



美联储如何对抗通胀？

Fighting Inflation with Rate Hikes and Balance Sheet Reduction

。 克里斯托弗·J·沃勒

摘要：本文对美国经济前景进行展望，指出最大担忧是持续上涨的通胀。本文认为，目前经济运行处于最大就业状态，但通胀水平太高令人担忧。美联储需要采取协调一致的行动来控制通胀，可通过提高联邦基金利率的目标区间和缩小资产负债表规模的方式来收紧货币政策。

关键词： 就业最大化 通胀 加息 缩表

Abstract: This article provides an outlook for the U.S. economy, concluding that the biggest concern is mounting inflation. It maintains that inflation is already too high and the economy is in a state of maximum employment. The Fed needs to take concerted action to control inflation, tightening monetary policy by raising the target range for the federal funds rate and reducing the size of its balance sheet.

Keywords: Employment Maximization, Inflation, Interest Rate Increase, Balance Sheet Shrinkage

本文将从2022年美国经济展望开始，然后介绍推动经济保持健康和可持续发展的货币政策路径。现在判断俄乌冲突将如何影响世界经济及美国经济还为时过早，但这种突发事件给经济前景预测增加了不确定性，后续将密切关注这一点。美联储需要仔细监测即将公布的数据，尤其是在不确定性加剧的时期。

谈到对经济的展望，最担心的还是持续上涨的通胀。通胀水平太高，因此需要采取协调一致的行动来控制。联邦公开市场委员会（FOMC）有多种工具用以收紧货币政策，笔者将详细阐述美联储

克里斯托弗·J·沃勒 (Christopher J. Waller) 系美联储委员会委员，本文根据其在加州大学圣芭芭拉分校经济预测项目上讲话整理而成。陈曦编译。



应该如何提高联邦基金利率的目标区间和缩小资产负债表的规模。

首先看经济活动前景。预计2022年经济将继续以一个比较健康的增速扩张。尽管增速可能低于2021年水平，但仍将以稳健的速度支撑就业的强劲增长。尽管有迹象表明，过去一两个月奥密克戎变异株的影响抑制了经济增长，但鉴于1月良好的就业数据，似乎并未影响到企业招聘，甚至娱乐和酒店等对新冠肺炎比较敏感的行业上个月也出现了大幅新增就业。随着新冠肺炎病例急剧下降，预计最近的感染情况不会成为影响2022年经济运行的主要因素。供应瓶颈和劳动力短缺（其中一些与新冠肺炎疫情有关）将继续对经济产出构成压力。

强劲的消费需求和供应短缺引发了非常高的通胀。截至1月，消费者价格指数(CPI)上涨了7.5%，为40年来最高的年通胀率。在适当的货币政策和供应限制预期放松的情况下，即便受最近的地缘政治事件变化影响，通胀水平也有望在2022年年内下降。但是，通胀的演变路径仍是经济运行面临的重大风险。随着时间推移，笔者无法保证对经济前景及货币政策的看法将在多大程度上受到经济数据的影响。在目前的情况下，依靠数据进行分析是当务之急。比如，像大多数人一样，预计奥密克戎病例的激增会在1月冲击新增就业，但数据显示这并没有发生。疫情大流行期间

预测的不断变化应该足以证明，2022年的政策决策比以往任何时候都更依赖数据分析，而不是简单地依靠过去的经验判断。数据说话，有了这些，评估美联储在确定适当的货币政策双重目标时前景如何。

劳动力市场

先从经济处于最大就业状态开始说起。2021年12月，可以说我们正在“接近”这个目标。从那时起，劳动力市场持续走强。现在已经实现了FOMC的就业最大化目标。那么，是什么发生了变化，让笔者更加坚信此判断呢？

一个重要因素是1月的就业报告，其中包括当月非常强劲的数据、2021年11月和12月向上修正的数据，以及2021年全年数据的修正。从这些变化中了解到，第二季度的新增就业放缓从未发生过，事实上，全年创造的新增就业是非常平稳的，平均每月创造555 000个，并且从未偏离这一趋势太远。这些修正有助于解释为什么看到失业率在一年中出现如此大幅度的下降，失业率从2021年1月的6.4%下降到2022年1月的4%，这恰好是FOMC成员2021年12月预计的中值水平。考虑到退休人员离开了劳动力市场，估计就业率接近2020年2月的水平，该时点就在疫情冲击经济之前，当时联邦基金利率的目标范围远高于目前。

1月的就业数据只是一份月度报告，



但笔者有信心认为经济运行已达到最大就业状态，其中一个原因是1月经济数据展现出持续复苏的信号。根据最近的数据，包括1月零售额的大幅增长，看起来新冠病例的大幅增长并没有使经济下行甚至明显放缓。想要预测一两个多月后疫情对经济的影响是很困难的，但是经济当前处于最大就业状态，部分原因是证据表明劳动力市场正在持续走强。

1月报告透露出另一个信息，包括对2021年每个月的数据修正，至少到目前为止，劳动力短缺似乎并未对经济创造新增就业的能力产生很大的影响。正如最初报道的那样，2021年11月和12月的新增就业并没有明显放缓。随着就业市场持续火爆，劳动力参与率的增长并没有人们预期的那么快，但显然增长足以让创造就业的机器继续平稳运转。

另一个表明美国处于最大就业状态的因素是劳动报酬指标的持续提升。最常见的劳动报酬衡量指标（涵盖工资和福利）是就业成本指数，私营部门工人的就业成本指数在2021年10月、11月和12月期间以4.7%的年增长率上升，为20年来最快水平。平均时薪也以过去几十年来更强劲的速度增长，而且这种增长在各个行业都很普遍。职位空缺的数据也表明劳动力需求异常旺盛，空缺的职位比求职者多近300万个。

通货膨胀

尽管将继续关注劳动力市场数据，但笔者大部分注意力集中在通胀上，通胀率太高了，需要降下来。2021年12月，有些人听到笔者说通胀“高得惊人”而有些惊讶，但在最新的通胀数据公布之后，大家都应该提高警惕。目前的现象令人担忧，高通胀主要伤害了中低收入群体的利益，他们不得不为汽油、日常用品、住所和其他必需品支付更多费用。高通胀可能会在人们的预期中根深蒂固，让人觉得难以控制，从而破坏经济增长的前景。

2021年12月CPI上涨7.1%，紧接着2022年1月CPI上涨7.5%。这是通胀率连续第11个月超过2%。FOMC的目标是另一个衡量通胀水平的指标，即个人消费支出（PCE）的价格平减指数。但对于这两种衡量指标而言，通胀在相当长一段时间内都会存在。过去12个月，CPI构成项中超过70%的项目上涨了3%或更多幅度，而对于PCE通胀，60%的项目在2021年12月上漲了这么多。

高通胀是个人和家庭面临的重大问题，企业难以控制成本和调整价格。公众对未来通胀的预期也存在显著上升的风险，这会在短期内影响支出决策，从而产生推高通胀的效果。保持长期通胀预期稳定对货币政策至关重要。事实上，FOMC关于长期目标和货币政策的声明强调，长期通胀预期锚定在2%有助于物价稳定，并



增强FOMC在面对重大经济动荡时提升最大就业的能力。

整个2021年，调查显示消费者对2022年通胀的预期显著上升，目前处于高位。公众对未来五年通胀的预期也有所上升。重要的是，长期预期更加稳定。例如，投资者对经通胀调整的证券进行交易所衡量的未来通胀水平在2.2%左右，根据联邦公开市场委员会的首选指标PCE调整后接近2%。同样，就像对更高通胀的预期可以推动通胀不断上升的循环一样，当预期被“锚定”并且没有显著变化时，它可以起到缓和通胀飙升的作用。

至于接下来通胀会发生什么，任何做出过预测的人都必须承认这样一个事实，即很少有人预见到2021年通胀会增加多少。我们低估了供给短缺的程度，包括从瓶颈到劳动力供给短缺，而强劲的需求会推高通胀，认为瓶颈和短缺会比现在更早开始解决。现在，对这些因素如何影响通胀有了更清晰的认识，但展望未来，还需要了解地缘政治如何影响能源、商品和其他产品价格。怀着谦逊的态度，虽然担忧通胀水平，并且对近期可能会如何发展有些不确定，但希望这些因素可能会在2022年下半年开始缓解，并且随着货币政策的调整，通胀将在年底前显著下降。

需要密切关注供给压力的数据以及这些数据如何影响总消费者价格，同样还要密切关注预期是否会超出一定的范围从

而变得不稳定。正如之前所述，现在要判断俄乌冲突将如何影响美国经济还为时过早，即使到3月美联储开会时可能也不会容易多少。

合适的货币政策

现在阐述下笔者对2022年货币政策的展望。基于手头的通胀数据，美联储需要迅速采取行动，开始收紧货币政策。正如前文所述，经济已经实现了充分就业的目标，并且劳动力市场将持续改善，这意味着应该立即行动以应对远高于目标范围的通胀。

FOMC已经在3月初采取行动结束资产购买，最近的通胀和就业报告已经证明应该在3月的会议上开始提高联邦基金利率的目标区间。

根据分析，建议在2022年年中之前将利率目标范围提高100个基点。也就是说，预计通胀将保持高位，并且在接下来的几个月中只会出现缓慢的下降。因此，合适的利率政策会在2022年夏初将利率目标范围提高到1%至1.25%，这将略低于疫



FOMC关于长期目标和货币政策的声明强调，长期通胀预期锚定在2%有助于物价稳定，并增强FOMC在面对重大经济动荡时提升最大就业的能力。





随着经济处于充分就业和通胀远高于目标，美联储应该发出信号，表明正在根据经济表现迅速恢复政策的中性，而加息50个基点将有助于实现这一目标。



情大流行时的利率水平，当时通胀率相当低，且美联储资产负债表规模尚未扩大一倍以上。因此现在是时候收紧政策了。

收紧步伐将取决于经济数据的变化。有一种可能性是，在接下来的四次会议中，利率目标区间每次都上升25个基点。但是，例如，如果1月份PCE通胀报告，以及2月的就业和CPI报告显示经济仍然过热，那么3月加息50个基点的理由是充分的。在这种情况下，提前加息50个基点将有助于向市场传达美联储解决高通胀问题的决心。当然，在俄乌冲突后，世界经济状况可能会有所不同，这可能意味着应该实行更温和的收紧政策，具体情况还有待观察。随着经济处于充分就业和通胀远高于目标，美联储应该发出信号，表明正在根据经济表现迅速恢复政策的中性，而加息50个基点将有助于实现这一目标。因此，未来几周需要视情况将政策利率提高50个基点。

无论短期内如何减少宽松政策，FOMC都必须对经济数据做出果断反应，

用以证明政府将降低通胀的决心。大家常说美联储拥有对抗通胀的工具，现在必须表现出使用意愿了。

虽然应该在未来几个月内将利率目标范围提高1个百分点，但也需要评估即将到来的经济数据，以决定是否有必要在2022年进一步加息。如果是，应该以何种速度实施。如果高通胀持续存在，那么可能支持美联储继续加息，并可能加快紧缩步伐。如果下半年通胀如市场参与者预期的那样缓和，那么美联储可以放慢紧缩步伐甚至暂停紧缩。正如之前所说——让数据说话。

关于资产负债表，联邦基金委员会已决定在3月初结束资产购买。最初，美联储将通过对到期证券的收益进行再投资来维持资产负债表规模稳定。联邦基金委员会尚未决定何时开始缩减资产负债表的规模，但其上个月发布了一系列指导意见，明确表明改变联邦基金利率的目标范围是拟实施的主要货币政策工具，并且在加息开始后，将通过到期证券的“径流”来缩减资产负债表。

笔者赞成美联储不晚于7月的联邦基金委员会会议后开始上述缩表进程。减持的节奏尚未确定，但会与推动联邦基金委员会的就业和通胀目标保持一致，并提前向公众充分传达这一意图，使缩减计划具有可预测性。

上一次美联储在缩减资产负债表规



模时，主要做了以下事情：首先，在首次加息后等了两年才开始缩减资产负债表规模。其次，每月对到期证券的发行数量设置上限。这些上限开始时非常低，并在12个月内逐渐提高。那么，这次缩表为什么不采取同样的策略呢？

首先，2017年和2018年，在此之前从未计划缩减资产负债表规模，这对于美联储而言是全新的领域，所以放慢了缩减速度。其次，联邦基金委员会正在考虑转向通过充足的准备金制度来实施货币政策，力求在该制度下保持银行系统充足的准备金，但是并不知道准备金到底下降到什么水平才是合适的。再次，经济状况大不相同。当时的通货膨胀率要低得多。最后，当时美联储只期望从资产负债表中缩减大约2万亿美元的证券。在那种环境下，缓慢而渐进地缩减资产负债表是切合实际的。

再回到当前。这是美联储第二次缩减资产负债表规模，从以往的经验中吸取了教训，步伐可比上次迈得更快一些。现在政策制定者和市场主体对这一运作方式有了更好的了解。

就缩减规模上限而言，相信这一次可比上次更大，原因有几个。首先，当前资产负债表规模非常庞大——自新冠疫情大流行以来，美联储证券持有量增加了4.5万亿美元，资产负债表规模接近9万亿美元。因此，即使大幅减持，美联储资产

负债表仍然具有足够的空间来执行货币政策。其次，美联储为实施货币政策而设立的隔夜逆回购协议工具，每天都会收到大量存款。到2022年为止，1.6万亿美元的日交易量也表明，金融市场存在严重的流动性过剩，较大的赎回上限有助于消除这种过剩的流动性。再次，在过去十年中，美联储学到了很多在充足的储备制度下如何运行的知识，也从2019年缩减储备的操作中吸取了教训。2019年第一季度，准备金与名义国内生产总值（GDP）的比率约为8%，金融市场运行良好，银行流动性充裕。目前，储备金规模远超充足水平，占GDP比重达17%。当有证据表明美联储在接近更合适和可持续的储备水平时，可以放慢赎回步伐。最后，美联储拥有新设立的常备回购工具，作为缓冲任何意外流动性需求的后盾，该工具可帮助应对突发情况。

在未来一两年内，随着大量证券到期，短期内没有必要考虑出售资产。然而，由于美联储持有的抵押贷款支持证券（MBS）持有期限较长且规模相当可观，因此未来十年提前还款不大可能将这些证券的持有量降至很低的水平。因此，联邦基金委员会认为，卖出MBS可能会满足美联储资产负债表遵循的长期目标，即主要持有美国国债。与此同时，笔者赞成对MBS的赎回不设上限，这样美联储MBS持有量就会以最快的速度下降，这将有助于



美联储将其资产组合转向以国债为主。

考虑到2022年可能采取的货币政策，预计2022年将是充满不确定性的一年，美联储主席也说过会采取灵活的政策。回顾2021年，联邦基金委员会表现出灵活敏锐的判断力和良好的市场沟通能力。就在2021年6月，市场预计美联储将在2022年的某个时点开始缩减，而大多数联邦基金委员会成员则呼吁在2023年加息，纽约联邦储备银行2021年7月对一级交易商开展的调查则显示美联储资产负债表要到2025年年中才会开始缩减。可以看到事情变化总是出乎意料。

2021年下半年，市场对美联储开始缩表的预期时间变为11月，然后在一个月后，市场又预测美联储将在2022年3月开始缩表。不久之后，市场开始对3月升息进行定价，并预计2022年期间将有多次加息。现在市场又开始预测资产负债表将在2022年某个时候开始下降。有趣的是，上述这些实际和预期货币政策的巨大变化是在金融市场没有波动或压力的情况下发生的。联邦基金委员会在向市场传达其不断调整的经济前景预期和政策行动方面是非常有效的，因为数据显示通胀的增长幅度远高于市场预期。

关于实际和预期货币政策的另一个焦点体现在当前的金融数据中。由于政策制定者向公众传递了可信的前瞻性指导信息，金融环境正在不断收紧。尽管美联储

尚未正式开始加息或缩减资产负债表，但利率已显著上升。例如，当前天的2年期美国国债收益率比2021年三季度初高出1个百分点以上。10年期国债收益率上升50个基点，30年期固定抵押贷款利率在此期间上升约1个百分点。展望未来，政策制定者将根据需要调整政策，这将进一步增强美联储的公信力。

需要注意的是，政策的路径不是预先设定的，实际的运行路径将取决于对新数据的解读。在过去的几个月里，通胀和就业数据一直在传递同样的信息——是时候开始收紧货币政策了。美联储需要在3月迈出第一步，以摆脱有效利率的下限。然后应该继续加息并开始缩减资产负债表规模。美联储将继续关注地缘政治局势，评估近期货币政策收紧的适当时机。这样进入下半年，将获得6个月的通胀数据，用以评估2022年剩余时间的政策路径。美联储的目标是让经济运行软着陆，将产出和就业维持在合适的增速上，通胀朝着联邦基金委员会2%的目标迈进。^[N]

学术编辑：曾一已

