

全球智库半月谈

美国如何重返多边经济合作

脱欧之后，英国如何成为世界的英国

美国就业市场在 2020 年出现反转

美国经济概况

增长促进型菲利普斯曲线

逆周期政策能否避免金融危机

为什么均值 PCE 和中值 PCE 相距甚远

本期编译

陈之宸

桂平舒

李佳欣

刘 铮

母雅瑞

申劭婧

薛懿

徐懿凡

张子萱

(按姓氏拼音排序)

中国社会科学院世界经济与政治研究所

全球宏观经济研究室

《全球智库半月谈》是由中国社会科学院世界经济与政治研究所的全球宏观经济研究室和国际战略研究组承担的编译项目，每半月定期发布。所有稿件均系网络公开文章，由项目组成员依据当前热点编译组稿。

中国社会科学院世界经济与政治研究所

全球宏观经济研究组

顾问	张宇燕			
首席专家	张 斌		姚枝仲	
团队成员	曹永福	美国经济	陆 婷	欧洲经济
	冯维江	日本经济	熊爱宗	新兴市场
	徐奇渊	中国经济	杨盼盼	东盟与韩国
	肖立晟	国际金融	李远芳	国际金融
	常殊昱	跨境资本流动	顾 弦	大宗商品
	陈 博	大宗商品	吴海英	对外贸易
	崔晓敏	对外贸易	熊婉婷	金融政策
	王 地	宏观经济	张寒堤	科研助理

国际战略研究组

组 长	张宇燕			
召集人	徐 进		协调人	彭成义
团队成员	李东燕	全球治理	袁正清	国际组织
	邵 峰	国际战略	徐 进	国际安全
	薛 力	能源安全	欧阳向英	俄罗斯政治
	黄 薇	全球治理	冯维江	国际政治经济学
	王鸣鸣	外交决策	高 华	北约组织
	卢国学	亚太政治	王 雷	东亚安全

彭成义	中外关系	徐秀军	全球治理
田慧芳	气候变化	李 燕	俄罗斯政治
任 琳	全球治理	丁 工	发展中国家政治

联系人: 傅子晴 邮箱: jenniferfzq@163.com 电话: (86) 10-8519 5775 传真: (86) 10-6512 6105

通讯地址: 北京建国门内大街 5 号 1544 邮政编码: 100732

免责声明:

《全球智库半月谈》所编译的文章, 仅反映原文作者的观点, 不代表编译者、版权所有人或所属机构的观点。

目 录

世界热点

生产率悖论：从 MICROPROD 得到的政策教训..... 6

导读：MICROPROD 是欧盟范围内的一个研究项目，一直持续到 2021 年底，其目标是了解是哪些因素导致了当前生产率的下降，以及对欧洲经济模式和公民福利的潜在影响。本文回顾了 20 篇 MICROPROD 论文的主要结论，以及它们为政策辩论提供的信息。

美国如何重返多边经济合作..... 17

导读：积极的贸易和投资政策将成为美国重建其在世界上领导地位和开展更广泛合作的一部分。在上台后，拜登团队将需要消除特朗普政府与美国朋友、盟友之间的对抗所造成的损失。贸易和国际投资对于美国和全球经济的复苏至关重要。

脱欧之后，英国如何成为世界的英国.....19

导读：如果想要在脱欧后仍保有其作为欧盟成员国时所享受的同等水平的全球影响力，英国需要在外交上发力。英国需要扩大深化欧洲外交关系网络，同时注重多边外交，将声望注入到新兴市场。没有外交上的额外努力，英国扩大全球影响力的计划会受阻。

美国就业市场在 2020 年出现反转.....21

导读：在 2020 年，美国蒸发了 900 万个工作岗位，这是自 1940 年以来，就业岗位蒸发比例第二多的一年。总的来说，失业率平均为 8.1%，是自 1948 年来第七糟糕的一年。新冠疫情对世界经济的恶劣影响被限制在了一场严重的衰退，而非是许多人所担心的空前萧条，很大程度上是由于政府采取了大规模的积极财政和货币政策。

美国经济概况..... 25

导读：纽约联邦储备银行研究部门编制的《美国经济概况》旨在提供当前经济和金融发展相关的全面概述，包括劳动力和金融市场，消费者和企业的行为以及全球经济。此外，概况还涵盖了一些特殊主题，例如商品价格走势、劳动力市场情况。本文的分析基于截至 2020 年 1 月 15 日的的数据。

经济政策

增长促进型菲利普斯曲线..... 46

导读：本文摘自 Kristen Tauber 等 2020 年 7 月 2 日在经济评论 (Economic Commentary) 上发表的文章。实证研究发现，通货膨胀与经济衰退之间的联系在近几十年来已经减弱，这一变化可能会阻碍货币政策制定者实现其通货膨胀目标。本文研究表明，经济衰退的作用已经减弱，相反，经济增长成为了通货膨胀动态变化的重要驱动力，这表明通货膨胀与经济活

动之间的联系仍然存在，但体现形式已经改变。新证据表明，与 COVID-19 相关的衰退可能会引发实质性的反通货膨胀压力。

为什么均值 PCE 和中值 PCE 相距甚远52

导读：均值 PCE 通胀（headline PCE，即新闻标题中的 PCE 数值）通常低于中值 PCE 通胀，且自 2012 年以来，两者差距一直在扩大。为了理解这一趋势的原因，我们探究了均值测量中的哪些成分导致了这种差异。我们发现，能源经常发生大的价格波动，且电子产品的价格在几十年里一直稳步下降，两者解释了两种通胀指标之间的大部分差异。我们认为，此类因素对均值 PCE 通胀的巨大影响，强化了政策制定者必须同时考虑均值 PCE 通胀和中值 PCE 通胀的必要性。

婴儿潮 vs 千禧一代的货币政策比较 59

导读：货币政策会对退休家庭和工作家庭产生不同的影响。为了维持其在老龄化社会中稳定物价和增加就业的作用，美联储可能需要重新考虑货币政策。

逆周期政策能否避免金融危机72

导读：货币政策制定者能否通过逆周期政策和提高利率来化解日益上升的金融稳定风险，这一问题引发了经济学家们相当大的分歧。本文基于 19 世纪以来发达经济体金融周期的特点，研究了货币政策对金融稳定的状态依赖性影响。研究表明，在信贷和资产价格繁荣期间采用自由的逆周期政策更有可能引发危机，而不是防止危机。

本期智库介绍 76

生产率悖论：从 MICROPROD 得到的政策教训

Grégory Claeys 和 Maria Demertzis/文 刘铮/编译

导读：MICROPROD 是欧盟范围内的一个研究项目，一直持续到 2021 年底，其目标是了解哪些因素导致了当前生产率的下降，以及对欧洲经济模式和公民福利的潜在影响。本文回顾了 20 篇 MICROPROD 论文的主要结论，以及它们为政策辩论提供的信息。编译如下：

摘要

欧洲的生产率增长近几十年一直呈下降趋势。生产率增长是产出增长的一个重要来源——特别是在欧盟这样的老龄化社会。因此，一个重要的问题是：了解哪些因素推动了这一下降趋势，以及这对我们的经济模式和公民福利带来怎样的潜在后果。

一些解释是全球性的，但欧洲国家的结构差异导致了不同结果，需要在制定政策之前加以考虑。

MICROPROD 是欧盟范围内的一个研究项目，一直持续到 2021 年底，其目标是利用欧洲各国数据来研究这一宏观经济现象背后的微观经济机制。

特别是，它致力于研究第四次工业革命给欧洲带来的挑战，以及其在全球化和数字化背景下对生产力的影响，并提出应对这些挑战的政策建议。

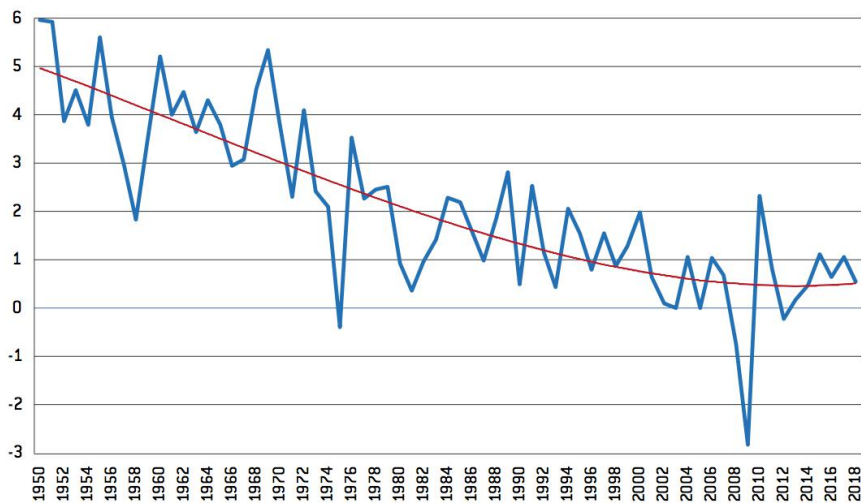
到目前为止，MICROPROD 研究人员已经发表了 20 篇论文，涉及与当今政策辩论相关的四大问题：无形资本对生产率的影响及度量；全球化、国际贸易和全球价值链（GVCs）一体化对生产率的影响；要素配置和配置效率；欧洲在过去二十年中所面临的两个结构性冲击（全球化和技术进步）的社会后果。

本文回顾了 20 篇 MICROPROD 论文的主要结论，以及它们为政策辩论提供的信息。然而，持续三年的 MICROPROD 在中期遭遇了 COVID-19 危机，可能加速某些趋势，也可能扭转其他趋势。因此，我们将讨论 MICROPROD 在哪些方面有助于我们了解当前的危机及其后果。

1. 引言

欧元区全要素生产率（TFP）的年增长率呈明显的下降趋势，从 50 年代初的 5% 左右下降到近几年的 0.5%（图 1）。技术持续进步，GDP 增长也没有像生产率那样下降，因此这构成了一个悖论，也是该研究的主要动机。

图 1 欧元区全要素生产率 (TFP) 年增长率和趋势 (单位: %)



生产率增长是产出增长的重要来源，特别是在欧盟这样的老龄化社会。针对生产率增长放缓趋势，有三个主要的政策问题。首先，生产率增长放缓是否真正发生，是否存在低估生产潜力的问题？第二，在过去的 70 年里，哪些因素给生产率带来了长期下行压力？第三，生产率增长放缓对我们的经济模式和公民福利的主要影响是什么？

一些理论试图解释生产率增长放缓。长期停滞假说将其解释为各种因素导致的储蓄-投资失衡。这些因素包括人口结构和不平等加剧，导致了全球储蓄过剩和投资不足。宏观经济政策（包括财政政策还是货币政策）是解决这种失衡的良方 (Summers, 2013)。然而，尽管过去十年中采取了积极的宏观经济管理措施，但并没有扭转生产率增长下降的长期趋势。这表明解决潜在结构性问题的重要性。特别地，我们需要了解数字化如何改变了市场结构。数字化部门对实物资本的需求大大减少，叠加先动优势，导致一些公司获得了巨大的市场份额。由此产生的集中度和垄断力量意味着更少的竞争和更多的租金。随着全球化消除了进入外国市场的壁垒，国内市场的主导企业也得以在全球扩大市场份额。大量文献研究了图 1 所示的趋势，研究表明，低利率（且利率不断下降）环境，使所有这些得到了加强。由于预期利率将在很长一段时期内处于较低水平，银行进行期限转换将存在困难。同时，僵尸企业将存活更长时间，从而减缓创造性破坏的进程，市场领导者将设法更多地利用战略优势来维持其市场力量。

一些解释是全球性的，可以用来解释所有国家的变化趋势。但是，在制定政策之前，还需考虑国家结构的巨大差异。MICROPROD 是一个由多个欧洲研究机构和国家统计机构的研究人员参与的项目，目的是利用欧洲各国数据来研究这些宏观经济现象背后的微观经济机制，从而推动这场辩论。它致力于研究第四次

工业革命给欧洲带来的挑战，以及其在全球化和数字化背景下对生产力的影响，并提供应对挑战的政策选择。值得注意的是，大量 MICROPROD 论文的目的在于理解数字化和全球化的分配方面，并指出在实现效率最大化和社会成果可持续分配之间可能的政策权衡。最后，MICROPROD 投入了大量资源，用于在欧盟层面收集和测量企业级微观数据，这些数据可在各国间使用。这是获得可以指导国家和欧盟政策的准确且可比数据关键一步。

从广义上讲，MICROPROD 研究了过去 20 年的两大生产率冲击：数字化和全球化。本中期政策简报回顾了 20 篇文章，涉及四大问题：无形资本的度量和影响；全球化、国际贸易和全球价值链（GVCs）整合；要素配置和配置效率；以及这两大冲击的一些社会后果。本文总结了迄今为止提交的 MICROPROD 论文的主要结论，以及这些结论如何为当前政策辩论提供信息。

但是，为期三年的 MICROPROD 项目在中期遭遇了 COVID-19 大流行，可能加速某些趋势，也可能扭转其他趋势。在宏观层面，我们正在经历一场非常严重的全球经济衰退——在欧盟，各国 GDP 下降了 4% 到 12%。最初，人们希望这场剧烈的衰退不会持续太久。然而，在撰写本文的过程中，欧洲越来越多的地区正进入第二轮封锁，V 型复苏可能性降低。因此，在结论部分，我们将讨论三个问题，它们直接关系到 COVID-19 冲击如何影响生产力，以及 MICROPROD 研究的信息在哪些方面有助于我们了解当前的危机及其后果。

2. 无形资产

(1) 已经得出的结论

正如 Robert Solow 指出，尽管计算机（以及今天的智能手机）在我们的生活中无处不在，信息和通信技术（ICT）的兴起总体上并没有像预期的那样一般带来生产率爆发。更普遍地说，近几十年来无形资产的快速增长（详细分类见表 1）并未刺激生产率繁荣，至少乍一看是这样的。

然而，从微观层面看，情况却不尽相同。MICROPROD 研究了企业层面的生产水平，以探索无形资产如何带来更高的生产率和附加值。在企业层面，无形资产投资似乎是生产过程中的一个重要因素，也是对生产率进行预测的重要因素。此外，不同类型的无形资产（表 1）可能会对生产过程产生不同的影响。因此，在衡量无形资产的贡献时，应将其单独核算。

表 1 无形资产类别

计算化的信息	创新性	经济能力
外购软件	R&D	广告
自有账户软件	设计	市场研究
数据库	金融创新	自有账户组织资本
	矿物勘探	外购组织资本
	艺术原创	培训

另一个重要的结论是无形资本投资集中在少数企业：许多企业并未进行无形资产投资或投资很少，而少数企业的无形资本投资强度非常大 (Kaus 等, 2020)。尽管无形资产投资确实有利于企业提高生产力，但过度集中也意味着只有少数企业从无形投资带来的生产率提升中受益。这可能解释了为什么在总体层面上，经济效应不那么明显（有趣的是，这也可能意味着这些投资的正外部性并不像想象的那么大）。

许多因素解释了为什么企业在无形资产上的投资（规模、行业、位置）会有所不同。一篇 MICROPROD 论文 (Altomonte 等, 2020) 使用来自法国的数据，探讨了投资只集中在少数企业的一个特殊潜在原因。根据 Altomonte 等 (2020) 的研究，在更易获得低成本融资的企业，无形资产投资水平更高，从而获得比边际成本更高的溢价。因此，融资能力是企业竞争优势的来源。考虑到不同企业和国家在融资能力方面的差异，这在一定程度上解释了企业无形资产投资水平的不同。

最后，广义的无形资本定义涵盖人力资本和企业组织形式。Müller 和 Neuschäer (2020) 探讨了一个特殊的德国劳动力市场制度——工人通过工作委员会参与决策，如何影响企业在生产力、工资和利润方面的表现。研究表明，有工作委员会的企业在一定程度上具有更高的生产力、工资和利润水平，原因是（尽管不完全是）他们吸引了最好的工人。

(2) 政策相关性

区分无形资本和有形资本对于确定附加值的新来源非常重要。我们观察到，长期来看，全球有形资本投资水平（固定资本形成总额）和实际资本成本（实际利率）都在下降。换言之，尽管生产的附加值仍在增加，资金成本下降，但有形资本却越来越少。

这表明无形资本创造的附加值越来越多。因此，我们对无形资本的构成，以及无形资本如何创造附加值了解越深，就越能有效地刺激生产力。

但除了度量之外，了解无形资本对生产力的贡献将有助于欧盟决策者了解真实的投资需求，以及在不断变化的全球背景下指导产业政策。与韩国、日本甚至

美国相比，欧洲企业在无形资产投资（尤其是在研究和信息通信技术）方面明显落后。MICROPROD 结果也意味着，美国和欧盟之间的溢价差异可能是源于无形投资的差异（如 Altomonte 等人 2020 年的结论所示）。

单就目前关于产业政策的讨论而言，这是一个重要的贡献，因为它证明了鼓励研发及其他无形资产投资（特别是在中小企业）的合理性。促进研发并非易事，但一些政策似乎奏效，包括税收优惠和补贴、培训相关领域的工人以及支持技术移民。但其他政策（如专利箱）已经失败，甚至可能适得其反——因为它们导致企业为了避税将其专利转移到其他国家或地区（Bloom 等，2019）。

特别的，一些深化单一市场和推进数字单一市场战略的政策措施也被证明是产生企业所需的规模经济的关键——如果企业能够大量投资无形资产的话。

同时，了解无形资本投资如何导致集中效应可能具有广泛的意义。大多数文献（主要集中在美国）认为集中度的提高导致了垄断。在缺乏严格监管的情况下（Furman，2018），垄断力量反过来增加了市场份额，同时在低利率环境下，垄断力量不断恶性循环，从而损害了生产力（De Loecker 等，2020）。因此，美国需要重新考虑竞争政策，这不仅出于生产率的原因，还因为缺乏竞争不利于新一轮的“破坏性”创新。然而，关于欧洲的新证据可能指向不同的方向。市场集中度的提高并不一定有害。这可能只是更高的生产率和配置效率的结果，因为高效的企业会获得更高的市场份额。Van Reenen（2018）和 Bighelli 等（2020）证明了这一点。这对于企业层面的生产率来说是个好消息，但不幸的是，如图 1 所示，它还未能给总体层面带来转变——总要素生产率仍在下降。

此外，一些宏观经济后果阻碍了宏观政策顺利实施。我们在宏观工作包（WP6）中更详细地讨论了这些问题（Abele 等，2020，以及 Demertzis 和 Viegi，2020），但主要问题是，如果持续的数字化意味着有形资产与无形资产之比降低，以及如果无形投资成本降低，那么实际利率的下行压力将持续。而持续的低利率既是不利增长条件的结果，也是生产率和增长持续下降的原因。

最后，无形资产对增长融资有显著影响。无形资产无法为银行贷款提供实物抵押。欧盟主要依靠银行贷款提供融资，这意味着依赖无形资产的生产（知识经济）可能缺乏融资。银行倾向于关注风险较小的成熟企业，而金融市场则为新的、更具创新性和风险更高的公司成长提供支持（Allen 和 Gale，1999）。初创企业对外部融资的依赖程度也最高，而成熟企业可以通过自身现金流，或者通过抵押实物资产来融资（Philippon 和 Véron，2008）。Demertzis 和 Viegi（2020）的研究表明，美国企业可获得的风险投资是欧盟平均水平的 10 倍多。由于风险资本的缺失，全球高科技公司（谷歌、亚马逊、Facebook 和苹果）中没有欧洲企业也就不足为奇了。正如 Demertzis 和 Viegi（2020）所指出的，这是发展资本市场

联盟的另一个论据，因为纯粹基于银行的金融体系不利于高科技密集型产业和未来创新（Beck 等，2020）。更有甚者，有证据表明，发展信贷市场阻碍了这些行业的创新（Hsu 等，2014）。

3. 全球化和全球价值链一体化

(1) 已经得出的结论

MICROPROD 论文针对“全球化、自由贸易和日益一体化的全球价值链提高了参与国的效率和生产率”等共识观点提出了一些不同看法。

一些论文证明这一现象在总体水平上是成立的。例如，总的来说，进口竞争提高了效率。由于进口竞争，资源在企业之间重新分配，同时一些企业提高了资源利用效率，这都有利于平均生产率的提高。无法适应和调整的非生产性企业收缩甚至退出市场，而生产性企业则会继续存在。在没有摩擦的情况下（特别是在劳动力市场），如果生产性企业能够利用无竞争力的企业释放出来的资源，就能获得积极的福利效果（Slavtchev，2020a，使用 13 个欧洲国家的数据）。

然而，MICROPROD 研究的经验证据也表明，考虑进口竞争的类型和来源是至关重要的（Braeuer 等，2020，Slavtchev，2020b，均使用德国数据）。

特别是，这些论文表明，从低收入国家进口的产品通常相对简单——它们采用“标准”技术和低工资劳动力生产。因此，研发无法弥补高工资的国内生产商面临的成本劣势，进口竞争造成国内产量和就业率的下降（在限制出口或外包的情况下）。从高收入国家进口的产品通常是相对资本和知识密集型的。在这种情况下，来自高收入国家的进口竞争会刺激研发，导致生产率提高，而不会带来销售额和就业率的下降。

Altomonte 和 Coali（2020，使用法国、意大利和西班牙的数据）也提出，进口竞争可能对生产率产生不利的中期副作用。特别的，他们还发现，有证据表明，在全球金融危机之前受到进口竞争影响更多的地区（主要来自中国这一低工资国家）自危机以来生产率增长明显放缓。

最后，全球价值链中企业间关系的形成导致了创新——主要是供应商方面，不过购买方也会通过技术咨询、技术或资产转让等提供支持（Békés 等，2019，使用匈牙利、罗马尼亚和斯洛伐克数据）。从购买方到外国供应商的知识转移对于提高供应商的业绩尤其重要。这可以采取外国直接投资的形式，但如果知识产权得到很好的保护，则不必这样做（Bolatto 等，2019，使用斯洛文尼亚数据）。有趣的是，当为重要合作伙伴提供产品时，大型外资企业比小型内资企业更有可能进行创新。这意味着生产效率较低的企业不会投资于创新以提升其技术水平，而生产效率最高的企业会根据买家的需求定制其生产流程和产品（Békés 等，2019）。

(2) 政策相关性

MICROPROD 的研究结果对当前关于全球化的讨论做出了积极贡献。研究表明，总体而言，自由贸易可以提高生产率，这与理论预测相符。他们还指出，高收入国家之间签订的贸易协议促进了这些国家间的良好竞争关系，从而提高了生产率。同样的道理也适用于旨在增加知识密集型行业竞争的贸易协议。对贸易协定的管理同样重要，因此，贸易的好处为建立一个强大的多边体系的理想提供了证据——过去几年这个体系一直濒临崩溃。

然而，这些论文也表明，全球化并非总是对所有人都有利。有关这一问题的讨论涉及许多方面和各种问题。MICROPROD 论文表明，部门差异和国家发展水平都会影响最终结果。因此，从发展中国家，特别是劳动密集型部门进口商品，结果会更加不清晰。由于进口竞争而关闭非生产性企业确实有可能提高整体生产率。但结果取决于确保释放出来的资源重新用于生产部门，以避免出现净失业。这种资源的再分配并不是自动顺利进行的，因此进口竞争并不总是对所有人都有利。

在这方面，当地劳动力市场的构成对应对贸易冲击至关重要：在特殊技能易于转让的地区，结果将是积极的。但如果工人没有可转让的技能，情况就有所不同。这强调了教育政策，特别是积极的劳动力市场政策（终身学习、再培训、促进流动性）对于确保工人能够找到新工作的重要性——尤其是在数字时代。

最后，一些结果指出了全球价值链内部整合作为知识转移手段的重要性。效率和弹性之间存在着一种权衡，而当前缩短全球价值链长度和遣返生产的努力将带来成本。尽管全球价值链的弹性问题正在得到讨论，决策者应该认识到知识转移是创新过程中的一个重要方面。

4. 融资和资源配置

(1) 已经得出的结论

MICROPROD 论文强调了融资和货币政策的短期和长期效果之间的权衡（特别是在危机期间）——这会影响到生产率增长。

首先，在银行监管方面，一篇论文表明，在危机期间对陷入困境的银行进行重组对生产率产生积极的长期影响（Gropp 等，2020，使用美国的数据）。在危机期间，政策制定者的首要任务是避免银行违约可能带来的系统性风险（潜在的信贷紧缩以及对企业和就业的负面影响）。但 Gropp 等（2020）的研究结果表明，让陷入困境的银行存活下来，虽然短期内产生的破坏性较小，但由于弱势银行和非生产性企业之间存在无效信贷关系，会对长期生产率增长产生负面影响。文章还表明，事实上，经济危机过后，监管容忍度较低的地区更具活力，生产率增长率更高，企业项目、就业机会、工资、专利和产出增长也更多。

第二，在货币政策方面，另一篇 MICROPROD 论文探讨了央行购买银行持有的资产如何影响与受益于央行干预的银行有关系的企业（Cycon 等，2020，使用德国数据）。文章表明，这些企业在就业和销售方面的增长率低于从未受影响的银行获得融资的企业，但它们的投资和生产率水平也较高。这似乎意味着货币政策具有重要的长期影响，需要央行在决策中加以考虑，因为宽松的货币政策可能导致从劳动力向资本的转移。

最后，一些 MICROPROD 论文探讨了融资约束如何影响生产率。我们已经看到，融资能力的差异会影响无形资产的投资水平，从而影响生产率增长（Altomonte 等，2020）。另一篇论文（Di Mauro 等，2020，使用意大利、德国和法国的数据）考察了生产率增长对信贷增长的弹性如何有助于衡量资本配置的效率。新的衡量标准表明，德国和法国的信贷配置比意大利好，此外，尽管自全球金融危机以来，德国的资本配置变得更为有效，法国的情况却恰恰相反（意大利没有变化）。最后，Abele 等（2020）专门研究了金融危机以及二次探底如何影响法国、意大利和西班牙的生产率。研究表明，除意大利之外，融资约束并不限制高杠杆率企业——这表明了识别特定国家因素的重要性。

(2) 政策相关性

这组论文研究了融资和生产率之间的关系。目标是了解金融基础设施和政策如何影响产出。生产率不仅受生产组织方式的影响，不同的融资方式也可能导致不同的经济后果。

MICROPROD 的论文指出了银行重组的短期和长期权衡，即重组如何影响银行客户的生存能力。在效率边界上确定这种权衡的最佳点，是银行设计处置方案的重要考虑。

但其他 MICROPROD 研究结果强调了理解非常规货币政策长期影响（例如对劳动力份额的影响）的重要性。在零下限下，各国央行正努力寻找刺激经济的工具。世界各地的央行纷纷采取购买资产（主要是政府资产）的方式，以降低长期利率，进一步缓解融资紧张状况。尽管采取这些行动是必须的，但这些影响，特别是意外影响，还不完全清楚。这适用于对银行盈利能力的讨论，但同时也适用于在风险偏好极低的环境下增加储蓄。一篇论文（Cycon 等，2020）研究了这些越来越传统的措施的实际效果。

最后，这些新的结果表明，重振欧盟委员会资本市场联盟倡议，努力缓解阻碍欧洲资源有效配置的融资约束，是至关重要的。

5. 全球化和技术变革的社会影响

(1) 已经得出的结论

进口和技术冲击可能在总体层面上带来生产率高增长。然而，这种影响可能是不对称的，少数企业获得了全球化和自动化的大部分好处，而大多数企业则可能面临利润的压缩。

特别的，Deng 等（2020）利用德国的数据研究了国际贸易对个人收入风险的影响。研究发现，进口越多，工人的收入风险就越高，而出口越多，风险就越低。这表明，理论上，一个地区高出口带来的收入风险降低能够弥补高进口带来的风险增加。因此，同时拥有进出口企业的地区有能力保护其工人免受收入风险的影响。

此外，Altomonte 和 Coali（2020）表明，进口和自动化冲击带来了生产率的提高，这是因为竞争迫使企业投资新技术以降低成本。然而，这些冲击也使制造业就业下降，可能对福利产生负面影响。

最后，Lindner 等（2020）利用匈牙利和挪威的数据调查了创新是否存在技术偏差，从而加剧工人不平等。主要结果表明，在企业层面，受过大学教育工人比例和工资的增加能够提升技术创新水平。这表明，在技术创新的背景下，受过良好教育的劳动力将变得更加重要。

这些结果不仅从经济角度，而且从社会和政治角度都很重要——因为就业受到技术创新冲击的个人更可能投票给激进的右翼/民族主义政党（Anelli 等，2020，使用 14 个西欧国家的数据）。

（2）政策相关性

MICROPROD 的这一部分关注全球化和技术变革的潜在赢家（通过密切关注分配结果）。

研究结果揭示了进出口组合对确保收入稳定的必要性。它指出，一种更加平衡的增长模式是必要的，即经济依赖于国内需求和出口拉动需求的结合。研究结果还表明，虽然数字化和全球化可能导致了生产力的全面提高，但它们在创造和破坏价值的方式上并不是中性的。有必要设计过渡政策，以帮助地区和部门重组——类似于欧盟为解决气候政策的负面社会后果而设立的公正过渡基金（Cameron 等，2020）。

MICROPROD 结果对工人技能也有启发。正如我们所讨论的，随着技术变得越来越重要，为满足未来需要，有必要进行适当的教育和培训。如果技术导致工资不平等加剧，那么福利制度就必须加以调整。

最后，MICROPROD 论文提供了一些关于过去 20 年里这些巨大的经济冲击带来的更广泛社会影响的观点。缺乏适当的工人再培训政策可能会导致更大的政治两极分化，甚至可能导致一个负反馈循环，在这个循环中，边缘政党上台执政，

采用对工人不太有利的政策，进而导致进一步的两极分化，这一切都不利于包容性增长。

这些 MICROPROD 论文为当前关于转型期社会调整的讨论提供了素材。从未来的工作到极端的政治结果，政策应同时确保技能满足未来的需要，以及大多数人不会在这一过程中被远远抛下。技术的发展是不可避免的，但其负面影响不一定非得如此。

6. 结束语：MICROPROD 和 COVID-19

总的来说，MICROPROD 论文阐明了过去 20 年中两个主要结构变化对生产力的影响：一是全球化和中国的开放，二是经济日益数字化和自动化。MICROPROD 阐明了这些因素如何影响生产率，并指出要想取得良好的社会成果，分配因素是重要的。

然而，如何利用研究结果为大流行后的生产率发展提供支撑？我们讨论了三个与生产率直接相关的问题，即 COVID-19 冲击可能产生的影响：1) 加速数字化，2) 搁置或可能逆转全球化，3) 如何利用应对经济活动崩溃的大规模国家干预。我们将讨论 MICROPROD 研究如何有助于我们理解当前危机及其后果。

自 COVID-19 发生以来，实体经济活动停止，数字活动增加。在《The Hype Machine》一书中，Sinan Aral (2020) 写道：“线下世界停滞不前，网络世界就像数字森林一样重新点燃。对社交媒体的需求急剧上升。Facebook Messenger、WhatsApp 和 Facebook Live 的使用率一夜之间增加了 50%。[...]随着电影院的关闭[...]Netflix 在重压下崩溃了。”世界学会了在线生活以及在线开展业务。由于封锁，平均有 35% 的员工开始在家工作。尽管这种调整是被迫的，但将不可避免地持续到 COVID-19 大流行结束。

由此产生的许多问题直接影响我们对生产率的理解决。第一，需要怎样的投资才能使企业尽可能实现数字化？它直接关系到对于无形资产及其对附加值贡献的讨论。第二，随着工作变得越来越数字化，以及全球价值链缩短，技能的可转让性将变得至关重要（见下文）。第三，数字鸿沟将影响分配结果。那些拥有更多更好的数字服务的部门（如线上教育）将更好地应对封锁。此外，那些无法数字化的工作通常工资也较低，受病毒影响也最大。与男性相比，家庭环境也影响了女性的生产力（Del Boca 等，2020）。

尽管 COVID-19 可能加速数字化进程，但同时很可能抑制全球化进程。在过去几年中不断增加的保护主义倾向（主要涉及医疗用品等重要商品）在大流行期间找到了肥沃的土壤。

目前，全球价值链的长度通过其弹性来衡量。为了提高应对外部冲击时的稳健性，是否应该遣返货物并缩短一体化全球价值链？但是，如果价值链延长会带

来经济效率的提高，那么任何增强稳健性的尝试都必然会付出代价。此外，人们还担心这些成本会导致物价上涨，从而导致欧洲央行（ECB）提前收紧货币政策和加息，可能对公共和私人债务的可持续性产生潜在负面影响。理解这个权衡需要理解长期一体化全球价值链的好处。MICROPROD 试图描绘全球贸易如何、何时以及对谁有利。随着退出全球生产的进程加快，MICROPROD 分析将有助于了解隐含成本，从而了解生产率所面临的压力。

最后，紧急关停经济活动要求国家果断干预。财政反应同时具有快速和大规模的特点。在欧盟，这意味着三大政策变化：解除国家援助规则、暂停财政规则，以及此前难以想象的通过发行巨额共同债务来实现国家间财政转移支付。总而言之，欧盟及其机构已经为应对这一流行病提供了充足的工具和资金。这些措施使财政响应能够帮助维持家庭和企业的经济价值。在撰写本报告时，国家援助和财政规则的暂停仍然有效。

毫无疑问，为了帮助有生存能力的（即生产性的）企业在大流行中生存下来，以及帮助工人保住他们的工作和人力资本，国家必须发挥更大的作用。从长远来看，这无疑会对生产力产生积极影响。然而，这种规模的国家干预是以减缓创造性破坏的进程为代价的。直接作用于所有企业的国家支持可能会挽救有效率的企业，但也会维持非生产性僵尸企业，从长远来看会降低生产率。有一些观点是相反的：COVID-19 危机和封锁迫使一些企业数字化，提高效率和生产率。因此，冲击也可能在某些方面提高生产率。未来几年，随着我们对企业的退出和存活企业的转变有了更多了解，我们将能更好地理解生产力所受的总体影响。

最后，并非所有国家在受到冲击时都有相同的财政空间。不可避免的是，在财政状况更健康的国家，直接干预（对企业进行补贴）更为有力。这是自然的，但存在着这样的风险：在财政状况脆弱的国家，大量生产性企业将被淘汰，可能会改变单一市场的格局。

本文原题为 “The Productivity Paradox: Policy Lessons from MICROPROD”。本文作者 Grégory Claeys 是 Bruegel 高级研究员，Maria Demertzis 是 Bruegel 副所长，曾在欧盟委员会及荷兰央行工资。本文于 2021 年 1 月刊于 Bruegel 官网。[单击此处可以访问原文链接。](#)

美国如何重返多边经济合作

Chad P. Bown, Anabel González/文 李佳欣/编译

导读: 积极的贸易和投资政策将成为美国重建其在世界上领导地位和开展更广泛合作的一部分。在上台后, 拜登团队将需要消除特朗普政府与美国朋友、盟友之间的对抗所造成的损失。贸易和国际投资对于美国和全球经济的复苏至关重要。编译如下:

世界上许多国家都希望即将上任的拜登政府能够率先恢复多边贸易合作。然而, 一般政府在成立之初的首要任务是加强国内竞争力和改善工人的条件, 以在全球竞争中减轻贸易负担。因此, 新政府不太可能会将重心放在市场开放协议的谈判上, 也不太可能立刻重返以前的贸易 (特朗普前) 贸易政策。

但是贸易政策不容忽视。积极的贸易和投资政策必须成为美国重建其在世界上领导地位和开展更广泛合作的一部分。此外, 拜登团队将需要消除特朗普政府与美国朋友、盟友之间的对抗所造成的损失。贸易并不是拜登承诺的“更好地重建”中的次要问题, 贸易和国际投资对于美国和全球经济的复苏至关重要。

在我们与理查德·鲍德温、乔纳森·弗里德、安德烈·萨皮尔和渡边哲也合作的论文《让美国重返游戏: 多边视角》中, 我们提出了如何帮助美国重返支持、加强和改善多边贸易体系的道路。这个想法并不是让每个国家都追求双边合作以超越其他国家。该计划基于多方面方针、以加强国际合作为基础, 并基于两个支柱: 共同努力、在更广泛的外交和气候政策议程中将重建“贸易轨道”作为倡议。

与美国合作, 共同努力

通过合作, 大小国家都可以提出切实可行的举措以加强符合规则的贸易。最初的努力主要集中在应对疫情和经济衰退的紧迫挑战上。这些合作中的成员国应足够广泛和多样化, 以具有代表性, 但也应足够少而同质, 以期能迅速达成共识。

对外政策和气候政策中的“贸易轨道”

总统当选人拜登曾表示, 他在上任的第一天将恢复美国在巴黎气候协议和世界卫生组织的成员国身份, 来扭转一些特朗普政府曾做过的最具破坏性的行动, 同时也呼吁召开北大西洋公约组织 (北约) 峰会。他还会取消任命候选人恩戈齐·奥孔乔·伊维拉来领导世界贸易组织 (WTO), 这一措施将恢复世贸组织最高级别的方向, 并振兴其促进多边经济合作的能力。

在上任 100 天之内, 贸易和投资应被纳入外交和气候政策议程之中。更新美国的领导层以动员全球行动来共同应对全球威胁, 不仅必须从修补与盟国的关系开始, 而且还必须要摆脱关税武器化的趋势。政府必须迅速解决美国的单方面关税及其所引发的报复性关税, 并停止继续错误地威胁对盟国增加新关税, 因为这种误导性的说法会对美国国家安全构成威胁。从税收到数据隐私再到食品安全标

准等与贸易有关的摩擦不会很快消失，但是为将谈判提上议程将有助于建立各国之间的信任。

应对疫情和经济衰退的斗争既有国内方面的，也有国际方面的。美国需要国际合作以扩大疫苗、药剂和其他医疗设备的全球供应和公平获取。在投资扩大全球生产能力的同时，美国应承诺不限制关键医疗用品的出口并促进关键医疗器械和药品的流通，这也将有助于预防未来的卫生健康危机。二十国集团（G20）国家承诺保持市场开放可以减少不确定性并刺激经济活动。

虽然贸易政策最终可能会在支持实现《巴黎协定》目标所需的大规模政策变化中发挥作用，但环境倡议的早期进展可能来自于最终确定的世贸组织协定，该协定将限制渔业补贴以避免过度利用鱼类资源，以及恢复《环境商品协定》的谈判，该协定旨在消除与环境有关产品的关税以支持绿色产业。

贸易优先事项

拜登政府在追求更广泛的外交政策和经济目标时将面临三组贸易优先事项。第一组是几个需要立即关注的问题，包括制定与中国打交道的战略。第二组很重要，包括解决空客公司和波音公司的争端问题，这些争端因政府补贴的争斗而停滞多年，以及法国和其他国家征收数字服务税的问题。这些问题是加强跨大西洋关系的关键。第三组问题是“在政治雷达下”释放出重新参与多边主义的信号。这些问题将包括对世贸组织上诉机构的改革以及目前就跨境电子商务和其他倡议制定规则的谈判。

尽管拜登政府可能没有将振兴多边贸易合作作为其紧迫目标，但是如果要实现其他关键的国内和国际目标，该政府必须将多边贸易合作目标看作和其他优先目标一样重要。

本文原题为“The United States can Return to Multilateral Economic Cooperation. Here's How.”。本文作者 Chad P. Bown 和 Anabel González 是 PIIE 高级研究员。本文于 2021 年 1 月刊于 PIIE 官网。[单击此处可以访问原文链接。](#)

脱欧之后，英国如何成为世界的英国

Robin Niblett / 文 徐懿凡 / 编译

导读：如果想要在脱欧后仍保有其作为欧盟成员国时所享受的同等水平的全球影响力，英国需要在外交上发力。英国需要扩大深化欧洲外交关系网络，同时注重多边外交，将声望注入到新兴市场。没有外交上的额外努力，英国扩大全球影响力的计划会受阻。编译如下：

与欧盟（EU）之间艰难的贸易谈判即将结束，但谈及脱欧后的未来，英国仍有很多事情需要考虑——特别是涉及到确保外交能够应对英国所面对的新地缘政治版图这一艰巨任务时。

“世界的英国”已成为代表英国政府执政雄心的一个引人注目的标签，该目标希望英国将目光投向欧洲以外，寻找新的商业机会和达成全球影响力的路径。但只有英国政府意识到达成这样的愿景需要付出更多外交上的努力时，该目标才有意义。

至少，无论加入哪一方团队，英国都需要成为其中不可或缺的一员——无论是应对气候变化的联盟、遏制俄罗斯政治颠覆的联盟、还是平衡中国将国家优先原则融入国际关系的行动。

从这个意义上来说，对英国而言，积极的国际形象必须是赢得的而不是单方面宣布的。政府最近承诺在未来四年内向军队追加 160 亿英镑，可以在一定程度上看作是对这一事实的承认。但这笔资金最多只能填补主要平台上现有承诺的缺口，比如让两艘航母投入使用，以及实现该国核威慑力量的现代化。

保持同等水平的全球影响力

英国提振全球影响力的计划中缺失的关键部分仍然是外交领域，需要大幅增加投入以显著提高身处当前中美和欧盟占主导地位的高度竞争的全球市场中的英国利益——或者，更重要的是，保留英国还是欧盟成员国时的全球影响力水平。

脱欧之后，英国将不再能够依赖欧盟委员会（European Commission）来管理与其他强大集团和新兴市场同时进行的复杂贸易谈判。同样，英国也无法利用欧盟提出的外交分工政策，即将白俄罗斯和乌克兰问题抛给德国以及中欧国家，自己集中精力在伊拉克、阿富汗和巴基斯坦问题上。

英国还需要扩大其在布鲁塞尔的影响力，以监督并试图影响欧盟机构和柏林、巴黎等欧洲国家首都的决策，这些国家对欧盟政策制定有巨大影响力。英国必须加强与一些关键国家的联系，比如荷兰，以保持英国在对欧盟持怀疑态度的成员国集团中的影响力；比如西班牙和意大利，考虑到它们的经济规模和外交政策话语权；再比如波兰，考虑到其在中欧国家以及欧盟-俄罗斯关系中的重要影响力。

在深化欧洲外交网络的同时，英国也需要扩大其与世界其他主要国家首都的外交存在感。对于华盛顿，当乔·拜登（Joe Biden）政府开始重振大西洋关系时，英国不得不拼尽全力回到谈判桌上以取得一席之地。欧盟及其主要成员国在跨大西洋数字税收协议、对俄罗斯的制裁政策以及应对气候变化方面发挥着核心作用，而英国对北约承诺的强调只会让美国更加注意这一点。

英国外交还需要额外增加对多边关系的关注。当不再属于欧盟阵营之后，英国需要补充自己一些机构中的存在感，比如世贸组织（WTO）。

英国政府需要超越传统上令其留恋的地方——在纽约和日内瓦的联合国（UN），或在华盛顿的国际货币基金组织（IMF）和世界银行——然后将重点放在将英国的声望注入到新兴地区，比如在亚的斯亚贝巴（Addis Ababa）的非洲联盟（African Union）以及在北京的亚洲基础设施投资银行。

一方面缺乏美国或中国的影响力，另一方面无法再背靠欧盟，英国需要花费很多艰辛努力，使其在例如人工智能、生物技术、网络治理以及外太空等新兴国际事务领域的争论中成为谈判者或中间人。

从表面上看，有一些令人振奋的数字。从 2010-2011 年以来，英国用于外交的资金资源增加了 18%，外交人员的总数（包括国内外人员和当地人员）也超过了 6 年前的水平。

然而，这些数据掩盖了一个根本性的转变。如果说英国外交资源中支持发展援助和英国商业利益的比例显著上升，那么在解决冲突、管理危机、培育双边关系和机构关系等传统外交领域的投入持续下降。

2016 年至 2019 年间，政府关闭或下调了 11 个领事馆和外交机构的级别，导致英国的全球外交存在感从第 9 位下跌至去年年底的第 11 位，这削弱了其自身和世界同时面临巨大战略不确定性时英国的声望。

如果不在外交上投入足够多，英国就会忘记其全球野心。失去了欧盟邻国的忠诚拥护，同时当其他国家不得不优先考虑与周边国家或大国强国之间的外交关系时，英国可能会发现自己会被挤入边缘。

英国最近在联合国的失败，例如 2017 年未能在国际法院法官选举投票中赢得一席，以及 2019 年 5 月对查戈斯群岛命运的投票战败，都是对英国脱欧之后外交目标的警告。

本文原题为“[How to Turn ‘Global Britain’ from a Slogan to Reality?](#)” 本文作者 Robin Niblett 自 2007 年 1 月起担任英国皇家国际事务研究所（Chatham House）的董事兼首席执行官。在加入英国皇家国际事务研究所之前，Robin 曾担任华盛顿战略与国际研究中心（CSIS）的执行副总裁兼首席运营官。本文于 2021 年 1 月 11 日首刊于 Politico 欧盟官网。[单击此处可以访问原文链接。](#)

美国就业市场在 2020 年出现反转

Jason Furman、Wilson Powell III /文 张子莹/编译

导读：在 2020 年，美国蒸发了 900 万个工作岗位，这是自 1940 年以来，就业岗位蒸发比例第二多的一年。总的来说，失业率平均为 8.1%，是自 1948 年来第七糟糕的一年。新冠疫情对世界经济的恶劣影响被限制在了一场严重的衰退，而非是许多人所担心的空前萧条，很大程度上是由于政府采取了大规模的积极财政和货币政策。编译如下：

2020 年年底，美国劳动力市场急转直下，美国经济在 12 月份失去了 14 万个就业岗位；而且还有 1150 万个就业岗位没有达到预期的水平。更令人担忧的是，劳动力市场的基本面仍然很糟糕：

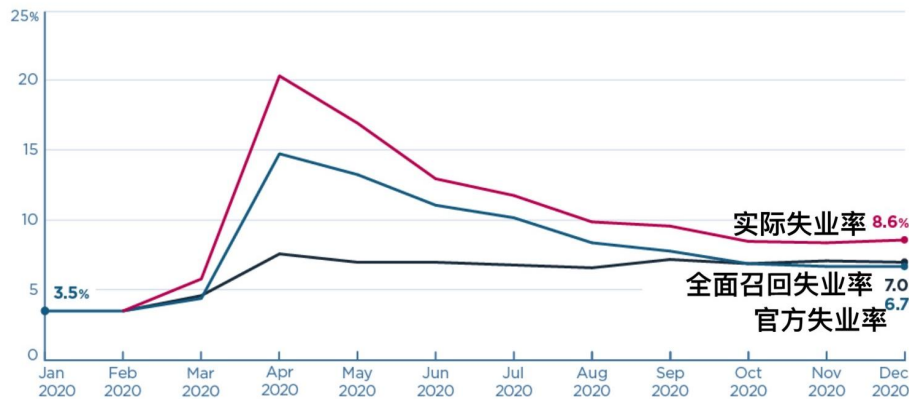
1. 完全召回失业率自夏季以来一直上升，12 月份为 7.0%。这个指标是建立在每个暂时失业的人都回到他们的工作岗位，劳动力参与度上升之后的状态上的。
2. 自二月份以来，被临时解雇的失业人数增加了 270 万人。但四月以来，失业总人数急剧下降，这完全是由于临时失业人数的减少。例如，由于被公司彻底解雇或公司倒闭而失业。
3. 长期失业人数持续上升，自 2 月份以来已经增加了 280 万人。去年 12 月，已经失业 27 周或更长时间的人数高达 400 万，这些人比短期失业者更难找到工作。

如果疫苗的普及和其他措施使病毒得到控制，那么美国经济将有大量的过剩储蓄、财政支持，被疫情抑制的需求也会释放出来，这可能会支持下半年的强劲复苏。但美国所面临的挑战将是，如何引导这些失业的工人寻找新工作，解决这些日益严重和僵化的劳动力市场问题。

实际失业率在 12 月份有所上升

12 月的总体失业率为 6.7%，与 11 月持平。这在正常情况下较为乐观，但在新冠的背景下仍存在一些不足。我们从 6 月份开始，每月发布一次更新，跟踪我们所称的“现实失业率”和“全面召回失业率”，如下图所示。

图 1 美国劳动力市场自 12 月开始增长失速



实际失业增加了 95.3 万人，这些人是由于其他原因没有工作的失业者，新增劳动力达到了 230 万。这反映除了整体经济疲软和劳动力参与率的大幅下降。这一指标在 12 月份为 8.6%，并可以与官方失业率进行对比。这一指标不同于那些总是高于官方失业率的一般指标 (U-6 指标)。当前，12 月份的数值较 11 月份有所上升，处于 9 月份以来的最高水平。

全面召回失业率能够反映一个事实，即失业率的增加可能是暂时的，随着疫情的逐步控制，召回临时失业的工人相对容易。事实上，我们已经看到临时裁员人数正在减少，但 12 月份仍有 300 万人，远远高于 2 月份的 80.1 万人，而且目前尚不清楚有多少暂时下岗的人会重新开始工作。从历史上看，大约 70% 的“临时休假”工人会重返工作岗位，但这一历史经验在当前情况下可能并不适用。全面召回失业率乐观地假设所有被临时解雇的工人都重返工作岗位。根据失业率和劳动力参与率之间的历史关系，我们假设自 2 月份以来退出劳动力市场的 390 万人中有 290 万人重返岗位。经过这两次调整，12 月份的实际失业率为 7.0%。全面召回的失业率较 11 月略有下降，但仍高于官方失业率，这表明，为解决美国劳动力市场的问题，我们必须去改善那些经历永久性失业的人的情况。

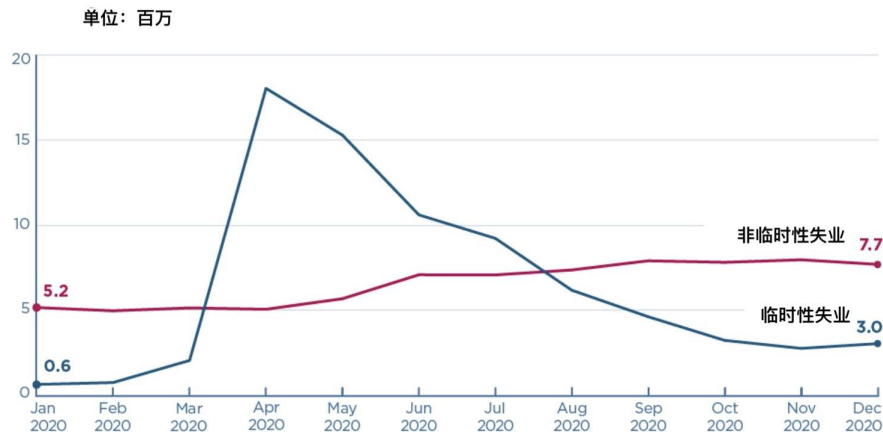
表 1 可获得的失业指标

	2月 2020	10月 2020	11月 2020	12月 2020	2月到12月变化
官方					
失业率	3.5	6.9	6.7	6.7	3.2
劳动参与率	63.3	61.6	61.5	61.5	-1.9
实际					
失业率	3.5	8.5	8.4	8.6	5.1
劳动参与率	63.3	62.4	62.4	62.3	-1.0
全面召回					
失业率	3.5	6.9	7.1	7.0	3.5
劳动参与率	63.3	62.6	62.6	62.6	-0.8

自 2 月份以来，因非临时裁员而失业的人数增加了 270 万

失业分为临时性失业和非临时性失业，非临时性失业人员包括永久性失业人员、完成临时性工作的人员、离职人员和刚刚进入劳动力市场，尚未找到工作的人。美国的失业人数在 4 月份达到 2300 万的峰值，此后急剧下降。最重要的原因是临时裁员人数减少，而非临时裁员人数自那时以来增加了 260 万，如下图所示。

图 2 四月以来临时性裁员减少

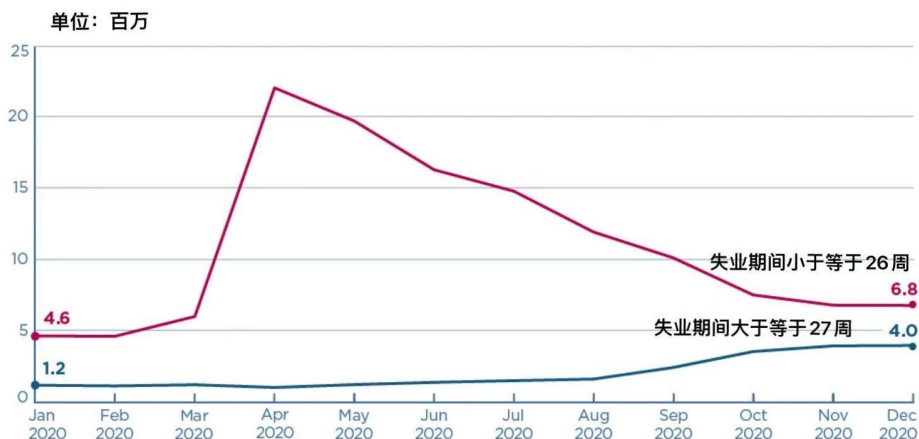


因非临时性裁员而失业的人数的增长令人担忧，因为这表明随着人们逐渐回到工作岗位，劳动力市场已经完成了初步复苏，但今后的复苏则变得更加艰难。进一步的复苏将需要人们更艰难地寻找新的工作，甚至可能是在新的行业。

自 2 月份以来，长期失业人数增加了 280 万

尽管总失业率有所下降，但长期失业人数（失业 27 周或更长时间）自 4 月份以来有所增加，目前比 2020 年 2 月份的水平高出 280 万人，如下图所示。长期失业率为 2.5，为 2013 年以来的最高水平。

图 3 长期失业人数推移



经济证据表明，长期失业会产生伤疤效应，使工人更难找到工作，甚至有可能退出劳动力市场，或遭受持续的工资削减。

结论

了解这些失业数据有助于预测劳动力市场复苏的轨迹。我们看到，劳动力市场在夏季出现了“部分反弹”，随着企业重新开业，失业率迅速下降，但整个秋季的复苏步伐都有所放缓，现在的情况已经逆转。

劳动力市场的前景取决于接下来的疫情发展、政策反应、以及有多少失业者能够迅速重返岗位，而不是耗费大量时间去重新寻找新工作、甚至进入新行业。短期内，美国的新冠病例、住院和死亡人数还在持续上升，这不仅为人们带来了痛苦，也将对经济造成越来越大的损失。12月起的《冠状病毒应对和救济补充拨款法案》为失业者提供了实际性的救济，但政府还需要采取更多行动，特别是推广疫苗、将失业对策延长到3月份之后，为各州和地方提供额外援助。

如果病毒得到控制，随着数百万工人重返岗位，美国将会有足够的总需求来支持2021年经济的快速增长。但如果政府不能快速调节劳动力市场，随着潜在失业状况的恶化，美国很可能错失重振经济的大好机会。

本文原题为“Progress on US Jobs Reverses in December as Labor Market Remains in Bad Shape”。本文作 Jason Furman 是 PIIE 高级研究员。Wilson Powell III 曾担任 PIIE 分析师。本文于 2021 年 1 月刊于 PIIE 官网。[单击此处可以访问原文链接。](#)

美国经济概况

newyorkfed/文 薛懿/编译

导读：纽约联邦储备银行研究部门编制的《美国经济概况》旨在提供当前经济和金融发展相关的全面概述，包括劳动力和金融市场，消费者和企业的行为以及全球经济。此外，概况还涵盖了一些特殊主题，例如商品价格走势、劳动力市场情况。本文的分析基于截至2020年1月15日的数据。编译如下：

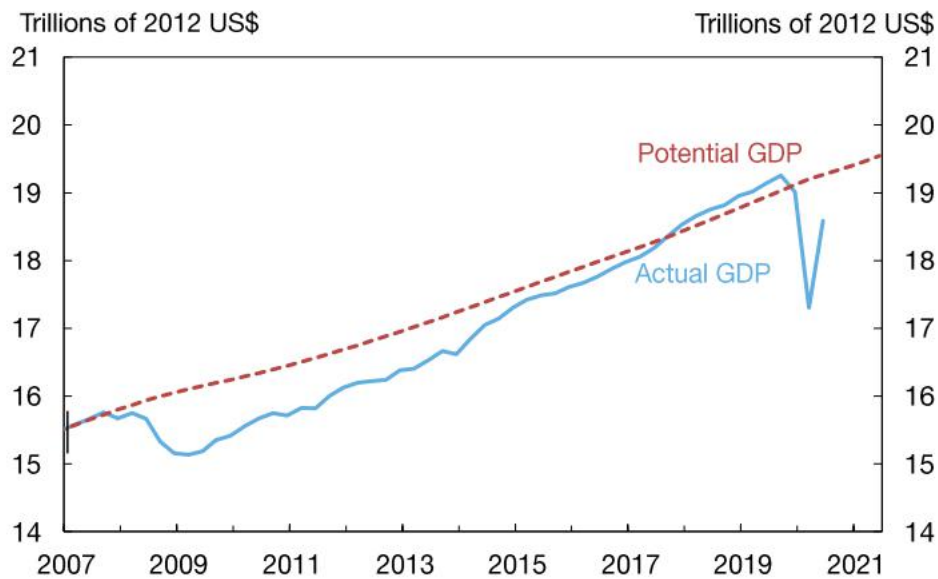
一. 总览

1. 11月份消费者支出下降，这是4月份以来的首次下降。其中商品支出的降幅大于服务支出。此外，总体支出同比下降2%，其中商品支出上升7%，服务支出下降7%。
2. 11月份，实际商业设备支出有所上升。除飞机外的非国防资本货物的出货量较2月份增长了6%。
3. 11月份房地产行业继续扩张。现房销售下降，但仍较去年同期大幅上升。过去一年房屋开工量大幅上升，并且主要集中在独户住宅，但多户住宅开工量开始减少。
4. 12月份就业人数下降，这是4月份以来的首次下降。同时，失业率保持不变。
5. 11月份核心个人消费支出（PCE）通胀稳定在1.4%。
6. 美国股市指数在1月初升至创纪录水平，同时隐含波动性保持不变。10年期美国国债的名义收益率小幅上升。市场隐含的短期预期政策利率路径未变。并且美元略微贬值。

（一）2020年第三季度出现反弹，但产出远低于潜在产出

1. 2020年第三季度的实际GDP比国会预算办公室（CBO）估计的实际潜在GDP低了约3.5%。第三季度的产出缺口较第二季度-9.9%的缺口大幅收窄。根据CBO预计，今年实际潜在GDP将以相对缓慢的速度进行增长（1.5%左右）。
2. 12月份6.7%的失业率仍远高于CBO对其长期自然失业率（4.4%）的估计。
3. 其他测算也表明，美国经济中存在相当多的资源冗余。虽然自4月份以来有所反弹，但产能利用率仍然很低。

图 1 实际 GDP vs. 潜在 GDP



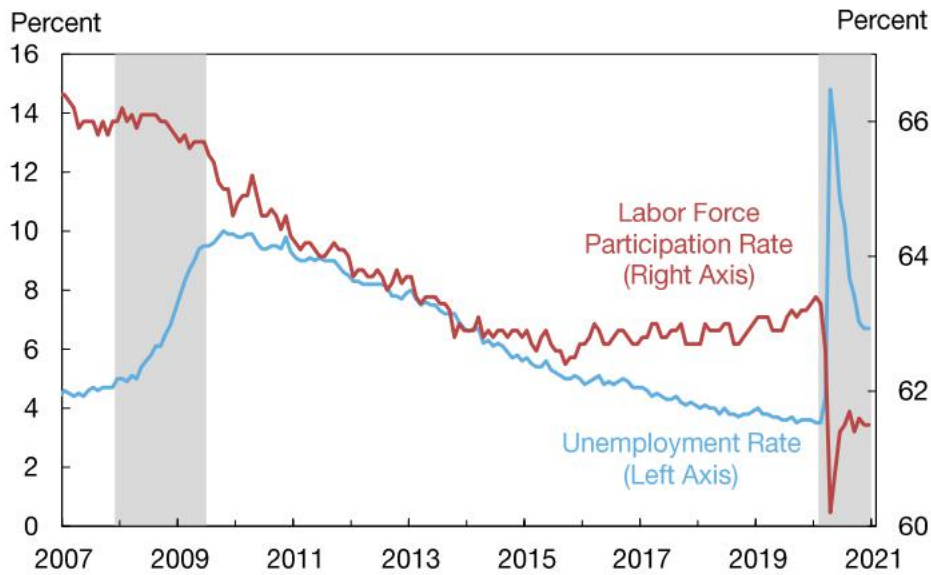
数据来源：经济分析局 (BEA)，国会预算办公室 (CBO)。

注：阴影部分表示国家经济研究局 (NBER) 定义的衰退。

(二) 劳动力市场的复苏在 12 月份停滞不前

1. 12 月非农就业人数下降了 14 万人，这是 4 月份以来的首次下降。
 - (1) 私营服务业的就业下降了 18.8 万人，其中休闲和酒店行业下降最多，为 49.8 万人。
 - (2) 商品生产行业的就业增加了 9.3 万人。
2. 失业率维持在 6.7%。
3. 劳动力参与率和就业人口与总人口的比例都保持不变，分别为 61.5% 和 57.4%。

图 2 劳动力市场指标



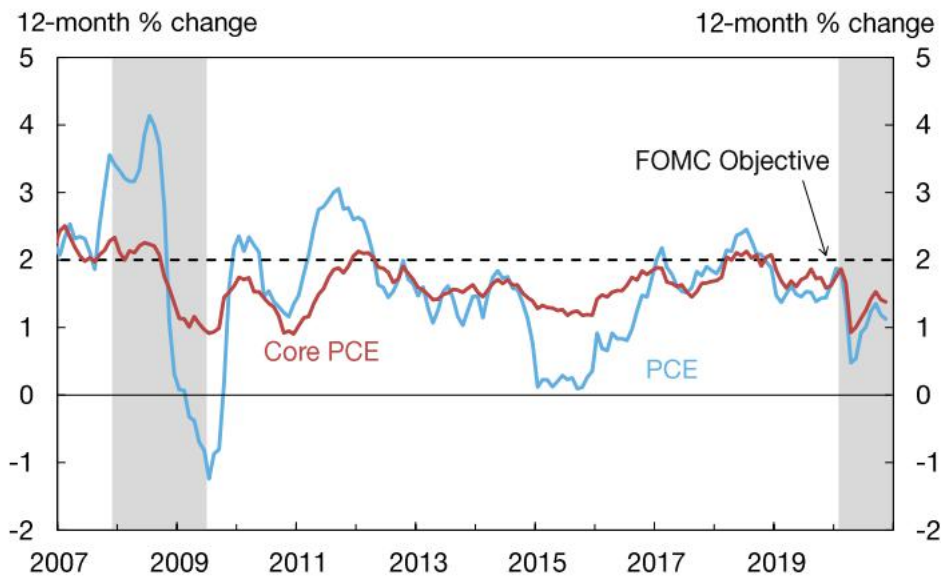
数据来源：经济分析局。

注：阴影部分表示国家经济研究局（NBER）定义的衰退。

（三）11 月份通货膨胀率放缓

1. 11 月份 PCE 价格指数同比上涨 1.1%，较 10 月份 1.2% 的涨幅有所回落。
 - (1) 服务业价格上涨 1.9%，且耐用品价格上涨 0.8%。
 - (2) 能源价格下跌 9.9%，而食品价格上涨 3.7%。
2. 全年核心 PCE 通胀率保持在 1.4%，仍然低于联邦公开市场委员会 2% 的长期目标。
 - (1) 2020 年第二季度核心通胀率降至 1.0%。
 - (2) 2019 年 12 月，这一比例则为 1.6%。

图3 个人消费支出平减指数



数据来源：经济分析局。

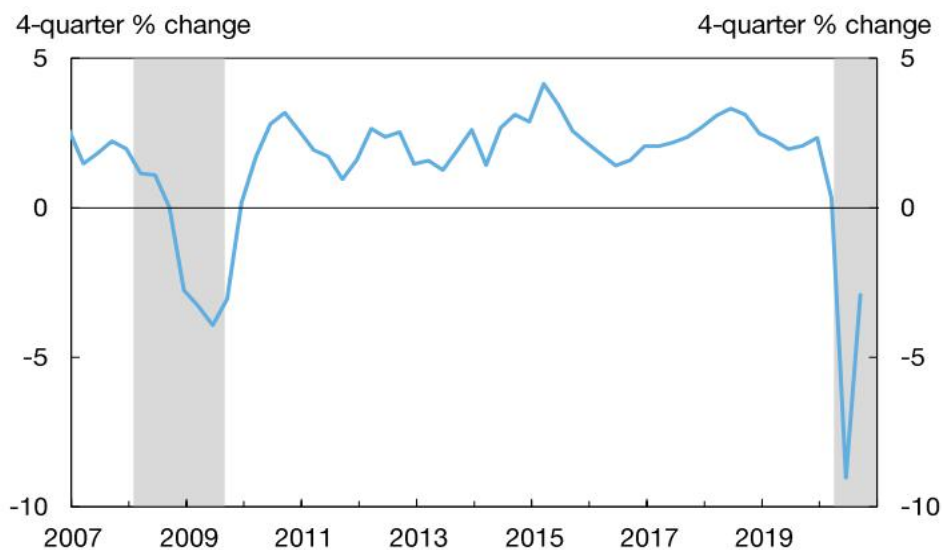
注：阴影部分表示国家经济研究局（NBER）定义的衰退。

二. 经济活动

（一）第三季度的 GDP 增长在第三次估计中被向上修正

1. 实际 GDP 在 2020 年第二季度以 31.4% 的年率下降后，在第三季度以 33.4% 的年率增长。4 季度变化为 -2.8%。此外，个人消费支出（PCE）增长 41.0%。
2. 个人消费支出和非住宅固定投资的向上修正与出口的向下修正相抵消。
3. 实际国内总收入以 25.8% 的年率增长。4 季度变化为 -3.9%。除此之外，个人储蓄率为 16.0%。

图4 GDP 增长



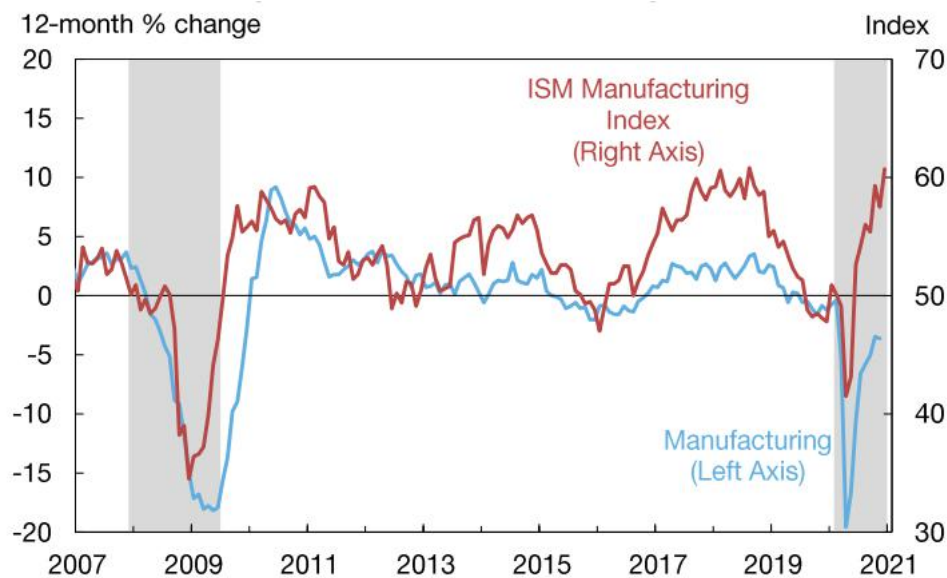
数据来源：经济分析局。

注：阴影部分表示国家经济研究局（NBER）定义的衰退。

(二) 制造业产量和 ISM 制造业指数走高

1. 制造业生产继 10 月上升 1.1% 后, 11 月份增长了 0.8%, 但比去年同期低 4%。
2. 12 月份 ISM 制造业指数有所上升。
 - (1) 整体综合指数上升 3.2 个点至 60.7。
 - (2) 供应商交货指数上升 5.9 个点至 67.6, 反映了 COVID-19 带来的运输挑战。
 - (3) 价格指数从 65.4 增加到 77.6, 表明了潜在的投入成本压力。

图 5 制造业和 ISM 制造业指数



数据来源: 供应管理协会 (ISM), 美国联邦储备委员会。

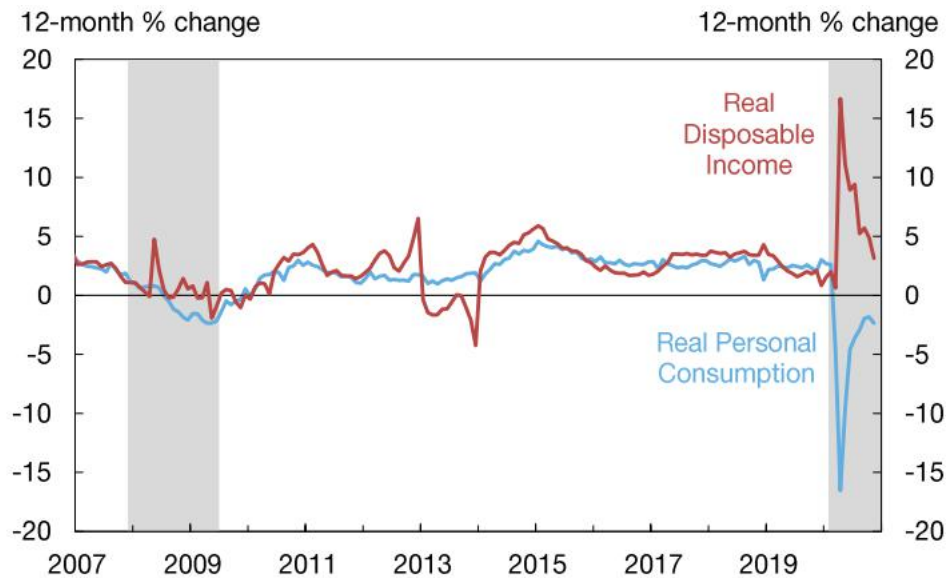
注: 阴影部分表示 NBER 衰退。

三. 家庭

(一) 11 月份消费支出下滑

1. 连续 6 个月增长后, 实际个人消费支出 (PCE) 在 11 月下降了 0.4%。
2. 实际可支配收入 (DPI) 在 10 月下降 0.7% 后, 又在 11 月下降了 1.2%。主要是因为向企业提供的 PPP 贷款, 政府对农民的支持以及个人转移性收入均大幅下降, 而且工资增长放缓。
3. 个人储蓄率略微下降, 从 10 月份的 13.6% 降至 11 月份的 12.9%。

图 6 个人可支配收入和消费



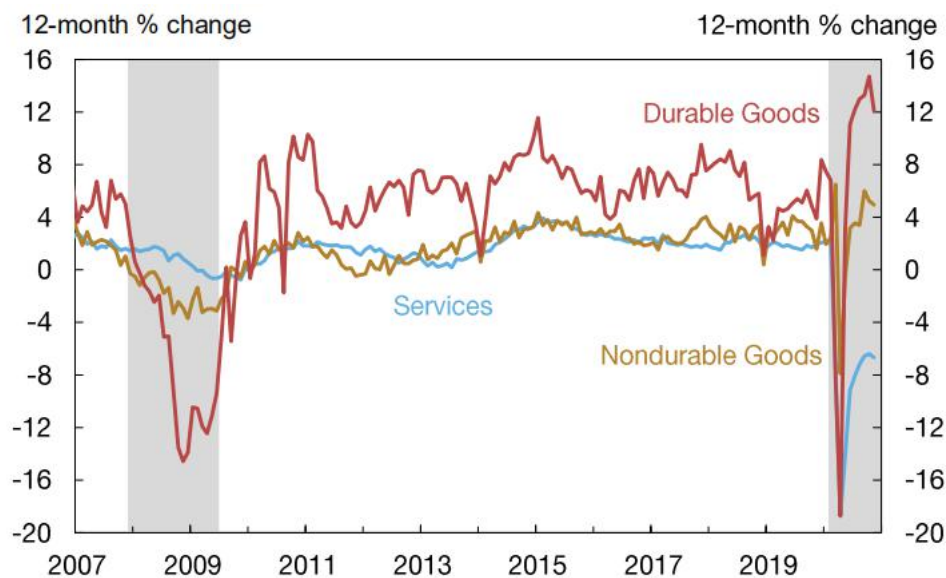
数据来源：BEA，美国联邦储备委员会。

注：阴影部分表示 NBER 衰退。

(二) 商品支出降幅大于服务支出。

1. 11 月份实际商品支出下降，而服务方面的支出基本没有变化。其中，耐用品支出下降 17%，非耐用品支出下降 0.7%。
2. 与 2 月份相比，商品支出高出 7.3%，其中耐用品支出高出 12.%，而服务支出低了 7.1%。

图 7 消费者支出



数据来源：世界大型企业联合会，密歇根大学。

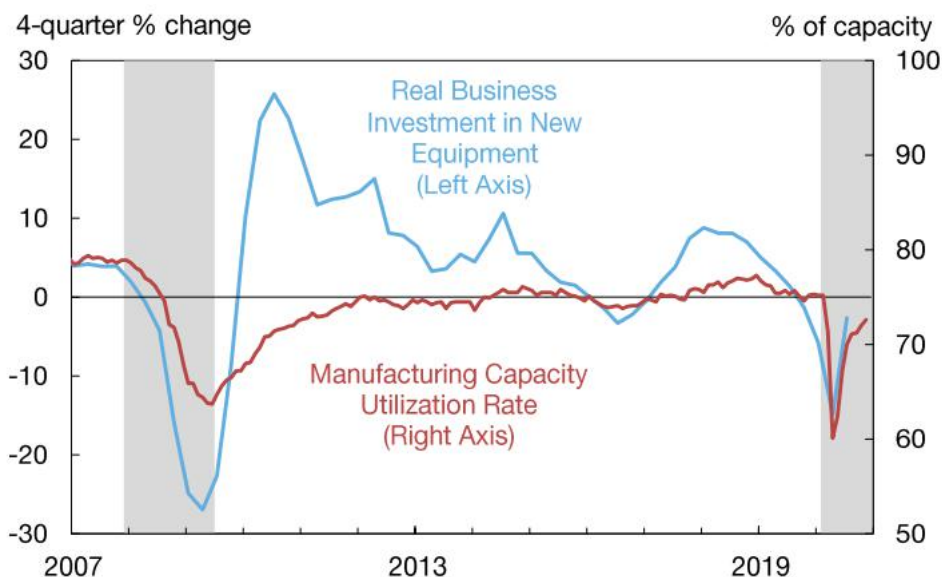
注：阴影部分表示 NBER 衰退。

四. 商业部门

(一) 2020 年第三季度设备支出反弹

1. 实际商业设备投资在第二季度以 35.9% 的年率下跌后，在第三季度以 68.2% 的年率大幅增长。四大类设备的支出都强劲增长，其中运输设备的增幅尤其明显。但支出仍较上年同期下降了 2.6%。
2. 截至 11 月份的资本货物出货量数据表明，第四季度设备支出进一步上升。
3. 设备支出的反弹帮助推高了制造业产量和产能利用率。即便如此，11 月份的产能利用率也仅为 72.6%，比长期均值（1972-2019）低 5.6 个百分点。

图 8 设备投资和产能利用



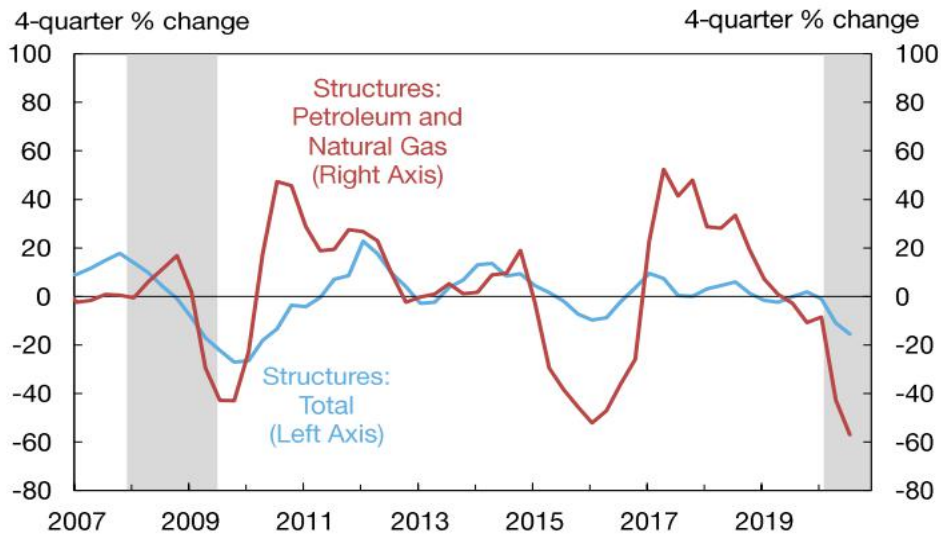
数据来源：BEA，美国联邦储备委员会。

注：阴影部分表示 NBER 衰退。

(二) 第三季度非住宅建筑支出下降

1. 实际非住宅建筑投资下降 17.4%（折合成成年率）。4 个季度变化是 -15.9%。
2. 所有主要建筑类型的支出都有所下降。采矿勘探、竖井和油井三方面的下跌最为严重。
3. 过去几个季度，石油和天然气方面的建筑支出一直疲软。能源以外的建筑投资在最近几个季度也一直低迷或下降。
4. 非住宅建筑支出的月度数据表明，第四季度经济将继续疲软。

图9 非住宅建筑投资



数据来源：经济分析局（BEA）。

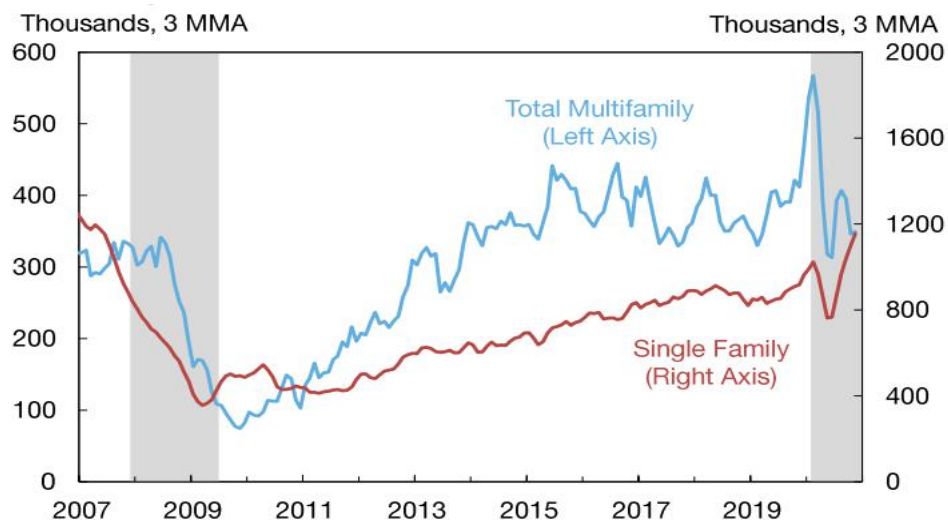
注：阴影部分表示 NBER 衰退。

五. 房地产行业

（一）独户住宅开工率继续增长

1. 11 月份房屋开工量上升 1.2%，同比上升 12.8%。同时建筑许可证总量也大幅增加。
2. 11 月份独户住宅开工量增长 0.4%，达到 120 万套（年率），同比增长 27%。同时，独户住宅 3 个月平均新屋开工量超过了最近的高点，达到了自 2007 年 5 月以来的最高水平。
3. 众所周知，多户住宅开工量波动很大，11 月上涨了 4%，同比下降 18%。

图10 房屋开工量



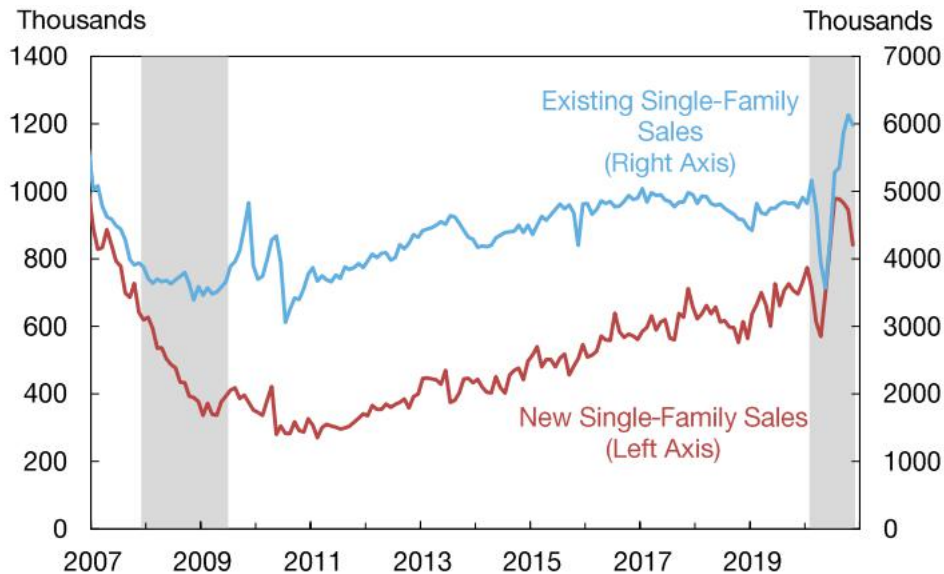
数据来源：人口普查局。

注：阴影部分表示 NBER 衰退。

(四) 11 月份房屋销售下降。

1. 11 月份，现房销售下降 2.5%，这是连续上升 5 个月后的首次下降。并且同比增长 25.8%。
2. 独户住宅新房销售下降 11.0%，同比增长 20.8%。
3. 尽管销售额下降，但 NAHB 住房市场指数和抵押贷款申请显示，房地产市场的发展势头依然强劲。

图 11 新房屋和现有房屋的销售量



数据来源：人口普查局，全国房地产经纪人协会。

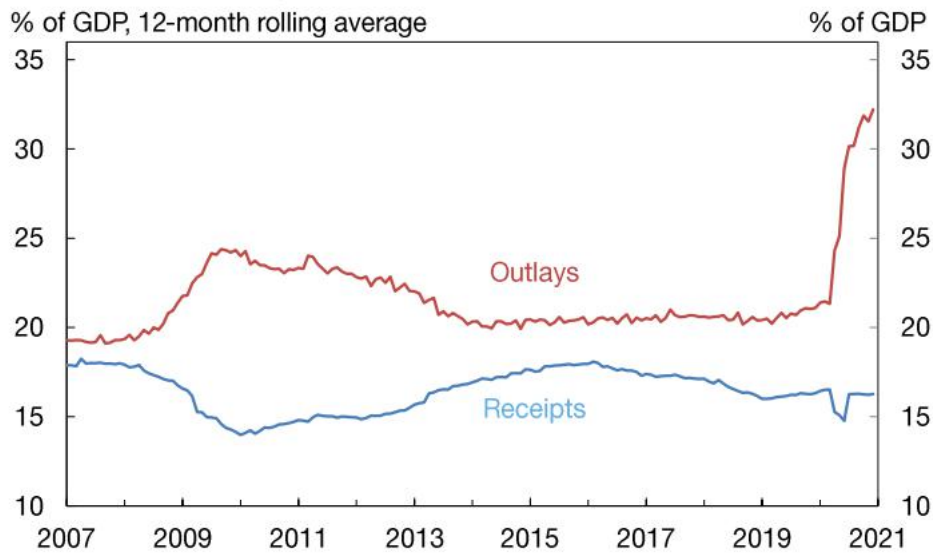
注：阴影部分表示 NBER 衰退。

六. 政府部门

(一) 疫情期间联邦赤字扩大

1. 疫情期间联邦预算赤字飙升，在 2020 年达到了 GDP 的 16%。
2. 这一大幅增长完全归因于联邦支出的增加，联邦支出从 2019 财年占 GDP 的 21% 上升到 2020 财年的 32%，但是收入稳定在 16%。
3. 对家庭的收入资助金和对企业的薪酬保护计划是支出增长的主要原因。因为这些支付属于转移支付，不计入 GDP 账户中的政府支出。

图 12 美国联邦预算的收入和支出

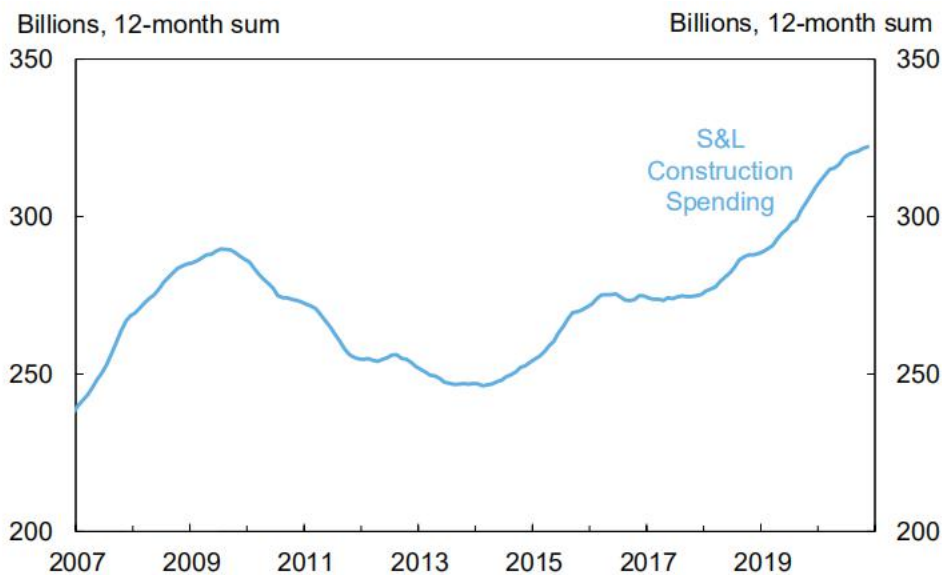


数据来源：美国财政部公报，经济分析局（BEA）。

（二）州和地方政府建筑业支出放缓

1. 2020 年下半年，州和地方政府的建筑支出有所减少。
 - (1) 10 月和 11 月的支出增长均放缓。
 - (2) 此前，在 2018 和 2019 年建筑支出都出现了大幅增长。
2. 第四季度，教育和电力方面的支出都有所下降。其中，高等教育支出在第三和第四季度都大幅下降。
3. 到目前为止，住房和医院方面的支出都是富有弹性的。

图 13 州和当地政府建筑业支出



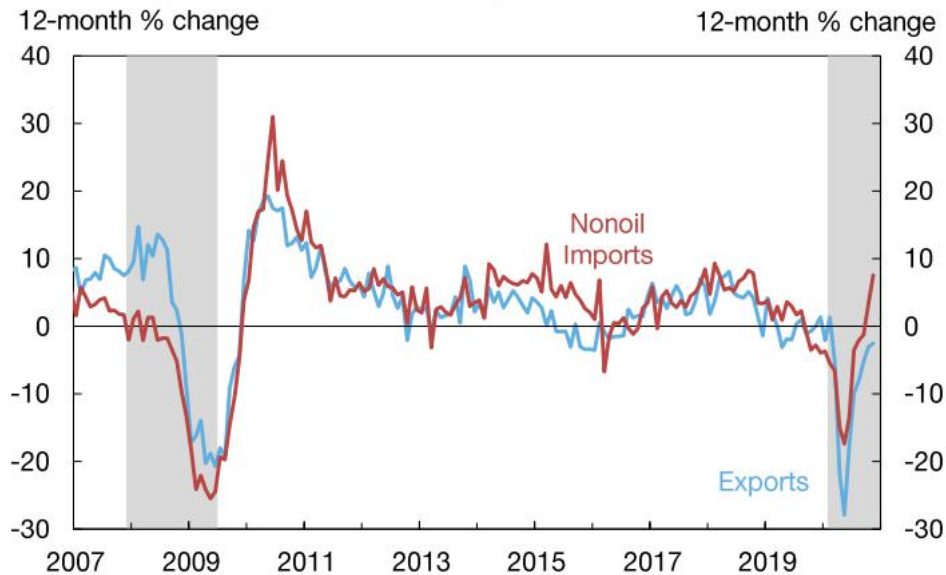
数据来源：人口普查局。

七. 国际进展

(一) 11 月份贸易赤字扩大

1. 实际进口的增长远快于实际出口。出口增长了 0.5%，而进口增长了 3.2%。
自夏季以来，进出口增速都逐渐放缓。
2. 出口的增长主要是由工业用品和消费品销售的增加所推动的。
3. 进口增幅最大的是消费品，其次是工业用品、资本货物和食品。

图 14 商品的实际出口和非石油进口



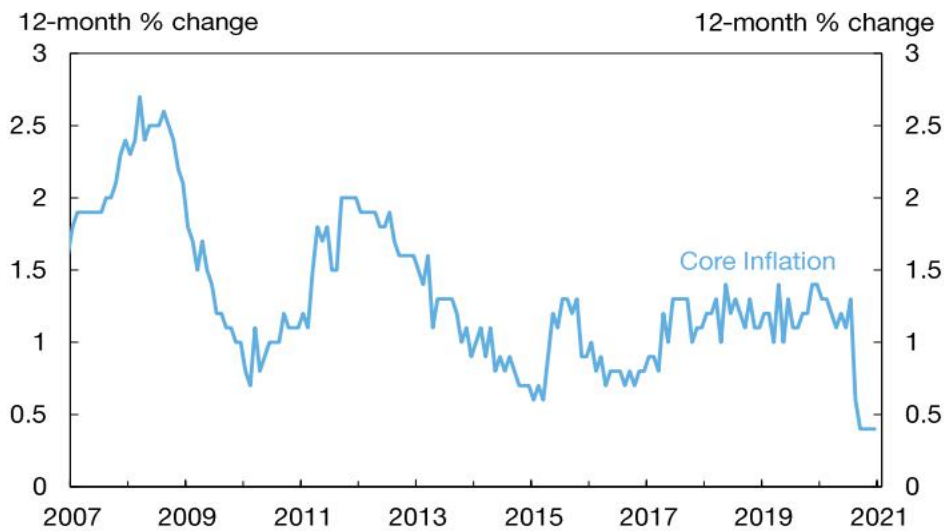
数据来源：人口普查局。

注：阴影部分表示 NBER 衰退。

(二) 欧洲通货膨胀率下降

1. 12 月份欧元区的核心通货膨胀率降至接近 0.5%。
 - (1) 低廉的能源价格将整体通货膨胀率拉低至-0.3%。
 - (2) 最近几年，核心通胀率的平均水平为 1.2%。
2. 价格的下行压力主要来自于商品和服务。通胀率明显较低的行业包括服装、家具、航空旅行和酒店。
3. 英国的核心通胀率在 11 月份降至 1.0%。而在疫情前，核心通胀率一直保持在 2.0%左右。

图 15 欧元区核心通货膨胀率



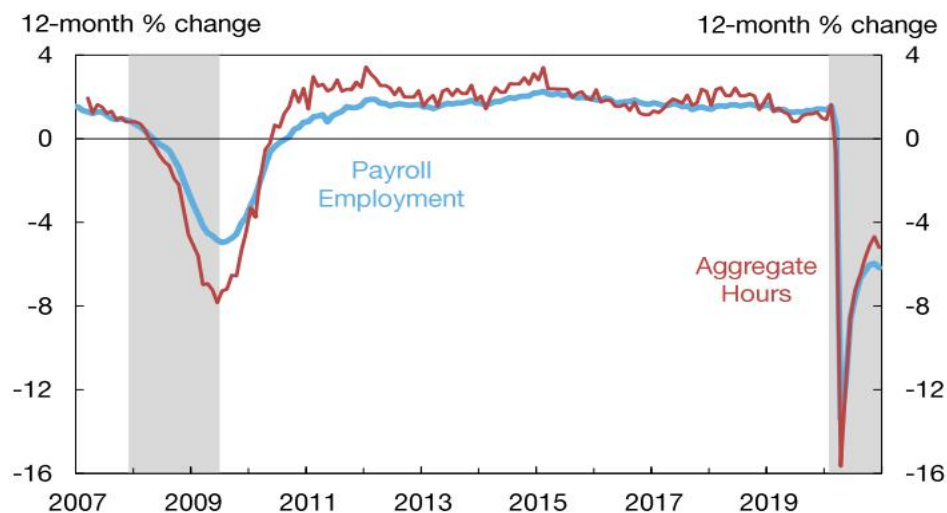
数据来源：人口普查局。

八. 劳动力市场

(一) 12 月份就业人数下降

1. 12 月份非农就业人数下降了 14 万，这是自 4 月以来的首次下降。而且非农就业人数仍比 2 月份低 980 万人（6.5%）。
2. 私营部门雇用人数量下降了 9.5 万人，主要是由于服务业减少了 18.8 万人。
3. 政府雇佣人数下降了 4.5 万人，主要是由于州和地方政府的工作岗位减少。
4. 所有私营部门雇员的每周总工作时间下降了 0.4%，其中休闲和酒店行业降幅最大。

图 16 就业情况和总工作时间



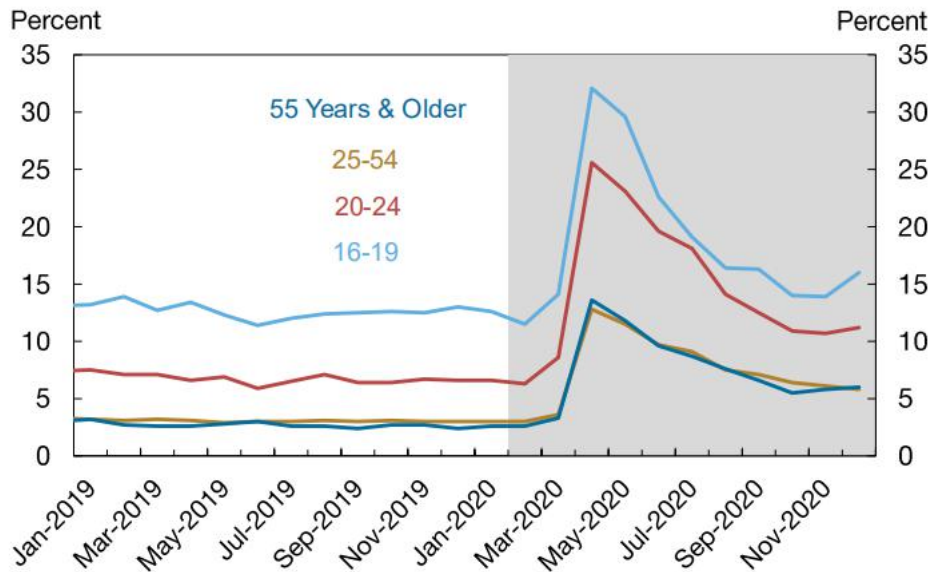
数据来源：劳工统计局（BLS）。

注：阴影部分表示 NBER 衰退。

(二) 失业率的变化因年龄而异

1. 适龄工人的失业率下降。25 岁至 54 岁的工人失业率持续稳步下降，从 11 月的 6.1% 下降到 12 月的 5.8%，这是唯一出现这种情况的年龄组。
2. 年轻工人（16 岁至 19 岁）的失业率增长最快，从 13.9% 上升到 16.0%。主要因为年轻工人在休闲和酒店行业的比例过高，而这些行业的失业人数很多。
3. 20 岁至 24 岁工人的失业率从 10.7% 上升到 11.2%，而 55 岁及以上的工人失业率从 5.8% 上升到 6.0%。

图 17 失业率与年龄



数据来源：劳工统计局（BLS）。

注：阴影部分表示 NBER 衰退。

（三）临时失业人数增加

1. 自疫情爆发以来，临时裁员人数首次上升，从 11 月份的 276 万人上升至 12 月份的 304 万人。临时裁员增加主要归因于 COVID-19 病例激增。
2. 12 月份永久失业人数从 370 万人下降至 340 万人。

图 18 暂时和永久失业工人



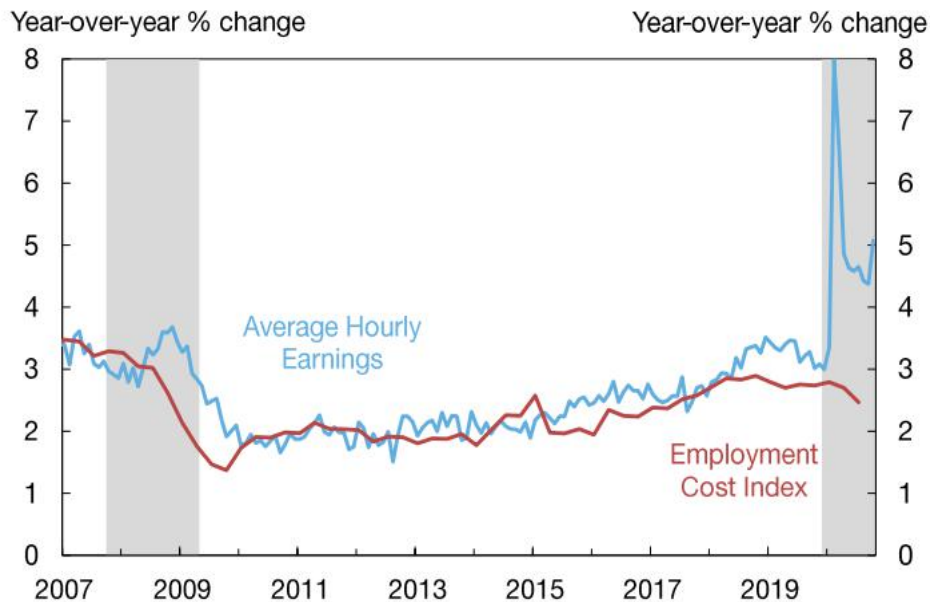
数据来源：劳工统计局 (BLS)

注：阴影部分表示 NBER 衰退。

(四) 12 月平均时薪上升

1. 平均时薪上涨 0.8%。以 12 个月为基准，平均时薪增长了 5.1%。
2. 过去一个月，平均周薪增长了 0.5%，同比增长 6.3%。
3. 因为失业的大部分是低薪工人，所以这些增长主要集中在高薪工人。

图 19 平均时薪和雇佣成本指数的增长



数据来源：劳工统计局 (BLS)。

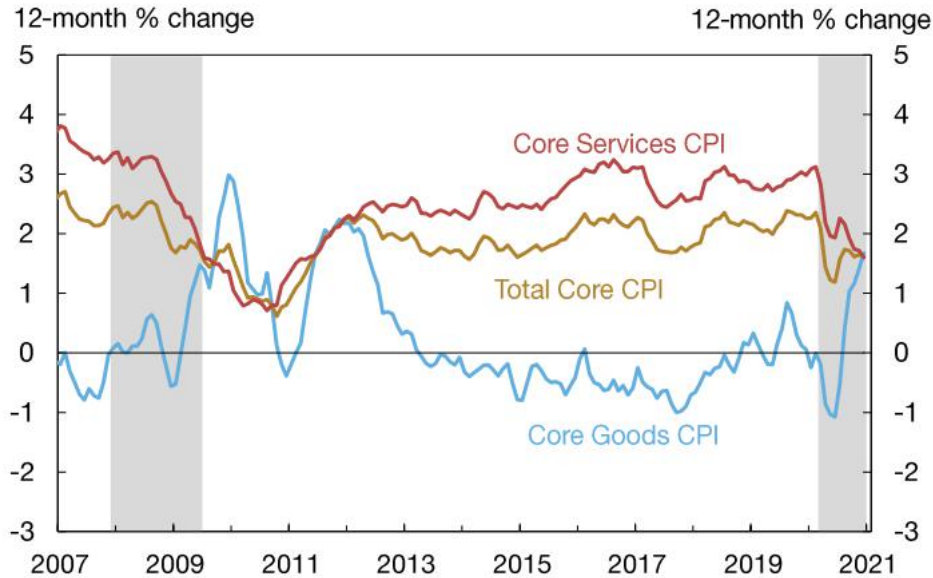
注：阴影部分表示 NBER 衰退。

九. 通货膨胀

(一) 12 月份核心 CPI 通胀保持稳定。

1. 12 月份核心通胀率保持在 1.6% 不变。
2. 自 2011 年以来，核心商品通胀率首次高于核心服务通胀率。
 - (1) 核心服务价格的 12 个月变化为 1.6%，远低于 2 月份 3.1 的增幅。
 - (2) 核心商品价格上涨 1.7%，高于 2 月份的 0.0%。
3. 总体通货膨胀率从 1.2% 上升到 1.4%。能源在拉低通货膨胀方面的作用较小。

图 20 CPI 通胀率：核心商品和核心服务



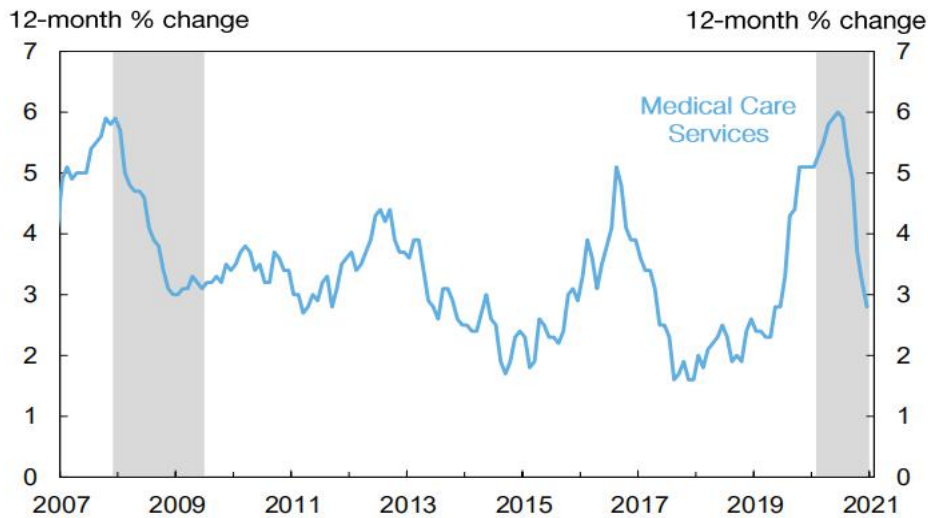
数据来源：劳工统计局 (BLS)。

注：阴影部分表示 NBER 衰退。

(二) 2020 年医疗通货膨胀大幅下降。

1. 在第四季度，CPI 的医疗保健分项指数同比上升 2.4%。
 - (1) 这一增速低于 2019 年第四季度的 4.4%。
 - (2) 医疗保健占总指数的 9%。
2. 通货膨胀率的下降主要体现在药品和保险方面。专业机构和医院的服务价格相对较为稳定。
3. 2019 年的医疗通胀异常高，关键因素就是医疗保险费用激增。
4. 从 2016 年到 2018 年，医疗平均通胀率为 2.5%。

图 21 CPI 通胀：医疗保健



数据来源：劳工统计局（BLS）。

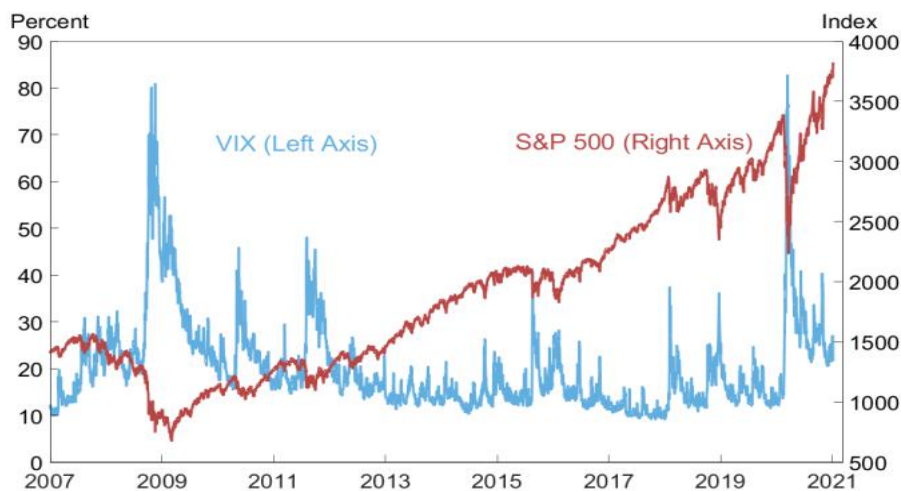
注：阴影部分表示 NBER 衰退。

十. 金融市场

（一）股市继续走高

1. 美国股市创下历史新高。标准普尔 500 指数在 12 月 9 日至 1 月 8 日期间上涨了 4%。该指数较 2020 年 3 月 23 日的近期低点上涨了 71%，较 2019 年底上涨 18%，并在 1 月 8 日收盘时创下历史高点。截至 12 月 9 日，该指数今年累计上涨 14%。
2. 以芝加哥期权交易所波动率指数（CBOE Volatility Index）衡量的期权隐含股票市场波动率并无变化。1 月 8 日 VIX 指数收于 21.56 点，远低于 2020 年 3 月 16 日创下的 82.69 的历史高点，但仍远高于其 2019 年年底的 13.78。

图 22 美国股市指数和波动率

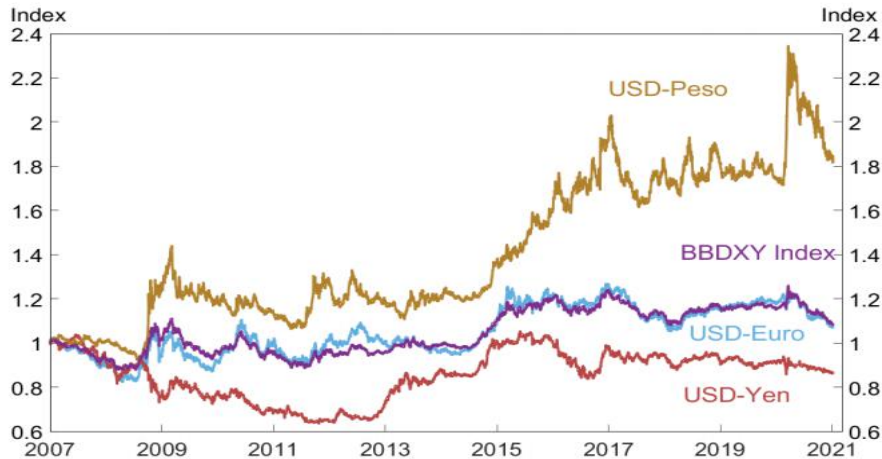


数据来源：彭博财经有限公司

(二) 美元略微贬值。

1. 12月9日至1月8日期间，美元兑一篮子全球货币的汇率下跌了1%。同期美元兑欧元贬值1%，兑日元和墨西哥比索保持不变。
2. 自2020年初以来，美元兑一篮子全球货币贬值了5%。

图 23 美元汇率



数据来源：彭博财经有限公司。

注：开始日期 2007.03.01 取值为 1。

(三) 银行股表现优于大盘。

1. KBW 纳斯达克银行指数显示，12月9日至1月8日期间，银行股上涨了12%。截至1月8日，该指数自2020年初累计下跌6%。
2. XLF 金融板块的 ETF 在12月9日至1月8日期间上涨了8%。截至1月8日，该指数自2020年初保持不变。
3. 以标准普尔 500 指数衡量，大盘在过去一个月上涨了4%。

图 24 美国银行股票表现



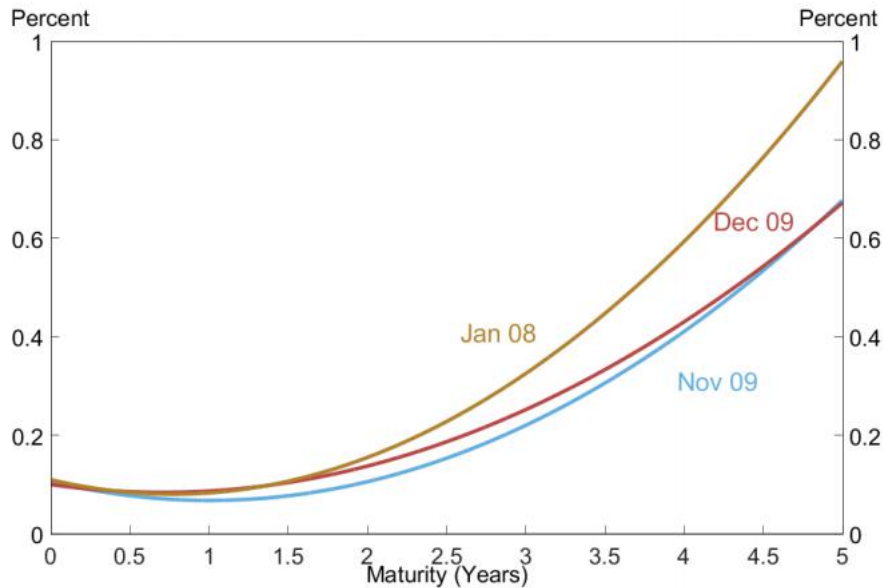
数据来源：彭博财经有限公司。

注：开始日期 2007.03.01 取值为 1。

(四) 联邦基金的隐含路径略微增加

1. 在 12 月 9 日至 1 月 8 日期间，隔夜指数掉期 (OIS) 利率所隐含的联邦基金利率预期路径在短期内保持不变，但在较长期限下略有上升。
2. 2020 年底市场隐含的联邦基金利率略高于联邦公开市场委员会 (FOMC) 对 2020 年 12 月以来的经济预测总结和纽约联储从 2020 年 12 月开始对一级交易商调查结果的中值。

图 25 预期联邦基金利率



数据来源：纽约联邦储备银行计算；彭博财经有限公司。

注：估计使用 OIS 报价。

(五) 长期国债收益率上升。

1. 以 5 天移动均线计算，从 12 月 9 日至 1 月 8 日期间，10 年期美国国债收益率上升约 10 个基点，从 0.95% 升至 1.04%。与 2019 年底相比，10 年期国债收益率降低了约 90 个基点。
2. 根据 Adrian-Crump-Moench 期限结构模型的估计，期限溢价也有所增加。以 5 天移动均线计算，10 年期溢价在 12 月 9 日至 1 月 8 日上升约 15 个基点。

图 26 10 年期美国国债和期限溢价



数据来源：纽约联邦储备银行计算；Fed。

注：5 天移动平均线，零息债券收益率。

(六) 盈亏平衡通胀率上升。

1. 市场隐含的基于 TIPS 的长期通胀预期（盈亏平衡，breakevens）开始走高。截至 1 月 8 日，5 至 10 年的盈亏平衡通胀率为 1.99%，以 5 天移动平均线计算，较上月增加了约 10 个基点。
2. 根据 Abrahams-Adrian-Crump-Moench 模型，通货膨胀风险溢价也有所增加。以 5 天移动平均线计算，预计的 5 至 10 年通货膨胀风险溢价增加了 10 个基点。而该模型估计预期通胀基本没有变化。

图 27 5-10 年远期分解



数据来源：纽约联邦储备银行计算；FRB。

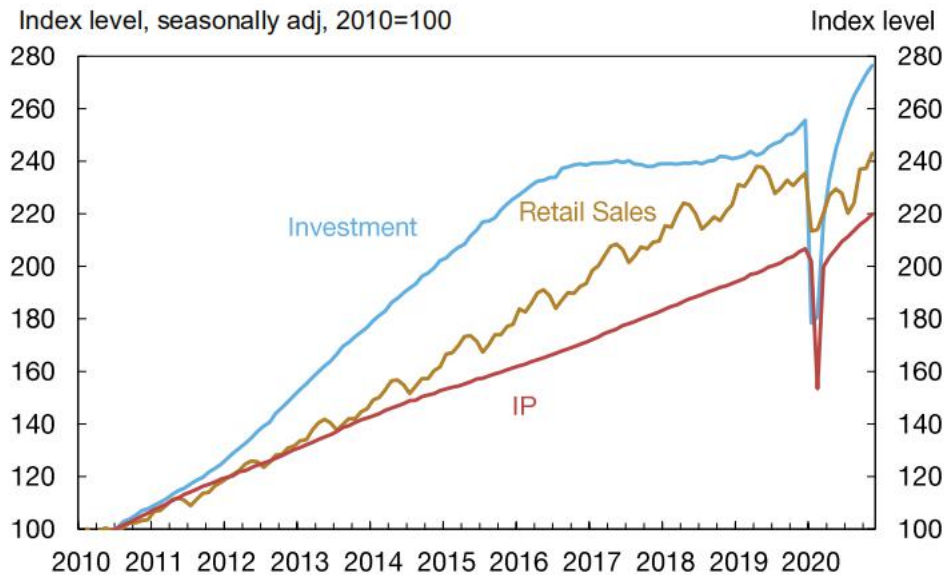
注：5 天移动平均线，零息债券收益率。

十一. 特殊主题：中国发展

(一) 第四季度中国仍持续 V 型复苏

1. 工业生产同比增长 7%，其中制造业调查显示增长将持续到 12 月份。对医疗用品、居家工作用品和居家学习用品的强劲需求极大促进了出口。
2. 实际投资持续超过疫情前的水平。
3. 实际零售额恢复较慢但目前也已高于疫情前的水平。

图 28 投资、零售和工业生产

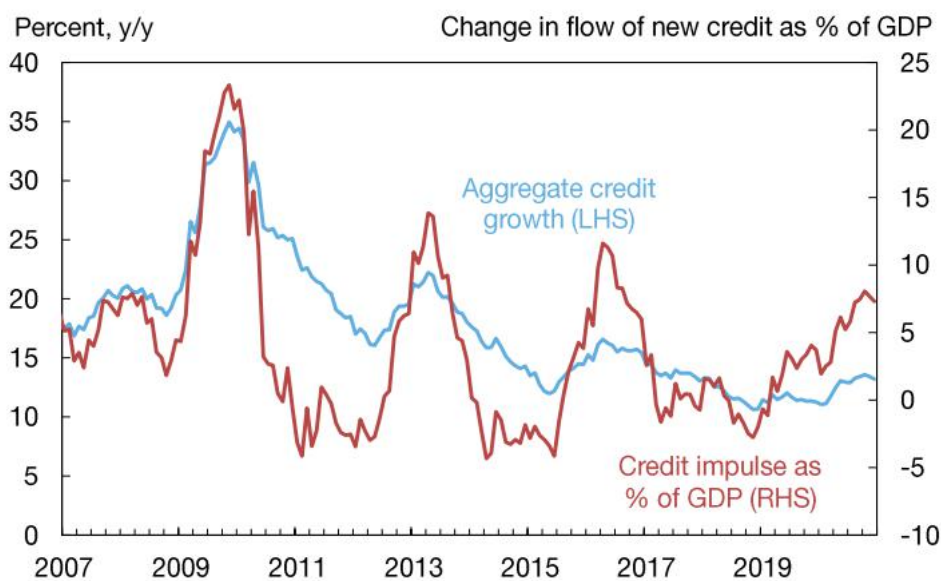


数据来源：国家统计局。

(二) 信贷对经济增长的支持已经开始放缓

1. 信贷冲量 (Credit Impulse, CI) 是新增信贷量占 GDP 比例。这一比例似乎已达高峰。信贷冲量与增长指标密切相关。
2. 信贷刺激是由银行房贷推动的。企业贷款约占新增贷款的一半，而新增家庭贷款约占四分之一。
3. 预计 2021 年信贷增长将继续放缓，但有关部门重申，政策刺激将会逐渐取消的。

图 29 中国：信贷增长和信贷冲量



数据来源：中国人民银行、CEIC 数据库、FRBNY 工作人员估计。

本文原题为“U.S. Economy in a Snapshot”。纽约联储银行是组成美联储的 12 家地区联储银行之一，其设立目的亦是為了维护经济、金融体系的安全、公正和活力。《美国经济概况》汇编了纽约联邦储备银行的研究和统计小组工作人员的观察结果。本文于 2020 年 1 月刊于 newyorkfed 官网。[单击此处可以访问原文链接。](#)

增长促进型菲利普斯曲线

Kristen Tauber and Willem Van Zandweghe/文 陈之宸/编译

导读：本文摘自 Kristen Tauber 等 2020 年 7 月 2 日在经济评论 (Economic Commentary) 上发表的文章。实证研究发现，通货膨胀与经济衰退之间的联系在近几十年来已经减弱，这一变化可能会阻碍货币政策制定者实现其通货膨胀目标。本文研究表明，经济衰退的作用已经减弱，相反，经济增长成为了通货膨胀动态变化的重要驱动力，这表明通货膨胀与经济活动之间的联系仍然存在，但体现形式已经改变。新证据表明，与 COVID-19 相关的衰退可能会引发实质性的反通货膨胀压力。编译如下：

经验研究表明，自 1980 年代中期以来，对于通货膨胀动态而言，经济的生产资源是否已被用于实现潜在产出、经济条件是否下行已变得不那么重要。菲利普斯曲线反映了通货膨胀与经济衰退之间的关系，通常用失业与其潜在水平或产出与潜在水平之间的差距来衡量。在 2007 年至 2009 年的经济衰退期间，经济衰退的减弱对作用变得更加明显，当时面对失业率上升，通货膨胀却令人惊讶地保持稳定，这促使人们根据菲利普斯曲线进行通缩预测。随着失业率降至历史低位，通货膨胀率仍然低迷，这造成了“经济衰退期看不到通缩，经济扩张期看不到再通胀”的局面。

通胀和经济活动之间的联系在减弱，这对货币政策制定者提出了挑战。现代的货币政策模型依赖于菲利普斯曲线，因为货币政策可以传导到通货膨胀。如果经济衰退对通货膨胀的影响逐渐减弱——也就是说菲利普斯曲线变得更平缓——这意味着政策制定者在经济活动和通货膨胀之间面临一个代价更高的权衡取舍，因为想要通货膨胀率上升或降低某个数值，分别需要程度更高或者更低的经济活动的变化与之匹配才能够实现。

但是更平缓的菲利普斯曲线是否真正意味着通货膨胀和经济活动之间的关系已经更弱了？在这篇文章中，我们通过聚焦经济增长对通货膨胀动态的作用，重新审视了二者的关系。我们从估计菲利普斯曲线模型来给出实证证据，该模型表明，自上次经济衰退以来，经济增长已成为通胀动态的重要驱动因素。我们提供的证据表明，通货膨胀继续受到经济活动的影响，但经济增长已取代了经济衰退成为测量经济活动一个更为相关的特征。基于对经济增长的中期预测（其中包括了与 COVID-19 相关的严重衰退），该模型预测了通货膨胀会减弱的时期。

包含产出增长的菲利普斯曲线

尽管货币政策制定者传统上一直将重点放在经济衰退对通胀动态的影响上，但理论表明，经济增长也可能发挥作用。理论上的菲利普斯曲线是从面临高昂价格调整成本的公司的价格制定决策中得出的，但是菲利普斯曲线的精确设定还取决于理论模型经济中家户的行为。习惯形成使得家庭关注消费增加而不是消费的

绝对水平，包含习惯形成的模型意味着菲利普斯曲线会把经济增长纳入考虑，将其作为通货膨胀的决定因素。习惯形成的假设通常用于金融和商业周期分析中，它可以用来解决各种问题，并不一定和通货膨胀相关。基准的理论菲利普斯曲线，也就是常说的新凯恩斯菲利普斯曲线，把通胀和未来通胀预期，或者和可以用来解释经济衰退的产出缺口联系在一起（参见 Woodford, 2003）。引入习惯形成假设允许我们通过把产出增长作为额外的通胀决定因素，从而对基准的理论菲利普斯曲线做出扩展。新凯恩斯菲利普斯曲线可以用下面的数学公式写出：

$$\pi_t = \beta \pi_{t+1}^e + \alpha_y y_t + \alpha_g g_t + u_t \quad (1)$$

π_t 表示 t 时期的通货膨胀， y_t 表示产出缺口， g_t 表示产出增长， α_y 和 α_g 分别表示通胀对产出缺口和产出增长的敏感程度。 π_{t+1}^e 表示预期的下一期通货膨胀， u_t 是模型的随机扰动项。用公式（1）的新凯恩斯菲利普斯曲线，我们可以实证地探究产出增长对通胀动态的重要性。

我们的实证分析以 Ball 和 Mazumder (2011) 为基础，通过加入一项表示经济增长的变量（从公式（1）的新凯恩斯菲利普斯曲线中得到启发），扩展了他们的实证菲利普斯曲线模型，该模型将通胀分别与通胀预期和经济衰退联系在一起。我们采用了两种测量通胀预期的方法，一种是后瞻性的预期，一种是前瞻性的预期，这两种预期之间的部分都可能成为预期的形式。后瞻性预期的测量方法假设预期由之前四个季度的平均通胀率所决定，这意味着对预期的冲击有持续的效应。前瞻性的预期测量方法是一种基于调查的对长期通胀预期的测量方法，这意味着如果通胀预期保持稳定，对预期的冲击仅有暂时的效应。我们估计了 1960 年第一季度至 2019 年第四季度的季度数据模型，并将 Ball 和 Mazumder (2011) 的数据样本延长了九年。

通货膨胀与产出增长之间更紧密的联系

我们估计的菲利普斯曲线模型表明，自 2007 年至 2009 年经济衰退以来，通货膨胀与产出增长之间的联系有所加强，而与产出缺口之间的联系仍然较弱。表 1 给出了菲利普斯曲线系数的回归估计值，使用滞后通胀来作为面板 A 中的通胀预期和面板 B 中的长期通胀预期的代理变量。

表 1 不同样本时期的菲利普斯曲线回归结果

样本时期	α_y	α_g	调整 R ²
面板 A. 滞后的通货膨胀			
1960-1984	0.212*** (-0.047)	-0.217 (-0.149)	0.818
1985-2019	0.002 (0.034)	0.245* (0.133)	0.713
1985-2007	0.058 (0.036)	0.089 (0.110)	0.717
2008-2019	-0.041 (0.050)	0.460* (0.185)	0.230
2008-2019	...	0.423*** (0.164)	0.270
面板 B. 通货膨胀预期			
1960-1984	0.197*** (-0.065)	-0.583*** (-0.222)	0.637
1985-2019	0.065* (-0.035)	-0.030 (-0.143)	0.711
1985-2007	0.099* (-0.055)	-0.285*** (-0.104)	0.704
2008-2019	0.059 (-0.037)	0.329** (-0.141)	0.147
2008-2019	...	0.381*** (-0.142)	0.149

数据来源：劳动统计局，经济分析局，国会预算局，美联储理事会，哈弗分析和作者的计算。

注：该表报告的 OLS 回归结果在括号中带有 Newey-West 标准误差。省略号 (...) 表示参数估计不可用。

***, **, * 分别表示统计显著性在 1%, 5% 和 10% 水平上。

我们首先讨论滞后通胀设定下的实证结果。之前的研究表明，1980 年代中期左右，通货膨胀对经济衰退的敏感性下降了。因此，面板 A 的前两行将样本分为两个时期——从 1960 年第一季度到 1984 年第四季度以及从 1985 年第一季度到 2019 年第四季度。在这两个时期之间，产出缺口从 0.212 下降到基本上为零，这反映了先前研究中指出的菲利普斯曲线的平坦性。在第一个时期，估计的

产出增长系数为负，其中包括 1970 年代的滞涨，而在 1980 年代中期之后由负转正 (0.245)。

1984 年后的时期的估计系数为正，这反映出在上一次衰退开始前后通货膨胀与产出增长之间的关联性显著增强。的确，如果我们允许菲利普斯曲线的系数可以随时间变化，产出增长的系数在上一次衰退开始时便开始增加，这一版本的结果于在线附录中给出。根据随时间变化的系数所展示的结果，该表的后两行以 2008 年第一季度作为时间点，拆分了 1984 年后的样本。系数表明，估计的产出增长系数从 0.089 上升到 0.460，这一结果的经济显著性更强。相比之下，产出缺口的系数估计值从上次衰退开始就保持在几乎为零的水平，这一时期的特征是“通缩缺失”和“再通胀缺失”。由于产出缺口的系数在最近的时期不显著区别于 0，因此面板 A 的最后一行从回归中除去产出缺口的估计结果。

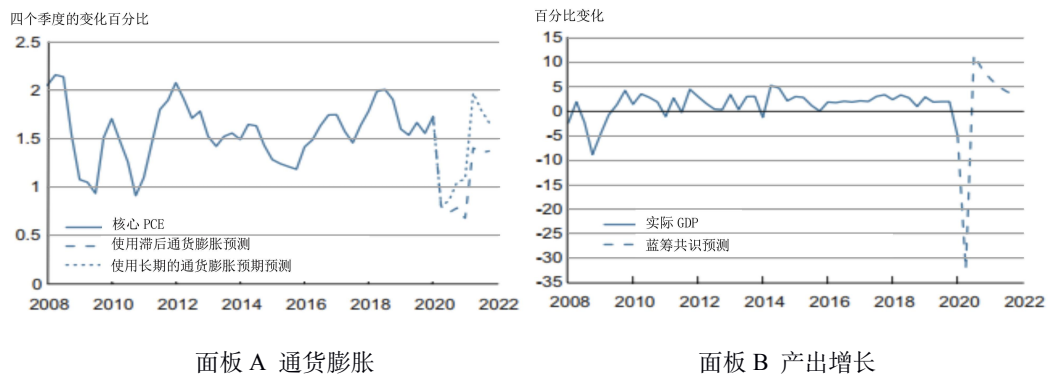
使用以调查为依据的对长期通货膨胀预期的测量来作为通胀预期的代理变量，而不是使用滞后通胀，面板 B 的结果展示出了随时间相似的变化趋势。具体而言，该估计表明，菲利普斯曲线在 1984 年后的时期趋于平坦，并且通货膨胀与产出增长之间的关联自 2008 年以来有所加强。2008 年前后的系数差别在面板 B 比面板 A 更加明显，因为估计系数甚至改变了符号，从 -0.285 增加到 0.329。总体而言，表 1 中报告的结果表明，经济增长已成为通货膨胀动态的重要驱动力，这意味着增长的波动可能会影响未来的通货膨胀。

经济衰退对通货膨胀的影响

由于 COVID-19 大流行以及为阻止新冠病毒传播而采取的社会隔离措施，美国经济经历了严重的衰退。现有证据表明菲利普斯曲线趋于平缓，从中我们可以得出结论，总需求的下降给通货膨胀带来的影响可能是有限的。然而，表 1 中的证据表明，实际 GDP 的收缩可能严重影响通货膨胀。为了了解可能的影响，我们分别使用带有滞后通货膨胀和长期通货膨胀预期的设定，根据 2008 年至 2019 年数据估算出的菲利普斯曲线回归系数来预测实际 GDP 的增长。

图 1 的面板 A 展示了四个季度核心个人消费支出的通胀率和根据菲利普斯曲线回归系数得出的预测值，面板 B 展示了根据蓝筹股人口普查预测的实际 GDP 增长。蓝筹股调查在 2020 年 5 月进行，提供了从 2020 第二季度到 2021 年第四季度的预测。调查受访者预期，实际 GDP 增长将在 2020 年上半年急剧转为负值，随着经济活动恢复正常，实际 GDP 将在下半年实现强势增长。

图 1 实际和预测的通货膨胀、实际 GDP 增长



数据来源：劳动统计局，经济分析局，蓝筹经济指标，国会预算办公室，美联储理事会，哈弗分析和作者的计算。

根据预测出的实际 GDP 增长路径，滞后通胀设定下菲利普斯曲线的估计结果预测，通货膨胀将持续疲软。尽管 2019 年核心通胀上升势头强劲，经济衰退仍将导致核心通胀减速，直至 2021 年第一季度，通胀率达到 0.7%。2021 年剩余的三个季度，核心通胀有所回升，但仅为 1.4%，仍低于美联储 2% 的通胀目标。蓝筹股预测，在经济强势正增长的同时，2021 年通货膨胀将会持续疲软，这反映了在估计的菲利普斯曲线模型中，滞后的通货膨胀会产生持续影响。

如果通胀预期保持稳定，则专家对通胀的预测结果也将更为温和。基于（长期通胀预期设定下的）菲利普斯曲线的通胀预测，我们假设在整个预测范围内，预期均保持在 1.9%（即 2020 年第二季度的观测水平）的基础上。稳定的预期有助于阻止通货膨胀持续减速。然而，该预测在 2020 年第二季度达到 0.9% 的低点，与实际 GDP 增长的低谷相吻合，然后在 2021 年最后三个季度逐步上升至 1.8% 左右。

由于菲利普斯曲线的两种设定包含了对于通胀预期的不同观点（从纯后瞻性到纯前瞻性），我们认为相应的通胀预测同样是合理的。在更温和的情况下，通货膨胀预期仍然保持稳定，通货膨胀只是暂时下降。在更剧烈的情况下，通胀预期不会被现有的低通胀所锚定，从而导致低通胀将会存在更长时间。下面提出对这些预测的一些警告。首先，与任何预测一样，对实际 GDP 增长的预测也充满不确定性，不确定性在经济衰退期间尤为严重（Bloom, 2014）。菲利普斯曲线模型将会把这种不确定性传导至通胀预测。其次，在当前的经济衰退中，宏观经济总量的表现及总量之间的关系可能与二战后的衰退有所不同。这是因为 COVID-19 大流行以及（或强制或自愿的）保持社交距离的行为可能会影响消费者和企业的经济决策。这些决策还受到财政和货币政策对经济衰退做出的反应的影响，这些反应可能是前所未有的。最后，大流行甚至会影响官方统计数据的收集和质量，这可能会影响未来对菲利普斯曲线的统计推断。

结论

我们的分析证实了先前研究的结果（即自 1980 年代中期以来通货膨胀与经济衰退之间的联系已经减弱），并提供了新的证据表明自上次衰退以来，通货膨胀与经济增长之间在经济和统计上具有重要的联系。通胀和经济增长之间的这种关系对于货币政策制定者来说是一个还算令人放心的结果，因为这意味着通胀和实际活动之间的联系并没有消失，仅仅是以另一种形式体现出来，政策制定者仍然能够以这种联系为依据把货币政策传导至通货膨胀。但是，从中期来看，这种关系意味着与 COVID-19 相关的衰退可能会引发巨大的反通货膨胀压力，这种压力可能会持续存在。

本文原题为“A Growth-Augmented Phillips Curve”。本文作者克里斯汀·陶伯 (Kristen Tauber) 是克利夫兰联邦储备银行的研究分析师，威廉·范·赞德格 (Willem Van Zandweghe) 是世界银行的高级研究经济学家。本文于 2020 年 7 月 2 日刊于经济评论 (Economic Commentary)。 [单击此处可以访问原文链接。](#)

为什么均值 PCE 和中值 PCE 相距甚远

Daniel R. Carroll, Ross Cohen-Kristiansen/文 桂平舒/编译

导读：均值 PCE 通胀（headline PCE，即新闻标题中的 PCE 数值）通常低于中值 PCE 通胀，且自 2012 年以来，两者差距一直在扩大。为了理解这一趋势的原因，我们探究了均值测量中的哪些成分导致了这种差异。我们发现，能源经常发生大的价格波动，且电子产品的价格在几十年里一直稳步下降，两者解释了两种通胀指标之间的大部分差异。我们认为，此类因素对均值 PCE 通胀的巨大影响，强化了政策制定者必须同时考虑均值 PCE 通胀和中值 PCE 通胀的必要性。编译如下：

国会授权美联储维持经济中价格稳定。为此，联邦公开市场委员会（FOMC）将个人消费支出（PCE）价格指数的年变化目标定为 2%。PCE 通胀是通过跟踪一篮子商品和服务的价格变化来计算的，篮子的选择会考虑到消费者通常可能的所有支出。这些价格变化的集中趋势代表经济中的总体通货膨胀。¹

经济学家们就如何最好地衡量这种集中趋势争论不休。传统的方法，即所谓的均值 PCE 通胀，是简单地对所有组成部分的价格变化取一个加权平均值，每一项的权重由其在 PCE 篮子中的支出份额决定。另一种波动较小的替代方案是核心 PCE 通胀（core PCE inflation），它是篮子中非食品和非能源成分的加权平均值。最近，一项波动性更小的指标——中值 PCE 通胀——开始受到关注。它是由整个篮子加权中位数价格变化计算得到。Carroll 和 Verbrugge（2019）表明，相比核心 PCE 或均值 PCE，中值 PCE 能更好地预测未来通胀。²

尽管它们都是被用来衡量 PCE 篮子的集中趋势，但中值 PCE 通胀和均值 PCE 通胀最近却相差甚远：根据 8 月下旬的可用数据，中值 PCE 通胀同比为 2.5%，而均值 PCE 通胀只有 1%。这两个指标之间存在这样的差距并不罕见：均值 PCE 通胀的波动性高于中值 PCE 通胀，这会造成相当大的、有时是持续的偏离。图 1 显示，在过去 8 年里，均值 PCE 通胀通常比中值 PCE 通胀低很多，这导致了有关当前通胀水平与可能的通胀路径的不同信号。更重要的是，对于政策制定者来说，在这段时间里，两个指标对现有通胀水平相对 FOMC 的目标水平的高低一直持有不同观点：均值 PCE 通胀持续低于目标水平，而中值 PCE 通胀已经位于或高于目标水平。

均值低于中值意味着组成部分的通胀分布负偏：价格变化低于中位数的组成部分的比高于中位数的组成部分离中位数的距离更远。³在这篇评论中，我们强

¹ 年度通货膨胀可以是年化的月度通货膨胀或同比价格变化，本评论中使用后者。

² 其他研究也利用消费者价格指数得出了类似的结论。见 Bryan 和 Pike（1991）、Bryan 和 Cecchetti（1993）以及 Meyer、Venkatu 和 Zaman（2013）。

³ 如果我们去除每个月组成部分通胀分布中最高和最低的 5%，然后重新计算自 2012 年以来的同比平均通

调了几个因素，它们能解释自 2012 年以来的均值 PCE 通胀和中值 PCE 通胀差异的绝大部分。其中一些组成部分在这段时间内的价格涨幅非常低，因此我们预计它们会随着时间的推移而修正并恢复到历史平均水平。其他的则表现出长期的、持续的价格负增长趋势，即世俗模式（secular patterns）。这些世俗模式增加了 PCE 分布的偏度，以致均值（均值 PCE）趋向于低于中值（中值 PCE）。

1. 为什么中值 PCE 通胀比均值 PCE 通胀更稳定？

如上所述，均值 PCE 通胀是通过对 PCE 篮子中每个组成部分（商品或服务）的价格变化进行加权平均来构建的。该指标可能会受到某一组成部分价格冲击的强烈影响，从而使其非常不稳定。导致均值 PCE 大幅波动的组成部分，要么由其在篮子中的权重驱动，要么由与其相关的价格波动幅度驱动。也就是说，篮子中权重更大的组成部分将在计算平均价格增长时发挥更大的作用；并且同比价格波动较大的组成部分可能对均值产生重大影响，即使它的权重相对较低。

PCE 篮子里大约有 200 个组成部分。如果所有组成部分的权重相等，那么每一个占 0.5%。但由于每一项支出的权重是基于其在家庭总支出中所占的份额，所以家庭支出最多的项目的权重最大。

表 1 报告了 PCE 篮子中权重最大的 8 个组成部分。注意到业主使用的固定住房和租户使用的固定住房两个组成部分加总占了整个篮子的 15% 以上。这意味着，住房价格变动的影响大约是具有相同价格变化的平均分量的 30 倍。⁴然而，住房市场很少出现突然的大幅波动：自 2000 年以来，房价同比涨幅一直稳定在 2% 至 4% 之间。因此，住房并不能解释均值 PCE 的大幅波动，也不能解释均值 PCE 与中值 PCE 之间的差距；相反，房价应该被视为整体指标的稳定器。事实上，从 2013 年到 2016 年，当均值 PCE 通胀远低于 2% 的目标通胀率时，住房通胀率的小幅上升实际上阻止了它进一步下降。

将房屋价格的变化与一些组成部分的小集合（通常被归为能源类）的价格变化进行对比。⁵其中之一是汽油和其他机动车燃料，它仅占 PCE 篮子的 2.3%，权重却比住房小得多，但通常会对整体 PCE 通胀产生巨大影响，原因就在于汽油价格的变化通常比住房价格的变化幅度大得多（见图 2）。

均值 PCE 通胀对异常值的敏感性促使人们探索其他通胀指标，这些指标侧重于各组成部分价格变化分布的中间值，包括中值 PCE。⁶顾名思义，中值 PCE 就是使用中位数的平均值衡量通货膨胀。首先，根据篮子组成部分的月度价格变

胀率，中值 PCE 通胀和均值 PCE 通胀之间的差距平均减少 0.22 个百分点。

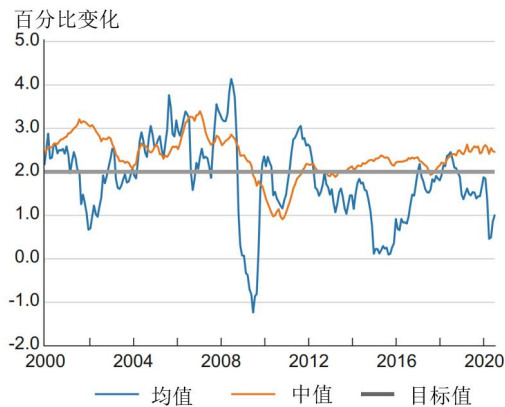
⁴ 译者注：此处的平均分量指的是当所有 200 个组成部分权重相等时的单个份额，即 0.5%。

⁵ 能源类由汽油和其他发动机燃料、润滑剂和液体、燃油、电力和天然气组成。

⁶ 达拉斯联邦储备银行（Dallas Fed）的截尾均值是另一个著名的替代性通胀指标。

化，按升序排列，然后计算新排序的篮子的组成部分的累计权重⁷，最后记录权重使累计权重超过 50% 的组成部分的价格变化。通过以这种方式计算通货膨胀，中值 PCE 通胀不受任何出现在分布尾端的价格变化幅度的影响。因此，与均值 PCE 相比，中值 PCE 的波动往往是渐进的且受抑制的，这就是为什么均值 PCE 通胀和中值 PCE 通胀之间出现暂时的大差异并不罕见。

图1. 均值PCE通胀和中值PCE通胀



资料来源:经济分析局, 2020年7月发布的PCE。

表1. 自2012年以来在总支出中占比最大的组成部分

组成部分	占总支出份额, 百分比
自有固定住房	11.27
非营利医院对住户的服务	5.22
其他购买膳食	4.50
租户固定住房	4.05
医生服务	3.98
处方药	3.08
服务家庭的非营利机构的	3.07
最终消费支出	
汽油和其他机动车燃料	2.32

资料来源:经济分析局。最后一个观测值是2020年7月发布的PCE。

2. 自2012年以来, 均值PCE和中值PCE之间持续存在差距的背后是什么?

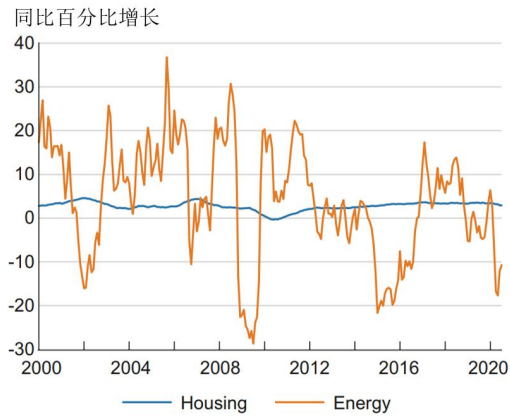
图3显示了自1978年以来中值PCE通胀和均值PCE通胀的百分点差值。在此期间, 均值PCE通胀往往低于中值PCE通胀, 两者差值是波动的。有时, 分离时期可能很长, 就像20世纪90年代扩张期那样。有时差异会急剧变化。例如, 在21世纪初, 通货膨胀率之间的差异迅速波动, 这可能首先是由于中东战争导致原油短缺, 其次是来自2007年至2009年的大萧条。

更值得关注的是2012年以来的那段时期, 在这段漫长的时期里, 均值PCE通胀普遍远低于中值PCE通胀。如上所述, 这种差异可能是由于权重相对较大的商品价格大幅下跌。这促使进行以下操作: 通过使用一个受限PCE篮子(去掉一个或多个低通货膨胀组成部分)重新计算平均通货膨胀, 来确定造成差异的主要因素。当我们剔除12个月以来通常为负通胀异常值的部分时, 这个受限篮子的加权平均通胀(即受限均值PCE通胀)必然会向中值PCE通胀上升, 从而缩小差距。然后, 被删除的组成部分被认定为是差异的来源, 我们会对它们进行更详细的探讨, 以寻找有关它们各自模式的线索。

⁷ 组成部分从左边的最低膨胀率到右边的最高膨胀率进行排序, 它们的权重相应排列。一个给定组成部分的累积权重是它的权重和它左边所有组成部分的权重之和。

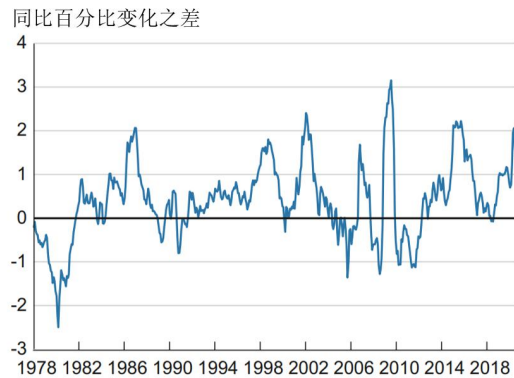
我们首先移除能源，自 2012 年以来的大部分时间里，能源的价格一直在下降。我们知道能源会对均值 PCE 产生显著影响，例如，在 2014 年至 2016 年，能源价格同比下降 20%，均值 PCE 通胀几乎降至零。⁸

图2. 住房和能源同比



资料来源:经济分析局, 2020年7月发布的PCE。

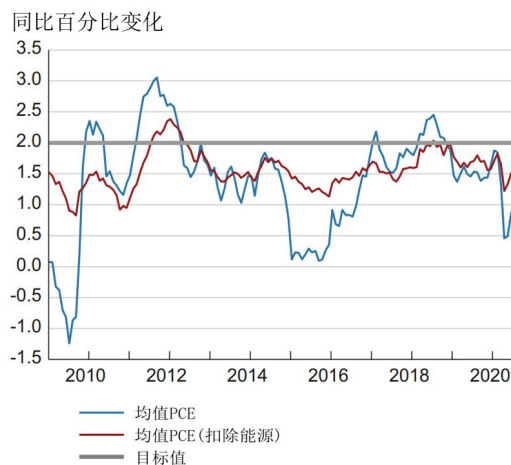
图3. 中值PCE通胀和均值PCE通胀的差值（中值-均值）



资料来源:作者基于经济分析局2020年7月发布的PCE数据计算。

图 4 显示了包括和不包括能源成分在内的均值 PCE 通胀。一旦剔除能源，2012 年以来的均值 PCE 通胀将变得相当稳定，两条 PCE 通胀曲线之间的差距平均缩小 0.19 个百分点。然而，几乎在整个时期，受限篮子的通货膨胀率仍然保持在 2% 的目标之下，远低于中值 PCE 通胀。这在很大程度上与那些价格已呈现稳步下行轨迹的商品有关，电子产品最能体现这一点。

图4. 均值PCE和扣除能源的均值PCE



资料来源:作者基于经济分析局2020年7月发布的PCE数据计算。

3. 电子产品

⁸ 同样，2018 年 5 月至 7 月，能源价格同比涨幅也为正，约为 13%，这是自 2012 年以来唯一的均值 PCE 通胀超过中值 PCE 通胀的时期。

表 2 列出了 PCE 篮子中的 12 个组成部分，它们自 2012 年以来平均每年价格下降至少 4%⁹，其中 10 个属于电子类。

更仔细地查看以上每个组成部分的时间序列价格变化，我们发现大多数在整个时期内价格持续下跌。换句话说，它们的低均价并非像能源行业那样，是由于价格在 12 个月内出现了不规则的极端下跌，而是由于系统性的下跌趋势。例如，图 5 描绘了表 2 中前四个组成部分的同比通胀。值得注意的是，在这段时期内，通货膨胀率始终为负，这意味着它们的价格水平总是在下降。表 2 中的组件通常是受技术改进影响最大的组件。在供应方面，更低的生产成本会降低价格；而在需求方面，较新的车型会让旧的车型不那么受欢迎，同样也会降低价格。

电子产品的通缩性质并不意味着消费者会减少在电子产品上的支出。电子产品一直在改进，为了对随时间变化的价格进行有意义的比较，这些质量上的改进必须被计入指数的计算中。为了计算价格指数，经济分析局（BEA）使用复合方法控制质量变化（Moulton，2001）。当在两个时期可以获得全部样本价格时，BEA 将使用匹配模型方法——它计算产品模型内的价格变化，以确定整体组成部分的价格变化。例如，电视机的价格在 21 世纪 00 年代后期出现了显著下降。高清电视占领了市场，这大大降低了标清电视的价值。最终，大多数标清电视模型都过时了，给基于匹配模型方法的通货膨胀率留下了偏向上行的空间。为了解释市场的变化，BEA 使用享乐价格法¹⁰，为更新的模型中的质量改进指定价值。它通过减去质量改进的估计值来计算价格指数。¹¹因为电子产品正在迅速改进，经过质量调整后，它们使用通货膨胀衡量的价格变化实际上是负的。

当我们删除电子产品（在过去 8 年，其价格下跌持续拉低均值 PCE 通胀）和能源（其波动性将均值拉离中值）时，自 2012 年来的均值 PCE 和中值 PCE 之间差距的一半被消除了。图 6 和表 3 演示了这种效果。

4. 如今的差距从何而来？

从 2018 年 3 月至 7 月，同比均值 PCE 和中值 PCE 几乎相同，这标志着长期以来的均值 PCE 远低于中值 PCE 时期的结束。在那之后，差距再次出现，均值 PCE 低于 FOMC 的目标水平，而中值 PCE 同比高达 2.5%。政策制定者再一次面临着相互矛盾的信号。

正如我们自 2012 年以来一直在做的那样，我们可以再次删除一些组成部分，以揭示 2018 年 7 月之后哪些组成部分是造成分离的罪魁祸首。能源和长期产品

⁹ 相比之下，天然气和汽车燃料的组分在此期间平均下降了 2%。

¹⁰ 译者注：享乐价格法（Hedonic price method）又称作享乐成本估价法、内涵资产定价法。

¹¹ 请参阅 <https://www.bls.gov/cpi/quality-adjustment/questionsand-answers.htm>，通过电视机的例子，更详细地了解该方法的工作原理。

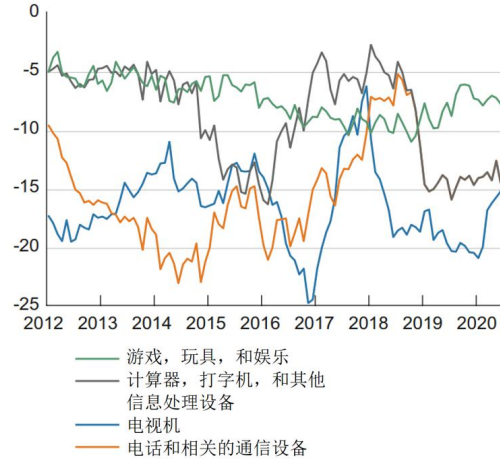
(再次以电子产品为主) 仍然具有相当大的综合影响, 平均解释了两者差距的 0.47 个百分点。

表2. 自2012年以来, 平均同比通缩最大的组成部分

组成部分	平均通胀	权重
电视	- 16.3	0.25
电话及相关通讯设备	- 15.2	0.22
计算机, 打字机和其他信息处理设备	- 8.7	0.01
游戏、玩具和娱乐	- 7.2	0.52
个人电脑/平板电脑及周边设备	- 6.4	0.40
交易所上市的股票	- 5.9	0.02
音频设备	- 5.8	0.16
钟表, 灯, 照明装置, 和其他家庭装饰物品	- 5.4	0.30
移动电话服务	- 5.4	0.96
计算机软件及附件	- 5.0	0.59
视频光盘, 磁带和永久的数字下载	- 4.5	0.10
其他视频设备	- 4.2	0.12

资料来源:经济分析局。最后一个观测值是2020年7月发布的PCE。

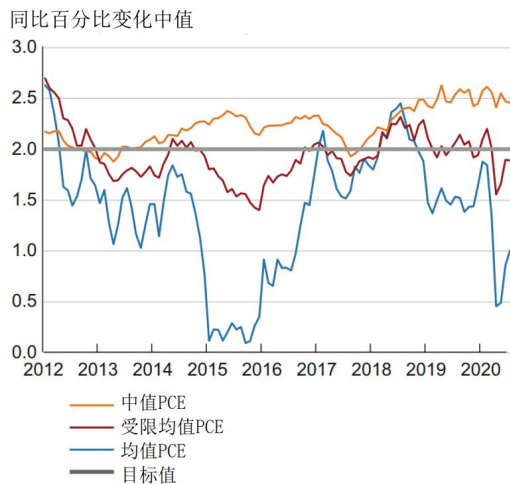
图5. 自2012年以来平均通胀率最低的组成部分的同比通胀率
同比百分比变化



注:自2019年1月起, 电话及相关通信设备的数据与计算机打字机等信息处理设备的数据非常相似, 所以这两个系列的标线在图上重叠。

来源:经济分析局, 2020年7月发布的PCE。

图6. 均值PCE, 中值PCE, 和受限均值PCE



资料来源:作者基于经济分析局2020年7月发布的PCE数据计算。

表3. 中值PCE和均值PCE的平均差异(2012-2020)

限制条件	平均差异(百分点)
不受限	0.83
移除能源	0.64
移除能源和电子	0.35

资料来源:作者基于经济分析局发布数据计算, 最后一个观测值是2020年7月发布的PCE。

相对于中值 PCE 通胀而言, 仅仅几个组成部分就能对均值 PCE 通胀产生如此巨大的影响, 这本身并不是一个问题。事实上, 均值可以提供批判性的见解, 即中值可能不会回升, 比如少数行业的价格大幅下跌。但是, 将重点放在通货膨胀分布的尾部可能会描绘出不完整的经济图景, 这就是为什么将中值 PCE 纳入通货膨胀分析可能会有用的原因, 同时要记住, 世俗的组件将平均压低均值超过中值。

5. COVID-19 大流行的影响

COVID-19 和旨在减缓病毒传播的社会隔离政策对加权平均价格指数产生了通缩效应。特别是，与差旅相关的组成部分价格大幅下跌，因为企业难以销售过剩的供应。汽车燃油价格在疫情爆发前一直小幅上涨，但在 2020 年 2 月开始大幅下降，4 月达到 94% 的年化价格降幅顶峰。¹²汽车租赁、航空运输和酒店的价格也大幅下跌。此外，其他类别的价格也大幅下降，包括服装、娱乐和电子产品。4 月年化均值 PCE 通胀为 -6.4%，为大衰退以来最低月度通胀率。

简单地说，4 月份均值 PCE 通胀数据表明，经济中出现了一些剧烈的变化。中值 PCE 却并非如此，4 月 2.1% 的年化值算不上异常值。每个测量方法都有自己的见解：我们注意到，组成部分通胀分布的中心保持稳定，而左尾发生了巨大的波动。正如我们所讨论的，均值 PCE 和中值 PCE 之间差距的波动来自于特定成分，这些成分的价格波动非常剧烈，即使它们的权重很小，也会明显地影响均值 PCE。这种影响在大流行期间特别明显：由于需求减少，许多价格降幅极大的部件的权重也异常地小。¹³与此同时，仅当这些极端通胀的组成部分从通胀中心的右边变为左边时，才会影响中值 PCE。由于分布中心的稳定，通货膨胀率保持相当稳定（包括住房和食品项目），所以中值 PCE 的总体下降幅度很小。

本文原题为 “Why Are Headline PCE and Median PCE Inflations So Far Apart ?” 本文作者 Daniel R. Carroll 是克利夫兰联邦储备银行（Federal Reserve Bank of Cleveland）的高级研究经济学家，Ross Cohen-Kristiansen 是该行的研究分析师。本文 2020 年 10 月 2 日发表在《经济评论》（Economic Commentary）上，该刊由克利夫兰联邦储备银行研究部出版。[单击此处可以访问原文链接。](#)

¹² 折合成年率的通货膨胀率（年化通胀）是将一个月的通货膨胀率转换为 12 个月的通货膨胀率。

¹³ 如果使用反事实的方法，将 2020 年 4 月的消费权重替换为 2019 年 4 月的消费权重，那么均值 PCE 通胀率将变为 -9.0%，比实际通胀率低 2.6 个百分点。而在大流行前几个月，使用前一年的权重产生的差异可以忽略不计。与此同时，使用反事实的权重，PCE 通胀率的中位数实际上没有变化。

婴儿潮 vs 千禧一代的货币政策比较

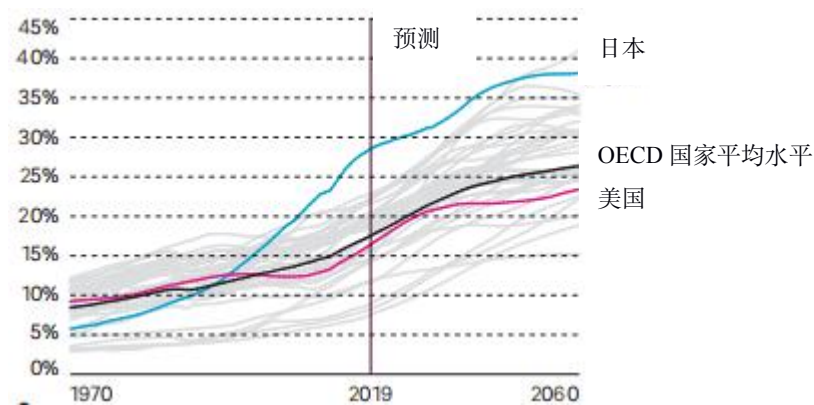
Makoto Nakajima/文 母雅瑞/编译

导读：货币政策会对退休家庭和工作家庭产生不同的影响。为了维持其在老龄化社会中稳定物价和增加就业的作用，美联储可能需要重新考虑货币政策。编译如下：

在包括美国在内的许多国家中，人口正在老龄化，同时，随着出生的儿童越来越少，以及医学的进步延长了人们的平均预期寿命，因此这一老龄化的趋势将会继续下去。在过去的几十年里，经济合作与发展组织（OECD）的成员国中，65岁及以上的人口比例（一般富裕）一直在上升（见图1）。1970年所有经合组织成员国中，65岁以上人口的比例只有不到10%，但到2018年，这一比例已经稳步上升到了17%。尽管美国的老龄化速度略慢于其他经合组织成员国，但美国人口构成的变化仍然是巨大的。在美国，65岁及以上人口占总人口的比例从1970年的10%上升到了2018年的16%。专家预测到2050年时，美国65岁及以上人口的比例将升至20%以上。

这种老龄化的趋势是否会影响到货币政策的实施方式呢？答案非常可能是肯定的。

图1 经合组织成员国老年人口增长迅速



数据来源：OECD。

注：虽然其他国家的老龄化速度更快，但美国也在经历大幅度的人口老龄化。图中显示的是每个经合组织成员国65岁及以上人口的实际比例（1970-2018年）和预计比例（2019-2060年）。

中央银行通常会使用一种主要的政策工具来执行货币政策：基准利率。就美联储而言，它的基准利率是联邦基金利率有效运行的目标范围。由于央行只有一种主要的政策工具，因此它们只关注几个重要的目标。例如，美联储只有两个政策目标：实现最大就业，和维持物价稳定。它在努力利用基准利率来平衡上述这两者。美联储坚持认为，其所实现的就业最大化和维持物价稳定的双重目标会让

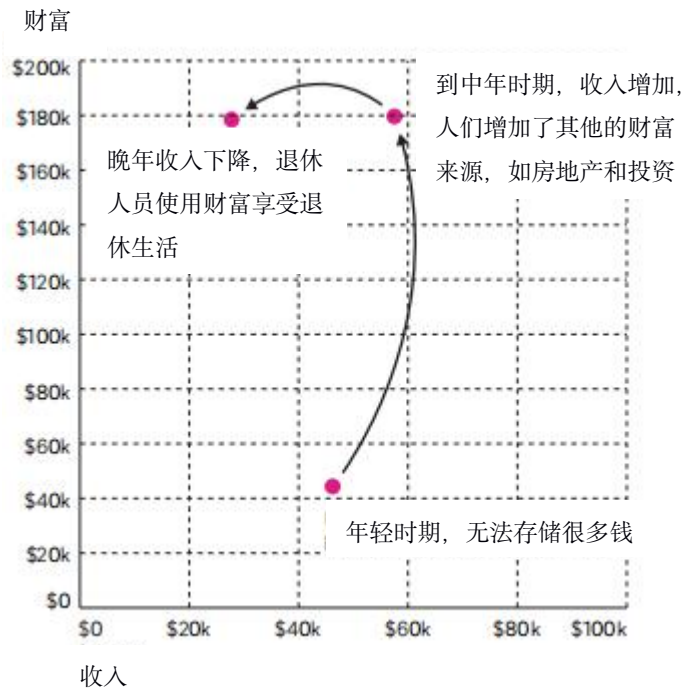
每个人受益，尤其是那些社会弱势群体，他们可以从更好的劳动力市场中受益。然而，为了平衡这两个目标，美联储必须考虑其政策将如何影响一个多元化的社会，一个人们在年龄、收入、财富、种族、教育等方面存在差异的社会。当社会的构成发生重大变化时，美联储需要重新考虑如何维持这种平衡。例如，如果有更多的人退休了，美联储可能会减少对最大化就业的重视。这篇文章研究了不同人生阶段的人们在收入和财富方面的差异，年轻人和老年人可能偏好不同的货币政策，以及当年轻人和老年人之间存在不同时，人口老龄化如何潜在地影响货币政策的实施。

对年龄、收入和财富状况的概述

年轻人（25-45岁）、中年人（46-65岁），和老年人（66岁以上）的家庭在收入和财富方面是不同的（见图2）。收入的中位数在三个人生阶段呈现弓形分布：在年轻人中，收入的中位数是46000美元，到中年时期，其增加到了58000美元，到老年时期，其逐渐减少到了28000美元（见图3）。这一发现虽然不是本文的重点，但每个年龄段的收入差异也很大。随着家庭成员年龄的增长，收入的构成从工资收入转变成转移收入（即社会保障和其他养老金收入）。

和收入一样，随着家庭财富的不断积累，财富的持有量从青年到中年都在增加，并且在老年时期也保持高水平（见图4）。财富持有的中位数在年轻时期是44000美元，在中年时期上升到了180000美元，在65岁后也依然保持在了179000美元。就财富的构成而言，住房是所有年龄段中最重要的一项，但需要注意的是，家庭通常只有在年轻或中年时才会申请抵押贷款买房。随着家庭成员年龄的增长，他们偿还抵押贷款债务，同时金融资产，尤其是非股权金融资产的重要性也在增加。

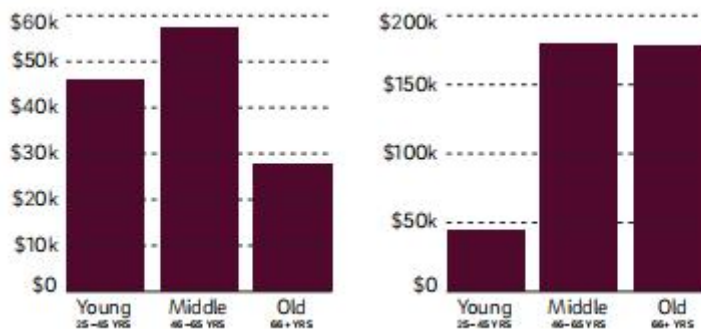
图 2 财富和收入的组合从年轻时期向年老时期转移的过程



数据来源：消费者财务调查。

注：图中显示的是青年，中年和老年时期 2004 年财富和收入的中位数。

图 3 中位数收入在中年时达到顶峰 图 4 年轻人没什么财富



数据来源：消费者财务调查。

注：年龄表示户主的年龄。图 3 表示大多数的老年家庭成员已经退休，收入也更少。图 4 表示当收入下降时，年轻的家庭缺乏应急资金来维持支出。数据指 2004 年按年龄组别划分的收入中位数。

年轻家庭

依靠工资收入

年轻时期的家庭通常刚刚开始工作，他们的收入往往低于中年时期家庭的收入。在收入来源方面，他们绝大多数依赖于工作收入：工资收入占年轻人总收入的 95%。由于年轻人更依赖工资收入，他们更有可能受到刺激劳动力市场的货币

政策实行(提高工资或降低失业率)的影响。这一渠道对于年轻人来说更为重要,因为年轻人的失业率往往更高,而且不稳定。例如,在大衰退期间,总体失业率翻了一倍多,从低于5%涨到了10%,这是很高的失业率。同时,16至24岁人群的失业率从10%上升到了近20%。

对于处于中位数位置的年轻家庭,只有4%的收入来自于转移支付,但低收入的年轻家庭更依赖政府的转移支付收入。由于这些数据经过了通胀调整,而政府的转移支出不受到货币政策的影响,因此这些家庭受到货币政策的影响可能不那么强烈。相反,年轻家庭中只有2%的收入与商业和金融收入有关,而高收入家庭从商业和金融收入中获得了更多的收入,商业和金融类收入对货币政策很敏感。然而,这些非工资性的收入来源对于处于中位数位置的年轻家庭来说相对较少,他们主要依靠工作收入。

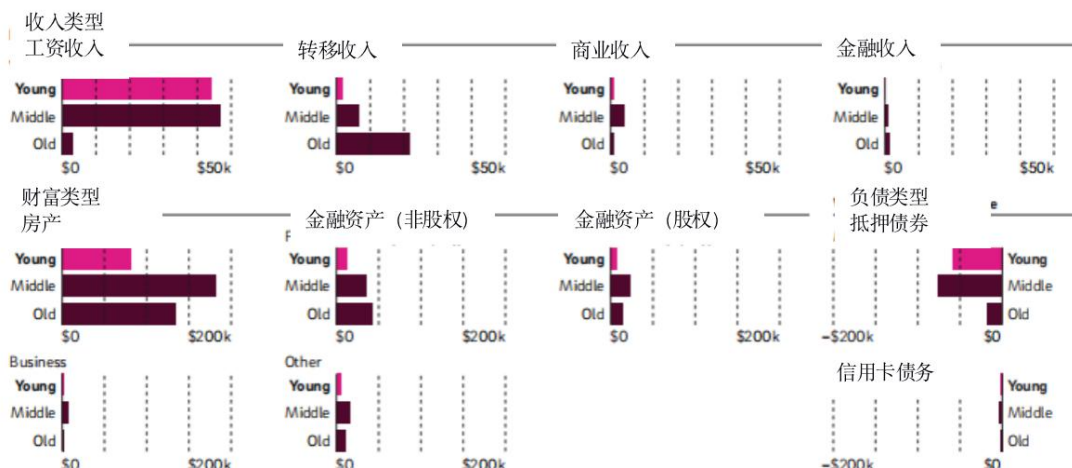
勉强糊口

由于大多数家庭在开始工作时财富很少,从而年轻家庭拥有的财富少于其他年龄段也就不足为奇了。因此,当收入下降时,他们用于维持支出的储蓄(即较小的应急基金)就会减少。他们可以使用信用卡或者其他形式的借贷来补充他们的收入,但年轻家庭可能还没有建立获得信贷所需的坚实的信用记录。这些年轻家庭更可能月复一月地生活,或者说是他们的收入仅够勉强糊口。因此,这些通常缺乏应急资金或容易获得信贷的仅能勉强糊口的年轻家庭可以从更好的劳动力市场中获得另一种好处:即如果货币政策改善了劳动力市场(和工资收入)。那么在经济低迷时期,这些花销在基本生活上的年轻人就不需要削减那么多开支了。然而,如果货币政策的实施不能够缓解经济低迷,那么这些只能勉强糊口的年轻人在经历收入减少或失业期间就必须不情愿地削减支出,而其他有储蓄或信用卡的家庭即使收入下降也能维持支出。

未来的购房者

在经济生活的初期,一户人家通常也没有自己的房子。然而,年轻的家庭通常会为第一套房子的首付存钱。如果货币政策推高了房价,那么他们要么需要为购买同一套房子存更多的首付,要么就需要推迟购房的行为。换句话说,未来买房的年轻人可能会承受更高的房价。这多少有悖常理:因为人们通常认为,货币政策抬高房价是件好事,因为更高的房价会让房主更富有,或者至少让他们能够利用房屋的净值借到更多的钱。但租房者可能会遭受同样的房价上涨。

图 5 年轻人非常依赖工资收入



经济活跃

一般来说，人在中年时期的收入最高，所以这是许多中年家庭买房子并开始为退休储蓄的时候。中年家庭比年轻家庭赚得多，因为他们积累了技能和经验，或者在职业上有所提升。他们比老年人挣得多，因为很多老年人已经退休了。处于中位数位置的中年人大部分收入（81%）都来自工资。这一比例低于年轻人，因为中年家庭有更多其他来源的收入，如商业和金融收入。对收入较高的中年家庭来说尤其如此。

在三个年龄段中，中年家庭平均拥有的财富最多。虽然通常年轻人和中年人都工作，但两者的工作时间却有着鲜明的对比。年轻家庭往往工作不稳定，而且刚刚开始储蓄（可能是为了买房），而中年家庭则更有可能拥有更稳定的工作，许多人已经积累了一些财富。此外，中年人可能有更长的信用记录，比年轻人更容易使用信贷。这些特点使他们不像许多年轻家庭那样只能勉强糊口。

住房和抵押贷款

当家庭成员步入中年时期，也是家庭拥有最多财富的时候，住房和抵押贷款债务构成了他们投资组合中最大的一部分。80%的中年家庭拥有住房，只有63%的年轻人拥有住房。（在年轻人中，那些年龄接近中年的家庭占比更大。）因此中年家庭往往背负着大量的抵押贷款余额。换句话说，他们持有抵押贷款债务的杠杆头寸。这种情况在相对年轻和财富较低的家庭中尤其常见：他们通常刚买了房子，接受了大笔的抵押贷款，或者他们无法偿还抵押贷款，积累了房屋净值。

当他们拥有房屋并持有大量抵押贷款余额时，影响房屋和抵押贷款价值的货币政策实施对中年房主的影响相对较大。其原因如下：如果一个中年房主有大量的固定利率抵押贷款（FRM），而抵押贷款利率由于货币政策的实施而下降，那么，这个家庭可以通过再融资和将抵押贷款利率调整为较低的利率而受益。较低

的抵押贷款利率可以为中年房主腾出一些钱来增加他们的支出。有趣的是，这个途径是不对称的。如果抵押贷款利率上升，这可能是由于货币政策收紧，那么房主可以坚持他们现有的固定利率抵押贷款，不受更高的抵押贷款利率的影响。

有多少拥有固定利率抵押贷款的房主对较低的利率有反应呢？这取决于房主现有抵押贷款的利率。如果许多房主有一个高利率的抵押贷款，那么降低基准利率可能回鼓励他们为抵押贷款进行再融资，并使他们受益于较低的利率。换句话说，货币政策实施的在抵押贷款方面的效果取决于最近的利率历史。

这一论点主要适用于固定利率抵押贷款，这是美国房主最常见的选择，但它也适用于利率很少调整的可调利率抵押贷款（ARMs），例如每一年或每五年调整一次。

由于许多中年家庭都有住房，当宽松的货币政策对房价产生积极影响时，他们可能会受益。但事情可能没那么简单。首先，无论是从经济上还是心理上来说，买卖房子都是昂贵的。如果中年房主在他们的房子变得更值钱时什么都不做，房价对这些家庭就没有直接的影响。其次，如果家庭规模扩大，他们计划买一套更大的房子住，那么他们可能会遭受更高的房价，就像年轻家庭为第一套房子的首付存钱一样。

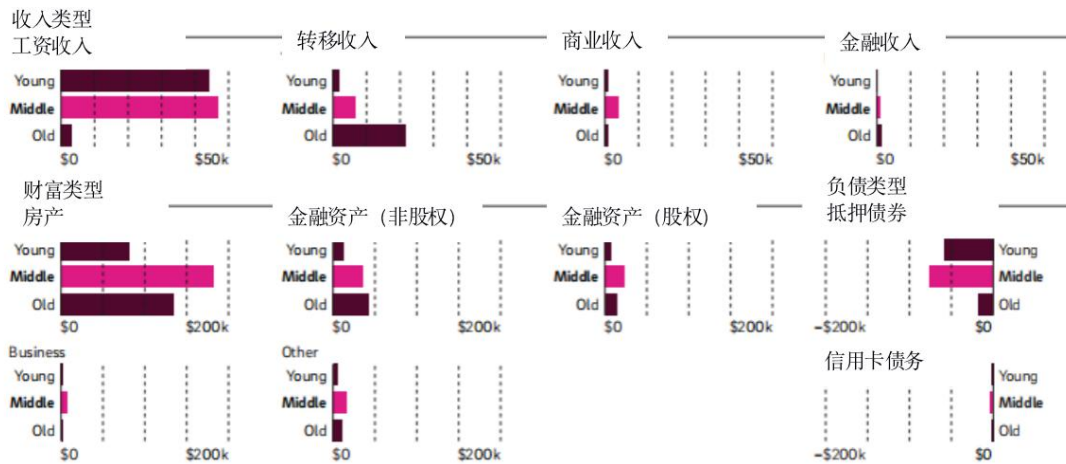
资产的流动性

买卖房屋代价高昂的事实引出了另一个考虑因素：流动性。想象一下，一个中年房主不愿意或不能出售或重新融资他们的房子，但他找不到好的房子搬，或者难以找到房屋的买家。在这种情况下，他们的房子是非流动资产，即使房子很值钱，他们也不能用房子的价值作为应急资金。换句话说，虽然房主有房子，但情况与没有任何储蓄的年轻家庭相似，因为他们都没有流动资产，而流动资产易于被用来替代失去的收入。流动性的问题不仅仅局限于住房中。中年家庭还可以通过 401 (k)、罗斯个人退休账户（Roth IRA）和其他退休储蓄计划来积累财富。这些退休储蓄工具的清算或抵押成本往往很高，使得拥有这些资产的中年家庭成为无法清算房屋的房主。

由于不能轻易卖掉房子或清偿退休储蓄的中年房主与年轻的勉强糊口的家庭（没有储蓄）很相似，Greg Kaplan, Giovanni Violante 和 Justin Weidner 把这些中年家庭称为勉强糊口的中年家庭。如果货币政策的实施改善了劳动力市场的状况，增加了他们的收入，他们就可以像没有储蓄的年轻家庭一样，通过增加支出而受益，而此前由于住房或退休储蓄的流动性不足，他们无法做到这一点。

事实上，最近的实证研究发现，货币政策会通过其对抵押贷款的影响来影响经济。此外，研究表明，由于住房资产的非流动性，这种效应会被放大。

图 6 中年人也依赖工资收入，但他们会更积极地积累住房和金融财富



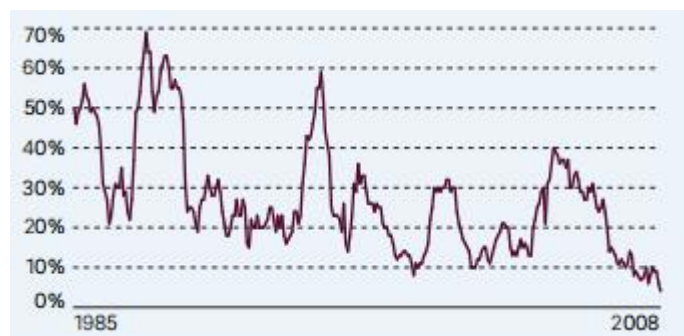
数据来源：消费者财务调查。

注：图 6 中显示的是收入和财富的组成，以及 2004 年每个年龄群的平均 40 到 60 百分位的数据。

固定利率抵押贷款与浮动利率抵押贷款

图 7 显示了从 1985 年到 2008 年所有属于可调利率抵押贷款的抵押贷款的比例。正如纽约联邦储备银行的 Emmanuel Moench, James I. Vickery 和 Diego Aragon 所讨论的那样，随着时间的推移，股票价格大幅波动，在 1988 年和 1994 年达到 60% 到 70% 的高点，但随后就大幅下降到了历史的最低点，导致了经济大衰退。作者使用了一个单独的数据系列（贷款人处理服务）来表明，在 2010 年之前，这一比例一直低于 10%。他们认为，较低的长期利率有助于解释可调利率抵押贷款受欢迎程度的下降。

图 7 在大萧条之前，抵押贷款市场已经转离了可调利率抵押贷款



数据来源：联邦住房金融局，每月利率调查。

注：较低的长期利率可能是浮动利率抵押贷款越来越受欢迎的原因。图 7 显示的是 1985-2008 年所有可调整利率抵押贷款的百分比。这些数据包括所有传统的单户住房抵押贷款，包括新建住房和现有住房。数据收集于 2008 年结束。

货币政策通过抵押贷款的影响：数据说明

虽然探究货币政策对不同家庭群体的影响并不容易，但最近的一项研究发现，有抵押贷款的房主会受到货币政策的显著影响。James Cloyne, Clodomiro Ferreira 和 Paolo Surico (2020) 利用英国和美国的数据，研究了货币政策的实施会如何影响不同家庭的支出。他们发现，有抵押贷款的房主会在基准利率下调时显著增加消费支出，而没有抵押贷款的房主根本不会调整他们的支出。租房者也增加了他们的支出，但比抵押贷款的持有者要少。他们认为，抵押贷款持有者对货币政策有强烈反应主要有两个原因，一是与抵押贷款相关的费用降低，而是这些抵押贷款持有者他们的财富仅能勉强糊口。

然而，关于货币政策对不同家庭的影响的实证研究通常是有限的和不确定的，因为高质量和高频率的个人消费支出数据不容易获得。除了微观数据的可用性之外，还有三个问题使得货币政策实施的效果难以清晰地被研究者们分离出来。首先，政府可能在实施宽松货币政策的同时，实施财政刺激。这使得区分这两种政策效果变得困难。第二，如果消费者和企业预测到了货币政策的实施，那么他们可能会在政策实施之前做出反应，而不是在实施之后。在这种情况下，货币政策实施后的消费数据并不能揭示消费者对货币政策实施的反应，而这恰好是我们想要观察的。最后，至少在美国，通常每年只有 8 种可能的货币政策变化，我们只能使用 2007 年之前的数据（之后的基准利率为零）。

老年家庭

依靠养老金收入

老年家庭的收入低于中年家庭的收入，因为大多数老年家庭都退休了。这就是为什么通常家庭会在工作期间存钱，尤其是收入最高的时候，这是为退休后的生活做准备。在收入来源方面，老年家庭和处于工作年龄期间的家庭（年轻和中年家庭）之间存在着显著的对比。处于中位数位置的老年家庭的大部分收入（78%）是转移收入，主要包括社会保障福利和其他养老金收入。与此同时，只有 11% 是来自工资收入，因为很少有老年家庭成员在 65 岁之后还继续工作。老年家庭的收入低于中年人，因为社会保障福利和养老金收入通常低于退休前的工资收入。商业和金融收入构成其余部分。尽管对于收入较高的老年家庭来说，商业和金融收入更为重要，但在不同的收入群体中，普遍来说转移收入的占比更为巨大。

货币政策是如何影响退休收入的呢？这取决于退休收入的类型。社会保障和固定福利（DB）养老金基本上不受经济状况的影响，因为福利的数量是预先确定的。此外，社会保障福利是根据生活成本进行调整的，这意味着福利的数额是根据通货膨胀率的变化来进行调整的，其消除了通货膨胀的影响。一些固定收益养老金也提供了生活成本的调整。

然而，固定缴款（DC）养老金和个人退休帐户（IRA）越来越被广泛地使用。对于固定缴款养老金和个人退休账户来说，货币政策的效果取决于它们如何在不同的资产类别中投资。如果固定缴款型养老金和个人退休账户主要投资于股票，那么股票市场的表现就会影响养老金收入。因此，在货币政策影响股票收益的情况下，货币政策可能会影响固定缴款养老金和个人退休账户的收入。如果固定缴款型养老金或个人退休账户主要投资于债券，退休收入将受到债券收益的影响。货币政策如何影响债券的收益取决于各种因素。一般来说，较低的利率会推高债券价格。另一方面，如果降息导致通货膨胀，名义债券的价值就会下降。因此，对于货币政策如何影响退休人员的收入这个问题，并没有单一的答案。

房产财富效应

老年家庭拥有的财富与中年家庭一样多，但他们的财富构成发生了变化。首先，老年家庭的抵押贷款余额只有一小部分（财富的9%），因为他们几乎已经还清了抵押贷款。其次，住房仍然是他们投资组合中最大的项目（占73%）。这意味着一个典型的老年家庭拥有的房子是结清的以及可以自由支配的。第三，随着家庭成员退休，金融资产从股权向非股权资产转移。然而，不同的财富群体之间也有差异。虽然中等财富和较低财富的老年家庭通常会将投资组合转向非股权金融资产，但高财富的老年家庭的投资组合中有很很大一部分是股权和企业资产。

由于大多数老年人已经不再工作，而且大部分已经偿还了抵押贷款，货币政策的实施不会通过劳动力市场（不像年轻人）或抵押贷款（不像中年人）直接影响老年家庭。相反，老年家庭更有可能受到资产价格的影响，尤其是住房。不像年轻的同龄人，他们更有可能缩小规模（也就是说，搬到一个更小的房子，转租，或者搬到养老院）。因此，他们从房屋的增值中获益更多，因为他们可以在出售房屋时将更高的价值变现。事实上，他们甚至可以在出售房屋之前增加支出，预期出售房屋时可以获得的收入。这就是所谓的财富效应。

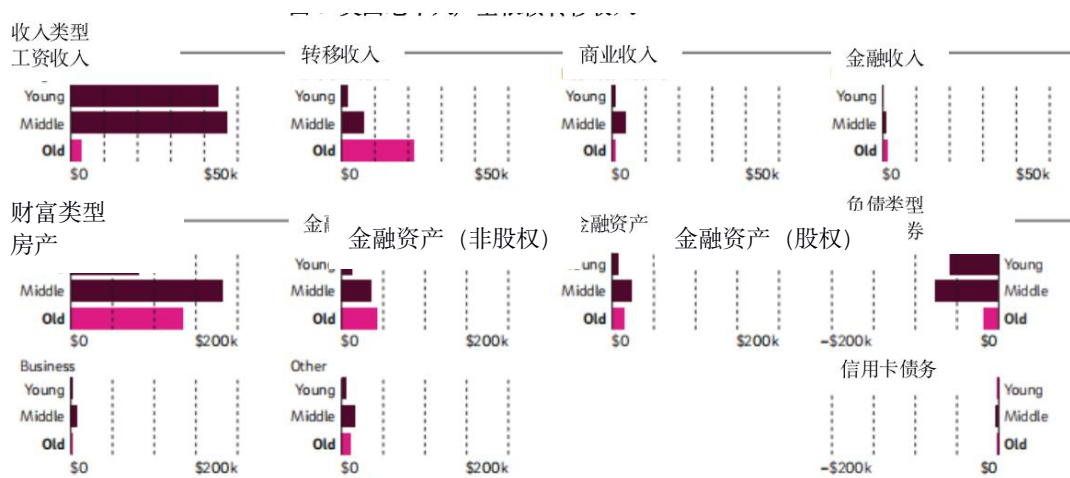
时间跨度的重要性

尽管财富效应也适用于股票价格，但许多老年家庭，尤其是最富有的家庭，在清算退休资产后持有的股票较少，因此货币政策通过股票价格对老年人的影响是有限的。这种对股本敞口的减少符合一个简单的投资组合分配理论，即老年家庭应该将投资组合从股票等风险资产转向更安全的资产，因为他们没有很长的时间跨度（即剩余生命）来平均掉风险资产的较高但不稳定的收益。然而，根据所持有的安全金融资产的种类，老年家庭受到货币政策影响的程度有所不同。提高利率通常被认为是货币政策收紧的一种形式。但如果老年家庭从股票投资中撤出，更多地投资于储蓄账户等有息资产，他们可能会受益于更高的利率。另一方面，

如果他们投资债券，他们会从宽松的货币政策中受益，因为债券价格会随着利率的降低而上涨。

所有这些渠道对老年家庭支出行为的影响都强于年轻家庭，因为老年家庭的时间跨度较短。例如，如果一个较年轻的家庭和一个较年长的家庭各得到 100 美元，后者很可能会更快地花掉这笔钱，因为他能够花钱的时间更少。事实上，根据最近的实证研究，老年人的消费对宽松的货币政策反应更强烈。这一研究表明，虽然较低的利率可能会伤害那些拥有有息资产的人，但这种影响还不足以抵消对资产价值的积极影响。

图 8 美国老年人严重依赖转移收入



数据来源：消费者财务调查。

注：图 8 中显示的是收入和财富的组成，以及 2004 年每个年龄群的平均 40 到 60 百分位的数据。

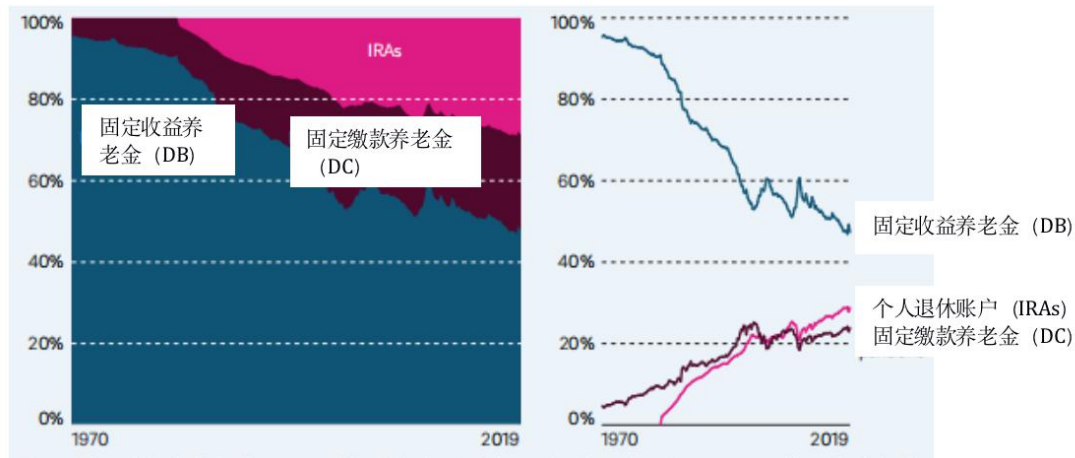
改变退休储蓄的构成

在美国，除了社会保障以外，退休储蓄的构成一直在从固定收益养老金 (DB) 向固定缴款养老金 (DC) 和个人退休账户 (IRA) 转移 (见图 9，数据以两种方式进行描述)。1970 年时，几乎所有的退休储蓄都是固定收益养老金，但从那以后，许多雇主都转向了固定缴款养老金。此外，自 1981 年以来，个人退休账户已经成为了退休储蓄的重要组成部分。因此，固定收益养老金的比例从 1970 年的 95% 下降到 2019 年的 47%，而固定缴款养老金 (24%) 和个人退休账户 (29%) 已经占据了退休储蓄的很大一部分。

从固定收益养老金到固定缴款养老金的转变在私营部门更为明显，固定收益养老金 (不包括个人退休账户) 的比例从 83% 下降到了 34%，但其在公共部门仍然普遍存在。这意味着老年家庭可能更容易受到资产价格风险的影响，特别是

当他们根据固定缴款养老金计划或个人退休账户将储蓄投资于风险更高的资产时。

图9 退休财富的构成



数据来源：资金流动，联邦储备委员会。

注：这些数据包括私营部门、联邦、州和地方政府部门的养老金。固定收益养老金的下降可能会使更多的老年家庭面临资产价格风险。图9中显示的是1970-2019年退休基金的百分比和分类。

评估

让我们回顾一下到目前为止在本文中讨论过的年龄组间的差异。由于年轻家庭并不拥有太多财富，因此货币政策主要通过对劳动力市场和工资收入的影响来影响他们。他们尤其可能从经济低迷时期的货币刺激政策中受益，因为他们更有可能仅是勉强糊口。

由于大多数的中年人都是拥有抵押贷款的房主，货币政策的实施将对他们产生重要影响。基准利率下调可以让它们以更低的利率进行再融资，然后利用储蓄来支持更高的支出。实证研究发现，抵押贷款持有者的支出对利率下调的反应非常强烈，这表明这些家庭可能仅能勉强糊口。如果不是这样的话，利率的变化不太可能影响抵押贷款持有人的消费行为。

最后，退休家庭的财富可支配时间较短，因此他们通常都不会把财富存起来。所以他们对房屋价值变化的反应比其他年龄段的人更强烈。另一方面，货币政策对退休储蓄的影响取决于退休储蓄的类型（其构成一直在变化），以及每位退休人员的投资组合选择决策。

老龄化与货币政策

随着人口老龄化，越来越多的家庭成员退休。即使货币政策的两个目标保持不变，只要货币当局的目标是平等地优化不同生活阶段的家庭，那么货币政策的

制定者可能会希望更多地关注人口老龄化的老年退休家庭。而退休家庭受到货币政策的影响则有所不同。这会对货币政策有三个影响。

首先，由于老年家庭主要受其所持资产，特别是住房价格的影响，因此需要更多地关注货币政策对住房价格和金融资产价格的影响。换句话说，尽管最大化就业仍然是美联储的两个目标之一，但随着人口老龄化，它会将重点从劳动力市场（这对年轻家庭很重要）转移到资产市场（这对老年家庭很重要）可能是必要的。

那这会改变货币政策的实施方式吗？答案是不一定。如果老年退休家庭受益于货币政策对资产市场的影响，而年轻的工作家庭受益于货币政策对劳动力市场的影响，那么将部分重点从劳动力市场转移到资产市场并不意味着货币政策实施方式的剧烈变化。

其次，这种幸运的巧合可能并不总是如此。当货币当局担心经济过热和通货膨胀时，它可能会想要提高基准利率。但在一个老龄化的社会中，它可能需要更加谨慎，因为利率上升可能会降低退休家庭的住房和金融资产的价格，从而伤害大量的退休人员。此外，如果货币政策实施对资产市场的影响大于对劳动力市场的影响，那么它可能有利于拥有资产的老年家庭，而不利于未来购买资产的年轻家庭。

第三，货币政策将会如何影响退休家庭，这取决于他们的资产构成。对于拥有住房和股权的退休人员来说，货币宽松通过其对住房和股权价格的影响也会使他们受益。另一方面，对于投资于储蓄账户的退休人员来说，较低的利率会损害他们的收入。

更广泛的影响

在这篇文章中，我关注的是老龄化经济体中，不同年龄群体的收入和财富差异如何影响货币政策。然而，老龄化对货币政策还有其他更广泛的影响。首先，正如 Lukasz Drozd 在 2018 年发表的《经济观察》(Economic Insights) 上的文章所记载的那样，老龄化似乎会降低利率。由于中年和老年家庭拥有更多的储蓄，而人们在面对更长的预期寿命和不断增加的医疗支出时，会储蓄更多，因此社会的总储蓄会随着人口老龄化而增加。当有更多的储蓄时，储蓄的价格，也就是利率会下降。这就是为什么大多数富裕国家，包括美国的利率都呈现下降趋势的原因之一，只要通货膨胀率保持在低水平，名义基准利率就可能保持在接近零的水平，这就使得中央银行即使想要刺激经济，也没有多少空间来降低基准利率。

另一个相关的暗示是，相对于股票等风险较高的资产，老龄化可能会降低政府债券等安全资产的利率。这可能导致投资组合配置的转变，尤其是对年龄较大

的资产持有者，同时也会间接影响到货币政策，因为货币当局需要考虑投资组合的这种转变。

最后，美国的货币政策可能会受到间接影响。首先，人口老龄化还可能通过公共养老金体系或对私人退休储蓄的补贴来影响财政政策，财政当局应对老龄化的方式也会影响货币政策的制定。第二，包括中国在内的整个世界都在迅速老龄化。由于金融市场是全球相连的，这可能会影响货币政策通过金融市场来影响人们的方式。

美国和其他高收入国家正在老龄化，人口老龄化可能会在很多方面影响货币政策。老龄化对制定货币政策的潜在影响已经得到了央行官员们的认可，比如英格兰银行首席经济学家 Charles R. Bean，他就曾在 2004 年杰克逊霍尔研讨会上就这一问题发表过演讲。他强调的一件事是，老龄化的影响，包括它对货币政策的影响，是渐进的。此外，与日本和意大利等其他高收入国家相比，美国的老龄化速度更慢，也许美国还有更多的喘息空间。然而，由于其他国家的间接影响，这种喘息空间可能比它看起来要小。整个世界都在老龄化，而且许多国家的老龄化速度比美国更快。因为我们生活在一个相互联系的世界里，其他国家受到老龄化的影响可能会迫使美国的货币政策做出反应，即使美国的老龄化速度相对缓慢。

本文原题为“Baby Boomers vs. Millennials Through Monetary Policy?”。本文作者 Makoto Nakajima 是费城联邦储备银行的经济顾问和经济学家。本文于 2020 年 12 月 21 日发表在费城联邦储备银行研究部的研报上。[单击此处可以访问原文链接。](#)

逆周期政策能否避免金融危机

Moritz Schularick, Lucas ter Steege & Felix Ward/文 申劭婧/编译

导读：货币政策制定者能否通过逆周期政策和提高利率来化解日益上升的金融稳定风险，这一问题引发了经济学家们相当大的分歧。本文基于 19 世纪以来发达经济体金融周期的特点，研究了货币政策对金融稳定的状态依赖性影响。研究表明，在信贷和资产价格繁荣期间采用自由的逆周期政策更有可能引发危机，而不是防止危机。编译如下：

当央行看到信贷和资产价格有潜在危险时该如何应对？货币政策制定者能否通过逆周期政策和提高利率来化解日益上升的金融稳定风险？这些问题在经济学家之间引起了相当大的分歧。顺应周期政策的支持者认为，紧缩的货币政策可以控制波动的金融市场，降低金融崩溃的风险和严重程度 (Stein, 2013; Adrian & Liang, 2018)。而这种政策的批评者反驳说，货币政策在降低危机风险方面是无效的，且可能有严重的副作用 (Bernanke & Gertler 2001, Gilchrist & Leahy 2002, Svensson 2017)。

对于目前对货币政策的思考来说，这个问题十分重要。金融危机的经济代价有多大已经越来越清晰 (Jordà等, 2013)。预防危机可能超过紧缩货币政策的成本。然而从经验上，我们对金融繁荣时期货币政策的变化对金融稳定的影响了解并不多。

我们的研究就旨在增进对此的理解 (Schularick 等, 2020)。我们根据 19 世纪以来发达经济体的金融周期和危机的特点，系统地研究自由的货币政策对金融稳定性影响的状态依赖效果。我们研究的状态是金融繁荣，即信贷增长和实际资产价格长期且大幅度偏离正常趋势的状态。在这种（可观察到的）“繁荣状态”的条件下，我们估计了意外和外生政策加息可能导致金融危机的概率和严重程度。

自由的逆周期政策的影响

为了评估货币政策在五年内对危机风险的影响，我们估计了危机概率模型，其中结果变量是是否发生危机的哑变量，利率的主要解释变量是央行的政策利率。更具体地说，我们的实证分析基于 Jordà等人 (2019) 最近引入的局部预测工具变量（或 LP-IV）策略。工具变量使用了一种不受当地经济状况影响的货币政策变化，即由经济基本面引起的拥有固定汇率的小型开放经济体中政策汇率的变化。

下文说明了我们的识别策略。20 世纪 90 年代初，瑞典经历了信贷和房价的繁荣。1991 年 12 月，德国央行在现行固定汇率制度下，令人惊讶地将伦巴第利率提高到 9.75%（为应对德国统一后通胀压力），这迫使瑞典央行也采取了相同措施。

当时,《纽约时报》(1991)援引一位市场经济学家的话说:“这是德国央行展示他们可以不考虑欧洲其他国家经济状况,任意使用其权力和独立性的方式”。瑞典央行不得不捍卫瑞典克朗对德国马克的汇率。继德国央行之后,在国内信贷和住房市场繁荣时,瑞典央行也提高了政策利率。这一事件为我们提供了一个准实验,让我们可以观察在瑞典信贷和住房市场处于金融繁荣时期时,货币条件发生的外生变化。

我们将这一识别策略应用于时间跨度 150 年、涵盖大多数发达经济体的数据集中,包括系统性金融危机时期。该数据集包含了 1525 个货币与基础国家货币挂钩的国家/地区的国家-年份观察点。其中,我们观察到 170 多个信贷繁荣事件,其中 98 次与基础国政策利率的外生性上升相吻合。

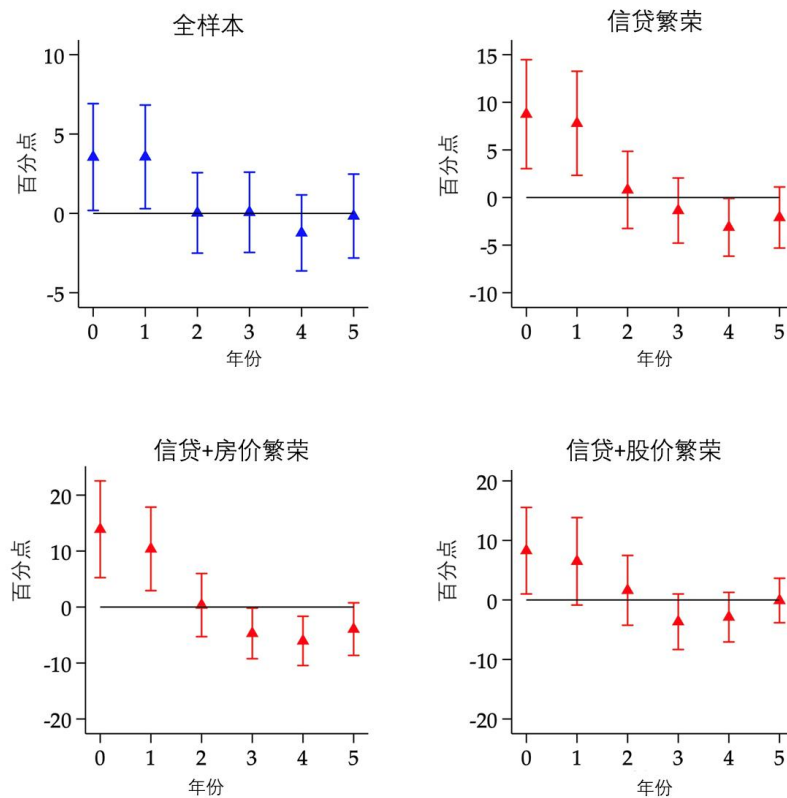
需要注意的是,我们的分析侧重于“自由的逆周期政策”(或 D-LAW)——外生和意料之外的货币政策行动。我们的分析没有谈到“系统性的逆周期政策”(或 S-LAW)的影响——以基于规则的方式对金融繁荣做出可预测反应的货币政策(Woodford, 2012; Filardo & Rungcharoenkitkul, 2016; Gourio et al. 2018)。目前,大多数央行并没有遵循一个明确的系统性的逆周期政策。这意味着,朝这个方向的任何政策变化最初都类似于自由的政策变化,直到对新政策制度的承诺得到可信确立(Svensson, 2016)。因此,虽然我们的研究谈到自由裁量,而不是系统政策的效果,它也可以为向系统性逆周期政策的过渡提供信息。

逆周期政策更可能引发危机,而不是防止危机

随意加息能否分散危机风险?图 1 左上小图描述了全样本中政策加息对危机概率的影响。一个百分点的政策性加息会使金融危机风险增加 3.6 个百分点。鉴于我们样本中的平均年度危机风险为 3.4%,这种影响的规模是巨大的。在最初的上升之后,危机风险在一年之后仍然居高不下,然后逐渐消退到长期平均水平。换句话说,逆周期政策更有可能增加,而非降低危机风险。

在金融繁荣时期,危机风险随着货币紧缩甚至增加更多(参见图 1 的其余部分)。在信贷、房价和股价飙升的背景下,每加息一个百分点,短期危机风险就增加约 10 个百分点。实证证据支持了一些对自由的逆周期政策最大的担忧——短期内会增加(而不是化解)金融稳定风险(Bernanke & Gertler, 2000; Bernanke, 2002)。

图 1 加息一个百分点对危机风险的影响 (95%置信区间)

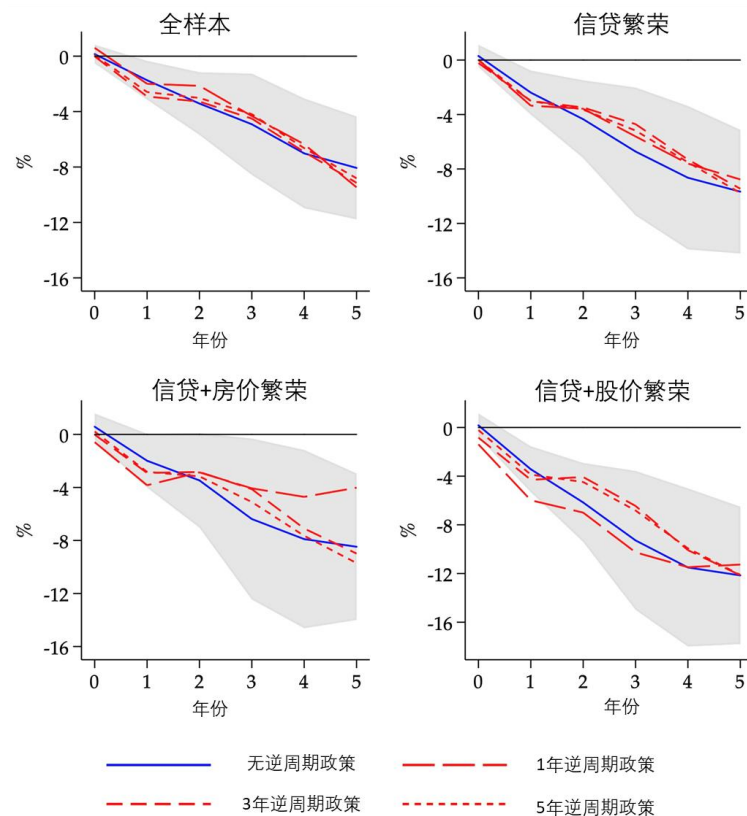


对危机严重程度影响

尽管有触发危机的效果，但如果现在造成一场小危机可以防止以后发生更大的危机，那么自由裁量的政策仍然可能是有益的。换句话说，通过阻碍经济繁荣不受约束地进行，自由的逆周期政策可能会控制随后萧条的余波。

我们通过研究这些政策是否减少了与金融危机相关的实际 GDP 损失来验证这一假设。为此，我们比较了多个金融危机中的实际 GDP 损失，在这些危机爆发前，表明央行货币政策立场的逆周期政策的程度不同。我们发现，无论货币政策在危机前是否采取“逆周期立场”，实际 GDP 都下降了 8%左右（见图 2）。因此，自由的逆周期政策似乎无法通过降低危机严重程度来实现自我修复。

图 2 逆周期政策和危机严重性 (95%置信区间)



货币政策与金融稳定

货币政策是否应当被用于应对金融稳定风险是宏观经济学中一个长期的问题。我们的经验证据证实了反对者对逆周期政策的担心：随意收紧货币政策似乎更有可能引发，而非预防金融危机（Bernanke & Gertler, 2000; Bernanke, 2002）。

我们的研究结果也为目前关于宏观审慎和货币政策成本和效益的辩论增添了新的视角。虽然货币政策已经进入了各个领域（Stein, 2013; Adrian & Liang, 2018），但经验证据表明，自由的逆周期政策有严重副作用。

本文原题为“‘Leaning Against the Wind’ and the Risk of Financial Crises”。本文作者 Moritz Schularick 是波恩大学的经济学教授，Lucas ter Steege 是德意志银行的经济学家，Felix Ward 是伊拉莫斯大学的经济学院的助理教授。本文于 2021 年 1 月刊于 VOXEU 官网。[单击此处可以访问原文链接。](#)

本期智库介绍

Brussels European and Global Economic Laboratory (bruegel) 布鲁塞尔欧洲与全球经济实验室

简介：布鲁塞尔欧洲与全球经济实验室成立于2005年，是主要研究国际经济的独立、非理论（non-doctrinal）的智库。致力于通过开放、基于事实并且与政策有关的研究、分析和讨论，对欧洲及全球经济政策制定作出贡献。bruegel的成员包括欧盟各国政府以及一些领先的国际公司。在《2011年全球智库报告》（The Global Go To Think Tanks 2011）中，bruegel在全球（含美国）30大智库中列第16名，全球30大国内经济政策智库中列第9名，全球30大国际经济政策智库中列第3名。

网址：<http://www.bruegel.org/>

The Center for Economic Policy Research (CEPR) 经济政策研究中心

简介：经济政策研究中心成立于1983年。它包括七百多位研究人员，分布于28个国家的237家机构中（主要是欧洲高校）。其特点是提供政策相关的学术研究、并关注欧洲。Voxeu.org是CEPR的门户网站，受众为政府部门的经济学家、国际组织等。它的文章多为与政策相关的工作论文初稿，比财经报纸专栏更为深入，同时比专业学术文章更加易懂。

网址：<http://www.voxeu.org/>

Center for Strategic and International Studies (CSIS) 战略与国际问题研究中心

简介：该机构建于1962年。创始人是前海军作战部部长阿勒·伯克海军上校、尼克松政府助理国务卿戴维·阿布希尔和前总统国家安全事务助理查德·艾伦。该中心以维护美国传统的价值观念，主张强硬路线为宗旨，素有“强硬路线者之家”之称。主要研究政治与军事、国际资源、对外政策和第三世界问题，现有研究员人员200多人。在《2017年全球智库报告》（The Global Go To Think Tanks 2017）中，CSIS在全球（含美国）30大智库中列第5名。

网址：<http://www.csis.org/>

The Royal Institute of International Affairs Chatham House (Chatham House) 英国皇家国际事务研究所

简介：英国皇家国际事务研究所成立于1920年，位于伦敦圣詹姆斯广场著名的查塔姆大厦内，是目前英国规模最大、世界最著名的国际问题研究中心之一。其宗旨是“推动个人和组织对日益复杂多变的世界进行全面研究，并提供政策参考。”英国皇家国际事务研究所与英国政府、企业、媒体和学术界均有着广泛的联系，对政府的外交政策有一定的影响。在《2011年全球智库报告》（The Global Go To Think Tanks 2011）中，Chatham House在全球（含美国）30大智库中列第2名，全球30大国内经济政策智库中列第6名，全球30大国际经济政策智库中列第4名。

网址：www.chathamhouse.org/

Peter G. Peterson Institute for International Economics (PIIE) 彼得森国际经济研究所

简介：由伯格斯坦（C. Fred Bergsten）成立于1981年，是非牟利、无党派在美国智库。2006年，为了纪念其共同创始人彼得·乔治·彼得森（Peter G. Peterson），更名为“彼得·乔治·彼得森国际经济研究所”。在《2011年全球智库报告》（The Global Go

To Think Tanks 2011) 中, PIIE 在全球 (含美国) 30 大智库中列第 10 名, 全球 30 大国内经济政策智库中列第 4 名, 全球 30 大国际经济政策智库第 1 名。

网址: <http://www.piie.com/>