

## 应高度重视美联储货币政策框架转型

8 月 27 日至 28 日，杰克逊霍尔全球央行年会（以下简称“年会”）以线上方式举行。“年会”因对国际金融市场和全球主要货币当局政策走向具有广泛影响而受到各界普遍关注。“年会”传递的美联储货币政策框架调整信号，对判断美联储今后一个时期政策走向及其潜在外溢影响具有重要参考价值，应高度重视。

### 一、美联储货币政策调整的主要内容

纽约时间 8 月 27 日上午，美联储联邦公开市场委员会(FOMC)一致通过对“长期目标和货币政策战略”的调整并发表声明。从声明内容看，美联储此次货币政策框架调整的重点在扩大就业和稳定物价两方面，并将扩大就业置于突出位置。对于扩大就业，声明表示最大就业率是一项广泛且具备包容性的目标，强调将更加侧重对整体就业率的考量，将基于对“实际就业水平与最高就业水平差距”的评估，以此作为判断就业状况并进行相应政策调整的依据。此前，美联储主要依据实际就业水平、最高水平失业率相对于自然失业率

的偏离程度进行政策调整。这一调整表明美联储在判断就业水平时将同时兼顾实际就业人数和就业率两个方面，将原先 2% 的长期通胀目标调整为平均通胀率为 2% 的长期目标，即“在通胀持续低于 2% 的时期之后，货币政策可能会在一段时期内以实现通胀在 2% 以上为目标”。

美联储主席鲍威尔在“年会”开幕致辞环节做了题为“货币政策框架评估”的讲话。鲍威尔表示，美联储希望通过采取形式更为灵活的平均通胀目标制，允许通胀率“适度”高于 2% 的目标水平，以维持经济增长和最大化就业。但他同时表示，如果通货膨胀高于调整后的目标水平，美联储将毫不犹豫采取行动，避免通胀水平持续攀升。

鲍威尔的讲话是对 FOMC 声明的解读，并借助“年会”这一场合将美联储货币政策框架调整的信号传递给与会各货币当局负责人。由于鲍威尔在讲话中没有就美联储可容忍通胀水平的上限以及如何具体操作等细节给出明确答案，因此他的讲话可视为美联储与其他国家货币当局就政策框架调整进行的预先沟通，使其他国家货币当局提前了解美联储新的政策框架，并制定应对方案，避免新的货币政策正式实施给国际金融市场和相关国家金融体系稳定带来冲击。

## 二、美联储货币政策框架调整的潜在影响

美联储在国际金融体系和美国经济中具有举足轻重的地位，其政策调整往往会产生广泛的外溢效应，并对未来一个时期美国经济走势和其他主要经济体货币当局的决策产生影响。

**（一）短期有利于稳定美国经济，提升特朗普选情。**受新冠肺炎疫情影响，今年以来美国经济增速大幅下滑。美国商务部日前发布的修正数据显示，二季度美国经济增速环比下降 31.7%，实际增速同比下降 9.1%。虽然美联储采取了降息等一系列刺激经济的措施，如基准利率目前已降至 0-0.25% 的低水平，但总体上刺激政策尚没有收到预期成效，需要通过新的政策加大经济刺激力度。此次美联储借助“年会”渠道，向外界传递其拟通过调整货币政策框架稳定经济增长、扩大就业的信号，短期内有助于提振市场信心。与此同时，美国新一届总统大选日益临近，特朗普政府正极力扭转经济下滑态势，减轻对其选情带来的负面影响，美联储在这一时点发出货币政策框架调整的信号，有助于提升特朗普连任的概率。

**（二）中长期看，美联储货币政策框架调整能否推动美国经济尽早恢复仍存在不确定性。**有别于利率水平的常规性调整，美联储货币政策框架的变动是其经济调节方式的一项制度性调整，不会轻易随美国经济形势的变化而变化，而是会持续一个较长时期。目前，美国基准利率区间为 0-0.25%，美联储虽然没有公开表示实行负利率政策，但考虑价格等因素，实际利率水平已经为负。此次美联储允许物价水平在一定时期适度超过 2% 的目标值，意味着未来即使美国市场通胀水平接近或达到 2%，美联储依然可以维持低利率状态，以稳定市场主体对低利率环境的预期。欧洲央行为刺激欧元区经济增长，长期维持负利率状态，但由于相关改革配套措施滞后，仅靠负利率政策难以解决经济深层次结构性矛盾。2014 年以来，欧元区通胀水平仅个别月份达到 2% 的目标值，经济增速也仅在

2017 年超过 2% 的水平，欧元区部分国家失业率高企和物价水平下跌的困境没有显著好转。在美国新冠肺炎疫情负面影响短期内难以消除、失业率高企的背景下，美联储货币政策框架调整能否刺激美国的消费与生产活动，推动美国经济早日趋稳向好，仍存在较大不确定性。

**（三）部分主要经济体货币当局存在提高通胀容忍度的需求，但短期内实施的可能性较小。**当前，欧元区和日本等主要经济体加大刺激政策力度、促进经济稳定的内在诉求更加迫切，更加需要向社会传递保持宽松货币政策稳定的信号以提振市场信心。从这个角度看，欧洲央行和日本央行预计会考虑类似美联储提高通胀容忍度的政策，但短期内实施的可能性不大，需要综合考虑本国或本地区经济增长和物价水平等因素，特别是在当前欧洲央行和日本央行已经实施负利率政策、但通胀水平持续低于 2% 目标值的情况下，提高通胀容忍度更多仅具有象征意义。此外，平均通胀目标制是否会最终取代目前各主要经济体货币当局普遍实施的通胀目标制，以及平均通胀目标制实施后对各主要经济体财政与货币政策之间关系的影响，需要加以关注。

### **三、对策建议**

美联储提高通胀容忍度将有助于维持一个较长时期的低利率环境，在我国利率水平保持稳定的情况下，这将加大我国资本流入压力，并给我国物价和人民币汇率稳定带来一定影响，加大我国宏观调控难度。对此，我国需要采取相应举措加以应对。一是努力将国内物价水平保持在一个相对较低的稳定范围内，为可能出现的输

入型物价水平上升留出足够缓冲空间。二是加强与日、欧等主要经济体的宏观政策沟通与协调，避免因相互间财政货币政策偏差较大而加剧经济波动。三是持续稳步提升金融监管水平，防范因跨境资本大规模流动导致金融风险攀升。

（美欧研究所 谈俊）