



美联储的终极挑战



意见领袖 | 中国金融四十人论坛

美国 8 月通胀数据超过预期，引发全球市场巨震。美联储继续积极对抗高通胀，9 月第三次加息 75 个基点，并暗示年底前将有更多加息。

在美国耶鲁大学高级研究员斯蒂芬·罗奇（Stephen Roach）看来，这样的力度恐怕还不够。“美联储和市场都低估了价格压力的扩散以及在此背景下重回 2% 目标通胀水平所需要的货币紧缩力度。”他提出，美国通胀在今年 3 月达到峰值，但 3 月之后的回落速度非常缓慢，只关注“通胀峰值”会使人们忽略这一关键问题。他表示，“如果我们假设当前的通胀回落轨迹最终会比预计拉得更长，我估计名义联邦基金利率或需升到 5%-6% 的区间才能达到目标。”

罗奇曾任摩根士丹利亚洲区前主席，1970 年代末在美联储工作时，他曾见证美联储应对恶性通胀的全过程。

2022 年上半年，美国实际 GDP 连续两个季度出现下降。罗奇对此表示，目前依然是技术性衰退，并不代表美国经济一定会陷入大规模周期性衰退。“但在政策利率达到限制性（restrictive）水平之前，美联储可能还要进行几次加息，最终导致的‘范式转换’或将无比剧烈，也正是这点让我相信美国经济将在 2023 年不可避免地陷入衰退。”此外，在俄乌冲突引发的能源危机下，欧盟已经步入经济衰退，美国 2023 年也很有可能面临同样命运，全球经济衰退是大概率事件。

罗奇认为，美元还会继续保持强势。随着美元攀升，其他国家货币贬值，但其出口竞争力也会随之得到增强。更主要的问题来自于债务偿还压力，尤其是已经债台高筑的新兴市场经济体。

“各国央行鼓励从以收入为基础的经济向对资产（高度）依赖的经济过渡是鲁莽和不负责任的。”罗奇强调，金融稳定相关的考虑需要被正式纳入具有法律约束力的文件以及央行使命当中。

但这也提出了最棘手的问题之一：央行如何用单一政策工具来平衡多重目标。他表示，只有真正独立于政治压力的央行才能以保罗·沃尔克 (Paul Volcker) 式的纪律和专注来解决当前一系列的棘手问题——“坚定不移” (Keep At It) 并不容易，但归根结底，这是唯一的出路。



以下为访谈实录：

Q1：8月美国通胀略高于预期，显示通胀具有粘性，您认为这一现象背后主要有哪些因素支撑？目前来看，通胀见顶了吗？如何看待未来一个阶段美国的通胀形势和中长期通胀中枢的变化？美国真的还能回到2%的通胀率吗？

罗奇：“略高”这个说法还是低估了8月美国令人失望的通胀表现。5、6月美国通胀经历了极其迅速的增长，相比起来，8月通胀确实仅“略高于”7月，但依然远高于大部分分析师和市场人士的预测——此前，人们曾预计会出现连续大幅下滑。

与前几个月一样，8月的通胀表现令人失望。个人消费支出（PCE）总平减指数上升0.3%，核心PCE平减指数——长期以来美联储最喜欢的通胀指标——攀升0.6%。与去年同期相比，8月美国核心PCE平减指数加速升至4.9%（7月为4.7%），而不是像大多数人预期的那样下降。

这些数字确实仍然低于3月的峰值，但只关注“通胀峰值”会导致我们忽视美国通胀问题最关键的一个方面：虽然3月美国通胀确实很可能已经达到峰值，但比起这个，达峰后的通胀回落轨迹要重要得多，而3月以后的通胀回落速度非常缓慢。事实证明，美国当前这种长期、广泛的通胀极其棘手，因此，美联储想回到2%的通胀目标水平会是一个非常漫长、艰难的过程。所谓的通胀“达峰”的说法其实就是变相地说“通胀是暂时的”，未来将证明这是一个重大错误。

Q2：联邦基金利率已经上调至 3.00-3.25%，您对四季度和未来一年美联储加息和缩表节奏，以及联邦基金利率的峰值有何展望？

罗奇：美国当前的名义联邦基金利率（FFR）为 3.1%，仍比整体 CPI 通胀率三个月来的均值 8%低整整 5 个百分点。这提出了一个重要的问题：在判断货币政策立场时，我认为更重要的是关注整体通胀，而不是核心通胀。关注核心通胀就意味着假设一些主要的价格冲击都是暂时性的，像美联储主席鲍威尔之前做的那样。

在上世纪 70 年代，美联储原主席 Arthur Burns——也是我的第一任老板——就曾反复忽视一系列短暂价格冲击，最终酿成大错。而时至今日，美联储还在重复着这个错误，在分析时剔除所谓的一次性或者说特殊的因素，只关注核心通胀率，而实际情况远比这个指标所显示的要棘手得多。美联储和市场都低估了价格压力的扩散以及在此背景下重回 2%目标通胀水平所需要的货币紧缩力度。

鲍威尔表示，为遏制通胀压力，美国须采取“限制性”（restrictive）货币政策。基于整体 CPI 的中性政策利率——即 1960-2021 年间实际联邦基金利率的均值——为 1.1%。所谓的“限制性”利率肯定要高于中性利率，这里为了便于讨论，我们姑且假设实际联邦基金利率至少要到 2%。但是，美国当前的实际联邦基金利率为-5%，甚至还远远没达到中性利率，更不用说限制性的利率了。如果我们假设当前的通胀回落轨迹最终会比预计拉得更长，我估计名义联邦基金利率可能得升到 5-6%的区间才能达到

“限制性利率”的标准。这意味着，从目前的利率水平来看，美联储可能才打赢了这场抗通胀斗争的一半。

Q3：您如何看待本轮加息对美国经济的影响？如何展望美国的经济前景？美联储是否低估了经济衰退和劳动力市场崩溃的可能性？

罗奇：美国经济已经明显放缓，但至今尚未陷入衰退，从高度紧俏的劳动力市场也可见一斑。2022 年上半年，美国实际 GDP 连续两个季度下降。尽管很多人将此和过去的经济衰退联系起来，但目前来看，这依然是技术性的，并不代表美国经济一定会陷入大规模周期性衰退。不过，如果我对于美联储为控制通胀而所需落实的加息幅度估计准确，那么在 2023 年，美国经济很可能无法避免衰退。

我们都知道，货币政策对于实体经济的冲击存在一个很长的滞后期，往往在 12-18 个月之间。我自己的研究显示，实际利率的变化对于评估货币政策对实体经济的冲击非常关键。基于此，结论已经非常明了：美联储已经释放信号表明将从历史性的宽松转向更加限制性的政策立场。这基本上已经相当于一场大规模的范式转换。

过去三次美国联邦公开市场委员会（FOMC）会议上连续加息 75 个基点，已经是 1982 年初（保罗·沃尔克执掌美联储的时代）到现在为止最大幅度的货币紧缩了。在政策利率达到限制性的水平之前，美联储可能还要再进行几次加息，最终导致的范式转换或将无比剧烈，也正是这点让我相信美国经济将在 2023 年不可避免地陷入衰退。

Q4: 您对美元指数未来走势如何展望？强势美元将对非美元国家和全球市场带来哪些放大效应和外溢风险？

罗奇：这个问题非常重要，我试着回答。两年多前，我曾警告美元可能会崩溃，但结果和我想的大相径庭——美元不仅没有暴跌，反而节节高升。因此，我现在对于货币方面的预测非常谨慎。我当时预测美元崩溃有三个原因：美国剧增的经常账户赤字、当时非常消极的美联储、以及那时我们对其他货币过度消极的判断，尤其是欧元、人民币以及墨西哥比索和加拿大元（《北美自由贸易协定》除美国外的两方）。

虽然当时美国经常账户赤字确实持续扩大，但事实证明，至少迄今为止，这点并不重要。美联储当然也已经幡然醒悟，积极牵头应对美国严峻的通胀形势，这是推高美元的决定性因素。如上所述，我推测美联储为了达到控制通胀的目的，还要以超出市场预期的幅度继续收紧货币政策。事后反思我之前对美元的错误预测，这次我认为，美元还会继续保持强势。不过鉴于我过去糟糕的预测，我必须强调我的结论可能未必准确。

强势美元的外溢效应不言而喻。随着美元攀升，其他国家货币贬值，

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_47035

