



美国货币政策调整路径探析 ——基于美联储决策机制的视角

Analysis of the Adjustment of Monetary Policy in the US From the Perspective of the Fed's Decision-making Mechanism

张鹏 马沛瑶

历史演进下美联储决策体系内核

回顾美联储的百年演变史,其操作模式和决策框架随着美国经济和金融周期的演绎而不断完善和发展。尽管每轮货币政策调整均具有其所在时代的独特性,但美联储决策体系内核的稳定是我们理解并研判货币政策方向的起点。

货币政策确立了“就业与通胀”为核心的双重目标

从政策目标的演变来看,美联储于1913年依据《联邦储备法案》成立,在20世纪70年代以前,被财政部赋予了多元化的政策目标和职能,并未形成“促进就业”和“稳定物价”的明确目标。直到1977年,联邦储备法修订案首次明确要求美联储“保持货币和信贷总量的长期增长,使其与增加生产的经济长期潜力相称,从而促进实现充分就业、物价稳定和长期利率平稳的目标”,初现“双重目

标”的雏形。此后,尽管美联储对于通胀和就业的内涵、考量权重有所调整,但就业和通胀这两大核心目标未曾改变。作为总量货币政策的制定者和执行者,美联储的首要任务是监测并识别实体经济的周期变化,以较小成本达成“促进就业”和“稳定物价”的双重使命。

经济总量生产函数的供需关系决定政策目标的重心变化

从美国经济增长的长期视角来看,总量生产函数表明人口结构、发展方式、技术革命、收入分配、生态资源等因素,是决定经济基本面健康发展的长期性、根本性变量。其中,人口结构决定了劳动力供给,而生态资源约束和收入分配差距则决定了资本供给。在成熟的市场经济模式中,劳动力和资本这两种资源借助货币传导机制通过价格决定达到动态平衡。在这个过程中,中央银行的货币政策通过货币

张鹏, 中信银行金融市场部市场分析处副处长; 马沛瑶, 中信银行金融市场部市场分析处分析师。文章是2022年度“NAFMII研究计划”下属研究课题:“本轮美国利率调整周期的特征及前景预测”阶段性成果。本文系个人观点,与所在机构无关。



供应这一中介，间接调控着产出和价格水平。因此，美联储对于就业和通胀承担着天然的责任，劳动力和资本的稀缺关系直接影响美联储“双重目标”的调控难度，对于利率调整的分析也是围绕着劳动力供求和物价变化这两大主题，决定了美联储短期是倾向控通胀，还是稳就业。

货币政策调控机制在美联储的百年历程中不断完善提升

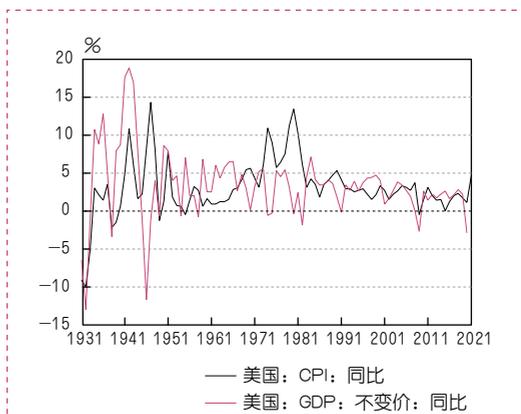
从美联储的调控框架来看，僵化的规则持续被弱化，公开透明的模型框架和相机抉择的操作风格提高了政策调控能力。1933年之前，美联储规则相对简单且稳定。罗斯福新政之后，其货币政策强调灵活性和相机抉择。20世纪80年代以来，美联储货币政策框架开始向透明性和规则性发展，传统泰勒规则应运而生。2008年次贷危机之后，货币政策针对存款机构、交易商、货币市场和存在特定系统风险的企业等四类主体进行非常规货币政策创新，扩充了货币政策工具箱，并通过最优控制法拓展了双重目标的内涵。2020年美联储出台“平均通胀目标制”，进一步加大了美联储的自由裁量权。

从美联储的调控效率来看，其自身不断吸取历次“危机”的经验教训，主动改进调控方式，通过优化兼具“规则”与“相机抉择”特征的决策机制提升货币政策效果。尽管经济周期、金融周期、政策

周期循环往复，但通过货币政策的调控，美国经济周期的波动区间呈现收窄趋势。

政治立场对美联储货币政策转向的节奏起着关键作用

在20世纪50年代前，美联储的决策依附于美国财政部，前者的独立性和话语权是严重受到削弱的。直到1951年《美联储-财政部协议》，美国政府第一次明确承认美联储应被允许独立运行，但实际运行层面，美联储主席和联邦理事会执行委员的任命由美国总统提名，美联储的政策决策受国会监督，这造成总统和国会对美联储有相当大的影响，货币政策决策往往难以彻底摆脱政治因素。特别是在总统选举和美联储主席换届之际，候选人的政治意图会对美联储施加压力^①。



资料来源: Wind, 中信银行金融市场部。

图1 美国百年经济周期的波动区间呈现收窄趋势

^① 这些关键时点对美联储的政策转向节奏产生关键作用，历史中因此而使货币政策落后于市场曲线的例子也不胜枚举。例如，1932年美国总统一任的时滞延后了罗斯福新政的落地时间，货币当局未能对“大萧条”做出及时应对；20世纪60年代总统约翰逊要求美联储保持低利率配合宽财政；2021年鲍威尔在总统宣布其连任美联储主席后转鹰，而彼时通胀已经大幅脱离美联储的中期目标逾半年。



本轮美联储利率调整周期的特征

周期的演绎具有历史规律性和相似性,但是事物发展的复杂性决定了历史不会简单重演。沿着新冠疫情暴发对美国经济的冲击及其溢出风险这条线索,我们剖析了本轮美联储政策调控转变的内在逻辑及其独特性。

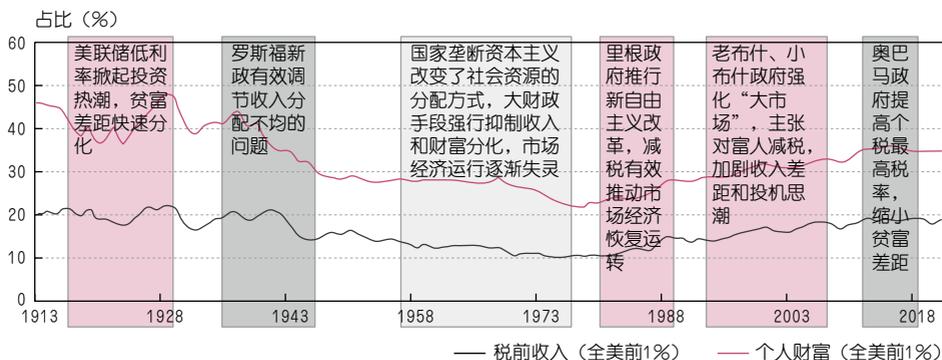
本轮周期始于外生冲击而非经济结构恶化

从经济结构的角度来看,此前美国利率调整的主要周期大多源自经济发展的财富分配问题^①,但本轮周期诱发于外生的疫情暴发强行切断了全球供应链,导致各国供需无法匹配,而非经济内生性结构失衡,加之美国货币和财政政策的及时管理,本轮周期对经济冲击的持续时

长较短。2022年以来,美国季调失业率回落至4%以下,已恢复疫情暴发前的极低水平,2022年11月,BDI、SCFI等全球航运价格指数当月同比分别下滑53%、70%,显示外生冲击引发的供应链压力快速消退,侧面印证了外生冲击不会长期拖累潜在经济发展的轨迹,美联储有充分的理由结束近两年的货币宽松。

平均通胀目标制阶段性增大了美联储的自由裁量权

2020年8月27日,美联储联邦公开市场委员会更新了《长期目标和货币政策策略声明》,表示将采取就业优先的灵活“平均通胀目标制”。这意味着,为了支持劳动力市场和经济复苏,美联储允许通胀水平在一段时期内“适度”高于2%,只



资料来源: World Inequality Database, 中信银行金融市场部。

图2 社会财富分配不均诱发危机的重要原因

① “大萧条”诱发于20世纪20年代末极为悬殊的贫富分化,解决于稳定生产、保障就业、调节分配的罗斯福新政;“大滞胀”诱发于二战后兴起的国家垄断资本主义衍生的经常性的财政赤字,解决于里根政府的新自由主义改革;“次贷危机”诱发于老布什、小布什政府过度强化“大市场”,解决于奥巴马平衡收入分配的税改方案。



要“平均”通胀水平达到2%即可。这可谓是美国联储自2012年以来对货币政策框架进行的最大一次调整，也是本轮利率调整周期内货币政策调整的重要特征。

平均通胀目标制的理论基础来自伯南克和耶伦时期的货币主张，伯南克于1999年首次提出应采取灵活的通货膨胀目标^①，并开创零利率、扭曲操作、量化宽松和前瞻指引等非常规货币政策，化解了金融体系危机对实体经济的负向加速器效应。因此，此次美联储货币政策调整并非完全意义上的模式创新，而是对长期均衡通胀水平和失业水平的阈值，设置了更为模糊的标准。这样一来，美联储货币政策调整的自主性大幅提升，但也降低了政策的连续性和可预测性。一方面，新版政策范式依赖于货币政策与实施效果之间的反馈，政策调整可能滞后于经济形势；另一方面，它也依赖于市场对美联储控制通胀能力的持久信任，一旦信任瓦解会降低货币政策传导效率。此外，一段时间内的平均概念，使得数据趋势的确认需要涵盖更长期间，前瞻性指导效果也会更弱。

美联储应对危机速度和力度明显提升

本轮利率调整周期中，美联储依然恪守“双重目标”，但政策重心随着外生冲击

对美国金融和经济环境的作用而快速变化。

一是2020年3—6月，美联储通过维持金融稳定^②呵护“以最大就业优先”的政策目标。面临疫情暴发，为了应对衰退和美元荒，美联储在一个月内两次紧急降息，将联邦基金利率的目标区间降至0%~0.25%，并开启无限量量化宽松，在短短两个月内购买1.73万亿美元（约占美联储持有证券的50%）的美国国债和机构抵押贷款支持证券，从而快速化解美元荒和金融资产抛售潮，预防了金融危机进一步演化成经济萧条。

二是2020年6月至2021年12月，美联储政策目标“以最大就业优先”。由于疫情的长尾效应并未随着金融市场的平稳而消退，面对高企的失业率，美联储决策更显鸽派，在沃尔克和格林斯潘树立的公信力基础上，承担着货币宽松引发的通胀风险。

三是2022年初至今，美联储政策目标“以价格稳定优先”。伴随美国PMI和就业数据的温和修复，强劲的劳动力市场给予了美联储紧缩的空间。此时，通胀的隐匿风险也接连暴露。随着通胀持续攀升并远高于2%的目标，美联储将政策目标调整为价格稳定。与历次利率调整和通胀读数的对应关系相比，虽然此轮加息开启时

① 1999年伯南克与纽约大学的马克·格特勒合著论文中，提出最优的货币政策框架是灵活的通胀目标制度，这一货币政策框架具有三个基本特征：一是通货膨胀目标制承诺在长期内将达到一个特定的、事先宣布的通货膨胀目标；二是在长期内达到通胀目标的约束条件下，中央银行可以在短期内具有一定的政策灵活性；三是货币政策的制定者与实施过程具有很高的开放性与透明度。2012年1月，伯南克就任美联储主席任期内，联邦公开市场委员会（FOMC）首次称“委员会判断，从长期来看，以个人消费支出价格指数的年度变化来衡量的2%的通货膨胀率，与美联储的法定授权最为一致”。

② 虽然“金融稳定”本身并非美联储货币政策目标，但是当时的金融条件动荡对其货币政策目标产生影响。



点滞后于曲线, 但美联储采用前置加息策略, 2022年内连续加息7次, 共计425bps, 是自1980年以来最快且最陡峭的加息周期。

尽管在本轮周期中, 美联储的短期目标重心不断变化, 但在执行层面都体现出比以往周期更为迅速、高效的行动力, 这增加了市场对于美联储预期管理的信任。因此, 长期通胀预期持续处于美联储控制之中, 远期预期远低于“大滞胀”时期。

通过美联储决策机制的核心因素研判货币政策调整路径

疫后双重目标相关性降低, 衰退和降息时点可能延后

从货币政策双重目标的决定因素来看, 美国本轮通胀虽然是由需求侧因素

驱动, 但后续发展逐渐向供给侧倾斜, 通胀黏性抬升; 劳动力供给受人口结构、疫情冲击等长短期因素叠加而剧烈收缩, 这造成劳动力市场的供需缺口相对刚性。因此, 本轮周期中美国通胀和劳动力结构的根本性改变导致双重目标的相关性降低, 这意味着通过加息抑制需求对于结构性通胀和劳动力供求的调控作用大不如前, 经济降温对于通胀的抑制可能不会立竿见影。尽管2023年美国通胀回落趋势已经较为明确, 但回落速度仍存在较大不确定性, 那么对应美联储货币政策转向也许不会很快到来, 鸽派降息或较市场预期更晚。

一是从长短周期视角, 劳动力结构的变化均指向就业市场再均衡实现难度提高^①。本轮劳动力市场的特征体现为劳动参与率持续低于疫情前水平, 失业率在分母缩小的影响下读数偏低。长期因素来看, 美国自然人口增长逐步进入低潮, 生育率连创历史新低。战后“婴儿潮”时代出生7600万人已进入老龄阶段。中期因素来看, 特朗普上台后, 以国土安全为由, 不断紧缩移民政策, 叠加本轮疫情席卷全球, 不可避免对国际人员流动造成影响^②。此外, 新冠疫情暴发使得美国近亿人感染, 超过100万人死亡, 数百万劳动人口永久退出就业市场。短期因素来看, “直升机撒钱”的失业补贴抑制了整体就



资料来源: Wind, 中信银行金融市场部。

图3 长短期通胀预期好于20世纪70—80年代

① 严格说是缓解劳动市场短缺对通胀的压力, 实现通胀目标的难度。

② 据《世界移民报告2022》估算, 新冠疫情可能使移民数量的增长减少了约200万人。



业意愿的恢复，加速了中老年人提前退休需求的集中释放，也降低了缺乏儿童保育条件家庭中女性的就业意愿。

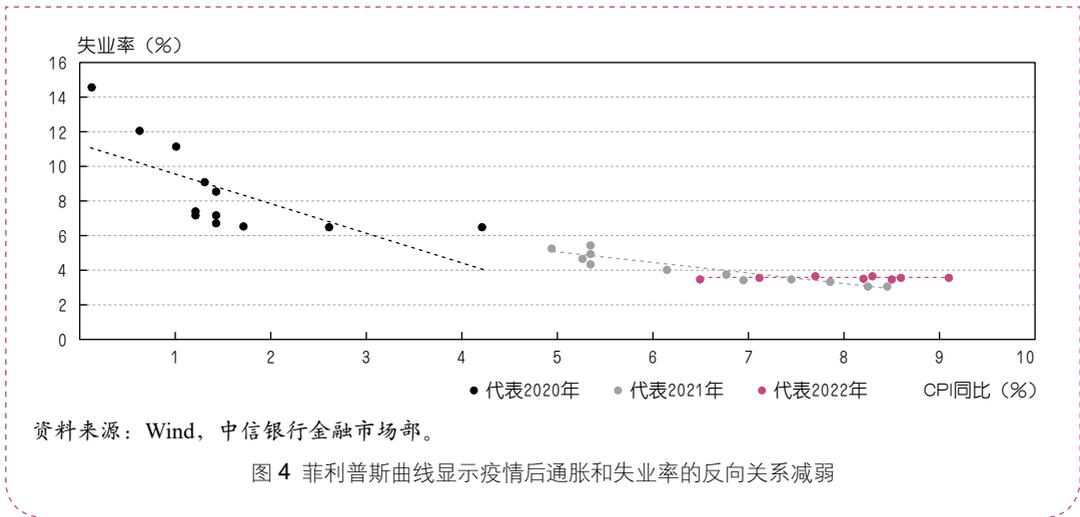
二是逆全球化对供应链成本的冲击，推升长期通胀风险。去全球化在实体领域不断延伸，倒逼供应链在全球范围内以更高的成本重新布局。一方面，美国贸易保护主义抬头，高额关税抬升美国物价水平。另一方面，新冠疫情导致全球“串联”的产业链供给能力下降，其压力最初体现为大宗商品价格的快速上涨，进而伴随“生产-运输-销售”传导至消费品。随着疫情发展，各国防疫政策和复工程度出现分化，导致全球供应链难以有效协作，跨国运输成本快速攀升。与此同时，西方国家宽松的财政货币政策进一步刺激总需

求上行，全球供不应求矛盾突出，通胀持续攀升。此外，地缘政治冲突也加剧了全球能源、粮食、金属等价格的波动。国家间制裁与反制裁的博弈，使得美欧过去低通胀所依赖的廉价能源和货物进口基础难以存续，长期通胀面临较大考验。

当前发达国家经济“滞胀”特征愈发明显，也侧面印证了上述趋势的变化。尤其是，次贷危机之后世界经济发展呈现的“低利率”和“低通胀”的重要特征，正在被疫情的长尾效应和非常规货币政策重构。

美债10Y-3M的经验法则^①指向衰退临近，加息周期接近尾声

美国国债短端收益率的决定要素主要是政策利率，反映市场的加息预期，而中长端收益率的决定要素还包括对更长期限



① 美联储对于美国国债收益率和经济衰退相关性的关注体现在联储工作论文中对美债收益率曲线形态的研究中。基于2018年3月的《Predicting Recession Probabilities Using the Slope of the Yield Curve》和2021年7月的《Unpredictable Recessions》，美联储采用10年期和3个月美国国债利差作为监控衰退风险的重要市场指标之一。



的经济、通胀、政策预期的定价, 其倒挂意味着持续加息已对经济增长产生明显的抑制作用, 衰退和危机发生的概率大幅提升。因此, 美债10Y-3M利差倒挂是金融市场关注度极高的经济前瞻和货币政策转向指标。我们回顾利率调整周期中该指标与政策利率的表现来验证该经验法则的有效性。

回顾1982年以来7次加息周期(不含本轮)和6次降息周期, 我们统计到对应时间段内的10Y和3M收益率共出现过4次持续性倒挂。每次10Y和3M利率倒挂后, 美联储均停止加息, 且在倒挂持续一段时间后开启降息周期。

历史数据验证该倒挂指标作为货币政策转向信号较为有效。即当10Y和3M美债收益率持续性倒挂时, 美联储货币紧缩周

期已进入尾声, 并准备开启降息周期。本轮情况来看, 随着美联储大幅前置加息, 短端利率抬升幅度更为陡峭, 10Y-3M利差已从2022年11月开始持续倒挂。随着持续加息对经济内生动能的抑制效果逐步显现, 利率长短端的倒挂现象可能持续, 这预示今年美国经济衰退风险增加, 美联储很可能在年内停止加息, 并为开启降息做准备。

金融环境变化对双重目标的挑战或改变美联储既定政策路径

从历史经验来看, 美联储在控制通胀方面积累了相对充足的经验, 但对控制通缩、长期失业则相对无奈, 更倾向于用暂时高于目标值的通胀换取失业率的下降, 这直接导致货币政策易松难紧。特别是次贷危机以来, 非常规货币政策所形成的宽

表 1 1982 年以来利率调整周期与美债倒挂的统计关系

加息周期	美债倒挂 (10Y-3M)	倒挂持续时间	加息停止	倒挂与加息停止时间差
1983.5—1984.8	未倒挂	不涉及	1984.9	不涉及
1987.1—1987.9	未倒挂	不涉及	1987.1	不涉及
1988.3—1989.5	1989.5—1989.12	98天	1989.6	倒挂出现后加息停止
1994.2—1995.2	未倒挂	不涉及	1995.3	不涉及
1999.6—2000.5	2000.7—2001.2	134天	2000.6	倒挂出现1个月前加息已停止
2004.6—2006.6	2006.7—2007.8	234天	2006.7	同步
2015.12—2018.12	2019.3—2019.10	104天	2019.1	倒挂出现2个月前加息已停止
降息周期	美债倒挂 (10Y-3M)	倒挂持续时间	降息开始	倒挂与降息开始时间差
1982.9—1983.5	未倒挂	不涉及	1982.9	不涉及
1984.9—1986.8	未倒挂	不涉及	1984.9	不涉及
1989.6—1992.9	1989.5—1989.12	98天	1989.6	倒挂出现1个月后开始降息
2001.1—2003.6	2000.7—2001.2	134天	2001.1	倒挂出现6个月后开始降息
2007.9—2008.12	2006.7—2007.8	234天	2007.9	倒挂出现14个月后开始降息
2019.8—2020.3	2019.3—2019.10	104天	2019.8	倒挂出现5个月后开始降息

资料来源: FRED, Wind, 中信银行金融市场部。



松泡沫在随后的正常化路径中并未被充分回收，缩表、加息进程均提前结束，且多年的积极财政政策带来沉重的债务负担，资产泡沫也在持续累积。

美联储本轮宽松通过资产购买扩表4.6万亿美元，叠加白宫前后4万亿美元以上的财政刺激计划，进一步助长了债务泡沫化的潜在风险。但是，短期债务扩张无法解决经济增长的长期问题，反而加剧了通货膨胀这一货币现象，倒逼美联储快速紧缩，抬升了资产泡沫破裂风险。

美国前财长康纳用“美元是我们的货币，但却是你们的难题”，一语道破美元的世界货币地位。在美联储专注于实现其自身的既定目标的过程中，资本的逐利性和流动性使得大多数他国央行需要“跟随”美联储的操作节奏，但是政策的跟随无法阻止资金回流美国，全球流动性紧缩、金融环境收紧和本币贬值压力使各国货币政策的独立性受到不同程度的侵蚀，甚至引发危机。例如，20世纪80年代美联储鹰派加息，拉丁美洲国家爆发主权债务危机；1994年美联储加息周期之后，墨西哥发生了一场比索汇率狂跌、股票价格暴跌的金融危机；本轮美联储货币政策转向

甚至让欧洲各国、日本等发达经济体的货币政策陷入被动，英国上任仅45天的特拉斯及其内阁政府用实际行动诠释了何谓“不可能三角”，日本央行逆势坚守宽松政策导致日元汇率大幅贬值、日债市场零交易等问题，最终在2022年年末调整收益率曲线控制政策（YCC），引发海外股债汇市场剧烈波动。由此可见，美联储的行动对于全球金融市场具有极其深远的外溢效果。

美联储货币政策目标本身不包含金融稳定，但不排除金融市场动荡影响其双重目标实现的可能性。在此背景下，美联储或被动调整既定的政策路径，需高度关注美联储加息后半程各国宏观政策调整、债务困境、能源格局、地缘风险等事件的演绎。基准假设下，美联储在确认本国通胀回落趋势后，将增加对衰退风险和外溢性的考虑权重，这将影响本轮利率调整的演绎路径。如果“软着陆”，那么快速转向宽松的必要性降低；如果紧缩力度过强导致美国出现深度衰退、资产泡沫破裂或灰犀牛风险暴露阻碍美联储实现双重目标，美联储可能被迫快速转向鸽派。^[N]

学术编辑：卢超群

参考文献：

- [1] 陆晓明.从泰勒规则到最优控制方法——耶伦货币政策主张及其影响[J].经济学动态,2014(05):157-160.
- [2] 苏乃芳,张文韬.美联储货币政策框架的演变及启示[J].西南金融,2021(02):3-12.
- [3] Bernanke B,Gertler M.Agency Costs, Net Worth, and Business Fluctuations[J].The American Economic Review,1989: 14-31.
- [4] Johansson P,Meldrum A C.Predicting Recession Probabilities Using the Slope of the Yield Curve[R].Board of Governors of the Federal Reserve System (US),2018.
- [5] Miller D S.Unpredictable Recessions[R].Board of Governors of the Federal Reserve System (US),2021.