



加息启示录：1980 的沃尔克时刻



1979-1981 年货币紧缩的背景，是美国经历了长达十年的高通胀，民众对美联储抗击通胀失去信心。沃尔克就任美联储主席后，对通胀采取“零容忍”态度，他主张激进的货币紧缩，最终以两年内美国经济两次陷入衰退为代价，成功控制通胀。同一时期，美国资本市场经历了“大上大下”的剧烈波动，联邦基金利率最高冲至 22%，10 年期美债收益率最高升至 16%，道琼斯工业指数在两次衰退中的跌幅分别达到 18%和 24%。不过，在通胀被彻底控制和衰退结束后，美股出现报复性反弹，在一年时间内上涨超过 60%。

1979-1981 年的经历对当前有几点启示：一是通胀的本质是货币财政过度扩张，绝非仅仅因为供给收缩。二是在高通胀面前不宜采取“渐近主义”的货币政策。三是以经济衰退换取物价稳定可能是必要的选择。四是对通胀预期的管理至关重要，它能为货币政策提供“名义锚”。对资本市场的启示是：经济衰退并不可怕，可怕的是美联储为避免衰退过早向通胀妥协，在货币紧缩上打“退堂鼓”。历史表明“长痛不如短痛”，越早控制通胀，对资产价格反弹或越有利。

正文

“在七十年代，这个国家对自己失去了信心。人们认为拥有土地或其他资产好过持有美元，阻止这种思想需要强健的人格和莫大的勇气…… 沃尔克坚持下来了。”

——沃伦·巴菲特

20 世纪 70 年代，美国通胀持续高企，在经历 1973-1975 年的“大滞胀”后，通胀危机于 1978 年卷土重来。1973-1975 年是二战后美国经济的“至暗时刻”。尽管经济于 1975 年走出衰退，但通胀却成了新常态。1976-1978 年，CPI 通胀一直在 5% 以上，1978 年 4 月后通胀开始加速上行，并于 1980 年 3 月达到 14.8% 的历史最高位。整个 70 年代，美国 CPI 通胀均值为 7.1%，远高于 60 年代的 2.4%。

通胀为何居高不下？当时处于主流的凯恩斯主义认为，引发通胀的根本原因是成本推动和供给冲击，而非货币因素。凯恩斯认为，高通胀与高失业率不会同时存在，因为高失业率意味着冗余产能，不会带来通胀压力。因此，当时的主流观点认为是强大的工会、能源和食品涨价等供给因素引发了通胀。对此，政策制定者应该利用某种收入政策来抑制通胀，而不是进行货币紧缩，如果采取货币紧缩，反而会使失业率进一步上升，经济陷入严重衰退。1979 年的国会经济报告代表了当时的主流观念：

.....只限制需求无法控制通胀，抑制需求并不能缓解能源和食品成本上涨、政府管制加强、生产力增长低于标准、以及美元贬值等因素引发的通胀。这些与供给侧因素相关的通胀，在工资—通胀螺旋的作用下，将进一步发展和扩散。

正是在这样的背景下，通胀成为了美国人的生活方式，白宫和美联储也迎来轮换。1976 年 11 月，民主党人吉米·卡特在大选中击败共和党人福特，即将就任新一届美国总统。1978 年 2 月，美联储主席伯恩斯任期结束，

卡特任命威廉·米勒为新的美联储主席。由于米勒并非经济学科班出身，而是从业界直接加入的美联储，缺乏系统性的货币政策专业知识，他在美联储难以服众。在 1978 年 6 月的一次美联储会议中，大多数委员赞成提高贴现率、紧缩货币，但米勒却投了反对票，这引起了其它同事的质疑。

与大多数人一样，米勒也认为通胀源于私人部门的工资制定，而非货币供给过多。尽管 1977 年的 M1、M2 同比增速已达到 1973 年的高点，且银行信贷加快扩张，但米勒及美联储官员们并不担心这会助长通胀，他们认为只要失业率在 5.5% 以上，就意味着经济存在产能过剩，扩张性的货币政策就不会引发通胀。

白宫方面也愿意看到美联储保持宽松，对于潜在的通胀压力，卡特总统更希望采取收入政策来应对。为此，他于 1978 年 4 月宣布了一个“减速”计划，即企业将自愿对工资和价格上涨进行限制，这种做法与尼克松时期的“价格管控”如出一辙，结果自然是无法控制通胀。1978 年 4 月至 12 月，CPI 通胀从 6.5% 上升至 9%，此后美联储也开始允许利率上升，但很快官员们又打起了“退堂鼓”。

1978 年 12 月，第二次石油危机爆发，全球油价上涨，美联储担心油价冲击引发衰退，在加息决策上再次退缩。受油价上涨推动，CPI 通胀从 1979 年 1 月的 9% 上升至 8 月的 11.8%，而同期的联邦基金利率却维持在 10% 附近，这意味着实际利率反而还是下降的。1979 年的美联储会议纪要曾这样写到：“鉴于许多经济活动趋弱，米勒主席建议继续把 10.25% 作为

联邦基金利率目标”。也就是说，米勒担心油价上涨导致经济下滑，无意收紧货币，但事后来看，这反而加剧了通胀压力。

随着通胀阴影再次笼罩美国，卡特总统于 1979 年 7 月 15 日向全体人民发布讲话，强调能源问题、通胀以及经济衰退的严重性；此后，卡特决定撤换自己不信任的内阁成员，要求其中的三十多人辞职，并罢免了卫生部长与财政部长。由于没有更好的继任人选，卡特将米勒调往财政部担任部长，这使得美联储主席的职位又出现了空缺。

在征求多方意见后，卡特任命保罗·沃尔克为新一届美联储主席。沃尔克毕业于普林斯顿大学与哈佛大学，曾在曼哈顿银行担任经济学家，在尼克松时期担任美国财政部副部长，主管货币事务，曾一度计划回普林斯顿出任高级研究员，但是又被伯恩斯招至美联储任职。米勒离开美联储时，沃尔克正担任纽约联储主席，他对美联储货币政策也有专业的知识与丰富的经验，这些知识经验为其成功抗击通胀奠定了基础。

1979 年 7 月 24 日，卡特在白宫会见了沃尔克。根据卡特回忆，他当时并不了解沃尔克，甚至无法从谈话中看出后者的政治倾向，卡特选择沃尔克完全是出自其他幕僚官员的推荐。而在会谈中，沃尔克也只是重申美联储必须采取紧缩政策，并保持其独立性，并没有其他的见解。为保险起见，卡特还询问了副总统蒙代尔以及其他专业人士的意见，在权衡之后才决定任命沃尔克为美联储主席。

“在当时的美联储和学术界，最流行的概念是‘渐进主义’……比如

有人会说‘放轻松，再过几年，（通胀）问题总能在不伤害经济的前提下得到解决。’……但我从来不相信这些。”

——保罗·沃尔克

与此前的联储主席不同，沃尔克在上任之初便开始积极推进货币紧缩，并做好了以衰退为代价解决通胀的准备。1979年8月，美联储开始允许利率上行，并在经济面临衰退担忧的背景下坚持这一做法。根据当时的美联储绿皮书，在高通胀影响下，1979年第二季度的实际GDP已经下降至2.5%，三季度的情况预计也将大体相当。此外，绿皮书还预测失业率将从1979年的6%上升至1980年末的8%。

沃尔克的紧缩政策也曾遇到阻力。阻力首先来自美联储内部，在1979年9月18日的FOMC投票中，对于加息决策，七位委员的投票结果为4:3。反对者明确表示，频繁加息可能导致衰退，同时不一定能遏制通胀。这让沃尔克意识到，美联储内部分歧严重，而这也会降低美联储货币政策的可信度。对于4:3的投票结果，市场的反应肯定是“这将是最后一次上调利率”，没人相信美联储会持续紧缩。

白宫方面对于货币紧缩也表示了不满，卡特认为激进加息可能引发衰退，并影响连任选举。国会方面，众议院银行委员会主任罗伊斯公开质疑美联储的紧缩政策，他问美联储“拯救美元”是否有必要让“男女失业，企业破产”。最后，由于利率上升可能导致美元升值，影响美国出口，部分出口厂商与工人也对此不满。

但这些阻力没有让沃尔克放慢脚步，为推进货币紧缩，沃尔克还制定了一个“新计划”。具体来看，美联储将采取三项举措：首先，将折现率上调 1%，表明对抗通胀的决心；其次，提高银行准备金率，促使信贷紧缩；最后，也是最重要的一项，让货币政策与联邦基金利率脱钩，直接以货币供应为政策目标。

以货币供应为目标主要基于以下三点理由。首先，以弗里德曼为代表的货币主义理论兴起，货币主义将一切通胀归结为货币现象，这为央行直接控制货币供给提供了理论基础。其次，基础货币的供应完全由美联储控制，货币供给目标是“可置信的承诺”，且不易中途更改，这有助于提高货币政策的可信度。最后，美联储不再直接干预利率可以减少政治上的阻力，表面上似乎减少了美联储调控利率的能力，但实际上却能让利率“上不封顶”。更高的利率有助于抑制信贷扩张，从而抑制总需求。在事先制定详细方案，并说服美联储同事后，沃尔克在 10 月 6 日公布了上述计划，并由美联储委员会投票通过。

沃尔克的紧缩计划实施后，联邦基金利率从 1979 年 10 月的 11.6% 上升至 1980 年 4 月的接近 20%，M1 同比增速从 8.4% 下降到 4.1%。对于把货币政策目标从联邦基金利率转移到货币供给上，沃尔克在事后写到：

引入“新计划”最重要的好处，是规范了我们自己的行为。一旦美联储把政策重点放到货币供应量上，即使利率飙升至难以忍受的水平，自己也无路可退。此外，更多强调货币供给也是在用另一种方式告诉公众，在

对付通胀上，我们说到做到。

美联储的信贷管控也是抗击通胀的重要工具。1979 年 10 月，美联储宣布对大银行的主动负债追加 8% 的准备金要求，因为这些资金为银行的过度信贷扩张提供了较大支持。当时的银行业主动负债包括 10 万美元以上的定期存款、欧洲美元借款、回购协议和向非会员机构借入的联邦基金等，这部分负债不包括在 M1 或 M2 的统计口径内。

美联储还于 1980 年 3 月出台了“特别信贷限制计划”。该计划最早由白宫方面提出，其背后的基本假设是，通过限制信贷数量，就可以在控制通胀时减少利率上升的幅度。美联储对这一计划表示欢迎，1980 年 3 月，沃尔克对一些银行家们谈道：

美联储的信贷限制计划，主要是用来代替加息政策的。如果把利率提得太高，会对某些产业或某些领域造成破坏性的影响。

信贷控制的作用是立竿见影的。1980 二季度，消费贷和房贷的需求开始下滑，经济活动则出现了大幅萎缩。沃尔克对此评论道：

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_43457

