

通胀在美欧日货币框架中的“地位”

证券研究报告

2022 年 03 月 18 日

● 核心结论

通胀稳定是众多央行货币框架的核心目标之一。目前美国、欧元区、日本均采用通胀目标制，但方法和目的略有不同。本文旨在梳理美联储、欧央行、日央行货币框架中通胀角色的变化，以及相应货币政策工具的配合。

美国：就业与通胀双目标的演进。

- 1) 40 年代：战时的固定利率锚，通胀并未纳入考虑因素。
- 2) 50-60 年代：无明确货币政策锚，相机抉择“逆风策略”降低经济稳定性。
- 3) 70 年代：政策失误、外部冲击和生产率下滑使货币政策失效，美国进入滞胀时期。
- 4) 70 年代末：货币供应量为锚，顺应美联储抗通胀需求。
- 5) 80 年代初：抗通胀成功的背后是经济衰退与信贷危机，货币供应锚终结。
- 6) 80 年代中期：长期国债利率为锚，通胀预期显著下降。
- 7) 80 年代末：美联储对通胀的应对更加系统与透明。
- 8) 90 年代-金融危机前：规则约束下的相机抉择，货币政策可信度与灵活性兼备。
- 9) 2007-2011 年：维持货币政策效力，货币政策工具与规则的调整。
- 10) 2012-2019 年：继续完善货币规则与提升政策透明度，就业与通胀双锚定。
- 11) 疫后：就业与通胀双目标的微调。

欧元区：通胀目标制的代表经济体。

- 1) 1999-2008 年：中期目标调整为维持 HICP “低于但接近 2%”，并采用“双支柱”框架交叉核对、统一判断通胀风险。
- 2) 2009-2019 年：金融危机和欧债危机双重冲击下欧洲面临供需双弱的持续通缩风险，因此央行采取非常规货币政策工具校准过低的通胀（预期）。
- 3) 疫后：采取“锚定 2%”的对称通胀目标制，货币政策框架还纳入了金融稳定和气候变化两点因素。

日本：通胀目标逐步明确。

- 1) 1952-1970 年：通胀是货币政策众多目标之一。
- 2) 1971-1990 年：第一次石油危机引发日本高通胀，第二次石油危机期间通胀逐渐成为核心目标，日央行努力化解通胀压力。
- 3) 1991 年至今：非传统货币政策的迭代和通胀目标逐步明确，CPI 同比设定为短期 1% 以内、长期 2% 以内对抗通缩。

风险提示：对各国货币政策理解不到位。

分析师

张静静 S0800521080002
13716190679
zhangjingjing@research.xbmail.com.cn

联系人

王砾宾
18810513200
wangluobin@research.xbmail.com.cn

相关研究

内容目录

一、美国：就业与通胀双目标的演进	4
（一）1941-1951 年：战时的固定利率锚，通胀并未纳入考虑因素	4
（二）1951-1978 年：相机抉择的逆风策略，通胀与就业的周旋	6
1. 50-60 年代：无明确货币政策锚，“逆风策略”降低经济稳定性	6
2. 70 年代：政策失误、外部冲击和生产率下滑使货币政策失效，美国进入滞胀时期	8
（三）1978-1982 年：以货币供应量为锚对抗通胀	9
1. 70 年代末：货币供应量为锚的提出，顺应美联储抗通胀需求	9
2. 80 年代初：抗通胀成功的背后是经济衰退与信贷危机，货币供应锚终结	11
（四）1982-2006 年：“大稳健时期”，从抑制通胀预期到泰勒规则	13
1. 80 年代中期：长期国债利率为锚，通胀预期显著下降	13
2. 80 年代末：美联储对通胀的应对更加系统与透明	14
3. 90 年代-金融危机前：规则约束下的相机抉择，货币政策可信度与灵活性兼备	15
（五）2007 年以后：泰勒规则的演变与通胀目标的设定	19
1. 2007-2011 年：维持货币政策效力，货币政策工具与规则的调整	19
2. 2012-2019 年：继续完善货币规则与提升政策透明度，就业与通胀双锚定	21
3. 疫后：就业与通胀双目标的微调	21
二、欧元区：通胀目标制的代表经济体	22
（一）1999-2008 年：通胀目标的调整	22
（二）2009-2019 年：低通胀不代表央行“不作为”	23
（三）疫后：向 2% 的对称通胀目标制过渡	24
三、日本：通胀目标逐步明确	25
（一）1952-1970 年：通胀是货币政策目标之一	25
（二）1971-1990 年：通胀逐渐成为核心目标	26
1. 第一次石油危机引发日本高通胀	26
2. 第二次石油危机期间日本央行努力化解通胀压力	26
（三）1991 年至今：非传统货币政策的迭代和通胀目标逐步明确	26
四、风险提示	28

图表目录

图 1：1940-1951 年三个月国债收益率（%）	4
图 2：1941-1951 年 GDP 同比增速（%）	5
图 3：1940-1952 年 CPI 同比增速	5
图 4：1951-1972 年黄金净流入	6

图 5: 1955-1965 年联邦基金利率和 CPI 同比增速	7
图 6: 1953-1962 年 GDP 同比增速	7
图 7: 1961-1970 年联邦基金利率	8
图 8: 1966-1978 年 CPI 同比增速和失业率	9
图 9: 1960-1978 年工资同比和劳动生产率同比 (右轴)	9
图 10: 1970-1990 年 M1 同比增速	11
图 11: 1975-1985 年 M1 供给速度	11
图 12: 1978-1983 年联邦基金利率	12
图 13: 1978-1983 年 CPI 同比增速和失业率 (%)	12
图 14: 1978-1984 年 GDP 同比增长	13
图 15: 1982-1987 年美国 30 年国债收益率和联邦基金目标利率 (%)	14
图 16: 1952-2007 年美国实际 GDP 环比增速	15
图 17: 1952-2007 年美国 CPI 同比增速 (%)	15
图 18: 1987-1992 年实际联邦基金利率和传统泰勒规则拟合结果 (%)	16
图 19: 1993-2006 年实际联邦基金利率和传统泰勒规则拟合结果 (%)	17
图 20: 美国标准普尔 500 指数 (1985.12-1988.11)	17
图 21: 1993-1996 年美国联邦基金目标利率和 CPI 同比 (%)	18
图 22: 1997-1999 年 10 年期美债收益率与 10 年与 2 年期美债收益率差值 (%)	18
图 23: 2003-2006 年 WTI 原油价格和 10 年期国债与 TIPS 收益率差 (%) (右轴)	19
图 24: 1993-2019 年实际联邦基金利率和伯南克规则拟合结果 (%)	20
图 25: 1993-2019 年实际联邦基金利率和伯南克规则拟合结果 (%)	20
图 26: 1997-2021 年欧元区实际 GDP 同比和 CPI 同比	22
图 27: 1999-2021 年欧元区三大基准利率	23
图 28: 欧洲央行基础货币投放方式及其占比	23
图 29: 日本经济高速增长期货币供给量年增长率	25
图 30: 日本 GDP 增长率	27
图 31: 日本 CPI 同比变化率	27
表 1: 2012-2019 年美联储货币政策目标	21
表 2: 2009-2019 年欧央行数量型货币政策操作	24

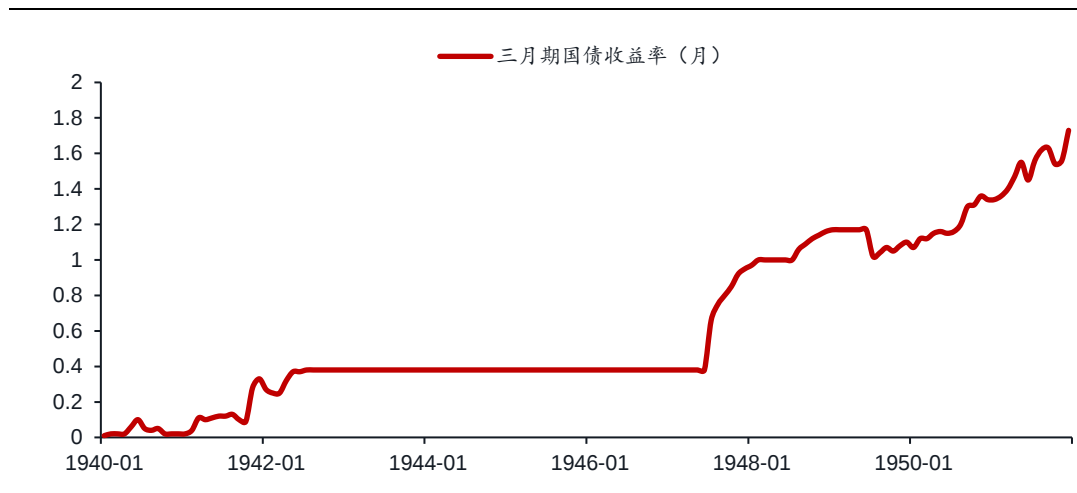
通胀稳定是众多央行货币框架的核心目标之一。目前美国、欧元区、日本均采用通胀目标制，但方法和目的略有不同。本文旨在厘清美联储、欧央行、日央行货币框架中通胀角色的变化，以及相应货币政策工具的配合。

一、美国：就业与通胀双目标的演进

（一）1941-1951年：战时的固定利率锚，通胀并未纳入考虑因素

财政赤字迫使美联储实施固定利率。1941年美国正式参与二战后，军事开支从战前每年的几亿美元增加到1943年的850亿美元和1944年的910亿美元，迫使财政赤字以每年超过50%的速度增长。战时美国国债规模增长了1780亿美元¹，为了降低融资成本，维持货币的大量供给，财政部要求美联储采取固定利率的方式将利率锚定在一个很低的水平。在1942年四月，FOMC宣布将三个月短期国债的利率固定在0.375%，并承诺将通过买卖国债来维持该利率水平。对于其他期限的政府债券利率，FOMC同样设定了价格标准，比如，一年期国债利率设在0.875%，25年期国债利率设在2.5%，同时FOMC承诺会购买这些债券来阻止其利率上升，对利率下降则不做干预。将国债利率控制在低水平，美联储不得不不断进行公开市场购买，扩张了货币供给。

图 1：1940-1951 年三个月国债收益率（%）



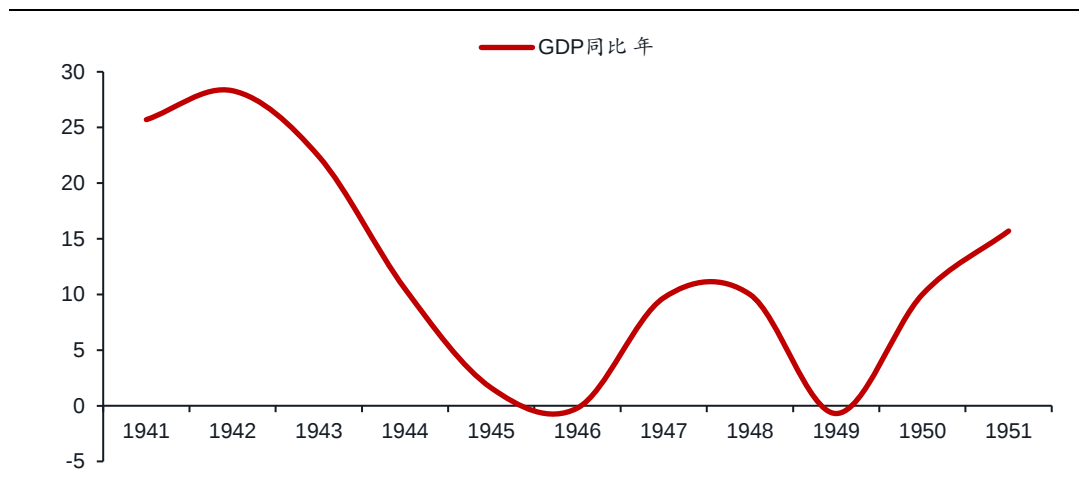
资料来源：Stlouis FED，西部证券研发中心

战时价格管制和固定利率制催生战后通胀。通常来说，战争时期的政府债务扩张与物资短缺会给经济带来通胀压力。美国在南北战争和一战时期都曾出现过通货膨胀，但二战时期的通胀一直持续到了战后1949年。这或许和政府战时实行的价格管制有关，在1942到1946价格管制时期，物价水平虽然保持平稳，但是通胀压力下，价格管制促使商品与服务隐性下降，部分商品退出市场。而在1946年以后，货币实际价值贬值与对恢复供给的商品需求增量使物价开始飙升，CPI同比增长在1946年2月到1947年3月间上涨了18%。部分经济学家也认为美联储固定利率制在战后的延续也造成了美国在战后的通货膨胀。财政部为了支持国债价格，并没有改变战后固定利率政策，维持低利率的公开市场购买行为继续带来通胀压力。直到1947年，美联储在通胀压力下将三个月国债利率从0.375%调高至1%，一年期国债利率上限从0.875%调至1.125%，但25年期国债由于还

¹ Milton Friedman and Anna Jacobson Schwartz, World War II Inflation, September 1939-August 1948: A Monetary History of the United States, 1867-1960. Princeton University Press, 1963.

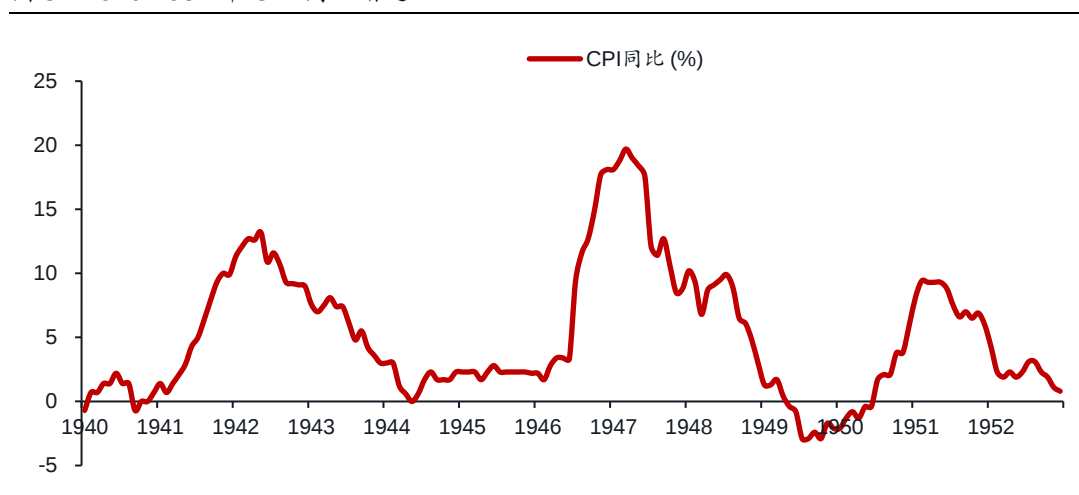
未清偿，美联储维持了 2.5% 的利率上限。

图 2：1941-1951 年 GDP 同比增速 (%)



资料来源：Wind，西部证券研发中心

图 3：1940-1952 年 CPI 同比增速



资料来源：Wind，西部证券研发中心

利率上限激发货币政策冲突，美联储获得独立地位。随着 1950 韩战爆发，市场上过度的投机行为将迅速将利率拉升至政府设立的利率上限。在战争与维持利率上限的双重通胀压力下，物价水平再次上涨，批发物价指数年化涨幅已达到 22%，CPI 同比增速一年内从负值蹿到 8%。通胀压力下，FOMC 试图抬升国债利率的行为却遭到了财政部的反对。1951 年 3 月，财政部和美联储在政策上的矛盾最终使双方达成协议取消固定利率政策，债券市场得以自由发展。同时美联储开始不受财政部管理成为一个独立的机构。这就意味着美联储不再受到来自政府的压力，能够独立主导美国的货币政策。

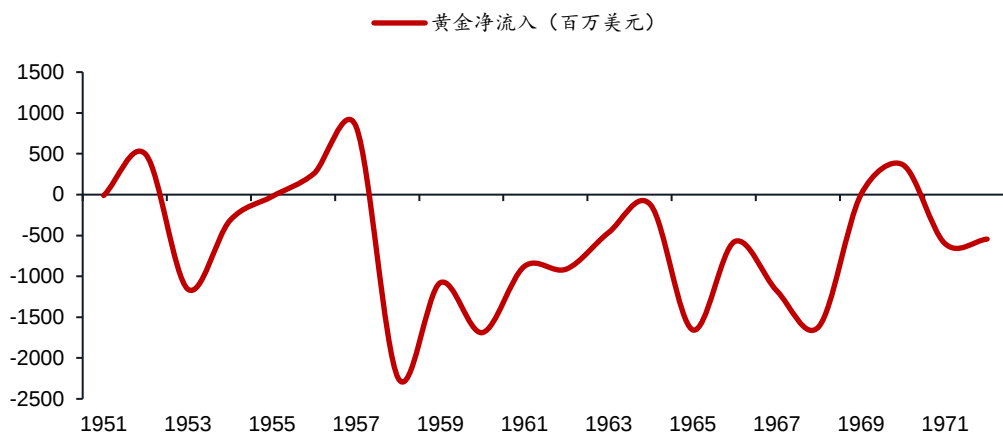
（二）1951-1978年：相机抉择的逆风策略，通胀与就业的周旋

1. 50-60年代：无明确货币政策锚，“逆风策略”降低经济稳定性

美联储在 50、60 年代并没有明确的货币政策锚，但总的来看，货币政策决定考虑了三个因素，通胀、就业和黄金储备。首先，经历了战时的通货膨胀，取得独立的美联储将其货币政策的重心落在了稳定价格上面。时任美联储主席 Martin 曾将通货膨胀描述为“夜间窃贼”，并认为保持价格稳定应该是联储的最终目标。在此间，FOMC 首次将保持价格稳定和保持货币总量合理增长直接联系起来，在此之前，FOMC 更多将货币政策与影响货币的因素，如贴现率、利率与准备金绑在一起。在 1952 年年报中，FOMC 指出货币政策的目标是要限制银行信贷扩张，使其与去除通胀影响的经济增长需求保持一致。

其次，1958 年的会议纪要显示，FOMC 成员已经观察到短期通胀与就业之间此消彼长，并开始将就业数据作为货币政策的重要考量²。第三，随着 50 年代末期黄金问题开始显露，控制黄金外流也成为美联储主要的政策目标。黄金外流问题来自于 1944 年建立的布雷顿森林体系。在这一体系下，美元与黄金挂钩，一盎司黄金可兑换 35 美元，其他货币与美元以可调整的固定汇率挂钩。这一体系存在矛盾，也即“特里芬难题”：美国既需要贸易顺差来维持美元价值，又需要贸易逆差以使其他国家拥有美元外汇储备来进行国际贸易。在 50 年代末期，美国国际收支逆差逐步增加，且伴随着西欧经济复苏货币走强，美国黄金储备日益减少。这一形势迫使美联储在 1960 年采取了紧缩的货币政策。

图 4：1951-1972 年黄金净流入



资料来源：Stlouis FED，西部证券研发中心

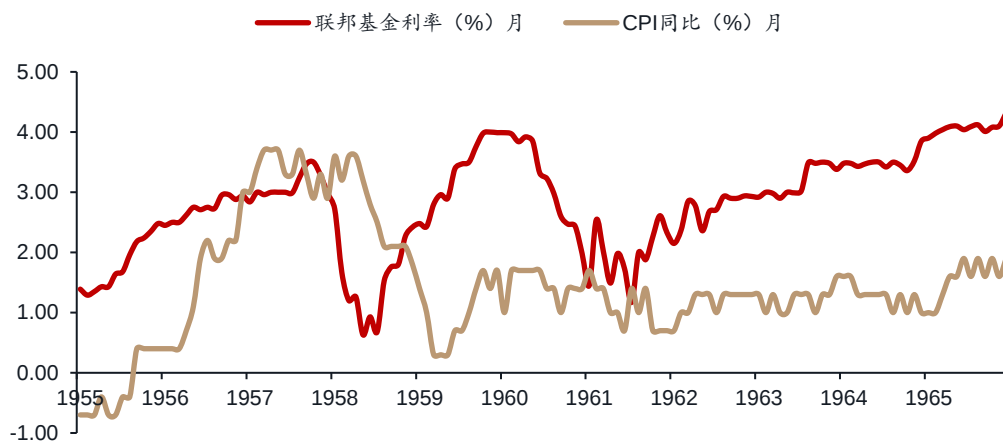
根据短期经济表现相机抉择的“逆风策略”。FOMC 均未给定这三个货币政策目标锚定的具体指标与具体数值。这是因为时任美联储主席 Martin 更支持通过统计工具研究广泛的经济信息来制定政策，也因此间盛行的凯恩斯主义认为，货币政策应该根据形势裁量来主动干预市场。这也决定了此间美联储采用了“逆风策略”的货币政策，即在衰退时刺激经济发展，在经济膨胀时抑制泡沫，这样一来理想情况下通货膨胀和通货紧缩都可以得到避免。该货币政策设计着眼于短期经济表现，其配套公开市场操作手段同样只针对短期调控，即联储只能交易票据来调控短期国债利率，而将长期国债利率交由市场决定。短期利率成为美联储调控的手段，而能反应市场通胀预期的长期利率变成美联储用来监测通胀的工具。

² FOMC, Minutes, 19 August 1958, p. 57.

“逆风策略”调整缺乏准确性，短期调控手段放松了对于通胀预期的管控。在没有给定确切的锚定目标情况下，“逆风策略”调整在时间上可能出现偏差。一方面，由于货币政策的滞后性，政策改变带来的货币变化可能在数月后才会影响到经济表现，所以美联储不得不预测未来经济风向的变动并提前采取行动，而预测的不准确性可能会让美联储的提前行动出错。另一方面，美联储决策在识别转向信号和执行政策调整上都会存在滞后。没有固定清晰的锚定目标，美联储很难捕捉经济拐点的到来，导致决策滞后；即便是捕捉到了，在一些情况，如经济由衰转盛时，美联储需要站在经济上行的对立方，采取相反的行动来遏制经济扩张，犹豫不决也会延迟决策。除此之外，美联储“仅票据”的公开市场操作限制了美联储管控长期利率的手段，为通胀预期上涨埋下了隐患。

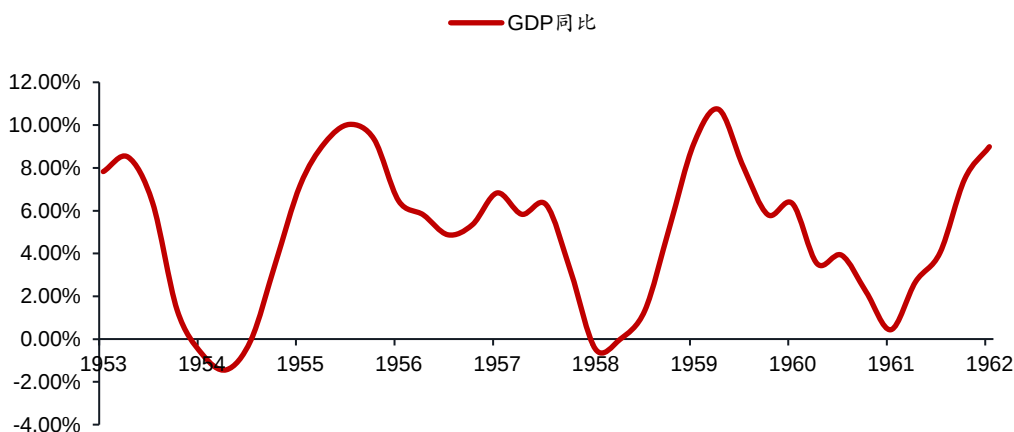
短期内三次经济衰退均与“逆风策略”和其配套的短期调控手段有关。尽管 1952-1965 年间总体经济表现较好，CPI 增速不超过 4%，GDP 年均增速达到 5% 以上，但是经济在 14 年间却经历了三次“V 型”衰退，分别在 1953-1954，1957-1958 和 1960-1961。这与上述美联储逆风策略的缺陷可能有关。

图 5：1955-1965 年联邦基金利率和 CPI 同比增速



资料来源：Stlouis FED，西部证券研发中心

图 6：1953-1962 年 GDP 同比增速



资料来源：Stlouis FED，西部证券研发中心

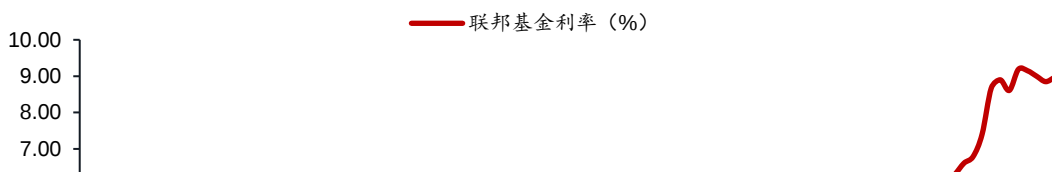
2. 70年代：政策失误、外部冲击和生产率下滑使货币政策失效，美国进入滞胀时期

福利社会与越战因素促使滞胀浮现，价格管控与布雷顿森林体系瓦解进一步推高通胀。肯尼迪税改红利、工业转型升级与消费升级催化了美国经济在 60 年代进入扩张期，GDP 增速与物价均保持平稳。然而在 60 年代末期，约翰逊总统的大社会计划和越南战争支出助长了通胀。逆风策略下，美联储收紧货币来对抗通胀，1969 年联邦基金利率急速提高了近 3%。在紧缩货币政策影响下，美国在 1969-1970 年出现衰退，GDP 增速下降了近 3%，失业率上升了约 2% 来到 6%，而按消费物价指数衡量的通货膨胀率为 5.4%，均处于较高水平，滞胀逐渐浮现。在通胀与就业之间周旋的逆风策略开始失效。

在美联储陷入两难境地时，尼克松政府在 1971 年采用的手段最终都加剧了滞胀。一方面，政府采取宽货币加工资价格管控的手段，冻结了工资和物价 90 天，尝试在不增加失业率或不减缓经济的情况下来降低通货膨胀。但宽货币下通胀的抑制只是暂时的，并且，工资控制实际上限制了商业活动与劳动生产，减缓了经济增长。另一方面，尼克松政府在黄金外流压力下宣布暂停美元兑换黄金，这造成了布雷顿森林体系的实际瓦解，美元的价值在外汇市场上暴跌，使得进口价格上涨推高物价。

供给侧冲击与生产率下滑使“逆风策略”失效。“逆风策略”下美联储交替提高和降低利率，但收效甚微。“逆风策略”在抑制通胀上失败可以归因于通胀是由供给侧推动产生。物价冻结导致商品出现短缺，商品价格猛涨，1973 年的石油危机使石油价格飞速上涨，1974-75 年作物歉收导致世界粮食价格飙升，这些来自供给侧的成本上涨受货币政策影响较小。逆风策略在抑制失业率上的失败源于劳动生产率增长在 60 年代末期明显趋缓，工人工资却由于高福利政策和工会的存在不断上升，1968 年单位劳动成本上升 4%，1969~1970 年上升 6%，1970 年后工资上升幅度超过了劳动生产率增长，从根本上给就业和经济增长带来压力。在成本上升和生产率下滑的压力下，菲利普斯曲线被逐渐推高，导致通胀和失业率在较高水平此消彼长，现有货币政策无法显著解决任何一端的困境。

图 7：1961-1970 年联邦基金利率



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_39572

