

2026 年 8 月 31 日

杰克逊霍尔会议沃什鹰派发言，9 月加息再生变数

民银国际研究团队

应习文 民银国际/证券研究部主管
兼海外宏观策略研究员

联系人：应习文

电 话：+852 3728 8180

Email: xiwenying@cmbcint.com

【内容摘要】

美联储主席凯文·沃什在杰克逊霍尔年会上发表题为《我们所处的时代》的演讲，向市场传达了偏向鹰派的信号。

沃什再次强调控制通胀的决心，以重塑美联储的信誉。在 7 月 FOMC 会议上，沃什曾表示“让市场替代美联储紧缩”，这一相对模糊的表态令市场对长端美债缺乏信心。本次会议沃什特地强化了对通胀的严厉表述，并暗示过去两年通胀趋势和下行的速度并不能令人满意。

短期利率工具优先，但货币数量也同样重要。沃什暗示过去多轮 QE 是不必要的，这表明沃什仍保留“货币主义”的倾向，资产负债表调整很可能在未来成为其控制通胀的另一个抓手。

在关于美国经济的点评中，沃什指出当前美国经济“劳动力市场稳定，经济产出稳健，但通胀仍然过高”。综合来看，沃什对于美国经济的前景表示乐观，也成为支持收紧货币政策的重要依据。

弱化前瞻指引是为了防止“镜厅问题”。沃什在讲话中详细解释了其弱化前瞻指引的原因，如果市场在很大程度上依赖美联储的指引，而美联储反过来又依赖市场价格，那么将对新的变化视而不见。

美联储的其他核心原则。1) 美联储无法提供一个机械化、屡试不爽的简单函数（比如泰勒规则）。2) 必须不断检验现实，不应该依赖孤立的数据点，趋势才是最重要的。3) 供给侧很重要，但难以直接看到，只能进行推断。4) 通胀和就业的双重使命并不是二选一问题。5) 一个更加安静、在沟通上更加有目的性的美联储，将更有能力完成自己的目标。

沃什发言后，市场对未来加息的预期持续升高。至 8 月 31 日，9 月加息概率已超过 60%，不过目前距离议息会议仍有 8 月非农就业和 CPI 两项重要数据待发布，断言 9 月加息为时尚早。

目 录

1. 强调控制通胀的决心，重塑美联储信誉	1
2. 短期利率工具优先，但货币数量也同样重要	3
3. 美国经济依旧稳健，通胀问题先于就业	4
4. 弱化前瞻指引是为了防止“镜厅问题”	6
5. 美联储的其他核心原则	6
6. 政策需要为 AI 的新环境做好准备	7
7. 美联储加息再生变数	7
附：沃什讲话全文	8
《我们所处的时代》	8

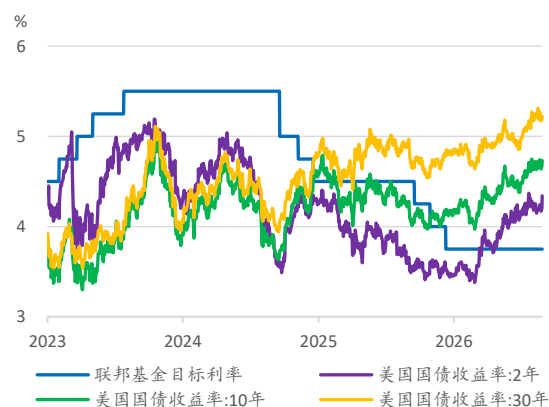
杰克逊霍尔会议沃什鹰派发言，9月加息再生变数

美联储主席凯文·沃什8月28日亮相杰克逊霍尔年会，发表题为《我们所处的时代》（In Our Time）的演讲，向市场传达了偏向鹰派的信号，表达了美联储控制通胀的决心，阐述了美联储的核心原则，分享了其对美国经济的看法，解释为何要弱化前瞻性指引，并呼吁政策对 AI 的影响做好准备。沃什发言后，市场对未来加息的预期持续升高。在此，我们将沃什的发言整理成几大要点如下：

1. 强调控制通胀的决心，重塑美联储信誉

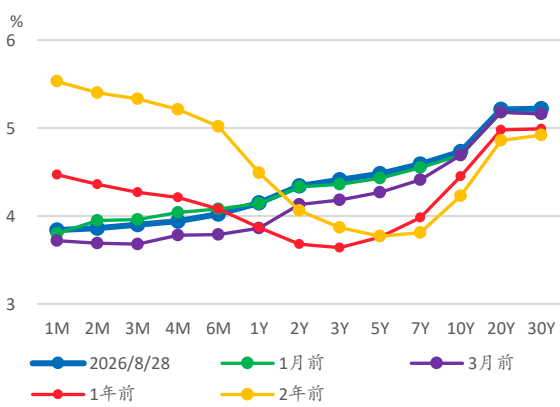
在7月FOMC会议上，沃什曾表示“让市场替代美联储紧缩”，这一相对模糊的表态令市场对长端美债缺乏信心——这成为近期美债收益率持续走高的一个影响因素（其他因素也包括：高科技企业债券需求旺盛、美国财政赤字升高、中东局势加大军费开支预期、未来通胀的不确定性等）。与一年前相比，美国短端国债收益率随着美联储降息有所下行，但期限利差不断扩大导致1年期及以上久期的中长端国债收益率仍在上升。

图 1：联邦基金目标利率与主要期限国债收益率



数据来源：美联储，美国财政部，Wind

图 2：美国国债收益率曲线变化

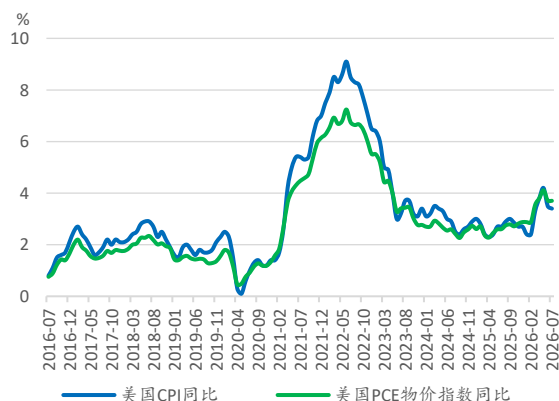


数据来源：美联储，美国财政部，Wind

本次会议沃什特地强化了对通胀的严厉表述，他表示以 PCE 价格指数衡量的价格稳定在 2%，是一个“坚定而固定的目标”。沃什强调了美联储不可推卸的责任，明确表示价格稳定不会自动实现，而是美联储的工作。“过去 65 个月持续、偏高的通胀，责任明确地落在中央银行身上”。事实上今年 2 月以来，由于美以伊战争的爆发，国际原油价格大幅上涨，PCE 与核心 PCE 价格指数

进一步远离政策目标，也导致美联储面临来自内外部的批评——而沃什尽管口头表现鹰派，但加息动作却迟迟未落地，这或已经使美联储信誉受损。

图 3：美国 CPI 与 PCE 物价指数同比



数据来源：美国劳工部、经济分析局，Wind

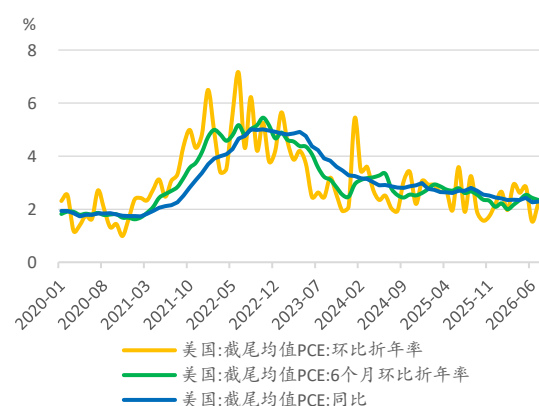
图 4：美国核心 CPI 与 PCE 核心物价指数同比



数据来源：美国劳工部、经济分析局，Wind

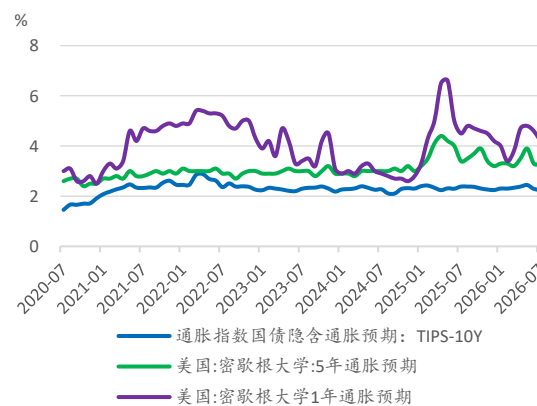
对于目前的通胀形势，沃什表示，虽然今年夏季的 PCE 和 CPI 数据好于预期，但并不表示潜在通胀趋势已经出现有意义的改善。特别是通胀扩散指标，最近 6 个月 PCE 篮子中有 49% 的项目折年价格涨幅超过 3%，仍然处于相当高的水平，而近期整体大宗商品价格的上涨同样值得关注。注意到沃什并没有选择更加有利的通胀指标（比如更低的“截尾通胀”），表明至少在口头上沃什并没有试图“逃避责任”。

图 5：达拉斯联储截尾通胀指标



数据来源：达拉斯联储，Wind

图 6：美国 1、5、10 年通胀预期



数据来源：美联储，密歇根大学，Wind

通胀速度和通胀预期都很重要。沃什指出，识别潜在的趋势性通胀，既要看到通胀的方向，也要理解变化的速度，并暗示过去两年通胀下行的速度并不能令人满意。我们理解，这表明如果通胀下降太慢，也可以成为美联储加息的理由。**关于通胀预期的影响**，沃什表示，观察过去五年多持续出现的通胀数据是否已经渗透到预期中十分重要，好消息是，中期通胀预期指标总体来看依然稳定。

目前密歇根大学调查的 5 年、10 年通胀预期分别为 3.3% 和 4.2%，较今年最高点的 3.9% 和 4.8% 已有所回落。

2. 短期利率工具优先，但货币数量也同样重要

对于政策手段，沃什指出**短期利率是最主要的政策工具**，而为刺激经济活动而采取的非常规政策，或许适合真正的危机时期，但在其他情况下应该尽量少用，甚至完全不用。

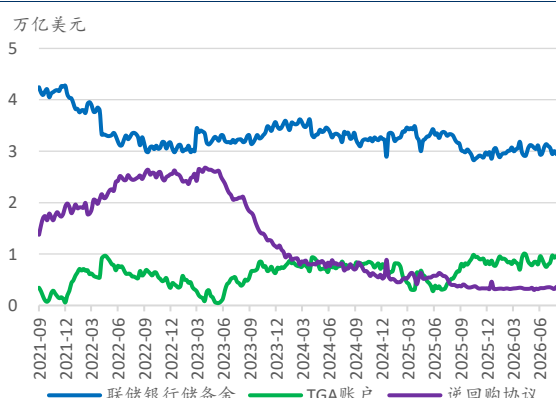
简单来说，就是**能用调整短期利率解决的，就不应随便扩表**——这暗含沃什对过去多轮 QE 必要性的质疑：频繁使用 QE 会扭曲资产价格、改变金融市场结构，退出过程还会带来巨大扰动，日常周期应当回归简单的利率调节。

图 7：美联储总资产规模



数据来源：美联储，Wind

图 8：美联储资产负债表重点负债项



数据来源：美联储，Wind

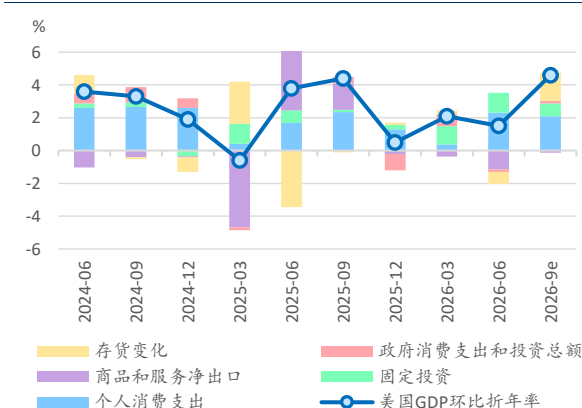
沃什同样点出了**货币数量的重要性**。他表示，货币与货币政策之间存在重要关系，应该关注由中央银行创造的货币，也应该关注来自银行和金融体系的货币，绝不能忽视货币最终对金融环境和价格产生影响。

在现代主流的美联储政策框架中，很大程度上淡化了 M2 等货币总量指标，更多直接看通胀、就业、利率，货币数量论不再是政策主导框架。而沃什对此提出异议，仍保留“货币主义”的倾向：尽管金融创新导致货币派生机制复杂化，但不等于货币总量就可以抛弃。货币条件最终依然会传导到金融环境与物价水平，做政策评估时仍要观察货币、信贷的变化，不能只盯着利率这一个价格信号。而表现货币数量的关键工具便是资产负债表，预计**资产负债表调整很可能在未来成为其控制通胀的另一个抓手**。

3. 美国经济依旧稳健，通胀问题先于就业

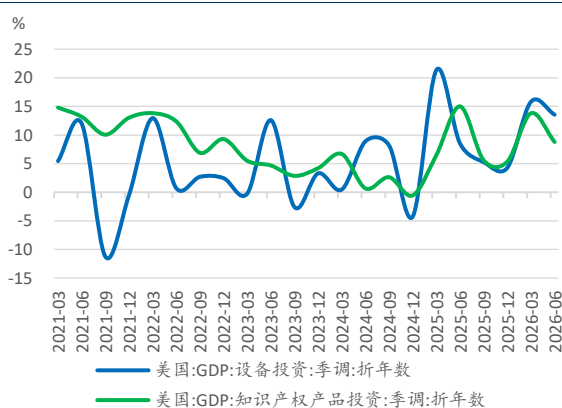
在关于美国经济的点评中，沃什指出正如 FOMC 会议纪要，当前美国经济“**劳动力市场稳定，经济产出稳健，但通胀仍然过高**”。他认为经济看起来已经有所增强，表现之一是**企业资本开支正在迅速增长**，设备和无形资产投资达到 2021 年以来最高的增长速度。

图 9：美国 GDP 季调环比结构分解



数据来源：美国经济分析局，亚特兰大联储，Wind

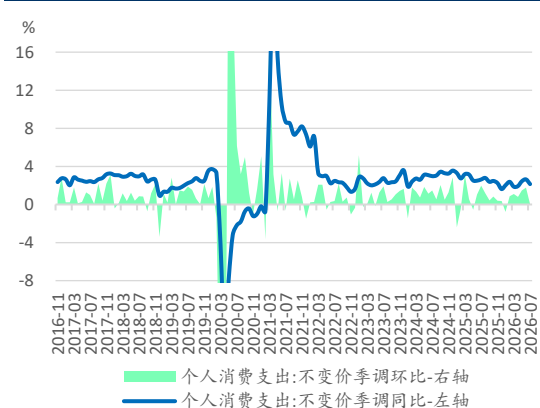
图 10：美国 GDP 设备和无形资产投资季调环比折年



数据来源：美国经济分析局，Wind

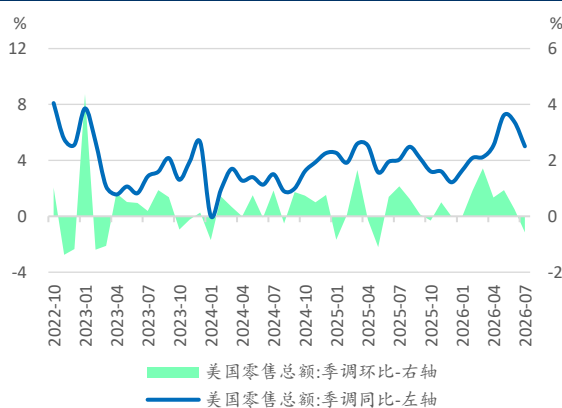
表现之二是企业利润在增长，未来预期也相当高，将继续观察企业盈利的“二阶导数”（即增速变化）。表现之三是金融条件并未呈现限制性，企业债券和杠杆贷款的信用利差都接近历史区间的低端，工商业贷款的信贷标准处在历史上相对宽松的一端。表现之四是实际消费者支出依然健康，相比 GDP，更重要的私人国内最终购买（PDPF）同样提供了正面信息。

图 11：美国月度 PCE：实际季调同比、环比



数据来源：美国经济分析局，Wind

图 12：美国零售和食品服务销售季调同比环比增速



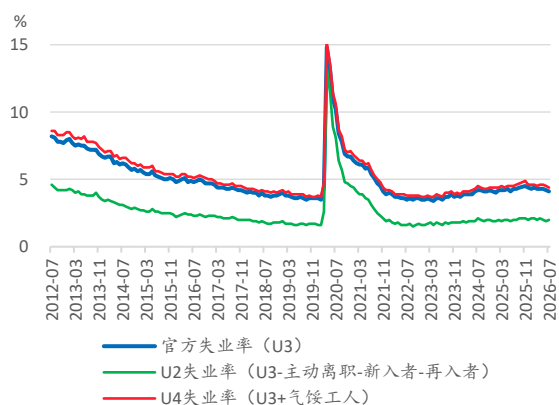
数据来源：美国经济分析局，Wind

表现之五是劳动力市场相当稳定，无论是失业率，还是四周移动平均计算的首次申领失业救济人数都处在历史较低水平。有趣的是，沃什并未强调市场更加

关注的月度新增非农就业数据，而更看重失业率与周度申请失业金人数。根据他本人的解释，这是因为当劳动力供给几乎不再增长时，每个月的新增就业人数自然也会比较低。

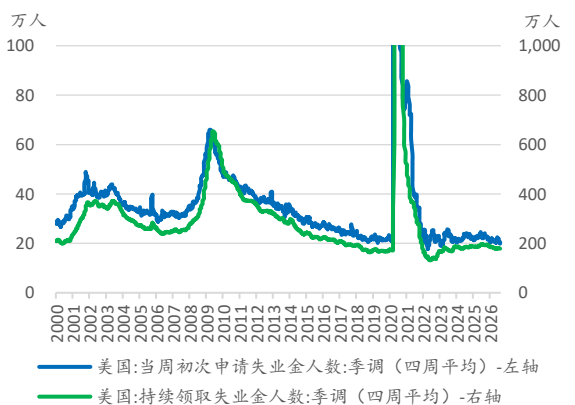
我们理解，就业创造不是美联储追求的最终变量，而是一个间接的“指示变量”，最终的“充分就业”依然体现在失业率上。正如沃什所言，只要新毕业的年轻人、希望工作的人，都能保住工作或者找到工作，那么充分就业目标就是成功的。而根据美联储测算，由于老龄化、移民放缓，劳动力队伍扩张近乎停滞，当前“盈亏平衡新增就业”已经接近 0，哪怕每月新增就业很低甚至为负，失业率也可以保持稳定。

图 13：美国主要口径失业率



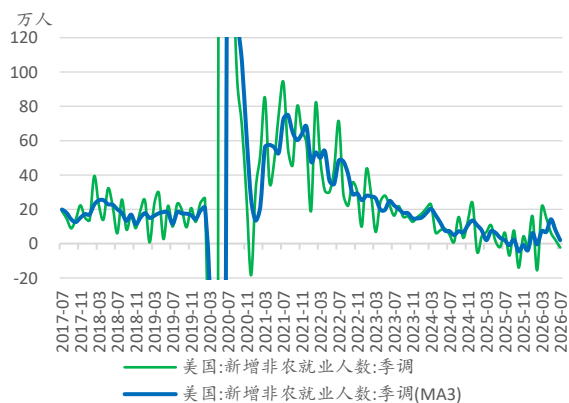
数据来源：美国劳工部，Wind

图 14：美国周度初领与续领失业金人数



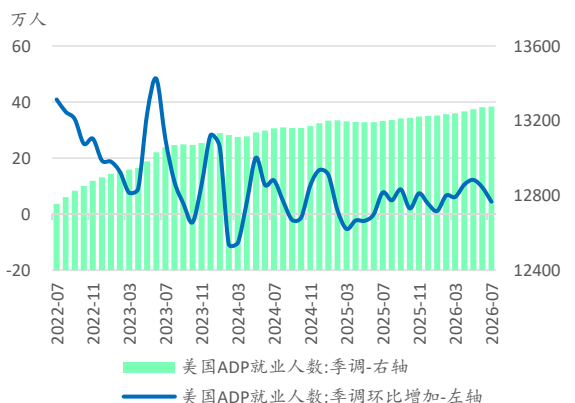
数据来源：美国经济分析局，Wind

图 15：美国新增非农就业



数据来源：美国劳工部，Wind

图 16：美国 ADP 就业人数与每月新增人数



数据来源：ADP 研究所，Wind

综合来看，除了通胀较高外，沃什对于美国经济的前景表示乐观，也成为其支持收紧货币政策的重要依据。

4. 弱化前瞻指引是为了防止“镜厅问题”

沃什在讲话中详细解释了其弱化前瞻指引的原因，在于美联储需要获得清晰的市场信号，这些信号需要来自于市场参与者独立依据未经过滤的真实信息所得到的判断，美联储不该纵容市场参与者主要通过揣摩美联储来决定自己的下一笔交易。这就是所谓的“镜厅问题”所带来的扭曲效应——如果市场在很大程度上依赖美联储的指引，而美联储反过来又依赖市场价格，那么将对新的变化视而不见。

不过沃什并未完全否定前瞻指引，至少某些特殊时期，前瞻指引发挥了关键作用。沃什表示，在全球金融危机期间，他和当时的同事们把前瞻指引确立为一种常态化做法。在当时，它是必不可少的，美联储也曾大张旗鼓地推出这一做法。

我们理解，这是因为当市场环境显著偏离政策所希望的更优状态时，前瞻指引可以更明确地表达监管的意图，从而使经济以更低的成本走出非常态。在这种特殊情况下，“了解未经过滤的真实市场反馈需求”，将让位于“更快更低成本地引导市场走向合理均衡”。但在常规时期，反而是前者更重要。

5. 美联储的其他核心原则

除了以上内容外，沃什还提到了以下美联储的核心原则，包括：

- 1) 美联储无法提供一个机械化、屡试不爽的简单函数（比如泰勒规则）。这反映了沃什对于快速变化中的经济结构和市场的谦逊态度，他表示“我们的知识远远没有达到这个程度——至少现在还没有——而且决定恰当货币政策的最重要因素本身也会随着时间发生变化。”
- 2) 必须不断检验现实，确保不会根据已经过时或者不准确的数据制定面向未来的政策；不应该依赖孤立的数据点，趋势才是最重要的。美联储是一家作出决策的机构，必须在不确定性中作出选择，因此所依赖的数据必须尽可能做到与当前问题相关、及时、准确，并且能够直接用于决策。这解释了沃什将“数据工作组”纳入五大工作组之一的原因。这一工作组的职责就是优化经济信号采集质量与时效性。

3) 供给侧很重要，但难以直接看到，只能进行推断。美联储的职责是确保经济中的总需求大体上与总供给保持一致，但通常经济活动本身只能提供需求端的情况，而供给端很难直接观察（尤其是技术革命带来的供给变化）。这也是为何沃什如此关心 AI 发展对政策环境的影响。

4) 通胀和就业的双重使命并不是二选一问题。沃什并不认为美联储的双重使命存在相互冲突，这也表达了沃什对实现双重政策目标的信心。

5) 一个更加安静、在沟通上更加有目的性的美联储，将更有能力完成自己的目标。这里再次表达了沃什对于弱化前瞻指引的坚定决心。

6. 政策需要为 AI 的新环境做好准备

AI 作为新的变量，美联储需要为未来的政策环境做好准备。沃什提及了大量关于 AI 的思考，但并未形成结论，更多是探讨式地提出问题，以指引研究的方向。这一部分将在其设立的“生产率与就业”工作组中被深入讨论。美联储已密切关注，并已开启了几个重大的研究方向，目前“进展令人鼓舞”。

7. 美联储加息再生变数

沃什发言后，市场对未来加息的预期持续升高。据 CME 发布的“美联储观察工具”，9 月加息概率重新超过 50%，而讲话前不足 40%，至 8 月 31 日已超过 60%。目前距离议息会议仍有 8 月非农就业和 CPI 两项重要数据待发布，将成为加息是否落地的关键影响因素，断言 9 月加息为时尚早。

图 17: CME “美联储观察”工具显示的美联储加息概率（2026-8-31）

MEETING DATE	325-350	350-375	375-400	400-425	425-450	450-475	475-500	500-525
2026/9/16	0.0%	33.9%	66.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	
2026/10/28	0.0%	25.6%	58.3%	16.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
2026/12/9	0.0%	11.0%	39.6%	40.2%	9.2%	0.0%	0.0%	0.0%
2027/1/27	0.0%	8.5%	33.1%	40.0%	16.3%	2.1%	0.0%	0.0%
2027/3/17	0.0%	5.3%	23.9%	37.5%	25.1%	7.4%	0.8%	0.0%
2027/4/28	0.0%	4.6%	21.5%	35.7%	26.7%	9.7%	1.6%	0.1%
2027/6/9	0.0%	4.0%	19.2%	33.7%	28.0%	12.1%	2.8%	0.3%
2027/7/28	0.0%	4.2%	19.3%	33.7%	27.8%	12.0%	2.7%	0.3%
2027/9/15	0.1%	4.3%	19.5%	33.6%	27.6%	11.8%	2.7%	0.3%
2027/10/27	0.3%	5.2%	20.3%	33.2%	26.7%	11.3%	2.6%	0.3%
2027/12/8	1.2%	7.9%	22.6%	32.1%	24.0%	9.8%	2.2%	0.2%

数据来源: CME

附：沃什讲话全文

《我们所处的时代》

美联储主席 凯文·沃什

2026年8月28日于怀俄明州杰克逊霍尔举行的经济政策研讨会“金融创新：对支付与政策的影响”发表讲话。该研讨会由堪萨斯城联储主办。

谢谢大家。很高兴再次来到这里，也很高兴看到这么多熟悉的面孔。我一直期待着这个周末——还有什么地方，比这里更适合纪念我担任美联储主席的第100天呢？

对于这里热情周到的款待，在座每个人都要感谢堪萨斯城联储主席杰夫·施密德及其同事。杰夫，在此向你们所有人表示感谢。

杰夫和其他会议组织者今天晚些时候还安排了一些休闲活动。我建议大家在选择时一定要非常谨慎。

正如我多年前了解到的那样，在杰克逊霍尔周围的步道上，你可以经历两种完全不同的徒步。我可以用两个词概括我过去和前美联储副主席唐·科恩一起徒步的经历：我活下来了（I survived）。那些靠钢铁意志支撑的马拉松式“死亡行军”，让我看到了唐身上一个我此前毫无准备面对的另一面。

还有另外一种徒步——我会把它和我的老同事、前美联储主席本·伯南克联系起来。和本一起走，节奏就悠闲得多，只是在洛克菲勒保护区蜿蜒的小径上轻松散步。

所以，在出发之前，先检查一下自己的身体状况，然后问问自己：“今天是科恩日，还是伯南克日？”

这场聚会最棒的地方，是它能帮助我们所有人清空思绪，更清晰地思考我们所处的世界和时代。对我来说，这里就是合适的地点，而在座各位也是合适的听众，让我们真正深入探讨那些最重要的思想。

“创新”是本次会议的主题。我相信，公众和市场凭借其集体智慧已经认识到，美联储在政策实施方式上的创新，将有助于我们在实现充分就业的同时实现价格稳定。

下面我简要介绍一下今天上午讲话的内容。你可以把它叫做提纲，也可以叫做徒步路线图，但千万别把它叫做“前瞻指引”。

首先，我会谈谈美联储目前正在研究的几个长期问题，包括最新一种通用技术——人工智能（AI），以及它可能把经济带向何方。

随后，我会谈谈前瞻指引这种政策实践，以及中央银行与金融市场之间的互动。

接下来，我会介绍一些我认为应当指导货币政策实施的核心原则。

最后，我会谈谈我对当前经济形势的判断。

为未来的政策环境做好准备

在一成不变的蒂顿山脉景色作为背景之下，我们来到这里审视的，却是一幅绝非静止不变的经济图景。

就在不久以前——2008 年危机爆发前夕以及随后十年间——经济学家和政策制定者还在谈论“长期停滞”和“全球储蓄过剩”。当时一个广为接受的观点是，由于根本不会有足够多具有吸引力的投资机会，过剩资本将长期、长期地闲置在场外。所有好东西都已经被发明出来了。因此，经济增长将会低迷而缓慢。

然而，时代确实已经改变。我们已经来到一个历史转折点。

举一个最明显的例子，人工智能——这个有着 80 年历史、如今却被用来指代最新技术浪潮的名称——其进步速度甚至超过了几年前最热情的拥护者所作出的预测。

经济实现显著更高增长的潜力正在上升。规模不断扩大的资本正在涌入各种各样与 AI 相关的基础设施。某种“超级摩尔定律”似乎正在上演。与此同时，规模定律也正在改变创新的方法和速度。

资本与劳动力结合在一起,创造出了处于 AI 核心的大语言模型。用户购买 token 来获得使用这些模型的权限。据报道,仅两家领先 AI 实验室的 token 年化销售额就已经超过 1000 亿美元,较一年前增长超过 500%。

美联储正在密切关注这一切。我们认识到, AI 是一个新的变量——甚至可能是一种新的生产要素——它将对经济以及货币政策的实施产生影响。这也开启了几个重大的研究方向:

AI 的应用是否会推动整个经济的生产率出现显著而持续提升? 如果会, 什么时候会发生?

token 的使用究竟会与劳动力形成互补, 还是会与劳动力形成竞争? 下一代 AI 模型是否会要求更高的资本密集度, 还是模型本身最终能够帮助我们设计出资本投入更轻的解决方案?

其他尚未确定的问题还包括最终将形成怎样的市场结构。目前并不清楚资本回报最终会落到哪里, 也不清楚这一过程会经历多长时间。在早期阶段, 经济剩余中有多少会流向稀缺资产的所有者——AI 实验室、芯片制造商、能源生产商以及云服务提供商? 随着时间推移, 又有多少价值会最终流向企业和消费者? 这些变化对劳动者意味着什么? 又会对美联储职责中的就业目标产生怎样的广泛影响?

同样, 我们目前也不知道 token 的均衡价格会是多少。未来是否会出现不同种类、不同质量的 token, 以至于人们愿意支付越来越高的价格来获得最前沿、最佳模型的使用权? 旧一代模型的 token 价格是否最终会下降到其边际成本水平?

我们将借助一个“生产率与就业工作组”来深入研究这些问题。我近期与这一工作组以及另外四个工作组的负责人进行了初步沟通, 他们的进展令人鼓舞。

不过需要明确的是, 这些工作组的建议将在未来才会提交, 并不会影响我们在当前政策环境下作出的决定。但我相信, 为未来的政策挑战而在今天进行这样的思想投入, 将使我们做好充分得多的准备。

前瞻指引及其替代方式

在这些工作组开展工作的同时，我并没有等待，而是已经开始在美联储推动创新，让美联储真正适应其职责。举一个例子，我已经着手改变所谓美联储主席“前瞻指引”的形式与功能。大家可能知道，我长期以来一直对过早宣布未来政策决定感到不安。我更倾向于采取另一条道路。接下来我会解释原因。

就未来政策决定进行透明沟通，本身并不是一种天然的美德。沟通必须服务于美联储最重要的责任：把货币政策做对。

在全球金融危机期间，我和当时的同事们把前瞻指引确立为一种常态化做法。在当时，它是必不可少的，我们也曾大张旗鼓地推出这一做法。但和过去危机留下的其他遗产一样，我认为这种做法已经存在得太久了。

在正常时期，前瞻指引的作用应该受到限制，并且应当有明确边界。否则，它可能以追求清晰的名义制造模糊。过度披露政策讨论过程，以及对未来政策决定作出过多承诺，都可能误导市场、企业和家庭。而且我认为，当政策制定者在整个经济周期中对利率作出近似承诺时，我们实际上限制了自己在真正需要作出决定时作出正确选择的自由。

要把政策做对，我们还必须正确处理金融市场与中央银行之间的关系。美联储需要获得清晰的市场信号，而且这些信号应当尽可能不经过过滤，包括市场内部结构，行业资产价格的水平及其变化，美国国债的价格和交易量，美元的外汇价值，信贷的成本和可获得性，以及广泛大宗商品的价格。

这些指标以及其他指标，应当帮助美联储在整个商业周期中判断近期经济活动和通胀前景。它们也应当揭示更广泛金融环境所处的状态，以及金融周期中的风险和不确定性。

与此同时，市场参与者自己也应该追踪整个经济中的真实信息。他们应该形成自己的判断；形成自己对产出、就业和通胀的预期；并始终高度关注风险。

美联储应该保持谦逊，但绝不能天真。美联储在经济和市场中扮演着至关重要的角色，而我们的政策工具具有强大的力量。我们决定短期利率的路径。因此，市场参与者永远都会试图预测我们下一步会做什么。但我们不应该纵容一种机制，让市场参与者主要通过揣摩美联储来决定自己的下一笔交易。

经济学文献早已描述过这种扭曲效应：这就是所谓的“镜厅问题”（hall-of-mirrors problem）。如果市场在很大程度上依赖美联储的指引，而美联储反过来又依赖市场价格，那么我们所有人都更有可能对新的变化视而不见，更可能在形势突然转向时措手不及，也更可能在政策制定中犯错。

颇具讽刺意味的是，市场参与者可能并不是“镜厅问题”最大代价的承担者。受到最严重伤害的，很可能是那些没有金融资产的人。如果美联储错误判断了通胀，也错误判断了经济，那么谁会遭受最严重的后果？不是那些金融市场上的高净值人士。最终不得不面对过高通胀或者突然变得不再稳定的就业的，是那些辛勤工作的普通美国人。

那么，如果前瞻指引并不适用于正常时期，新任美联储主席是不是至少应该承诺提供一个明确的反应函数？当然，他应该告诉我们，如果数据明显偏热或者偏冷，利率会走向哪里。

我倒希望我们对经济的理解真的精确到了这种程度，可以提供一个机械化、屡试不爽的答案——比如可以严格依赖某个类似泰勒规则的简单函数。但我们的知识远远没有达到这个程度——至少现在还没有——而且决定恰当货币政策的最重要因素本身也会随着时间发生变化。

通过预测来展示美联储的反应函数，理论上的效果比现实中好，实验室里的效果比实际操作中好。我并不是唯一注意到这一点的人。举一个例子，2021 年的前瞻指引，很可能拖慢了美联储后来应对高通胀的政策反应。

在我担任主席期间，我和同事们将努力建立更加可靠的模型和更加稳健的规则，用来指导政策决定。我们会在这样一个认知基础上开展这项工作：准确预测经济，目前仍然只是一项目标。当地缘政治、全球供应链和技术都在以如此快的速度发生变化时，对我们能够知道什么、不能知道什么保持谦逊，是明智的。

本着同样的精神，对于任何可能影响美联储货币政策决定的问题，我们都应该充分听取各种不同观点。如果我们的目标是作出最优决策，那么我们就应该排挤关于经济的不同看法。

那么，怎样才能为政策规划出一条更好的道路？在接下来的讲话中，我会分享一些指导我思考恰当货币政策实施方式的核心原则，然后再兑现我的承诺，谈谈我对经济的判断。

核心原则

下面谈谈原则。

第一，我注意到，在我们这一行里，人们经常会把昨天的新闻误认为是此刻正在发生的事情。真正的挑战，是分清两者之间的区别。换句话说，我们必须不断检验现实，确保自己不会根据已经过时或者不准确的数据制定面向未来的政策。我们也不应该依赖孤立的数据点。趋势才是最重要的。美联储是一家作出决策的机构。我们必须在不确定性中作出选择，因此我们所依赖的数据必须尽可能做到与当前问题相关、及时、准确，并且能够直接用于决策。

第二，美联储采取行动，是为了确保经济中的总需求大体上与总供给保持一致。然而，我们能够直接观察到的只有经济活动本身。对于供给侧真正发生了什么，我们永远无法直接看到，只能进行推断。因此，对当前以及未来总供给与总需求之间平衡状态的评估，本质上并不精确。

第三，这一点绝不能产生任何误解：以个人消费支出（PCE）价格指数衡量的美联储 2% 价格稳定目标，是一个坚定、固定的目标。关于这一目标的另外一个方面，我们也必须同样说清楚：价格稳定不会自动实现，通胀也不一定天然具有均值回归特征。实现价格稳定，是美联储的工作。

第四，美联储同样承担实现最大就业的责任。在中期实现双重使命的两个目标，并不是一个“二选一”的问题。我不认为美联储的双重使命相互冲突。毕竟，高通胀本身就会严重损害经济繁荣。

第五，短期利率是实现双重使命最主要的政策工具。为刺激经济活动而采取的非常规政策，或许适合真正的危机时期，但在其他情况下应该尽量少用，甚至完全不用。

第六，货币很重要。如今这种观点并不流行，但我的看法是，货币与货币政策之间当然存在重要关系。我们应该关注由中央银行创造的货币，也应该关注来自银行和金融体系的货币。的确，金融创新以及其他因素会改变连接货币基础、

货币流通速度和更广泛经济之间的作用机制。但这绝不是我们可以忽视货币最终对金融环境和价格产生影响的理由。

最后，一个更加安静、在沟通上更加有目的性的美联储，将更有能力完成自己的目标。而我们是否履行了自己的职责，也可以接受问责——这才是检验我们公信力的唯一真正标准。借用查克·耶格尔将军的一句话：“到了见真章的时候，要么只有理由，要么只有结果。”

当前经济形势

那么，在这些原则之下，我如何判断今天的经济？窗外真正发生的事情是什么？

大家可能已经从 7 月份的会议纪要中看到 FOMC 的一致判断：劳动力市场稳定，经济产出稳健，但通胀仍然过高。我和绝大多数同事认为，更明智的做法是，在两次会议之间等待更多新的信息——尤其考虑到供应链、投资流动和地缘政治可能出现的新变化——然后再判断调整利率政策是否合适。同时，我们也共同表示，已经准备好根据形势需要采取行动。

就我个人而言，今天美国经济的整体表现给我留下了深刻印象，而且经济看起来已经有所增强。判断一个经济体强不强，其中一个标准就是它在面对冲击时能够承受得多好。从这一点看，无论是实体经济的“主街”，还是金融市场的“华尔街”，都表现出了非凡的韧性。

下面谈几点观察：

企业资本开支——未来经济增长的“种子粮”——正在迅速增长。设备和无形资产投资的四个季度增幅约为 9%，这是 2021 年以来最高的增长速度。今年资本开支增长中，超过一半很可能都可以归因于 AI 相关基础设施建设。

对于标普 500 指数成分公司而言，过去一年利润增长超过 20%。与历史水平相比，企业利润率相当高。整体股市波动率较低。我们正在密切关注市场内部结构，观察各行业之间的表现。

市场对资本开支和企业盈利未来增长的预期都相当高。我将继续观察它们增长速度本身的变化，也就是所谓的“二阶导数”。由此产生的后续影响——包括对资产价格、企业信心、消费者收入以及消费支出的影响——同样非常重要。

企业债券和杠杆贷款的信用利差都接近历史区间的低端，而且今年这些市场的发行规模也相当强劲。如果跳出固定收益市场，看看银行业，7 月份银行高级信贷员意见调查显示，银行告诉我们，目前工商业贷款的信贷标准处在历史上相对宽松的一端。这也有助于解释为什么今年这类贷款出现了增长。信贷和贷款市场几乎没有表现出多少受到货币政策限制的迹象。

某些行业——例如住房和农业——确实面临压力。但总体而言，如果要让我把广泛金融环境描述为“限制性”，我会觉得很难成立。

尽管经历了各种冲击，实际消费者支出依然健康，过去四个季度增长超过 2%。如果把消费与我们观察到的强劲投资结合起来看，私人国内最终购买（PDFP）同样有所增长。今年迄今，PDFP 的增长速度接近 3%。与国内生产总值相比，这一指标通常包含更强的经济信号，而它目前所表现出的趋势同样是正面的。

在美联储双重使命中的就业一侧，美国目前表现良好。劳动力市场相当稳定。失业率目前为 4.1%，从历史水平看依然很低，而且过去几年基本没有发生明显变化。以四周移动平均计算的首次申领失业救济人数——这是一个经过经验检验、相当稳健的实时指标——目前接近数十年来的最低水平。

在我看来，当前劳动力市场人员流动率相对较低，部分原因在于疫情之后，雇主和雇员之间曾经大规模进行了一轮重新匹配。

当劳动力供给几乎不再增长时，每个月的新增就业人数自然也会比较低。劳动力市场永远会存在一些值得关注的领域——例如最近毕业的年轻人。但总体而言，那些希望工作的人，大体上仍然能够保住工作或者找到工作。他们当然可能担忧未来劳动力市场可能受到扰动，但截至目前，我认为美国劳动力市场与充分就业状态是一致的。

但在我们双重使命的价格稳定一侧，数据就更加令人担忧了。美联储偏好的通胀指标——PCE 价格指数过去 12 个月的涨幅——目前为 3.7%，而过去六个月的涨幅折年计算为 4.1%。消费者价格指数（CPI）的可比指标同样处于高位，PCE 和 CPI 的核心通胀指标也都处于高位。这些指标没有任何一个是完美的，但它们都在讲述一个相似的故事：通胀仍然高于我们的 2% 目标。因此，美联储当前最主要的关注重点应该是物价。

政策制定者的任务，是识别潜在的趋势性通胀，也就是排除各种特殊、个别因素之后，整个经济中普遍性的价格变化。我们需要判断潜在通胀究竟是在上升、下降，还是停滞不前。我们不仅希望理解它变化的方向，也希望理解变化的速度。上述每一项广义通胀指标，与 2022 年的高点相比，都已经出现显著下降。但过去两年取得的进展相当有限。

而且，虽然今年夏季的 PCE 和 CPI 数据好于预期，但这些数据并没有让我认为潜在通胀趋势已经出现有意义的改善。

数据显示工资增速目前也比较温和。但在追踪潜在通胀时，工资增长长期以来都没有被证明是预测未来通胀的可靠指标。

为了判断潜在通胀，我认为，把 PCE 价格指数中的 199 个单项组成部分拆开来，看非常有帮助。过去 12 个月中，PCE 篮子里的商品和服务，有 54% 的项目价格涨幅超过 3%。这一比例已经明显低于疫情后大约 77% 的峰值，但仍然远高于疫情前 20 年平均 32% 的水平。

如果只看最近六个月，结论类似：PCE 篮子中的商品和服务里，有 49% 的项目折年价格涨幅超过 3%。同样，这明显低于疫情后的峰值，但仍然处于相当高的水平。

近期整体大宗商品价格的上涨同样值得关注。我们需要判断的是，目前这些趋势是否意味着通胀存在上行风险。

另外，过去五年多持续出现的通胀数据，是否已经渗透到人们的预期中，这一点同样非常重要。好消息是，中期通胀预期指标总体来看依然稳定。互换市场上的通胀补偿指标也传递出类似而且强烈的信号。

尤其考虑到近期的发展，市场价格仍然体现出一种信心——相信我们能够实现价格稳定。这既体现了美联储作为一个机构的信誉，也符合美联储最优秀的传统。而且我可以向大家保证……市场是对的。

从经济史来看，基于市场的通胀预期指标有一个特点：在它们失去稳定之前，它们往往一直显得非常强韧、非常牢固。这些预期并不会轻易发生变化，而目前它们依然被很好地锚定。但我们必须密切关注。确保通胀预期不会脱锚，是美联储的工作。

有一个信号是谁也不应该忽视的：过去 65 个月持续、偏高的通胀，责任明确地落在中央银行身上。而这正是责任应该落下的地方。

我的标准是：我们必须有信心，潜在通胀正在明确地、并以足够快的速度向我们的目标靠拢。否则，我们就还有工作要做。这就是我们的工作……我们的使命……也是我们必须履行的职责。

结语

今天站在这里，我所承诺的是一种纪律，而不是某一个具体的政策决定。

在这样一个意义重大的时代，我和美联储的同事们绝不是第一批持有这些立场的人。我们决心珍惜当下，以自己能够做到的最高标准完成工作。

我们怀着谦逊，同时带着坚定的决心，认真承担自己的责任。很多事情都取决于我们作出的选择。稳健的货币政策能够帮助家庭和企业繁荣发展。如果货币政策得到有效实施，它能够扩大并深化美国经济增长的动力，同时帮助巩固美国在世界上的领导地位。我也知道，我们的国家需要我们深思熟虑，并且明智地采取行动。

能够再次为美联储服务，是莫大的荣幸。对于同事们给予我的鼓励和宝贵建议，以及今天在座许多人给予我的支持，我由衷感激。对此，也感谢大家今天上午的耐心聆听。谢谢。

免责声明

此报告只提供给阁下作参考用途，并非作为或被视为出售或购买或认购证券的邀请或向任何特定人士作出邀请。此报告内所提到的证券可能在某些司法管辖区不能出售或分发。

此报告由民生商银国际控股有限公司（“民银国际”）的附属公司民银证券有限公司（“民银证券”）编写和发布。民银证券持有香港证券及期货监察委员会第1，4类牌照。此报告所载资料的来源皆被民银证券认为可靠。此报告所载的见解、分析、预测、推断和期望都是以这些可靠数据为基础，只是代表观点的表达。民银国际和任何附属公司（包括民银证券，统称“民银集团”）或任何个人不能担保其准确性或完整性。

此报告所载的资料、意见及推测反映民银证券于最初发表此报告日期当日的判断，可随时更改而毋须另行通知。

此报告内所提到的任何投资都可能涉及相当大的风险，包括但不限于市场波动、流动性限制及汇率波动等。若干投资可能不易变卖，而且也可能不适合所有的投资者。

此报告中所提到的投资价值或从中获得的收入可能会受汇率影响而波动。过去的表现不能代表未来的业绩。此报告没有把任何投资者的投资目标，财务状况或特殊需求考虑进去。

民银证券及其高级职员、董事、员工，可能不时地，在相关的法律、规则或规定的许可下（1）持有或买卖此报告中所提到的公司的证券，（2）进行与此报告内容相异的仓盘买卖，（3）与此报告所提到的任何公司存在顾问、投资银行或其他金融服务业务关系，（4）又或可能已经向此报告所提到的公司提供了大量的建议或投资服务。（5）民银集团的投资银行或资产管理团队可能作出与此报告相反投资决定或持有与此报告不同或相反意见。（6）此报告的意见亦可能与销售人员、交易员或其他民银集团成员专业人员的意见不同或相反。（7）民银集团的一位或多位董事，高级职员和/或员工可能是此报告提到的证券发行人的董事或高级人员，及（8）可能涉及此报告所提到的公司的证券进行自营或庄家活动。投资者应注意其可能存在影响本报告客观性的潜在利益冲突，并独立判断相关信息。

投资者不应仅依靠此报告，而应按照自己的判断作出投资决定。投资者依据此

报告的建议而作出任何投资行动前，应咨询独立的专业意见。民银集团不会对因使用此报告内之材料而引致任何人士的直接或间接或相关之损失负上任何责任。

此报告对于收件人来说是完全机密的文件。此报告的全部或任何部分均严禁以任何方式再分发予任何人士，尤其（但不限于）此报告及其任何副本均不可被带往或传送至日本、加拿大或美国，或直接或间接分发至美国或任何美国人士（根据 1933 年美国证券法 S 规则的解释），民银证券也没有任何意图派发此报告给那些居住在法律或政策不允许派发或发布此报告的地方的人。

报告受到版权和资料全面保护。除非获得民银证券的授权，任何人不得以任何目的的复制、派发或出版此报告。民银证券保留一切权利。