

2010年11月24日

摩根士丹利亚洲主席

史蒂芬·罗奇

## 美联储使命重新定位当逢其时

美联储的伟大实验惨遭失败。第二轮定量宽松(QE2)不仅扰乱了市场,更成为美国政府、学术界以及全球政策和政治圈子辩论的焦点。美联储异乎寻常的防御姿态,所带来的唯一效果是加深了人们的猜疑——将30多年来之不易的信誉和独立性置于危险之中。遗憾的是,这种激烈反应有着充分的理由。美联储的确有可能影响仍处于动荡之中的后危机世界的稳定。

美国货币当局无力进一步降低隔夜货币价格,于是转而从货币供应量上做文章。尽管这种方式对处在长期“去杠杆化”痛苦进程中的美国经济效果如何仍有待讨论,但在研究美联储的动机时,一个更深层次的问题出现了。“使命不足”增长——这个新的词语为美联储的行动提供了理由。

通俗地说,这意味着后危机时代的美国经济没有实现美联储法定的政策目标——充分就业以及价格稳定。9.6%的失业率尤其说明了这一点——更不用说失业或就业不足的人数占到美国劳动力总数的17%。目前0.9%的“基于市场”的核心消费通胀率也是如此——略低于美联储认为要实现价格稳定的最低标准。

---

美联储QE2 举措的理由是基于“使命不足”增长,即高企的失业率以及过低的通胀率。

---

于是,出于基点的缘故和对双重使命的忠实,美联储已从常规的宽松政策转向了非常规的宽松政策。对美联储主席本·伯南克(Ben Bernanke)而言,这只不过是使用不同的(尽管是非传统的)技巧来实现其目标。所以,有什么大不了的?

重要的是,双重使命本身就存在严重缺陷。首先,这是历史的遗物。1978年颁布的《汉弗莱·霍金斯法案》(Humphrey Hawkins Act),要求美联储不仅要实现1946年“全面就业法案”规定的完全就业目标,还要保持价格稳定。

在大约20年时间里,这种安排相当有效。但从上世纪90年代末开始,随着美国接近价格稳定的“圣地”,双重使命带来了麻烦。宽松的资金,加上思想上倾向于自我监管的央行,使得资产和信贷市场出现了过度的危险倾向。结果是一场依赖于泡沫的增长格局,最终以悲剧收场。

因为QE2的缘故,那些风险又卷土重来。伯南克在阐述这项策略时相当坦率——强调以股市和债市飙升形式出现的更宽松金融环境,有可能会增强信心,提升由所谓的基于资产的财富效应激发的总需求。这听起来似乎有些熟悉?本该如此。伯南克前任艾伦·格林斯潘(Alan Greenspan)采用了同样的方式。

美联储的假设是, QE2 将重新激发美国如今低迷的资产依赖型经济的动物精神。但这种假设的前提是一种非常危险的策略。许多人(包括我自己)相信,正是这种方式为2008-09年的大危机(Great Crisis)奠定了基础。美联储坚称,自己有工具可以

避免通胀。这种说法完全不在点子上。这场辩论与工具无关，有关的是使用那些工具的政治意愿和独立性。

---

**在名义利率处于低位的情况下大举执行宽松政策将会导致新一轮的资产泡沫，加剧经常账户失衡并导致货币竞相贬值。**

---

处在危险中的也并不只是美国经济。QE2 带来的全球影响同样令人担忧。有三方面的考虑跃然纸上。

第一，假设伯南克是正确的，QE2 推动了美国以资产市场引领的消费者需求反弹。由于资产依赖型经济往往拥有较低的基于收入的储蓄率，美国经常账户赤字将再次扩大——为全球失衡带来新的麻烦。

2004-07 年的经历就是一个很好的例子：泡沫驱动的个人消费飙升至实际国内生产总值 71.6% 的创纪录水平，而个人储蓄率骤降至 1.2% 的战后新低。由于基于收入的储蓄不足，美国不得不从国外进口盈余储蓄以实现增长——并让经济出现巨额经常账户赤字以吸引外国资本。如果 QE2 推动美国走上相同的道路，20 国集团新近才信奉的再平衡信仰将受到严峻考验。

第二，考虑一下这种完全合理的可能性：美联储是错误的，美国消费者会继续“去杠杆化”。在这种情况下，流动性的注入不会为国内需求所吸收。那么 QE2 中的很大一部分就有可能流向海外，在高回报的发展中经济体引发资产泡沫。这种担忧已经促使韩国、泰国、台湾和中国大陆收紧了资本管控措施。

第三，QE2 对美元不利。因此，它只会加剧最近“货币战争”中的小冲突——推动全球进一步走向竞争性贬值、贸易摩擦和保护主义的“滑坡”。伯南克 11 月 19 日在法兰克福为 QE2 所做的最新辩护中抨击中国的潜台词，就突显了这些风险。

---

**目前的唯一出路是调整美联储的双重使命并打造凳子的第三条腿——金融稳定使命。**

---

结束这种疯狂的唯一方式是调整美联储的双重使命。我们迫切需要的是凳子的第三条腿——金融稳定使命。如果在美联储与美国国会的协议中深深植入这样一个政策目标，美联储就不会像最近几年多次发生的那样，有借口忽视资产和信贷泡沫。

双重使命已经失去了效用。如果美国国会不能解决这一缺陷，我们就有可能走向又一个充满危险的结局。

---

**罗奇先生是耶鲁大学教授，摩根士丹利亚洲非执行主席。他著有《未来的亚洲》(Wiley 出版社，2009 年)一书。**

此材料既不是摩根士丹利研究部门的产物，也不是研究报告，但它可能参照了摩根士丹利的研究报告或摩根士丹利研究分析师的观点。我们没有对任何所提及的公司的基本面发表评论。除注明的地方外，本文中阐述的所有观点均为作者的观点，而且可能会与摩根士丹利研究部或本公司其他人的观点有差异或有冲突。如想了解更多信息、研究报告和重要信息披露，请参见 <https://secure.ms.com>

本文中提供的信息仅仅是作为信息而准备的，并不是买入或卖出的报价或买入或卖出任何证券或其他金融工具或参与任何特定交易策略的询价。这些信息是基于或源于公众一般可以从被认为可靠的来源所获取的信息。我们不能对信息的准确性或完整性或对任何未来报价的条件或符合条件的交易作出任何陈述或保证。

本报告并不是提供单独量身定制的投资建议，在准备的过程中也没有考虑获得报告者的情况和目标。摩根士丹利建议投资者对具体的投资和策略进行独立的评估，并鼓励投资者听取财务顾问的建议。投资或策略是否合适，将取决于投资者的情况和目标。摩根士丹利研究报告并不是买入或卖出任何证券或参与任何交易策略的报价。由于利率或汇率、证券价格或市场指数、公司经营或财务状况的变化或其他因素，贵方投资的价值和收益可能会有所不同。以前的表现未必可以作为未来表现的指南。对未来表现的预测是基于也许不能实现的假定。

注意：如中英文版本之间存在差别，以英文版为准。

版权 © 摩根士丹利，2010 年，所有权利保留。

**Morgan Stanley**  
摩 根 士 丹 利

[www.morganstanley.com](http://www.morganstanley.com)