

“沃什时代”的美联储政策逻辑与推演

□ 管 涛

在通胀数据意外回落与美联储内部变革的交织下,美联储货币政策的未来走向愈发扑朔迷离。最新公布的美国6月CPI与核心CPI数据双双低于预期,虽为市场带来一丝喘息之机,但美联储主席沃什并未给出明确的利率信号,反而重申其抗通胀的立场。与此同时,美联储内部五大工作组的正式亮相,以及美国商务部经济分析局拟于9月底调整PCE统计方法,进一步加剧政策前景的复杂性。在数据、人事与制度变革的多重变量下,美联储正站在一个关键的十字路口。本文将深入剖析沃什主导下的美联储货币政策框架的重构逻辑,推演其政策未来最可能的演绎路径及对全球金融市场产生的影响。

重构美联储政策框架

当地时间5月22日,凯文·沃什正式宣誓就任美联储第17任主席。自4月获提名、并在参议院听证会上接受质询阐述经济理念以来,沃什通过一系列的公开发言,逐步勾勒出其政策框架的轮廓,涉及通胀理念、资产负债表政策、沟通策略调整、货币政策独立性以及技术进步的经济效应等多个维度。

在通胀治理上,沃什展现出与前任截然不同的鲜明立场。与鲍威尔时期将高通胀归于外部冲击与内部过热共同作用的表述不同,沃什的标志性表述是“通胀是一种选择,美联储必须担责”,并明确对持续高企的通胀“零容忍”。在制度框架上,沃什否定了2020年引入的灵活平均通胀目标制(FAIT),主张重新锚定2%的通胀目标。而且,沃什多次表达对通胀指标的不满,引导内部采用替代指标。沃什在4月份参议院听证会上明确表态个人更偏好于“截尾均值PCE”通胀指标,认为该指标能有效剔除尾部风险以及所有一次性价格冲击,为判断通胀是否实质性改善提供更具说服力的支撑。

在资产负债表正常化方面,沃什一贯反对将量化宽松(OE)常态化,支持货币政策回归以利率为核心的传统调控范式。这一立场直指伯南克时代开启的OE传统:2008年国际金融危机爆发后,伯南克将利率降至零并推出三轮OE,美联储资产负债表规模从约9000亿美元升至4.5万亿美元;耶伦在任期内虽然启动缩表,但节奏较为谨慎;鲍威尔时期更是在疫情冲击下推出“无限量OE”,使资产负债表规模一度逼近9万亿美元。

针对这一历史遗留问题,沃什在7月1日欧洲央行于葡萄牙辛特拉举办的年度央行论坛上,重申希望缩小资产负债表规模。他表示,当前约6.7万亿美元的资产负债表规模远高于疫情前水平,这一庞大体量历经约18年累积而成,其性质已接近财政工具。

在沟通策略上,在4月份的参议院听证会上,沃什强调希望美联储的沟通策略发生制度性转变。他倾向于保持“战略模糊性”,质疑定期会后新闻发布会的价值,并主张减少美联储官员的公开讲话频率。自沃什6月份议会会后的新闻发布会首秀以来,美联储沟通策略的转变已率先显现:当月,议会会议声明篇幅大幅精简;沃什不仅拒绝与其他美联储官员一起提供利率预测,在会后发布会上也拒绝透露政策倾向,导致发布会时长明显缩短。他在首秀上明确表示,希望是市场根据经济数据告诉美联储利率应该是多少,而不是相反。此后,沃什又在辛特拉论坛上进一步定调,美联储将不再提供利率前瞻指引,转而完全依赖最新经济数据进行逐次会议决策。这标志着美联储沟通框架已经从“前瞻指引时代”转向“数据驱动模式”。

沃什上任时,正值市场对特朗普干预美联储决策、损害货币政策独立性的担忧日益加剧之际。因此,能否维护美联储独立性,成为沃什上任以后面临的首要考验。在前述参议院听证会上,沃什明确表示,特朗普从未要求他对任何具体的利率决定做出承诺,并强调“我也绝不会这么

- 沃什上任后正系统性地重构美联储政策框架,其核心是回归物价稳定的首要使命。他明确反对2020年引入的灵活平均通胀目标制(FAIT),主张重新锚定2%的通胀目标,并倾向于采用“截尾均值PCE”等新指标。在沟通策略上,他摒弃了前瞻指引,转向完全依赖数据的逐次会议决策,标志着美联储正式进入“数据驱动模式”
- 尽管美国通胀压力有所缓解,但AI投资热潮、地缘政治风险及贸易政策不确定性仍构成上行压力。综合来看,沃什或借美国经济仍具韧性之机展示鹰派立场以树立威信,但其深层意图或仍倾向于降息。因此,年内美联储大概率将维持利率不变,当前市场对加息的定价可能已过度
- 长期看,若AI驱动生产率提升缓解美国通胀压力,美联储重启降息将利好风险资产;反之,若美联储因经济恶化被迫降息,市场将先经历风险偏好收缩的冲击。而在全球金融市场联动共振风险上升背景下,美联储政策不确定性将通过资本流动、风险偏好和汇率渠道向全球市场加速传导

做”。这一表态延续了美联储主席捍卫独立性的传统。但与鲍威尔时代刻意与白宫保持明显距离的做法不同,沃什采取一种高频接触但保持决策独立的新模式。

关于技术进步的经济效应,沃什展现出与20世纪90年代格林斯潘对“新经济”相似的看法。早在竞选美联储主席期间,他便描绘人工智能(AI)重塑经济的乐观愿景,认为AI应用带来的生产率提升最终将降低生产成本并增加总供给,从而对通胀构成下行压力。从战略上看,这是他主张未来降息的核心依据;但在战术上,他仍会通过短期的鹰派立场来巩固其抗通胀的信誉。为支持其判断,沃什在正式就职后立即成立了“生产率与就业工作组”,旨在评估包括AI在内的新型通用技术对经济的影响。

综合来看,沃什的政策主张与历任美联储主席既有相似之处,又展现出显著的时代差异。他反复强调必须回归美联储核心职责:保持物价稳定,并将其视为货币政策的“第一性原理”。在4月份的参议院听证会上,他甚至表示拟向各地区联储发布指引,禁止其参与气候变化倡导、州宪法修正案游说、种族公平政策等超纲议题。这一系列表态,本质上是对美联储过去十余年政策范式与职能边界进行全面反思和重构。这种系统性的改革意图,在沃什上任后的首秀中得到落实。沃什宣布成立五个特别工作组,分别聚焦美联储沟通、资产负债表政策、数据使用、生产率与就业,以及通胀框架等关键领域。

美联储改革远水难解近渴

继6月宣布成立五个工作组之后,美联储于7月9日任命十余名专家领衔这五个工作组。专家成员包括经验丰富的经济学家、商界领袖及前央行官员,标志着沃什重塑美联储的计划进入执行阶段。根据部署,五个工作组将在美联储工作人员的支持下独立运作,遵循证据导向,向联邦公开市场委员会(FOMC)提交严谨的研究结果,预计将于年底前完成相关工作。

然而,尽管相关研究成果有望为沃什的政策主张提供重要参考,但其最终能否顺利落地实施,仍存在较多不确定性,市场对改革成效不宜期待过高。

首先,沃什的政策主张未必能获得工作组研究结果的完全支持。五个工作组的负责人横跨多个领域,彼此之间的观点存在一定分歧。这种多元化虽然有助于降低外界对研究成果的质疑,但也意味着相关报告可能与沃什的政策主张相悖。以通胀框架组为例,据英国《经济学家》文章分析,其三位负责人的立场便不尽相同:诺贝尔经济学奖获得者托马斯·萨金特是通胀目标的坚定支持者;而前国际清算银行(BIS)经济顾问威廉·怀特则认为目标制不仅推高了全球负债,还放大了金融“繁荣与萧条”的周期波动;而哈佛大学经济学教授、前经济顾问委员会主席格雷格·曼昆虽支持目标制,却反

对2%这种“虚假精确”的目标。

即便是在沃什立场一贯明确的资产负债表政策上,相关负责人士的意见也存在分歧。其中,哈佛大学经济学教授、前美联储理事杰里米·斯坦曾在杰克逊霍尔会议论文中论证,美联储维持相对大规模的资产负债表有助于金融稳定,因为充裕的准备金降低了金融中介机构对短期高波动融资工具的依赖,从根源上减少了挤兑风险的积累。芝加哥大学教授、前印度央行行长拉古拉姆·拉詹则警告称,OE政策存在不对称性,缩表比扩表更加困难。他指出,OE的逆转并非一帆风顺,而是会产生一种单向的“棘轮效应”:美联储向金融体系注入大量资金时,银行养成的借贷习惯并不会随政策逆转而消失,这使得金融体系(尤其是规模较小、资本不足的银行)对美联储注入的大规模资金产生依赖,一旦政策转向、资金撤出,金融体系将面临重重风险。

其次,美联储并非“一言堂”,货币政策是由12名有投票权的成员共同制定,并非主席一人独断。事实上,在沃什正式就任美联储主席之前,美联储内部的分歧已经较为突出。例如在4月份议息会议中,反对票数创1992年以来新高。尽管沃什通过设立五个工作组对美联储的核心职能进行审视,有助于凝聚内部共识,但是工作组的权限仅限于提供咨询建议,并不具备决策权。相关研究结果与政策主张能否最终被采纳并付诸实施,仍取决于沃什能否争取到美联储理事及地区联储主席的支持。这显然对其政治智慧和协调能力提出了严峻考验。

利率政策或继续按兵不动

今年年初,市场仍在交易美联储降息预期,普遍预计年内将有两次降息。然而,随着2月底中东地缘冲突爆发,降息预期明显弱化。芝加哥商品交易所(CME)美联储观察工具也显示,目前市场预期今明两年美联储降息的概率已接近零。

展望下半年,在AI投资热潮延续、中东局势反复以及关税政策影响下,美国通胀上行的风险仍然突出,制约了美联储的降息进程。

一是AI通胀效应先于通缩效应显现。沃什主张降息的核心依据,是AI能提升生产率并带来通缩效应,使经济可以在不引发通胀的情况下实现快速增长。但现实情况是,今年以来人工智能带来的通胀效应已先于通缩效应显现。受人工智能基础设施建设资本支出增加的影响,芯片、高科技设备、软件和公用事业价格大幅上涨。7月15日,美联储理事丽莎·库克指出,人工智能建设并未出现放缓迹象,各公司已宣布超过1.5万亿美元的数据中心建设计划,但只有一小部分落地。仅数据中心一项就存在巨大的投资需求,未来几年其他与人工智能相关的资本支出也可能大幅增长。

二是中东地缘冲突再度反复,推动油价攀升。自7月8日停火协议破裂以来,美军连续对

伊朗发动空袭。7月23日,特朗普称正在“认真考虑”重启对伊朗的大规模作战行动。同日,伊斯兰革命卫队宣布“完全封锁”霍尔木兹海峡。受此影响,布伦特原油期货价格于7月23日重新突破每桶100美元大关。

三是美国贸易政策的不确定性犹存。今年2月,美国联邦最高法院裁定基于《国际紧急经济权力法》(IEEPA)的对等关税无效。此后,美国政府根据1974年贸易法第122条对全球贸易伙伴征收了10%的临时性关税。7月23日,美方援引1974年贸易法第301条,以“强迫劳动执法不力”为由对60个经济体加征10%至12.5%的关税,并于次日正式生效,以取代到期的122条款关税。

但是与此同时,近期美国通胀和劳动力市场数据也支持美联储采取更加审慎的行动,当前不具备加息的紧迫性。

一是美国通胀预期锚定良好,实际通胀压力有所缓解。从预期来看,美国通胀保值债券(TIPS)市场隐含的五年期盈亏平衡通胀率为2.3%,基本稳定在2%的政策目标附近。从实际数据来看,美国6月CPI同比增速由前值4.3%降至3.5%,核心CPI增速由2.9%降至2.6%,双双创下近三个月的新低。市场机构预测,即将于7月底发布的6月核心PCE增速或同样回落。

二是通胀数据或迎来技术性下调。美国商务部经济分析局(BEA)拟于9月调整PCE价格指数的统计方法,主要修订投资管理服务、计算机软件和法律服务的统计口径。市场机构测算,此举将从技术层面压低核心PCE通胀读数约0.1至0.3个百分点,这或有助于支持鸽派立场。

三是劳动力市场继续降温。6月,美国新增非农就业人数仅为5.7万人,显著低于市场预期的11.5万人,且此前两个月的新增就业数据合计下修7.4万人。当月,失业率环比回落0.1个百分点至4.2%,但劳动参与率回落0.3个百分点至61.5%,创下2021年4月以来新低;职位空缺与失业人数之比接近1:1,远低于2022年高峰时期的2:1。

四是金融市场对加息形成明显掣肘。7月美银全球基金经理调查(FMS)显示,45%的受访者将“AI泡沫”列为当前最大尾部风险,较上月的28%大幅跳升,一举超越“第二波通胀”(26%)成为首要担忧。同时,52%的受访者认为AI股票目前处于“繁荣”阶段,另有23%认为已进入“亢奋”阶段。在AI泡沫担忧持续升温的背景下,美联储出于防范金融风险、避免重蹈互联网泡沫破裂覆辙的考量,也不太可能贸然加息。

在此背景下,美联储内部对美国通胀走势和利率政策的分歧仍将延续,并清晰地划分为三大阵营:一是以威廉姆斯为代表的鸽派阵营。纽约联储主席约翰·威廉姆斯7月15日表示,尽管AI投资需求给通胀造成上行压力,但当

前利率水平已“处于合理位置”,并判断通胀已经见顶,将在未来几个季度逐步回落。二是以沃勒为代表的中性阵营。7月13日,美联储理事克里斯托弗·沃勒表示,在当前政策水平下,通胀仍有可能逐步回落至2%的目标。但他同样警告,若未来几周的数据显示通胀率维持在高位甚至继续攀升,短期内可能需要收紧货币政策。三是以沃什为代表的鹰派阵营。7月15日,沃什在参议院银行委员会作证时,频繁表达对通胀的不满,重申美联储对高通胀“零容忍”,并将继续致力于推动通胀回落至目标水平。

综合来看,不排除沃什当前正借美国经济和就业仍具韧性之机,展示其捍卫物价稳定使命及美联储独立性的鹰派立场,以尽快在市场和美联储内部树立威信,锚定市场通胀预期。但从其推动修订通胀框架,以及对AI通缩效应的长期研判来看,沃什深层意图或仍倾向于降息,甚至其在首秀时直言“更在意通胀小数点左边的数字”。从这个意义上讲,年内美联储大概率继续维持现状。反倒是今明两年,若在上述内外部冲击下,美国发生金融动荡、经济衰退或就业恶化,美联储仍有可能重启降息。当前市场对加息的定价可能已经过度。

对全球金融市场影响几何

沃什主导的美联储政策框架变革将重塑全球金融市场的定价逻辑,其中影响最直接的当数前瞻性指引退场。美联储放弃前瞻指引、转向完全依赖数据的逐次会议决策,意味着利率路径的不确定性显著上升,政策意外出台的概率大幅增加。在这一新模式下,市场对官员讲话的敏感度不降反升,短期利率波动随之加剧。对于各类资产而言,利率政策锚点的模糊化与美联储沟通范式的切换,意味着相关资产价格或将持续面临预期频繁修正的考验。

短期来看,美联储大概率维持谨慎观望态势。如果没有超预期的经济数据扰动或地缘政治事件冲击,市场与政策的博弈将主导行情,全球资产价格整体呈现震荡格局。如果AI投资热潮带来的需求效应持续强于生产率增长的供给效应,进而推升美国通胀上行,导致美联储紧缩预期升温乃至被迫启动加息,美股估值将普遍承压,美债收益率将走高。与此同时,沃什展现的抗通胀决心与维护美联储独立性的姿态,有助于修复美元信用与货币政策可信度,叠加美国经济的韧性表现与美元利差优势,美元指数有望获得支撑;黄金价格虽将继续阶段性承压,但美国债务风险、地缘政治不确定性等因素将为金价提供长期支撑。

拉长时间维度看:如果AI驱动的生产率提升能够更快降低生产成本,推动美国通胀压力持续缓解,使美联储重启降息周期,则将驱动美债收益率走低,利好美股等风险资产;美元利差优势的减弱或压制美元指数上行空间,黄金价格有望重回上升通道。相反,如果金融动荡加剧、经济基本面恶化导致美联储被迫重启降息,美债收益率虽会走低,但股票市场短期将因风险偏好收缩承压,待流动性宽松效应显现后逐步修复;美元指数则在避险情绪驱动下短期冲高,随后转为弱势;黄金价格则将持续获得避险与宽松预期的双重支撑。

在全球金融市场联动共振风险上升背景下,美联储政策不确定性将通过资本流动、风险偏好和汇率渠道向全球市场加速传导。对于全球新兴市场而言,美债收益率的高频波动将演变为常态。跨境资金的快速进出,将显著抬升各国股票和债券市场的波动中枢,使得单边趋势行情概率下降,结构性分化趋势更加突显。在此背景下,全球投资者亟须重塑资产配置逻辑:一方面,应密切关注低波动资产的配置以构筑防御底线;另一方面,须高度警惕高杠杆利率套利策略在流动性冲击下可能引发的风险。

(作者系中银证券全球首席经济学家)



上海证券报,新华社主管,证券市场信息披露媒体,创刊于1991年,是新中国第一份提供权威金融证券专业资讯的全国性财经日报,现已形成涵盖报纸、网站、客户端、视频、微信、微博等平台的全媒体财经传媒矩阵。

追求政治品德、新闻品格、专业品位、服务品质、一流品牌,做有“品”的全媒体财经资讯服务商,做您的决策参谋、投资顾问、理财助手。

因为敬业,所以专业;因为相信,所以看见……



中国证券网微信



上海证券报微信



上海证券报 APP