

## 中银研究产品系列

- 《经济金融展望季报》
- 《中银调研》
- 《宏观观察》
- 《银行业观察》
- 《国际金融评论》
- 《国别/地区观察》

作者：初晓 中国银行研究院  
吕昊旻 中国银行研究院  
邹子昂 中国银行研究院  
电话：010 - 6659 4016

签发人：陈卫东  
审稿：钟红 边卫红

联系人：吕昊旻  
电话：010 - 6659 4016

\* 对外公开  
\*\* 全辖传阅  
\*\*\* 内参材料

## 重估经济与政策的约束条件

### ——2022年杰克逊霍尔全球央行会议综述\*

美国东部时间2022年8月25日，由堪萨斯城联邦储备银行主办的2022年杰克逊霍尔全球央行年会在美国怀俄明州杰克逊霍尔举行，本次会议的主题为“重估经济与政策的约束条件”，美联储主席鲍威尔在论坛上发表主旨演讲。来自经济学界、金融市场、美国政府和媒体界的专家学者围绕“重新评估经济制约因素：最大就业”、“重新评估经济制约因素：潜在产出”、“重新评估政策约束：财政约束”、“重新评估政策约束：央行资产负债表”四个议题，展开深入讨论。

## 重估经济与政策的约束条件

### ——2022 年杰克逊霍尔全球央行会议综述

美国东部时间 2022 年 8 月 25 日，由堪萨斯城联邦储备银行主办的 2022 年杰克逊霍尔全球央行年会在美国怀俄明州杰克逊霍尔举行，本次会议的主题为“重估经济与政策的约束条件”，美联储主席鲍威尔在论坛上发表主旨演讲。来自经济学界、金融市场、美国政府和媒体界的专家学者围绕“重新评估经济制约因素：最大就业”、“重新评估经济制约因素：潜在产出”、“重新评估政策约束：财政约束”、“重新评估政策约束：央行资产负债表”四个议题，展开深入讨论。

#### 一、美联储将强力抗击通胀，紧缩步伐不会停止<sup>1</sup>

美联储主席鲍威尔在 2022 年杰克逊霍尔全球央行年会发表主旨演讲，对物价稳定与美国货币政策走向作出阐释，明确指出美联储将强力抗击通胀，货币政策紧缩步伐不会停止，引发全球市场广泛关注。

**第一，抗击通胀是美国首要经济任务。**从政策方向来看，美联储仍将通胀率降至 2% 视为第一要务。“物价稳定是美联储的责任，也是美国经济的基石”，鲍威尔表示，“如果没有价格稳定，持久而强劲的劳动力市场状况无法惠及所有人”。**从政策周期来看**，恢复物价稳定将持续一段时间，这需要“有力地”运用货币政策工具，使需求和供给更好地平衡。当前，美国经济仍面临严峻的通胀上行压力。7 月消费者价格指数（CPI）同比上涨 8.5%，涨幅维持在近 40 年高位，但低于 6 月 9.1% 的增速。这意味着，美联储抗击通胀是一项长期、持续的任务。**从政策效应来看**，抗击通胀将以经济增速下滑，甚至低于潜在增长率为代价。当前，美国降低通胀可能需要经济保持一段持续低于趋势增长率的时期。此外，劳动力市场状况可能也会有所走软。2022 年二季度，美国实际 GDP 年化环比增长 -0.6%。根据 8 月 23 日白宫年中预算报告，美国下调

<sup>1</sup> 本部分根据美联储主席鲍威尔在 2022 年杰克逊霍尔全球央行年会上的演讲内容整理。

了未来两年经济增长预期，将 2022 年实际 GDP 增速预期从 3 月的 3.8% 大幅降至 1.4%。

**第二，美联储 9 月加息幅度取决于经济数据，未来加息步伐或将放缓。**本次鲍威尔的演讲沿用了 7 月 FOMC 会议纪要的主要观点，以回应加息问题。在利率决策方面，美联储将继续加息，过早放松货币政策存在风险。加息反映货币政策趋于收紧，但不一定是过紧（或偏紧）。只有当联邦基金利率超过中性利率水平，货币政策才从收紧转向过紧。在 7 月议息会议上，美联储将联邦基金利率目标区间上调至 2.25%-2.5%，  
“这是经济预测摘要（SEP）对中性利率区间的估计”。但美联储对中性利率的最新预测为 2.5%，这意味着 9 月加息后，美国货币政策才转向偏紧。在加息节奏方面，随着货币政策立场进一步收紧之后，放缓加息步伐将更合适。美联储 9 月加息路径取决于通胀、就业水平等经济数据，这与 7 月议息会议表述相同。预计到 2023 年底，联邦基金利率中值将略低于 4%。

**第三，基于“大通胀”时代的历史经验，鲍威尔提到“三个教训”。**一是向市场传递信心，美联储可以实现低且稳定的通胀目标。货币政策调控是总需求管理，但这不会削弱美联储承担维护价格稳定的责任。当前，美国高通胀是强劲需求和受限供给共同作用的结果。美联储能够有效缓和需求，使其与供应更好地匹配。二是强调通胀预期发挥的“锚”作用，警惕“工资-物价螺旋”上涨风险。高通胀持续的时间越长，对通胀上升的预期变得更加根深蒂固的可能性越大，由此引发“工资-物价螺旋”上升风险。为此，必须坚决实施紧缩货币政策，防止公众形成长期高且波动的通胀预期。三是明确“紧缩不足”的风险。历史表明，随着高通胀在工资和物价的制定中变得更加根深蒂固，降低通胀的就业成本可能会随着时间的延迟增加。为了遏制高通胀，美联储需要长期执行紧缩的货币政策，以将通胀降至低且稳定的水平。

## 二、工作时长和就业率哪个更能反映当前就业市场<sup>2</sup>

一个经济体的劳动力供给总量可以分解为就业率变化和人均工作时长变化，央行

<sup>2</sup> 本部分根据 2022 年杰克逊霍尔全球央行年会分论坛“重新评估经济制约因素：最大就业”内容整理。演讲嘉宾为法兰克福歌德大学教授 Nicola Fuchs-Schündeln。点评人为布鲁金斯学会副会长 Stephanie Aaronson。

在讨论就业市场的景气程度时，通常强调的是就业率变化。然而，在评估未来劳动力市场趋势和潜在产出时，利用就业率变化和人均工作时长变化所反映的就业市场景气程度大相径庭，二者之间显著负相关。因此，关于二者关系的研究对当前各大经济体预测和经济政策的执行具有重要参考价值。

为了评估就业率变化和人均工作时长变化哪一项更能准确地反映当前就业市场的基本情况，需要将二者放在产出模型中进行分解。Bick et al. (2022) 研究引入了就业市场的固定成本（如通勤时间等）和工作负效用异质性（Heterogeneity in the Disutility of Working）两个概念。其中，固定成本主要影响就业率变化，工作负效用异质性主要影响人均工作时长变化。在固定成本下降的经济环境中，边际劳动力进入就业市场，劳动力人数总体上升，就业率随之上升。但同时，由于工作负效用的存在，边际劳动力的工作负效应相对较高，工作时间较短，导致了总体的平均工作时长下降。

基于以上假设，本研究发现以下主要结论。**第一，就业率变化与人均工作时长变化负相关。**就业率较高、就业率增速较快的国家均存在人均工作时长较短的现象。例如，近 20 年来，欧美发达经济体总体呈现“人均工作时长下降，但就业率上升”的走势。以欧美 14 个经济体的样本为例，其人均工作时长下降约 9.2%，就业率上升 4.9%，且就业率上升越多，人均工作时长下降越多。**第二，就业率增长与人均工作时长下降存在非对称性。**在部分国家，两类群体——“高龄劳动者”与“拥有低龄子女的女性劳动者”的工作负效用相对较高，其就业率增长与平均工作时长下降存在不对称性。**第三，就业市场固定成本呈现下降趋势。**根本原因在于：一是社会规则演变，社会对职业女性的支持力度显著提升，带来了更全面的儿童保育政策，以及更便利的基础设施，降低了女性参加工作的固定成本。二是工作环境的改善。例如，居家工作的环境越来越成熟，在线平台提供的劳务比重上升等。三是政府政策的转变。例如，劳动所得税抵扣等税收减免政策有效降低了劳动力的固定成本。**第四，劳动力市场供应趋势主要由人均工作时长趋势所决定。**通过考察 18 个欧洲国家以及美国劳动力市场发现，在疫情前的 20 年，劳动力市场供应趋势主要由人均工作时长趋势决定。因此，在预测未来劳动力市场供应和潜在产出时，人均工作时长应当得到充分的关注。

### 三、疫情冲击对生产率和潜在产出的影响<sup>3</sup>

新冠疫情冲击如何影响未来 GDP 的水平 and 增长率？在疫情后，这一话题始终备受学术界、政策制定者以及实务界的广泛关注。特别是，潜在产出的水平和增长率对货币政策制定者评估通胀压力的程度，以及财政政策制定者预测未来预算平衡至关重要。

基于潜在产出分析框架，Fernald & Li（2022）认为，疫情对美国短期潜在产出和生产率产生重要影响。但从长期来看，美国经济将呈现缓慢增长态势，GDP 增长前景与疫情前 1.5%-1.75% 的预期增长速度相比变化不大。

**第一，疫情冲击显著降低短期潜在产出。**由于劳动力短缺，潜在产出的短期水平已经下降。截至 2021 年底，潜在产出水平下降了 0.5 至 2 个百分点。随着时间的推移，劳动力市场供不应求的短缺局面会发生逆转。例如，疫情期间，在健康问题等因素影响下，退休人数激增，同时资产价格飙升（使退休更加负担得起）。未来退休人员规模下降，将促使劳动力短缺问题得到缓解。

**第二，从总体来看，疫情冲击对全要素生产率的影响效应微弱，这是由于全要素生产率变动具有周期性。**20 世纪 80 年代中期以来，在失业率上升的经济衰退周期中，劳动生产率一直逆周期上升。其根本原因在于，资本深化（工时减少）和劳动力构成（受教育和经验较少的工人不成比例地失去工作）。随着这些因素的逆转，生产率水平恢复到长期趋势。2020 年新冠疫情以来，强劲资本深化和不断上升的劳动力构成，导致劳动生产率短期强劲增长。但在长期，这些因素不断逆转，促使生产率水平增长趋缓。

**第三，从行业来看，疫情冲击对全要素生产率的影响效应存在行业非对称性。**疫情期间，远程工作能力强的行业获得相对较高的生产率收益。相比之下，远程可操作性低的货物和接触行业则不成比例地承受不利影响。因此，疫情对“在家工作”行业

---

<sup>3</sup> 本部分根据 2022 年杰克逊霍尔全球央行年会分论坛“重新评估经济制约因素：潜在产出”内容整理。会议由美国纽约大学斯特恩商学院名誉院长 Peter B. Henry 主持，演讲嘉宾为旧金山联储银行学者、欧洲工商管理学院大学教授 John Fernald。点评人为美国西北大学教授 Janice C. Eberly。

（具有高远程工作能力）生产率具有积极影响，但对商品生产行业、接触密集型行业生产率存在显著负效应。

#### 四、一个“顺风”和“逆风”的故事：总供给与宏观经济稳定<sup>4</sup>

学界通常习惯于通过总需求的视角来看待经济问题，供给端则被认为是平稳调整的。然而，近期全球经济增长充满不确定性，供给端“脆弱性”凸显，这表明，只从需求端理解宏观经济稳定问题尚不全面，重振企业生产效率、增强供给灵活性，将是未来政策辩论中的重要议题。

**第一，疫情暴发前，全球供给畅通。**一是相对稳定的全球政治格局。在国际层面上，相对稳定的全球政治格局有助于各国之间达成贸易协定，从而吸引更多国家加入全球生产网络。在国内层面，通过将国有企业私有化、放松对劳动力、产品和金融市场的管制以及完善相关法律法规，从而增强市场力量。二是全球生产率大幅提升。经济全球化拓展了世界生产前沿。一方面，商品和要素市场的全球化，促使企业获得更大的消费者基础、更广泛的资源以及国际先进技术的机会。另一方面，金融全球化降低了金融制约因素，提高企业生产能力。三是有利的人口结构。经济全球化将新兴经济体更多的年轻劳动力带入全球劳动力池，全球劳动力供给相应增加。

**第二，疫情与俄乌战争“唤醒”供给侧的重要性。**一是外部冲击导致全球供给“停滞”。无论从经济还是人道主义来看，疫情和俄乌战争引起了对供给端“粗暴的唤醒”，由外部因素引起的异常波动，导致全球供给严重受损。二是全球供应链缺乏韧性。全球供应链无法根据总需求变化进行平稳调整，当关键生产要素投入中断的情况下，看似稳健的供应链发生“崩溃”。三是通胀对供给中断的敏感性。政策制定者更习惯于在供给充足的条件下，从需求端对市场进行干预，这些刺激政策在没有加剧通胀的情况下促进了经济增长。但当供给小于需求时，这些措施已不再适用，高通胀的后果令政策制定者措手不及。

---

<sup>4</sup> 本部分根据国际清算银行总经理 Agustín Carstens 在 2022 年杰克逊霍尔全球央行年会上发表题为“一个顺风和逆风的故事：总供给与宏观经济稳定”演讲整理。

第三，全球总供给由“顺风”转为“逆风”，通胀压力更持久。一是全球化失去动力。一方面，利益分配不平等加剧了逆全球化浪潮。另一方面，新兴技术发展改变了全球贸易分工格局。机器人技术以及信息通信技术的发展，降低了劳动力在各国生产过程中的重要性，改变了全球贸易分工格局。二是人口结构的“顺风”势必逆转。在许多国家，劳动力参与率远低于疫情前的水平，这表明人们对工作的态度发生转变。在疫情期间，失学和常规医疗服务中断对人力资本造成影响，国际劳动力流动也面临越来越多的障碍。三是新的“逆风”不断涌现。越来越极端的气候变化增加了能源供给中断的风险，绿色技术转型迫在眉睫，而在技术转型完全满足需求之前，可能会出现能源短缺。

## 五、遏制通胀还需从财政政策中“抓药方”<sup>5</sup>

当前，全球面临持续的高通货膨胀难题，各国央行正在追求更加激进的加息路径以抑制物价上涨。不过，如果各国不调整财政支出预期，其央行抗击通胀的加息政策将无法发挥决定性作用，货币政策持续紧缩反而会继续刺激通胀上升，并引发严重的滞胀。财政政策对货币政策效果的限制具体表现为：宽松的财政政策与旨在实现相对稳定的低通胀水平的货币政策框架不兼容。当财政政策失衡严重，财政部门信誉下降时，货币当局或将无法通过货币政策令通胀稳定在预期目标附近。如果仅通过收紧货币政策来抑制高通胀，将导致该经济体债务成本（公共债务占 GDP 比重）上升。同时，扩张的财政政策也可能会进一步推升通货膨胀压力，最终导致名义利率、通货膨胀、公共债务同时上升，经济陷入衰退的恶性循环。因此，遏制通货膨胀，还需要从财政政策中“抓药方”，财政政策与货币政策发挥合力，才能达到预期目标。

从历史经验来看，财政扩张推高通货膨胀水平。通过构建考虑货币政策-财政政策组合变化的模型，对历史上通胀周期进行考察，可以进一步检验上述论点。第一，20 世纪 60 年代至 70 年代的大通胀期间，政策组合主要由财政政策为主导（美联储在此

<sup>5</sup> 本部分根据 2022 年杰克逊霍尔全球央行年会分论坛“重新评估政策约束：财政约束”内容整理。演讲嘉宾为约翰霍普金斯大学教授 Francesco Bianchi。点评人为伦敦经济学院副教授 Ethan Ilzetzki。

期间没有采取稳定通胀的措施）。一方面，时任美国总统林登·约翰逊（Lyndon Johnson）提出“伟大社会（Great Society）”政策，大力推行的医疗、教育、公共服务等社会福利项目，需要大量财政支出。另一方面，对越南的高昂战争支出也迫使政府采取扩张的财政政策。第二，20 世纪 80 年代初，当美国采取以货币政策为主导的政策组合时，持续通胀的现象有所好转。这一时期，财政部门致力于稳定债务规模，没有进行持续扩张，美联储才能够在通胀偏离预期目标时作出强有力应对。第三，全球金融危机后，美国经济在零利率下限时期，美国财政政策的扩张抵消了外部通缩压力，帮助货币政策主导下的政策组合，避免严重的经济损失。

要解决当前持续高通胀，需要以调整财政政策为抓手。当财政政策与货币政策处于分化阶段，政策组合中财政政策将发挥主导作用，单纯依靠收紧货币政策，或将适得其反。

## 六、流动性依赖：收缩央行资产负债表是一项艰巨的任务<sup>6</sup>

关于量化宽松政策影响研究，学术界、政策制定者主要聚焦对金融机构资产规模的影响，以及随之带来的资产价格波动效应。但却忽视了一个重要命题，即在美联储资产负债表扩张过程中，量化宽松政策如何影响商业银行系统的流动性？Acharya & Rajan（2022）通过构建数理模拟，并结合历史经验分析，深入回答这一难题。

第一，当美联储实施量化紧缩政策时，商业银行更易受到严重的流动性冲击。研究表明，当美联储实施大规模的量化宽松政策时，商业银行体系流动性显著增加，对企业的信贷额度也同步增加。但是，当美联储停止扩表，甚至开始实施量化紧缩政策时，商业银行体系流动性受损，而信贷供给并未相应减少，由此使得商业银行面临更为严重的流动性冲击。

第二，量化宽松时期，商业银行主动调整了存贷款期限结构，一定程度上削弱了美联储量化宽松政策的有效性。在货币政策方面，量化宽松有效性的一个重要渠道是

---

<sup>6</sup> 本部分根据 2022 年杰克逊霍尔全球央行年会分论坛“重新评估经济制约因素：央行资产负债表”内容整理。会议由麻省理工学院教授 Kristin J. Forbes 主持，演讲嘉宾为纽约大学教授 Viral Acharya。点评人为芝加哥大学助理教授 Wenxin Du。



“投资组合再平衡”<sup>7</sup>。本质上，美联储从市场上购买长期债券，并希望通过降低长期借贷成本，促进企业贷款，以支持实体经济复苏。但是商业银行并没有充分利用长期债券与短期债券利差收窄的优势，反而在量化宽松期间主动调整了负债端的期限结构，特别是缩短存款期限，发放长期贷款的意愿下降，这种行为削弱了量化宽松政策通过“投资组合再平衡”渠道的有效性。

**第三，从金融稳定视角理解商业银行行为的不对称性。**商业银行不会随着储备金的减少而降低信贷供给，主要原因体现为：一是商业银行内部机构的发展“动力”。商业银行内部存款或信贷部门有自身的发展“动力”，短期内不会立即对银行储备金总额的下降做出反应。二是道德风险。商业银行根据实践经验可知，只有在总体流动性“停滞”时银行运转才会出现问题，加之美联储也一再表示愿意在这种情况下进行干预，由此进一步导致银行系统流动性对美联储的过度依赖。

## 七、“大缓和”是否让位于“大波动”？高通胀需强有力的政策回应<sup>8</sup>

疫情以及俄乌冲突是否预示着宏观经济稳定的转折点——即“大缓和”是否会让位于“大波动”？回答这个问题需要从两个方面进行思考：一方面，未来几年，疫情和俄乌战争将导致宏观经济波动空前增加。另一方面，各国央行为应对高通胀做出的决定，可以减轻和限制这些冲击带来的最终影响。

**第一，“大波动”的新时代，疫情和俄乌冲突导致空前宏观经济波动。**一是疫情和俄乌冲突的特殊影响促使欧元区通胀率空前高涨。过去两年，欧元区的产出增长波动幅度约为 2009 年大衰退高峰期的 5 倍，通货膨胀波动率飙升至超过 1970 年的水平。一旦疫情和俄乌冲突的特殊影响从数据中消失，产出和通胀波动必然下降。二是环境

<sup>7</sup> 量化宽松政策主要通过“投资组合再平衡”渠道和“银行信贷”渠道影响金融市场。“投资组合再平衡”渠道通过缩短机构投资者投资组合久期，引起长端利率下降和资产价格上升。“银行信贷”渠道通过保持银行充足，甚至过剩的流动性来刺激信贷业务。

<sup>8</sup> 本部分根据欧洲央行执行委员会成员伊莎贝尔·施纳贝尔在 2022 年杰克逊霍尔全球央行年会上发表题为“货币政策与大波动”演讲整理。

不确定性加剧外部冲击影响——更大、更持久、更频繁。气候变化是一个主要驱动因素。近年来，极端和破坏性天气事件的发生率和严重程度正在急剧上升，致使全球经济面临更大的产出和通胀波动。2022 年夏天，欧盟正遭受史上最严重的干旱，近 2/3 的地区处于警戒或警告状态。三是波动性下降的两个基本稳定力量受到影响——全球化和弹性能源供应，加剧未来的不稳定性。一方面，全球化发挥巨大的减震器作用。自 1980 年以来，经济全球化不仅增加了劳动供应，还提升了生产效率，即使在需求旺盛时期，也很少实现对价格和工资施加持续的上行压力。然而，在疫情期间，逆全球化和贸易保护主义盛行，意味着全球生产的重复和低效，各国对国内生产的逐渐依赖，或将使各国在未来发展中更容易受到外部冲击，而非减少冲击。另一方面，弹性能源供应在未来几年吸收冲击的能力也将减弱。可再生能源仍未得到广泛利用，绿色转型和俄乌战争将持久地使能源变得更加稀缺和昂贵。短期而言，能源短缺迫使政府对各国生产和消费环节进行“痛苦调整”；长期而言，虽然各国生产向环保技术转变以减轻能源短缺压力，但转型期间将进一步扩大能源冲击。

**第二，政策在确保宏观经济稳定方面的作用。**如果造成“大缓和”的因素有所消退，合理的政策在确保宏观经济稳定方面变得更加重要。一是财政政策将在增强经济韧性方面发挥重要作用。各国政府需要调整财政政策，以应对长期潜在产出增长放缓的风险。由于债务与 GDP 的比率处于或接近历史高位，财政支出应侧重于保护社会凝聚力和促进生产性和绿色投资，这将有助于确保长期发展并重建缓冲未来冲击所需的财政空间。二是货币政策需要保护价格稳定。40 年来，央行首次需要证明保护价格稳定的决心。疫情和战争导致大量商品和服务的价格急剧上升，央行可以采取两条路径来应对当前的高通胀：一条是谨慎的路径。这与货币政策是应对供应冲击的“错误良药”观点一致；另一条道路是应对决心。央行应加强对当前通胀的反应，即使面临增长放缓和失业率上升的风险，稳健的货币政策可将经济低速增长的风险降至最低。

**第三，通胀需要强有力的政策回应。**通胀持续存在的不确定性、央行信誉的威胁以及行动太晚的潜在成本，需要央行对于高通胀采取强有力的政策回应。一是通胀持续存在不确定性，行动越犹豫，通胀越难以控制。当通胀持续时间不确定时，最优政

策规定对通胀偏离目标的情况采取强有力的应对措施，以降低通胀长期居高不下的风险。这种情况下，通胀是由供给驱动还是需求驱动在很大程度上是无关紧要的，如果央行低估了通胀的持续性，且因此缓慢地调整货币政策，通胀成本或将骤增。二是**通胀预期脱锚风险正在上升，央行信誉受到威胁**。对于独立的中央银行而言，建立和维持自身信任是一个重要的政策目标，未能兑现这种信任可能带来巨大的政治成本。一方面，欧元区通胀预期创新高。疫情期间，欧元区平均长期通胀的预期逐渐偏离 2% 的既定目标，7 月该比率为 2.2%，创历史新高。另一方面，央行需要减少对稳定产出的重视。政策制定者不应在通胀压力出现转变迹象时就停下来。例如，供应链中断的缓解，相反，他们需要表明强烈决心让通胀迅速回到目标水平。三是**行动太晚的潜在成本，央行或将面临更高的牺牲**。首先，经济体对利率的敏感性降低。这意味着，通胀预期下降需要推出更多紧缩的货币政策。其次，菲利普斯曲线的斜率更加平坦。在疫情之前，平坦的菲利普斯曲线意味着央行可以在通胀压力出现之前，允许经济过热；而如今，平坦的菲利普斯曲线意味着要降低通胀，一旦通胀变得根深蒂固，可能需要更深度的收缩。最后，全球经济状况与通胀的相关性日益增强。与 20 世纪 80 年代相比，即使价格能够对国内经济状况的变化作出更强烈的反应，央行也可能面临更高的牺牲率，因为通胀的全球化使央行更难以控制价格压力。



