



“大滞胀”的终结： 从沃尔克到格林斯潘

The End of the "Great Stagflation": From Volcker to Greenspan

邵宇 陈达飞

摘要：本文以沃尔克-格林斯潘时代的美联储为研究对象，阐述以物价稳定为主要目标的“逆风而行”规则的运行，作为理解当前美联储新货币政策框架——“平均通胀目标制”——的参照系。

关键词：美联储 货币政策 政策目标

Abstract: This paper takes the Federal Reserve in the Volcker-Greenspan era as the research object, and expounds the operation of the "going against the wind" rule with price stability as the main goal, which can be taken as reference for understanding Fed's new monetary policy framework "Average Inflation Targeting".

Keywords: Federal Reserve, Monetary Policy, Policy Objective

在2021年6月的一篇专栏中（Taylor, 2021），斯坦福大学教授约翰·泰勒说：“与20世纪70年代的滞胀一样，美联储再次否认自己的政策是近期通胀飙升的原因，尽管有充分的理由认为确实如此。现在从过去的错误中吸取教训并改弦易辙

邵宇，东方证券首席经济学家、总裁助理；陈达飞，东方证券财富研究中心总经理、博士后工作站主管。



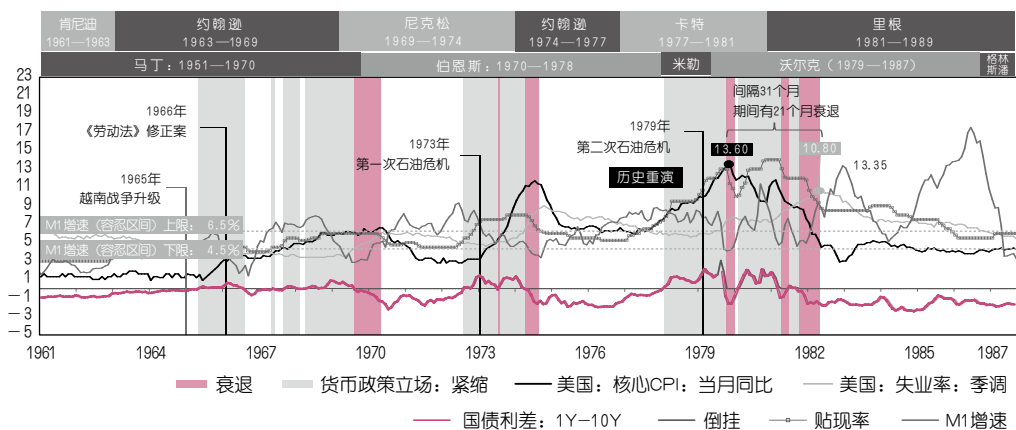
还为时不晚，但时间正在迅速流逝。”一年后回头看，鲍威尔2021年的“临时通胀说”已被证伪。在5月中旬接受美国全国公共广播电台（NPR）采访时，鲍威尔表露出如果早些收紧货币政策，效果是否会更好。美联储前主席伯南克也对美联储过晚加息颇有微词。那么，当前正在加速加息和缩表能否压抑过晚收缩带来的通胀压力？经验显示，如果通胀主要是由供给侧原因导致的，即使是经济衰退和失业率的上升也不能快速地把通胀降到政策目标区间。

本文以沃尔克-格林斯潘时代的美联储为研究对象，阐述以物价稳定为主要目标的“逆风而行”规则的运行，作为理解当前美联储新货币政策框架——“平均通胀目标制”——的参照系。

沃尔克的“货币主义”实验

1979年8月6日，沃尔克走马上任，掀开了美联储货币政策新篇章。当时，抗击通胀已经成为卡特政府的优先事项。

与伯恩斯和米勒不同，沃尔克坚信只有货币政策能治理“刚性”通胀。“要想彻底解决通胀所带来的所有难题，只能通过货币政策。这不只是因为其他政策可能受制于政治困境，还有一个原因是，缺乏货币政策将持续紧缩的可靠证明，其他方法都无法奏效。”（沃尔克和行天丰雄，2018，p.206）同样重要的是，纵使卡特对沃尔克的数量规则实验持怀疑态度，但也没有将个人偏好强加给沃尔克。1981年初开始执政的里根总统十分痛恨通胀，与沃尔克对保持美联储的货币政策独立性有着高度的共识。为了避嫌，里根还刻意与沃



说明：利差倒挂表示货币政策紧缩。

数据来源：Wind，笔者绘制。

图1 “大滞胀”时代：货币政策与经济周期



尔克保持一定距离。里根执政是美国政治-意识形态右转的标志事件。

沃尔克深刻认识到，美联储正在遭遇一场信任危机。由于总是等到信息明朗之后才行动，美联储远远落后于形势。为压制通胀，1979年7—11月，美联储连续5次提高贴现率，从6月的9.5%提高到12%（其中8—11月的4次加息发生在沃尔克任期内）。但核心CPI增速和失业率还在创新高（图1）。两者的正相关性证伪了“菲利普斯曲线”，也反证了弗里德曼的货币数量论。沃尔克虽然不完全认同弗里德曼的货币主义观点，但两者在货币数量与通胀的关系上有一定共识，都认为通胀是一个货币现象。

上任伊始，1979年8月的联邦公开市场委员会（FOMC）例会就给沃尔克“上了一课”。会议以4：3的投票结果通过了加息决议，但分歧之大超出了沃尔克的预料，毕竟7月的CPI涨幅高达9.6%。沃尔克认识到了利率规则的“心理陷阱”。实际上，美联储无法知道什么才是恰当的货币供给或利率水平。操作中，央行的技巧是循序渐进地加息。所有理事都知道提高利率的风险永远大于降低利率，即使认同加息，也只会小幅度地“试水”。这在通胀压力比较温和的情况下或许有效，但在通胀加速期，渐进式加息无法起到刹车的作用（Lindsey et al., 2005）。美联储虽然也设定了货币数量目标，但形同虚设。

为了摆脱价格目标的心理陷阱，经多番论证之后，沃尔克在1979年10月开启了一场准货币主义实验（黑泽尔，2016）——锚定通胀预期，将货币政策中间目标从联邦基金利率转向货币数量，比如M1增速或“非借入准备金”（Non-Borrowed Reserve）数量。新操作规则的流程可概括为：FOMC每年会设定M1增速目标，由此反推出准备金总量，再减去借入准备金（Borrowed Reserve）目标，最终得到非借入准备金目标。美联储的经济预测部门会定期修正M1增速预测值，据此更新准备金总额目标。交易办公室从中扣除非借入准备金目标，得到借入准备金规模。借入准备金的变化进而影响联邦基金利率及其与贴现率的价差，缩小M1增速预测值与目标值的差距。

数量规则并非沃尔克原创，也不是美联储第一次实施。它本质上是一个间接的利率调控程序——美联储可以在不调整贴现率的情况下，通过公开市场操作来影响货币市场利率。在担任美联储主席之前，沃尔克就认识到了货币数量规则在压制通胀方面的有效性。它不仅能自我约束，还能向市场传递明确的信号：“我们要杀死通胀魔鬼”。因为货币数量与通胀的关系更简单明了，另一个明显的好处是避免了FOMC成员之间关于“应该加息多少”的争论，这是沃尔克上任初期FOMC例会争论的焦点。数量目标是另辟蹊径，大大增

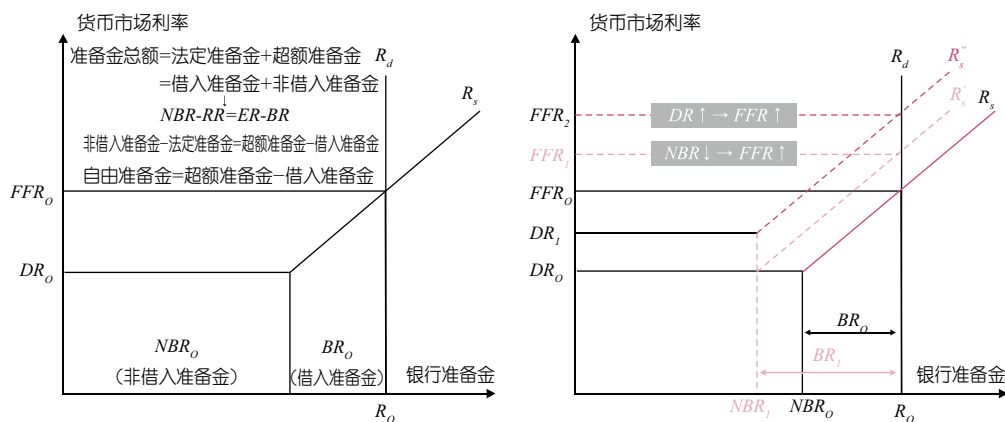


强了联邦基金利率的弹性，缓解了加息的阻力。

准备金总额既可以被拆分为借入准备金与非借入准备金之和，又可以被拆分为法定准备金与超额准备金之和。所以：法定准备金（RR）+超额准备金（ER）=借入准备金（BR）+非借入准备金（NBR），也可改写为： $NBR - RR = ER - BR$ 。超额准备金只有数量含义，不区分准备金的来源，既可能是贴现借款，也可能是银行自有资金。由于法定准备金的决定是滞后的，假设银行存在合意的超额准备金水平，那么，当央行决定非借入准备金时，

也就决定了借入准备金。当央行降低（或提高）非借入准备金目标时——可指示交易柜台在公开市场卖出（或买入）证券，银行就需要借入更多（更少）准备金。联邦基金利率将随之上升（或下降）^①。

在非借入准备金目标制下（图2），准备金供给曲线（ R_s ）是弯折的，与垂直的准备金需求曲线（ R_d ）共同决定了均衡的联邦基金利率。当美联储降低非借入准备金要求时，银行就需要更多的借入准备金，导致联邦基金利率提升。美联储也可以直接提升贴现率。在新规则下，联邦基金利率是内生的，故波动率也比较高。



资料来源：黑泽尔（2016，p.252-255），东方证券财富研究中心。

图2 美联储“借入/非借入准备金”操作规则

① 一般而言，FOMC设定的非借入准备金目标会低于银行合意的准备金需求，这样才能迫使银行从贴现窗口借款。美联储可以根据情况，有差别地配给借入准备金。正常情况下，借入准备金规模与联邦基金利率及其与贴现率的溢价正相关。

总结而言，沃尔克治理通胀的密码就是控制货币供给增速，锚定通胀预期，建立货币政策可信度。具体可概括为“三板斧”：（1）扩大准备金缴纳范围，调低非借入准备金目标水平，降低货币乘数，进而收缩广义货币供应量——1980年通过的《货币控制法案》要求所有存款机构缴纳准备金；（2）通过提高借入准备金目标间接提高联邦基金利率；（3）1980年3月，在政府的支持下，美联储启动了“特别信贷限制计划”^①。这些举措都有助于降低货币增速。用了两年多时间，沃尔克创造了“通胀预期本位”的货币政策框架。

治理“大通胀”的代价

沃尔克雷厉风行抗通胀的代价是两次经济衰退：1980年2月—7月（5个月）；1981年8月—1982年11月（16个月）。核心CPI同比增速在1980年6月达到13.6%之后开始下行，至1982年7月沃尔克开始放松货币政策时^②已经降到了8.6%，并在1年后的1983年6月降到2.9%的低点。失业率迟至1982年12月才出现拐点（10.8%）。核心CPI和失业率的拐点相隔31个月，其间

美国共经历了21个月的衰退。也就是说，直到第二个衰退期结束前4个月（1982年7月）沃尔克才放松货币政策。可以想象在这个过程中沃尔克面对着多大的政治和舆论压力。国会两党都不乏批评者，有的是要求其辞职，还有议员声称要弹劾沃尔克和FOMC的大多数成员^③。但美联储最终还是顶住了压力。沃尔克担心的是又一次半途而废，这正是“大滞胀”时代的血泪教训。正是这种不惧衰退也要坚持紧缩抵抗通胀的决心才重建了美联储的信誉，进而为美国在20世纪80年代中期开启“大缓和”时代^④奠定了基础。

美联储的货币政策还产生了显著的外溢效应，这又反过来影响到美联储自身的决策。美国与国外利差的扩大导致美元大幅升值，加剧了拥有美元债务敞口的新兴市场国家的债务负担。首当其冲的就是拉丁美洲。1982年拉美债务危机的爆发成为美联储放弃新规则的催化剂。综合考察国内外经济运行情况之后，在1982年10月5日的例会上，FOMC正式宣布放弃M1和“非借入准备金”目标，直接将“借入准备金”当作操作目标。1983年开始以通胀预期或增长缺口为中介目标。从20世纪80

① 由于经济急剧收缩，同年7月3日解除信贷管制。

② 降低贴现率，提高非借入准备金目标。

③ <https://www.federalreservehistory.org/essays/anti-inflation-measures>。

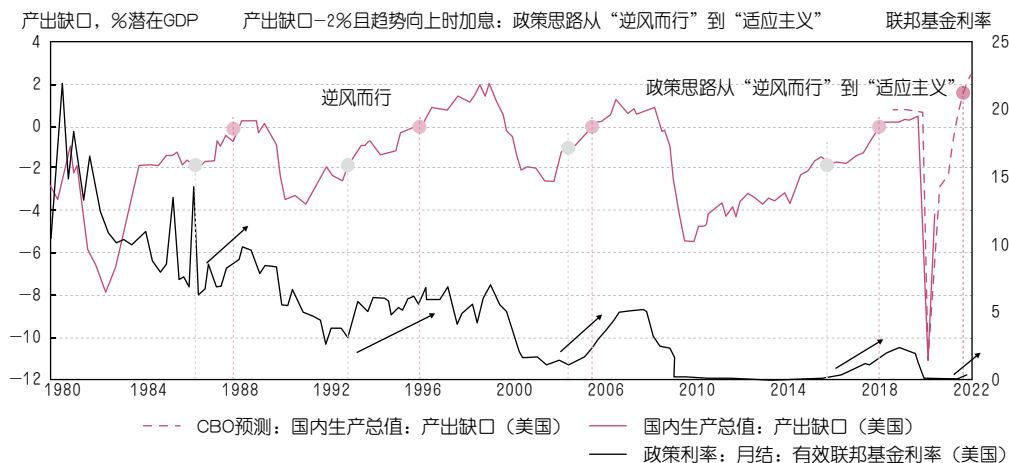
④ 20世纪80年代中期到2007年（<https://www.federalreservehistory.org/essays/great-moderation>）。



年代中期开始，FOMC停止使用借入准备金目标，启用联邦基金利率为主要政策工具，全面回归价格规则，坚持“逆风而行”，在产出缺口^①转正时（或转正前）就提高联邦基金利率^②（图3）。其背后的依据是，产出缺口转正意味着产能充分利用，经济有过热风险。这实际上就是“泰勒规则”（Taylor Rule）。在格林斯潘任期内，FOMC明确了这一规则（黑泽尔，2016，p.334）。

实践中，由于通胀预期不可观测，美联储常以长期国债利率为观测变量，因为它包含了通胀预期和通胀风险溢

价。当长期国债利率上升时，美联储就会考虑提高联邦基金利率，所以两者呈现出一定的正相关性。例如1983—1984年，长期国债利率加速上扬，产出缺口也在快速收敛，即使经济还处在衰退阶段，失业率也还维持在10%高位，美联储也决定调低非借入准备金目标，推动联邦基金利率上行。从1984年6月到1987年初，10年期国债收益率从13.5%的下降到7.5%，核心CPI和失业率分别降降到了4%^③和6.5%左右，产出缺口平稳运行在-2%的水平，说明通胀预期得到了修正，经济也在平稳扩张。



数据来源：美联储，Wind，东方证券财富研究中心。

图3 产出缺口中的利率操作规则

- ① 实际GDP增速潜在GDP增速。
- ② 实践中大多在产出缺口转正之前就开始加息。
- ③ 还受到原油价格下跌的影响。

从1980年到1985年，由于利率的大幅上升，美元指数从84升到了165，涨幅接近100%，这是导致新兴市场国家债务危机的重要原因。从1973年第一次石油危机开始，中东等产油国长期保持经常账户盈余，其积累的美元外汇储备大多被存放在美国或欧洲的银行账户中，银行转而又以短期贷款的形式发放给了新兴市场国家。拉丁美洲就是美国热钱的重要目的地。20世纪70年代，由于实际利率较低，甚至为负，美元汇率又偏弱势，还本付息的压力并不大。沃尔克上台以后，情况急剧扭转。一方面，由于美国的经常账户赤字持续扩大，美国国内的保护主义情绪高涨，进而影响到新兴市场国家的出口创汇能力；另一方面，美国实际利率上升和美元升值背景下，新兴市场国家的跨境资金流向开始逆转，还本付息压力陡升。债务危机因此而产生。

美国国内受美元升值影响较大的出口部门（如制造业、农业等）开始呼吁干预外汇市场，降低美元汇率，提高关税，限制进口。这也是阻挠美联储实施紧缩政策的另一个约束。1985年9月，五国集团（G5^①）签订《广场协议》，参与国就联合干预外汇市场、降低美元汇率达成一致意见。其后，美元汇率大幅贬值，

只是美国经常账户的改善还要等到1988年。这正好验证了当时流行的观点：美国的经常账户赤字是财政赤字的结果，而非美元升值。1987年2月的《卢浮宫协议》宣告政策协同从外汇干预转向内生增长，美国承诺压缩财政赤字，其他国家承诺刺激内需。沃尔克全程参与了《广场协议》和《卢浮宫协议》（沃尔克和行天丰雄，2018）。

格林斯潘的“战略性模糊”策略

1987年8月11日，格林斯潘正式就任美联储主席。他继承了马丁-沃尔克的“逆风而行”规则，强调通胀预期管理的重要性。格林斯潘也曾暗示将名义GDP增速作为“中介目标”，只是由于生产率的趋势拐点和波动难以预测或观测，只能更多地依赖于通胀预期指标。虽然货币供应量（如M2）不再是美联储的中介目标，但由于其对名义GDP增速仍具有一定的前瞻含义，格林斯潘视其为稳增长的传导机制（黑泽尔，2016，p.301）。

格林斯潘强调规则的重要性，但又对具体规则含糊其辞，并对这种“战略性模糊”状态所赋予的相机抉择权乐此不疲。关于“物价稳定”的定义，以及什么才是合意的通胀目标，连FOMC理事也要猜

① 美国、日本、联邦德国、英国和法国。



测。在1996年7月的FOMC例会上，时任FOMC理事的珍妮特·耶伦就希望格林斯潘给“价格稳定”下一个定义，给一个明确的数字。格林斯潘说：“如果统计上完美无缺，我想说的数字是零。”考虑到统计偏误，这次例会暂时达成的共识是2%。

“目标和战略上的有意模糊可以让美联储免于许多政治上的攻击。但是，在宪政民主制度中，一个机构获得支持的根源，在于公众对它的广泛认知。明确、公开的通胀目标，并辅之以清晰的实施战略，可以强化公众对美联储的理解和对其独立性的支持。”^①从1994年开始，在国会的压力之下，同时也是为了提高政策的有效性，美联储决策的透明性逐步提高，不仅明确了通胀目标，每次例会的决议也会及时与公众沟通。

格林斯潘也善于将长期国债利率作为通胀预期的观测指标，认为“如果长期利率出现即将大幅上涨的信号，美联储应该迅速采取行动，实施严厉的控制通胀的政策。”^②美联储理事安吉尔称，债券市场是对美联储反通胀工作的“滚动表决器”^③。“逆风而行”是这一实践的指导原则。因为，货币政策到通胀的传导需要

1年或以上的時間。如果等到通胀实际发生了再收紧货币政策，通胀会创新高，进一步推升通胀预期。通胀与名义长期利率会形成正反馈。前者反映的是实体经济的名义融资成本，后者以历史通胀为锚。如果不能降低通胀中枢及其波动性，名义长期利率的中枢和波动也将处于高位，从而干扰资产定价，扰乱资本开支计划，不利于提高生产率。典型案例是1994—1995年的加息周期，美联储将联邦基金目标利率从3%提高到了6%（Bernanke, 2022）。提前行动使美国经济实现了软着陆，但却再次引爆了拉美债务危机。与1982年不同的是，这一次是美元债^④，而上一次是银行贷款。

格林斯潘还是个优秀的危机管理者。1987年10月19日，上任刚刚2个月，美股遭遇“黑色星期一”，道琼斯工业指数单日暴跌22.6%。他创造性地用降低联邦基金利率的方式向市场提供流动性，“力挽狂澜于既倒”。因为，根据“白芝浩规则”，央行一般会收取“惩罚性利率”来提供流动性，以防范道德风险问题。此后，降息提供流动性成为标准操作，以防加重金融体系的脆弱

① 黑泽尔，2016，p.467.

② 格林斯潘1985年3月5日国会听证词。转引自黑泽尔，2016，p.279.

③ 1992年7月31日《华尔街日报》的报道（同上）。

④ 美联储加息导致美元升值，增加了墨西哥等国家的偿付压力。在格林斯潘的支持下，美国财政部利用外汇稳定基金（Exchange Stabilization Fund）为救助墨西哥的一揽子计划提供资金。

性，也可缓解金融机构因担心污名化问题而不愿向央行借款。格林斯潘^①还有效地化解了1994年拉美债务危机、1997—1998年亚洲金融危机、1998年长期资本管理公司（LTCM）危机和2000年科网泡沫破裂。根据美国国家经济研究局（NBER）对美国经济周期的划分，前三次美国都没有出现衰退，科网泡沫之后的衰退程度较轻，仅持续半年。

20世纪90年代是“令人惊艳的十年”^②，通货膨胀不再是美联储制定货币政策的硬约束。截至1997年，CPI通胀率已经下降到1.5%，失业率和GDP增长率的波动性也降到了历史低位。就业和通胀的趋势性下行给美联储的决策带来了困难。至少到90年代中期，菲利普斯曲线平坦化的证据并不充分，它仍然是美联储决策的一个风向标，即当劳动力市场趋于紧张的过程中，美联储加息的概率也会增加。例如1996年8月，美国失业率已经降至5.1%，为20世纪70年代以来的最低点。在7月和9月的例会上，FOMC对于是否应该提前加息产生了分歧。虽然数据可得性有限，格林斯潘还是坚持不加息，认为这是由技术进步带来的，不仅不会产生通胀，

还会对冲工资的上涨压力。

事后看，格林斯潘是正确的，通胀压力较为温和。他并未将功劳据为己有，而是将其归因于全球化、去管制、经济结构的转变和生产率的增长^③。不宜用失业率的绝对水平作为劳动力市场松紧的指标，而应该将其与自然失业率作比较。虽然后者不可观测，但趋势是可以确定的。由于战后婴儿潮一代年龄的增长、受教育水平的提高和自由职业的兴起等原因，从20世纪80年代到90年代中期，美国自然失业率下降了约1个百分点（Katz & Krueger, 1999）。

虽然美联储政策历来“以我为主”，但这并不等于说美联储不关心其政策对海外的溢出效应，也不意味着海外经济、金融市场的运行对美联储没有影响。各国政策的协同是美联储政策目标实现的必要条件。在“菲利普斯曲线”平坦化的背景下，20世纪末到21世纪初的连续危机改变了美联储20世纪80—90年代偏“鹰派”的政策立场。例如在亚洲金融危机期间，即使美国国内经济存在一定的过热风险，格林斯潘也决定暂缓加息。从2001年“9·11事件”之后，联邦基金利率便持续运行于

① 当然，功劳不能算作格林斯潘一人的。

② 珍妮特·耶伦, 艾伦·布林德. 令人惊艳的十年——20世纪90年代的宏观经济经验与教训[M]. 巴曙松, 白海峰, 等, 译. 北京: 法律出版社, 2020.

③ 可参考: <https://www.federalreservehistory.org/essays/great-moderation#footnote5>.



传统“泰勒规则”隐含的水平之下，显示美联储的政策立场过于宽松。这也是泰勒经常批评美联储的原因——过于宽松的货币政策导致了房地产泡沫，2006年以前（含2006年）的连续加息又使货币政策趋于紧缩，并最终刺破了房地产破裂，引发2008年全球金融危机。

虽然传统“泰勒规则”对联邦基金利率的拟合度在下降，尤其是2008年之后，但它仍然是判断美联储货币政策立场的参照系，也是风险资产泡沫的“指示器”。当联邦基金利率低于“泰勒规则”隐含的利率时，表明美联储货币政策立场偏松，有助于抬升风险资产价格，反之则会压制风险资产价格。可以观察到，“泰勒规则”的特点是：宽松阶段更“鸽派”——隐含利率将为负值，收紧周期更“鹰派”——加息时点更早，斜率更陡峭。这也是为什么特朗普总统选择了鲍威尔，而不是泰勒。特

虽然传统“泰勒规则”对联邦基金利率的拟合度在下降，尤其是2008年之后，但它仍然是判断美联储货币政策立场的参照系，也是风险资产泡沫的“指示器”。

朗普需要的是更宽松的货币政策环境，但泰勒却一直呼吁美联储加息，而不是等到2015年12月。

2006年2月1日，伯南克正式接任美联储主席，格林斯潘时代谢幕。如同格林斯潘上任伊始就遭遇1987年恐慌一样，伯南克要处理的则是“大萧条”之后最严重的一次经济衰退。一场大风暴酝酿已久，格林斯潘也因此走下神坛。面对新的宏观环境和新的约束条件，伯南克需要带领美联储进行一次政策框架意义上的“范式转变”。^[N]

学术编辑：曾一已

参考文献：

- [1] 保罗·沃尔克,行天丰雄.时运变迁:世界货币、美国地位与人民币的未来[M].于杰,译.北京:中信出版社,2018.
- [2] 罗伯特·L.黑泽尔.美联储货币政策史[M].曾刚,陈婧,译.北京:社会科学文献出版社,2016.
- [3] Ben S Bernanke. 21st Century Monetary Policy: The Federal Reserve from the Great Inflation to COVID-19[M]. New York: W. W. Norton & Company, 2022.
- [4] David E Lindsey, Athanasios Orphanides, Robert H Rasche. The Reform of October 1979: How It Happened and Why[R]. Federal Reserve Bank of St. Louis Review, March/April, 87(2, Part 2), 2005.
- [5] John B Taylor. Is the Fed Getting Burned Again?[EB/OL]. (2021-06-25)[2022-05-28]. <https://www.project-syndicate.org/commentary/inflation-us-federal-reserve-ignoring-history-by-john-taylor-5-2021-06>.
- [6] Lawrence F Katz, Alan B Krueger. The High-Pressure U.S. Labor Market of the 1990s[R]. Brookings Papers on Economic Activity, Economic Studies Program, The Brookings Institution, vol. 30(1), 1999:1-88.