，她对投资者押注欧洲央行下一步政策行动将是加息的预期相当有信心。作为首位明确表示利率已经触底的欧洲央行官员，施纳贝尔提示，在经济复苏、产出缺口缩小、财政政策扩张之际，核心通胀率的下降趋势已经停滞，而所有这些因素都可能导致通胀上升，必须对此保持非常密切的关注。此番言论被市场解读为欧洲央行释放强烈的鹰派信号。

彭博在12月5日至11日对经济学家开展的一项调查结果与施纳贝尔的观点一致，超过60%的受访者预测欧洲央行的下一次利率调整将是加息，这一比例较10月的约三分之一显著上升。不过，受访者预计这种情况不会在短期内发生，预计存款便利利率将在未来两年内保持在2%。

对此，欧洲央行行长拉加德在12月议息会议结束后的新闻发布会上继续暗示欧洲央行不急行动。她表示，目前利率政策处于“良好位置”，但保留所有可能的选项，欧洲央行将继续坚持逐次会议、根据数据决定政策的方针，既不预设利率路径，也不设定任何具体的利率调整时间。此外，拉加德还进一步补充，本次会议中没有讨论加息或加息。

欧洲央行工作人员在12月议息会议期间给出的最新预测展现出欧元区未来三年经济温和增长、通胀保持基本稳定的图景。在经济增长方面：实际GDP增速将从2025年的1.4%降至2026年的1.2%，随后在2027年和2028年回升至1.4%；相较9月的预测，2025年、2026年和2027年GDP增速分别上调0.2、0.2和0.1个百分点。在通胀方面，HICP同比增速将从2025年的2.1%降至2026年的1.9%和2027年的1.8%；核心HICP同比增速则从2025年的2.4%降至2026年的2.2%和2027年的1.9%。到2028年，HICP和核心HICP同比增速均有望达到2.0%的目标水平。

12月10日，拉加德在出席英国《金融时报》举办的相关活动时就预告了欧洲央行会对经济增长前景作出更为乐观的评估。她表示，考虑到通胀率约2%的过往记录，以及中期预测也

维持在这一水平，欧元区经济目前处于“相当好的位置”，且产出水平已“相当接近潜在水平”。上述表态均意味着，现阶段欧洲央行最优策略是维持中性货币政策立场，没有理由降息或加息。

## 日本央行有望保持谨慎加息

日本央行自去年3月退出负利率政策以来，已累计4次上调政策利率。其中，今年1月和12月各加息25个基点，政策目标利率升至0.75%，创30年来新高。自近期美国贸易政策不确定性缓解，日本核心CPI同比增速连续44个月高于2%，以及开始倡导扩张性支出政策以来，日元对美元汇率持续下跌加剧通胀担忧，这些因素均为日本央行在12月重启加息铺平道路。12月的加息决定以9票赞成、0票反对的结果全票获得通过。

日本央行对可持续实现2%物价稳定目标的信心明显增强。日本央行发布的最新货币政策声明指出，劳动力市场状况持续紧张，即便考虑到关税政策的影响，预计企业利润总体上仍将保持在高位。同时，企业在今年实现工资大幅增长后，明年继续稳步涨薪的可能性很高，加薪行为被中断的可能性较低。虽然，美国贸易政策影响仍存在不确定性，但是不确定性已经下降。由于当前通胀呈持续温和上升态势，将工资增长传导至销售价格的循环机制仍在持续。基于此，日本央行认为工资与物价相互推动、温和上涨的态势很可能延续，实现2%物价稳定目标的可能性正在上升。

日本央行在12月的政策声明中释放加息未完结信号，加息步伐将视数据而定。此前，日本央行在10月《经济活动和物价展望报告》中曾预计，在2025财年、2026财年、2027财年日本实际GDP同比增速分别为0.7%、0.7%和1.0%，核心CPI同比增速分别为2.7%、1.8%和2.0%。日本央行在12月的政策声明中指出，鉴于实际利率处于显著偏低水平，如果10月展望报告中提出的经济活动和物价前景得以实现，日本央行将随着经济活动和物价状况的改善，继续提高政策利率并调整货币宽松的程度。

日本央行行长植田和男在新闻发布会上强调，如果经济和物价按照预期发展，并持续改善，日本央行将继续提高政策利率。他还表示，在适当时机加息，对于达成2%的通胀目标是必要的，延后加息可能导致后续被迫进行更大幅度加息。对于中性利率，植田和男表示，中性利率波动幅度较大，难以准确界定，目前0.75%的政策利率距离央行估计的1%中性利率下限仍有一定差距。在评估货币政策宽松程度时，不仅要与中性利率的距离，还需关注实际利率、信贷状况以及经济发展状况。

综上所述，今年以来，全球主要发达经济体的货币政策分化态势进一步显现。随着高通胀压力缓解，美联储、英国央行和欧洲央行延续了自2024年以来的降息进程，而日本央行则在确认通胀内生性增强的情况下，继续推动加息。展望2026年，在全球经济仍面临诸多不确定因素的环境下，主要央行或将更强调货币政策灵活性，政策调整步伐将更趋谨慎，但调整方向仍然呈现较为明显的差异化特征。其中，美联储与英国央行仍有可能继续降息，欧洲央行有望维持中性货币政策立场，日本央行或继续推动谨慎加息进程。这一“多速并行”的政策格局，或将全球资本流动、汇率走势及资产定价产生深远影响。

（作者系中银证券全球首席经济学家）

