

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》
- 《人民币国际化观察》
- 《国别/地区观察》

作者：邹子昂 中国银行研究院
吕昊旻 中国银行研究院
电话：010 - 6659 2964

签发人：陈卫东
审稿：钟红 边卫红
联系人：王梅婷
电话：010 - 6659 1591

* 对外公开
** 全辖传阅
*** 内参材料

不平衡经济中的宏观经济政策

——杰克逊霍尔全球央行会议综述

美国东部时间 2021 年 8 月 26 日，由堪萨斯城联邦储备银行主办的 2021 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“不平衡经济中的宏观经济政策”，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“货币政策与不平衡冲击”、“财政政策与不平衡冲击”、“疫情冲击与劳动力市场不平衡”、“低利率与不平衡经济”四个议题，展开深入讨论。

不平衡经济中的宏观经济政策—杰克逊霍尔全球央行会议综述

美国东部时间 2021 年 8 月 26 日，由堪萨斯城联邦储备银行主办的 2021 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“不平衡经济中的宏观经济政策”，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“货币政策与不平衡冲击”、“财政政策与不平衡冲击”、“疫情冲击与劳动力市场不平衡”、“低利率与不平衡经济”等四个议题，展开深入讨论。

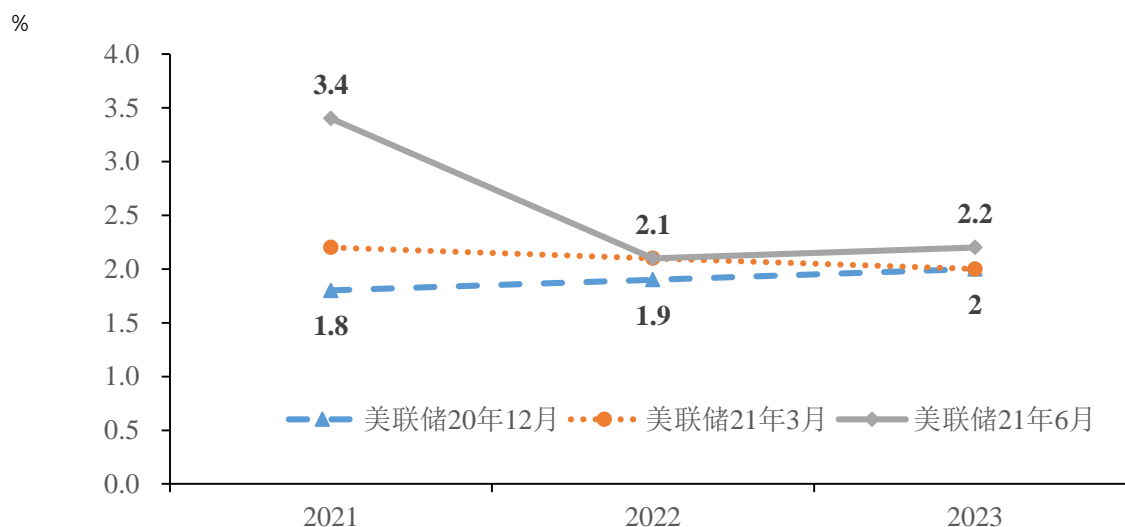
一、不平衡经济中美国是否存在通货膨胀风险¹

新冠肺炎疫情在美国暴发 17 个月以来，美国经济曾出现空前衰退，在疫情广泛蔓延期间，大量经济部门陷入停摆。尽管各部门强有力的政策支持推动了经济快速复苏，但美国经济修复过程却呈现出不平衡特征。具体表现在：**第一，商品消费和服务消费修复不平衡。**经济下行期个人总收入不降反升，家庭支出从服务业转向商品。**第二，需求和供给修复不平衡。**疫情影响下的供应方无法满足市场旺盛需求。**第三，失业率高企和招工困难不平衡。**

在大规模量化宽松政策刺激下，美国经济的通货膨胀率急剧上升。2021 年 7 月，美国核心个人消费支出平减指数（PCE）以及核心 PCE 通胀率分别为 4.2% 和 3.6%，远高于美联储平均通胀目标值 2%。企业和消费者普遍反映，物价和工资存在上升压力。2020 年 12 月以来的历次 FOMC 会议，PCE 通胀预测中值的变动呈现明显上升态势，对 2021 年 PCE 的预测从 1.8% 上升至 3.4%（图 1）。

¹ 本部分根据美联储主席鲍威尔在 2021 年杰克逊霍尔全球央行年会上的演讲内容整理。

图 1：美联储通胀预期变化趋势（%）



资料来源：美联储

但是，通货膨胀可能是暂时性的。原因主要体现在五个方面：第一，近期美国通货膨胀水平上升的主要原因在于，部分受疫情和经济重启因素影响的商品和服务价格飙升。例如，耐用品和能源价格。第二，随着供给短缺的缓解，这部分商品和服务（如二手车）价格开始逐渐回落。第三，在2021年美国通胀率上涨过程中，工资上涨的速度与长期通胀目标保持一致，没有出现工资增长幅度持续超过生产力增长和通货膨胀水平的“工资—价格螺旋”现象，工资增长引起通货膨胀的论据不足。第四，长期通胀预期与2%平均通胀目标大体一致，长期通胀预期的变化远小于实际通胀或短期预期，家庭、企业和市场参与者均认为，当前高通胀可能是暂时性的。第五，20世纪90年代以来，持续消解通货膨胀的因素，包括技术进步、全球化、人口因素、央行对价格稳定更有力的承诺等仍在持续抑制通胀水平。没有证据表明这些因素对通胀的影响已减弱或逆转。

当前，美国经济供需失衡的情况正在改善，通货膨胀在持续缓和，特别是受疫情影响最大的商品和服务价格正在逐步回落。在通货膨胀方面，美联储认为已经实现“进一步实质性进展”，无证据表明经济存在长期通货膨胀风险。

二、不平衡经济中货币政策如何影响劳动力流动²

新冠疫情暴发并向全球蔓延，对货币政策构成重大挑战，因为不同部门可能面临截然不同的经济问题：一些生产部门面临需求不足和失业，而另一些生产部门则受到供应限制，造成短缺和通胀压力。货币当局面临的“两难”困境引发学术界和政策制定者对宏观经济冲击不平衡效应的关注和思考。关注的焦点是：**不平衡经济中货币政策如何影响生产要素的跨部门流动？如果不平衡冲击具有持续性，生产要素从需求不足的衰退部门转移到需求扩张的增长部门，货币政策的最优选择是什么？**

在疫情冲击背景下，不同生产部门之间原有的要素流动平衡被打破。擅长利用各种形式远程工作的部门和企业显示出强大的扩张能力，而更依赖个人互动的其他部门和企业即使在疫情消退后也可能经历长期的衰退。由此，生产要素会进行重新分配，向有利于不断扩张的生产部门流动。

Guerrieri et al. (2021) 结合多部门、工资刚性等特征，同时考虑劳动力跨部门流动的高昂成本因素指出，在疫情冲击下的经济衰退环境中，劳动力被诱导从 A 部门转移到 B 部门，要么是因为 B 部门找到工作的概率更高，要么是因为 B 部门的实际工资更高。扩张性货币政策会对 A 和 B 两个部门产生不同的影响效应。一方面，宽松货币政策通过在短期内降低 A 部门失业率，抑制劳动力流动。另一方面，宽松政策通过促进扩张部门 B 的工资上涨，促进劳动力跨部门流动。

在中央银行的货币政策目标中，无论是失业率上升，还是通货膨胀都会对经济产生沉重的负向冲击，由此疫情冲击下宽松货币政策引发的劳动力跨部门流动可能并无帕累托改进。因为当工人从 A 部门转移到 B 部门时，通过减少需求受限市场劳动力的过剩供给，让其他工人更容易在 A 部门找到工作，并缓解 B 部门的供给约束，降低 B 部门的通胀水平，但社会总体福利并未发生根本变化。这意味着，**如果政府鼓励劳动力的跨部门流动，那么选择宽松立场是中央银行货币政策的最优选择。**

² 本部分根据 2021 年杰克逊霍尔全球央行年会分论坛“货币政策与不平衡冲击”内容整理。会议由美国堪萨斯联邦储备银行主席 Esther L. George 主持，演讲嘉宾为芝加哥大学教授 Veronica Guerrieri，点评人为圣母大学教授 Jing Cynthia Wu。

总体来看，疫情冲击背景下，部分生产部门受供给成本上升推动，通货膨胀率在失业率升高的情况下同时上涨。中央银行应当实施更具扩张性货币政策，以降低失业率，促进充分就业。这是因为，生产扩张部门较高的通货膨胀率可以促进相对工资水平上升，并向工人提供价格信号，进一步促进劳动力的跨部门流动。

三、不平衡经济中财政政策能否拯救脆弱的经济³

新冠疫情对企业、行业和宏观经济造成巨大冲击，并将全球经济拖入衰退“泥潭”。在此背景下，各国政府纷纷运用财政政策刺激总需求，对实体经济产生了实际效果，积极财政政策的影响效应体现在以下八个方面：

第一，财政政策促使中小企业破产率明显下降。新冠疫情冲击环境下，积极财政政策成功地将中小企业破产率从 9% 降低至 4.3%，发达经济体中小企业破产率下降程度更高。

第二，财政资金多数流向不需要资金的公司。尽管财政政策救助了许多企业，但实际上精准性较差、目标不明确，导致支出的大部分资金流向现金流相对充裕的公司，反而无法资助受到融资约束的企业。

第三，财政刺激计划并未造成大量“僵尸”企业。尽管财政刺激政策的针对性较差，但并没有证据表明扩张性财政政策推迟了大规模企业破产，或催生大量“僵尸”企业。根据 Gournchas et al. (2021) 测算，预计 2021 年全球企业破产率反而会上升 2.3%。

第四，财政政策成功刺激了低迷行业的需求上涨。受新冠疫情影响，全球经济长期需求低迷，尤其是新兴经济体。但是，财政刺激计划显著推动了各行业需求的持续复苏，特别是发达经济体的需求水平。

第五，财政政策降低了失业率。在全球范围内，受供应受限部门萎缩的影响，财

³ 本部分根据 2021 年杰克逊霍尔全球央行年会分论坛“财政政策与不平衡冲击”的内容整理。会议由美国堪萨斯联邦储备银行主席 Esther L. George 主持，演讲嘉宾为加州大学伯克利分校教授 Pierre-Olivier Gournchas，点评人为加州大学圣地亚哥分校教授 Valerie Ramey。

政政策以极低的财政乘数仅对冲了约 8%疫情冲击造成的经济衰退，但是却成功地保持了需求受限部门的就业水平稳定，降低了失业率。

第六，发达经济体大规模财政刺激措施对新兴经济体经济增长产生负溢出效应。发达经济体的大规模财政刺激计划并未促进新兴经济体的经济复苏，反而，对其产生较小的负向影响。

第七，经济加速复苏将推高全球利率水平，对新兴经济体造成巨大伤害。

第八，如果美国货币政策正常化，新兴市场将面临更为严峻的外部融资环境。当全球利率上升时，企业和主权债券净息差上升，这表明未来随着发达经济体缩减量化宽松规模，甚至退出 QE，新兴市场和发展中经济体的外部融资环境可能恶化，融资条件将进一步收紧。

总体来看，大规模财政刺激计划对疫情冲击下的全球经济复苏具有正向推动作用。财政刺激政策推动了需求受限部门的产出增加，并有效促进就业水平上升。但财政政策对产出的推动效应相对微弱，这是因为所有部门和国家通过全球贸易和产业链互相连接，价格波动会在不同行业和国别间传导，削弱了财政刺激效力。

随着全球经济持续复苏，家庭部门需求将逐步正常化，发达经济体的持续财政刺激措施会导致利率迅速上升，并可能引发通货膨胀。因此，发达经济体应及早退出财政刺激政策。当前，在家庭和政府部门杠杆率持续攀升背景下，货币政策与宏观审慎政策的有效协调对世界经济复苏和增长至关重要。

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_26566

