



上海金融与发展实验室
SHANGHAI INSTITUTE FOR FINANCE & DEVELOPMENT

半月度
报告

金融与发展

海外观点

2021年/总第232期

目 录

世界热点

疫情后的新商业繁荣..... 3

导读：在此次新冠疫情危机期间，经济活动出现了不同寻常的模式，其中之一是商业申请行为的增加，并在各个行业部门中展现出不同趋势。一方面，这表示企业倒闭现象正在恢复正常，失业率开始下降。但是，新企业对此带来的确切贡献尚不清楚。

货币、金融稳定与入侵乌克兰..... 6

导读：过去两年间，英国经历了三次经济和金融冲击：英国退欧的最后阶段、新冠肺炎的大流行，以及最近的俄罗斯入侵乌克兰事件。这些因素会对英国经济和金融稳定造成不确定的影响。虽然可能要过很多年，我们才能知道这些是否会是结构性的、长期的变革，但至少现在我们还是可以看到这些因素影响英国经济的一些途径，以及近期影响的范围和方向。

一个货币无序的新世界即将到来..... 20

导读：美国及其盟国对俄罗斯的货币制裁使得其他国家产生对货币金融体系问题的担忧。世界其他国家也在寻找绕过美国及其盟友的货币和金融市场的交易和储存价值的方法，中国正在尝试通过数字人民币与周边国家建立人民币结算货币体系。本文作者认为最终可能出现的情况是两个货币体系——西方的和中国的——以不同的方式运作，并且不自觉地重叠在一起。

通货膨胀与运输成本..... 24

导读：2020年3月以来，海运货物价格大幅上涨。随着价格上涨，港口的中断和高运量导致船只闲置和卸货延误。在2022年1月对长滩港的一次访问中，交通运输部长 Pete Buttigieg 讨论了这些港口中断对通货膨胀的影响，他说，“毫无疑问，当你缺乏航运渠道时，你会看到价格上涨的压力，这将是我们在通货膨胀方面面临的一部分挑战”。

不要害怕收益率曲线再现..... 27

导读：近几个月来，金融市场对短期利率未来走势的看法发生了变化，政策制定者发出信号称减少宽松货币政策的时机即将到来。与以往的政策紧缩时期一样，最近一次是在2018年，人们可以听到关于收益率曲线斜率下降和出现“倒挂”风险的评论随之增多，即长期收益率降至较短期收益率之下。与以往的情况一样，10年期和2年期美国国债收益率之间的差异似乎引起了过度关注，这种差异通常被称为“2-10息差”（2-10 spread）。

经济理论

美国通胀率为何高于其它国家 34

导读：美国和其它发达国家的通胀率在历史上是非常接近的。全球供应链的问题和由于疫情导致的支付系统的改变都推升了全球通胀率。但是，自从 2021 年上半年，美国通胀率比其它发达国家更高了。预测表示为了对抗疫情对经济影响的财政支持政策可能造成了这一现象，通胀率在 2021 年提升了 3 个百分点。

实时监测发现美国房地产市场泡沫正在显现？ 39

导读：自 2012 年以来，美国的实际房价（经通胀因素调整后的价格）一直在稳步上升。疫情之前房价开始进一步上涨，但自 2020 年初以来上涨速度明显加强。对于潜在的买家和卖家以及政策制定者来说，了解住房市场的状况是必要的。我们使用一种新的统计工具来实时评估美国房地产市场的健康状况，我们认为，此次上涨的根本原因与 2007-2009 年全球金融危机之前的房地产繁荣时期不同。然而，人们越来越担心美国房价正再次脱离基本面。

趋势通胀是否有失控的风险？通胀预期的作用 43

导读：自大流行开始以来，对消费者价格总水平的看法迅速从对通缩的担忧转变为对过度通胀的担忧。本文借鉴 Mertens (2016) 的实证框架，构建了美国趋势通胀估计的月度模型，结果显示最近的通胀和通胀预期在长期呈上升趋势。

美联储的新框架:背景和后果 51

导读：本文讨论了美联储的新框架，并强调了修订后的共识声明和新战略中的一些重要政策含义。特别地，本文首先讨论了促使美联储在 2018 年 11 月宣布将在 2019 年对其货币政策战略、工具和沟通实践进行首次公开审议的原因。其次，将审议的主要结果纳入新的《长期目标和货币政策战略声明》，并强调了一些重要的政策含义。

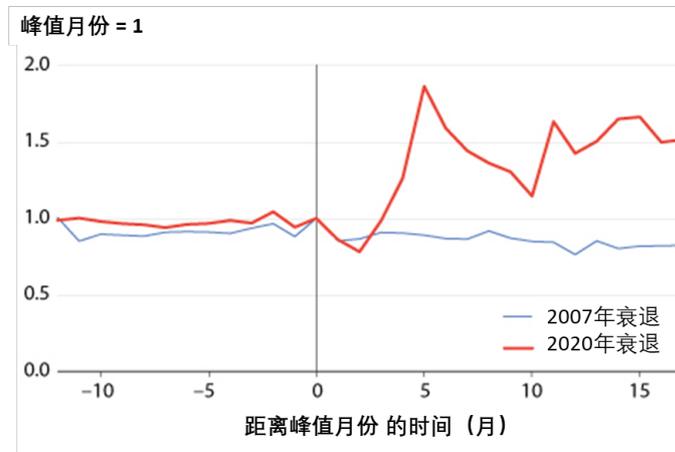
疫情后的新商业繁荣

Guillaume Vandenbroucke & Victoria Yin/文 申劭婧/编译

导读：在此次新冠疫情危机期间，经济活动出现了不同寻常的模式，其中之一是商业申请行为的增加，并在各个行业部门中展现出不同趋势。一方面，这表示企业倒闭现象正在恢复正常，失业率开始下降。但是，新企业对此带来的确切贡献尚不清楚。编译如下：

在新冠疫情危机期间，经济活动出现了不同寻常的模式。例如与之前的大多数衰退不同，家庭收入和个人储蓄有所增加。另一个不寻常特征是商业申请行为的增加。

图 1 在 2007 年衰退和 2020 年衰退期间，美国的商业申请量

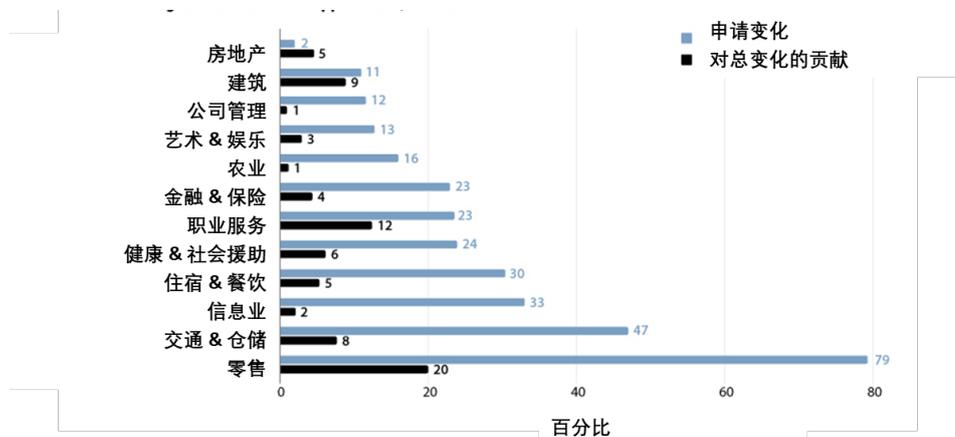


商业申请的数据来自美国人口普查局提供的数据集 Business Formation Statistics。这里的商业申请是指美国 50 个州和华盛顿特区内雇主识别号码的申请。图 1 比较了两次经济衰退开始之前和之后的商业申请量。第 0 个月对应于美国国家经济研究局公布的经济衰退前的高峰月份。2007 年经济衰退的高峰月份是 2007 年 12 月，而新冠疫情导致的经济衰退的高峰月份是 2020 年 2 月。在纵轴上，每月商业申请数量在第 0 个月被标准化为 1，以便在各次衰退期间进行比较。因此，值 1 意味着相对于衰退的开始没有差异；0.9 意味着商业申请比衰退开始时减少 10%；值为 1.1 则意味着商业申请增加 10%。

每次经济衰退之前，商业申请都相对稳定。但在两次衰退中，申请在衰退开始后一个月内都下降了约 15%。然而，该数字值得关注的地方是 2020 年的增加。在 7 月，即第 0 个月后的五个月，商业申请几乎是 2 月份的两倍（高出 86%）。相比之下，在 2007 年经济衰退开始 5 个月后，商业申请下降了 10%，并且一直在下降：在一年后下降了 25%。

与 2020 年 2 月之前的 12 个月相比，在之后的 12 个月中，总共有超过 110 万个业务申请，增长了 34%。相比之下，2007 年 12 月之后的 12 个月中，与之前的 12 个月相比业务申请数量减少了 13 万件，下降了 5%。

图 2 商业申请总量的百分比变化，2019-2021



各行业的商业申请并非均匀增长。图 2 报告了 2020 年 2 月之后的 12 个月内按行业分列的商业申请总量相对于之前 12 个月（蓝色条）的增长百分比；还报告了每个行业对商业申请总增长的贡献（黑条）。尽管许多行业都有增长，但零售业的申请增幅最大——增长了 79.2%，占申请总增幅的 20%。房地产行业的新业务增幅最小，即 2%，但仍占申请总增幅的 5%。

不过，商业申请只是一方面。另一个重要的问题是新冠疫情危机是否导致众多企业倒闭。这种类型的数据通常不像业务形成数据那样很快就能得到。Crane 等人（2021）使用工资数据提供了疫情期间企业停业的估计值。他们发现企业停业的高峰期在 2020 年 5 月中旬左右，持续了至少 36 天。当时的企业停业率比历史平均水平高 6%。他们还在 70 天及更长时间中发现了一个中等峰值（比历史平均水平高 2%）。然而，到 2020 年 8 月/9 月，企业倒闭已恢复到历史平均水平。

结论

这些事实对美国经济意味着什么？一方面，商业申请已经启动，另一方面，企业倒闭趋势可能正在恢复正常。这表明失业率开始下降，并会保持在低位。但是尚不清楚新企业将雇用多少员工，或者企业在创立后几个月内存活的可能性有多大。为了解决这个问题，人口普查将商业申请划分为“高倾向商业申请”和所有其他商业申请。高倾向申请最有可能转变为雇佣员工的企业，因此与（比如）下岗工人提交的申请有很大不同，因为后者大多为个体经营，不太可能雇用任何人。与 2020 年 2 月之前 12 个月的总数相比，在之后 12 个月中，高

倾向企业总数申请量增加了 23%。2020 年 3 月至 2021 年 2 月期间，共有 160 万家高倾向性企业创立，这有助于在此期间减少失业率。

本文原题名为 “The COVID-19 New Business Boom”。本文作者 Guillaume Vandebroucke 是圣路易斯联邦储备银行的助理副总裁，Victoria Yin 是圣路易斯联邦储备银行员工。本文于 2022 年 3 月 21 日刊于圣路易斯联邦储备银行官网。[单击此处可以访问原文链接。](#)

货币、金融稳定与入侵乌克兰

Jon Cunliffe/文 母雅瑞/编译

导读：过去两年间，英国经历了三次经济和金融冲击：英国退欧的最后阶段、新冠肺炎的大流行，以及最近的俄罗斯入侵乌克兰事件。这些因素会对英国经济和金融稳定造成不确定的影响。虽然可能要过很多年，我们才能知道这些是否会是结构性的、长期的变革，但至少现在我们还是可以看到这些因素影响英国经济的一些途径，以及近期影响的范围和方向。编译如下：

过去两年间，英国经历了三次经济和金融冲击：英国退欧的最后阶段、新冠肺炎的大流行，以及最近的俄罗斯入侵乌克兰事件，目前英国央行（Bank of England）已明确表示了谴责的态度。

今天，我想谈谈这些因素对英国经济和英国金融稳定的影响。我们当然不知道俄罗斯入侵乌克兰的后果，这场冲突可能会走向许多方向。也许要过很多年，我们才能知道这是否会是一场结构性的、长期的变革，这是因为现在的全球经济基本上是一体化的。但我认为现在至少可以看到它影响英国的一些途径，以及近期影响的范围和方向。

从何谈起这些因素很重要，英国经济进入 2022 年后仍然受到新冠疫情的影响，主要是通过两个渠道——极高的输入性通胀，以及工资迅速增长下紧张的劳动力市场。

英国输入性通胀

输入性通胀是在英国看到使通胀急剧上升的主要驱动因素，这也反映在商品和能源上（见图 1）。商品价格上涨的原因是，全球经济的大部分领域迅速重新开放所产生的供应面摩擦、需求从服务到商品的转移，以及一旦疫情结束，相对于经济活动，发达经济体的强劲需求——这主要是政策支持的结果。例如，图 2 显示，英国家庭收入的下降幅度没有 GDP 的下降幅度大。

新冠疫情爆发的最初阶段是抑制通货膨胀。但随着经济在去年断断续续地复苏，供应本身也受到了疫情的冲击，无法跟上需求的步伐。这一直是全球商品价格变动的根本驱动因素，在俄罗斯入侵乌克兰的可能性增大之前，这也是全球能源价格上涨的根本驱动因素。2021 年欧洲出现了天然气储存缺口，其中一半以上是亚洲液化天然气需求增加而造成的。

包括食品和能源在内的英国商品，其价格目前远高于新冠肺炎前的趋势，且目前通胀处于高位（见图 3）。相比之下，服务的价格能更好地反映国内成本，但也仍需恢复到新冠肺炎前的价格趋势。目前服务业的通胀也有所上升，但仅为 3.5%，略高于长期平均水平。

英国劳动力市场

随着我们逐渐从新冠疫情中恢复，国内劳动力市场也受到了供求巨大变化的冲击。

劳动力参与率下降和净移民的减少，打击了劳动力供应。尽管经济活动和就业有所复苏，但英国的劳动参与率几乎没有恢复（见图 4）。劳动参与率仍比新冠肺炎前的水平低约 1%（约 35 万人）。这种下降有可能是结构性的，而非周期性的，这是新冠疫情造成的工作和生活偏好变化的结果。

新冠疫情、或者是英国脱欧导致了移民人数的减少，这加剧了劳动参与率的下降。我们很难对其中任何一种因素的影响做出精确估计，也很难确定这种影响的持续时间。由于新冠疫情的爆发，过去两年的移民数据是不可靠的，但我们可能可以从实验统计数据中得到人们旅行的规模和方向的迹象。这些数据表明，2020 年英国的净移民人数降至约 3.5 万人，而 2019 年时超过 25 万人。

在劳动力需求方面，有证据表明，新冠肺炎增加了某些部门的需求，特别是卫生部门对劳动力的需求。目前，就业人数比新冠肺炎之前增加了约 70 万人，其中一半是从事卫生工作、社会工作、教育工作或公共管理工作的，这在一定程度上反映了自雇的转变。但随着疫情的结束，部分需求可能会减少。事实上，卫生和社会工作的劳动力岗位数量在 2021 年的最后一个季度已经出现了下降的趋势。

有趣的是，也许是由于政策的支持，新冠疫情及其相关的经济影响并没有出现最初预测的一些严重结果。失业率，包括长期失业率，都很低。尽管职位的空缺达到了创纪录的水平，但招聘的速度也在加快。没有实质性的证据表明劳动力市场的部门不匹配，而劳动力市场仍然保持了高度的灵活性。

相反，我们在新冠疫情后的劳动力市场上，看到的是劳动力供应疲软而劳动力需求强劲。这一影响是巨大的：今年伊始，英国的就业率仍低于新冠肺炎前的水平，GDP 略高于新冠肺炎前的水平，但出现了创纪录的 130 万个空缺岗位，劳动力市场日益紧张。

这在薪酬方面也得到了反映，自 2020 年第四季度以来，薪酬的增长速度一直快于疫情前的水平。在截止 2022 年 1 月的三个月里，整个经济中，总工资增长了 4.8%，而私营部门的常规工资——这或许是一个更好的衡量劳动力市场实力的指标——增长了 4% 以上。我们代理商的调查显示，大多数公司可能会在来年将至少一部分涨价转嫁到价格上，这将增加通胀压力。

货币政策委员会 2 月的预测

货币政策委员会（以下简称“MPC”）在 2022 年 2 月的预测是以当时的市场利率为基础的，其特征是我讨论过的新冠疫情可能造成的两个后果——高输

入性通胀和紧张的劳动力市场。通货膨胀预计将在今年第二季度达到超过 7% 的峰值，其主要是由燃气和电力价格上涨推动的。

今年下半年以及明年，家庭收入将因此受到影响，预计可支配收入将减少约 2%。相比之下，这将是大约 30 年来家庭收入的最大年度平均降幅，并将使总降幅回到 2018 年底的水平。

能源价格上涨造成的影响将是不均匀的。2019 新冠病毒之前，能源支出约占英国家庭平均可支配收入的 6%。对于收入分配中处于最底层 10% 的家庭来说，他们的能源支出占可支配收入的占比是这个数字的两倍多（见图 5）。这些家庭的储蓄率最低，相比那些收入较高的家庭，他们的储蓄更少，这限制了他们平滑消费的能力。因此，在收入下降的情况下，这些家庭比高收入家庭更倾向于减少消费，而这些因素可能会放大对总需求的冲击。

由于需求受到冲击，经济活动的增长预计将在今年下半年大幅回落。

通货膨胀率预计将在今年下半年和明年开始回落，因为能源价格的上涨已经超出了年度通货膨胀率，而且需求下降的反通货膨胀影响将发挥作用。

同时劳动力市场预计在短期内仍将吃紧，在收入减少对经济活动和就业的影响抵消劳动力市场的压力之前，失业率将持续下降直至今年年中，薪酬将继续以每年 4% 以上的速度增长直至秋季。

俄罗斯入侵乌克兰带来的影响

那么，俄罗斯对乌克兰的入侵以及随之而来的经济制裁，会如何改变货币政策委员会 2 月份预测中的情况呢？

这在很大程度上取决于冲突的进程和制裁的演变。但很有可能出现的是，它将加剧并延长通胀的飙升，并收紧对家庭收入的挤压。它也可能导致家庭消费和企业投资的需求下降，但具体的影响程度我们尚不清楚，甚至可能超过我们 2 月份的预期。此外，它还可能对经济的供应方面产生额外的影响。

正如我们在过去的几个月所看到的那样，这种影响主要来自于大宗商品的价格。俄罗斯经济本身只占全球经济的 3% 左右。就英国贸易而言，它所占的世界市场份额不到 1%，而乌克兰的经济规模则更小，同时俄罗斯、乌克兰与英国的金融联系也相对较小。

但俄罗斯在全球大宗商品供应中所占的份额要大得多。这在能源方面表现得最为明显——石油、天然气和煤炭。工业金属、化肥和农产品也是如此，乌克兰也是后者的主要供应国。

我们已经开始看到一些大宗商品价格受到的影响，包括能源和食品价格。全球石油价格增长了 11%，英国天然气批发价格在俄罗斯入侵乌克兰以后增加了 40%（见图 6 和图 7）。这些价格的剧烈波动反映了不确定性的战争和为此实

施的制裁（见图 8）。如果我在上一轮货币政策委员会（MPC）会议开始时就发表了这番讲话，涨幅将分别为 22%和 116%。如果我在两周后给出这个数字，那涨幅就是 10%和 17%。

然而，不管价格是否波动，自俄罗斯入侵乌克兰以来，英国的批发天然气价格平均上涨了 40%左右，这将在今年 10 月反映到消费者价格中。

我们不可能满怀信心地预测大宗商品价格，尤其是能源价格的走势。迄今为止，俄罗斯还没有对大宗商品出口实施制裁，俄罗斯也没有对输送施加任何直接的限制，尽管管道流量比近年来有所下降。

但大宗商品市场受到的影响不仅仅来源于俄罗斯实施的直接制裁。制裁的可能性——以及俄罗斯的报复——显然在很大程度上导致了油价的波动。金融制裁似乎也对与俄罗斯能源相关的交易产生了“寒蝉效应”。与世界其他地区的石油相比，俄罗斯的石油价格出现了折扣（见图 9）。而且，不管制裁如何，俄罗斯对欧洲的天然气供应与去年同期相比已经有所下降，许多西方公司已经自愿停止了与俄罗斯实体的交易。

虽然我们不能肯定地预测这些市场将如何发展，但能源和其他大宗商品的价格很可能在更长时间内继续走高。这将推高发达经济体的通胀水平，并降低 GDP（见图 10）。

俄罗斯入侵乌克兰可能还会对英国经济产生其他的影响。商品价格的上涨和波动加剧，以及商品供应链的中断将对经济的供应方面产生不利的影 响，同时不确定性的普遍增加将对家庭消费和企业投资造成压力。

我们已经在家庭和企业调查中看到了需求疲软的前景。3 月，英国消费者信心降至 2020 年 11 月以来的最低水平。采购经理人指数（PMIs）仍然保持强劲，但其前瞻性成分已开始从非常高的水平逐渐下降。

与货币政策委员会 2 月份的预测相比，我已经说过，这些影响将导致更高、更长的通胀峰值，并加剧对家庭收入的挤压。我们可以比较清楚地看到能源、商品和食品价格对消费者价格指数（CPI）通胀的直接影响。但随之而来的是价格对家庭收入和消费的影响，预测这种影响更为复杂，因为这取决于其他商品对能源的替代程度以及家庭储蓄的反应等因素。

货币政策委员会要到 5 月才会发布下一个完整的预测，该预测将通过分析这些影响发挥作用。但在此之前，我们可以进行一些简单的思维实验，来了解能源冲击的方向和规模。如果我们用简单的经验法则来分析从能源价格到消费者价格指数通胀的传递，以及经济活动的反应，我们就能说明能源价格变动的潜在影响。最新的能源价格数据显示，相对于 2 月份的预测，通胀将受到约 2 个百分点的影响，GDP 水平将受到约 1%的影响（见表 1）。当然，我们应该将这

些数据视为说明能源冲击潜在规模的部分指标。5 月份 MPC 的预测是对这些影响进行全面的评估。

货币政策受到的影响

这对货币政策有什么影响？

第一个、也是最明显的一点是，鉴于能源价格上涨的规模和货币政策的滞后，货币政策几乎无法抵消外部对价格产生的压力，因此我们肯定会在未来几个季度内看到非常高的通胀数据。同样，货币政策也无法抵消由此导致的家庭收入的缩水。

我们所能做的就是。确保当前的极端压力过去后，保持通胀回到 2% 的目标。在我看来，这需要平衡两种截然不同的风险。首先，要确保通胀压力不会深入国内经济，即使能源和其他进口商品的价格停止上涨，甚至可能开始下降，通胀也不会高于所制定的目标水平。

这里的风险是，随着我们进入一个通胀甚至更高的时期——比我们 40 年来看到的还要高——劳动力市场紧张，工资增长强劲，对永久高通胀的预期开始推动企业和工人做出决策——关键的是，这些新规范已经深入人心，足以承受经济活动和就业的萎缩，因此我们很可能在今年年底左右看到这种萎缩。

另一方面的风险是，我们放大了收入紧缩的影响，考虑到货币政策的滞后，随着进口价格增长率的下降，我们的行动会对经济造成压力，使通胀远低于我们的政策目标。正如二月份货币政策委员会的预测（与我们的标准惯例一致）所示，假设银行利率遵循金融场所暗示的路径，结果就是如此。在其他条件相同的情况下，俄罗斯入侵乌克兰事件将会使这种不足体现的更加明显。

上一次的货币政策委员会会议上，我投票反对提高利率，这并不是我的轻举妄动。作为货币政策委员会（MPC）中年龄最大的成员，我确实非常清楚地记得这种通胀心理的极端表现，它是上世纪 70 年代的特征，我也没有忘记修正它的成本。

但我认为，我们尚未看到通胀持续走高的心理出现。我们所看到的薪资增长的主要驱动力一直是劳动力市场的紧张。

家庭和企业通胀预期的几个指标已经上升到了我们绝不应忽视的程度，我们应谨慎对待。正如我的同事 Silvana Tenreyro 所指出的那样，有一些证据表明，家庭通胀预期只是滞后于价格，尤其是汽油和食品等重要商品价格的大幅上涨。人们形成期望方式的不同造成了巨大的差异，这增加了不确定性。而那些可能拥有最低工资议价能力的企业，其预期也最不稳定。

然而，在新冠疫情造成社会和经济动荡之后，家庭和企业的规范即将受到一段更高通胀时期的考验，这一动荡也可能对人们的态度和规范产生更广泛的

影响。公司对我们的代理商说，他们更愿意将成本增加转化为价格，尽管商品的成本增加比服务的成本增加更明显，但这与新冠疫情前的情况明显不同。

但是，尽管上世纪 70 年代给了我们一个有益的教训，告诉我们会发生什么，但我们应该相信我们不会重蹈覆辙。在 50 年前的大规模供应冲击之前，英国的通胀水平已经高了好几年。当时，英国货币政策的制度框架与现在大不相同，劳动力和商品市场也是如此。劳动力市场改革、开放市场和更大的竞争意味着企业和工人没有同样的定价权。目前尚不清楚的是，即使在高通胀时期，我们今天是否会在经济活动低迷、失业率上升的时期看到类似的价格和工资上涨。

因此，尽管我认识到可能有必要进一步收紧货币政策，但目前，随着我们逐渐在这一充满挑战的时期取得进展，以及大宗商品价格的上涨对实际家庭收入的负面影响抑制了经济活动，我认为，我们并不一定需要强力地、持续地反对通胀的心理。相反，我们需要仔细判断双方的风险，权衡国内价格、工资、经济活动和就业的演变证据。货币政策委员会的下一个预测分析将是自俄罗斯入侵乌克兰以来的第一个行动。

金融稳定

现在，我想以同样的视角，简要地分析俄罗斯入侵乌克兰对金融稳定的影响——这也是英国央行的另一个主要目标。

同样，从何处开始分析是重要的。到目前为止，英国银行体系已经从新冠疫情中恢复过来了，并处于有利地位。这反映了一个事实，即在新冠爆发时，银行体系拥有强大的资本和流动性保障，这是金融危机后改革的结果，其中包括对主要银行进行压力测试，以确保它们能够承受极端但合理的压力情景。因此，在新冠疫情开始时，它们能够保持对实体经济的信贷。

随后对经济的财政支持意味着，银行体系不需要动用已经建立起来的资本和流动性缓冲。但新冠疫情期间的广泛和反复的压力测试让我们相信，即使没有财政支持经济，银行体系也能够承受新冠疫情的进一步冲击。

英国银行体系对俄罗斯和乌克兰的敞口很小。当然，通过与其他司法管辖区的银行，它会间接受到影响。但是，尽管其他司法管辖区的一些银行的风险敞口更大，这一总体风险也似乎并不高。

对银行体系的影响更有可能来自两个渠道。首先，也是最直接的，大宗商品价格上涨和价格波动加剧对大宗商品交易和供应融资的影响。其次，更间接地，通胀的上升和经济活动的下降会对银行的资产负债表产生普遍影响。

第一种渠道我会稍后再谈。在总体经济影响方面，目前较高的资本和流动性水平提供了相当大的弹性。英国央行 2019 年的年度压力测试也提供了保证，该测试针对的是经济增长疲弱和通胀相对较高的情况。

非银行金融系统，投资基金、保险公司和养老基金，以及为它们服务并连接它们的金融市场则更为复杂。在 2020 年 3 月新冠疫情爆发之初，非银行金融系统经历了严重且极具破坏性的流动性压力。这种所谓的“冲钱”现象，是在央行向金融系统大量注入流动性资金之后才得以平息。

因此，新冠疫情后的非银行生态系统将出现更大的流动性，这有助于缓解流动性压力。然而，与此同时，随着通胀开始上升，许多发达经济体的货币政策开始收紧，投资组合已开始从高风险资产转移，这不仅是在实施与新冠疫情相关的政策支持之后，也是在 10 年的低利率和大规模量化宽松政策之后。

俄罗斯入侵乌克兰带来的不确定性和破坏性，包括金融制裁，将使这种转变更加难管理。而且，随着冲突的演变，不能排除更极端的投资者“逃往安全区”的可能性。此外，尽管已经开展了大量工作来确定“现金抢购”的原因，但潜在的流动脆弱性尚未得到解决。

到目前为止，尽管存在一些重大变化，但金融市场总体上以有序的方式应对了与俄罗斯入侵乌克兰相关的额外压力。

然而，相比之下大宗商品市场受到的影响要明显得多。商品的供应和交易涉及到一个复杂的系统，它包括生产者、经纪人、贸易公司、投机者和最终用户。它由银行和非银行机构提供资金，并广泛地利用市场平台和清算所，以及场外交易和对冲。它由一系列衍生品和实物供应的合约联系在一起，这些合约使实体经济的参与者（生产商和最终用户）能够对未来的价格保有确定性。

我前面描述的各种大宗商品的极端波动和价格上涨（见图 11）严重地影响了这个复杂的系统。对于许多参与者来说，当风险增加、价格对他们不利时，他们需要额外的抵押品（或保证金）——要么是向 CCP 清算所，要么是向其他市场参与者提供双边担保——这就体现了一种压力。

通过要求衍生品合约的当事人在风险增加时提供更多的抵押品，并要求他们每天交换收益和损失，而不是任由它们一直累积。这时保证金通知保护了合约，并限制了交易对手的信用风险。15 年前的金融危机已经表明了，当参与者对对手方履行合约的能力失去信心，以及旨在防范风险的衍生品合约失效时，会发生些什么。

虽然俄罗斯入侵乌克兰事件的一些后果严重影响了大宗商品供应和贸易体系，但迄今为止，我们还没有看到严重的供应中断。除了一个插曲外，市场还在继续运转。市场参与者一直能够满足追加保证金的要求，尽管在某些情况下会遇到困难，银行也继续为市场融资。与一般金融市场相比，这些市场相对较小。然而，它们的不透明性加大了风险监测的难度，而且鉴于它们与金融体系之间的相互联系，反馈回路和其他机制可能会放大破坏，进而可能对金融体系

和实体经济产生更广泛的影响。正如英国央行金融政策委员会（Financial Policy Committee of the Bank）所强调的那样，我们需要对这些风险保持高度警惕。

我前面提到的事件是伦敦金属交易所（London Metals Exchange）的镍交易市场，它的价格在两天内上涨了三倍后被暂停了几天。这些极端的市场波动比受俄罗斯入侵事件影响的其他工业金属的价格市场波动要大得多，这种极端的波动可以清楚地反映一些其他因素。

FCA 和英国央行分别宣布了对市场和清算所事件的审查。我相信，我们将从中吸取教训，包括市场整体（即公众和场外交易市场）的透明度和运作，以及参与者的应变能力。更普遍地说，考虑到它们在实体经济中扮演的角色以及与金融体系的联系，当尘埃落定时，我们可能希望反思大宗商品供应体系（包括为其提供支持的金融服务）在压力下的弹性。

结论

我以全球经济从新冠疫情中复苏开始演讲，以镍价结束演讲。如果这里有一个主题的话，那就是，货币稳定和金融稳定这两个目标有时会受到外部事件的猛烈冲击——比如新冠疫情，或者，正如我们从乌克兰出现的情况中看到的那样，一个国家无中生有地侵略了另一个和平的邻国。世界银行无法控制或影响这些事件，我们能做的，你们也有信心我们会做的，就是在这些冲击通过经济和金融体系传递时，谨慎而灵活地使用我们的工具，以实现货币和金融稳定的目标。

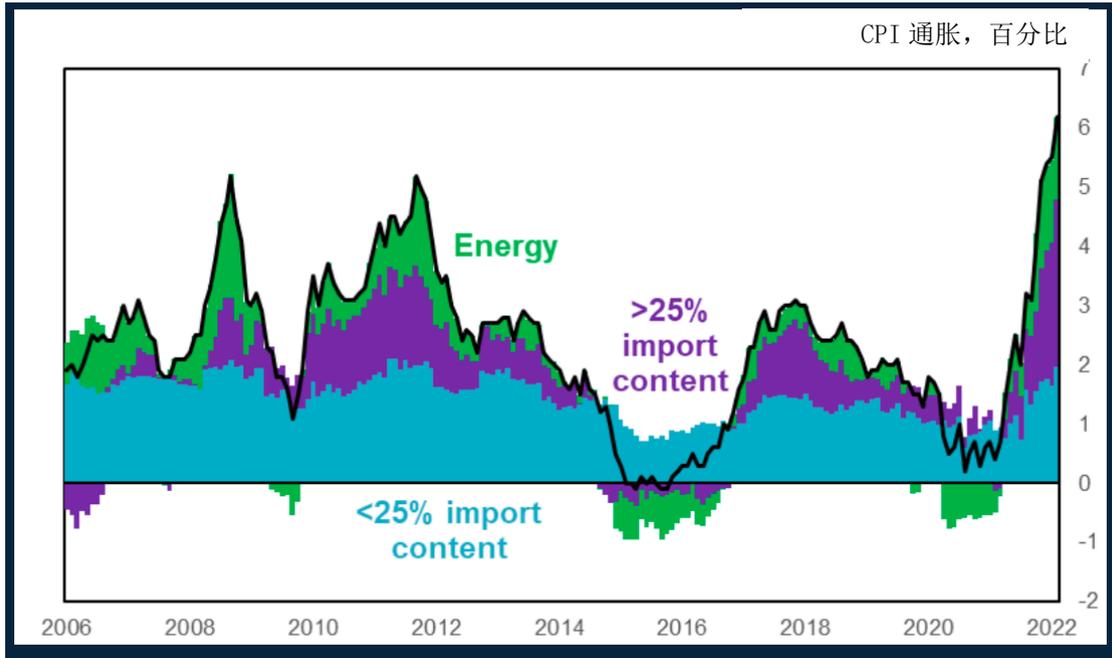


图 1 英国各组成部分 CPI 通胀（以历史标准来看，进口占比较大的商品和服务在英国的通胀率是高的）

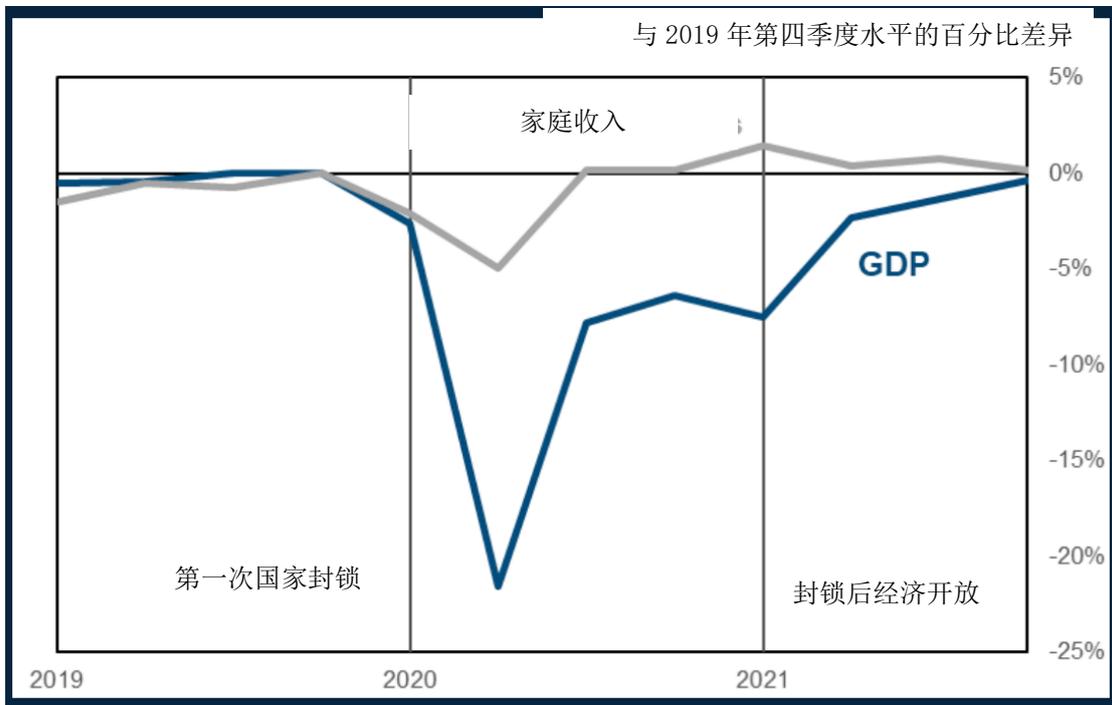


图 2 英国实际家庭收入和实际 GDP（Covid-19 期间，英国家庭收入高于 GDP，部分原因是包括 CJRS 在内的财政支持）

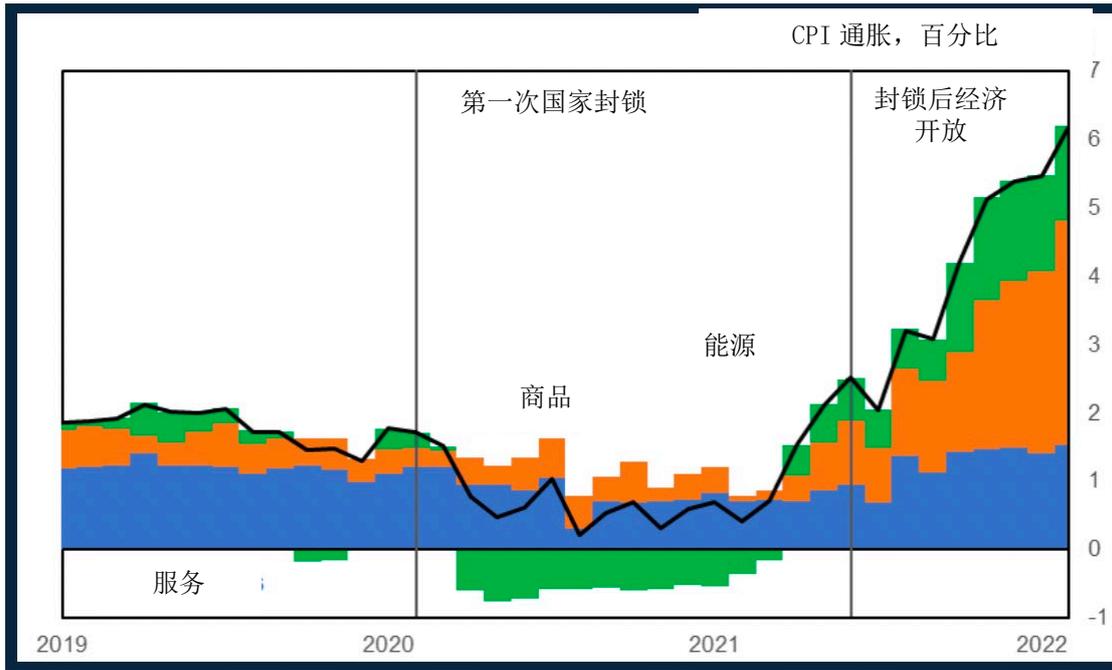


图 3 英国各组成部分 CPI 通胀（近几个月来，能源、商品和食品价格大幅推高了英国 CPI）

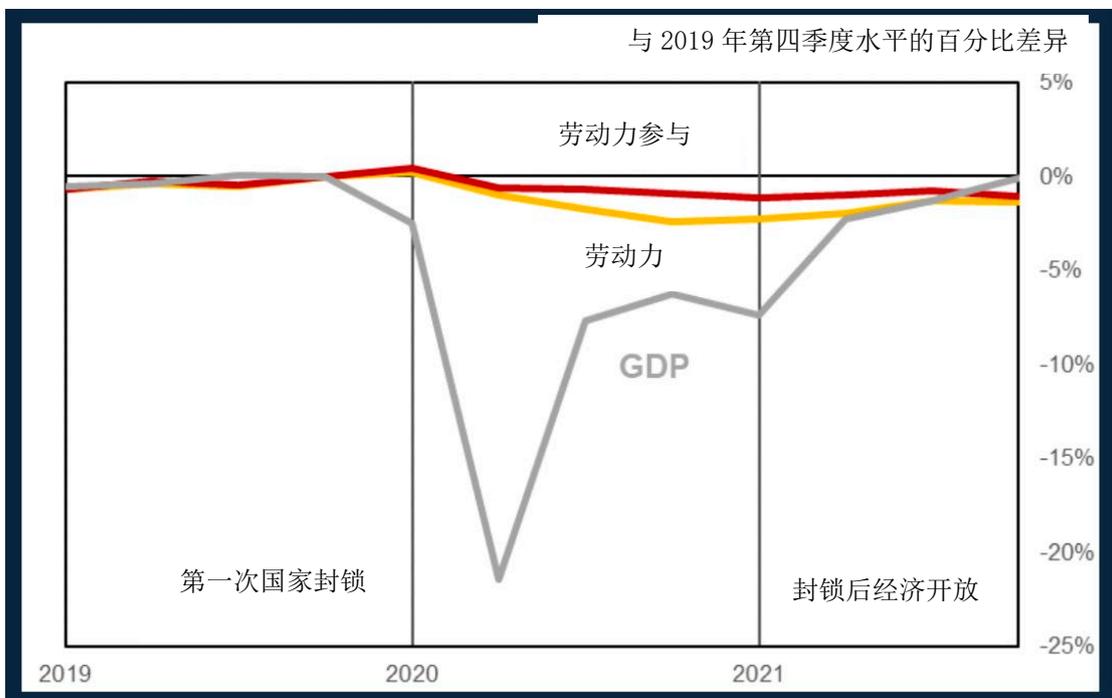


图 4 英国劳动力参与率、就业和实际 GDP（英国的劳动力参与率仍未完全从新冠疫情中恢复过来）

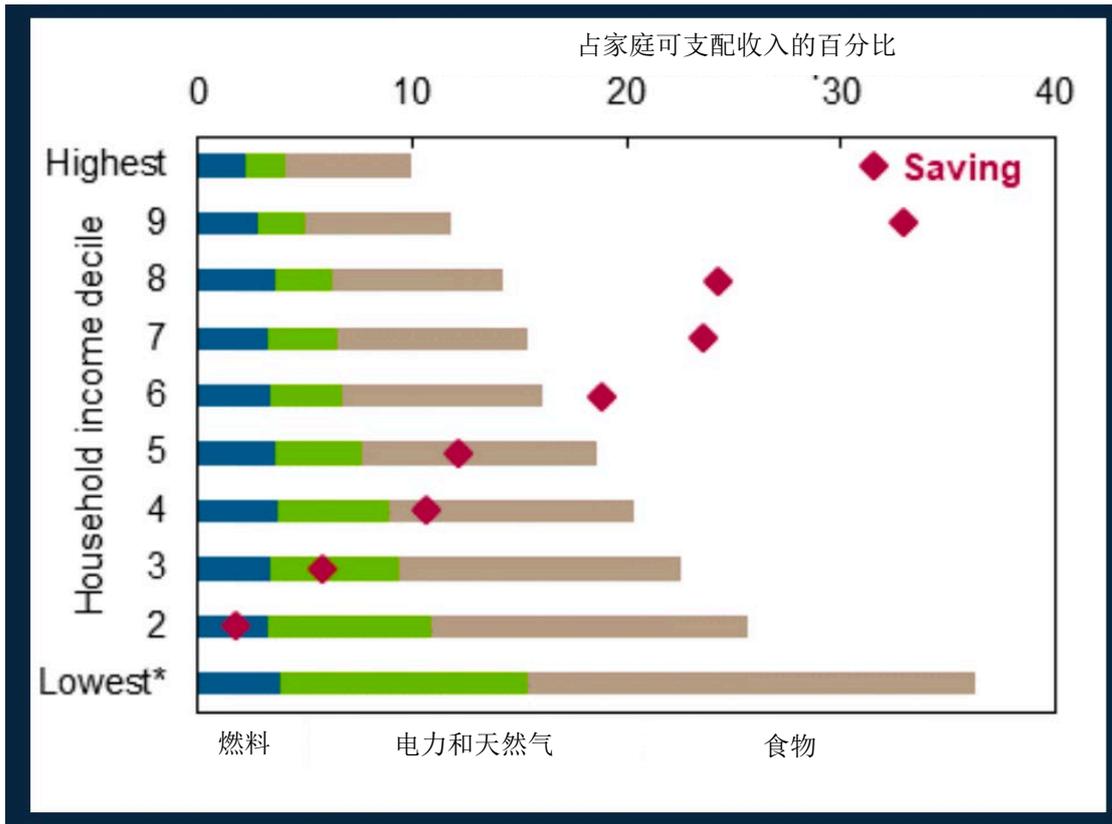


图 5 英国家庭收入的支出和储蓄十分位数（英国收入最低的家庭将更多的收入花费在能源和食品上，他们的储蓄最少）

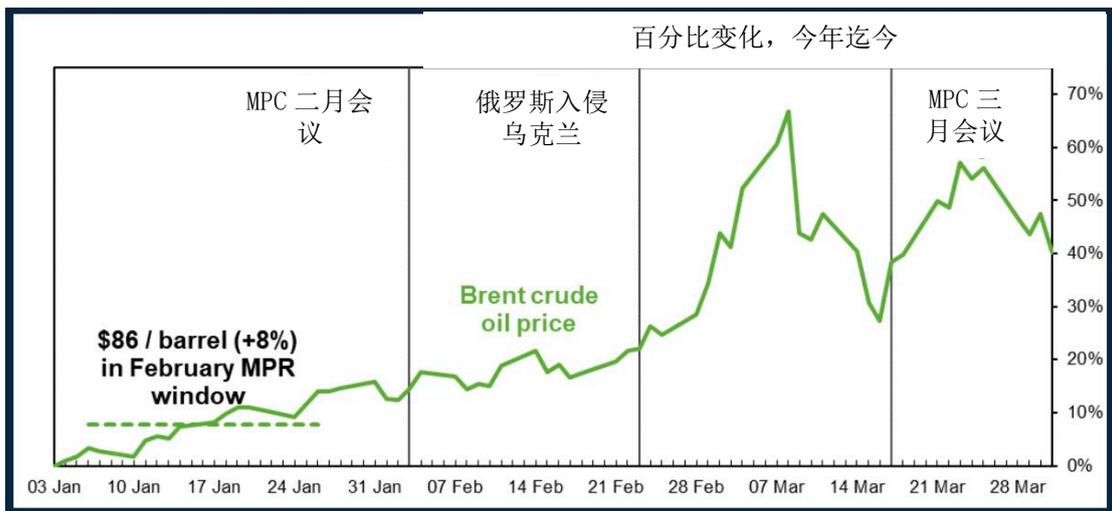


图 6 2022 年布伦特原油价格（自今年年初以来，全球石油价格上涨了 50%，自俄罗斯入侵乌克兰后上涨了 20%）

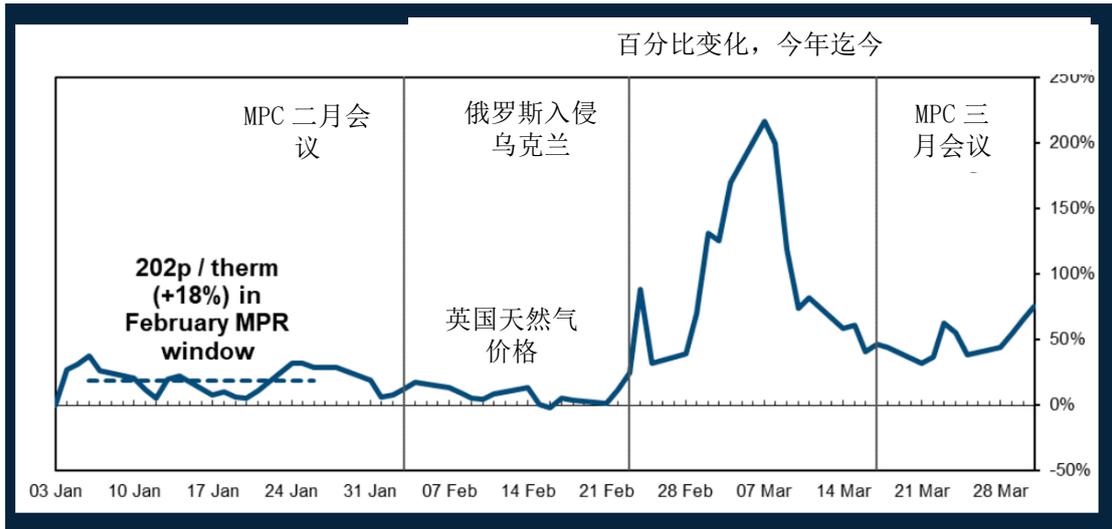


图 7 英国 2022 年天然气价格（自俄罗斯入侵乌克兰以来，英国天然气价格一直极不稳定）

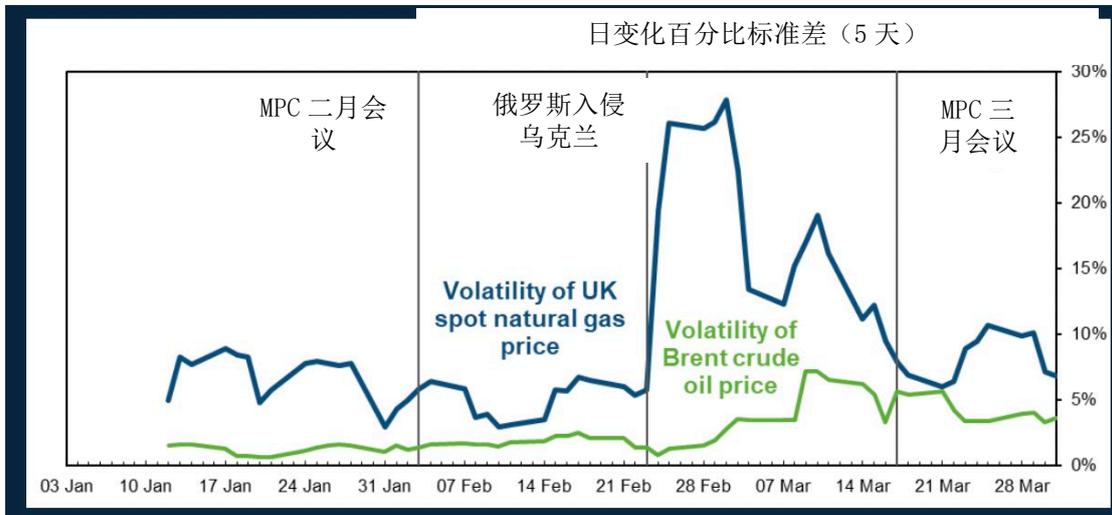


图 8 2022 年布伦特原油和英国天然气价格（自俄罗斯入侵乌克兰以来，石油和天然气价格的波动性大幅上升）

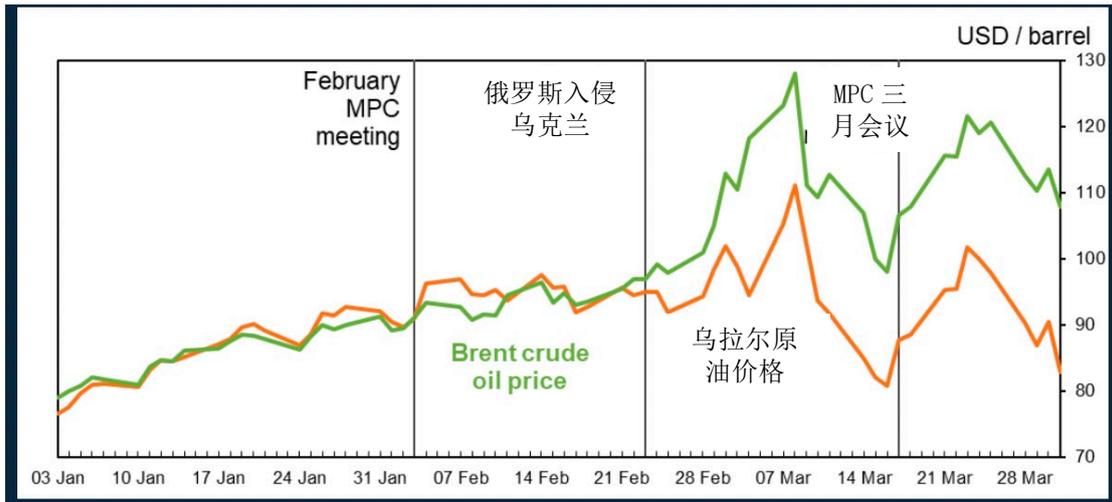


图 9 2022 年布伦特原油和乌拉尔原油价格（全球油价已经偏离了俄罗斯的油价）

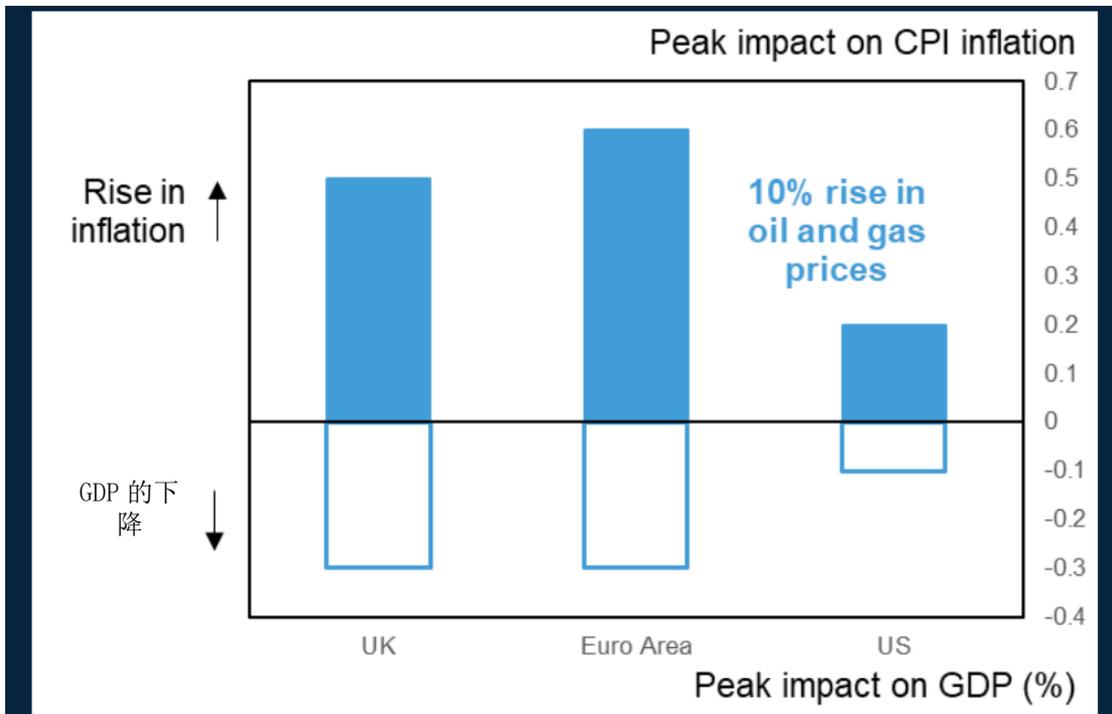


图 10 能源价格对通货膨胀和 GDP 的影响（说明性假设表明了能源价格上涨对发达经济体通胀和 GDP 的影响）

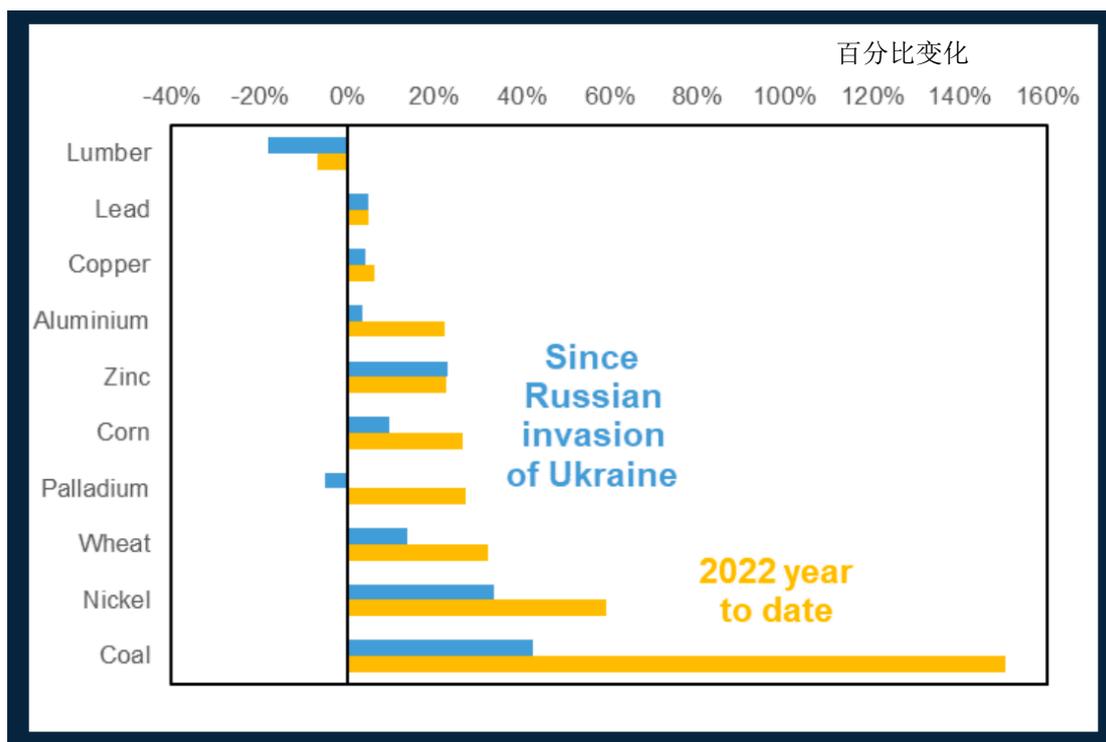


图 11 特定时期内商品价格的变化（自从俄罗斯入侵乌克兰以来，许多商品的价格都上涨了）

表 1 基于发达经济体的经验法则，近期能源价格变动对 CPI 通胀和 GDP 的影响

相对二月的预测	最新的能源价格 (3月31日)			March MPC announcement (17 March)			Start of March MPC round (4 March)		
	UK	Euro Area	US	UK	Euro Area	US	UK	Euro Area	US
CPI (peak impact, pp)	+2.0	+2.3	+0.6	+2.1	+2.3	+0.5	+5.2	+5.3	+0.8
GDP (peak impact, %)	-1.3	-1.2	-0.3	-1.3	-1.3	-0.2	-3.4	-2.9	-0.3

本文原题为“Monetary and Financial Stability and the Invasion of Ukraine –Speech by Jon Cunliffe”。本文于 2022 年 4 月 4 日在英格兰银行发表。本文作者是 Jon Cunliffe。
[单击此处可以访问原文链接。](#)

一个货币无序的新世界即将到来

Martin Wolf/文 李佳欣/编译

导读：美国及其盟国对俄罗斯的货币制裁使得其他国家产生对货币金融体系问题的担忧。世界其他国家也在寻找绕过美国及其盟友的货币和金融市场的交易和储存价值的方法，中国正在尝试通过数字人民币与周边国家建立人民币结算货币体系。本文作者认为最终可能出现的情况是两个货币体系——西方的和中国的——以不同的方式运作，并且不自觉地重叠在一起。编译如下：

俄罗斯在 2022 年 1 月底拥有价值 4690 亿美元的外汇储备。俄罗斯在 1998 年违约事件之后便建立了这笔储蓄，此外，普京也希望这笔储备成为俄罗斯财政独立的保证。但是，随着在乌克兰的“特别军事行动”开始，这笔外汇储备有一半以上被冻结了，不再是可用的货币。对世界上最全球化的货币进行有针对性的非货币化，不仅对俄罗斯意义重大，对世界经济也会产生很大影响。

货币是一种公共产品，人们在跨境交易和投资决策中所依赖的货币是一种全球性的公共产品。但这种公共产品的提供者是各国政府，即使在旧的黄金交换标准下，情况也是如此。在我们如今这个自 1971 年以来的（政府制造的）法币时代，这种情况更加明显。在 2021 年第三季度，全球外汇储备的 59% 是以美元计价的，20% 是欧元，6% 是日元，5% 是英镑。中国人民币占全球储备仍不到 3%。如今，全球货币是由美国及其盟国发行的，盟国中包括小国。



来源：IMF。

这并不是一个操纵的结果，因为那些具有流动金融市场、货币稳定和法治的开放经济体的货币才是有用的货币。然而，这些货币金融系统的武器化，破坏了任何担心成为被打击目标的货币持有者的开放特性。对俄罗斯中央银行的制裁是一个冲击。所有政府都会问，下一个被制裁的是谁？这对我们的主权意味着什么？

人们可以以狭隘的经济理由反对西方的行动：货币的武器化将使世界经济四分五裂，使其效率降低。人们可能会回答，虽然这是事实，但在一个国际局势非常紧张的世界，这些担忧是无关紧要的。诚然，这是另一股去全球化的力量，但许多人会问“那又怎样？”。对西方政策制定者来说，一个更令人担忧的反对意见是使用这些武器可能会损害他们自身。世界其他国家会不会急于找到绕过美国及其盟友的货币和金融市场的交易和储存价值的方法？这不正是中国现在正在努力做的吗？



来源：IMF。

确实如此。原则上，有四种方式可以替代当今的全球化国家货币：私人货币（如比特币）；商品货币（如黄金）；全球法定货币（如国际货币基金组织的特别提款权）；或者另一种国家货币，最显然的是中国的货币。第一种情况几乎是不可能的：目前所有加密货币的市场价值为 2 万亿美元，仅占世界外汇储备的 16%，而直接用加密货币进行交易会带来巨大的麻烦。黄金可以成为一种储备资产，但在进行交易时却不太可能。也没有一种可以在各国达成一致的具有足够分量的全球货币，更不用说成为全球交易工具了。



来源：IMF。

于是就只剩下使用另一种国家货币的这种可能。哈佛大学的格雷厄姆-艾利森及其同事最近撰写的一本关于经济竞争的书中给出的结论是，中国已经是美国的一个强大的同行竞争者。历史表明，像中国这样规模的成熟、一体化的经济体的货币将成为全球货币。

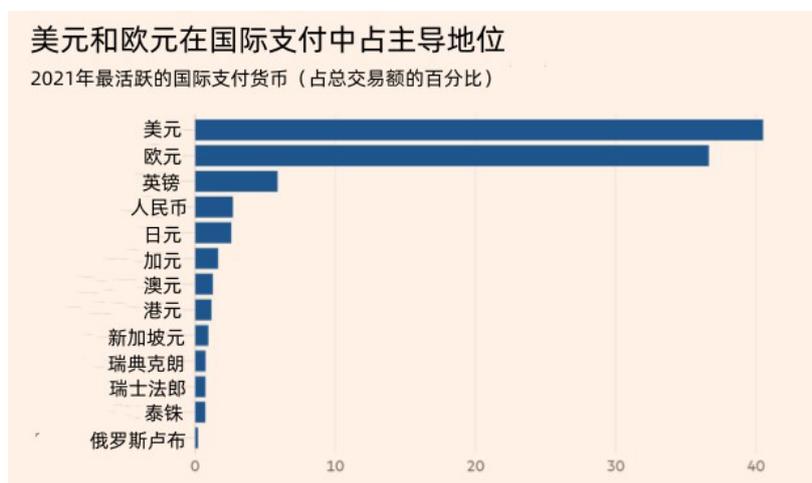
然而，到目前为止这还没有发生。这是因为中国的金融系统相对不发达，其货币不能完全兑换，而且该国缺乏真正的法治。人民币距离全盛时期英镑和美元所能提供的服务还很远。虽然美元和其他主要西方货币的持有者可能害怕制裁，但他们肯定知道中国政府在不高兴时会对他们采取什么措施。同样重要的是，中国政府也知道一个国际化的货币需要开放的金融市场，但这将从根本上削弱中国政府对中国经济和社会的控制。



来源：IMF。

这种替代方案缺乏可信度，所以美元将继续成为世界上的主导货币。然而，胡佛研究所的《数字货币》中所阐述的观点反对这种自大的观点。从本质上讲，

中国的跨境银行支付系统（Cips--Swift 系统的替代品）和数字人民币（e-CNY）可能会成为中国和其众多贸易伙伴之间贸易的主导支付系统和载体货币。从长远来看，数字人民币也可能成为一种重要的储备货币。此外，这本书认为这将使中国对其系统内每个实体的交易有详细了解，这也将是一种额外的权力来源。



来源：Swift, Statista。

今天，美国及其盟国因为其经济总量和开放的金融市场在全球金融中具备压倒性优势。如今，对于大多数全球货币功能来说，并没有一个可信的替代货币。然而，对美元信任的一个更大的威胁可能是高通胀，而不是它的武器化。从长远来看，中国可能能够为那些最接近它的国家使用其货币创建一个围墙花园。即便如此，那些希望与西方国家进行交易的人仍将需要西方货币。最终可能出现的情况是两个货币体系——西方的和中国的——以不同的方式运作，并且不自觉地重叠在一起。

未来的承诺与其说是围绕中国建立的新的全球秩序，不如说是无序。未来的历史学家可能会将今天的制裁事件视为这一进程中的一个重要步骤。

本文原题为“A New World of Currency Disorder Looms”。本文作者 Martin Wolf 是伦敦《金融时报》的首席经济评论员。本文于 2022 年 3 月刊于《金融时报》官网。[单击此处可以访问原文链接。](#)

通货膨胀与运输成本

Hannah Rubinton & Maggie Isaacson/文 廖世伟/编译

导读：2020 年 3 月以来，海运货物价格大幅上涨。随着价格上涨，港口的中断和高运量导致船只闲置和卸货延误。在 2022 年 1 月对长滩港的一次访问中，交通运输部长 Pete Buttigieg 讨论了这些港口中断对通货膨胀的影响，他说，“毫无疑问，当你缺乏航运渠道时，你会看到价格上涨的压力，这将是我们在通货膨胀方面面临的一部分挑战”。编译如下：

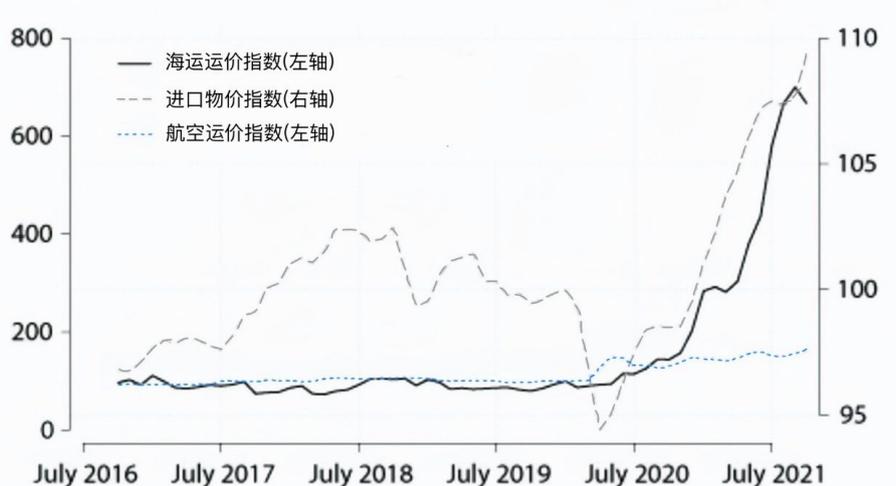
2020 年 3 月以来，海运货物价格大幅上涨。随着价格上涨，港口的中断和高运量导致船只闲置和卸货延误。在 2022 年 1 月对长滩港的一次访问中，运输部长 Pete Buttigieg 讨论了这些港口中断对通货膨胀的影响，他说，“毫无疑问，当你缺乏航运渠道时，你会看到价格上涨的压力，这将是我们在通货膨胀方面面临的一部分挑战。”

海运是美国供应链的关键部分，也是货物到达美国的主要方式；平均总价值的 57% 的进口货物是通过海运到达。海运运费价格的飙升与进口价格的大幅飙升相一致，表明海运运费上涨可能是最近进口价格上涨的一个原因。

在这篇文章中，我们研究了航运价格的上涨是最近通货膨胀上升的一个因素的说法。特别是，我们要研究那些倾向于通过海运进口的产品或那些通过其他方式进口的产品（如航空或铁路）的进口价格是否上涨得更多。

图 1

通货膨胀与运输成本（航空与海运）



注：该数据使用了月度平均货运链指数、进口价格指数和入境空运价格指数。

资料来源：Freightos and FRED，圣路易斯联邦储备银行。

图 1 显示了空运和海运的价格指数，以及所有进口货物的总体价格指数。这些指数被标准化，以便它们在 2020 年 1 月的值等于 100。自疫情开始以来，进口价格上涨了约 10%，而总运输成本上涨了 600% 以上。在疫情期间，空运价

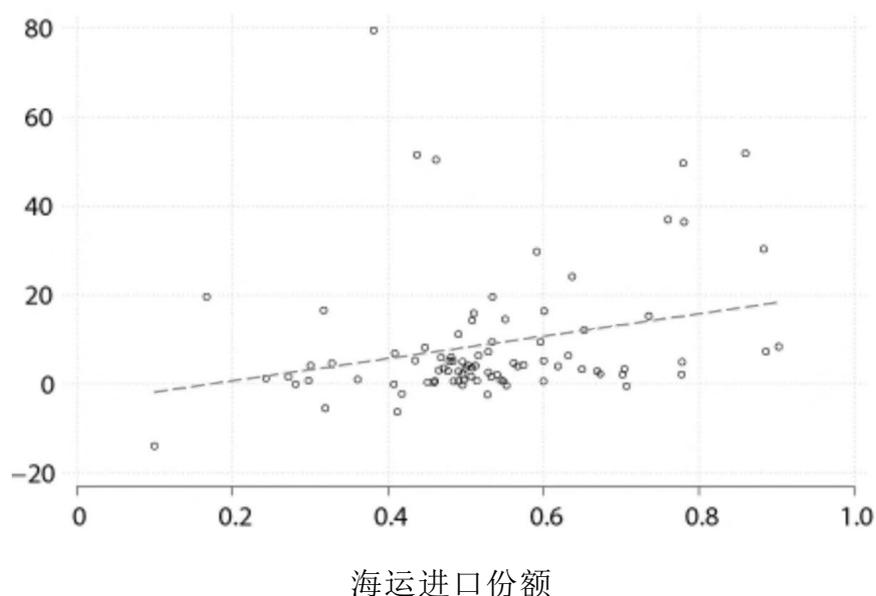
格也有所上涨；然而，这一价格上涨并没有那么极端，仅上涨了 50%，而海运价格上涨了 600%。

为了进一步探索这种关系，我们使用了不同商品的进口价格通胀数据，以及每种商品如何到达美国的数据。有关运输类型的数据来自联合国贸易和发展会议（UNCTAD）、世界银行和 Equitable Maritime Consulting 2016 年的数据，这些数据提供了不同运输方式运输的货物数量。他们的信息包括空运、海运、铁路、陆运和非标准运输方式。美国劳工统计局（Bureau of Labor Statistics, BLS）编制了进入美国的各种商品的进口价格数据，包括家具和服装等消费品；如肉类、水果和蔬菜等食品；还有塑料等商品。我们从样品中剔除石油和石油产品。

图 2

进口价格通胀与海运份额

2019 年第 4 季度以来的价格通胀



注:如果从样品中剔除商品，这个数值看起来没有明显的不同。在这种情况下，进口通货膨胀和海运份额之间的估计关系实际上稍强一些。

资料来源:联合国贸易和发展会议（UNCTAD）、劳工统计局和作者的计算。

图 2 将每种进口商品类型的价格变化与海运进口份额进行了比较，海运进口份额是指海运货物的数量除以该货物的进口总额。海运份额的价值是从 2016 年开始计算的，因此不受疫情导致的航运行为变化的影响。为了衡量自疫情大流行开始以来的价格变化，我们计算了 2019 年第 4 季度至 2021 年第 4 季度期间的进口价格增长。

图 2 中的每个黑点代表一类进口商品。例如，40%的绝缘导线是通过船只进口的，自 2019 年第四季度以来，这种商品的价格上涨了 7%。另一方面，76%

的咖啡是通过海运运输的，在同一时期，这种商品的通货膨胀率为 37%，远高于一般商品的通货膨胀率。

该图显示了散点图和穿过点的最佳拟合线。这条线的向上斜率表明，自疫情开始以来，2016 年通过船只运输的进口份额越大，意味着价格发生的变化越大。平均而言，对海运依赖度已经提高了 10 个百分点的商品，它的进口通胀率提高了 2.5 个百分点。一些大宗商品，如铝，在海运进口中没有占很大份额，但价格发生了很大变化。然而，该图显示，平均而言，海运进口份额越大，意味着在整个疫情大流行期间价格上涨的幅度越大。统计检验表明，这种关系不太可能是偶然发生的。

疫情大流行导致的中断加上对进口商品的高需求，导致了海运货物的成本空前高涨。这使得包括贸发会议（UNCTAD）和行业专家在内的许多人推测，航运价格是最近进口价格上涨的原因。虽然我们不能肯定地说航运价格导致进口商品价格上涨，但我们找到了支持这一假设的证据：更依赖海运的进口商品也出现了更高的进口价格通胀。研究表明，进口价格的上涨将传导到消费者和生产者的价格。因此，海运成本的增加可能会提高每个人的生产与消费成本。

本文原题为“[Inflation and Shipping Costs](#)”。本文作者 Hannah Rubinton 是普林斯顿大学经济学博士,圣路易斯联邦储备银行的经济学家。作者 Maggie Isaacson 是圣路易斯联邦储备银行研究助理。本文于 2022 年 3 月刊于经济研究-圣路易斯联邦储备银行官网。[单击此处可以访问原文链接。](#)

不要害怕收益率曲线再现

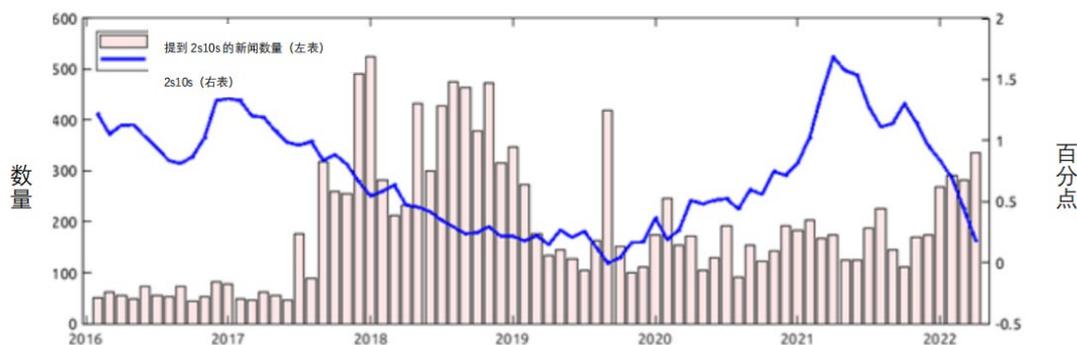
Eric C. Engstrom 和 Steven A. Sharpe¹/文 张丝雨 / 编译

导读：近几个月来，金融市场对短期利率未来走势的看法发生了变化，政策制定者发出信号称减少宽松货币政策的时机即将到来。与以往的政策紧缩时期一样，最近一次是在 2018 年，人们可以听到关于收益率曲线斜率下降和出现“倒挂”风险的评论随之增多，即长期收益率降至较短期收益率之下。与以往的情况一样，10 年期和 2 年期美国国债收益率之间的差异似乎引起了过度关注，这种差异通常被称为“2-10 息差”（2-10 spread）。编译如下：

引言

近几个月来，金融市场对短期利率未来走势的看法发生了变化，政策制定者发出信号称减少宽松货币政策的时机即将到来。与以往的政策紧缩时期一样，最近一次是在 2018 年，人们可以听到关于收益率曲线斜率下降和出现“倒挂”风险的评论随之增多，即长期收益率降至较短期收益率之下。与以往的情况一样，10 年期和 2 年期美国国债收益率之间的差异似乎引起了过度关注，这种差异通常被称为“2-10 息差”（2-10 spread）。

图 1.更多警示？提到 2-10 息差的新文章数量



注：2022 年 3 月的新闻数据估算使用了 3 月 18 日之前的可用每日数据。3 月的 2-10 息差数据对应 3/18。

资料来源：纽约联邦储备银行、彭博社、作者计算。

近年来，2-10 息差引起了人们的关注，如图 1 所示，竖线表示了提到 2-10 息差的财经新闻文章的数量。从蓝线可以看出，最近几个月，2-10 息差水平下降到了不到 0.5%，这在近期似乎引发了金融媒体的兴趣，尽管与 2018 年的关注度上升相比，这显然还比较温和。这样的关注有必要吗？例如，根据投资百科全书（Investopedia）的说法，“10 年期和 2 年期美国国债息差（倒置）是预测未

¹财经讨论系列（federation）工作文件是初步材料，旨在促进讨论和批评性评论。所述的分析结论是作者的，并不代表其他研究人员或理事会成员的观点。在出版物中引用财经讨论系列（致谢除外）时，作者应予以澄清，以保护这些论文的暂定性质。

来一年将出现衰退的最可靠的领先指标之一。”²

相反，我们提供的统计数据表明，市场评论普遍认为的 2-10 息差的全知可能是假的。特别是，我们同样标题的白皮书（Engstrom 和 Sharpe, 2018）表明，从历史上看，如果我们监测的是一种非常不同的国债收益率曲线衡量标准，并且对其有更透明的解释，那么 2-10 息差及其反转不会提供有关未来经济状况的增量信息。我们称之为“近期远期息差”的这一指标，完全基于到期期限小于两年的美国国债的收益率。随后，我们在《金融分析师期刊》（Financial Analysts' Journal）³（Engstrom and Sharpe, 2019）发表的一篇文章中扩展了这一分析，表明我们的近期远期息差具有相当大的预测力，不仅预测衰退的可能性，还预测 GDP 增长速度和随后四个季度的股市收益，而 2-10 息差再次传达不出任何关于这些结果的增量信息。

或许，与 2-10 息差不同，这项分析更有趣的地方在于，它对近期远期息差具有预测能力的原因有一个明显的解释。这一息差反映了市场参与者对美联储未来一年半利率政策轨迹的预期，也可以被解释为一种衡量标准。事实上，这与根据联邦基金期货利率得出的“市场暗示（美联储预期政策利率）路径”非常相似，而联邦基金期货利率受到投资者和美联储观察人士的广泛关注。当投资者（或许是适当的）担心未来一年左右的经济放缓或特别是衰退时，他们同样倾向于预期美联储将在不久的将来会降低其目标政策利率。这导致近期远期息差较低，有时甚至为负值。尽管 2-10 息差也受到这些因素的影响，但这一指标也受到其他重要因素的冲击，如长期债券的风险溢价。

最终，我们认为没有必要担心 2-10 息差，或任何其他息差衡量标准。在最好的情况下，期限息差的预测能力是一种“反向因果关系”。也就是说，期限息差预测经济衰退，是因为它们带来了悲观主义者（通常是准确的悲观主义者）的预期，而市场参与者已经对经济形成了这种预期，因此预期货币政策收紧会停止。⁴因此，期限息差本身对经济的影响很小或根本没有影响。然而，正如罗

²例如，参见 www.investopedia.com/terms/i/invertedyieldcurve.asp。长期和短期国债之间的息差预测宏观经济表现的观点和证据，首先被广泛归因于坎贝尔·哈维（Campbell Harvey）发表的博士论文。

³全文超链接：[作为领先指标的近期远期收益率息差：扭曲程度较低的一面镜子（tandfonline.com）](https://www.tandfonline.com)

⁴其他作者考虑了是否存在实际的因果关系，假设息差倒置会对银行的利润造成压力，从而收紧金融状况并使经济走向衰退。English、Van den Heuvel 和 Zakrajšek（2018）对研究银行盈利能力、银行股权估值和利率之间联系的文献进行了全面调查。他们发现有证据表明，短期利率的上升或收益率曲线斜率的上升往往会压低银行股价，后者的影响似乎与长期斜率较低对银行不利的概念相反。关于收益率曲线变化对衡量银行会计利润的影响，他们发现一些证据表明，陡峭的收益率曲线提高了银行的息差，但这种影响在大约两年后减弱。

斯福总统可能已经指出的，如果投资者不仅担心经济衰退的前景，同时还被这种担忧本身所惊吓，情况只会变得更糟，这反映在反向的期限息差上。

在本文的其余部分，我们将回顾收益率息差和经济衰退的历史模式。在此过程中，我们对研究发表后的一些关键进展进行了叙述，这也强调了统计规律是如何具有误导性的。最后，我们简要地将我们的分析应用到关于当前收益率曲线状态的观察中。

收益率差与衰退的历史模式

图 2 绘制了 2-10 息差和近期远期息差的长期历史时间序列。具体地说，我们用通常的方式定义 2-10 息差：

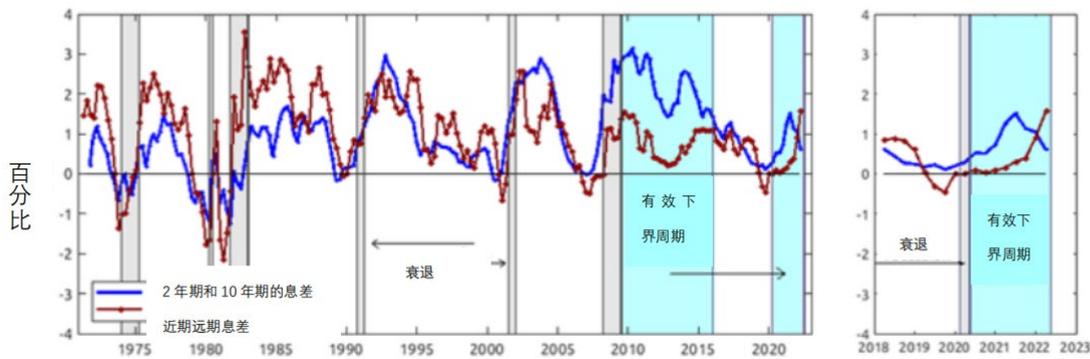
$$2s10s_t = y_t^{40} - y_t^8$$

其中 $2s10s_t$ 是 2-10 息差， y_t^{40} 和 y_t^8 分别代表 40 和 8 个季度的零息票收益率。⁵ 近期远期息差的定义如下：

$$ntfs_t = fwd_t^6 - y_t^1$$

其中 $ntfs_t$ 是近期远期息差， fwd_t^6 代表提前 6 个季度的一个季度期限国库券的远期利率⁶， y_t^1 代表 1 个季度的国债收益率。

图 2. 过去几十年里的期限息差



注：浅灰色阴影表示衰退期，浅蓝色阴影表示有效下界期。

资料来源：纽约联邦储备银行、国家经济研究局、作者计算。

图 2 的左图显示，在过去的几十年里，这两个指标的走势大致一致。两者在衰退之前（用灰色阴影表示）都经常发生或几乎发生逆转。也就是说，近期远期价差提供了一个明显更清晰的衰退信号，这在 Engstrom 和 Sharpe（2018）首次记录。

⁵所有的国债收益率数据都是按照 Gurkaynak、Sack 和 Wright（2007）的方法，从平滑的零息收益率曲线构建而成的。

⁶远期利率可直接由零息收益率计算，即 $fwd_t^6 = 7yld_t^7 - 6yld_t^6$

那么 2019 年呢？

在这篇文章发表后不久，即 2019 年初，近期远期息差出现了反转，这为近期远期息差似乎预测衰退的机制提供了一个具有启发性（即使具有误导性）的例子。在图 2 右图中，这还将为期限息差预测衰退的能力的统计提供虚假支持。

2019 年第一季度，人们对经济减速的担忧加剧。例如，2019 年 3 月联邦公开市场委员会会议的纪要表示，“……经济活动的增长已经从第四季度的稳定速度放缓……与会者列举了可能导致衰退的各种因素，包括外国增长放缓和财政刺激的效果减弱。”⁷不出所料，市场参与者开始预期更宽松的货币政策可能即将出台。这种预期导致近期远期息差下降并最终转为负值，随后在 2019 年 7 月被批准，当时联邦公开市场委员会下调了联邦基金利率的目标区间。当时，鲍威尔主席表示：“（降低联邦基金利率目标）是为了防范全球增长疲软和贸易政策不确定性带来的下行风险，以帮助抵消这些因素目前对经济的影响……”⁸

在这些不利因素面前，随之而来的渐进式更宽松的货币政策是否足以防止衰退尚不得而知，因为不久之后，新冠疫情使经济遭受重创。当然，截至 2019 年年中，这种发展完全出乎意料，也肯定不是任何期限息差所预测或导致的，但它导致了自大萧条以来最严重的经济活动收缩。尽管如此，展望未来，纯粹的统计分析方法并不能很好地计算用于计算衰退的近期远期息差，更不用说包括 2-10 息差在内的其他测量方法了。

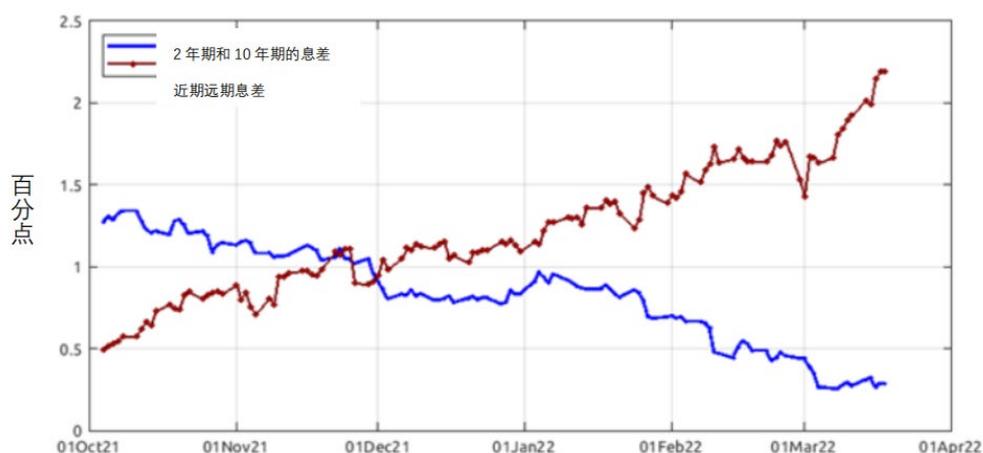
现在呢？

图 3 显示了 2-10 息差和近期远期息差的最新变化。

⁷联邦储备系统理事会（2019）。《2019 年 3 月 19 日至 20 日联邦公开市场委员会会议纪要》新闻稿，4 月 10 日，<https://www.federalreserve.gov/newsevents/pressreleases/monetary20190410a.htm>

⁸联邦储备系统理事会（2019）。《美联储发布联邦公开市场委员会声明》，新闻稿，7 月 31 日，<https://www.federalreserve.gov/newsevents/pressreleases/monetary20190731a.htm>

图 3.过去 180 天的期限息差

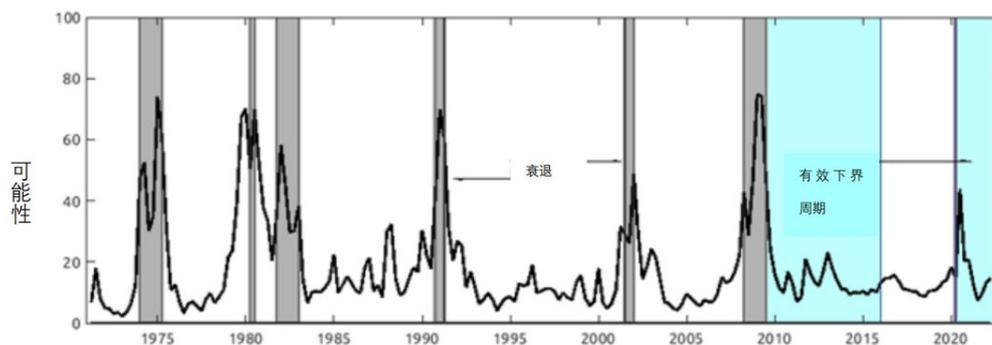


资料来源：纽约联邦储备银行、作者计算。

虽然 2-10 息差和近期远期息差去年末都徘徊在 1 个百分点左右，但短期远期息差已大致翻倍至 2 个百分点以上，而 2-10 息差已降至近期约 1/4 个百分点的水平。围绕近期远期价差攀升的货币和宏观经济说法很简单，并在 2022 年 1 月的会后声明中得到了很好的反映，该声明的结论是：“由于通胀率远高于 2%，且劳动力市场强劲，委员会预计，很快就会适当提高联邦基金利率的目标区间。”⁹显然，市场参与者已经预见到宽松货币政策的转向，短期远期息差也随之上升。

当然，可以想象的是，市场参与者预计短期内既会收紧政策，也会加大经济衰退的可能性，但图 4 所示的《专业预测者调查》(Survey Of Professional forecasting) 显示的情况并非如此。受访者中，经济将在下一季陷入衰退的平均概率最近小幅上升，但仍低于 20%，接近长期中值水平。¹⁰

图 4. 基于调查的主观衰退概率



⁹联邦储备系统理事会（2022）。“美联储发布联邦公开市场委员会声明”，新闻稿，1 月 26 日 <https://www.federalreserve.gov/newsevents/pressreleases/monetary20220126a.htm>

¹⁰以历史标准衡量，基于调查的 SPF 指数衰退的主观概率在所有被调查的范围内都很低（最多 4 个）。

注：衰退可能性在下一个季度。深灰色阴影表示衰退日期，浅蓝色阴影表示有效下界期。

资料来源：程序预报员调查和国家经济研究局。

图 3 所示的 2-10 息差最近的下降是什么情况？对这种下降的一个简单解释是，市场参与者预计，联邦公开市场委员会不会寻求将短期利率提高到六个季度左右的水平。（同样，这种息差在一定程度上反映了短期收益率的预期动态。）另一个因素可能是，以历史标准衡量，中性短期利率预计将处于低位。2-10 息差水平在零附近与上述预期相符。2-10 息差接近反转的另一种解释是，未来两年的通胀率预计将高于随后八年的水平。¹¹这自然推高了两年期（名义收益率）相对于十年期（名义收益率）的收益率，压缩了息差。这两种解释都不认为经济衰退的可能性提高。

总结

将倒转的息差解释为即将到来的衰退的独立衡量标准是站不住脚的。它们很大程度上反映了市场参与者的期望。在众多需要考虑的期限中，2-10 的期限尤其让人摸不着头脑。特别是在当前情况下，2-10 息差与近期远期息差非常不同步，后者为未来一年半的市场预期提供了更为精确的视角，因此很难编造出一个理由来担心 2-10 息差趋于平缓。相比之下，如果短期息差收缩，我们知道投资者将期待货币政策紧缩政策停止。尽管未来对衰退的担忧很可能加速预期的这种转变，但情况并非如此。一个更有利的原因是通货膨胀和通货膨胀预期明显放缓，从而使政策收紧的势头得以停止。

本文原题为“（Don't Fear） The Yield Curve, Reprise”。作者 Eric C. Engstrom 和 Steven A. Sharpe。Eric C. Engstrom 是哥伦比亚大学金融经济学博士，在此之前取得了斯沃斯莫尔学院物理学和经济学学士学位以及哥伦比亚大学金融经济学硕士学位。其研究方向为资产定价、计量经济学和统计学。Steven A. Sharpe 职务为高级顾问，是斯坦福大学经济学博士，此前获得过伊利诺伊大学经济学、数学学士，研究方向为金融市场、资

¹¹在撰写本文时，基于 TIPS 的 2 年期通胀补偿远高于 10 年期的 3 个百分点，约为 4.5 个百分点。

产定价以及企业融资。本文于 2022 年 3 月刊于联邦政府官网。[单击此处可以访问原文链接。](#)

美国通胀率为何高于其它国家

Òscar Jordà, Celeste Liu, Fernanda Nechio, and Fabián Rivera-Reyes/文 安婧宜/编译

导读：美国和其它发达国家的通胀率在历史上是非常接近的。全球供应链的问题和由于疫情导致的支付系统的改变都推升了全球通胀率。但是，自从 2021 年上半年，美国通胀率比其它发达国家更高了。预测表示为了对抗疫情对经济影响的财政支持政策可能造成了这一现象，通胀率在 2021 年提升了 3 个百分点。编译如下：

很少有人会质疑疫情导致了经济的恶化，经济活动的剧烈减少和全球范围内的失业。美国使用了史无前例的货币和财政政策来提供经济支持。2020 年 3 月起，冠状病毒援助法案被写入法律。同月，美联储降低了联邦基金利率到 0-0.25%，并采用了一系列宽松措施。

当我们开始了疫情之后的第三年，美国经济反弹到了一个令人吃惊的高度。失业率从 2020 年四月的 14.7% 的高位恢复到 2022 年 2 月的 3.8%。同时，实际 GDP 和潜在 GDP 的差距接近 0.5%。但是，全球供应链的扭曲依然存在，而接下来几波疫情也在持续打乱着服务业的进程。

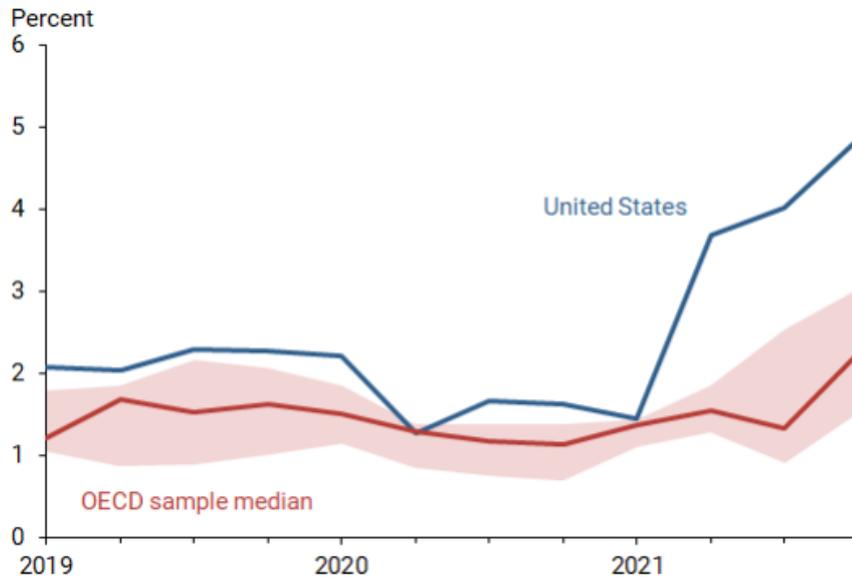
通胀率抬升的原因有很多。在这篇文章中，我们拓展了近期的研究，采用了国际间的对比。尽管很多疫情造成的影响在其它国家也很常见，我们还是发现美国通胀率比其它国家抬升得更快，且与其它 OECD 国家有明显不同。为了寻找一个解释，我们转向了应对疫情导致的经济冲击的一系列直接财政支持。更重要的是，我们跟踪了这些措施的效果。我们关注援助合适到来和家庭如何应对持续不断的疫情，这两者的相互作用对经济变动造成了复杂影响。将这些变化都导入模型后，我们发现这些贡献了美国 21 年末 3 个点的通胀率。

美国的通胀率目前高于其它国家

一种衡量美国通胀情况的方式是将之和其它 OECD（加拿大、丹麦、芬兰、法国、德国、荷兰、挪威、瑞典和英国）国家通胀率对比。我们使用核心通胀率来度量，不考虑食品和能源价格。为了使得所有国家的标准统一，我们使用了 CPI 而非 PCE 通胀，美联储也更喜欢使用该通胀指标

图 1 的蓝线展现了美国核心通胀率的变动。这张图也展现了 OECD 国家中位数和四分位线。大多数 OECD 国家都经历了相似的通胀率。这张图表明，在疫情前，美国核心通胀率平均比其它 OECD 国家多 1%。美国和其它国家通胀的区别是因为其它国家正在经历全球金融危机和紧接而来的欧元区主权债务危机。

图 1 年度核心通胀率：美国和其它 OECD 国家



但是，在 2021 年早些时候，美国和其它国家的通胀率走势出现分化。美国核心通胀率从不及 2% 涨到 4% 以上，且在 2021 年持续上升。但是，我们的 OECD 样本平均通胀率以更温和的方式上涨，从 1% 上涨到 2.5%。这些区别不是由计量方式造成的。

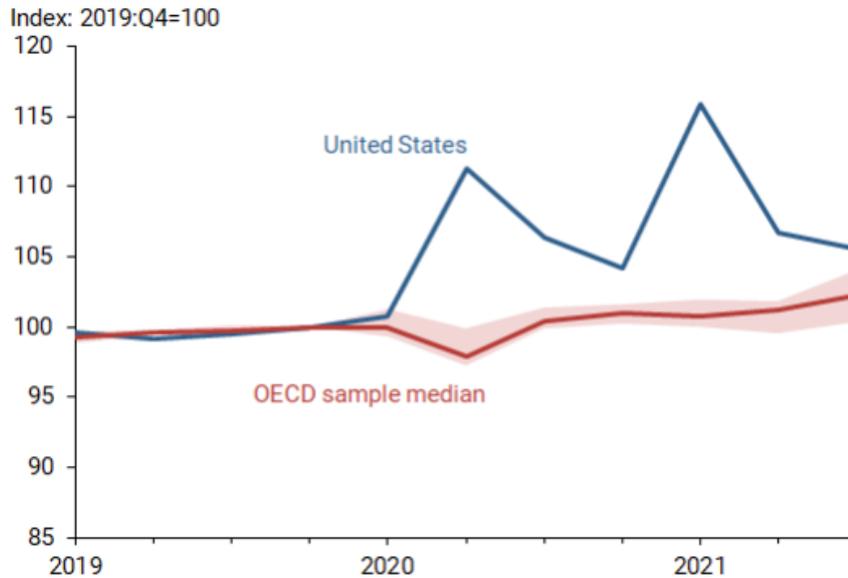
美国直接财政转移也高于其它国家

尽管所有国家都被疫情影响，但不同国家的响应方式是不同的。在限制疫情传播、检测、疫苗分发已经经济支持从规模到范围都各不相同。很难统计所有国家采取的措施。即使是在美国，不同的州也采用了不同的失业补助、财富转移、儿童辅助、商业贷款和其它支持计划。

一种度量的方法是直接观察每个国家可支配人均收入。这度量了个人在纳税和接受转移支付后进行支出或储蓄的金额。这一方式在不同国家也是可比的，衡量了疫情的净转移支付。

图 2 展示了人均通胀调整后的可支配收入，即实际可支配收入，表现了美国的水平和其它国家的中位数和四分位数水平。图表显示，在 2020 到 2021 年，美国家庭人均可支配收入是增长更多的。

图 2 实际人均可支配收入：美国和其它 OECD 国家



特别地，两个美国可支配收入的顶峰反映了 2020 年 CARES 的执行，以及一年之后的美国援助计划。两个法案都导致了直接的援助，但只持续了较短的时间。相反的，OECD 样本国家的实际可支配收入在疫情中只略微上升了。

可支配收入转化成通胀了吗？

图 1 和图 2 表明了美国更高的通胀部分是由于更强的财政政策造成的。一种可能的方式是用菲利普斯曲线来刻画。

在菲利普斯曲线中，通胀率通常表示为通胀预期、滞后通胀率和实体经济活动缺口的函数。也就是说，通胀率反映了公众对未来通胀预期、通胀惯性和经济运作方式的预期。因为疫情期间出台了一系列的措施来抵消经济封锁的影响，失业率缺口等统计并不那么可靠。因此，我们使用实际可支配收入来捕捉经济的需求侧情况。另外，应对疫情的财政措施的体量、范围等都缺乏确定性。

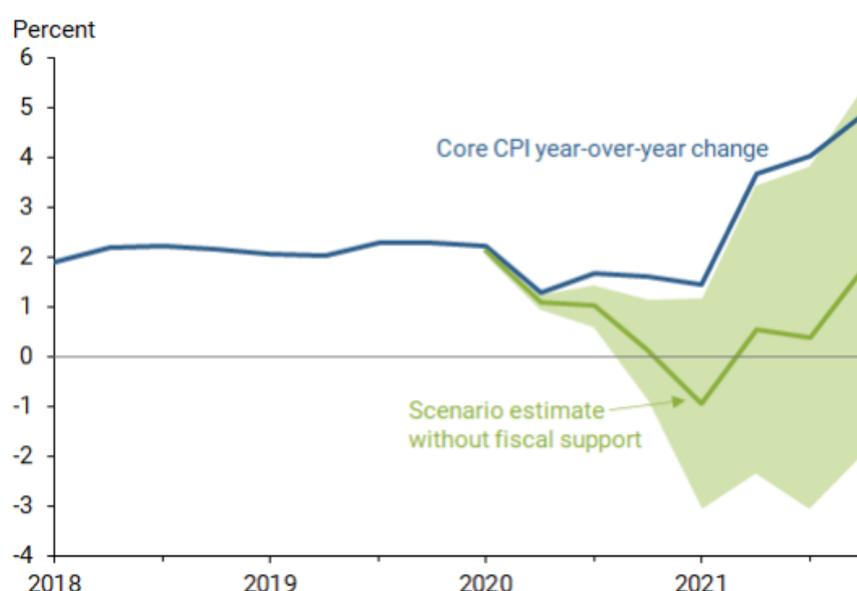
使用菲利普斯曲线的逻辑，我们可以捕捉到疫情支援政策对通胀预期的影响。我们可以对比使用更激进政策的国家（比如美国），我们称之为“积极”派，以及不那么激进的国家，也就是“消极”派在疫情前后的情况。为了识别政策的效果，按照时间和国家划分数据是一种常见的统计方法。直觉是将那些不那么激进的国家作为了疫情前后的对照组。如果激进派国家的政策对通胀没有影响，消极派和积极派国家的通胀情况应该是相似的。这可以帮助我们理解积极派国家的措施对通胀的影响。

对于模型来说，我们度量了以核心通胀代表的通胀和一年前的通胀预期，后者是通过汉密尔顿等人 20 年的通胀预测来建立的。我们通过移除历史趋势构

建了实际可支配收入，对比疫情后的实际情况。另外，因为人们不会立马把收到的钱花出去，我们用了四季度滚动平均值来平滑数据。最后，我们的估计方法考虑到疫情和政策随着时间的共同变化，以及各国通胀率的差异。

有了这些元素，我们使用我们的模型构建了通胀路径的不同场景。我们特别地计算了如果美国政策像其它对照组中的国家一样温和的话，通胀将会是怎样的。此种情况下，菲利普斯曲线也会表现得很好，且与历史数据中自然通胀率下产生的潜在和实际通胀率。但是，重要的是，我们的模型也纳入了疫情期间通货膨胀率对经济疲软的应对措施所产生的潜在变化。

图 3 不同财政支持下的通胀情况



实际的通胀路径和图 3 中展示的美国收入转移的对比可能会造成了图中 2021 年四季度 3 个点的通胀率上升。图 3 中的阴影区域表明，这一明显的贡献可能有不不确定性，因为样本的时间段太短了。

我们的估计值在其它近期研究结果的上限范围内。如 Bianchi et al. (2021) 的论文中支出的，不同的模型可能会引出不同的结果。比如他们的文章中，使用了美国的历史数据，并使用劳动力失业率等数据，发现了财政措施的作用尽管是显著的，但是其影响却小很多。我们的分析延伸了过去的研究，使用了不同的样本和可使用收入的不同措施，用于度量疫情对传统经济关系的影响。

结论

美国通胀率高于其它国家。在这篇文章中，我们认为在 2019 年疫情爆发后，美国 3 个点的通货膨胀率在很大程度上是因为财政政策导致的经济崩溃。但是，

没有这些支出的措施，经济可能会已经陷入彻底的通货紧缩和经济增长放缓，这造成的后果可能更加严重。

本文原题为“Why Is U.S. Inflation Higher than in Other Countries?”。本文于 2022 年 4 月刊于 Federal Reserve Bank of San Francisco。本文作者为 Òscar Jordà, Celeste Liu, Fernanda Nechio, and Fabián Rivera-Reyes。 [单击此处可以访问原文链接。](#)

实时监测发现美国房地产市场泡沫正在显现？

SJarod Coulter, Valerie Grossman, Enrique Mart í nez-Garc í a, Peter C.B. Phillips, Shuping Shi /

文 熊春婷/编译

导读：自 2012 年以来，美国的实际房价（经通胀因素调整后的价格）一直在稳步上升。疫情之前房价开始进一步上涨，但自 2020 年初以来上涨速度明显加强。对于潜在的买家和卖家以及政策制定者来说，了解住房市场的状况是必要的。我们使用一种新的统计工具来实时评估美国房地产市场的健康状况，我们认为，此次上涨的根本原因与 2007-2009 年全球金融危机之前的房地产繁荣时期不同。然而，人们越来越担心美国房价正再次脱离基本面。编译如下：

实时监测房地产泡沫的显现

当价格上涨与市场基本面脱节时，资产——这里指的是住房——正处于泡沫的主要扩张阶段。正如现在我们观察到的那样，实际房价的快速上涨本身并不意味着泡沫。可支配收入的变化、信贷成本和获得信贷的机会、供应中断、劳动力和原材料成本的上升，都是导致实际房价持续上涨的经济原因。

但是，当人们普遍认为目前的房价将持续强劲上涨，实际房价可能会偏离市场基本面。如果许多购房者持这一观点，那么由于“害怕错过”而购房的行为就会推高房价，并提高人们对房价强劲上涨的预期。

这种自我实现的机制导致价格可能呈指数级（或爆发性）增长，房地产市场逐渐偏离基本面，直到投资者变得谨慎，政策制定者进行干预，流入房地产的资金逐渐枯竭，房地产市场出现调整，甚至出现泡沫破裂。

预期驱动的实际房价爆炸式增长（通常称为繁荣）会造成许多后果：经济资源配置不当、投资模式扭曲、个人破产，对增长和就业的宏观经济影响。实时监测住房市场价格，可以帮助投资者和政策制定者在经济失调严重、修正政策导致经济动荡之前及时做出回应。

包含由预期驱动的泡沫的实际住房价格的时间序列显示了两个重要的属性——如图表所示，在繁荣阶段实际住房价格呈现非线性的爆炸式增长，如果市场崩溃，它们会自我修正或者是导致更进一步的崩溃。

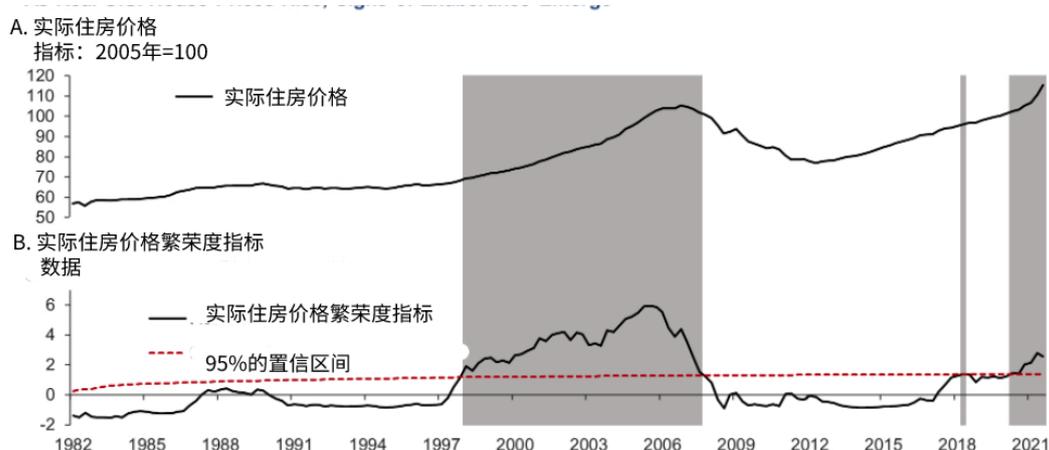
为了提供市场诊断，达拉斯联邦储备银行（Dallas Fed）的国际房价数据库团队与世界各地的学者合作，在国际住房观察组织（International Housing Observatory）的指导下，编制了反映潜在市场繁荣的数据集和统计数据。该数据集采用新型统计方法，持续监测美国和世界各地的房地产市场，以探测是否出现住房市场泡沫。

市场出现拐点的迹象

当从这些技术中得出的统计数据具有重要意义时，这些时期会被标记住房市场繁荣时期——价格以指数速度增长，超过了经济基本面所能负担的水平。这些指标每季度计算一次。高于 95%阈值的测试结果表示住房市场的异常爆炸行为或“狂热”信心达到 95%。

历史上美国繁荣指数与图 1 中 95%的阈值相对照。图中底部的数据显示了市场温度，就像个人温度计的读数一样。繁荣度指标表示温度，置信上界为异常值。这意味着，到 2021 年第三季度为止，美国住宅市场已经连续 5 个季度呈现出繁荣的迹象。

表 2 随着美国实际住房价格的上升，泡沫正在显现



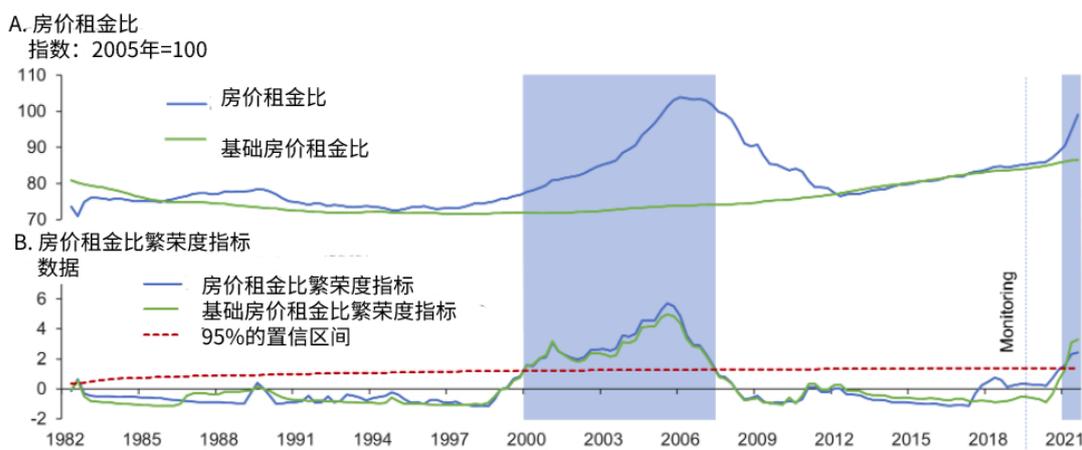
美国并不是唯一经历房地产市场热潮的国家。在达拉斯联邦储备银行的国际房价数据库中，25 个国家里有 11 个国家显示出了实际住房市场繁荣的迹象。

美国住房市场的诊断方法

为了评估大流行期间的美国房价，我们首先根据 2019 年第四季度的数据，在房价和支撑市场的经济基本面之间建立了实证关系。理论基准是以未来租金的现值之和为基础的住房基本价值。这与财务原理类似，即公司股票的基本价值是未来股息的现值减去资金成本。（类似地，这里的公司是一栋房子，它的股息是按利率贴现的租金。）

根据这一基准，房价租金比可以用一组滞后的经济变量来解释，比如人均个人可支配收入、住房租金和长期利率。在排除了基本因素的影响后，回归的残差将被评估是否存在爆炸行为的证据。其结果是：自 2020 年初以来，房价租金比飙升，超出了观察到的基本面因素所能解释的范围（见图 2）。

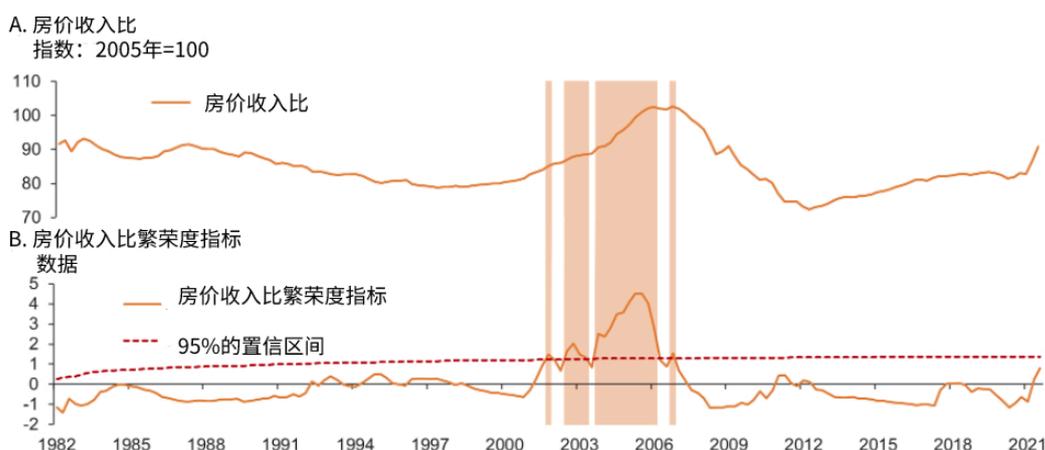
表 3 美国的房价租金比率正脱离经济基本面



美国的实际房价租金比与其基本面水平之间的差距在大流行期间迅速扩大——与上一次房地产繁荣时期相当——并在 2021 年开始显示出繁荣的迹象。繁荣的统计数字证实，最近的增长远非寻常。

另一个与住房负担能力直接相关的重要长期锚是房价与可支配收入的比率。图 3 显示了衡量住房负担能力的繁荣时期。这些数据——不像我们以前的指标——还没有显示出 2021 年第三季度爆炸性增长的证据。但是，2021 年接近临界值的统计数据迅速增长表明，美国实际房价可能很快就会脱离人均个人可支配收入的束缚。

表 4 美国住房收入比率上升很快，但未呈现泡沫



这一繁荣度指标的统计数据迟迟没有更新，部分原因是疫情期间实际可支配收入激增，导致物价收入比增速放缓。可支配收入激增主要是因为疫情期间实行了扩张的财政政策和货币政策，加上封锁导致的家庭消费减少。

如果可支配收入的增长是暂时的——随着财政刺激的减弱和美联储逆转其宽松的货币政策——那么房价收入比可能就不是一个能有效衡量住房负担能力

的指标。可支配收入的这种暂时性增长并不是长期住房投资的重要决定因素。因此，在识别房地产市场泡沫时，仅用房价收入比衡量可能会得到过于保守的结果。

又一个美国房地产泡沫正在酝酿？

我们的证据显示，自 21 世纪初的繁荣以来，美国房地产市场首次出现异常行为。令人担忧的原因在某些经济指标中很明显——尤其是房价租金比和房价收入比这两个指标——这些指标显示，2021 年的房价似乎越来越不符合基本面。

虽然利率处于历史低位是一个因素，但这并不能完全解释住房市场的发展。其他因素也发挥了作用，包括与大流行有关的美国财政刺激计划、与疫情相关的供应链中断和相关的政策措施。由此导致的基本面因素推动的房价上涨，可能加剧了人们对新投资者参与热潮和现有投资者更激进投机行为的担忧。

根据目前的证据，就规模或宏观经济影响力而言，人们认为此次楼市调整的影响无法与 2007-09 年的全球金融危机相提并论。除此之外，美国家庭的资产负债表状况似乎有所改善，过度借贷似乎并未推动房地产市场的繁荣。

重要的是，21 世纪初房地产泡沫的经验，以及随后为早期检测和预警指标部署而开发的先进工具——其中一些已经在此文中进行了说明——都表明市场参与者、银行、政策制定者和监管机构都能更好地实时评估房地产繁荣的重要性。因此，他们处于一个更明智的位置，能够迅速做出反应，避免住房市场调整带来的最严重的后果。

本文原题为“Real-Time Market Monitoring Finds Signs of Brewing U.S. Housing Bubble”。本文作者是 Jarod Coulter, Valerie Grossman, Enrique Martínez-García, Peter C.B. Phillips 和 Shuping Shi。Jarod Coulter 是达拉斯联邦储备银行研究部的研究分析师。Valerie Grossman 是达拉斯联邦储备银行研究部的研究员和网络内容经理。Enrique Martínez-García 是达拉斯联邦储备银行研究部高级研究经济学家和顾问。Peter C.B. Phillips 是耶鲁大学斯特林荣誉退休教授，奥克兰大学杰出教授。Shuping Shi 是澳大利亚悉尼麦考瑞大学经济学教授。本文于 2022 年 3 月 29 日刊于达拉斯联邦储备银行官网。[单击此处可以访问原文链接。](#)

趋势通胀是否有失控的风险？通胀预期的作用

Danilo Cascaldi-Garcia, Francesca Loria 和 David López-Salido /文 杨茜/编译

导读：自大流行开始以来，对消费者价格总水平的看法迅速从对通缩的担忧转变为对过度通胀的担忧。本文借鉴 Mertens (2016) 的实证框架，构建了美国趋势通胀估计的月度模型，结果显示最近的通胀和通胀预期在长期呈上升趋势。编译如下：

自大流行开始以来，对消费者价格总水平的看法迅速从对通缩的担忧转变为对过度通胀的担忧。很难在美国经济史或者全球经济史中找到与当前通胀前景迅速逆转相似的情景。在本文中，我们构建了美国趋势通胀估计的月度模型，结果显示最近的通胀和通胀预期在长期呈上升趋势。

我们借鉴 Mertens (2016) 的实证框架，使用截至 2022 年 3 月的数据对其模型进行更新。该实证模型特别适合评估长期通胀预期的被锚定程度，并检测公众对（长期）名义锚偏移的信心。这种长期锚或趋势反映了公众对央行关于价格稳定承诺的信心。在该模型中，潜在的通胀趋势是通过调查指标来捕捉的，而通胀预期可能反过来受到公众对未来货币政策看法的影响。更准确地说，我们使用这个统计模型，通过从三个通胀指标中获取信号来估计通胀的长期趋势：过去的通胀、调整后的平均通胀以及通胀预期或通胀预测的短期、长期调查指标。

识别趋势（核心 PCE）通胀背后的基本思想是在未来足够长的一段时间内构建一个“稳定”的通胀预期衡量指标，该指标由央行对实现并维持低且稳定的通胀率的承诺主导，而非由周期性因素或其他影响因素主导——例如相对价格冲击、金融市场参与者的情绪或风险溢价。如果这一趋势（或潜在）通胀指标超过美联储 2% 的长期目标，我们可能会将其视为长期通胀预期“水平脱锚”的迹象。

实证模型允许量化潜在通胀的另一个方面是与趋势通胀估计相关的“不确定性”。这种不确定性度量为评估长期（趋势）通胀保持良好锚定的程度提供了一个标准：当估计的趋势通胀不确定性很大时，它就表明长期通胀预期存在“脱锚风险”。

因此，该模型可以深入了解通胀决定因素的变动是否会导致长期通胀和长期通胀预期的水平、风险不确定性的转变。

模型参数及数据

在模型中，趋势通胀 π_t 被定义为无限期的通胀预测 (π_t)，其条件是给定信息集 Ω_t （例如，过去的通胀、剔除波动大的分项后的平均通胀和通胀预期的调查指标）。形式上， $\pi_t = E(\pi_{t+\infty} | \Omega_t)$ 。只要趋势通胀率是对很久的未来某个固定点

的通胀率的预测，趋势通胀的变化仅仅反映了信息的变化，而不是长期通胀和长期通胀预期水平的变化。

趋势通货膨胀的这种定义意味着它遵循单位根过程，因为

$$E(\pi_{t+\infty}|\Omega_t) - E(\pi_{t+\infty}|\Omega_{t-1}) = \tau_t - \tau_{t-1}$$

因此

$$\tau_t = \tau_{t-1} + E(\pi_{t+\infty}|\Omega_t) - E(\pi_{t+\infty}|\Omega_{t-1}) = \tau_{t-1} + \bar{e}_t$$

其中 $\bar{e}_t \sim N(0, \sigma_t^2)$ 是一系列具有时变波动率 σ_t^2 的趋势冲击。实际通货膨胀被建模为该趋势和平稳分量 $\bar{\pi}_t$ 的总和，并承继了趋势中的随机游走： $\pi_t = \tau_t + \bar{\pi}_t$ 。

对这一趋势的冲击具有重要的经济解释。在没有冲击的情况下，趋势通胀保持稳定，等于过去的价值，在这种情况下，通胀预期的长期“水平”被很好锚定。然而，当这些“趋势（或永久性）冲击”相当大时，当前的通胀趋势会偏离之前的水平，这意味着通胀预期可能会发生（潜在）偏移。当与这些趋势冲击相关的不确定性很大时，有迹象表明通胀预期会变得正在脱锚。这种不确定性越大，“脱锚风险”就越大。

在这个框架中，通胀趋势是当前通胀的一个未被观察到的组成部分。然而，计量经济学家观察到的是一组指标，这些指标可能提供有关这种趋势或通货膨胀的潜在组成部分的信息。在下文中，我们关注一个从以下指标获取信息的实证模型：

1.过去的通货膨胀：实际通货膨胀率，CPI 和 PCE 指数的变化以及 GDP 平减指数。

2.调整后的平均通胀：CPI 和 PCE 的中位数和剔除波动大的分项后的已实现的通货膨胀率。

3.调查：从专业预测者调查（SPF），蓝筹公司和利文斯顿调查中获得的未来通货膨胀预测。

附录的表 A.1 总结了每个类别的具体通胀指标，这些指标为我们模型中核心 PCE 趋势通胀的估计提供了依据。

结论

本节讨论对核心 PCE 趋势通胀 τ_t 及其时变不确定性 σ_t^2 估计产生的关键结果。趋势水平以百分比为单位，采用年化数据，不确定性以趋势冲击的标准偏差 \bar{e}_t 衡量。

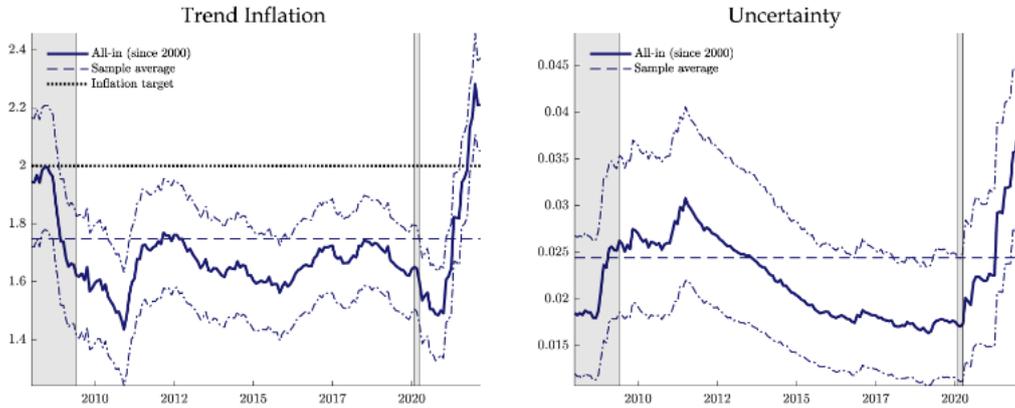
我们模型的基础版本使用了 2000 年 1 月至 2022 年 3 月的数据进行估计，数据指标包括过去的通胀、调整后的通胀和调查通胀。正如我们稍后在本文中所

展示的，使用最近几十年的数据对这个标准模型的估计产生了最佳的预测性能——与仅使用通胀指标子集的竞争替代模型相比（即“仅过去的通胀”，“仅调整后的平均值”和“仅调查”）。

图 1 显示了自 2008 年 1 月以来估计的趋势通货膨胀 π_t 的演变（左侧面板）和其不确定性 $\bar{\sigma}_t$ （右侧面板）。粗线表示后验均值，细线表示后验均值周围 90% 的可信集。阴影区域表示美国全国经济研究所（NBER）认定的衰退期。在 COVID-19 衰退期间，核心 PCE 趋势通胀明显低于 2000 年后的平均水平，但在复苏期间大幅反弹——目前对趋势的估计高于 2%。

与趋势 π_t 相关的不确定性 $\bar{\sigma}_t$ 在 2012 年达到顶峰后稳步下降，但从 COVID-19 衰退中复苏使其升至高于历史平均水平的水平。总而言之，这些结果表明趋势通胀在水平和方差方面存在上行风险。

图 1 趋势通胀和不确定性



注：左侧面板描绘了估计的核心 PCE 通胀趋势（蓝色实线），从过去的通胀、剔除波动大的分项后的平均通胀和调查预测中获取信息，样本为 2000 年 1 月至 2022 年 3 月。虚线代表 2% 的通胀目标。右侧面板描绘了估计的趋势通胀的不确定性。每个面板中的蓝色虚线分别代表趋势通胀和不确定性的样本均值。蓝点虚线分别代表趋势通胀和不确定性的 90% 覆盖范围。灰色阴影条表示美国国家经济研究局（NBER）定义的商业衰退期：2007 年 12 月至 2009 年 6 月，以及 2020 年 2 月至 2020 年 4 月。

反事实测试

接下来，我们使用基础模型来研究在通胀预期大幅恶化的反事实“压力”情景下趋势通胀的变化。更具体地说，这项工作设想了一种情况，即通胀预期在今年剩余时间里大幅上升，并在 2022 年 9 月之前保持高位。通胀预期的上升幅度对应于过去 20 年计算的通货膨胀分布的两个标准差的冲击。表 1 描述了如何实现此场景的详细信息。

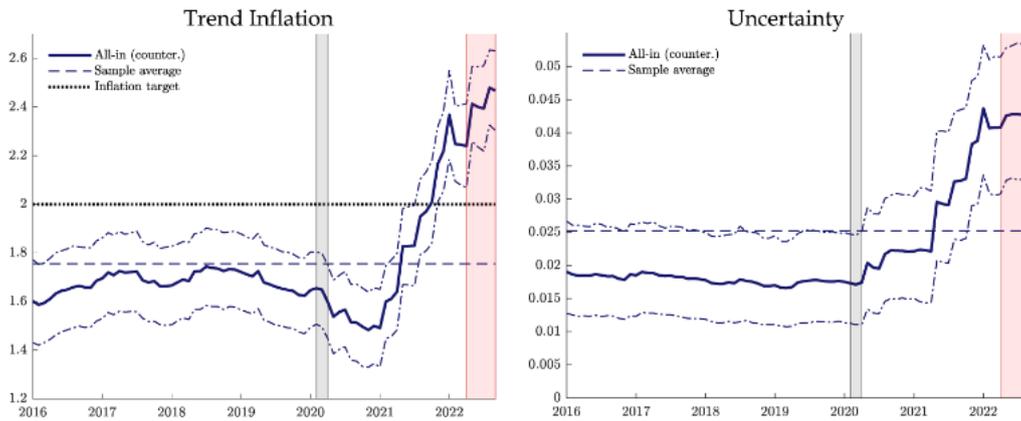
表 1 反事实假设

Variable	Scenario
Inflation measures	
PCE inflation (trimmed)	3.5% y.o.y. (Sep/2022)
CPI Inflation (trimmed)	6.5% y.o.y. (Sep/2022)
CPI Inflation (median)	6.3% y.o.y. (Sep/2022)
Surveys	
SPF short-run – PCE core inflation (two years ahead)	2.50%
SPF short-run – CPI core inflation (two years ahead)	2.70%
SPF short-run – PCE inflation (up to four quarters ahead)	2.6%-4.0%
SPF short-run – CPI inflation (up to four quarters ahead)	2.9%-4.8%
SPF short-run – GDP deflator (up to four quarters ahead)	6.6%-7.5%
SPF long-run – PCE inflation (5 to 10 years)	2.4%-2.7%
SPF long-run – CPI inflation (5 to 10 years)	2.7%-3.1%
Blue Chip –CPI inflation (short and long-run)	2.5%-2.9%
Blue Chip – GDP deflator (short and long-run)	2.2%-3.1%
Livingston Survey – CPI inflation (12 months ahead)	3.30%

注：PCE 通胀（经调整）、CPI 通胀（经调整）和 CPI 通胀（中值）是最后可用的观测结果（PCE 为 2022 年 1 月，CPI 为 2022 年 2 月）。所有调查预测都是最后一次观测值加上两个标准差（自 2000 年 1 月以来），但 SPF GDP 平减指数除外，它是最后一个重复观测值（2022 年 2 月）。这两个数字对应于模型中使用的不同指标的上限范围。

使用这些反事实“数据”延长样本期，我们使用实证模型估计未来几个季度趋势通胀的相应水平和不确定性。图 2 显示了估计结果，重点关注从 2016 年 1 月开始的时期。该图表明，在该实验中通货膨胀数据和调查指标的配置下，该模型将表明趋势通货膨胀（左图）将长期增加至约 2.5%（年化）和持续的高趋势通胀不确定性（右图）。这种情况表明趋势通胀脱锚至远高于过去 20 年历史平均水平的风险显著增加。这项工作突显了对通胀预期调查指标冲击的程度和持续性，这反映趋势通胀显著高于 2% 的通胀目标，并会导致长期通胀脱锚的重大风险。

图 2 反事实趋势通胀和不确定性



注：左侧面板描绘了估计的趋势核心 PCE 通胀（蓝色实线），从过去的通胀、剔除波动大的分项后的平均通胀和调查预测中获取信号，从 2000 年 1 月到 2022 年 9 月的反事实样本。虚线代表 2% 的通胀目标。右侧面板描绘了趋势通胀的估计不确定性。每个面板中的蓝色虚线分别代表趋势通胀和不确定性的样本均值。蓝点虚线分别代表趋势通胀和不确定性的 90% 覆盖范围。灰色阴影条表示美国国家经济研究局（NBER）定义的商业衰退时期：2020 年 2 月至 2020 年 4 月。红色阴影条表示反事实时期（2022 年 4 月至 2022 年 9 月）。

预期调查指标的重要性（随着时间变化）

我们现在探索上面考虑的基础（标准）模型以及竞争模型的相对预测能力。具体来说，我们重点关注以下四种模型：

1. 过去的通货膨胀模型：仅包括实际通货膨胀率，如从 CPI、PCE 和 GDP 平减指数得出的通货膨胀率。
2. 经调整后的模型：仅包括已实现的通货膨胀经调整后的均值或中位数指标。
3. 调查模型：仅包括从专业预测者调查（SPF）、蓝筹公司和利文斯顿调查中获得的对未来通胀的调查预测。
4. 全部（基础）模型：包括已实现的通货膨胀率、经调整后的均值和中位值指标以及调查预测的组合。

我们还考虑了三个不同样本时期的结果：（1）完整样本（1960 年 1 月—2022 年 3 月），（2）2000 年前（1960 年 1 月—1999 年 12 月），以及（3）最近时期（2000 年 1 月—2022 年 3 月）。选择 2000 年作为分界是因为从那时起趋势通胀的水平和波动都低于前几年。

表 2 报告了“朴素”（naïve）模型（即仅使用过去通胀数据的模型）的均方根误差（RMSE）。对于所有其他模型，它显示了其 RMSE 与“朴素”过去通胀趋势模型的比率。RMSE 计算为不同时期内平均 PCE 核心通胀的预测值与

实际值之间的差异。模型的 RMSE 越低，其预测性能就越好。至于 RMSE 比率，低于 1 的数字意味着给定替代指标的预测性能优于“朴素”模型。

三个结果很突出。首先，在 2000 年以后的子样本中，以低通胀波动为特征，所有模型的预测能力都比在全样本或第一个子样本（1960—1999 年）上估计的有所提高。其次，虽然在 2000 年代之前的子样本中，使用“经调整后的均值和中位数指标”模型预测能力突出。但在 2000 年之后的子样本中，使用通胀调查指标显然在预测趋势通胀方面非常有用。最后，在最新数据样本上，基础模型的表现最佳。

表 2：预测表现：均方根误差（RMSE）和比率

Trend measure	12-months ahead	36-months ahead	60-months ahead
<i>Full sample (Jan/1960 – Jan/2022)</i>			
<i>Past inflation: average deviation</i>	<i>0.89 percent</i>	<i>1.13 percent</i>	<i>1.28 percent</i>
Trimmed and median measures	0.92	0.88	0.81
Surveys	1.19	1.08	1.10
“All-in” (past, trimmed, and surveys)	1.23	1.11	1.12
<i>Pre-2000s (Jan/1960 – Dec/1999)</i>			
<i>Past inflation: average deviation</i>	<i>0.93 percent</i>	<i>1.35 percent</i>	<i>1.56 percent</i>
Trimmed and median measures	0.86	0.84	0.80
Surveys	1.30	1.10	1.10
“All-in” (past, trimmed, and surveys)	1.19	1.06	1.05
<i>Recent periods (Jan/2000 – Jan/2022)</i>			
<i>Past inflation: average deviation</i>	<i>0.92 percent</i>	<i>0.58 percent</i>	<i>0.60 percent</i>
Trimmed and median measures	0.70	0.77	0.67
Surveys	0.68	0.66	0.59
“All-in” (past, trimmed, and surveys)	0.67	0.59	0.47

注：均方根误差（RMSE）是“朴素”过去通胀趋势模型的均值。对于所有其他模型，该表报告了其 RMSE 与“朴素”过去通胀趋势模型的比率。RMSE 计算为不同时期内平均 PCE 核心通胀的预测值与实际值之间的差异。由于 PCE 通胀的可用性，RMSE 评估仅限于 2022 年 1 月。

附表

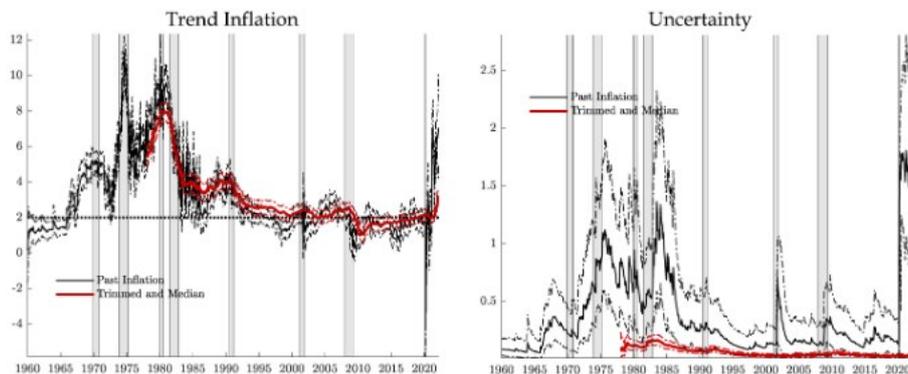
表 A.1 总结了我们在分析中使用的数据。图 A.1 和 A.2 显示了使用 1960 年至 2022 年的完整样本获得的趋势通胀时间序列估计和随机趋势的不确定性，分别针对“过去的通胀”、“调整后的”、“调查”和“所有-in（基线）”模型。

表 A.1: 数据描述和有效性

	Since	Until	Frequency	
Realized Inflation Rates				
PCE deflator	Feb-59	Jan-22	Every month	
Core PCE deflator (ex. food and energy)	Feb-59	Jan-22	Every month	
Consumer price index	Feb-47	Feb-22	Every month	
GDP deflator	Q1/1947	Q3/2021	Mar, Jun, Sep, Dec	
Trimmed and Median Inflation Rates				
Trimmed-mean PCE inflation	Jan-78	Jan-22	Every month	
Trimmed-mean and Median CPI inflation	Jan-83	Feb-22	Every month	
Survey Expectations of Inflation				
SPF short-term forecasts	Core PCE and Core CPI, next two years	Feb-07	Feb-22	Feb, May, Aug, Nov
	PCE and CPI, avg. over the next four quarters	Feb-07	Feb-22	Feb, May, Aug, Nov
	GDP/GNP deflator, avg. over the next year	Nov-68	Feb-22	Feb, May, Aug, Nov
SPF longer-term forecasts	PCE, next five and next ten years	Feb-07	Feb-22	Feb, May, Aug, Nov
	CPI, next five years	Aug-05	Feb-22	Feb, May, Aug, Nov
	CPI, next ten years	Nov-79	Feb-22	Feb, May, Aug, Nov
Blue Chip, five-to-ten years ahead	CPI and GDP/GNP deflator	Mar-86	Oct-21	Mar, Oct
Blue Chip, four quarters ahead	CPI	Jun-80	Mar-22	Every month
	GDP/GNP deflator	Jun-80	Mar-22	Every month
Livingston, 6–12 months ahead		Jun-60	Dec-21	Jun, Dec

注：SPF 表示专业预测者调查。所有变量均按年计算并表示为连续复合变化率。有关数据构建和有效性的更多详细信息，请参阅 Mertens（2016）。蓝筹公司数据由 Haver 提供。

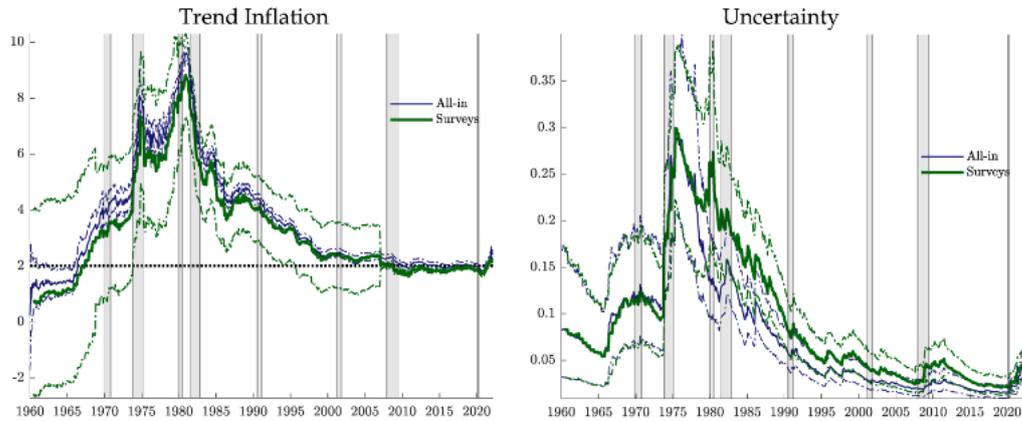
图 A.1 使用全样本的过去通货膨胀模型和经调整后的平均通胀模型



注：左图描绘了估计的核心 PCE 通胀趋势，黑色实线代表仅从过去通胀中获取信号的模型，红色实线代表仅从修剪平均通胀中获取信号的模型，两者的样本均来自 1960 年 1 月至 2022 年 3 月。虚线代表 2% 的通胀目标。右侧面板描述了这两种趋势通胀的估计不确定性。黑色点划线和红色点划线分别代表趋势通胀和不确定性的 90% 覆盖范围。灰色阴影条表示美国国家经济研究局（NBER）定义的商业衰退期：1969 年 12 月至 1970 年 11 月、1973 年 11 月至 1975 年 3 月、1980 年 1 月至 1980 年 7 月、1981 年 7 月至 1982 年 11 月、1990 年 7 月至

1991年3月,2001年3月至2001年11月,2007年12月至2009年6月,以及2020年2月至2020年4月。

图 A.2 使用全样本的调查数据模型和基础“全部”模型



注：左图描绘了估计的核心 PCE 通胀趋势，蓝色实线代表从过去通胀、调整后的平均通胀和调查预测中获取信息的模型，绿色实线代表仅从调查中获取信息的模型，两者样本从 1960 年 1 月到 2022 年 3 月。虚线代表 2% 的通胀目标。右侧的面板描述了这两种趋势通胀的估计不确定性。蓝色点划线和绿色点划线分别代表趋势通胀和不确定性的 90% 覆盖范围。灰色阴影条表示美国国家经济研究局（NBER）定义的商业衰退期：1969 年 12 月至 1970 年 11 月、1973 年 11 月至 1975 年 3 月、1980 年 1 月至 1980 年 7 月、1981 年 7 月至 1982 年 11 月、1990 年 7 月至 1991 年 3 月,2001 年 3 月至 2001 年 11 月,2007 年 12 月至 2009 年 6 月,以及 2020 年 2 月至 2020 年 4 月。

本文原题为 “Is Trend Inflation at Risk of Becoming Unanchored? The Role of Inflation Expectations”。本文作者 Danilo Cascaldi-Garcia 是联邦储备系统理事会的高级经济学家, Francesca Loria 是联邦储备系统理事会的高级经济学家, J David Lopez-Salido 是联邦储备委员会货币事务部副主任。本文于 2022 年 3 月刊于联邦储备系统理事会官网。[单击此处可以访问原文链接。](#)

美联储的新框架:背景和后果

Richard H. Clarida/文 徐懿凡/编译

导读: 本文讨论了美联储的新框架, 并强调了修订后的共识声明和新战略中的一些重要政策含义。特别地, 本文首先讨论了促使美联储在 2018 年 11 月宣布将在 2019 年对其货币政策战略、工具和沟通实践进行首次公开审议的原因。其次, 将审议的主要结果纳入新的《长期目标和货币政策战略声明》, 并强调了一些重要的政策含义。编译如下:

审议的动机

正如联邦公开市场委员会 (Federal Open Market Committee, FOMC) 从一开始就指出的那样, 美联储选择进行这一审议并不意味着我们认为从 2012 年以来我们的工作框架出现了问题。事实上, 我认为, 在 2012-2020 年期间, 该框架为我们提供了良好的服务, 并支持了美联储在全球金融危机 (Global Financial Crisis, GFC) 后首先实现并在接下来的几年内保持了经济达到或接近我们法定设定的最大化就业和稳定通胀的目标, 这是美国历史上持续时间最久的经济扩张, 直到 2020 年春季因为新冠疫情而中断。然而, 尽管如此, 自 2012 年以来, 美国经济、以及 (同样重要的) 我们对经济的理解明显在几个关键维度上发生了变化。我们认为需要在 2019 年, 后退一步, 评估我们是否要、以及以何种可能的方式去改进和重新考虑我们的战略、工具以及沟通实践流程, 以尽可能地在今天和可预见的未来所处的全球经济中, 一致地、稳健地实现和维持我们的目标。

或许从 2012 年以来我们对经济的理解发生的最大变化是, 对中性实际利率 r^* 的估计大幅下降, 长期来看中性实际利率符合我们最大化就业和稳定通胀的要求。而在 2012 年 1 月, FOMC 参与者们预计长期 r^* 的中位数为 2.25%, 由此中性名义政策利率为 4.25%。截至 2021 年 12 月, FOMC 参与者们预计长期 r^* 的中位数仅为 0.5%。这意味着设置中性联邦基金利率为 2.5%。此外, 正如人们充分认识到的那样, 自全球金融危机以来, 中性政策利率的下降是一种全球现象, 预测者和金融市场普遍预计这种现象将在未来几年内持续。

自 2012 年以来, 中性政策利率的大幅下降对货币政策具有关键影响, 因为这让 FOMC 拥有更少的传统政策空间来抵消对总需求的不利冲击。这种发展, 反过来, 使得经济衰退更有可能带来更高的风险, 即通胀面临更持久的下行压力和失业率的上行压力, 美联储的货币政策在设计和实施时就应该寻求在经济周期中抵消风险, 而不是在出现压力时调整。

另外两个相关的经济发展事实也比 2012 年时更明显, 即通胀似乎对资源冗余的反应较小, 此外, 基于历史数据的菲利普斯曲线对资源冗余的估计并不像

人们曾经以为的那样可靠，相反需要更多实质性修正。比如，面对失业率下降并没有对价格通胀造成过度的成本推动压力，委员会对 u^* 估计的中位数——和 2% 通胀的客观目标一致的长期失业率——经过了多次下调，从 2012 年 1 月的 5.5% 下调至 2021 年 12 月经济预期摘要（Summary of Economic Projections, SEP）中的 4%。国会预算办公室和专业预测者对 u^* 的预测在同样的时期出于同样的原因也出现了类似的下降。在上次扩张的几年中，失业率下降与实际工资显著可喜的增长同时发生，并伴随着国民收入中劳动力份额的增加，但通胀并没有达到和我们的稳定通胀任务以及良好锚定的通胀预期一致的结果。事实上，自 1990 年代以来的美国数据中，在周期中期，失业率下降与实际工资非通胀性增长同时出现的模式已经很明显。

关于通胀预期，学术界和政策制定者普遍认为，要在可持续的基础上实现价格稳定，就需要通胀预期很好地锚定在与价格稳定目标一致的通胀率上。全球金融危机之前的学术文献提出了一个重要的结论，即在理性预期下，不受有效下界（Effective lower bound, ELB）约束的可靠通胀目标货币政策可以实现通胀预期本身很好地锚定在通胀目标上。换句话说，在缺乏有效下界约束的情况下，在这些模型中以实际通胀为目标的政策可以“免费地”锚定在长期通胀目标上。但这种“完美巧合”在低 r^* 的世界中已经不再成立，预期不利的总需求冲击将至少推动经济有效下界下降。这种情况下，经济分析表明，盯住灵活通胀目标的货币政策不能依赖于仅提供锚定在目标水平上的通胀预期，而是倾向于提供在每个经济周期中锚定在目标水平以下的通胀预期。在通胀锚定有效下界的世界中，向下的通胀预期偏差可以反过来减少已经稀缺的政策空间——因为名义利率既反应了实际利率，也反应了预期通胀——并且可能触发已经在其他主要经济体中观察到的实际和预期通胀螺旋式下降的风险。

当然，通胀预期并不是直接观察到的，必须从调查、金融市场数据以及计量模型中得到并不完美的推断。每一种来源都可能包含信号和噪音，有时候会给出互相矛盾的结果。但是，至少，在 2012 年到 2020 年这一时期，实际的个人消费支出（personal consumption expenditures, PCE）通胀（核心或加总）未能在持续的基础上达到 2% 的目标，这对保持通胀预期在 2% 的水平并没能起到积极贡献。事实上，我对这段时期的证据的解读是，我遵循的各种通胀预期指标位于我认为与 2% 通胀目标一致的范围的低端。

新声明和策略

2020 年 8 月 27 日，FOMC 一致通过了修订后的《长期目标和货币政策战略声明》，这代表了其货币政策框架的稳健演变。

我们的新框架和 2020 年 9 月 FOMC 声明提供的前瞻性指引背后，有六个关键要素。其中五个要素确定了委员会将如何设法实现价格稳定，第六个要素涉及 FOMC 如何实现就业最大化。当然，委员会的通胀和就业目标任务通常是相辅相成的，事实上，这种互补性在 2020 年 9 月 FOMC 声明中引入的前瞻性指导语中得到了承认和尊重。但是，为了方便阐述，我将首先集中讨论新框架的五个要素，这些要素确定了委员会将如何谋求实现价格稳定的任务。

1. 委员会预计将推迟退出 ELB，直到 PCE 年通胀率升至 2%，并满足与持续实现这一目标相一致的其他补充条件（稍后将讨论）。
2. 由于通胀率持续低于 2%，委员会的目标是在一段时间内使通胀率略高于 2%，从而使一段时间内的通胀率平均保持在 2%，并保持长期通胀预期与 2% 的长期目标锚定。
3. 委员会预计，在政策正常化的条件满足后，合适的货币政策将在一段时间内保持宽松。
4. 一旦政策正常化的条件得到满足，政策目标是在一段时间内使通胀恢复到长期目标，即保持 2%，但不低于 2%。
5. 平均 2% 的通胀代表了 FOMC 的事前愿望，不是前后不一致的事后承诺。

正如我在 Clarida (2020b, 2021a) 中所强调的，我认为总结由这五个特征定义的新框架的一个有效方法是临时价格水平目标制 (Temporary price-level targeting, TPLT, 在 ELB 存在的情况下)，这种方法一旦达到了启动条件，会恢复到灵活的通胀目标。Bernanke, Kiley & Roberts (2019) 和 Bernanke (2020) 分析了这样的一个框架，又在 Evans (2012)，Reifschneider & Williams (2000)，和 Eggertsson & Woodford (2003) 等人早期工作的基础上进行了分析。

在平均通胀达到一个阈值之前推迟推出 ELB 的政策是 TPLT 策略的一个组成部分。从我们 2020 年 9 月的 FOMC 声明开始，我们传达了通胀达到 2% 是推出 ELB 的必要条件。FOMC 还在声明中表示，委员会预计将推迟加息，直到通胀“在一段时间内温和超过 2%”。“温和”和“一段时间”意味着将取决于启动时的初始条件（就像其他版本的 TPLT 所说明的），并取决于委员会对偏离 2% 通胀目标的预计持续时间和偏离幅度的判断，这些将在季度 SEP 中针对通胀进行沟通讨论。

我们的新框架是不对称的。也就是说，就像之前引用的 TPLT 研究一样，退出 ELB 后的货币政策目标是让通胀回归 2% 的长期目标，而不是将通胀推到 2% 以下。而恢复到 2% 的预期速度可以反应委员会除了 2% 的长期通胀回归目标之外的其他相关考虑。对于美联储的情形，我们已经强调，确保通胀预期保持

在 2% 的目标就是这样的一个考虑。我密切关注美联储工作人员的共同通胀预期指数（Common inflation expectations, CIE）——该指数现在在美联储网站上每季度更新一次——作为这一目标正在实现的相关测度。在其他条件相同的情况下，如果加息时 CIE 指数低于 ELB 之前的水平，那么通胀恢复 2% 后政策正常化的速度会慢一些。

我们的框架目标是事前通胀率随时间平均达到 2%，但并未承诺在任何和所有情况下实现平均 2% 的事后通胀结果。我之前引用的 TPLT 研究也是如此。在这些研究中，平均通胀进入政策规则的唯一途径是通过其自身的加息时机。然而，在 TPLT 下具有一年记忆的 FRB/US 模型的随机模拟中，Bernanke, Kiley & Roberts（2019）报告的结果显示，在加息后恢复灵活通胀目标，通胀平均水平确实非常接近 2%。Mertens 和 Williams（2019）的模型得出了类似的结果：尽管政策反应函数在他们的模型中不包含事后构成元素，模型提供了一个和目标相等的长期（无条件）平均通胀率，通过锚定远离 ELB 的温和通胀，来抵消 ELB 引起的通胀不足。

新框架和就业最大化

在我们的新框架中一个重要的变化是，委员会现在将最大化就业定义为不会产生使价格稳定任务面临风险的持续压力的最高就业水平。实际上，这个定义意味着，当失业率相对于 SEP 对其长期水平的预测上升时，只要不让价格稳定的任务面临风险，货币政策就应该像以前一样继续调整以消除这种就业短缺。事实上，自 2020 年 9 月的 FOMC 声明以来，我们已经表示，我们预计将联邦基金利率保持在当前的 0 至 25 个基点的目标范围内是合适的，直到通胀达到 2%（按年计算）以及劳动力市场表现已经达到与委员会对最大就业的评估相一致的水平。在我们的新框架中，当经济周期处于扩张状态时，劳动力市场指标回到委员会认为与其就业最大化任务大体一致的范围内时，政策将对通胀本身的数据做出反应。但在未来，政策不会仅仅因为失业率低于任何特定的经济计量模型估计的长期自然水平就收紧。

这一指导对我将参考的泰勒型（Taylor-type）政策反应函数具有重要意义。特别是，我将继续——正如我加入美联储以来所做的那样——查阅尊重泰勒原则的政策规则，将其作为校准政策利率正常化速度和目标的基准，一旦达到门槛，政策正常化进程就开始。与我们的新框架一致，在满足加息条件之后，我将参考的相关政策规则基准是惯性泰勒型规则：失业率缺口的系数为 0，核心 PCE 通胀和 2% 的长期目标之间差距的系数为 1.5，以及与我的 SEP 预测的长期 r^* 相等的中性实际政策利率。如前所述，我参考的基准规则的惯性程度取决于加息时的初始条件，尤其是预测者 CIE 指数相对于 2020 年 2 月水平的读数。一

且满足政策正常化的条件，这种参考规则就变得有意义，类似于 Clarida、Galí & Gertler（1999）中关于最优货币政策的前瞻性泰勒型规则。Bullard & Mitra（2002）和 Galí（2008）等人研究了动态随机一般均衡模型中泰勒型规则的稳定性特性。他们表明，当通胀缺口的标准泰勒系数为 1.5，失业缺口的系数为 0 时，理性预期均衡对于标准化参数是唯一的。

当前宏观环境下货币政策的含义

截至 2021 年 12 月，经济活动和就业指标显示，由于全球疫情和为遏制疫情而采取的缓解措施，美国经济在 2020 年上半年遭遇灾难性崩溃后持续走强。2021 年上半年，实际国内生产总值（Real GDP）强劲增长 6.5%，人们普遍预期下半年将继续保持稳健增长，尽管增速会有所放缓。如果是这样，尽管夏季新冠病例激增，并且供应链瓶颈会阻碍第三季度的经济活动，2021 日历年的 GDP 增长可能是 1983 年以来最快的。

2020 年 2 月以来的核心 PCE 通胀——这是一个消除了因疫情敏感行业价格水平“往复”下跌和反弹而产生的任何基数效应的计算窗口，同时也衡量自 2020 年 3 月以来触碰到 ELB 之后的核心 PCE 通胀的平均水平——到 2021 年 10 月为止，年率为 3%。这一读数远高于我认为是 2% 长期通胀目标的适度超出。全面重新开放这个 20 万亿美元的经济体，实际上需要的时间更长，花费的成本也比关闭时更高。特别地，重新开放的特点是总需求和总供给的重大部门转变，这些变化造成了普遍的瓶颈，触发了经济相对价格和工资结构的重大变化。加拿大和英国等其他发达经济体也出现了类似的重新开放热潮。随着这些相对价格调整在经济中发挥作用，可衡量的通胀会上升。但我依然相信，美国经济的潜在通胀徘徊在我们 2% 的长期目标附近，因此，一旦这些相对价格调整完成且瓶颈消除，2021 年通胀将出现不受欢迎的飙升，但在合适的货币政策下，快速上升的通胀最终会被证明在很大程度上是暂时的。展望未来，我注意到，如 2021 年 12 月发布的最新 SEP 所示，预计通胀在预测窗口的所有年份都将保持在 2% 以上。因此，SEP 对 2022 年和 2023 年的通胀预测中显示，通胀预测“有望在一段时间内温和超过 2%”，这是 FOMC 声明中指定的阈值。

与整体经济活动一样，劳动力市场的状况也在持续改善。就业调查显示，过去几个月就业增长持续稳健。根据堪萨斯城邦储备银行的劳动力市场状况指标衡量，今年的劳动力市场进展显著，这个包括 24 个劳动力市场指标的指数正在缩小与疫情前水平的差距。然而，与疫情有关的因素，如照顾义务和对病毒的持续恐惧，继续对就业和劳动力参与构成压力。因此，劳动力市场乃至经济的进程继续取决于病毒的进程，尽管我今天的预期是，到 2022 年底，劳动力市场将达到我对最大就业的评估，那时失业率已经下降到 SEP 预测的中位数 3.5%。

鉴于这种前景，只要通胀预期仍然很好地锚定在 2% 的长期目标上——根据美联储预测的 CIE 指数，我认为目前情况确实如此，并且我预计在预测期内该目标将保持不变——在这些条件下，2022 年开始的政策正常化将完全符合我们的新的灵活平均通胀目标框架。我注意到，根据 2021 年 12 月 SEP 模式预测的中位数，自 2020 年 8 月采用新框架以来，年化 PCE 通胀预计到 2022 年底平均为 3.6%，到 2023 年底平均为 3.2%。

在我们的新框架的背景下，虽然 ELB 可以成为货币政策的约束，但 ELB 不是财政政策的约束，对我来说，在我们的新框架下，一个适当的货币政策必须——而且当然可以——纳入这一现实。事实上，在目前的情况下，我认为财政政策对总需求的支持——包括（迄今为止）未使用的转移支付产生的大约 2 万亿美元的累积超额储蓄——与适当的货币政策相结合，可以完全抵消约束，我们在《长期目标和货币政策战略声明》中强调，ELB 强加了以通胀为目标的货币政策的能力，在没有足够的财政支持的情况下自行采取行动，以在经济衰退后恢复最大就业和价格稳定，同时保持通胀预期稳定在 2% 的长期目标。

结束语

美联储新的灵活平均通胀目标框架是 ELB 存在下的 TPLT 制度与灵活通胀目标的结合，一旦我们在 2020 年 9 月 FOMC 声明中阐明的开始政策正常化的条件得到满足，TPLT 就会恢复。从这个意义上说，我们的新框架确实代表了一种进化，而不是一场革命。重要的是，即使我们现在面临的经济看起来与我们着手进行框架审议时有所不同，我们认为新框架将为我们提供良好的服务。尽管与疫情和经济重新开放相关的供需失衡目前正在导致通胀水平上升，但促使进行审议的一些因素仍然存在，包括对中性实际利率的估计大幅下降等。FOMC 致力于使用所有可用工具，包括基于阈值的前瞻性指引以及大规模资产购买，以实现我们新的共识声明中规定的价格稳定和最大就业目标。

本文原题名 “The Federal Reserve's New Framework: Context and Consequences”。本文作者 Richard H. Clarida，美国经济学家，于 2018 年至 2022 年担任美国联邦储备委员会 (Federal Reserve Board of Governors) 成员和美联储副主席。本文于 2022 年 1 月刊于美联储官网。[单击此处可以访问原文链接。](#)



上海金融与发展实验室
SHANGHAI INSTITUTE FOR FINANCE & DEVELOPMENT