

美联储货币政策重大转向及对金融市场的巨大影响

郑丽雅¹, 易宪容²

(1. 青岛大学 经济学院, 山东 青岛 266071;

2. 青岛大学 财富管理研究院, 山东 青岛 266071)

[摘要]鲍威尔上任时的货币政策是以现实数据为本位做好风险管理,让货币政策正常化。但由于市场压力和政治压力,及新冠肺炎疫情的冲击,鲍威尔建立了美国货币政策新框架,导致了美联储货币政策重大转向。比如,首先,把充分就业提升到优势地位,追求就业目标最大化。这是现代货币政策的重大转变及全新理念。其次,以一段时间内的平均通货膨胀率代替单一时点的通货膨胀率,但长期通胀目标仍然为2%。平均通胀目标实质是让信用极度扩张的货币政策延续的时间更长。这既有利于促进美国经济增长,也可能导致美联储偏离其货币政策的两大目标。再次,通过通胀目标定位锚的上移来引导市场预期,推高通胀率,以此为疫后经济复苏及经济增长增添动力。美联储货币政策成了美国疫情后经济复苏的定海神针。不过,美联储货币政策的重大转向不仅对美国及全球金融市场产生巨大的影响与冲击,全面推高各种资产价格,增加金融市场风险,也是2022年美国货币政策陷入困境的根源。对此,中国金融部门要认真研究,并做好应对准备。

[关键词]美联储货币政策新框架;菲利普斯曲线平坦化;就业最大化;平均通胀率

DOI:10.3969/j.issn.1002-1698.2022.06.012

一、前言:在现代经济中货币政策重要性是无可替代的

一般来说,在一个成熟的市场经济体制中,货币政策的目的是通过价格机制来保证一国经济增长及维持社会经济稳定,让企业及家庭在一个可预期的经济环境下进行各种生产及消费活动,以此降低居民及企业在消费和投资上的风险,促使实际产出尽可能与其潜在产出相一致,或使实际产出接近潜在产出的期望目标。^[1]同

时,以充分就业来全面提升民众的生活福利水平。所以,美国国会给美联储制定货币政策提出的两大目标是:充分就业和价格稳定。^[2]从信用的角度来说,货币政策又是一种信用创造或信用扩张机制,它通过价格机制来确定信用扩张的可能性边界,因为无论是信用扩张的过度还是不足,都不利于确保实际产出尽可能与潜在产出相一致。^[3]所以,历届美联储主席一方面有保证两大货币政策目标实现的职责,另一方面由于货币政策的理念或逻辑基础不同,对货币政策信用扩

作者简介:郑丽雅,青岛大学经济学院博士研究生;易宪容,博士、教授、博士生导师,青岛大学财富管理研究院院长,研究方向:现代制度经济学、现代金融理论、中国金融、国际金融、房地产金融、金融科技等。

张的可能性边界的理解会有很大差别,其货币政策的信用或是过度紧缩或是过度扩张,由此或是造成美国经济大衰退,或是引发金融市场一次又一次的危机,远离货币政策所设定的两大目标。

比如,20世纪20年代美联储所遵循的是以真实票据原则为理论基础的货币政策,由此引发了当时银行信用的过度扩张或过度收缩。这种灾难性的货币政策也成了引发1929—1933年美国大衰退的主要根源。^[4]在美国经济的大缓和时期(从20世纪80年代开始到21世纪初),^[5]美联储采取了以利率规则为基础的货币政策,从而保证了美国经济长周期的增长稳定,让当时的通货膨胀率及失业率都降到最低水平。随后10多年,在美国经济增长时间最长的扩张周期(2009年5月经济衰退结束开始到2020年2月底结束)中,美联储以量化宽松为主导的货币政策,不仅把基准利率降低到历史最低水平,也通过该项政策向市场注入了大量的流动性(当时美联储的资产负债表规模由0.8万亿美元扩张到4.5万亿美元)。这既让美国经济走出2008年金融危机后的衰退,使其进入了一个历史上最长的经济扩张周期,也打造了一个前所未有的13年的股市大牛市(到2021年12月),让资产价格全面上升,金融市场的风险大增。而且这个时期美国房地产市场价格也就超过了2008年金融危机之前的水平。可见,美联储的货币政策既可以保证美国经济持续稳定增长,也可能是经济衰退和金融危机爆发的根源。2008年美国金融危机爆发及由此所引发的全球经济衰退就是美联储信用过度扩张的货币政策所导致的经典案例。

2008年金融危机之后的10多年里,美国、欧盟、日本及中国向金融市场释出12万亿以上美元的流动性,从而托起了正在下沉的全球经济,但这也把美联储货币政策的重要性推向了极致。在此期间,美联储货币政策的任何举动都可能引发全球市场的骚动及震荡。比如,2013年美联储前主席伯南克向市场暗示,美联储量化宽松的

货币政策即将逐渐退出市场,货币政策将进入正常化的进程,由此立即引起全球股市汇市的极大震荡。2020年新冠肺炎疫情暴发,为了阻止疫情蔓延与扩散,各国纷纷采取封城锁国的政策,从而导致各种商业活动停止,经济需求萎缩,供应链断裂,经济面临衰退的巨大风险。为了应对可能的市场风险及经济大衰退,美联储不仅把信用过度扩张的货币政策推向了极端,而且通过对传统货币政策框架的检讨与反思,重新确立美联储货币政策的逻辑基础,让其出现了重大转向。这样的重大转向不仅对美国及全球经济和金融市场产生了重大影响与冲击,也是后来美国货币政策陷入困境的根源。

现在的问题是,美联储的货币政策为何没有萧规曹随,而是出现重大转向,其理论基础及内在逻辑是什么?美联储货币政策的新框架实际效果如何,对美国及全球金融市场产生了什么样的影响和冲击?后来美联储货币政策为何会陷入困境?等等。这些问题不仅需要我们密切关注,也值得从理论上进行深入研究与分析。只有从理论上把握当前美联储货币政策重大转向的实质及内在逻辑,中国才能制定较优的应对政策。

还有,对于每一届美联储主席来说,尽管美联储的货币政策目标是一致的,即保证充分就业及价格稳定,但各届主席的知识、观念及对货币政策的理解不同,他们在货币政策执行上的差异性是十分明显的。如果加上市场变化迅速,政治人物往往都希望根据其自身的利益来左右货币政策等因素,这些都会增加美联储货币政策未来走向的不确定性,也都是我们把握美联储货币政策重大转向的切入点。更为重要的是,在以美元为主导的国际货币体系下,美联储的货币政策既是美国国内的货币政策,也是能对国际金融市场产生巨大影响的全球货币政策,就此而言,美联储似乎是“全球央行”。因此,美联储货币政策的重大转向不仅会重塑美国及全球金融市场的价格(即全球资产重新定价),也会影响全球资

金的流向及金融市场的利益格局,影响未来全球金融市场发展。所以,密切关注与研究美联储主席鲍威尔(Jerome Powell)领导下的货币政策的重大转向及未来发展趋势,是中国经济部门及金融市场应对外部不确定性及风险的重要内容。所以,本文的研究具有重要的理论意义和现实意义。

本文第二节将讨论与分析鲍威尔前期货币政策的基本理念及执行;第三节将讨论美联储货币政策重大转向的现实背景及理论基础;第四节讨论与分析美联储货币政策新框架的基本内涵及实质;第五节简要地分析美联储货币政策重大转向对市场的影响与冲击及2022年所陷入的困境。

二、鲍威尔前期货币政策的基本理念及执行

由于个人的知识水平、经历与阅历、认知与理念等方面会有很大不同,所以每一届美联储主席对货币政策的理解会有较大的差别,他们各自都有着鲜明的货币政策哲学特征,比如格林斯潘强调的是“管理不确定性”,伯南克主张的是“量化宽松”,耶伦更关注的是“前瞻性指引”,鲍威尔的货币政策哲学是什么,市场及政治人物开始是心中无数的。所以,在2018年2月鲍威尔刚上任的第一天,华尔街就给他来了一个下马威,让当天美国道琼斯股票指数暴跌千点。后来,美国时任总统特朗普随之频繁指责和攻击鲍威尔,认为美国股市下跌是美联储的货币政策出错所导致,并要求美联储把基准利率下调到零水平。不过,尽管鲍威尔的美联储主席职务是由特朗普所任命,但开始时鲍威尔为了显示其鲜明的货币政策哲学,并不为这些外在因素及特朗普的态度所左右。

与前两任美联储主席伯南克和耶伦相比,鲍威尔对美联储货币政策的理解有很大不同。伯南克上任于一个特别时期,其上任后的主要任务是如何用量化宽松货币政策来拯救危机中的美国经济。对此,伯南克一直认为这是他的专长。

因为,伯南克在大学里一辈子的学术研究方向就是研究20世纪30年代美国经济衰退的经验教训,如有什么样的好方式可以避免这场危机发生。所以,2008年金融危机爆发之后,也正是伯南克发挥其专长的好时机。上任后,伯南克不仅让美联储的基准利率下降到零水平,也尽其所能让美联储一次又一次地推出了一系列的量化宽松的货币政策。卸任后,伯南克更是主张“量化宽松”应该成为美联储最常用的政策工具。可以说,量化宽松的货币政策让美国经济从短期衰退的危机走出,但也让全球主要发达国家的央行都走上了这条非常规货币政策的不归路。从长期来看,这条路好坏还得受时间检验。因为以伯南克的书生之见,其对经济生活理解如何,是相当不确定的。同时,在任期内的2012年,伯南克制定了美联储的通货膨胀单一目标制,^[6]为美联储的货币政策设定了一个定位锚。

耶伦同样是一介书生,更多的是金融学教授,即使在美联储工作的时间不短也改变不了其鲜明的书生个性。耶伦上任后美联储货币政策的特色是通过“前瞻性指引”(forward guidance)来实现货币政策目标。前瞻性指引原是一种非常规的货币政策工具。耶伦认为,前瞻性指引是指可通过明示或暗示方式,以口头或书面声明与市场沟通,甚至设定一些量化的目标条件,让市场更容易理解货币政策的动向,影响市场对未来利率变化的预期,使货币政策能够更有效地达到稳定物价和充分就业,及促进经济增长等目标,或以此来对市场的预期进行有效管理。其核心是增加央行货币政策的透明性。耶伦货币政策哲学的另一特征就是让美联储信用过度扩张的货币政策多飞一会,从而推动美国股市指数持续上涨。可见,在耶伦的任期内,美国股市指数持续几年上涨并一直在创历史新高。这种现象是由美联储货币政策因素还是企业业绩因素促成的结果,都需要进行更为深入的研究,但是从常识来看,耶伦对此是功不可没的。

鲍威尔的个人经历与他们二位有很大差别。

尽管鲍威尔不是经济学科班出身,但他有丰富的实际工作经验且长期受市场历练,所以鲍威尔与前两任主席的货币政策哲学有很大不同。在鲍威尔看来,对于货币政策,首先要将其放在现实的环境中来理解,在此基础上货币政策目标要重新定位。^[7]因为,在不同的时代,美联储制定货币政策时所关注的问题是不同,其货币政策目标的侧重点存在很大的差异。比如,1950—1982年为大通货膨胀时代,美联储所关注的问题是如何不让通货膨胀失控;1983—2009年为大稳定时代,美联储所关注的问题是在维持经济持续增长同时如何不让信用过度扩张;2009—2020年整个经济则进入“三低”时代(即低增长、低通胀、低利率),美联储制定货币政策时所关注的问题是在“三低”常态下如何保持经济持续繁荣。

概而言之,鲍威尔认为,美联储的货币政策要有新风向,不应该再那么依赖传统常用的经济模型和理论,要根据现实经济数据进行判断与决策,因为传统的理论和模型可能误导政策制定者,特别是在经济市场形势及环境发生了巨大变化的情况下更应该如此。比如,网络技术下的新经济结构调整、信息传输方式不同、目前政治环境的变化、全球各国之间的贸易摩擦等方面,都全面减弱了现有的货币政策对经济的影响。如果美联储的货币政策不改进,也就无法反映当前经济生活现实,更无法对市场进行有效的预期管理。

比如,对于美联储货币政策的目标(即充分就业和价格稳定),传统的理论是基于菲利普斯曲线(Phillips Curve)提出的,即通货膨胀率与失业率有一种交替关系。^[8]也就是说,如果失业率长期保持低位,企业家为了获得稀缺劳动力就会提高工资水平,而人工成本上升又会推高消费物价水平,通货膨胀率上升,通货膨胀率上升又可长期减少失业;反之亦然。鲍威尔认为,历史经验显示,失业率与通货膨胀水平之间呈现此消彼长的背离现象,从而美联储货币政策在实现充分就业和价格稳定的双重目标时面临着难以调和

的冲突。^[9]但是近年来菲利普斯曲线在逐渐平坦化,即就业与物价之间的交替关系在减弱,甚至于有人认为“菲利普斯曲线已经消亡”(即“双低”现象出现)。对此,鲍威尔认为,美联储不仅要对此种现象进行理论上的解释,而且还得考虑到失业率与通货膨胀率之间的不确定性关系,考虑经济生活中各种不确定性,在货币政策制定中要采取谨慎的风险管理方法(包括风险监测、风险平衡和应急计划),以此保证美联储货币政策信用扩张效果,及执行政策时基本上能平衡各种风险。^[10]事实也证明,2021年下半年以来美国通货膨胀率快速飙升,用传统理论根本是无法解释的。

也就是说,货币政策决策者不仅要面对失业率与通货膨胀率之间交替关系的不确定性,还要面对近期市场形势变化的不确定性、经济结构上不平衡的不确定性(比如自然失业率及中性利率基准如何确定),贸易政策摩擦可能发生的不确定性,等等,经济生活中的不确定性是无所不在的。不确定性就容易导致风险,所以“管理不确定性”成了货币政策制定者最为重要的工作。在鲍威尔看来,对以利率规则为主导原则的货币政策来说,“不确定性”意味着“经济走到哪里,利率就升到哪里”,比如如果实际失业率低于自然失业率,以及实际通货膨胀率高于或等于通货膨胀目标时,美联储的基准利率应该高于中性利率水平。^[11]但是鲍威尔上任时的美国失业率已经低于由美联储的宏观模型所估计的自然失业率,通货膨胀率也接近其政策目标,而美联储却没有加快基准利率上升速度,原因主要是,如果按照传统的货币政策模式操作,美联储就必须能够“正确”估计自然失业率与潜在经济增长率,但是随着美国经济结构的巨大变化,美联储要准确地估计这两个变量越来越不容易。而以这种估计不准确的变量来作货币政策决策的依据,就容易造成经济上的严重后果。鲍威尔以20世纪80年代初美国发生的停滞性通货膨胀的经验为例来说明,如果美联储过度执着“估计”总是失准

的经济数据长期收敛值,将容易导致灾难。^[12] 因为,后来的许多研究都表明,当时美联储过度乐观看待失业率,让货币政策长期保持过度宽松,即使 1965 年后通货膨胀持续呈现出不稳定的状态,通货膨胀率上升的隐患开始浮现,过度宽松的货币政策基调还是没有改变,最终导致了 20 世纪 80 年代停滞性通货膨胀的大灾难。

所以,鲍威尔指出,基于美联储对自然失业率与潜在经济增长率的判断,存在估计的不确定性,美联储不应该只是关注一两个数据,例如失业率水平,而是要重视更为广泛的指标,以更准确判断就业的健康程度。同时,当这些不确定性可能影响货币政策决策时,决策者在行动上要更为保守,就如面对不确定性药物的效力时,需以较小剂量开始服用的“小步慢走”的策略。

鲍威尔认为,以“风险管理”为本的货币政策既要保守地对待现有的数据,采取谨慎的“小步慢走”策略,不急于加息也不怕刺激通货膨胀,尽量再等下一次会议才决定,等到通货膨胀明显有压力才出手。^[13] 同时,在某个特殊时期,保守的“小步慢走”策略也可能带来更大的风险。例如当基准利率已经调到最低下限时,美联储就得采取非传统货币政策,以强力的政策来恢复市场信心。还有,当通货膨胀率高于政策目标水平时,如果还是让货币政策信用过度扩张,利率正常化的速度太慢,有可能导致通货膨胀失控,同样会引发经济上的灾难。所以,当美联储判断货币政策效果充满不确定性时,货币政策操作以保守为主,但当面临着通货膨胀大幅上升或金融危机有失控的风险时,则要切换到“尽一切努力”的模式上来,果断决策。所以,现阶段影响货币政策动向的主要指标是“通胀预期”。

可见,鲍威尔上任初期的货币政策理念是如何让美联储的货币政策目标落地及回到现实,在“三低”的现实条件下保证经济持续扩张。面对现实世界一系列的不确定性,“风险管理”是美联储货币政策的主要内容。货币政策的“风险管理”是以现实的经济数据为依据,而这些数据不

是传统的一两个数据,而是更为广泛的不同指标。货币政策决策者应该保守地对待现有的数据,因为美联储要观看的这些“星星”在不断地移动,难以捉摸,货币政策也要采取谨慎的“小步慢走”策略,但当通货膨胀预期全面升温时,美联储的货币政策也得手起刀落,让利率回归到正常化的水平。所以,就当时的情况来说,美联储升息的速度并非取决于传统的工资、失业率等指标,而是通货膨胀预期。可以说,鲍威尔上任后的这些货币政策理念基本上贯穿在其货币政策执行过程中。

比如,鲍威尔在上任的当天表示,由于当时美国失业率和通胀率都处于低位,经济在持续增长,美联储将依据事实进行客观决策,延续这种态势及随时准备好应对风险。对此,市场反应是美国股市道琼斯工业平均指数当天暴跌千点。曾有分析认为,这是华尔街给鲍威尔的一个下马威,测试鲍威尔会不会如前几任美联储主席一样采取出手救市的政策。其实,鲍威尔很明白,他上任后所面临的问题,并非股市涨跌问题,也不是经济有多过热的的问题,而是 2008 年金融危机之后,美联储多次以量化宽松等非常规货币政策工具应对危机,金融市场的价格早就扭曲得面目全非,从而让过多的资金在零利率或极低利率环境中四处寻找高风险资产。在这种情况下,如果利率一旦正常化上升,各类风险资产重新定价(repricing)在所难免,就像 1994 年美联储前主席格林斯潘上任时一样,货币政策的正常化导致了“债市大屠杀”(Bond Market Massacre),^[14] 股市大跌,但投资者对经济增长加快利率上升的环境很快适应了下来。1995 年之后美国股市开始走上了长期向好之路。所以,鲍威尔上任之后,美联储的货币政策基本上是萧规曹随,坚持了美联储货币政策的正常化步伐,但更多的是以现实数据为决策依据。比如,当时的现实市场情况是经济强劲,失业率达到 50 年低位附近,消费者信心指数则一直在创历年新高,通货膨胀率也接近货币政策目标(2%)的水平。当时美联储更有研

究论文指出,2019年美国中性利率水平大概率是3%。^[15]这与鲍威尔上任时的联邦基准利率1.25%~1.50%相比,至多还有7次加息的空间。所以,2018年鲍威尔上任之后排除了市场干扰及特朗普的连番指责与攻击,以略显鹰派的态势,用“小步慢走”的策略每季度加息一次,全年加息4次。可以说,2018年鲍威尔的货币政策基本上坚持了以现实市场客观数据为基准,在保持经济增长的同时加强了金融市场风险管理,以格外慎重的方式推进了利率正常化,这与前两任美联储主席伯南克与耶伦的货币政策风格有很大不同。结果是,2018年美国三大股票指数全年跌幅创2008年金融海啸以来10年最大纪录。纳斯达克指数全年下跌3.9%,道琼斯工业平均指数下挫5.6%,标准普尔500指数更是下滑6.2%。2018年12月环比统计,道琼斯工业平均指数下跌8.6%,标准普尔500指数则下跌9.1%,两者都创1931年以来12月百分比最大跌幅纪录。

但是,从2018年下半年开始,面对市场及特朗普的压力,美联储在货币政策的决策上面临着多重困境,鲍威尔只好采取步步为营的策略。比如,美联储不得不在2018年底的议息会议上对未来升息的速度及最终利率目标作出较为审慎的调整,将2019年预测加息幅度由三次缩减到两次,中性利率由3.0%下修到2.75%,但市场对此却毫不领情,特朗普对美联储的质疑更甚。面对多重因素的纠结——美国经济的扩张、技术面脆弱的股市、阻止进一步升息的政治压力、美联储的独立性受到质疑、海外政治局势震荡及中美贸易摩擦升温等,使得美联储货币政策的不确定性升高。对此,美联储只能是按兵不动,静观其变。不过,也正是从2018年底开始,鲍威尔对现有的货币政策框架进行检讨与反思,货币政策的理念也从这时走向转变,货币政策正常化的策略就此终止,美联储货币政策重大转向的风暴开始处在酝酿中。

三、美联储货币政策重大转向的现实背景和理论基础

面对市场和政治的压力,美联储从2018年底开始全面地检讨及反思现有的货币政策框架,希望重新定义货币政策的框架并让它有理论和实践的支撑,以此来缓解美联储货币政策与现实市场和政治之间的冲突,减少市场对美联储货币政策独立性的质疑,提升美联储实现两大货币政策目标的能力。正因为这样,美联储的货币政策开始出现重大转向。在检讨过程中,鲍威尔认为过去几年的货币政策可能误入了歧途,因为,现有的货币政策所遵循的模式在一个低利率为“新常态”的世界中已经不起作用了。^[16]但是,在2008年全球金融危机后的复苏初期,当时对“新常态”概念的理解是相当不清楚和不确定的,而现实经济的巨大变化才把“新常态”清楚呈现,这促使美联储成员对经济的理解开始发生很大变化。

首先,对经济潜在或长期增长率的评估水平出现了下降。自2012年起至2020年中期,美联储公开市场操作委员会(Federal Open Market Committee,或FOMC)成员评估美国长期经济增长率的中位数由2.5%跌至1.8%。下跌主要原因是人口增长的放缓、人口老龄化及生产力增长下降等因素。^[17]而生产力增长又是提升居民生活水平的主要动力。

其次,美国及全球各国的利率水平都出现了显著下降。这反映在刺激经济增长最大化及使通货膨胀保持稳定的中性联邦基准利率上,其评估水平也在下降。而中性联邦基准利率水平下降意味着自然利率水平下降,后者主要源于实际均衡利率下跌。但实际均衡利率高低并不受货币政策的影响,而是由经济中的基本因素所驱动,包括人口结构和生产力增长。按FOMC成员测算,当时自然利率由2012年的4.25厘下降到2020年的2.5厘。^[18]自然利率水平的下降对货币政策具有深远的影响。因为,在这种情况下,

即使经济处于繁荣期,利率同样会处于它的下限。这样一来,如果经济出现衰退,美联储根本上无法简单地通过降低基准利率来刺激经济增长。这样就可能严重偏离货币政策的两大目标,让绝大多数没有承受能力的人付出高昂的代价。

再次,美国在2020年2月新冠疫情暴发前,录得有史以来最长的经济扩张周期,劳动力市场表现强劲,失业率跌至近50年以来的低位而且持续有近两年时间,当时失业率远低于大多数分析估计水平。更令人鼓舞的是,当时的劳动力市场参与率也出现改善。由于人口老龄化,在金融危机爆发后的前5年,劳动力市场参与率曾出现大幅下跌的走势,但经过一段时间后,市场参与率又恢复到了金融危机爆发之前的水平,从而打破了金融危机可能对劳动力市场造成永久结构性损害的看法。^[19]随着经济持续扩张,失业率不断地降低,更多的人特别是很多低收入的人士都能找到工作,这让有色人种与白人的失业率差距缩小到历史最低水平。不过,2020年新冠疫情的暴发让这种趋势暂停了一下,但在之后的救市新政策刺激下,就业的形势更是强劲。所以,保证充分就业是一个国家各项政策的重要目标,美联储货币政策就是保证实现该目标的重要工具。

复次,在2020年底之前,就业市场表现强劲但没有刺激通货膨胀率大幅上升。按照传统的理论或菲利普斯曲线,通货膨胀率与失业率是一种交替关系,但现在这种关系曲线比以往平坦或开始消失。这些年来,FOMC成员及市场分析师一直在预测通货膨胀率将恢复到2%水平,但这些预测从来没有实现过。而FOMC成员对自然失业率的预测则由2012年的5.5%一直调降到2020年4.1%的水平。通货膨胀对强劲的劳动力市场的反应比传统理论所表明的要迟钝得多,这就是菲利普斯曲线的平坦化,也是导致长期低通货膨胀率的主要原因之一。此外,长期通货膨胀预期的低迷,不仅让美国,也让其他发达国家难以达到所设定的通货膨胀目标。由于在2020

年之前,通货膨胀率持续处在低于2%的水平,这不仅给实体经济带来严重的风险,也可能导致长期通货膨胀预期水平下降,从而把实际通货膨胀率进一步拉低,并造成实际通货膨胀率和通货膨胀预期不断下降的恶性循环。^[20]而且这种情况是全球许多经济体中的普遍现象,对此,美联储是十分担忧的。因此,在当时,美联储就要防止这种情况在美国发生,管理好通货膨胀预期的风险。

也就是说,从2012年美联储确定货币政策单一目标框架以来,不仅现实的经济环境发生了巨大变化,而且美联储的官员根据变化了的经济环境对经济的理解也发生了巨大变化,“三低”已经成为一种“新常态”。而且这种“新常态”并非初期理解的不确定性,而是可用新的计量模式进行精准测算的。现实及理论测算的结果表明菲利普斯曲线的平坦化,通货膨胀率与失业率之间的交替关系已大大弱化。所以,以菲利普斯曲线为基础的货币政策决策框架已经不适应“三低”为新常态下的经济环境,否则,美联储的货币政策决策容易误入歧途。比如,为了货币政策正常化,2015—2018年美联储加息9次。从第一次加息开始,失业率就处于历史较低水平,但一次又一次地加息并没有推高失业率,反之,美国的失业率却越来越低,而在2020年底之前的通货膨胀率则一直在货币政策单一目标(2%)的水平之下,原有的货币政策决策明显进入了严重的理论和现实误区。在美联储看来,这就是现有的货币政策框架与现实市场和政治经常存在冲突的根源所在,所以对现有的货币政策框架进行全面检讨和反思。

也正是基于这种检讨与反思,鲍威尔及美联储的货币政策理念开始彻底转变,这不仅表现为美联储货币政策正常化(即2018年的加息紧缩)的策略终止,更表现在2019年中启动的“预防性降息”(即经济处于繁荣周期却采取更为宽松的货币政策,美联储的解释是为了预防经济增长周期结束)上。2019年7月美联储启动了第一次

“预防性降息”。这是 10 年来美联储第一次降息,其后在 9 月、10 月再连续降息两次。对于这三次降息,美联储定调为“预防性的中期调控”,认为这并非货币政策方向的转变,而是出于协助维持美国经济强劲增长,减少中美贸易摩擦冲击的目的,采取了预防性利息调整。比如,鲍威尔在 2019 年 10 月议息会议后宣布,当年美联储三次降息连续减息达 0.75 厘,足以抵消当时中美贸易战等外部因素所带来的不确定性,美联储在今后的决策上,将重回数据为本位的方针上,但实际情况并非如此。

可以说,2019 年美联储的三次降息,尽管定调为“预防性的中期调控”,但实际上是美国货币政策将出现重大转向的一次预演,以测试市场对货币政策新框架的反应及影响。因为 2019 年鲍威尔的三次降息,不仅让其货币政策理念和策略彻底转向,全面弱化货币政策管理风险的功能,也加大力度向市场注入了大量的流动性。这是 2019 年美国股市价格翻转及持续创出历史新高的最大动力。比如,该年度美国的纳斯达克指数全年上涨 35.2%,道琼斯工业平均指数上涨 22.3%,标准普尔 500 指数更是 2013 年以来表现最好的一年,上涨幅度达 28.9%。同年美联储的预防性降息也引发全球新一轮的降息潮,各国央行纷纷模仿,使得全球市场的流动性更是泛滥,全球经济增长的不确定性大增。可以说,在美国经济增长强劲、失业率处于历史极低水平、通货膨胀率接近货币政策目标(2%)水平及消费者信心走强的形势下,美联储撰造一个“预防性降息”作为降息的理由,这明显是它对现实政治过度干预货币政策决策的一种妥协。这种妥协不仅削弱了美联储的独立性,也是鲍威尔早期所主张的以数据为主导的货币政策将出现重大转向的前奏。

此外,2019 年美联储还得面对市场突发的应急事件。原来,美联储利率体系中还有隔夜回购利率(overnight repurchase rate)和隔夜逆回购利率(overnight reverse repurchase rate)这两种利

率。前者是美联储从市场购买债券,向市场注入流动性时产生的利率;后者是美联储收回注入市场的流动性,或银行以及其他符合资格的金融机构借钱给美联储,把美联储持有的债券还回市场时产生的利率。一般来说,隔夜回购利率可看成市场低风险短期借贷利率。这个利率也长期维持在政策利率上下限之间。2019 年 9 月 18 日,隔夜回购利率突然迅速上升,冲破美联储设定的 2%~2.25% 的利率走廊上限。隔夜回购利率突然大幅上涨,促使美国众多机构立即恐慌性地向市场融资,从而刺激该利率进一步升高,并创下 10% 的历史最高纪录。隔夜回购利率飙升很快就传导到美国国债市场,导致大量的美国国债短时间内被疯狂抛售。市场出现了严重的“钱荒”,由此也可能引发美国股市及债市突然崩盘的巨大风险。面对这种情况,美联储及时通过公开市场操作及购买短期国债的方式向市场注入大量的流动性,从而完全缓解了美国金融市场的“钱荒”。而美联储上一次启动正回购操作已经是十多年前的事情。现在的问题是,美国金融市场为何在过度宽松的货币政策环境下会突然出现流动性紧张?从表面上看,可能是极度宽松的货币政策导致企业融资需求旺盛,可能是金融海啸后监管的收紧使得银行借钱的意愿降低,也可能是债券交易市场面临的制度缺陷,但归根到底其根源应该是 2008 年美国金融危机之后,美联储过度信用扩张货币政策所导致的价格机制扭曲,^[21]而并非市场流动性紧张所造成。

就目前的美联储货币政策体系来说,其政策利率中还包 括一种美联储基准利率(federal funds rate),它是货币市场隔夜拆借利率,当时为 1.50%~1.75%。美联储所谓的减息或加息,就是基准利率的调整,就是通过 在 市场 买 入 卖 出 短 期 国 债,改 变 银 行 存 款 准 备 金 市 场 的 松 紧,从 而 让 美 联 储 基 准 利 率 趋 向 政 策 目 标。所 以,在 平 常 的 情 况 下,银 行 在 美 联 储 的 存 款 准 备 金 不 多,金 融 危 机 之 前 只 有 100 亿 美 元 左 右。但 是 2008 年 金 融 危 机 之 后,美 联 储 通 过 量 化 宽 松 货 币 政 策 向

银行体系注入大量的流动性,而银行又以超额存款准备金的方式把这些流动性存入美联储,其利率为超额存款准备金利率(interest on excess reserve, 简称为 IOER), 当时为 1.6%。这样,一方面金融危机之后美联储以量化宽松的方式向银行注入了海量的流动性,另一方面商业银行受监管约束及利益诱导,根本就没有意愿借出资金给企业,从而使得银行存入美联储的超额存款准备金越来越多,最高峰时超过 2.5 万亿美元,是危机前的 200 多倍!上一轮量化宽松结束之后,美联储货币政策开始正常化,但银行存入美联储的超额存款准备金仍然达到 1.4 万亿美元左右。也就是说,当时美国银行体系的流动性实际上是充足的或处于“水浸”状态,只是银行没有意愿让这些资金流向市场。所以 2015 年以来的美联储加息 9 次,却无法通过银行融资需求的变化传导到市场上,并让市场利率上升。

进一步说,由于美联储加息时,基准利率上升无法传导到这个市场,利率处于极低水平,美联储降息时,企业预期利率会更低,所以在这种环境下企业有强烈的融资意愿,愿意发行更多的债券。融资需求上升,自然会推高隔夜回购利率。而这次冲破政策利率的上限,美联储货币政策利率体系的缺陷也就暴露了出来。也就是说,一方面银行体系流动性相当充足,甚至处于“水浸”状态,但银行体系外的短期借贷市场会出现“钱荒”,银行体系的资金流不过去,只能让美联储直接向市场注入流动性。因为,在当时美联储的货币政策利率体系下,银行在美联储巨额的超额准备金存款可以赚取利息,同时又风险极低。如果银行减少在美联储超额准备金存款并让这些资金到隔夜回购市场赚取更高的利息,这将增加银行整体风险,让监管成本上升,可能是得不偿失。但是在极低利率环境下,企业又有发行更多债券的融资需求,这可能容易导致债券回购市场资金不足而推高隔夜回购利率,甚至于超过政策利率上限,因为两个市场的资金是不流通的。为了金融市场稳定,2019 年美联储再次启动新

一轮的量化宽松,向市场注入了更多的流动性。同年美联储的资产负债表规模也由 3.76 万亿美元上升到 4.17 万亿美元。可以说,这一年美联储重启量化宽松也是其货币政策转向前奏的一个重要方面。

2020 年新冠疫情暴发并很快在全球大流行,引发全球股市暴跌。美国股市尤其惨烈,不仅连续多天暴跌,而且多次引发股市的熔断机制。美国道琼斯工业平均指数从 29568 点下跌到 18213 点,下跌幅度达 29% 以上。纳斯达克综合指数下跌 31%,标准普尔 500 指数则下跌了 26%。面对这种紧急局势,不仅美国政府推出了 2 万亿美元刺激经济的财政政策,而且美联储的货币政策机器立即启动,采取了史无前例的、强烈的、无限制的量化宽松货币政策,让全球市场感到十分震惊。美联储先是两次降息,让联邦基准利率降到接近零的历史最低水平。而且,值得注意的是,美联储无限制的量化宽松不仅如以往那样购买国债及 MBS(抵押贷款债券),而且首度决定突破法律限制直接购买企业债及 ETF(交易所交易基金)等较大风险资产,直接向美国中小企业注入流动性。这既是在预防严重疫情导致企业资金链断裂而破产,让更多的企业存活下来,让更多的人不至于因疫情暴发而失业,更是在全力防范美国企业债市场泡沫破灭可能引发的金融危机。同时,尽管美国经济在新冠疫情冲击下面临巨大的衰退风险,但由于美联储极度信用扩张强烈的货币政策刺激,美国股市在 3 月底开始触底回升,全球股市也随之反弹。2020 年 3 月 26 日到 12 月 31 日,标准普尔 500 指数从 2191 点上涨到 3734 点,上涨幅度达 70%,高于新冠疫情暴发前最高点(3393 点)10%;纳斯达克综合指数由 6631 点上涨到 12845 点,上涨的幅度达到 94%,高于新冠疫情暴发前最高点(9838 点)31%。两者都创历史新高。而美国道琼斯工业平均指数也从 28213 点上涨到 30417 点,上涨 8%,基本上收复了新冠疫情暴发前的失地。当然,更为重要的是,新冠疫情暴发也给

美联储货币政策的重大转向提供了现实的基础,让其如虎添翼。

四、美联储货币政策新框架及其实质

可以说,美联储于2012年设定2%的单一通货膨胀目标以来,货币政策基本上维持宽松,失业率持续下降,但经济增长大体上保持在温和偏低的水平,通货膨胀率远不及2%。“三低”已经成了一种常态。按照传统理论,低失业率意味着应该使货币紧缩、利率上升,但现有量化宽松货币政策只能把利率推到较低水平或采取零利率。这种现象与美联储多年来的货币政策决策框架是矛盾的。更为实际的难题是,利率已经极低,如果经济增长下行,甚至于衰退,美联储的货币政策操作空间将受严格限制,刺激经济复苏的效果更是减弱,甚至可能使经济衰退更深、更久。在这种情况下,就业率及通货膨胀率的下降风险可能升高。正是面对这样的难题,美联储在2018年底开始对现有的货币政策框架进行检讨与反思,以适应“三低”的新时代,检讨的核心就是从失业率及通货膨胀目标入手。经过一年多时间的准备,尤其是在2020年新冠疫情暴发的背景下,检讨报告比市场预期更早得到公布。2020年8月27日鲍威尔在全球央行年会中作了《新经济挑战与美联储货币政策回顾》报告(以下简称《报告》),《报告》全面阐述了美联储货币政策新框架的基本内容及其实质。^[22]美联储货币政策新框架的基本内容如下:

首先,强调就业最大化。与以往不同,货币政策的新框架把就业放在优先位置,强调的是就业的最大化。因为,以往的货币政策框架一般是先讲通胀后讲就业,更强调关注通胀的重要性,但新框架则把两者顺序倒转。先讲就业再说通胀,更强调保证就业的重要性,并从根本上转变了就业评估的理念。《报告》指出,“我们的政策决定将以‘对就业与其充分水平之间差距的评估’为依据,而不是像以前的声明那样,以‘与充分就业水平的偏离’为依据。”强调的是“一个强

劲的就业市场可以持续,而不会引起通货膨胀的爆发”。即就业目标的表述由调整最大就业的双向“偏离”(deviations)改为弥补单向“缺口”(shortfalls)。也就是说,对于充分就业或最高就业水平,以往所强调的货币政策决策依据,在于目前就业水平与最高就业水平的偏离。如果目前就业已经高于估计的最高就业水平,则倾向加息,货币政策收紧,反之则减息,货币政策宽松。但在货币政策的新框架下,可以容忍失业率降到更低水平或就业最大化,希望藉此造就劳动力市场更高的参与率,以便通过货币工具来支持经济增长和创造更多的就业机会。换句话说,在经济繁荣时,就业水平超过估计的最高水平时,美联储根本就不用过虑,并不会采取紧缩的货币政策,只有失业率低于最高水平时才考虑减息。事实上,以前的货币政策框架不单是在高于或低于最高就业水平时作对称性回应,更有先发制人的部署,即只要观察到差不多充分就业时马上让货币政策收缩,而不等通货膨胀率上升到目标水平才收紧银根。2015年12月以来货币紧缩政策的加息就是如此。当时就业率达到充分就业水平,但通货膨胀率远低于目标(2%)。货币政策框架之所以出现这样的重大转变,一是《报告》认为传统的理论失效或菲利普斯曲线平坦化,失业与通货膨胀交替关系基本上弱化。二是《报告》还认为充分就业率是一个广泛包容的概念,更多的受非货币因素影响,它是无法设定一个具体的数字目标的。三是充分就业率不仅是一个宏观及整体的概念,也是一个微观和具体的概念,它涉及到不同年龄、性别、种族等类别的居民福利水平。所以,货币政策如何强调充分就业都是不会过分的,货币政策应该促使就业最大化。

其次,介绍平均通货膨胀目标制及其实质。通货膨胀目标制最早是由新西兰央行于1992年首次推行。其货币政策策略特点是:公布通货膨胀数值目标;给企业及居民一个稳定通货膨胀预期;保证货币政策决策公开透明及规定问责机制。^[23]这是目前国际上占主流的货币政策框架

机制。通货膨胀目标制又分为两种,一种是单一的目标制,比如美联储2012年货币政策框架就把通货膨胀目标设定在2%,欧洲央行则设定为“低于但接近2%”。也就是说,在单一目标制下,设定目标是一个上限,通货膨胀率一旦达到或接近2%,央行就应该准备加息或将货币政策收紧。另一种是设定通货膨胀目标区间,如2%~3%,让央行能够有较大的决策弹性。在《报告》看来,通货膨胀目标基准仍然是2%,但不是以前框架下单一的2%(以前的2%是通货膨胀率上限),而是“一段时期之内的平均通货膨胀目标”,将通货膨胀率看作是一个长期性概念,而不是一个时点上的概念。如果以前通货膨胀率一直未能达到目标2%,会在长期时间产生“通货膨胀缺口”(inflation gap),因此如果未来通货膨胀率上升,要先弥补之前的缺口,等弥补完成再考虑货币政策调整或升息;反之,如果以前通货膨胀率偏高,在长期时间里形成“通货膨胀累压”(inflation build-up),即使未来通货膨胀率下降,央行也不急于降息。

而美联储之所以设计“一段时期之内的平均通货膨胀目标”,其理由有,在“三低”常态下,若要使通货膨胀率上升,就得在更长的时间内采取宽松的货币政策。同时,在名义利率不变的情况下,如果通货膨胀预期低企,意味着实质利率上升,这会增加企业的融资成本,减弱企业的投资意愿,这并非美联储乐见的。当然,美联储可以下调名义利率来降低实质利率,但是在2008年美国金融危机及新冠疫情发生之后,美联储的基准利率早已调到了零水平,名义利率减无可减。而通货膨胀预期又是由通货膨胀率决定的,如果通货膨胀率低企,也会让通货膨胀预期降低,并可能由此造成恶性循环。因此,要让通货膨胀预期提高就得容许通货膨胀率上升,所以美联储将长期通货膨胀目标定为2%,这个目标不意味着一个上限,而是设立在一个平均数值的意义上。既然过去一段长时间通货膨胀率低于2%,那么将来通货膨胀率即便高于2%仍然是在平均2%

的水平内。至于要追溯多长时间,及将来在多长时间之内追补,《报告》并没有具体说明,只是强调不会基于任何固定的方程式,而是会采用一种更加灵活的方式盯住平均通胀目标。如果按照美国经济研究局(NBER)的指标计算,美国2020年之前10年平均通货膨胀率仅1.6%,意味着通货膨胀率需要在较长时间内维持在2%以上,才能实现平均通货膨胀目标。面对如此巨大的通货膨胀缺口,在其他条件不变的情况下,美联储的货币政策需要进一步宽松,才能达到预期中2%的通货膨胀目标。

也就是说,假定从2012年美联储设定通货膨胀目标为起算点,到2020年底为止,每年的通货膨胀缺口为0.4个百分点,要弥补这一缺口,未来8年的平均通货膨胀率至少要达到2.4%的水平。就当时的经济形势来看,受新冠疫情的冲击及影响,失业率一度超过了10%,尽管经济可短期复苏,通货膨胀率也有上升的压力,只要通货膨胀率在短期内上升到2%水平,美联储仍然可能让当前的零利率水平维持在一个较长时间内而不改变,甚至于到2030年底。这是平均通货膨胀目标制或货币政策新框架的实质所在,再加上美联储可容忍更低的失业率或强调就业最大化,更是为美联储维持长期零利率政策加上了另一重保险。

再次,设定通货膨胀预期引导的新框架。央行货币政策的本质就是管理预期,即通过货币政策操作及其所引导的市场预期对经济产生影响。^[24]因为,居民/企业对未来一两年的通货膨胀预期会影响他们当前的消费/定价决策及未来几个季度的通货膨胀。货币政策工具的用法就在于如何来设定这种预期。而通货膨胀目标制就是要把企业和居民的通货膨胀预期锚定在某个数值上,以此来稳定实际通货膨胀率。而居民和企业的通货膨胀预期与通货膨胀目标接近的程度,就是通货膨胀目标制的“可信度”。美联储以2%为通货膨胀目标就是希望把居民和企业的通货膨胀预期锚定在通货膨胀率2%的水

平上。2%作为通货膨胀率的上限,一旦超过这个数值,美联储就会及时作出反应,比如货币政策紧缩或加息。但是从2008年金融危机以来,特别是新冠疫情暴发以来,美联储的基准利率都降到极低或零水平,而通货膨胀率基本上都是2%以下的水平。这必然导致通货膨胀预期低企,实质利率上升,这当然不利于刺激居民消费及企业投资。在这种情况下,欧洲及日本央行曾推出了负利率政策,希望以此来引导商业银行放松信贷。但十几年来这种传统理论已经被证明失败,其结果是非但不能刺激信用扩张,反而令市场加剧通货紧缩预期。因此,美联储货币政策的重大转向就是不再遵循传统理论来设定通货膨胀目标,而是要设定一套新的通货膨胀预期引导框架。

其实,在货币政策新框架公布之前,美联储先是放弃负利率,再放弃压平国债收益率曲线这种操作工具,最后改而启用平均通货膨胀目标制。这不仅意味着长期低利率或零利率时代的来临,也意味着在一个较长的时间内通货膨胀预期锚上移到2.4%以上的水平,因为从2012年美联储设定通货膨胀目标为2%以来,每年的通货膨胀缺口为0.4个百分点。这是美联储引导通货膨胀预期的关键所在。事实上,2020年8月以来,十年期美国国债收益率开始上升。2020年9月10日,十年期美国国债收益率为0.68%,比7月底上升13个基点(Basis Point)。而且,2021年2月24日这个利率更是上升到1.389%的水平。可以说,2020年8月以来的美国国债收益率上升主要源于通胀预期的上升。也就是说,在货币政策的新框架下,市场焦点早已不再是美联储未来几年加息与否,因为市场已预期宽松货币政策的延续会以年计,而是在美联储已把重心放在引导通货膨胀预期上。而通货膨胀预期上升,自然会推高实际通货膨胀率。通货膨胀率上升,商业银行更愿意放松信贷,居民更愿意增加消费及企业更愿意增加投资。现在的问题是,在货币政策存在时滞性的情况下,美联储如

何来预判通货膨胀率上升的影响,可动用哪些工具、通过何种操作程序来引导市场预期。在这方面,《报告》基本上是含糊的。不过,在2021年美联储议息公告的政策指引中,尽管没有明确指出在失业率与通货膨胀率具体达到何种水平时,才会调整利率,但美联储不仅表示将维持基准利率为零水平和保持购买债券规模不变,而且预测目前接近于零的利率至少会持续到2023年。以此鼓励企业大胆投资,民众放心消费,确定经济复苏动力不减,并推动经济在一个更长时间内更快地增长以推高通货膨胀率。正是美联储货币政策这种重大转向,以及根据该转向理念建立的模式预示美国通货膨胀率会在一个较长时期内维持在较低水平,即使通货膨胀率出现快速上升,也仅是一个短期扰动,货币政策工具不宜过早出手。也可以说,正是2020年美国货币政策重大转向的理念导致了美联储对市场形势作出错误的判断,这也成了2022年美国货币政策陷入困境的根源。

总之,针对市场和政治压力,及美国未来经济不确定性,美联储货币政策出现重大转向,并设定了一个新框架。其基本内容有三:一是把充分就业提升到优势地位,强调低失业率,追求就业最大化目标。这在现代货币政策理念上是一次重大转向,它对全球各国央行的影响不可小视。二是以一段时间内的平均通货膨胀率来代替单一时点的通货膨胀率,这是货币政策是否调整的依据。但长期而言通货膨胀目标仍然是2%。尽管《报告》声明对平均通货膨胀目标没有固定的计算公式,也考虑就业、往期通胀水平、金融风险等因素,但其实质是让美联储宽松的货币政策延续的时间更长,使货币政策灵活性提升,但却让货币政策操作难度上升及透明度下降,从而使得以现实数据为本位的货币政策出现了理论转变。三是通过通货膨胀目标定位锚的上移来引导市场预期,推高通货膨胀率,以此为经济复苏及增长增添动力。不过,美国货币政策新框架将面临着一系列的不确定性,比如,未来

美联储将如何衡量自然失业？它将在什么时候决定通货膨胀缺口？通货膨胀为何一直处于较低的水平，是实质因素影响还是统计指标体系问题？及这一货币政策的重大转变将对其他国家产生何种影响？等等，这些问题都需要时间才能给出答案。更为重要的是，尽管这个货币政策新框架将对未来全球金融市场产生巨大影响与冲击，但货币政策转向更多是技术性调整的体现，而不是对出现“三低”新常态的原因及现实市场环境变化进行深入检讨与反思的结果。这也容易引发市场对美联储独立性的质疑。

从2008年金融危机以来，各国央行向市场注入大量的流动性，但通货膨胀率一直处在低位徘徊。这可能是大量的流动性流向各种资产，推高资产的价格；也可能是通货膨胀率的统计指标存在问题。目前市场上对通货膨胀率测算方式的质疑越来越多。^[25]在美国，反映通货膨胀率的居民消费价格指数(CPI)，从其创立有近百年的历史，但是对这个指数的争论与质疑从来就没有停止过。因为，要保证CPI完全符合现实经济生活或测算结果绝对公正是非常困难的，而且这个指数既是影响美联储货币政策决策的主要指标，也和一种公共利益的分配机制有关，它触及到各种各样的利益关系。比如，涉及企业的最低工资水平，居民领取的政府福利补贴，债权人及债务人的利益关系等。^[26]所以，对其样本选取、指数权重选择不同，其结果会差别巨大。比如，面对20世纪70年代美国的恶性通货膨胀，当时质疑四起，最后迫使美国劳工统计局提出新公式来计算通货膨胀率，其结果相差巨大。^[27]日本发生的“统计门”事件，同样与CPI测算有关。^[28]中国的“猪肉CPI”争论也是源自CPI的测算问题。再加上如住房这类商品性质上的两栖性(既可投资又可消费)，更是增加测算CPI的困难。美联储对货币政策的检讨只放在CPI统计的技术弹性上而没有质疑其指标体系，只是作些技术性的调整，并没有质疑或反思信用过度扩张货币政策的本身，这是无法揭示出美联储货币政策后来所面

临困惑的关键所在。所以，尽管美联储货币政策的新框架已经出现了重大改变，但美国货币政策极度信用扩张的特征并没有改变，而历史经验表明，信用极度扩张的货币政策是无法从根本上救起衰退中的经济的，反之，还有可能会让整个金融市场的价格机制严重扭曲，增加风险。

五、美联储货币政策重大转向对市场影响及目前所陷入的困境

可以说，2020年，为了缓解政治与市场的压力，为了刺激新冠疫情后的经济复苏，及为了应对未来经济不确定性，美联储的货币政策框架进行重大调整的本质目的就是如何让信用极度扩张的货币政策持续时间更长，并为这个新框架提供理论上的支撑。这也意味着，新冠疫情让美国经济陷入了一场严重衰退，其复苏肯定是一个漫长过程，需要一种更为宽松的货币政策来保证。而货币政策的新框架或信用极度扩张的货币政策常态化就是美国经济复苏的政策保证。

首先，受新冠疫情冲击，2020年美国第一季度GDP终值同比萎缩31.7%（甚至略差于第二季度的同比下降幅度：31.4%），这是自1947年美国编制GDP指数以来的最大减幅，比之前最差纪录1950年第一季度的10%减幅，高出了三倍。还有，美联储曾经预测2020年GDP增长率为-3.7%，是20世纪大萧条以来最严重的经济衰退。从失业情况来看，美国2020年9月的失业率为9.7%，有1600万人失业，大约10个人中即有一人失业，接近大萧条的水平。不过，到了2020年第三季度，上述的情况有所好转。特别是随着新冠病毒疫苗开发成功及发达国家居民广泛接种，随后美国新任总统拜登又于2021年1月上任，新冠疫情在该年中得到一定程度上的控制，再加上出台1.9万亿美元财政纾困政策，2021年美国出现强劲复苏，其增长率达到5.7%的水平。就此美联储的信用极度扩张的货币政策将成为美国经济走出衰退的最大动力或定海神针。在这样的情况下，美联储货币政策的

重大转向,可保证其信用极度扩张延续的时间更长。这也许是美联储对货币政策进行检讨及实行重大转向的初衷。

其次,美联储信用极度扩张的货币政策能够让衰退的经济快速复苏,而不留下任何负面影响吗?无论是从理论上来说还是从实践经验来看,信用极度扩张的货币政策既可向市场注入流动性、稳定金融市场信心、保证企业存活下来及刺激经济增长,也是导致金融危机爆发的根源。2008年美国金融危机爆发后,美联储推出三轮量化宽松的货币政策,向市场注入大量的流动性,稳定了金融市场信心,挽救了金融市场不至于崩塌,但把金融资产的价格全面推高,并打造了一个13年的美国股市特大牛市,全面加重了金融市场的脆弱性。2020年新冠疫情暴发之后,美联储采取了更为激进的信用极度扩张的货币政策,不仅把联邦基准利率迅速降低到零水平,也让美联储的资产负债表规模短期内快速扩张。美联储资产负债表规模从2020年3月底到2020年9月13日扩大了2.85万亿美元(即由4.17万亿美元规模扩张到7.02万亿美元)。根据美联储货币政策新框架,2022年5月美联储资产负债表总规模更是达到了8.94万亿美元。可以说,美联储2020年3月以来信用极度扩张的货币政策,虽然有助于恢复金融信心,让企业能够存活下来,但增加了金融市场的脆弱性,扭曲了金融市场的价格机制,助长了僵尸企业(zombie company)盛行,扩大了贫富差距,严重削弱了银行业的生存能力,引发了美元汇率下跌。同时,由于在以信用货币美元为主导的国际金融体系下,美国的货币政策既是本国的也是国际的,美联储货币政策框架的重大转向,也成了发达国家央行的样板,信用过度扩张已经成了常态。在这一轮新冠疫情暴发后,各国央行至少向市场注入了25万亿美元流动性。这将全面推高各种资产的价格,给全球金融市场带来更多的不确定性和风险。

从2008年金融危机的实践来看,美联储采

取了一轮又一轮量化宽松政策,尽管市场流动性泛滥,但商业银行不愿意贷款给企业,而是把流动性以超额存款准备金的方式回流到美联储;而极低利率水平使得企业有强烈的发债动机,并用低成本的资金来回购本公司的股票,推高公司股票的价格;过度宽松的货币政策也使更多的僵尸企业存活。在货币政策的新框架下,美联储采取了更为激进的购债政策,购买包含垃圾等级的企业债,无视企业信用违约风险,让更多的僵尸企业存活下来。这些现象不仅导致美国金融体系全面脆弱化,令金融市场的价格机制更为扭曲,也导致美国生产力增长缓慢。这可能是美联储实施量化宽松货币政策以来让经济陷入低增长困境的重要原因之一。还有,信用极度扩张的货币政策也正在扩大贫富差距,削弱绝大多数居民的消费能力,这将严重影响经济增长。有数据显示,全球金融危机以来的十年,美国中等收入家庭的财富仍然没有回到衰退前的水平,而收入水平排在前10%的富人的财富却增长了19%,主要原因是后者随着股价上涨大大获利。而当前美国新冠疫情后经济的K型复苏(即极少数人疫情后财富增长更快,绝大多数人则陷入了收入增长缓慢的困境),更是让财富分配差距进一步扩大,绝大多数人消费更是趋于紧缩而严重妨碍经济复苏与增长。而这正是2020年美国大选所出现的族群之间的严重极化的原因所在。

另外,美联储信用极度扩张的货币政策常态化对实体经济刺激作用的效果是十分令人质疑的。比如,为了对业务遭受疫情重创的中小企业提供财政援助,美联储推出了“大街贷款计划”(Main Street Lending Program),但是市场对此反应极差。据洛杉矶时报报道,该计划自2020年7月正式接受申请两个多月以来,截止到9月10日只贷出约14亿美元,仅占总规模6000亿美元的0.2%,究竟是申请存在市场准许问题,还是中小企业不看好经济前景而放弃借助金融工具求生?^[29]但不论如何,从中可以看到,由于金融市场的机制扭曲,金融服务与实体经济脱节也是

美国经济中的常态。在这种情况下,无论信用极度扩张的货币政策持续的时间有多长,其效果同样是令人质疑。再就是,长期低息环境将导致金融体系的结构出现重大变化。比如长期的低利率甚至零利率,导致商业银行业务增长乏力、预先提取大额拨备、资产素质可能变差、盈利受拨备拖累等,使得商业银行股价暴跌。2020年以来全球各国商业银行股价暴跌50%的情况已经成了常态,美国也是如此。而这种情况的出现可能让全球商业银行规模全面收缩,各国金融体系结构出现重大变化,银行业更是暗淡无光。这可能更会增加企业融资的难度。

再次,2021年,在新的货币政策框架主导下,美联储对当年经济形势作出严重的误判,直到通货膨胀率上升到7%,失业率下降到3.9%,美联储才意识到问题的严重性,才开始采取紧缩货币政策。因为,在美联储看来,该年通货膨胀率逐渐上升,主要是因为新冠疫情在全球蔓延,搅乱原材料和零组件生产和运输秩序,导致供应链不畅,使总供应不足,加上财政和货币政策极度扩张,带动了劳动力总需求增强,造成供需失衡;疫情也导致劳动力供给短缺,带动工资持续上升。企业将这些新增的成本转嫁给消费者负担,使得通货膨胀率快速上升。还有,2020年经济疲软,物价下跌,其基数效应使得2021年通货膨胀数据特别醒目。所以,美联储认为2021年美国通货膨胀率快速上升是“过渡性”或“暂时性”的,随着上述经济条件的变化,通货膨胀率很快就会下降。但实际上并非如此,到了2022年,赶上俄乌战争爆发,美国通货膨胀不仅没有得到缓和,反之还在持续上升,并成了弥漫全球的严重通货膨胀问题。比如,2022年3—5月,美国三个月的CPI分别同比上涨8.5%、8.3%、8.6%,均为40年来新高。而且4月欧盟整体的CPI上涨率为7.4%,德国和英国分别为7.4%和9.0%,也是创40年来新高。美联储对2021年经济形势的误判,很大程度上又与新的货币政策框架所依赖的认知与思维方式有关。这可以从

以下三个方面来分析。

第一,就现行的美联储货币政策框架来看,其更多关注的是供应端,而忽略了需求端的变化。在新冠疫情暴发之初,美国失业率急速攀高,造成了许多企业及行业停产并导致供给短缺与全球供应链中断,确实使经济面临严重供应端冲击。但当2021年美国的经济陆续复苏,失业率回降,加上巨大的财政政策刺激,让美国经济在短期内迅速反弹,并带动物价水平全面上升。在这种情况下,美联储还是认定通货膨胀仅是基数效应及企业生产瓶颈所产生的暂时性现象,以致维持极度宽松货币政策过久,这就成了2022年通货膨胀失控的根源。

第二,现行美联储货币政策的两大职能是确保就业最大化及稳定物价,维持通货膨胀率在2%,并促使劳动力市场达到充分就业,而要实现其职责,就必须以菲利普斯曲线来衡量货币政策,并需要承担由此带来的后果与代价。可以说,在疫情暴发前的近40年,美联储成功地维持通货膨胀率稳定,从而使菲利普斯曲线日趋平坦,也使其能以更强大的政策力度来促进就业。但后来的实证研究表明,菲利普斯曲线仅是部分平坦化,这意味着在多数时间里,物价与失业率之间的替代关系虽不明显但仍然在起作用,一旦失业率跌破了某个临界点,就会出现显著的物价上涨现象。所以,当疫情后就业市场出现了结构性变化时,美联储根本无法用现有理论模式来估测复杂的自然失业率,只能用新的政策框架下的认知值作为政策执行的目标值。在这种情况下,这样的判断准则自然会引发长期高通货膨胀率。

第三,新货币政策框架中的平均通货膨胀率或对称性通货膨胀目标(AIT),导致长期通货膨胀预期脱锚迹象。由于金融危机之后,经济长期疲软,使得美国近十年间处于反通货膨胀状态,并使长期通货膨胀预期走低,加上担心新冠疫情暴发可能导致通货紧缩,使得美联储2020年8月推出的AIT,允许通货膨胀率暂时性超过2%的货币政策目标,好让长期通货膨胀预期重新回

到货币政策目标水平。但是在新的货币政策框架下, AIT 区间是多长, 如何在执行上进行政策沟通等都是不确定的。这不仅降低了市场对其稳定物价能力的信任度, 也使得通货膨胀预期变得更加不稳定, 这自然容易导致货币政策目标与长期通货膨胀预期脱锚。也就是说, 虽然美国 2022 年严重的通货膨胀是由多重因素所导致, 但新的货币政策框架则是最为重要的根源。

2022 年, 美联储面临着极大困境与挑战, 既要遏制快速上涨的通货膨胀, 采取全面紧缩的货币政策, 又要保证这种货币政策紧缩能让美国经济及金融市场软着陆, 否则将或是导致美国经济出现严重的全面衰退, 或是引发又一场金融危机。但从 2008 年金融危机以来, 美联储采取过一轮又一轮的量化宽松货币政策, 它现在能够使用的政策工具不多, 未来市场会发生什么变化, 给全球金融市场带来多大冲击和影响, 我们要密切关注。

注释:

[1][美]乔治·阿克洛夫等:《我们学到了什么? 次贷危机以来的宏观经济政策》, 周瑞明等译, 北京: 中国人民大学出版社, 2017 年, 第 2 页。

[2][6][16][22]Powell J. H., “Opening Remarks: New Economic Challenges and the Fed’s Monetary Policy Review”, Proceedings - Economic Policy Symposium - Jackson Hole, Federal Reserve Bank of Kansas City, 2020.

[3]王国刚等:《利率市场化改革与利率调控政策研究》, 北京: 社会科学文献出版社, 2016 年, 第 113 - 142 页。

[4][23][24][美]史蒂文·N·杜尔劳夫、劳伦斯·E·布卢姆主编:《新帕尔格雷夫经济学大辞典(第二版)》, 北京: 经济科学出版社, 2016 年, 第 97 - 109 页。

[5][法]奥利维尔·布兰查德、[印]拉古拉迈·拉詹、[美]肯尼斯·罗格夫、[美]劳伦斯·萨默斯:《拯救全球经济——方向、策略和未来》, 鲁冬旭译, 北京: 中信出版社, 2016 年, 第 167 页。

[7][11][12][13]Powell J. H., “Monetary Policy in a Changing Economy: A Speech at ‘Changing Market Structure and Implications for Monetary Policy’”, A Symposium Sponsored by the Federal Reserve Bank of Kansas City, Jackson Hole, Wyoming, Speech, 2018.

[8]Phillips A. W., “The Relation Between Unemployment and the Rate of Change of Money Wage Rates in the United Kingdom, 1861 - 1957”, *Economica* 2010, 25(100), pp. 283 - 299.

[9][10][美]杰罗姆·鲍威尔、何乐、厉鹏:《“双低”时期的货币政策》, 《中国金融》2018 年第 23 期。

[14]Steven C. Johnson, *Fears of 1994 bond market flashback*, March 18, 2013, <http://blogs.reuters.com/macroscope/2013/03/18/fears-of-1994-bond-market-flashback/>.

[15]Roberts J. M., “An Estimate of the Long - Term Neutral Rate of Interest”, *FEDS Notes* 2018.

[17]Fernald J. G., “Productivity and Potential Output Before, During, and After the Great Recession”, NBER working paper, 2014.

[18]J. D. López - Salido, Sanz - Maldonado G., Schippits C., et al., “Measuring the Natural Rate of Interest: The Role of Inflation Expectations”, *FEDS Notes* 2020.

[19]Aaronson S., Cajner T., Fallick B., et al., “Labor Force Participation: Recent Developments and Future Prospects”, Finance and Economics Discussion Series, 2014.

[20]Goodfriend, Marvin., “How the World Achieved Consensus on Monetary Policy”, *Journal of Economic Perspectives* 2007.

[21]曾国平:《美联储的货币今日吾同往日》, 《信报》2019 年 9 月 26 日。

[25][美]约翰·莫尔丁:《CPI 难反映百姓通货膨胀之苦》, 《信报》2020 年 1 月 30 日。

[26][27][美]扎卡里·卡拉贝尔:《当经济指标统治我们——从 GDP 失业率通货膨胀贸易差额……反思我们的经济生活》, 叶家兴、叶嘉译, 台北: 左岸文化出版社, 2015 年, 第 179 页。

[28]《日本“统计门”事件持续发酵》, <https://baijiahao.baidu.com/s?id=1623634568863939875&wfr=spider&for=pc>.

[29] <https://www.latimes.com/business/story/2020-09-15/main-street-lending-program#:~:text=Just%20%241.4%20billion%20of%20Main%20Street%20loans%20had,to%20the%20Boston%20Fed%2C%20which%20administers%20the%20program.>

[责任编辑: 刘毅]