



程实：欧美央行货币政策框架演变的影响



文/新浪财经意见领袖专栏作家 程实 张弘硕



即使未来美国可以顺利实现加息缩表，我们仍相信资产购买将作为常规性政策工具以应对复杂多变的市场环境。

根据 8 月底美联储主席鲍威尔在杰克逊霍尔全球央行年会上的最新演讲，与 7 月中欧洲央行发布的最新货币政策策略调整声明，我们发现全球两大央行在货币政策策略与政策执行逻辑上整体越发趋向一致。

具体来说，围绕欧美央行在货币政策目标、政策框架、政策执行与政策工具四个方面的发展与创新，我们总结了当前欧美央行在政策决策与执行上的四个主要特征：一是对短期价格波动更加包容；二是对金融稳定性更加重视；三是在预期管理上会更加谨慎；四是在政策执行上更加坚决。

结合实际，这四个主要特征也恰好反映了鲍威尔在全球央行会议上的最新讲话内容：一是始终认为短期通胀具有临时性；二是指出了支持宽松金融条件的合理性；三是美联储鹰鸽交替的态度，意图试探市场反应以求充分引导市场预期；四是清晰明确了一旦实现“实质性进展”（平均通胀水平 2%与就业缺口恢复疫情前水平的 65%或以上），将立刻缩减资产购买（Taper）。

双重使命与层级使命的政策目标

自欧洲央行成立以来，欧洲执行委员会一直贯彻以“价格稳定”为核心的层级目标制。美联储则始终坚持以“价格稳定”和“充分就业水平”为核心的双重目标制。尽管二者在政策目标设定上存在差异，但我们发现，在对价格稳定和充分就业的具体目标认知和分析逻辑上，两大央行正在形成高度共识。

在价格稳定方面，一是欧美央行对称性中长期通胀目标提高了对短期价格水平波动的容忍度。比如，美联储在新的货币政策框架下引入了长期通胀平均目标制。这将允许通胀在较长时间内超过 2%，以补偿自金融危机以来美国通胀率长期低于 2%的缺口。欧洲央行则在近期修改了“低于但接近 2%”的非对称性通胀目标，转为将 2%设定为中期对称性通胀目标。同时，欧洲央行也多次表达了对通胀目标恢复需要长期的耐心，以及解释在恢复阶段中出现通胀超调容忍的必要性。

二是在价格水平的预测方法上欧美更加强调了对广泛的信息和数据的

理解。比如，美联储理事会和欧央行委员会均会对某些波动性成分的潜在短期通胀指标进行监控，以作为通胀水平中长期可能发生演变的有效信号。更重要的是，近期欧洲央行将自住房（OOH）价格指数纳入了其通胀价格目标。欧洲央行的调和消费者价格指数（HICP）此前仅仅考虑了与房主相关的住房服务成本。参考美国自住房等价租金对核心通胀的影响，将 OOH 纳入 HICP 将有助于提高欧洲通胀水平预测的真实性。

三是在价格水平预测的方法上更加多元化。正如美联储副主席克拉里达多次在演讲中提到的，美联储很难基于一种单一且刚性的数学模型来进行预测。现在联储价格水平的预测主要基于多个模型组合下的均值预测，并将均值预测的结果与通胀目标下的政策路径进行分析。类似的，欧洲央行也是基于多种模型组合下，对价格水平进行均值预测。

在就业方面，尽管欧洲央行并未像美联储那样将就业列入与通胀同等重要的目标，但近期在欧洲央行货币政策策略调整的内容中，欧洲央行强调了价格稳定与充分就业之间的紧密联系，更指出欧洲央行在其“层级使命”中一方面考虑了对中期通胀水平的导向，另一方面考虑了供给侧冲击下就业结构的变化。

此外，美联储与欧央行更加关注就业结构的均衡性。比如鲍威尔在杰克逊霍尔全球央行会议中提到了尽管就业已经取得进展，但仍需注意服务业部门低工资工人、非裔美国人和西班牙裔美国人的失业率问题。类似的，欧洲央行也强调了失业率更需要考虑到社会发展因素，反映了欧洲央行对

中东及西亚地区难民流入对欧元区劳动力市场结构影响的重视。

综合的经济与金融分析政策框架

美联储及欧洲央行的货币政策分析框架均主要围绕对中期经济与金融系统两个方面进行综合评估。这种综合分析框架与此前分析框架最大的不同是，新框架取消了经济分析与金融分析相互间的信息交叉验证。

具体来说，过去的分析需要经济学家分别对经济与金融市场的信息进行结论分析。进一步，对二者的分析结果进行交叉验证并最终判断经济活动与金融风险可能演进的方向。

然而，现在的政策分析框架强调了保留不同市场信息所反映出的不同情况，并根据更广泛的信息构成一个更加宏观的叙事来推动政策决策。这实际上说明了美联储和欧洲央行在政策分析框架上更加强调了对广泛数据的充分理解，从而以更多元的信息支持来推动货币政策路径的调整。我们认为，这种以数据驱动的分析框架使得美联储和欧洲央行在政策执行的准备期显得更加具有耐心和定力。

这也是为什么我们看到在杰克逊霍尔全球央行会议前，市场及地区联储官员对 Taper 更显鹰派姿态，而鲍威尔的演讲却又向市场传递出了较鸽派的态度。其实，这种“鹰鸽交替”的姿态反映了美联储对数据和信息理解的谨慎。同时，这也是美联储有意在通过前瞻指引的方式不断试探市场的反应，从而在充分理解市场反应的基础上实现更加有效的市场预期引导。

强调金融稳定的重要性。无论是围绕双重目标还是层级目标，金融稳定性在欧美综合式的货币政策分析框架中越发受到重视。这主要是因为金融稳定性对货币政策传导的运行情况具有重要影响，特别是在公司信贷、银行借款、风险承担和资产定价等渠道上。基于实证研究，美联储指出在低利率的环境下货币政策与金融稳定性相互间的敏感度会增强。因此，金融环境的不稳定性将会阻碍美联储实现双重使命的目标。类似的，欧洲央行的实证分析也显示了金融稳定是价格稳定的前提条件。对于金融风险不断累积，宏观审慎与行为监管作为第一道防线无可置疑。而宏观审慎政策与货币政策之间显著的相关性，使得欧洲央行必须考虑货币政策的执行是否与当前监管政策存在矛盾。

强化财政与货币政策的协同性。为了尽可能在货币政策真实落地后降低市场可能产生的不确定性，强化财政与货币政策日趋紧密的协同性也是欧美货币政策框架内容的新变化。在低利率和金融敏感度较高的环境中，财政政策可以为经济复苏起到稳定器的作用。同时，有效财政政策可以支持债务的可持续性，从而可有效保证价格水平的稳定。从长期来看，大量的实证分析发现，扩张性的财政政策在经济的衰退期和复苏期有利于劳动

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_34645

