

# 美联储政策的逻辑与启示

## “伯南克：21 世纪货币政策”阅读笔记

### 评级及分析师信息

**宏观首席分析师：孙付**  
邮箱：sunfu@hx168.com.cn  
SAC NO：S1120520050004  
联系电话：021-50380388

### 投资要点：

#### ► 过去 70 年美国基本面的突出特征与变化

菲利普斯曲线的演变、平坦化主要由供给侧的因素主导，包括劳动生产力、人口结构和劳动力市场特征、全球化竞争、原油供给冲击，**通胀预期也是重要因素。**

中性利率 $R^*$ 趋势性下降的三大驱动因素：1) 人口老龄化和全要素生产率下降导致潜在 GDP 增速的趋势部分不断降低；2) “全球储蓄过剩”导致储蓄（投资）回报率下降；3) 沃尔克成功制服“大通胀”以及格林斯潘很好地管理了通胀，带来通胀预期长期持续稳定。

#### ► 大危机带来了美联储政策工具和框架的大变化

量化宽松跨越了利率有效下限的限制，大危机后三轮量宽提供相当于额外约 3 个百分点的政策空间，压低长端利率为经济复苏提供了支持。

量化宽松导致货币政策操作迈入“充足准备金体系”，带来一些便利，也产生了新的挑战——央行扩表容易、缩表难，缩表是个试错的过程。

通过引入通胀目标制，优化沟通渠道，前瞻性指引提高了政策透明度。

#### ► 货币政策能用于处理资产泡沫吗？

美联储没有信心可靠地识别出泡沫；**试图用货币政策刺破泡沫往往会导致崩盘**；货币政策是一种钝器：利率的变化会影响整个经济，而不能以一组狭窄的市场或几个过热的行业为目标。监管和宏观审慎政策才是应对金融稳定风险的有效工具。

#### ► 货币政策-财政政策协调至关重要

中性利率较低时财政政策的有效性并不会降低；相反，低利率降低政府债务融资成本，利于进行财政扩张政策。

财政政策的有效推行能为货币政策创造未来空间。疫情前美联储政策利率为 1.75%，本轮加息之所以能提高至 5%，主要是财政刺激政策额外助推了通胀超预期上行。本轮财政积极行动为货币政策创造了 3.25 个百分点的政策空间。

#### ► 对认识当前宏观经济与政策的启示

2023 年美国通胀将显著回落，预计年底 CPI 到 3% 以下，菲利普斯曲线重回平坦状态。逻辑：1) 货币-财政双紧缩已使 M2 增速快速回落，明显削弱通胀的货币基础；2) 全球主要经济体都步入疫情后经济正常化状态，供应链约束将缓解；3) 大宗商品，特别原油价格趋缓。

2023 年 3 月，美联储可能结束本轮加息，随后进入观察、等待期。2024 年有望进入降息阶段，逻辑：1) 中性利率仍处于低位，通胀回落，政策利率需要适应性向中性利率靠拢；2) 长短端国债利率倒挂处于 1982 年以来的极值水平，这预示中期降息概率较大。

### 风险提示

宏观经济遭遇超预期（如疫情反复等）冲击，相关预测失效。

## 正文目录

|                                     |    |
|-------------------------------------|----|
| 1. 经济基本面研究的核心主题.....                | 5  |
| 1.1. 菲利普斯曲线：演变、偏离与平坦化.....          | 5  |
| 1.2. 中性利率的趋势性下行.....                | 6  |
| 2. 货币政策研究的核心主题.....                 | 8  |
| 2.1. 政策框架：从“稀缺准备金体系”到“充足准备金体系”..... | 8  |
| 2.2. 量化宽松和前瞻性指引的机理和效果.....          | 9  |
| 2.3. 可供参考的货币政策新工具.....              | 11 |
| 2.4. 货币政策-财政政策协调.....               | 11 |
| 3. 货币政策和金融稳定.....                   | 12 |
| 4. 对认识当前宏观经济与政策的启示.....             | 13 |
| 4.1. 不一样的经济冲击和不一样的组合宽松政策.....       | 13 |
| 4.2. 通胀的快速上行和回落.....                | 13 |
| 4.3. 未来美联储货币政策展望.....               | 14 |
| 5. 风险提示.....                        | 15 |

## 图表目录

|                                                     |    |
|-----------------------------------------------------|----|
| 图 1 美联储政策影响因素及主要职责.....                             | 3  |
| 图 2 联邦基金有效利率与通胀水平（CPI）（%）.....                      | 5  |
| 图 3 1951-2022 年美国通胀（CPI）与失业率（%）.....                | 6  |
| 图 4 美国国债收益率：10 年（%）.....                            | 8  |
| 图 5 美国名义与实际国债收益率：10 年（%）.....                       | 8  |
| 图 6 Laubach-Williams 模型估算的美国自然利率（阴影部分为加息周期）（%）..... | 8  |
| 图 7 从合并财政部和美联储资产负债表视角研究“量化宽松”.....                  | 10 |
| 图 8 美联储资产规模（百万美元）.....                              | 13 |
| 图 9 美国财政赤字率和 M2 增速（%）.....                          | 13 |
| 图 10 美国 M2 增速和通胀（核心 PCE）水平（%）.....                  | 14 |
| 图 11 美国联邦基金利率（%）.....                               | 15 |
| 图 12 美国 10 年与 3 月期国债利差（%）.....                      | 15 |
| 表 1 1951-2022 年美联储历任主席及政策特征（%）.....                 | 4  |
| 表 2 量化宽松和前瞻性指引的基本要点.....                            | 10 |
| 表 3 货币政策新工具的特征与效果.....                              | 11 |

货币政策在控制通胀和引导经济增长方面似乎非常成功，但事实证明，在管理反复无常的长期债券收益率和股票价格方面，它的精确度要低得多。

—— 本·伯南克

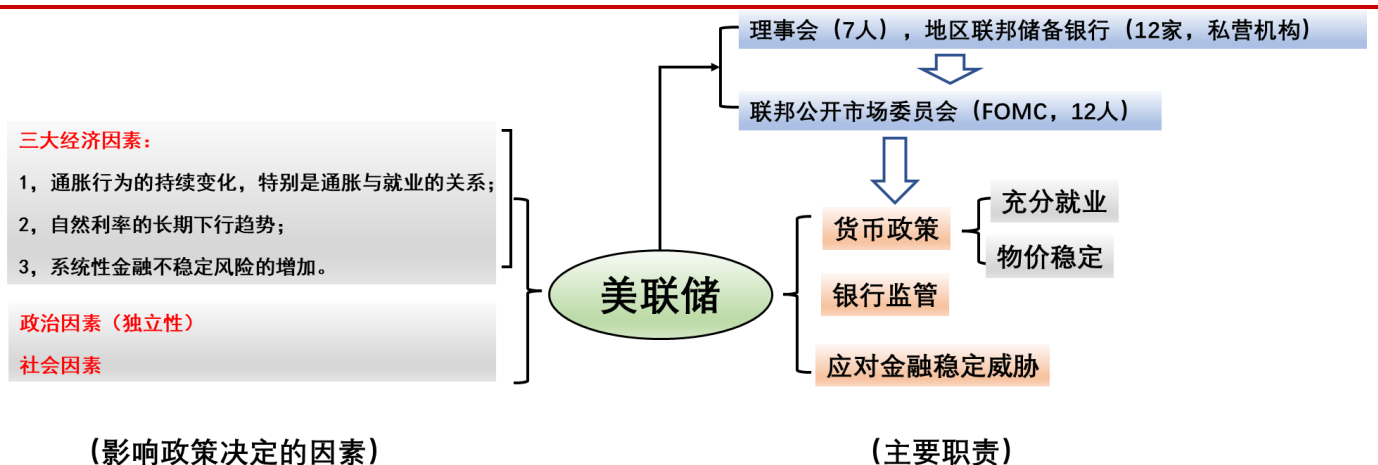
近期拜读了美联储前主席、2022 年诺贝尔经济学奖获得者伯南克的新著《21 世纪货币政策》，收获、感想颇多。这是继其《通货膨胀目标制：国际经验》和《行动的勇气——金融风暴及其余波回忆录》，认真阅读作者的第三本经典著作。

该著作的研究主题是“二战后，现代美联储履行其主要职责、追求其宏观经济目标过程中，政策工具、政策框架和沟通方式的变化。”可谓是一部 1951-2021 年美联储政策实践和评估史<sup>1</sup>。不再受制于金本位制、1951 年《财政部-美联储协议》达成<sup>2</sup>，这两项条件使美联储可以自由运用货币政策追求实现目标，开启了现代货币政策历程。

美联储政策工具、框架及沟通方式的变化主要受三大经济发展因素共同作用所致，当然，政治因素和社会环境也会对政策产生影响。**三大经济因素包括：**

- 1) 通胀行为的持续变化，特别是通胀与就业的关系；
- 2) 自然利率的长期下行趋势；
- 3) 系统性金融不稳定风险的增加。

图 1 美联储政策影响因素及主要职责



资料来源：《21 世纪货币政策》（伯南克），华西证券研究所

著作的内容分为两个部分：1) 1951-2021 年现代美联储政策实践历程；2) 2008 年大危机后货币政策创新工具和新框架评估及未来展望。

1951-2021 年，共有 7 位主席依次执掌美联储，风格各异。从通胀的角度看，经历了温和通胀、大通胀、通胀大缓和三个阶段。各位主席政策操作要点、遭遇的政治压力和解决主要经济问题的策略概括在下面表格中。

<sup>1</sup> 研究时间跨度上，正好与另一部经典货币经济学著作相衔接，即《美国货币史（1867-1960）》（米尔顿·弗里德曼，安娜·J. 施瓦茨）。

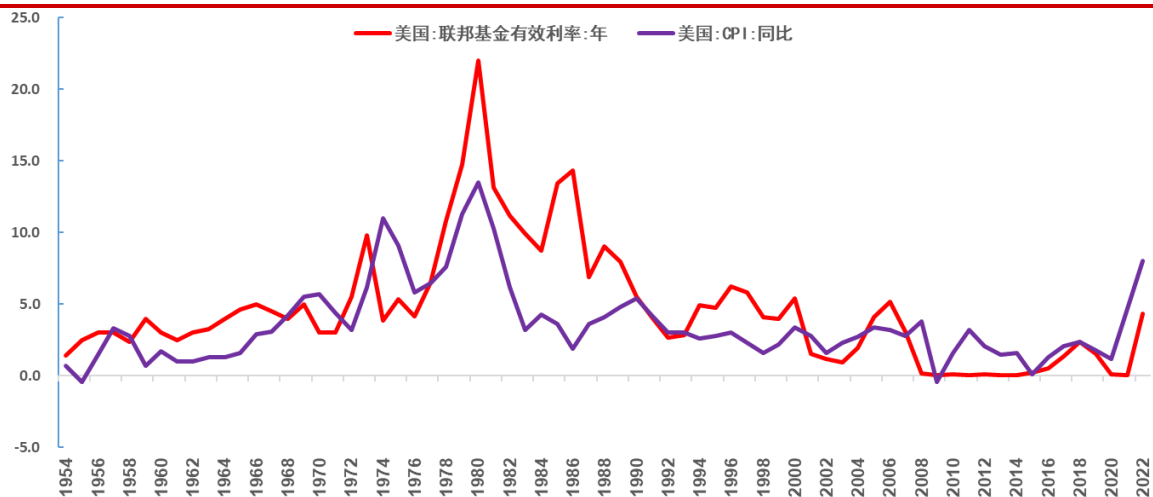
<sup>2</sup> 该协议允许美联储逐步取消固定利率（低利率），不再仅仅服务于财政债务融资需求，可以根据稳定经济（包括控制通胀）的需要自由调整利率。

表 1 1951-2022 年美联储历任主席及政策特征 (%)

| 美联储主席       | 执掌时间      | 政策操作评估                                                                                                                                                                                                                                    | 通胀问题                                                                                                                                                                               |
|-------------|-----------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 威廉·麦克切斯尼·马丁 | 1951-1970 | 创造了现代央行运行的范本，50 年代的货币政策针对经济周期进行逆势操作并在必要时对通胀先发制人。<br>名言“ <u>当聚会渐入佳境时收走大酒杯</u> ”。<br>60 年代后期，受政治压力影响，收紧政策上经常前后矛盾，有所延误。                                                                                                                      | 1952-1965 年通胀温和。<br><br>1966-1981 年通胀高企且剧烈震荡。<br>高通胀原因：<br>1) 凯恩斯经济思想主导下，财政持续扩张（减税、增支）；<br>2) 政治因素：总统连任诉求和社会目标承诺对货币政策产生干扰，美联储独立性受影响；<br>3) 油价持续大幅上涨；<br>4) 通胀预期形成并自我实现，通胀高波动、不可预测。 |
| 阿瑟·伯恩斯      | 1970-1978 | 受到显著政治压力影响，同时不相信通胀主要是由货币因素引起， <u>抗击通胀采用“时断时续”模式</u> ：通胀飙升时收紧政策，但在失业率开始上升时又立即放松，导致政策无效，通胀和通胀预期逐步上升。<br><br>美联储信誉受损。                                                                                                                        |                                                                                                                                                                                    |
| G. 威廉·米勒    | 1978-1979 | 不是货币专家，为过渡性人物。                                                                                                                                                                                                                            |                                                                                                                                                                                    |
| 保罗·沃尔克      | 1979-1987 | 1979, 10-1982, 10 <u>强力收紧货币政策来抗击通胀</u> ；通过调整银行准备金，控制货币供应量（数量目标为主），带来短期利率快速飙升。<br><br>美联储政策独立性增强。<br><br>成功抗击通胀，重建了美联储信誉，提升了货币政策可信度， <u>为随后数十年经济“大稳健”发展打下了基础</u> 。<br><br>强紧缩政策的副作用：失业率显著上升；美元大幅升值，引爆“拉美国际债务危机”；冲击储贷行业。                    | 通胀（CPI）从 1980 年的 13% 左右下降至 1983 年的 4% 左右，随后稳定下来。                                                                                                                                   |
| 艾伦·格林斯潘     | 1987-2006 | 格林斯潘任期内，美联储政策独立性和声誉达到新高度。<br>介入财政事务。<br>选择“ <u>含糊其词和模棱两可</u> ”的相机抉择策略和“ <u>先发制人</u> ”的通胀治理方式。<br><br><u>具有超越标准经济数据的洞察力</u> （如：经济结构特征、生产力变化）。<br><br>任期内，出现“股市互联网泡沫”和“房地产市场泡沫”，泡沫破灭对经济产生重大影响。原因：在金融风险控制方面存在盲点，对市场力量约束金融机构和市场从事冒险行为的能力过于自信。 | 1989-1990 年，通胀短暂有所回升。<br><br>1992-2020 年，美国通胀（CPI）最大值 3.8%、最小值 -0.4%，均值 2.2%，可谓“温和、稳定通胀时代”。                                                                                        |
| 本·伯南克       | 2006-2014 | 应对 2008 年金融大危机及随后的经济衰退，降息至 0%， <u>推出非常规货币政策（量化宽松：QE）</u> 。<br><br>2012 年完善政策框架——引入“通胀目标”，增强前瞻性指引，提高货币政策透明度。<br><br>2010 年成立金融稳定办公室，加强金融监管。                                                                                                |                                                                                                                                                                                    |
| 珍妮特·耶伦      | 2014-2018 | 典型“鸽派”人物，安排 QE 退出，慢节奏、小步伐加息。                                                                                                                                                                                                              |                                                                                                                                                                                    |
| 杰罗姆·鲍威尔     | 2018 至今   | 2018 年，加息缩表；2019 年保险性降息、并再次有所扩表；2020 年应对新冠疫情冲击，降息至 0%，开展大规模量化宽松（QE）；为应对通胀快速上升，2022 年快节奏、大幅度加息，并快速缩表。<br><br>遭遇特朗普频繁批评、施压货币政策。<br><br>2020 年 8 月改革货币政策框架，采用“灵活的平均通胀目标”，更加积极主动来确保充分就业。                                                      | 2021-2022 年，新冠疫情冲击后，通胀显著回升。                                                                                                                                                        |

资料来源：《21 世纪货币政策》（伯南克）、WIND 资讯、华西证券研究所

图 2 联邦基金有效利率<sup>3</sup>与通胀水平（CPI）（%）



资料来源：WIND 资讯，华西证券研究所

## 1. 经济基本面研究的核心主题

### 1.1. 菲利普斯曲线：演变、偏离与平坦化

1951-2021 年，美国通胀<sup>4</sup>与失业率关系明显脱离传统菲利普斯曲线<sup>5</sup>发生过两次：20 世纪 70 年代的“大滞胀”时期（高通胀伴随高失业率）和 90 年代的“新经济”时期。

经历了 20 世纪 70 年代大通胀，经济学家对传统菲利普斯曲线进行修正，形成“现代菲利普斯曲线”——主要是区分了需求侧冲击引起的通胀和供给侧冲击引起的通胀，引入核心通胀指标，重视通胀预期的影响。其内涵包括：

- 1) 当需求增长超越相应的供给增长速度时，经济扩张最终将导致更高的通胀，包括工资和物价。（传统菲利普斯曲线）
- 2) 供给侧的冲击是滞胀型的，在一段时间内会提高通胀、降低产出和就业。
- 3) 在保持失业率和供给冲击的影响不变下，家庭和企业对通胀预期的增加会导致实际通胀按照相同比例上升。而更高的通胀反过来又会证明更高水平的通胀预期预期是合理的，这样形成恶性循环。

20 世纪 90 年代（1993-1999 年）的“新经济”时期，美国迎来了“通胀温和且有所回落，失业率持续下降”良好局面。时任美联储主席的格林斯潘对此的解释是：当时正处于技术变革加速的时代，生产力持续提高，这一方面带来经济稳健增长并降低失业率，另一方面有助于抵消工资增长对商品和服务成本的影响，有助于控制通胀。正是基于上述敏锐的洞见，格林斯潘主政的美联储没有采取“先发制人”策略去抑制经济扩张。所以，经济供给侧的正向力量（新技术变革与扩散）和政策制定者（格林

<sup>3</sup> 联邦基金有效利率受联邦基金政策目标利率影响，是市场最终生成的利率。

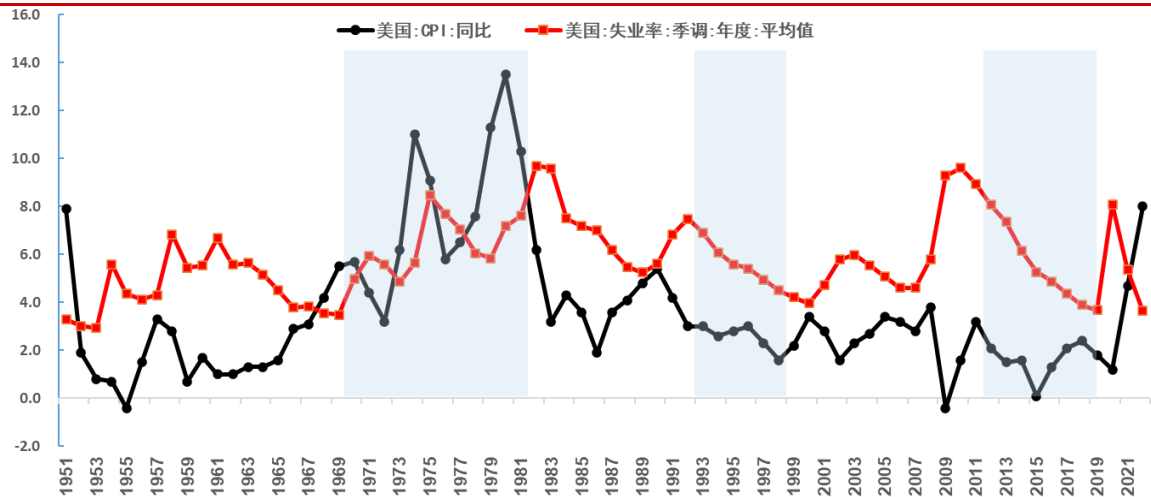
<sup>4</sup> 美国的通胀衡量方法有两种：1) 消费者价格指数（CPI），假设主要商品和服务的支出份额是固定的（权重只会周期性调整）；2) 个人消费支出价格指数（PCE），由美国经济分析局作为其 GDP 计算的一部分编制的，该指数能更好地考虑消费者购买商品和服务组合的持续变化。历史地看，两个指数走势密切相关，但 PCE 比 CPI 低零点几个百分点。

<sup>5</sup> 传统菲利普斯曲线显示通胀和失业率存在反向关系，高通胀伴随着低失业率。

斯潘) 对经济特征的准确把握共同造就了新经济时代<sup>6</sup>通胀-失业率组合对传统菲利普斯曲线的偏离。

大危机之后的经济复苏中，2012-2019 年出现了“失业率持续下降，通胀相对疲弱”的情况，即通胀对失业率的变化不敏感，菲利普斯曲线变得平坦化。经济学家提供了一些解释，包括：1) 全球化下竞争加剧，企业较难提高产品价格；2) 消费者有更多的支出花费在不受市场力量影响的商品和服务上，如医疗保健，它们的价格往往由政府决定；3) 弹性时间工作种类增多，人们更自由进出劳动力市场，劳动力供给更有弹性，工资变化较过去小。

图 3 1951-2022 年美国通胀 (CPI) 与失业率 (%)



资料来源：WIND 资讯，华西证券研究所

## 1.2. 中性利率的趋势性下行

中性利率，即自然名义利率 $R^*$ （自然实际利率为 $r^*$ ），指在充分就业和合宜、稳定通胀情况下，内生的短期利率<sup>7</sup>。中性利率 $R^*$ 与合宜通胀<sup>8</sup> $P^*$ （亦为通胀目标，当前设为 2%<sup>9</sup>）正相关（+），与自然失业率 $u^*$ 负相关（-），所以：

$$R^* = f(P_+, u_-)$$

中性利率 $R^*$ 也可以描述为：通胀稳定下，经济增长在其潜在增速水平（ $y^*$ ）所内生的短期利率。显然，中性利率 $R^*$ 与经济潜在增速 $y^*$ 正相关（+）。所以：

$$R^* = f(P_+, y_+^*)$$

中性利率 $R^*$ 是货币政策的指路牌，其可以用于判定美联储的政策是在刺激经济还是在抑制经济。因为根据泰勒法则，美联储的政策利率 $R$ ，其设定法则为<sup>10</sup>：

<sup>6</sup> 格林斯潘盛赞新经济时代，认为美国 GDP 的“重量”远低于过去：过往老式的、以制造业为基础的经济生产的是沉甸甸的物质产品，而基于互联网的经济生产很轻或是完全没有重量的无形产品。

<sup>7</sup> 由经济基本特征决定，而非政策设定利率。

<sup>8</sup> 需要注意的是，没有所谓“自然通胀”，从长期来看，通胀其实是货币政策（和财政政策）制定者行动的反映。

<sup>9</sup> 美联储选择 2% 的通胀目标旨在能够平衡其双重任务：该数值低到足以确保物价稳定，但又能高到提供降息的空间以追求充分就业目标。

<sup>10</sup> 根据奥肯定律，失业率 $u$ 与经济增速 $y$ 显著相关，所以泰勒法则亦可表述为： $R = R^* + \alpha(P - P^*) + \beta(y - y^*)$ ， $y^*$ 为经济潜在增速。

$$R = R^* + \alpha(P - P^*) - \beta(u - u^*)$$

（其中， $P$ 和 $u$ 为统计公布的通胀水平和失业率）

在通胀 $P$ 高于目标 $P^*$ ，就业较为充分下 $u \leq u^*$ ，显然应该提高 $R$ ，将其设定在高于 $R^*$ 的水平上抑制经济，给通胀降温。反之，在通胀 $P$ 低于目标 $P^*$ ，就业不充分下 $u \geq u^*$ ，显然应该调降 $R$ ，将其设定在低于 $R^*$ 的水平上刺激经济，促进就业。

对合宜通胀 $P^*$ 和自然失业率 $u^*$ 的科学分析和测算，以及在此基础上对中性利率 $R^*$ 的趋势性分析和阶段性预测较为重要，是避免政策误操作的关键。基于国际和美国通胀经验，美联储将合宜通胀 $P^*$ 设定为 2%，自然失业率 $u^*$ 的分析和选择则较为复杂。自然失业率主要由货币政策控制之外的因素决定<sup>11</sup>，这些因素包括<sup>12</sup>：人口结构、劳动力技能、企业的需求和战略（如，对自动化的依赖度），以及劳动力市场中雇主与雇员的匹配效率。

自 21 世纪 80 年代中期以来，美国中性利率 $R^*$ 呈现趋势性下降特征<sup>13</sup>。原因在于：

- 1) 沃尔克成功制服“大通胀”以及格林斯潘高技巧、艺术性地很好的管理了通胀，带来通胀预期持续稳定，通胀保持温和水平。（导致 $P^*$ 处于温和低水平）
- 2) 美国潜在 GDP 增速的趋势部分在不断降低，主要是人口结构变化——人口老龄化带来劳动力增长放缓和全要素生产率不断下降——重大科技变革步伐放缓，以及经济“轻量化”对实物资本需要的减弱。上述两方面共同导致对新的生产资料需求疲弱以及整体经济增长的疲软，进而抑制资金需求，降低中性利率。（ $y^*$ 的持续下降牵引着 $R^*$ 回落）
- 3) 伯南克提出“全球储蓄过剩”导致储蓄（投资）回报率下降。储蓄的增加来源于中国和其他快速增长东亚国家的高储蓄倾向，以及诸如沙特等高收入产油国的储蓄，而储蓄的消耗主要是新资本投资需求（私人部门）和政府赤字（公共部门）。21 世纪以来，储蓄的增长显然快于投资的扩张需求。（资金供求关系）

<sup>11</sup> 尽管货币政策在短期内确实会影响失业率。

<sup>12</sup> 由此可以看出，自然失业率的估计难度较大，精确度不高，为了辅助决策，美联储前主席耶伦强调一系列替代性劳动力市场指标，如劳动力参与率、愿意从事全职工作的兼职人员人数，以及自愿辞职率（工人对自己找到新工作的能力的信心指标）。

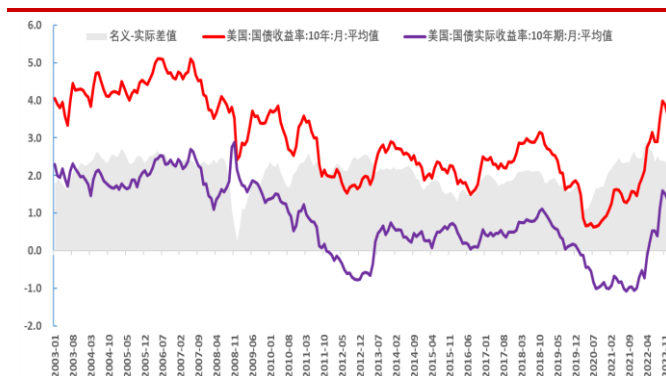
<sup>13</sup> 伯南克在著作中以 10 年美国国债收益率来描述中性利率，其逻辑在于：短期利率可以被认为是衡量当前货币政策立场的指标，而长期利率——未来短期利率的预期平均水平的反映，可以被视为中性利率 $R^*$ 的代表。这里延伸出收益率曲线倒挂（短期利率高于长期利率）的讨论，这意味着短期利率高于中性利率，要么代表当前货币政策是紧缩性的，要么预示着未来经济将放缓、甚至衰退，远期有降息的可能。

图 4 美国国债收益率：10 年 (%)



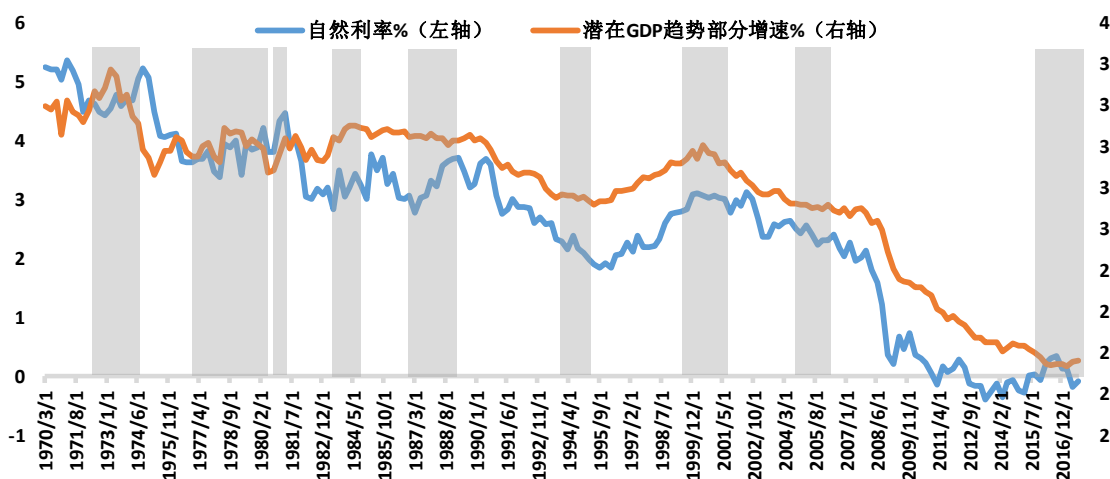
资料来源：WIND，华西证券研究所

图 5 美国名义与实际国债收益率：10 年 (%)



资料来源：WIND，华西证券研究所

图 6 Laubach-Williams 模型<sup>14</sup>估算的美国自然利率(阴影部分为加息周期) (%)



资料来源：美联储旧金山分行，华西证券研究所

## 2. 货币政策研究的核心主题

### 2.1. 政策框架：从“稀缺准备金体系”到“充足准备金体系”

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\\_51640](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_51640)

