

# 当下观察美联储的5个要点

---

本文由智堡翻译，支持智堡请下载智堡APP并订阅我们的黑金会员。

本文梳理了Mikko观察联储明年政策动向的五条主线。

## 1.数据本位 (Data-based) 与金融稳定形成三支柱

---

联储的政策走向永远以Dual Mandate中的政策目标为基准，即通胀水平和失业率，而非其他什么因素（比如人们热议的中性利率、经济增长以及金融市场状况）。Dual Mandate是50年来美联储的最高准则，也是通胀目标制得以长久不衰的核心。

在今年，联储开始发布“金融稳定报告”，全面评估所谓“金融脆弱性”，这成为了联储政策目标当中的第三支柱。

鲍威尔近期重新开始强调“Data-Based”，并称2018年的经济是“金融危机以后最强年”，才导致今年较快的加息速度，因此明年经济在边际上的变化（放缓）势必会影响到联储的政策路径。笔者依稀2016年上半年非农就业人数的异常波动使得联储重新斟酌了其加息速度。此外，仍在2%下方徘徊的通胀水平也使得联储的通胀目标“非对称性”饱受争议。

因此，在明年，市场的关注重心可能会重新迁移到失业率、非农就业、通胀水平以及最近上位的“金融脆弱性”等硬指标。而今年备受关注的缩表进程的影响、国债超发以及利率框架的技术调整可能在明年逐步淡出人们的视野。

## 2.外部环境

---

在12月声明中，鲍威尔重新提到“监测**全球经济和金融发展**”，并明确表态关注全球增长。在发布会上重申自己**关心的是全球增长**，2017年的时候，大家都乐观，一直在上调经济增长，现在不一样了，而且**Brexit和意大利的事件风险美联储也在关注**。

美联储对外部环境的关注很容易让研究者误以为联储想要承担起“**全球央行**”的职责，使得人们产生“**世界时局不稳联储就势必有所作为**”的幻觉，但实际上，联储确实考虑全球范围内的负面情况，但对此的考量并非欲图承担全球经济增长的职责，也不是想当全球金融市场的救世主。联储的“全球目标”最终仍然是落到Dual Mandate和本国金融稳定之上的。

让我们来看看前联储副主席费希尔在当时的“事件风暴”中是怎么说的：

*因此，我们正接近我们的目标。不仅如此，就业表现**呈现出相当的耐受性**。在过去两年内，我们已从不同维度考量了希腊债务危机、贸易加权美元升值20%、中国经济放缓及随之带来的汇率不确定性、年初六周的金融市场动荡、五月就业增长的疲软及英国脱欧等**一系列事件对美国的影响**并采取了相关措施。因此，即使面对这些冲击，劳动力市场状况持续改善：就业率继续增长，失业率目前已经降低到预估中的自然失业率。*

费希尔的表态证明，联储之所以关注全球经济与金融市场，并非其本身值得联储作为政策调控的目标，而是要实质影响到美国的时候，联储才会通过政策调整来应对。

## 3.更频繁的沟通是好是坏？

---

从明年开始，美联储的每一次FOMC会议都将举办发布会，这意味着鲍威尔面对市场拷问的次数增加了一倍，达到了8次（经济预测还是每季度一次不变）。

增加的市场沟通和透明度究竟是好事还是坏事？直觉上，答案似乎显而易见。但作为中央银行货币政策中的重要一环，明年联储市场沟通次数的上升在创造更高透明度的同时也给市场平添了波动的理由。

去年年底，欧洲央行承办了中央银行沟通主题的会议，英国央行行长卡尼、日本央行行长黑田东彦、欧洲央行行长德拉吉、前联储主席耶伦悉数出席，同台探讨“沟通问题”，可见该问题之重要性。

此次会议上，国际清算银行的申炫松提出了一个有趣的观点——中央银行有时“话太多”，他认为，**中央银行不仅应该学会去表达，更应该学会去倾听，在表达与倾听之间寻求平衡，是中央银行迫切需要具备的能力。当市场参与者对中央银行的声明过分重视时，金融市场价格信号价值反而会受损。**

当市场参与者将可预测性与政策渐进性视为货币当局某种不会在他们加杠杆与承担风险时将毯子从他们脚下抽走的承诺，那么可预测性与渐进性或许就未见得算是一种美德。Tobias Adrian和申炫松在2008年的“杰克逊霍尔”（Jackson Hole）的论文中指出，可预测性和渐进性可能是在大金融危机之前杠杆率增加的促成因素。

因此，鲍威尔的频繁露面会否意味着他将变得更加反复无常而又不可捉摸呢？从今年四季度他的多变表态来看，可能性非常大。

笔者认为，更频繁的市场沟通会成为明年市场当中的不确定性的新来源，而我们不得不去适应。

## 4. 独立性

---

二十多年前，Guy Debelle和前联储主席费希尔提出了两个术语——**目标独立性**和**工具独立性**——来描述央行的独立程度。定义如下：“**中央银行可以自由设定货币政策的最终目标，这就是目标独立性；而工具独立性，则意味着央行可以自由选择寻求实现目标的手段。**”

当下，联储的目标独立性和工具独立性都或多或少地受到了来自行政部门的冲击，因此损害了其货币政策的独立性。一方面，特朗普不断表态施压，认为联储应该兼顾金融市场和经济增长，但联储的Dual Mandate当中却没有这两项。此外，财政部的国债发行已经冲击到了联储的工具独立性——国债作为无风险资产的一种，其利率水平的波动将冲击到联储的利率下限框架。

美联储的独立性仍将受到总统的偏好以及债务魅影的挟持……

## 5. 新框架

---

我们在之前的文章中提到，据联储会议纪要显示，美联储副主席Clarida提交了一份关于沟通小组委员会的提案，而这份提案即在2019年期间对美联储的货币政策战略框架进行审查，涵盖美联储的政策目标、政策工具以及市场沟通策略。联储还将在2019年6月举办研究会议。

要知道，Dual Mandate以及通胀目标制已经主导联储政策目标长达半个世纪了。之所以频繁放风欲对通胀目标作出调整，是因为半个世纪以来央行已经驯服了通胀。此外，全球化又使得菲利普斯曲线转变为一个“全球问题”。不仅联储在考虑“通胀目标制”的问题，包括欧洲央行以及英国央行在内的其他发达经济体的中央银行都在重新审视通胀目标制。

前联储主席耶伦也在近期的一场对话中表态自己是“名义GDP增长目标”的支持者，而前前任主席伯南克亦认为联储的通胀目标需要作出调整。

这一切如果在2019年得以展开，那我们是否又将迎来一个崭新版本的美联储呢？