

# 美联储的通胀教训<sup>1</sup>

文/余永定

自 2021 年 3 月后，美国通货膨胀率(CPI)持续上升，并在 2022 年 6 月达到 9.1%后开始下降。与此同时，2022 年第一、第二季度美国经济连续负增长。当前，市场十分关心两个问题：一是美国的通胀是否已经见顶，二是美联储今后政策方向的变化趋势。

2022 年 9 月笔者的看法是，从供给和需求两个方面来看，只能得出“美国通胀形势将会进一步好转”的结论。关于为什么美联储坚持升息，当时，笔者的猜测有以下方面：第一，存在政治考量，鲍威尔一开始判断有误，现在必须“矫枉过正”。第二，一个月的变化还不足以得出结论，还需观察几个月。第三，从需求端看，尽管美国一再升息，美国实际利率仍然为负，如果想抑制投资需求，利率还可以提高一些。从供给端看，服务业的物价上涨压力依然比较大，而且工资上涨比较快。看通货膨胀会不会持续，关键看是否会形成“物价上涨—工资上涨—成本上涨—物价上涨”式的恶性循环。鲍威尔强调一定让通货膨胀率降到 2%也可能是出于这种担心（见笔者《美国的通胀和美联储的政策调整》一文，《国际金融》2022 年 10 月）。

2022 年美联储七次加息，联邦基金利率的区间由年初的 0~0.25%上升到 4.25%~4.5%。2023 年 2 月，美联储再次将联邦基金利率目标区间上调 25 个基点到 4.5%~4.75%。由于美国经济在全球具有重要地位，美联储是否会继续加息，以及加息幅度和频率如何，都是我们不得不关注的问题。

本文将对美联储在新冠疫情暴发后不同阶段对美国宏观经济形势的判断，以及美联储政策前后发生 180 度大转弯的原因进行梳理，希望更好地把握美联储货币政策的未来走向及其对美国的影响，最后简单总结中国从美联储抑制通胀的实践中可以得到的启发。

## 一、美国通胀来源：一种非货币主义的解释框架

美国 2021 年 3 月以后的通胀源于何处？一种可能的答案是源于美国长期执行的超宽松货币政策。问题在于，尽管美联储的货币政策极为宽松，2009—2019 年，美国通货膨胀的年均增长率仅为 1.85%<sup>2</sup>。与此同时，美国 GDP 保持了 2%的年均增速。美联储的扩张性货币政策固然产生了诸多副作用和后遗症，例如，加大了贫富不均、未来退出量化宽松（QE）可能对经济造成严重冲击等，但也应当看到，全球金融危机爆发后美联储的扩张性货币政策使美国维持了 128 个月的经济增长（至 2020 年 2 月），创下自 1854 年以来的最长历史纪录。

总体而言，从全球金融危机到新冠疫情暴发以前，美联储的量化宽松和零利率政策是成功的。更重要的是，我们难以用 2008—2019 年以来的扩张性货币政策的累积效果来解释 2021 年 3 月后美国的通胀。

理论上，通胀可以用三种不同的解释：货币主义理论、供求缺口理论和菲利普斯曲线。其中，菲利普斯曲线只表明在失业率和通胀率之间存在某种反向关系，并不构成一种完整的通胀理论，可暂时存而不论。

事实已经证明，弗里德曼的名言“通货膨胀无论何时何地都是货币现象”具有很大局限性。2008 年次贷危机爆发后，为避免金融体系崩溃和经济萧条，美联储推出 QE 和零利率。美联储的资产由 2008 年 9 月的 0.93 万亿美元增长到 2019 年底的 4 万亿美元，增长 330%。商业银行在联储的准备金规模从危机前的

<sup>1</sup> 本文成稿于 2022 年 2 月 5 日，题为《美联储货币政策转向的原因、评价与启示》，发表于 2022 年 3 月《国际金融》。在目前的版本中作者对原文做了调整、补充和扩展。文章仅代表作者个人观点。

<sup>2</sup><https://www.thebalancemoney.com/u-s-inflation-rate-history-by-year-and-forecast-3306093#:~:text=The%20U.S.%20inflation%20rate%20by%20year%20reflects%20how,to%20achieve%20its%20target%20rate%20of%202%25%20inflation。>

微不足道增加到 2019 年底的 1.6 万亿美元。基础货币（现金+准备金）则从 0.9 万亿美元（2008 年 9 月）增加到 2019 年的 3.4 万亿美元，增长 278%。M1 由 2009 年的 1.7 万亿美元增加到 2019 年的 4 万亿美元左右，增长 135%；M2 由 8.2 万亿美元增加到近 14 万亿美元以上，增长 75%。联储基金利息率在此期间的大部分时间为零。从 2009 年到 2019 年，美国 CPI 的平均年增长率仅为 1.85%。

根据货币数量说，通货膨胀率=货币供应增长速度-GDP 增长速度。货币数量说成立的前提条件是货币流通速度（velocity）不变。事实上，在某些时期，货币流通速度会发生剧烈变化。例如，1997 年第二季度广义货币的流通速度为 2.2，2020 年第二季度才有 1.1，下降幅度为 100%。自 2009 年底到 2019 年底，对应于 75%的广义货币增幅，物价指数和实际 GDP 增长幅度分别为 22%和 26%。换言之，有 27%的货币增幅并未转化为名义 GDP 的增长。

显然，很难用 2008—2019 年美联储的量化宽松与零利率政策解释 2021 年 3 月以后美国通胀率的持续、大幅度上升。是否能把 10 年作为一个观察期，认为前一个观察期（长达 10 年）的“货币超发”导致了后一个观察期（还不知道有多长）的通胀呢？在前十年中“超发的货币”一直蓄势待发，十年后突然从“笼子”里跑出来追逐当前的产品。这种解释不免过于牵强。更重要的是，从这种观点出发，难以找到 2008—2019 年间“货币超发”导致 2021 年 3 月后通胀形势恶化的具体作用机制。

供求缺口理论认为，通货膨胀压力来自总需求对总供给的缺口。缺口越大，通胀压力越大。其数学表达形式为：

$$\frac{dp}{dt} = \alpha(Y^d - Y^s) \quad (1)$$

其中  $p, t, Y^d, Y^s$  分别代表物价、时间、总需求和总供给， $\alpha$  为一正常数。从式(1)可推出：

$$\frac{d^2 p}{dt^2} = \alpha \frac{d(Y^d - Y^s)}{dt} \quad (2)$$

式（2）的含义是，通货膨胀率的增长率等于供不应求缺口的增长率。当过度需求缺口的增长速度为零时，通货膨胀率的增长率为零（但通货膨胀率一般不为零）。<sup>3</sup>

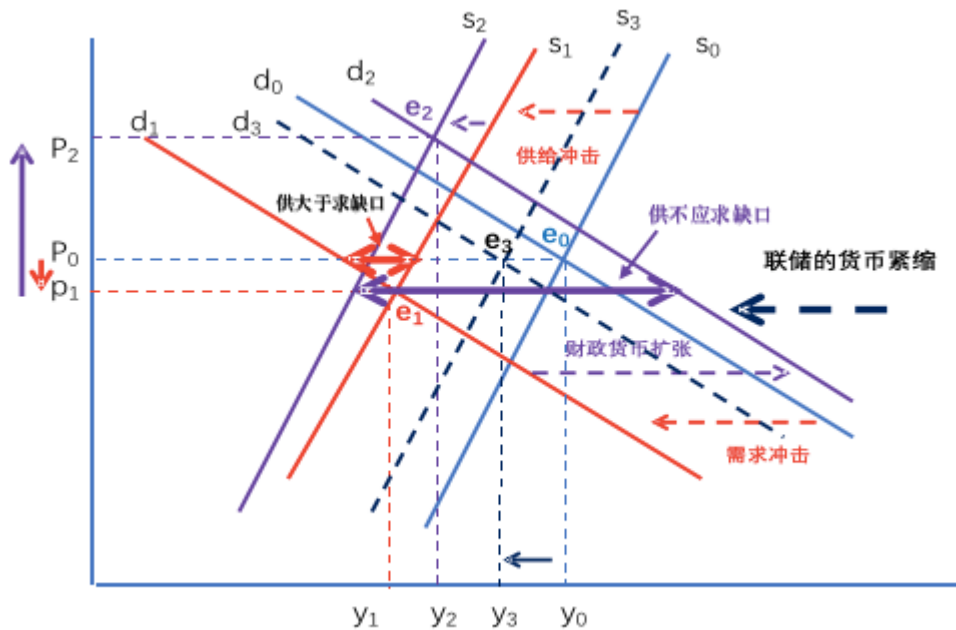
供求缺口理论的一个最重要缺陷是没有货币。事实上，即便存在供不应求的缺口，没有作为购买力载体的货币，缺口也难以转化为显性通胀。另一方面，货币供应本身对缺口的形成也会产生重要影响。尽管供求缺口理论存在种种缺陷，但如果能够以供求缺口产生通胀压力为核心概念，承认货币条件的变化在某种限度内和程度上可以影响缺口的形成，似乎能够比较好的解释美国自 2008 年全球金融危机爆发至 2020 年 3 月美国的低通胀和以后美国通胀形势的变动趋势。

从“缺口理论”出发解释通胀<sup>4</sup>（见图 1），可以分为如下几种情况：第一，总需求给定，总供给减少；第二，总供给给定，总需求增加；第三，总需求增加，总供给减少；第四，总需求和总供给都减少，但总供给减少幅度更大；第五，总需求和总供给都增加，但总需求增加幅度更大。这里总供给和总需求增减都是指总供给和总需求曲线的右移或左移而非沿给定曲线的数量变化。

<sup>3</sup> Sargent. *Macroeconomic Theory*, New York, 1979. 余永定：“分析当前宏观经济形势的一些思路”，2004 年，见余永定：《太阳之下无新事》第 180 页，中国社会科学出版社出版，2019 年 12 月。

<sup>4</sup> 本文对《美国的通胀和美联储的政策调整》（《国际金融》2022 年 10 期）一文中的“总供给 - 总需求框架”进行了补充。

图 1. 供不应求缺口与通胀压力



资料来源：作者绘制

其中，在经济处于平衡状态时，总供给曲线（ $s_0$ ）与总需求曲线（ $d_0$ ）相交于  $e_0$ ，对应的产出和物价分别为  $y_0$  和  $p_0$ ，不存在“供不应求”或“供大于求”的缺口。

疫情使经济遭遇供给和需求的两重冲击。总供给曲线和总需求曲线都向左移，分别为  $s_1$  和  $d_1$ 。产出水平下降到  $y_1$ ，物价升降取决于何种冲击更大。设需求冲击较大，相对原有物价水平  $p_0$ ，出现“供大于求”缺口，在通缩压力下，物价下降为  $p_1$ 。美国 2020 年 3 月后执行极度扩张性财政、货币政策，使总需求曲线右移至  $d_2$  的位置。同时，由于供应链未得到修复，经济甚至受到进一步的供给冲击，总供给曲线进一步左移到  $s_2$  的位置，在物价为  $p_1$  情况下，出现“供不应求”缺口，在通胀压力下，物价上升。总供给曲线  $s_2$  和总需求曲线  $d_2$  的交点为  $e_2$ ，对应的产出和物价是  $y_2$  和  $p_2$ 。

为了抑制通胀，美联储采取货币紧缩政策，总需求曲线被推向左方到达  $d_3$  的位置。如果疫情消失，供应链得到修复，总供给曲线也会右移。但供给能力难以完全恢复。设总供给曲线右移到  $s_3$ 。对应于均衡点  $e_3$ ，物价回到最初的水平  $p_0$ ，但产出  $y_3$  明显低于  $y_0$ 。在给定  $s_3$  的情况下，若想得到高于  $y_3$  的产出水平，货币紧缩度就需小一些。此时处于均衡状态的物价水平也将高于  $p_0$ 。换言之，为了实现较高产出水平，需要容忍物价高于原有水平。考虑到紧缩性货币政策对总供给曲线的影响，通过货币紧缩压缩“供不应求”缺口可能会变得十分困难，货币紧缩就可能导滞胀。

## 二、2020 年 3 月以后美联储货币政策的变化

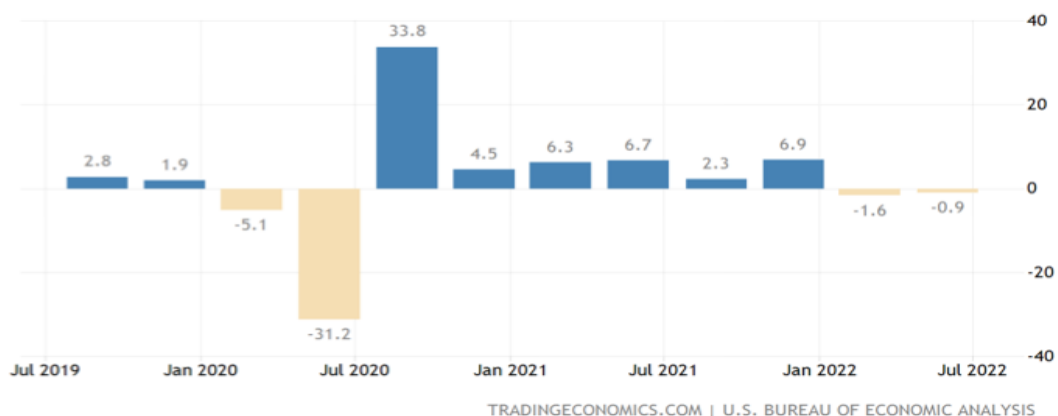
事实上，2020 年 2 月疫情暴发，3 月 9 日国际油价暴跌 30%，同日美国三大股指暴跌触发熔断机制。道琼斯指数从 2020 年 2 月 12 日高点到 3 月 20 日暴跌 35.1%。与此同时，美国的债市也暴跌不止。货币市场流动性骤紧，甚至国债也遭到抛售。

为防止股市和债市暴跌演化为一场金融危机，美联储迅速做出反应。由于美联储推出力度空前的货币政策，美国金融市场很快得到稳定，一场金融危机得以幸免。但是，美联储无限制救市政策导致美联储资

产由 2020 年 3 月初的 4.2 万亿美元飙升至 6 月的 7.2 万亿美元，到 2021 年 4 月更是上升到 8.97 万亿美元美元，一年间增幅超过过去十年<sup>5</sup>。美联储扩表导致美国货币供应量急剧增长。M2 由 2020 年 3 月的 16 万亿美元上升到 2021 年 3 月的 21.7 万亿美元。同期 M1 增速更是惊人，由 4.3 万亿美元上升到 16.6 万亿美元<sup>6</sup>。如果接受货币数量说，则大可不必舍近求远用 2009—2019 年间的“货币超发”来解释 2021 年 3 月之后的通货膨胀，2020 年 3 月—2021 年 3 月间的“货币超发”已经足以说明问题。

2020 年年初疫情暴发后，美国经济同时受到供给和需求两方面的冲击，但是由于石油价格暴跌（2020 年 4 月时价格一度降为负）等因素暂时缓和了疫情导致的供给冲击对物价的抬升作用。美国经济在 2020 年第一、第二季度陷入负增长（GDP 增速分别为-5.1%和-31.2%）（见图 2）

图 2 美国 GDP 增速



显然，在这一时期，美国的总需求曲线和总供给曲线都向左移动，但总需求曲线的左移程度大于总供给曲线，因而 GDP 增速和通货膨胀率同时下降。通货膨胀率由 2020 年 1 月的 2.5% 下降到 5 月的 0.1%（见表 1）。

表 1 通货膨胀率（CPI，%）

Year	Jan	Feb	Mar	Apr	May	Jun	Jul	Aug	Sep	Oct	Nov	Dec	Ave
2023													
2022	7.5	7.9	8.5	8.3	8.6	9.1	8.5	8.3	8.2	7.7	7.1	6.5	8.0
2021	1.4	1.7	2.6	4.2	5.0	5.4	5.4	5.3	5.4	6.2	6.8	7.0	4.7
2020	2.5	2.3	1.5	0.3	0.1	0.6	1.0	1.3	1.4	1.2	1.2	1.4	1.2
2019	1.6	1.5	1.9	2.0	1.8	1.6	1.8	1.7	1.7	1.8	2.1	2.3	1.8

来源：作者根据公开资料整理

<sup>5</sup> <https://fred.stlouisfed.org/series/WALCL>。

<sup>6</sup> <https://fred.stlouisfed.org/series/M1SL>。

虽然美联储执行无限制扩张性货币政策的目的在于稳定股市和债市，但这一政策和美国政府 2020 年 3 月推出的扩张性财政政策大大刺激了有效需求。经过一段时滞之后，私人消费支出从 2020 年第四季度开始反弹（见图 3），固定投资需求也沿类似轨迹恢复了增长（见图 4）。简言之，在总供给曲线由于疫情冲击左移，总需求曲线因扩张性宏观经济政策右移的情况下，美国“供不应求”缺口扩大而形成的通胀压力是巨大的。

图 3 美国核心个人消费支出指数变化趋势（同比变动）

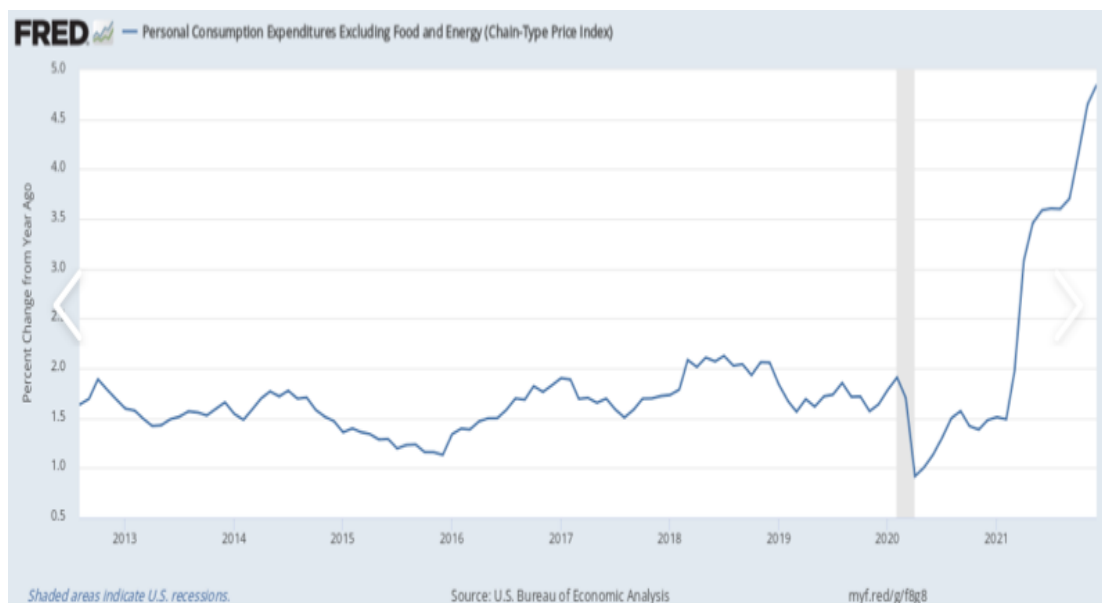
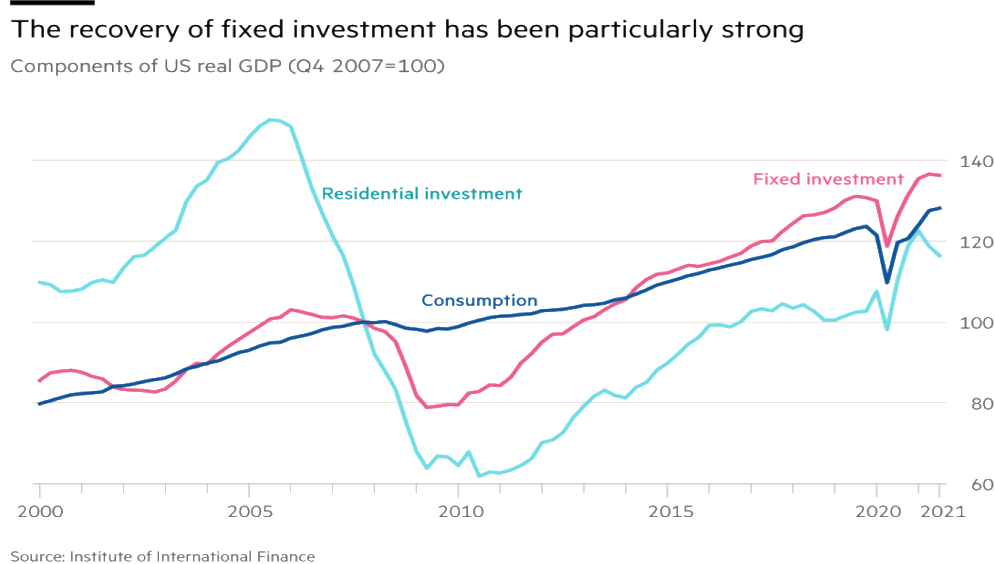


图 4 美国固定投资指数走势



2020 年美国 GDP 增速为-3.4%。但负增长不一定表明经济处于“供大于求”，或有效需求不足状态。2020 年美国 GDP 负增长主要是疫情冲击造成供给能力下降（供应链中断、劳动力无法正常工作等）的结果。在总供给曲线左移的情况下，即便 GDP 增速明显低于正常增速、劳动力市场存在严重就业不足，也完全可能出现供不应求的情况。总之，可以认为此时美国已经出现“缺口理论”的第二、三种情况：在总供给曲线给定甚至左移情况下，总需求大幅度右移，从而形成通胀压力。但是，给定价格水平下的“供不应

求”缺口转化为通胀存在一定的时滞。因此，直至 2021 年 3 月美国通货膨胀压力才“显性化”为通货膨胀率的上升，而且突破了 2%的通胀目标值。

虽然通胀率已突破 2%，但 2021 年年初美国经济增长疲软。美财长耶伦当时表示：存在通胀危险，但这是美联储可以应对的危险，更大危险是受到疫情影响，美国人不敢消费。鲍威尔则强调：同疫情前相比，劳动力市场上少了近 1000 万人，这才是最让人担忧的事情<sup>7</sup>。总之，鲍威尔和耶伦都认为增长和就业是美国的主要问题，而对萨默斯等人的警告不屑一顾。耶伦和鲍威尔不认为通货膨胀是个严重问题，大概源于他们过于依赖当时所能看到的数据，忽视了通胀率数据滞后于“供不应求”缺口的出现，而该缺口的出现必将在此后的某个时刻转化为通胀，并通过通胀率的上升而显性化。根据当前的通货膨胀率难以衡量当前，甚至此前一段时间的“供不应求”缺口的大小。美联储政策的制定秉承“数据驱动”的理念。在这种情况下，美联储货币政策缺乏前瞻性并不奇怪。

2021 年 7 月美国通胀率已由同年 2 月的 1.7%上升到 5.3%，美联储已不再能像上半年那样无视通胀。但鲍威尔仍表示，（虽然）通胀已经显著上升，且在未来数月中可能还会维持目前的态势，但目前的通胀上升是 2020 年新冠疫情导致物价急跌造成的基数效应造成的。此外，在需求强劲部门，由于疫情导致的生产瓶颈和供给约束，产出无法相应增加，从而导致了这些部门的产品和服务价格急剧上升。一旦瓶颈消除，这些产品和服务的价格将会随之逆转<sup>8</sup>。

如果说以前习惯了低通胀的美联储并没有预料到会出现严重通胀，那么在 2021 年 3 月通货膨胀率开始逐月上升之后，美联储的问题则是把通胀的原因基本归之于供给冲击，并把通胀率的回落寄希望于供给链的自我修复。美联储强调通胀是暂时性和过渡性的，声称美联储并无政策工具解决供给端的问题，因而拒绝提高利率。

应该说 2021 年美联储认为物价上涨主要源于供给冲击是有根据的。美国劳工部的数据以及许多投行的分析也证明了这点。根据联储公开市场委员提供的数据，从 2021 年 3 月到 2022 年 3 月，汽油价格上升了 38%，而且汽油价格的上升又传递到其他产品；其中成衣价格上升了 6.6%，汽车修理价格上升了 6.3%，机票价格上升了 12.7%，房租价格上涨 4.8%。以飞机票价格上涨为例，疫情期间对机票的需求量肯定是减少的。但此时机票价格飙升，肯定主要是供给冲击（航油价格上涨、运营成本上升等）造成的。美联储的问题在于，强调供给冲击的同时，忽视了需求扩张对通胀的作用，并拒绝采取任何货币紧缩措施。

2021 年夏季之后，美国朝野开始正视通胀问题，注意力也不再仅仅集中在疫情产生的供给冲击（总供给曲线的左移）。越来越多的经济学家指出，如果通胀是供给因素（工厂关闭、交通堵塞和劳动力短缺）导致，则其可以自愈。但如果是消费者口袋里钱太多需求增加，通胀就需要联储来抑制了。他们还指出，特朗普和拜登政府的财政刺激计划给经济注入了上万亿美元，但公司却无法提供满足消费者需要的产品和劳务，供求失衡必然导致物价的上升<sup>9</sup>。但尽管舆论方向转变，美联储依然强调供给冲击对通胀的影响，不愿收紧货币政策。

2021 年 11 月，鲍威尔仍表示，第三季度经济表现不佳主要是由于德尔塔病毒肆虐及供给端的约束和瓶颈，并强调这点在汽车产业表现尤为突出。此外他指出，通胀上升的压倒性推动力是疫情导致的混乱，特别是封控对供给和需求的影响，以及重新开放的不平衡和病毒自身的持续影响，并认为美联储没有解决供给约束的政策工具。

直到 2022 年 3 月，美联储才决定改变“零利率”政策，将联邦基金利率目标提高 25 个基点。鲍威尔承认，此前对于重新开放后通胀率会自动回落的希望落空了<sup>10</sup>。美联储决定升息，一方面，是由于通货膨胀

<sup>7</sup>FT,JamesPolitiinWashingtonandColbySmithandEricPlattinNewYork, FEBRUARY24, 2021。

<sup>8</sup> <https://www.foxbusiness.com/personal-finance/jerome-powell-fed-chair-high-inflation-interest-rates>。

<sup>9</sup> <https://www.cnbc.com/2022/02/04/how-the-biden-administration-misread-the-inflation-threat.html>。

<sup>10</sup> <https://www.cnbc.com/2022/03/16/federal-reserve-meeting.html>。

形势严重恶化；另一方面，是觉得经济增长势头不错，能够承受货币紧缩的冲击<sup>11</sup>。2022年3月的升息标志着美联储货币政策方向的根本转变。理论上，联邦基金利率的提高将导致借贷成本的上升，例如，银行对公司的优惠贷款利率，对居民的按揭贷款利率等都会随联邦基金利率的提高而提高。由于借贷成本提高，消费和投资需求减少，从而使“供不应求”缺口减少，将导致通胀率下降。联邦基金利率的提高还将导致金融资产价格下降，并通过财富效应导致有效需求减少。

2022年5月，联邦公开市场委员会决定把加息幅度由25个基点提高到50个基点<sup>12</sup>。6月美联储公开市场委员会把加息幅度进一步提高到75个基点，这是1994年11月以来最大的单次加息幅度。

### 三、对缺口理论框架的补充

到目前为止，我们用缺口理论（不是货币数量公式）解释了美国通胀形势恶化的原因。为了满足理论的普遍适用性要求，作为一种检验，我们也需要用缺口理论解释为什么自全球金融危机爆发至2020年第一季度，美国一直维持了非常低的通货膨胀率。

由于美国是开放经济，在缺口模型中，必须考虑对外经济。总供给=C+S+T+M；总需求=C+I+G+X。其中C、S、T、M、I、G和X分别代表消费、私人储蓄、税收、进口、私人投资、政府开支和出口。供求缺口=总供给-总需求=(S-I)+(T-G)+(M-X) = (私人储蓄-私人投资)+财政差额+贸易逆差。由于政府支出G包含了政府消费和政府投资，即G=C<sub>g</sub>+I<sub>g</sub>，令T-C<sub>g</sub>=S<sub>g</sub>，则供求缺口= [(S+S<sub>g</sub>)+(M-X)] - (I+I<sub>g</sub>) = (国内总储蓄+贸易逆差)-国内总投资。

在开放经济下，如果一国的国内总储蓄<国内总投资，就会有体现为贸易逆差的海外资源流入（国外的“剩余储蓄”），以弥补国内储蓄的不足。如果中国和其他国家对美国的贸易顺差弥补了美国国内储蓄的不足。美国的供求缺口=0。此时，理论上美国不存在物价上涨压力。<sup>13</sup>

在2008年全球金融危机爆发之后到2020年3月，美国的供求缺口发生了重要变化。第一，美国私人储蓄-私人投资由2008年前的大致平衡转为顺差。第二，美国财政赤字增加。第三，私人储蓄剩余+财政赤字之后，美国国内总储蓄对国内总投资的差额明显缩小。最后，世界其余国家对美国的“合意”贸易顺差一直维持在较高水平。这样，可以认为，在这段时间内，美国的供求缺口=0。正因为如此，在2008年全球金融危机爆发之后到2020年3月这一段时间内，尽管美联储执行了超宽松的货币政策，但美国仍能够维持很低的通货膨胀率。<sup>14</sup>（延伸阅读：美国国际收支平衡与中国的政策调整）事实上，美联储QE政策是导致美国国内私人储蓄增加的重要原因。例如，QE导致资产价格，特别是股票价格飙升。占人口百分之十的富人在国民收入和财富中的比重大幅度上升。收入差距的扩大导致经济整体储蓄率的上升。

<sup>11</sup> Minutes of the Federal Open Market Committee March 15–16, 2022 , [www.federalreserve.gov/monetarypolicy/fomcminutes20220316.htm](http://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/fomcminutes20220316.htm)。

<sup>12</sup> <https://www.federalreserve.gov/newsevents/pressreleases/monetary20220504a.htm#:~:text=May%2004%2C%202022%20Federal%20Reserve%20issues%20FOMC%20statement,household%20spending%20and%20business%20fixed%20investment%20remained%20strong.>

<sup>13</sup> 需要注意，这种情况同国民收支和国际收支统计中在 ex post 意义上的（总储蓄+贸易逆差）-总投资=0 不是一回事。事实上，给定美国的国内储蓄缺口，如果外国“合意”（desired）的对美国的贸易顺差不足以弥补美国的储蓄缺口，理论上，美国的物价就会因供求缺口的存在而上升。

<sup>14</sup> 关于此问题的讨论可以参考余永定《美国国际收支平衡与中国的政策调整》，新金融评论，NFR 工作论文，2022年第8期（总11期，中国金融四十人论坛或《美国国际收支平衡与中国的政策调整》，清华金融评论，2022年9月，总第106期。

2020年3月之后，美联储极度扩张性的货币政策和美国政府在2020年和2021年极度扩张性的财政政策改变了这一切。在私人储蓄减少的同时<sup>15</sup>，美国财政赤字在2020年和2021年分别达到14.9%和12.1%的战后最高水平。美国的供求缺口突然急剧扩大。2020年3月美国的贸易逆差为443亿美元，2022年3月急剧增加1060亿美元，创下历史最高纪录<sup>16</sup>。在这段时间内贸易逆差的急剧增加从另一个侧面反映了美国国内总储蓄缺口。<sup>17</sup>与此同时，由于去全球化、全球供应链破裂、中美贸易摩擦、俄乌冲突等等因素，在原有价格水平上，海外对美国的贸易顺差也已经不是“合意”顺差。为获得等量外国“剩余储蓄”，美国必须支付更高报酬。这种变化也是导致缺口模型中总供给曲线左移的重要原因。

#### 四、通胀率逐月下降后美联储矜持加息的原因

本来是超级“鸽派”的美联储在2022年突然变成超级“鹰派”，令人感到意外。尽管2022年前两个季度美国GDP负增长，6月后通货膨胀率逐月回落，美联储却继续大幅度提高联邦基金利率。

除了政治考虑外，美联储这样做的原因可能有三方面。

第一，强化2%的通胀目标的可信性。<sup>18</sup>2022年美联储货币政策目标的重心已由保增长和就业转移到抑制通胀。美联储的通胀目标是2%，但其是否真的决心实现这一目标，会不会因为经济增速的下降和就业形势的恶化而放弃2%通胀率的目标？这是一个传统的“通胀目标可信性”问题。为牢固确立2%通胀率目标的可信性，美联储似乎不但不顾忌货币紧缩对GDP增速的影响，而且试图通过即便GDP增速在下降，货币紧缩政策也不会改变的政策实践来加强2%通胀目标的可信性。例如，2022年9月联邦公开市场委员会记录显示，一些委员认为应当“有意适度收紧”货币，防止被抬高的通胀率固化，防止通货膨胀预期不再被锚定（在2%的长期目标上）。在2022年11月的联邦公开市场委员会会议上，一些委员认为，为了使通胀率持续下跌，所需要的金融环境可能要比所设想的更具紧缩性。尽管经济增速明显低于2021年，但通胀率仍然明显高于2%的目标值，且通胀压力没有明显减缓迹象。联邦公开市场委员会决定升息75个基点。通过这种做法，美联储展示了只要通胀率没有回到2%，无论经济增速如何，都要继续升息的姿态。

第二，防止名义工资增速上升过快。根据菲利普斯曲线，失业率与货币工资增长率之间存在反向关系，而工资增长与通胀之间存在正向关系。失业率越低（劳动力市场越紧张），工资增长率就越高，通胀率也就越高。经过修正的菲利普斯曲线认为，通货膨胀率与失业率存在反向关系。因此，对于决策者来说，必须在通货膨胀率和失业率之间做出抉择。通过奥肯定律，失业率又同经济增速之间存在反向关系。因此，对于决策者来说，必须在高经济增速和低通胀之间进行抉择。

目前美国劳动力市场上一个重要现象是反映岗位空缺率和失业率关系的贝弗里奇（Beveridge）曲线上移了（见图5）。换言之，对于给定失业率，岗位空缺率增加了。

如图5所示，2002—2008年间，4%的失业率所对应的岗位空缺率小于4%（100个职位中有4个空缺），2020年之后相应的岗位空缺率高达7%以上。贝弗里奇曲线上移意味着美国失业者就业的积极性下降或难以适应企业提供的工作等。该现象应该是个结构性问题。

图5 美国贝弗里奇（Beveridge）曲线

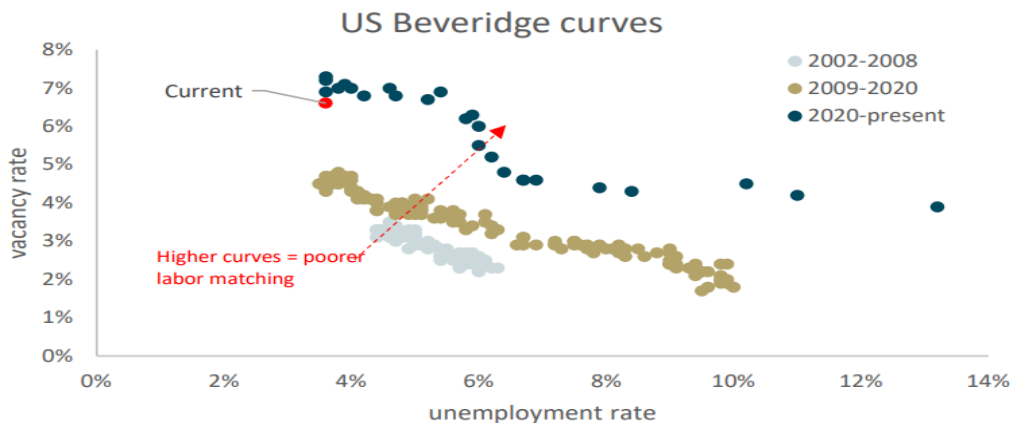
<sup>15</sup> 2020年第1季度到第2季度，由于疫情袭来美国私人储蓄一度急剧上升，但以后开始下降，2022年第1季度回到2019年的水平。另一方面，2021年第1季度到2022年第1季度，私人投资增速出现大幅度提高。

<sup>16</sup> <https://fred.stlouisfed.org/series/BOPGSTB>

<sup>17</sup> 2022年3月之后，美国的贸易逆差回落但依然维持在2008年以前的历史高位。见 <https://fred.stlouisfed.org/series/BOPGSTB>

<sup>18</sup> 本文提到的通货膨胀率是指CPI的上升速度，联储的通胀目标是PCE（personal consumption expenditure price index）上升速度不超过2%。两个通胀指标有所不同。





Source: BNY Mellon Markets, Bureau of Labor Statistics

贝弗里奇曲线上移也可以用美国岗位空缺与失业人数比上升（见图 6）和劳动人口工作参与率（就业和积极寻找工作的适龄劳动人口在适龄劳动人口中的比例）下降来解释。在 2020 年就业形势最差时，每五个工人大概只有一个工作可供选择，到 2022 年每个工人就有两个工作可供选择<sup>19</sup>。2008 年 8 月美国的劳动参与率为 66.6%<sup>20</sup>。

图 6 美国岗位空缺与失业人数比



,2/"; /, ,+!:

Source: Bureau of Labor Statistics Reuters, March 8, 2023, Reuters Graphics。

贝弗里奇曲线上移、美国岗位空缺与失业人数比上升和劳动人口工作参与率下降都意味着，在给定失业率下，劳动力市场比以往紧张了（企业招不到足够的工人）。因此，在贝弗里奇曲线上移的情况下，由于劳动力市场紧张，对于给定失业率目标，名义工资增速较高，通货膨胀率也将较高。美联储为 2023 年设定的失业率目标为 4.6%。同历史数据相比，与之相应的通胀率就会较高。反过来说，为实现 2% 的通胀目标，美联储必须加大货币紧缩力度，通过降低对劳动力的需求（也意味着降低经济增速——奥肯曲线），压低

<sup>19</sup> <https://think.ing.com/snaps/us-vacancy-rates-slow-sharply-as-boardroom-caution-spreads/>.

<sup>20</sup> 数据来源于美国劳工部统计局。

工资增速。

2022年11月鲍威尔提到，由于劳动力市场紧张，工资上涨幅度开始增加。他表示，工资的上涨速度应该同实现2%通胀目标相一致<sup>21</sup>。鲍威尔最关注的是服务价格。如果酒店、餐厅等劳动密集型行业的工资维持5%~6%的同比增长率，服务业就会给通胀率造成持续上升的压力<sup>22</sup>。2022年7月通货膨胀率开始逐月下降之后，美联储依然坚持大幅度持续升息，其动机之一就是降低经济增速、为劳动力市场降温，抑制工资上涨速度，进而降低通货膨胀率。但如此一来，美联储就将难以实现其就业目标。

需要指出的是，虽然为了补偿因为物价上涨而遭受的实际收入损失，工资一直在上涨，但名义工资增速一直低于通胀率上升速度。工薪阶层为治理通胀付出了巨大代价<sup>23</sup>。

第三，政策和政策效果之间存在时滞，无法确定升息的效果。在2022年9月的公告中，联邦公开市场委员会宣称，通胀尚未对政策紧缩做出适当反应。通胀的显著下降很可能滞后于总需求的下降。根据历史经验和经济研究提供的关于时点关系（Timing Relationship）的各种模型的估算，考虑到把关于滞后的例证应用于当前形势的高度不确定性，货币紧缩一般会迅速影响金融条件（Financial Conditions）。但是，金融条件变化对总支出和劳动力市场的影响，以及事后对通胀的影响要经过较长时间才能实现。一些公开市场委员会的委员认为，就目前的情况而言，虽然货币紧缩政策对某些利率敏感部门的影响是明显的，但货币紧缩影响总的经济活动、劳动力市场和通胀的时间节点仍然非常不确定，货币紧缩的效果还未充分发挥。在2022年11月的会议上，公开市场委员会的一些成员提出减慢升息速度的必要性。由于在货币紧缩的累积效果，以及货币政策的实施与经济活动、通胀和经济与金融发展之间存在滞后，减缓升息速度可以让委员会更好地评估升息对实现就业最大化和物价稳定的影响<sup>24</sup>。

由于经济增速和通胀率都在下降，市场出现美联储将停止加息的预期。但美联储官员则表示，他们不打算重犯20世纪60年代和20世纪70年代在彻底战胜通货膨胀之前就放弃加息，之后又不得不重新加息，甚至要更大幅度加息的错误<sup>25</sup>。鲍威尔强调：历史经验充分说明，不能过早放松货币政策。在确信通胀率正在稳步趋于2%之前，美联储不会考虑降息<sup>26</sup>。美联储的政策紧缩依然不够，更多的升息是适当的。美联储预期在2023年年底联邦基金利率将提升到5%~5.5%的区间<sup>27</sup>。同时他坦言，“我不认为有谁知道美国经济是否会陷入衰退。即便知道，我们也无法确知衰退的深度。”<sup>28</sup>美联储预期2023年GDP增速为0.5%，到2023年年底失业率将达到4.6%。一般而言，这也意味着经济衰退<sup>29</sup>。

换言之，美联储不知道提高50个基点或75个基点的联邦基金利率会在何时对通胀率 and 经济增长产生何种影响。自2022年7月之后，通货膨胀率确实在逐月下降。但美联储不知道如果停止升息通胀率是否会反弹。问题是，还有一种可能性：即便不再升息了，通货膨胀率依然会继续下降，并在未来的某个时点上回落到2%的目标水平上。如果是这样，继续升息不但不必要，而且可能会导致经济陷入衰退。目前是否应该继续升息，只有事后才能知道。面对这种两难局面，美联储选择了宁可犯升息过度导致经济衰退的错误，而不犯升息不足导致通胀率反弹、联储信用受损、通胀预期无法锚定于2%的错误。美联储官员表示，即便通胀见顶和经济增速下降，2023年美联储至少会把联邦基金利率加到5%<sup>30</sup>。

<sup>21</sup> <https://www.cnbc.com/2022/11/30/fed-chair-jerome-powell-says-smaller-rate-hikes-could-come-in-december.html>。

<sup>22</sup> <https://www.cnbc.com/2022/12/14/live-updates-fed-rate-hike-december.html>。

<sup>23</sup> 资料来源于美联储2022年9月会议纪要。

<sup>24</sup> 资料来源于美联储2022年11月会议纪要。

<sup>25</sup> 资料来源于美联储2022年11月会议纪要。

<sup>26</sup> <https://www.cnbc.com/2022/12/14/live-updates-fed-rate-hike-december.html>。

<sup>27</sup> <https://www.pbs.org/newshour/economy/watch-live-federal-reserve-chair-powell-to-give-update-on-expected-smaller-interest-rate-hike>。

<sup>28</sup> <https://www.cnbc.com/2022/12/14/live-updates-fed-rate-hike-december.html>。

<sup>29</sup> <https://www.cnbc.com/2022/12/14/live-updates-fed-rate-hike-december.html>。

<sup>30</sup> Fed policymakers call for further rate hikes to beat inflation, Reuters。

## 五、坚持 2%通胀率目标的两难

在美联储的分析框架中，货币政策仅仅影响需求。例如，在供给曲线给定的情况下，提高利率使总需求曲线左移，从而在减少产出的同时降低物价。“供应链中断”“劳动力无法正常工作”“生产瓶颈”和同俄乌冲突联系的能源价格上涨等因素导致总供给曲线向左移动。当这些因素消失后，总供给曲线将会自动复位。宏观经济政策特别是货币政策并非解决供给端问题的政策工具。基于上述认识，2022 年 3 月前美联储拒绝紧缩货币、提高利率。

本文认为，升息和收紧金融条件不仅会影响需求端，使需求曲线左移，而且会影响供给端。升息和收紧金融条件在影响企业投资需求的同时将导致企业资金的成本（如流动资金成本）上升，进而导致生产成本上升，从而使总供给曲线左移<sup>31</sup>。因为企业为了维持最低限度利润会试图把上升的生产成本转嫁给消费者和产品的最终使用者，即便总需求不变，同时不存在供应链中断、石油价格上涨等供给冲击，货币紧缩也可能会影响总供给，导致产出价格上升。在此情况下，紧缩性货币政策在导致产出减少的同时，并不一定能抑制物价上涨。而紧缩过度很可能导致滞胀。

美联储的主要问题在于至今仍坚持 20 多年前制定的 2% 的通胀目标。由于逆全球化、俄乌冲突和中美贸易摩擦、美国国内的结构性问题等因素，全球供应链已经遭到严重破坏。换句话说，总供给曲线已经永久性左移。在此情况下，如果美联储执意要把通货膨胀率降低到 2% 的水平，美国发生滞胀的概率会大大提高。

目前美联储已经放缓了升息速度。如果美联储适可而止，美国经济就不一定会陷入衰退。但这样一来，美联储政策的可信性就会大打折扣，通货膨胀预期也不再能锚定在给定水平上，这将给美联储未来的货币政策的实施造成极大困难。不仅如此，美国公众是否能够接受较高的通胀也是一个问题。

对于美联储来说，一个方便的“解决”办法是：口头上坚持 2% 的通胀目标，但不明确何时实现这一目标，无限期拖延下去再相机行事。2020 年美联储引入“平均通胀目标”已经为这种处理方法埋下了伏笔。此外，值得注意的一个现象是，尽管美联储连续大幅度升息，美国的货币供应量并未明显减少。例如，2023 年 1 月美联储资产总额为 8.5 万亿美元，仍是 2020 年 2 月 4.2 万亿美元的 2 倍，比 2022 年 4 月的峰值 9 万亿美元减少不到 5000 亿美元<sup>32</sup>。2022 年 12 月美国广义货币（M2）、狭义货币（M1）存量分别为 21.3 万亿美元和 19.69 万亿美元，虽然低于 2022 年 3 月的峰值 21.9 万亿美元和 20.7 万亿美元，但依然是 2020 年 3 月开始无限制扩表时 16.1 万亿美元和 4.26 万亿美元的 132% 和 462%<sup>33</sup>。

有人看到美国广义货币量下降，认为美国经济出了大问题的观点是错误的。美国只要打算退出量化宽松政策，各种货币供应量指标下降是不可避免的。联邦基金市场的交易量自 2020 年 7 月以来一直呈上升趋势，到 2023 年 1 月 27 日交易量为 1200 亿美元，超过 2020 年 4 月的峰值 1070 亿美元<sup>34</sup>。2020 年 3 月美联储推出无限制数量扩张政策前，金融机构存放在美联储的准备金为 2.1 万亿美元，2021 年 12 月到达 4.18 万亿美元的峰值。2022 年准备金数量下降到 3.11 万亿美元，但依然明显高于 2020 年 3 月前的规模，更遑论同 2008 年美联储推出 QE 之前的金融机构准备金规模相比。到目前为止，美联储的货币紧缩基本是联邦基金利率上升导致的各种利率的上升，而非货币供应量增速的下降。从退出 QE 的角度看，美联储的货币紧缩过程才刚刚开始，在量化紧缩（QT）过程中将会出现什么状况还很难预料。美联储的加息和信贷扩张、流动性提供及货币供应之间的关系问题作者将另文讨论。

<sup>31</sup> 在标准的宏观经济理论中，不存在这种情况。

<sup>32</sup> <https://fred.stlouisfed.org/series/WALCL>。

<sup>33</sup> <https://fred.stlouisfed.org/series/M2NS>；<https://fred.stlouisfed.org/series/M1SL>。

<sup>34</sup> <https://fred.stlouisfed.org/series/EFFRVOL>。

## 六、小结

2020年3月以来美联储货币政策几经调整，其成功和失败的经验值得我们研究和借鉴。

第一，美联储的QE和零利率政策为美国争得了128个月的经济增长期。但美国经济中的许多结构性问题，如美国国民收入分配的恶化、美国的去工业化等问题并未能在经济增长期内得到解决。这些结构性问题的存在和发展会导致总供给曲线的左移。换言之，美国总供给曲线的左移并非仅仅是疫情冲击造成的，并非仅仅是“暂时性和过渡性”的。虽然扩张性宏观经济政策在经济缺乏自主增长动力的时候是必不可少的，但也只是为解决结构性问题创造了条件、争取了时间。一旦通货膨胀形势恶化，许多结构性问题就更难以解决。决策者就可能在经济增长和结构改革之间进退维谷。

第二，为了抑制通胀，升息是不可避免的。但另一方面，美国、日本和许多其他国家的金融危机往往是由升息触发的。美联储的大幅度、持续升息对实体经济的影响是显而易见的。而当前硅谷银行的倒闭则展示了另一种不祥之兆。在过去1年多的持续升息过程中，持有大量美债和MBS（住房抵押贷款支持证券）的银行损失惨重。如果投资者的恐慌情绪得不到抑制，流动性的短缺必然导致资产价格下跌，从而形成资产价格下跌→流动性短缺→资产价格进一步下跌的恶性循环。我们难以预知美国目前的金融动荡是否能像2020年3月美国股市出现激烈震荡后那样，最终得以平复（但其代价是通胀形势的恶化）。为了稳定金融市场，货币当局必须三面出击，稳定资产价格，为货币市场提供足够流动性，保证遭遇困难的金融机构维持足够的资本充足率。但是，美联储已无法再诉诸新一轮QE和零利率。

第三，即便美国可以迅速稳定金融市场，2023年可能也会是美国经济自2008年以来最困难的一年。如果说2022年3月之后，美联储面对的选择是：经济增长还是通货膨胀，在硅谷银行事件之后，美联储必须面对的另一个选择是：金融稳定还是通货膨胀。经济增长、物价稳定和金融稳定是所有国家都要面对的“三难选择”。

由于2020年以来美联储一再犯下严重的判断错误，美联储政策的可信性已经受到难以弥补的极大损害。美联储已经在极大程度上丧失了对市场预期的引导能力。美国经济在2023年驶入了未知的水域。到目前为止，美联储的货币紧缩主要限于提高联邦基金利率，一旦美国真正认真实行QT（量化紧缩），美国经济和全球经济将受到何种冲击还完全是个未知数。

第四，美联储一再犯下严重判断错误，同联储缺乏适当的理论框架不无关系。由于时滞的存在，很难根据当期可以获得的信息确定扩张性财政、货币政策会在何时、在多大程度上对消费和投资产生何种影响。力度不够或过犹不及的情况难以排除，供求失衡缺口可能无法及时发现，并及早加以纠正。数据驱动（Data-Driven）的政策反应模式可能因为滞后而加大经济波动。正确的理论框架则可以帮助决策者在得到充分信息之前作出正确判断，从而降低犯错误的概率。美联储2020年3月以来的政策失误呼唤经济学家对以往经济理论进行深入反思。

第五，2021年以来，市场和学界所关心的是：美联储是否会继续加息？加息的幅度和频率有多大？通货膨胀是否会反复？美国经济是否会出现滞胀？当前，市场和学界的目光又开始转向美国银行业是否存在系统性风险？美联储、监管机构和财政部处置硅谷银行倒闭的做法是否合理？

到目前为止，似乎很少人关注美国的所谓“外部可持续性”问题。2006年当全球都在担心美国将会发生国际收支危机时，美国的海外净负债仅有4万多亿美元，海外净负债对GDP比仅为13%。2022年第三季度美国的海外净负债为16.7万亿美元（好于2021年底的18万亿美元），海外净负债对GDP比高达78%。

2022 年第四季度美国公共债务 31 万亿美元。2021 年第四季度外国持有美国公共债务 7.7 万亿美元，2022 年第四季度降到 7.4 万亿。我们难以确知外国投资者持有美国国债的减少在多大程度上是价值重估、多大程度上是抛售的结果。但我们可以确知，美联储提高利息率导致美国国债收益率提高、美国国债价格下跌。而这意味着为了吸引海外投资者购买美债，美国必须付出比以往更高的代价。除非美国储蓄缺口减少（这意味着美国经济的进一步减速），否则更高的融资成本必将导致美国投资收入状况和美国国际收支状况的恶化。<sup>36</sup>美国国际收支平衡是否可以维持？如果难以维持，美元和美国通胀形势又会发生何种变化，对中国又会发生何种冲击都是值得我们认真研究，并制定相应预案的重要问题。

中国目前面临的主要问题是有效需求不足，必须首先考虑如何通过扩张性财政、货币政策刺激有效需求。如果 2023 年中国经济将迎来一场强有力的反弹，基于美国的经验，即便排除出现新的“黑天鹅”事件，中国供应链完全修复的时间也可能比我们所希望的更长。相对于供给的恢复，消费和投资需求的恢复可能来得更早一些，从而产生暂时性的“供不应求”缺口。因而，2023 年在坚持实施扩张性财政货币政策的同时，我们对通胀率在今天的某个时段可能会有所上升应有必要的思想准备。

逆全球化、全球供应链断裂、中美贸易摩擦等都会使总供给曲线永久性左移。这种情况在美国是如此，在中国可能也是如此。中国难以像以往那样在保持较高经济增速的情况下维持较低通货膨胀率。为实现稳增长这一首要政策目标，中国可能有必要在一定时间内接受较以往更高一些的通货膨胀率。

美国目前面临经济增长、金融稳定和物价稳定的三难选择。中国也面临着类似问题。所幸中国目前的通胀率依然很低，中国可以集中精力处理好经济增长和金融稳定（中国的高负债率）问题。应该看到，中国在宏观经济层面所面临的主要矛盾是经济增长和金融稳定之间的矛盾。而主要矛盾的主要方面是经济增长。中国必须把稳增长放在首位。同时也应该看到，执行扩张性财政、货币政策只是实现稳增长、扭转已持续 12 年的经济增速逐季下跌趋势的必要条件，而不是充要条件。在很大程度上，执行扩张性宏观经济政策只是为深层次的体制改革、结构调整争取时间。

可以相信，只要中国能够通过深化改革提振市场信心，并执行积极有效的扩张性宏观经济政策，同时在微观（企业）、中观（行业）和宏观三个层面共同发力，中国经济增长潜力就能得到充分激发，2023 年中国经济就有望迎来强劲反弹。

---

<sup>35</sup> <https://fred.stlouisfed.org/graph/?g=dghm>

<sup>36</sup> 参见 Yu Yongding, “The reemergence of the issue of US ‘external sustainability’ and what should be China’s responses” Pages 263–276 | Received 12 Aug 2022, Accepted 19 Aug 2022, Published online: 06 Sep 2022. 余永定：《美国的外部可持续与投资收入顺差》，北大金融评论，2022 年 12 月。