高通货膨胀环境下货币政策的全球金融稳定考虑

作者:Vice Chair Lael Brainard

首先，我要感谢安娜·科夫纳、罗谢尔·埃奇和比尔·巴塞特组织这次会议。当前的全球环境凸显了拥有强大的分析和经验基础以理解货币政策的金融稳定性考虑因素的重要性，今天提出的研究将有助于加强这些基础。1高通胀和利率上升的全球环境凸显了在货币政策中关注金融稳定因素的重要性。随着全球货币政策收紧以对抗高通胀，重要的是要考虑跨境溢出和溢出如何与金融脆弱性相互作用。

美国和国外的通货膨胀率都很高，不排除出现额外通货膨胀冲击的风险。8月份，以12个月为基础的CPI（消费者价格指数）通货膨胀率为美国8.3%，英国9.9%，瑞典9.8%，欧元区9.1%，墨西哥8.7%，加拿大7.0%，韩国5.7%。

面临高通胀的中央银行正在迅速收紧货币政策，以抑制需求，并使其与供应保持一致，而供应在各个领域都受到限制。正如人们普遍预期的那样，大宗商品、劳动力和关键中间投入品市场的供应改善越多，解决失衡的过程就越容易，但俄罗斯对乌克兰的战争、中国的新冠疫情封锁或天气中断可能会延长或加剧供应中断。俄罗斯对乌克兰的战争导致能源、食品和农业投入价格飙升。最近，由于俄罗斯停止通过北溪1号管道输送天然气，欧洲的通货膨胀加剧，给家庭带来了困难，并有可能对受影响国家的一些行业造成破坏。如果病例再次增加，中国的新冠疫情封锁政策也可能导致供应中断。此外，包括中国、欧洲和美国在内的几个地区的天气状况，正通过农业、航运和公用事业的中断加剧价格压力。

世界各地的许多中央银行都大力调整货币政策，以维持稳定的预期，并防止高通货膨胀嵌入工资和价格设定的第二轮效应。在美国，美联储在过去七个月内将联邦基金利率目标区间提高了300个基点，以历史标准衡量，这一速度很快，而联邦公开市场委员会最近的《经济预测摘要》（Summary of Economic Projections）显示，从今年年底到明年，还会有额外的上调。此外，从本月开始，资产负债表缩水速度加快至每月最高600亿美元的国债，以及每月最高350亿美元的机构抵押贷款支持证券。美国整体金融状况迅速趋紧：10年期国债收益率自年初以来已上涨200多个基点，接近10多年来的最高水平3.8%。

在全球范围内，按照历史标准，货币政策收紧也在快速进行。包括美联储在内，占全球GDP一半的发达经济体的九家央行在过去六个月内将利率上调了125个基点或更多。2全球金融状况同样收紧。美国、加拿大、英国和最大的欧元区经济体的10年期主权债务收益率今年以来都在170至350个基点之间。

全球紧缩政策需要一段时间才能在许多部门产生全面效果。虽然对金融状况的影响往往是即时的，甚至是预期的，但对不同部门的活动和价格设定的影响可能会有滞后性，对利率高度敏感的部门（如住房）调整速度较快，而对利率不太敏感的部门，如消费者服务支出调整速度较慢。

除了国内紧缩带来的国内效应外，还存在贸易和金融渠道紧缩带来的跨境效应。U、 美国货币政策紧缩减少了美国对外国产品的需求，从而放大了外国央行货币紧缩的影响。反过来也是如此：国外大司法管辖区的紧缩通过抑制外国对美国产品的需求而放大了美国的紧缩。

金融状况的紧缩同样会波及其他地方的金融状况，这会加剧紧缩效应。这些跨司法管辖区的溢出效应表现为央行资产负债表规模的减少以及政策利率的提高。3一些估计表明，如果以本币债券收益率的相对变化来衡量，美国和欧洲等联系更紧密的发达经济体之间货币政策意外的溢出效应可能约为本国效应的一半。4

相比之下，通过汇率渠道的溢出倾向于相反的方向。美联储的广义名义美国指数今年迄今已升值超过10%。5总的来说，美元升值倾向于降低美国的进口价格。但在其他一些司法管辖区，相应的货币贬值可能会加剧通货膨胀压力，需要进一步收紧以抵消。

我们关注金融脆弱性，这些脆弱性可能会因其他不利冲击的出现而加剧。例如，在主权或公司债务水平较高的国家，较高的利率可能会增加偿债负担和对债务可持续性的担忧，而货币贬值可能会加剧这种担忧。随着金融中介机构降低风险，风险溢价的增加可能会引发去杠杆化。一些市场的浅流动性可能成为进一步不利冲击时的放大渠道。

对于一些新兴经济体而言，高利率加上发达经济体需求疲软，可能会增加资本外流压力，尤其是面临商品价格上涨和汇率走弱的商品进口国。对于资产和负债之间存在货币错配的借款人来说，这些压力尤其具有挑战性。

这在财政、宏观审慎和货币缓冲更加有限的时候尤其如此。财政和货币政策在应对疫情时都是支持性的，而且随着复苏势头的增强，这两项政策自然都会逆转。但是，战争的来临导致了一些受影响最严重的经济体中能源和其他商品价格大幅上涨，对实际收入造成了重大打击。

关于宏观审慎缓冲区，几乎所有在大流行前建立反周期资本缓冲区的司法管辖区都在大流行开始时释放了这些缓冲区，迄今为止缓冲区尚未完全补充。欧洲央行的一项分析得出结论，资本缓冲的释放不仅增加了银行的监管门槛，也增加了银行内部风险控制的净空，使银行能够继续向家庭和企业提供信贷。6

当然，货币政策的重点是在高通胀环境下恢复价格稳定。正如该项目的第一篇研究论文所说明的那样，在低通胀环境下，宏观审慎政策无法独自消除金融脆弱性带来的冲击放大，为了减少产出和就业结果不利的可能性，货币政策比传统货币政策规则规定的要宽松得多。7但在高通胀环境下，货币政策对恢复价格稳定和维持稳定的通胀预期具有限制性。

美联储的政策审议是通过分析美国事态发展可能如何影响全球金融体系，以及外国事态发展如何反过来影响美国经济前景和金融体系风险来进行的。我们与其他国家的货币政策官员就每个经济体的前景演变及其对政策的影响进行了频繁而透明的沟通。我们不仅定期会晤不同国家的货币政策官员，还定期会晤各种国际环境中的财政和金融稳定官员，这有助于我们在各自的预测、风险情景和政策审议中考虑跨境溢出和金融脆弱性。8

高通胀侵蚀了购买力，给家庭带来了巨大的困难，尤其是那些将收入的大部分花在食品、住房和交通等必需品上的家庭。9在一段时间内，高需求和对商品、劳动力和大宗商品的一系列不利供应冲击将通货膨胀推至数十年来的高点，货币政策制定者正采取风险管理姿态，以防范长期通胀预期高于目标的风险，这将使通胀更难降低。

在模式展望中，货币政策收紧以抑制需求，再加上供应的改善，预计将随着时间的推移减少供需失衡并降低通货膨胀。10实际收益率曲线现在完全处于稳定的正区域，除了最短的期限外，随着未来几个季度预期的通胀进一步收紧和减速，整个实际收益率将很快进入正区域。

紧缩的金融条件需要时间才能在不同部门发挥作用，并降低通货膨胀。货币政策需要在一段时间内保持克制，才能有信心通胀正在回到目标水平。出于这些原因，我们致力于避免过早退出。我们还认识到，风险可能在某个时候变得更加两面性。目前不确定性很高，围绕周期目标范围的适当目的地有一系列估计。以数据依赖的方式谨慎行事，将使我们能够了解经济活动和通货膨胀如何适应累积紧缩，并更新我们对政策利率水平的评估，这将需要维持一段时间才能将通货膨胀率恢复到2%。

1.我要感谢联邦储备委员会的库尔特·刘易斯和沙吉尔·艾哈迈德对这些言论的帮助。这些观点是我自己的，并不一定反映联邦储备委员会或联邦公开市场委员会的观点。返回到文本

2.美国、英国、加拿大、欧元区、澳大利亚、新西兰、挪威、瑞典和瑞士的中央银行合计占按市场汇率计算的全球名义GDP的49%。在过去六个月里，这些央行都将其政策利率提高了至少125个基点。返回到文本

3.参见Lael Brainard（2015），《非常规货币政策与跨境溢出》，在“非常规货币与汇率政策”第16届国际货币基金组织雅克·波拉克研究会议上发表的演讲，华盛顿，11月6日；和Lael Brainard（2017），“资产负债表正常化的跨境溢出”，7月13日在马萨诸塞州剑桥市国家经济研究局货币经济夏季研究所发表的演讲。返回文本

4.一篇基于2005年至2017年数据的论文发现，在欧洲央行宣布后，德国国内债券收益率的反应约有一半溢出到美国债券收益率，这与在联邦公开市场委员会宣布后测量的美国债券收益率溢出到德国联邦债券收益率几乎相同。见Stephanie E.Curcuru、Michiel De Pooter和George Eckerd（2018），“衡量美国和德国债券收益率之间的货币政策溢出”，国际金融讨论文件1226（华盛顿：美联储理事会，4月）。返回到文本

5.美联储的广义贸易加权美元指数基于美国主要贸易伙伴的26种货币。该报告发表在统计公报H.10“外汇汇率”中，可在美联储委员会网站https://www.federalreserve.gov/releases/h10/current/default.htm.返回到文本

6.这些发现是欧洲央行2022年5月《金融稳定评论》题为“基于资本的宏观审慎政策的传导和有效性”的一部分。参见欧洲央行（2022年），《金融稳定性评论》（法兰克福：欧洲央行，5月），第93-95页。美国尚未激活反周期缓冲。返回到文本

7.参见Tobias Adrian和Fernando Duarte（2016），“金融脆弱性和货币政策（PDF）”，《员工报告》804（纽约：纽约联邦储备银行，12月；2020年11月修订）。返回到文本

8.见Richard H.Clarida（2021），“全球货币政策协调、合作和相关性的观点”，在2021“宏观经济政策和全球经济复苏”亚洲经济政策会议上的演讲，由旧金山联邦储备银行太平洋流域研究中心主办，旧金山（通过网络广播），11月19日。返回文本

9.参见Lael Brainard（2022年），“家庭通货膨胀经历的变化”，4月5日在明尼阿波利斯联邦储备银行机会与包容性增长研究所2022年春季研究会议上发表的演讲（通过网络广播）。返回文本

10.例如，参见纽约联邦储备银行全球供应链压力指数今年迄今的改善情况，可在该银行网站https://www.newyorkfed.org/research/policy/gscpi#/interactive.返回到文本

**原文链接:**<https://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/brainard20220930a.htm>