

RENAISSANCE

主题报告

美联储货币政策与利率（中）：1985-1997

投资要点

- ◆ 1980年代中至1990年代末，美国经历了从实体经济到金融体系重建全球领先优势的过程，这是美国货币政策框架的高光时刻和黄金时代。
- ◆ 广场协议与重建制造业领先优势时期（1985-1987）：遏制通胀的代价：美元巨额升值逆差扩大，产业链领先优势弱化。沃尔克实施的史无前例的紧缩对通胀形成了决定性遏制作用，但其他主要工业国并未跟随，美元指数极速飙升至战后最高水平，制造业生产遭遇挫折，与日本突进式的赶超对比鲜明，经常账户逆差扩大。广场协议（Plaza Accord）前后的货币宽松（1982Q3-1987Q1）。为缓和利率汇率共振上行带来的内外需压力，美国于1985年9月协调G5共同签署“广场协议”，此后两年美元指数显著回落，日元升值幅度最大。美联储也启动了一轮宽松，在通胀中枢回落过程中，保持货币供给量增速目标不变；多次大幅下调贴现率合计达8.5个百分点。本轮宽松对美工业生产和就业形成促进，虽未能收缩贸易逆差，但开始感知美国货币政策强劲的外溢效应。日本随后的泡沫化、日本产业资本对东南亚经济发展战略的重塑及其失败，都是广场协议之后巨大的蝴蝶效应的某种表现形式。
- ◆ 先发制人战略与利率中介、二元长期目标的确认（1987-1993）：贬值过快通胀压力再起，试图稳定汇率的卢浮宫协议成效微弱。“先发制人”实施紧缩，“熨平周期”声誉建立（1987-1989）。在经济刚刚企稳、仅仅出现了通胀上行的初步迹象时，格林斯潘即决定实施一轮持续约三年的紧缩。“先发制人”策略获得初步成功，美联储开始具备引导市场预期的能力。全球动荡再度宽松，正式放弃外部平衡目标（1990-1993）：1990-91年美国再度陷入衰退，在新一轮宽松过程中，美联储确认了联邦基金利率中介目标的核心地位，并明确放弃了外部平衡目标，正式确立了聚焦国内的“二元长期目标”体系。最后贷款人职能的凸显：对金融市场稳定的进一步关注。1987年10月美股遭遇“黑色星期一”，格林斯潘承诺向金融体系提供充足流动性，美联储自此开始稳定金融体系和金融市场预期的作用明显强化。
- ◆ 全球铸币税之觉醒与美国主导的全球化加速初期（1994-1997）。1993-1994年经济的明显改善令美联储决定加息。94年2月-95年2月累计加息7次300BP，联邦基金利率升至6.0%，首次正式以利率中介目标而非货币供给量作为锚。但通胀并未出现预期中的抬升，美联储在随后两年实施反向微调。美国主导的全球化加速初期，通胀被新兴工业国迅速提升的产能趋势性压低，菲利普斯曲线开始失效。美国主导的全球化与铸币税意识觉醒。一个被忽略的重大变革是，美联储此时强烈意识到，作为具有唯一全球定价能力的货币，美元汇率的波动和美国的通胀之间并不存在必然的负相关性，这一逻辑对美联储后来纵容房地产“非理性繁荣”、演化为金融危机后又果断实施远超合理幅度的非传统货币宽松政策提供了重要理论支持。
- ◆ 启示：逆全球化是高通胀的导火索。通胀的决定因素是供需两方面的，货币政策对通胀的影响是局部的。美元的全球铸币税地位对美国的经济有利，美联储已不将压降美元汇率作为目标。全球化是美国低通胀的主要原因，逆全球化是高通胀的导火索。
- ◆ 风险提示：当前美联储加息存在超出市场预期的风险，并可能产生紧缩性外溢效应。

分析师

秦泰

 SAC执业证书编号：S0910523080002
 qintai@huajinsec.cn

相关报告

- PMI点评（2023.8）-内需边际企稳，PMI年内或围绕50窄幅波动 2023.8.31
- 工业企业利润点评（2023.7）-利润跌幅缓慢收窄，去库存周期正式启动 2023.8.28
- 深度专题暨双循环周报（第23期）-辨析Jackson Hole鹰声、“认房不认贷”的深层逻辑 2023.8.26
- LPR点评（23.8）-向1年期倾斜的LPR降息说明三个问题 2023.8.21
- 汇率专题·暨双循环周报（第22期）-美元与人民币汇率背离：原因与展望 2023.8.19



内容目录

一、广场协议与重建制造业领先优势时期（1985-1987）	4
1、遏制通胀的代价：美元巨幅升值逆差扩大，产业链领先优势弱化	4
2、广场协议（Plaza Accord）前后的货币宽松（1982Q3-1987Q1）	8
3、本轮货币宽松对美国工业生产和就业形成促进作用	11
4、未能收缩贸易逆差，但开始感知美国货币政策强劲的外溢效应	11
二、先发制人战略与利率中介、二元长期目标的确认（1987-1993）	13
1、贬值过快通胀压力再起，试图稳定汇率的卢浮宫协议成效微弱	13
2、“先发制人”实施紧缩，“熨平周期”声誉建立（1987-1989）	14
3、全球动荡再度宽松，正式放弃外部平衡目标（1990-1993）	15
4、最后贷款人职能的凸显：对金融市场稳定的进一步关注	17
三、全球铸币税之觉醒与美国主导的全球化加速初期（1994-97）	18
1、1993-1994 年经济的明显改善令美联储决定加息	18
2、但通胀并未出现预期中的抬升，美联储在随后两年实施反向微调	19
3、美国主导的全球化与铸币税意识觉醒	20
四、启示：逆全球化是高通胀的导火索	22

图表目录

图 1：美德日核心 CPI 同比（%）	4
图 2：美德日货币政策利率（%）	5
图 3：美国实际 GDP 同比及贡献结构（%）：1979-1981 的严厉紧缩导致美国经济在 1982 年陷入衰退	5
图 4：美元指数、名义和实际有效汇率变化	6
图 5：美日实际利差在 1985 年上半年之前支撑美元相对日元走强	7
图 6：美德实际利差一度上行更快，西德马克升值幅度更大	7
图 7：1980-1985 年间，日本制造业赶超异军突起，美国的产业政策对日本日渐忌惮	7
图 8：美日德贸易差额对比：1980-1985 日本逐渐坐稳第一大顺差国之位，美国逆差急速扩大	8
图 9：美元指数，以及日元、德国马克、英镑、瑞郎相对美元汇率变化（1985.9=100）	9
图 10：1982 年下半年至 1987 年初，美国 M2、M1 同比增速扭转为持续高于核心 CPI 同比增速	9
图 11：1982 年下半年至 1987 年初，美联储多次下调贴现率（图内单位：%）	10
图 12：联邦基金利率容忍波动区间的连续使用，为后续联邦基金利率短期波动的下降提供了制度基础	11
图 13：失业率下降与劳动参与率提升同时出现，1986-1987 年美国就业市场改善明显	11
图 14：全球外部失衡可能是供给侧结构性的，日本直至 1990 年代中期贸易顺差仍在逆势扩张	12
图 15：美日德住宅均价：日本在广场协议后 10 年房价涨幅接近三倍	13
图 16：卢浮宫协议未能阻挡美元的进一步贬值，但加速了美国货币政策的内向性转变	14
图 17：1980 年代后半段至 1990 年代美国经济增长结构与货币政策周期的关系（图内单位：%）	14
图 18：美联储的利率目标开始领先于通胀走势，“先发制人”策略的成功令美联储具备引导市场预期能力	15
图 19：1990-1991 年美国的经济衰退呈现供需同步收缩的格局	16
图 20：1990-1992 年的货币宽松期间，联邦基金利率重要性提升，金融自由化令 M2 增速持续低于通胀	17
图 21：1987 年 10 月美国“黑色星期一”股灾期间美联储迅速承诺向市场投放充足的流动性	18
图 22：1993-1994 年美国商品零售、核心商品零售增速维持高位	18
图 23：1993-1994 年美国财政赤字率快速收窄	19
图 24：1994.2-1995.2 美联储累计加息 7 次，合计加息 300BP（图内单位：%）	19

图 25: 连续大幅加息未阻止失业率下行, 也没有带来通胀压力	20
图 26: 美国的核心通胀水平在 1990 年代之后与美元指数脱钩	21
图 27: 1990 年代美国制造业生产重回巅峰	21
图 28: 广场协议后, 日元升值驱动日资向东南亚产业和金融市场大量投入, 直至日元重新进入贬值通道	22

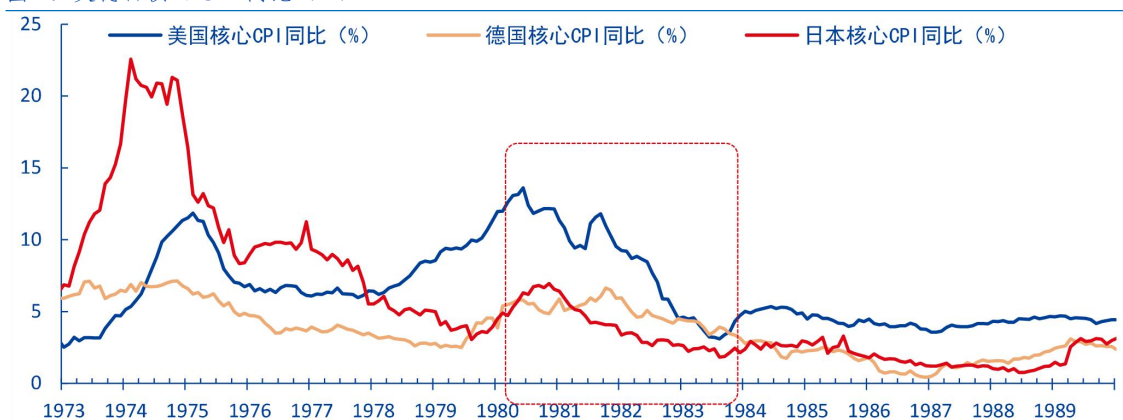
1980年代中期至1990年代末，美国经历了从实体经济到货币金融体系重建全球领先优势的过程，美联储对货币政策操作、传导、目标体系的认识更加深入，美联储伴随着美国经济迎来一轮复兴。两次石油危机前后延宕十年，美国经济从相对超脱的战后全球经济复苏引领者的身份逐步转身，事实上已经重新加入到激烈的全球产业链竞争之中，成为试图努力保持其传统领先优势的“在任者（Incumbent）”。无论是在广场协议前后的外汇市场协调以提升美国本土制造业竞争力阶段，在应对金融市场剧烈波动避免形成衍生冲击的过程中，还是在美国主导的新一轮全球化产业链再平衡时期，美联储的货币政策都以其更为全面、灵活、高效的升级方式，对美国实体经济的蜕变复兴形成了合理的、巨大的支持。也应当看到，在重获荣耀的同时，过度依赖房地产市场金融化的发展模式潜藏了最终触发2008-2009年全球金融危机的引子，美联储也在此后的大规模救助与蜕变之中逐步走向前无古人的货币政策危机应对模式的深水区。

一、广场协议与重建制造业领先优势时期（1985-1987）

1、遏制通胀的代价：美元巨幅升值逆差扩大，产业链领先优势弱化

沃尔克实施的史无前例的货币紧缩对美国的通胀形成了符合目标的决定性遏制作用，并对当时全球其他主要经济体的高通胀问题的缓和都形成了较好的外部效应。我们在本报告上篇《REBORN——美联储货币政策与利率（上）：框架及1968-1984》中对沃尔克就任美联储主席后迅速采取的1979-1981年严厉的货币紧缩政策进行了深入完整的阐述。在两次石油危机之后终于下定决心实施严厉紧缩的美联储终于扭转了此前给全球市场留下的对高通胀长期采取放任、绥靖的形象，本轮紧缩后有效实现了对美国恶性通胀的扭转。美国核心CPI在1980年6月达到峰值13.6%之后即进入下行通道，1982-1983年下行加速，至1983年8月已经降至3.1%的阶段性低位。全球最大工业品需求来源国阻击通胀的成功也向其他主要经济体形成了外溢效应，德国核心CPI同比从1981年10月高位的6.6%降至1981年底的3.1%，至1984年8月甚至一度降至2%以下；日本核心CPI同比的峰值和后续的下行路径与美国的时间同步性更强一些，从6.8%降至最低1.9%。整体上，美国核心CPI的最大降幅超过10个百分点，超过德、日最大降幅的两倍，美联储这一时期的货币政策客观上确实成功承担了遏制全球通胀的最大责任。

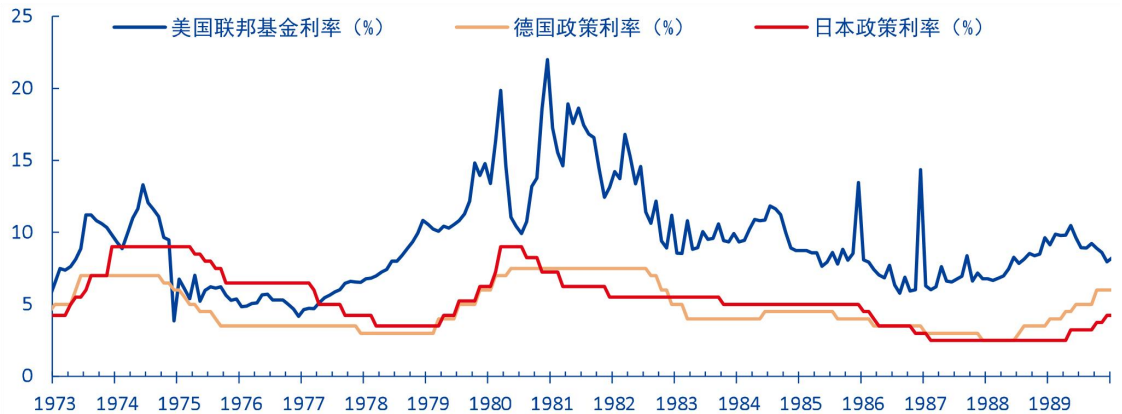
图1：美德日核心CPI同比（%）



资料来源：CEIC，华金证券研究所

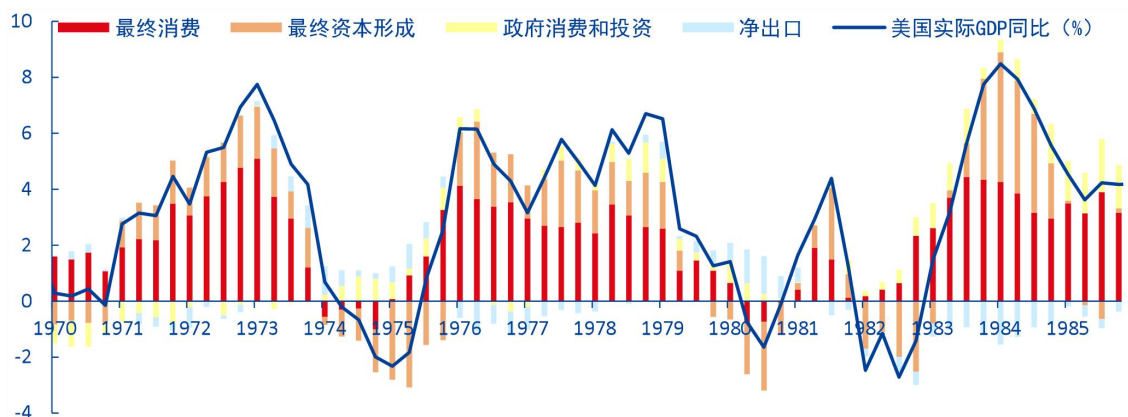
但这一时期除美国外的其他主要工业国央行并未跟随实施严厉紧缩的脚步，一定程度上美国也为遏制全球通胀而承担了最大的经济衰退压力。在美国实施严格的货币供给量目标制，并容忍联邦基金利率大幅上行的同时，其他主要发达经济体央行并没有跟随实施如此严厉的货币紧缩。日本 1979 年 7 月至 1980 年 3 月间曾将贴现率提升 4.75 个百分点至 9.0%，但仅维持 5 个月后即开始下调，至 1981 年 12 月重新降至 5.5%。德国则在 1979 年 7 月至 1980 年 5 月间将政策利率抬升 3.5 个百分点至 7.5% 并维持至 1982 年 7 月。而此时的美联储正在沃尔克就任主席之后迅速转向重视严格压低货币供给量增速、放松联邦基金利率波动区间的重大转向之中（我们在《REBORN——美联储货币政策与利率（上）：框架及 1968-1984》2023.8.7 之中提供了详细的分析和阐述），联邦基金利率允许波动期间从 1979 年 8 月的 11% 左右快速抬升至 1979 年底、1980 年底的 13.5% 上下 200BP 和 17.5% 上下 250BP，即便如此在此期间也发生过数次联邦基金利率临时被容忍突破波动上限的情况。国内利率的明显更快速度的上行令美国企业投资和生产成本迅速抬升，1982 年美国经历经济衰退，成为这一轮各国遏制通胀的努力中代价最大的主要经济体。

图 2：美德日货币政策利率（%）



资料来源：CEIC，华金证券研究所

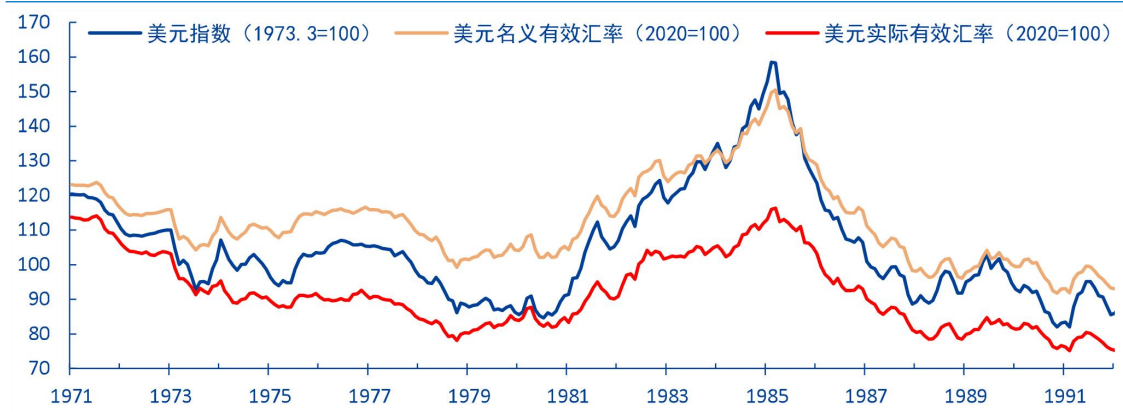
图 3：美国实际 GDP 同比及贡献结构（%）：1979-1981 的严厉紧缩导致美国在 1982 年陷入衰退



资料来源：CEIC，华金证券研究所

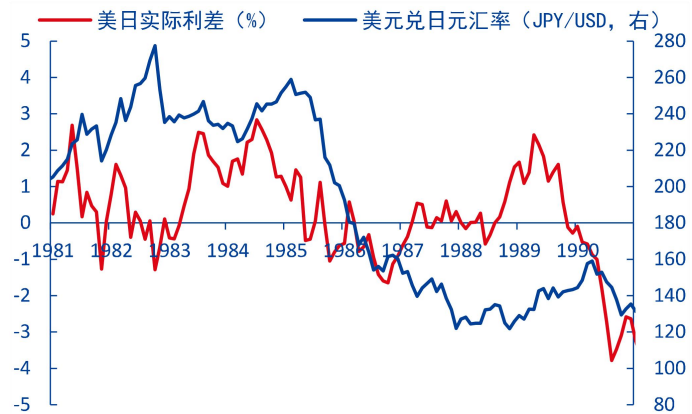
美联储严厉紧缩过程中美国实际利率曲线从短端到长端均大幅飙升至远超通胀率的水平，美国和德日之间的实际利差走扩，美元指数极速飙升至战后最高水平。我们之所以经常用“严厉”一词概括 1979-1981 年美联储所实施的紧缩政策强度，核心逻辑就在于这一过程中对美国的整条利率期限曲线都形成了较当时的通胀水平更加明显的抬升，令美国实际利率水平拜托了两次石油危机间隙的连续负利率，甚至持续三年左右长短端形成实际利率倒挂，正因如此，才向市场真正传递了遏制美国乃至全球高通胀问题的坚定信念，并促成了通胀的连续下降。但在这一过程中，由于其他工业国跟随货币紧缩的力度远远不够，导致了美国实际利率水平大幅超过其他国家的现象，并因此导致了美元指数的一轮飙升。1980 年至 1983 年，美国和西德之间的平均实际利差最大上行幅度超过 10 个百分点，从-6%以下迅速飙升至 4%以上，由此导致了布雷顿森林体系瓦解以来最大幅度的美元相对德国马克升值过程，从 1 美元兑换 1.7 德国马克（1980 年 2 月），最高升至 1 美元兑 3.3 德国马克（1985 年 2 月），5 年内美元累计相对升值幅度高达 89%。实际上和德国马克相比，美元相对日元在这段时间内的最大升值幅度约为 47%，是明显较小的，但日本政府长期以来对修正二战之后歧视性的日元低估汇率的执念，在这个时期与美国政府对美元升值过快的担忧形成某种独具时代特色的匹配关系。1980 年 7 月至 1985 年 2 月，美元指数在 4 年半内从 84.7 升至 158.5，累计相对当时其他的主要工业国货币升值达 73.8%，其中相对英镑升值幅度高达 117%，是美元升值的最大推手，而同期美元相对日元仅升值 17.8%，幅度最小。

图 4：美元指数、名义和实际有效汇率变化



资料来源：CEIC，华金证券研究所

图 5：美日实际利差在 1985 年上半年之前支撑美元相对日元走强



资料来源：CEIC, 华金证券研究所

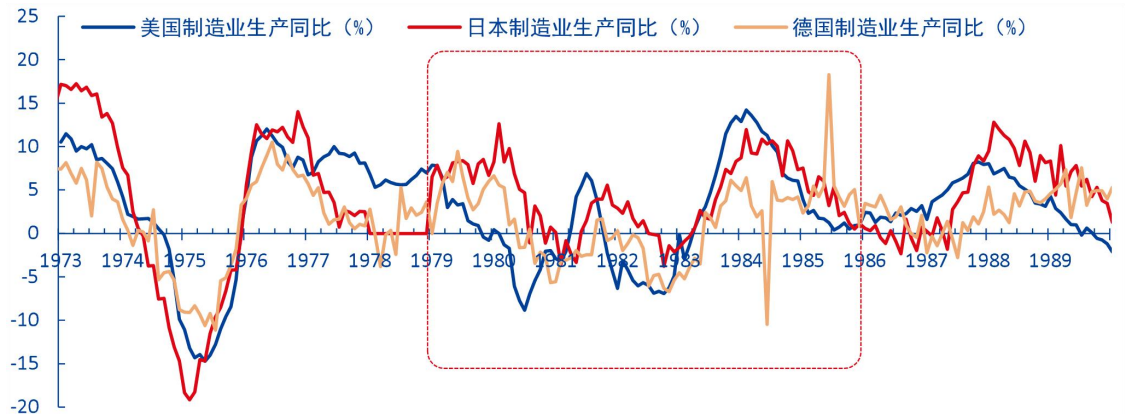
图 6：美德实际利差一度上行更快，西德马克升值幅度更大



资料来源：CEIC, 华金证券研究所

美国制造业生产在此期间遭遇三轮挫折，与日本突进式的制造业赶超姿态形成鲜明对比，美国经常账户逆差的连续扩大为美国协调各国货币政策、降低美元汇率以重新获得制造业全球竞争优势提供了一个政策契机。两次石油危机期间美国制造业产业链已经遭遇两轮幅度较深的冲击，特别是第二次石油危机发生之后，加之美联储决心遏制高通胀而实施了极为严厉的货币紧缩措施，美国工业生产在 1982 年的经济衰退过程中构成主要拖累之一。从 1980 年到 1985 年 8 月，美国制造业产出累计增长仅 7.4%。而这一时期日本制造业异军突起，累计增长高达 20.9%，战后日本制造业体系的高速恢复至此已经形成日渐燎原之势，美国政府开始从全球产业链领先优势和控制力的角度对日本制造业产生忌惮。而这一时期尽管德国马克相对美元贬值幅度相当显著，但德国工业生产的表现甚至还弱于美国，德国并非此时美国试图振兴制造业主要针对的国家。

图 7：1980-1985 年间，日本制造业赶超异军突起，美国的产业政策对日本日渐忌惮

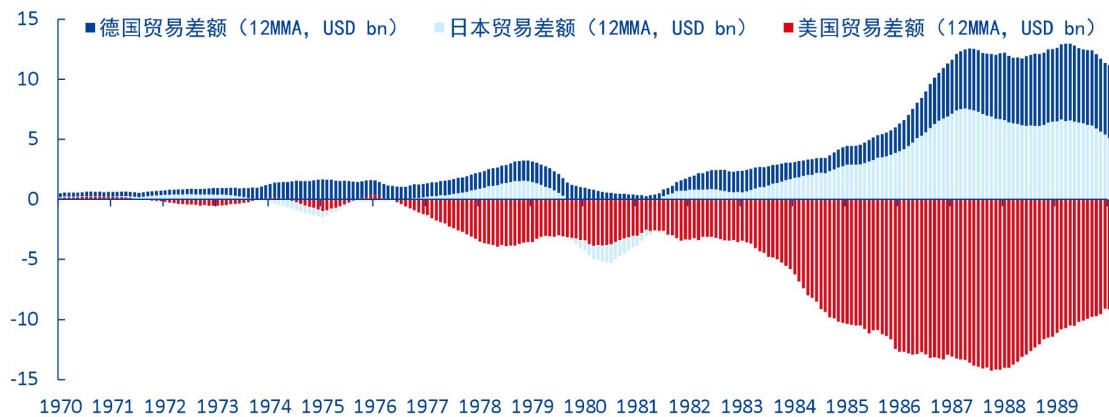


资料来源：CEIC, 华金证券研究所

从贸易失衡的全球分化加剧结构中也能看出日本这一阶段制造业竞争优势提升速度之快。1980 年，美国全年贸易逆差 364.4 亿美元，日本与美国尚同为逆差，当年逆差 113 亿美元，德国有 49 亿美元顺差；而到 1985 年，美国贸易逆差急剧扩张至 1491.8 亿美元，较 5 年前扩大三倍，德国贸易顺差扩大至 253.5 亿美元，而日本则超越德国，以 465.1 亿美元的顺差规模坐稳其自 1983 年以来获得的全球第一大顺差国之位，其顺差总规模已经接近美国逆差总规模的 1/3。而且日本这一轮迅速积累顺差的过程还是伴随着美国对其汽车行业设置日益限制性的隐性贸易壁垒的情况下所获得的。从这个角度来看，我们能直观地感受到美国对于这一战后新晋的先进制

制造业大国的政策警惕度，也能更好地理解为何广场协议中所提升值要求最明确的是日元而非此前贬值明显更多的英镑、德国马克等其他货币。

图 8：美日德贸易差额对比：1980-1985 日本逐渐坐稳第一大顺差国之位，美国逆差急速扩大

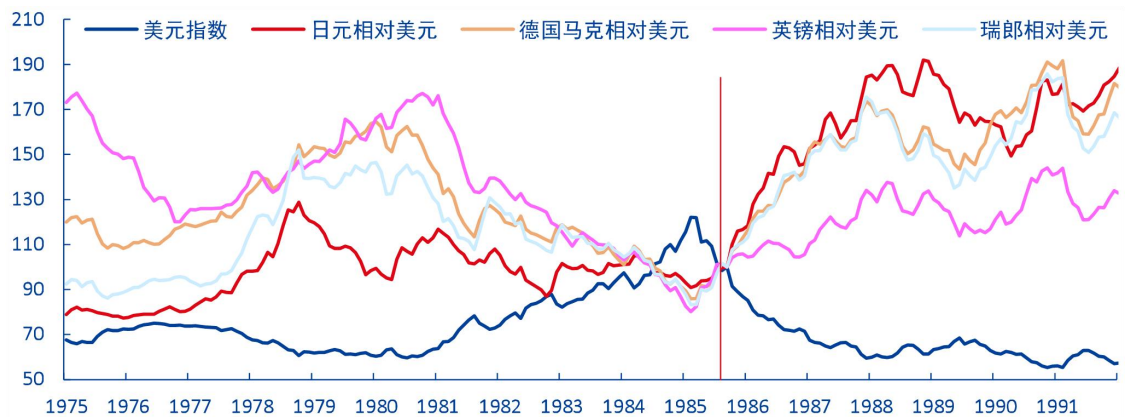


资料来源：CEIC，华金证券研究所

2、广场协议（Plaza Accord）前后的货币宽松（1982Q3-1987Q1）

为缓和美国利率、汇率共振上行所带来的内外部需求压力，阻击日本当时先进制造业的赶超势头，美国于 1985 年 9 月协调英国、日本、德国、法国共同签署旨在要求日本等其他国家干预外汇市场、压低美元汇率的“广场协议”，此后两年美元指数显著回落，日元升值幅度最大。1985 年 9 月 22 日，美国、法国、联邦德国、日本和英国（G5）的财政部长和央行行长，在美国纽约发表后来被称为“广场协议（Plaza Accord）”的联合声明，指出美国规模庞大且不断增长的经常账户逆差与日本和较小程度上德国的巨额的不断增长的经常账户顺差相对应，全球日益严重的外部失衡可能与其他因素共同“增加贸易保护主义压力”，若不加以抵制，可能引发各国的相互报复，对全球贸易和经济增长可能引发破坏性后果；各国一致认为“汇率应该比以往更好地反映经济基本面情况”，“主要非美货币相对美元实施进一步的有序升值是可取的”。其中，日本政府个别声明中明确包含有“货币政策灵活调整并关注日元汇率”、以及加紧实施日元汇率自由化，以“令日元更好地反映日本经济基础的实力”。事实上广场协议的达成，日本政府是相当积极的，其希望通过日元的升值增强日本经济在全球经济中的份额和重要性，并在所谓“雁行理论”的指导下增强日资对外投资的比价优势，实现一定程度上的全球产业链引领作用。尽管 1997 年东南亚爆发的金融危机宣告了此种发展模式构想的失败，并且日本也至此走上万劫不复的经济泡沫化之路，但本篇报告我们并不打算将其作为重点问题进行阐述。正是日本政府很大程度上的经济发展战略冒进促成了美国主导的、旨在削弱日本本土制造业价格竞争优势的广场协议。“广场协议”的签订拉开了日元和德国马克大幅升值的序幕。协议签订后，五国开始联合干预外汇市场，协调抛售美元，美元指数迅速逆转为连续的大幅下行，至 1987 年 2 月美元指数跌破 100 至 99.4，一年半内累计跌幅高达近 40%；其他主要货币开始不同程度相对美元升值，其中日元、德国马克同期升幅接近，分别达到 54.2%和 55.6%。

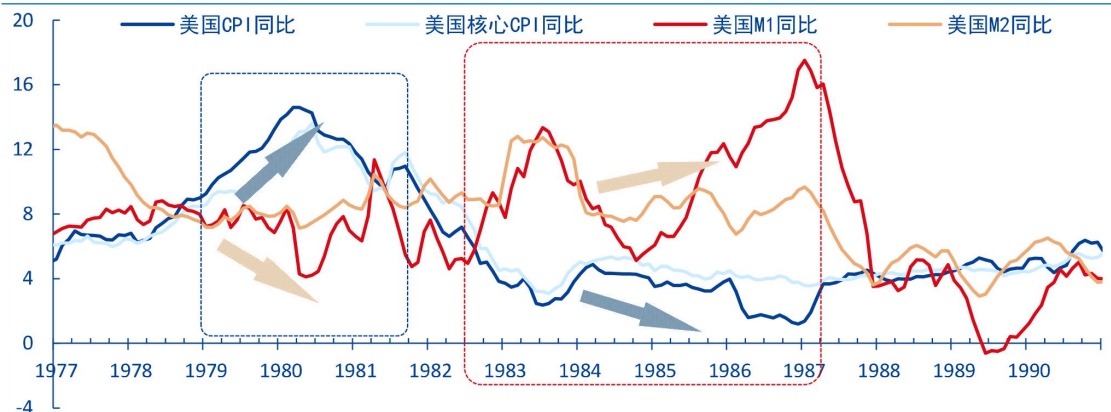
图 9: 美元指数, 以及日元、德国马克、英镑、瑞郎相对美元汇率变化 (1985.9=100)



资料来源: CEIC, 华金证券研究所

美联储也自 1982 年中开始, 在确认油价和通胀中枢已经下降之后, 启动了一轮历时 4 年的货币宽松, 这一轮宽松包括几个特点: 首先, 在通胀中枢迅速回落的过程中, 保持货币供给量增速目标不变, 从而货币增速开始实质性超过通胀涨幅, 有助于降低从短期到长期的实际利率水平。随着 1979-1981 年美联储实施的严厉货币紧缩产生强烈的需求收缩效应, 与第二次石油危机之后美国工业生产供给侧再度遭遇的供给冲击相匹配, 形成了新的、较低水平的供需均衡关系, 美国通胀中枢伴随着 1982 年的经济衰退成功被大幅压降, 美联储也从 1982 年下半年开始转为实施货币宽松操作。其操作框架维持不变, 仍是通过公开市场操作和贴现率工具对以 M2 增速为主、联邦基金利率容忍波动幅度为辅的中介目标体系进行调控。自 1982 年下半年开始至 1987 年 1 季度, 美国 M2 同比稳定且显著地高于美国核心 CPI 同比, 扭转了 1979-1981 年的反向关系。在这 4 年半左右的时间里, M2 同比增速均值达到 9.2%, 较核心 CPI 同比均值高出 4.7 个百分点, 而 1979-1981 年则平均低 2.6 个百分点。货币供给相对通胀更快的增长令美国实体经济融资条件有了明显的放松, 10Y 美债收益率从 14.3% 大幅下降至 7.2%, 长端实际利率从 5.8% 降至 3.6%, 利率曲线期限倒挂现象得到纠正。

图 10: 1982 年下半年至 1987 年初, 美国 M2、M1 同比增速扭转为持续高于核心 CPI 同比增速

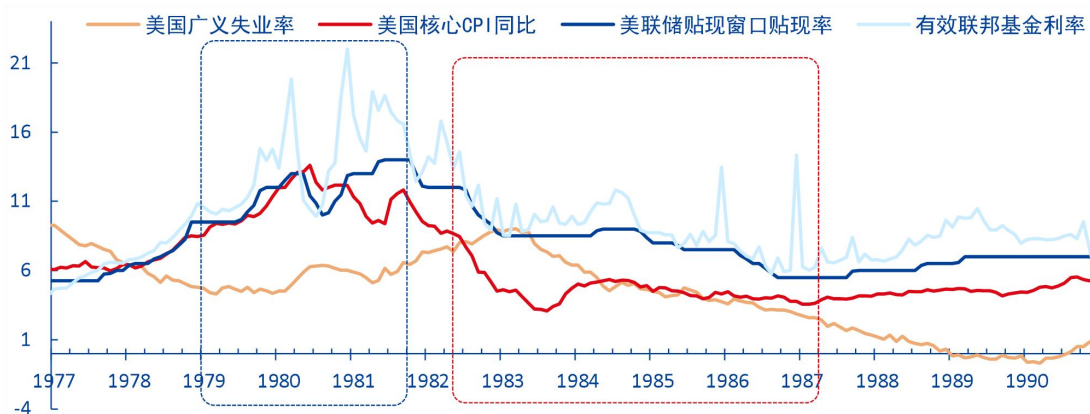


资料来源: CEIC, 华金证券研究所

第二, 在此期间美联储多次大幅下调贴现率, 从高点合计下调达 8.5 个百分点, 向市场传递了利率价格引导下行的预期, 短端实际利率也同步大幅压降。贴现率工具的货币政策意图传导含义在 1979-1981 的紧缩过程中因无法进行更大幅度的上调而很大程度上已经被削弱。1981 年 4 季度开始, 随着核心通胀趋于下行, 美联储先是阶段性下调贴现率 2 个百分点至 12.0%, 在 1982

年初开始保持约半年后，随着核心通胀的持续回落，自 1982 年 7 月至 1983 年初有一轮比较大幅度的下调，此后在 1984 年间由于通胀一度小幅抬升而出现小幅的反复，1984 年 4 季度至 1986 年再度下调，至 1986 年 9 月降至 5.5% 并维持了一年。这期间短端实际利率也较 1981 年水平有所下降。

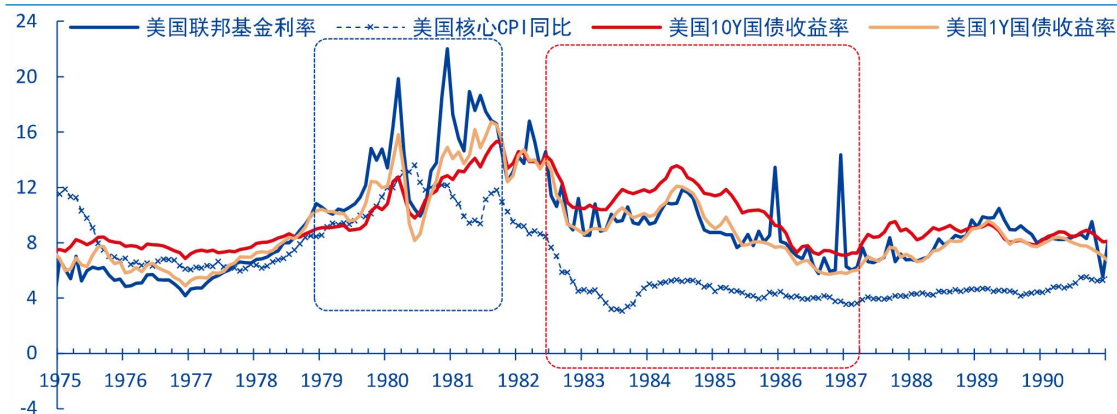
图 11：1982 年下半年至 1987 年初，美联储多次下调贴现率（图内单位：%）



资料来源：CEIC，华金证券研究所

第三，在维持此前联邦基金利率波动区间的辅助中介目标系统的基础上，与 M2 增速维持高位相匹配地，大幅下调联邦基金利率容忍波动区间至 4%-8%。此外美联储对货币供给量衡量和向实体经济信用端传导模式的研究更加深入，更多关于 M1、M3 度量标准的复杂性被揭示的同时，联邦基金利率的中介目标意义得到很大程度上的强化。我们在《REBORN——美联储货币政策与利率（上）：框架及 1968-1984》（2023.8.7）中详细阐述了沃尔克为实施严格货币紧缩操作而在 1979 年做出的一项重要改革措施：明确强调货币供给量为主、联邦基金利率波动区间为辅的“双层中介目标”体系，在下文中我们会进一步分析，这一体系对 1990 年代中期开始以联邦基金利率作为单一中介目标的体系升级具有重要的探索意义。在 1982 年下半年到 1987 年初的货币宽松周期，仍担任美联储主席的沃尔克强化了这一中介目标制度，并且采取了与货币宽松方向相适应的反向操作，自 1981 年至 1986 年，分数次将 1980 年底确定的 15%-20% 区间大幅下调至 4%-8% 区间。值得关注的是，这一阶段美联储充分关注到货币供给量目标与美联储当时的“2.5 个长期目标（国际收支平衡目标已经受到一定的弱化）”之间的传导关系实际上比当时通行的货币流通速度论要复杂得多，在对 NOW 和 ATS 账户影响下的 M1 衡量标准的复杂性、以及 M3 定义的模糊性进行了大量讨论之后，美联储实际上已经充分意识到在通胀和经济增长处于相对正常区间内的时期，货币供给量作为中介目标很可能是不合理的。由此，对联邦基金利率中介目标的连续使用，实际上意味着在“泰勒规则”尚未正式面世之前，联邦基金利率作为唯一或者更重要的中介目标已经开始具备了相当大的政策可能性。

图 12: 联邦基金利率容忍波动区间的连续使用, 为后续联邦基金利率短期波动的下降提供了制度基础

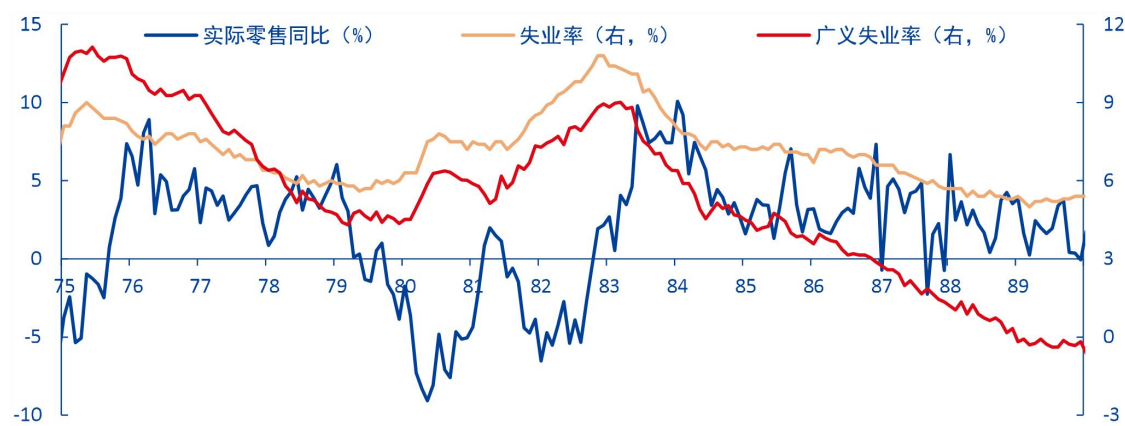


资料来源: CEIC, 华金证券研究所

3、本轮货币宽松对美国工业生产和就业形成促进作用

从结果上来看, 本轮货币宽松、以及广场协议为标志性事件的汇率协调政策, 对美国经济**增长、工业生产和就业带来了较为强劲的促进作用**。受益于货币宽松带来的利率下降对需求侧的拉动作用、以及广场协议后美元贬值所带来的一定的产业链国际竞争优势的改善, 美国的制造业生产增速在 1986-1987 年稳步上行, 并实现了对日本、德国的阶段性反超。与此同时, 美国劳动力市场自 1983 年开始连续改善, 至 1987 年失业率从 10.8% 连续下降至 5.7%, 而且劳动参与率从 64.1% 上行至 65.7%, 我们测算包含劳动参与率影响的广义失业率从 9.0% 降到了 1.3%。1983-1987 年美国实际 GDP 同比增速达到 4.5%, 较 1979-1982 年增速均值抬升 3.6 个百分点。

图 13: 失业率下降与劳动参与率提升同时出现, 1986-1987 年美国就业市场改善明显



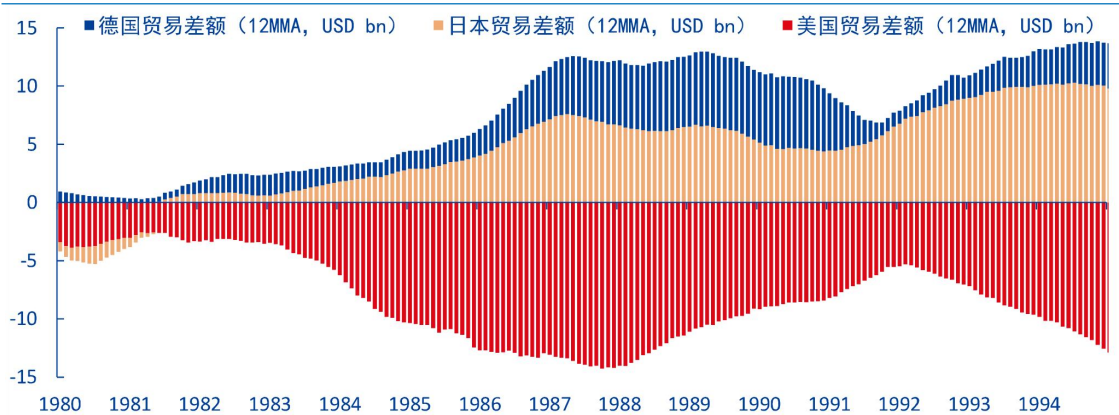
资料来源: CEIC, 华金证券研究所

4、未能收缩贸易逆差, 但开始感知美国货币政策强劲的外溢效应

值得关注的是, 首先美元短期大幅贬值对贸易逆差的收缩作用微弱, 外部失衡可能更多应归因于产业链全球化背景下不同国家实体产业层面竞争优势的结果, 与汇率以及需求侧短期政策关系不大。尽管多数关于广场协议的研究都认为美元的大幅贬值对美国的经常账户改善是有效的, 但我们从数据上更多看到的是更为复杂和模糊的结果。在美元大幅贬值的 1986-1987 年,

美国的贸易逆差实际上是进一步大幅扩大的，考虑到沙特增产所带来的美国原油进口成本同期的大幅下降、以及美元作为全球货币在国际贸易中的定价锚作用，这种与大幅贬值逆向的贸易逆差扩大的结构充分提示我们，不应将美国的贸易问题套用在简单的小国模型价格接受者框架内进行考虑。事实上日本自广场协议之后直至 1990 年代中期，贸易顺差均在持续扩大，而同期日元汇率累计升值幅度已经远超 100%。很大程度上美国的贸易逆差、日本德国当时的顺差，都是产业链全球化分工背景下不同工业国竞争优势地位的体现。

图 14：全球外部失衡可能是供给侧结构性的，日本直至 1990 年代中期贸易顺差仍在逆势扩张

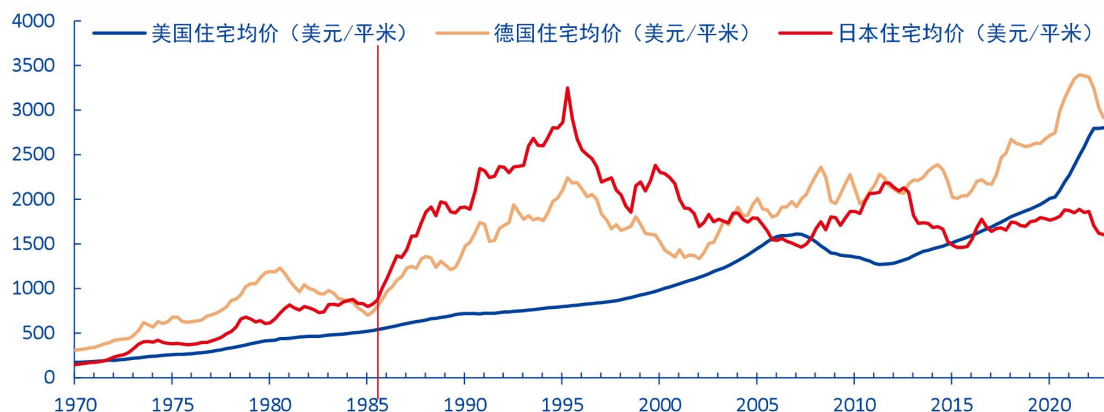


资料来源：CEIC，华金证券研究所

广场协议是美国货币政策在浮动汇率制度下具有更强的全球外溢效应的集中体现，日本经济随后的泡沫化、日本产业资本对东南亚经济发展战略的重塑及其失败，都是广场协议之后巨大的蝴蝶效应的某种表现形式。整个 1980 年代都是美联储重新认识后布雷顿森林体系的货币政策框架的时期，广场协议以及此后成功实现的美元大幅贬值，尽管未能真正扭转美国的外部失衡问题，但已经开始呈现美国货币政策在浮动汇率制度下，可以通过不同的传导机制，形成与固定汇率制度时期相同甚至更大当量的外溢效应。广场协议之后，日本政府在日元大幅升值的同时加快推行金融自由化，迅速催生了日本房地产市场的严重泡沫，至 1995 年中日本住宅均价达到约 3250 美元/平米，为 1985 年 9 月的 3.7 倍，是当时美国房价的 4 倍，而广场协议签订时，日本房价只有美国的 1.6 倍。房地产和金融泡沫化令日本制造业企业迅速向外转移，泰国、马来西亚等当时汇率仍固定于美元的东南亚国家成为日本产业资本对外投资的主要目的地，这些国家政府对于短期经济增长的过度渴求令其采取了固定汇率+资本账户瞬间开放的激进国际金融政策组合，在我们下文中即将讨论到的一轮美联储货币紧缩、日元重新进入贬值通道的过程发生之后，日资大量从东南亚国家撤出，导致后者普遍陷入外汇储备枯竭的悲惨境地，最终以东南亚金融危机收尾，日本的产业空心化和东南亚的南美化画上了惨烈的句号。

美国的经济决策层很快就将明确意识到，全球只有美国一个国家可以凭借美元的国际货币地位以本币对其经常账户逆差进行融资，一旦找到一个体量足够巨大的消费品生产国向其提供源源不断的产品，美国就可以同时获得长期更高的居民消费效用水平、以及长期扩张性的财政政策低成本融资来源。

图 15: 美日德住宅均价: 日本在广场协议后 10 年房价涨幅接近三倍



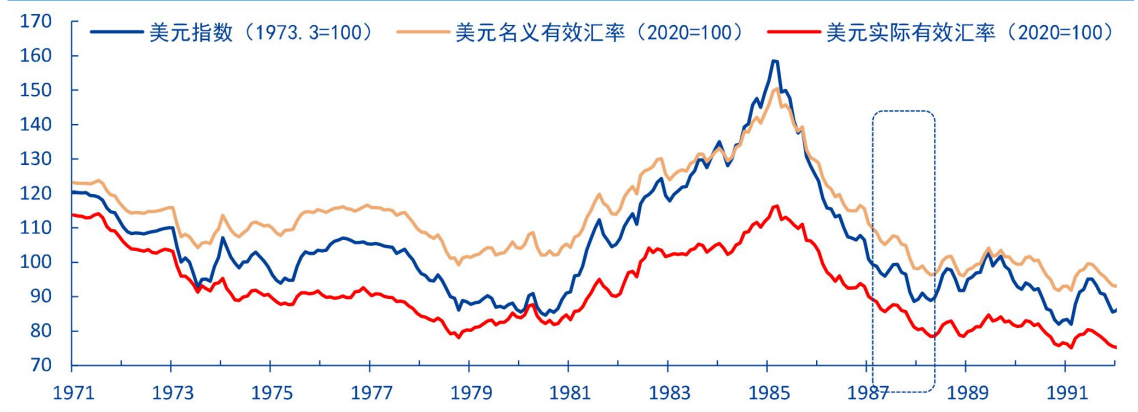
资料来源: CEIC, 华金证券研究所

二、先发制人战略与利率中介、二元长期目标的确认(1987-1993)

1、贬值过快通胀压力再起，试图稳定汇率的卢浮宫协议成效微弱

美元汇率在广场协议后一年半内的急速贬值，并没能有效改善美国的经常账户逆差恶化的局面，而连续的大幅贬值一方面令美国经济对海外资本的吸引力下降，另一方面伴随着油价反弹，连续贬值再度触发美联储对输入性通胀的担忧，加之日德等升值过快国家经济遭遇困难，G6 于 1987 年 2 月签署旨在稳定美元汇率的“卢浮宫协议 (Louvre Accord)”，但已经无法重复广场协议的有效性。美元的过快贬值引发了美国 and 全球市场新一轮的担忧，美国资本账户的融资能力在过快贬值的过程中受到很大削弱，经常账户逆差又未能有效收窄，凸显当时的全球外部失衡问题已经深入产业链的国际竞争优势和各国财政政策协调力度较弱等结构性问题之中，汇率价格并非可以短期见效的高效工具手段。而 1987 年初油价企稳开始反弹，在美元大幅贬值的背景下再度触发了包括美联储在内的市场参与者对于石油危机和经济滞胀的担忧，特别是当下的美元指数水平还可能带来压力更大的“输入性通胀”问题。广场协议后升值较快的日本、德国也遭遇了本国的经济困难。内外部复杂环境的共同作用下，G6 (G5 和加拿大) 国家财长和央行行长于 1987 年 2 月 22 日在法国巴黎签署共同声明，指出广场协议后的主要货币汇率已经与经济基本面相一致，进一步的大幅汇率变化“可能损伤经济增长和各国经济前景”，要求顺差国扩张内需并在稳定物价的前提下减少顺差，逆差国亦应采取政策促进“稳定的、低通胀的经济增长”，各国统一协调促进汇率在“当前水平附近”的稳定。但这一轮稳定汇率的努力成效较为微弱，各参与国实施外汇协同干预的积极性明显低于一年半之前，汇率实际上已经不被认为是能够有效调整外部失衡的合理手段。继 1987 年 2 月美元指数贬至 100 以下后，卢浮宫协议签订至当年 12 月，美元指数再度大幅贬值超 10% 至 88.6, 1987 年 10 月美国股市的暴跌加速了这一过程。自此国际间在外汇市场直接进行协同干预的模式日渐式微，货币政策操作、传导和目标体系开始更大程度上关注到国内实体经济和金融市场方面。

图 16: 卢浮宫协议未能阻挡美元的进一步贬值, 但加速了美国货币政策的内向性转变

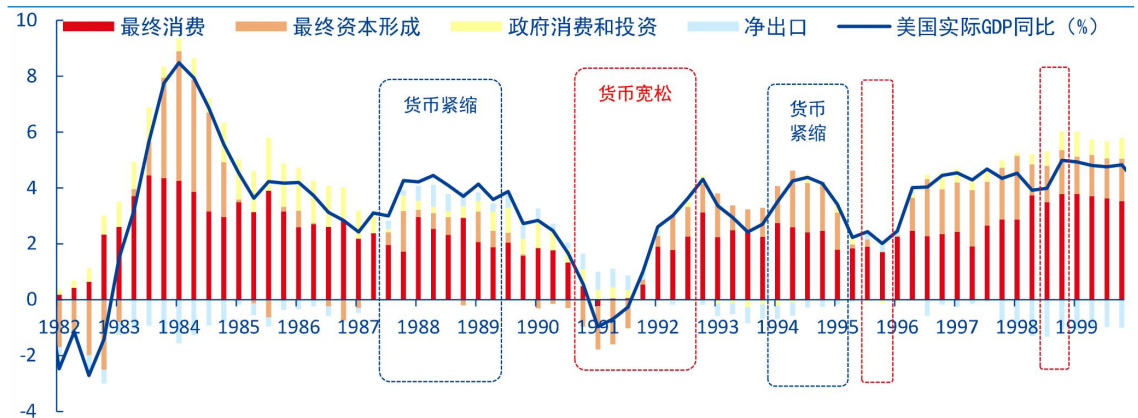


资料来源: CEIC, 华金证券研究所

2、“先发制人”实施紧缩，“熨平周期”声誉建立（1987-1989）

1987年中，美国经济呈现企稳改善迹象，在市场仅仅出现了通胀可能上行的初步迹象时，新任美联储主席格林斯潘即决定实施一轮持续约三年的货币紧缩操作。尽管稳定汇率的目标未能实现，1987年二季度美国经济仍出现了企稳迹象，财政支出开始大幅收缩的同时，企业生产信心的恢复令资本开支增速改善，同时经常账户逆差也出现了罕见的、市场期待已久的收窄，Q2、Q4美国实际GDP同比增速分别达到3.1%和4.3%。于此同时，油价也正在从1986年因沙特竞争性增产而导致的大幅下跌中修复，再次迎来一轮明显上涨。刚刚经历过两次石油危机期间的经验教训、以及广场协议和卢浮宫协议对外部失衡调整的不算成功的努力之后，美联储在刚刚迎来新任主席格林斯潘之后，迅速决定采取“先发制人”的提前紧缩操作以应对可能出现的高通胀局面。

图 17: 1980年代后半段至1990年代美国经济增长结构与货币政策周期的关系（图内单位：%）



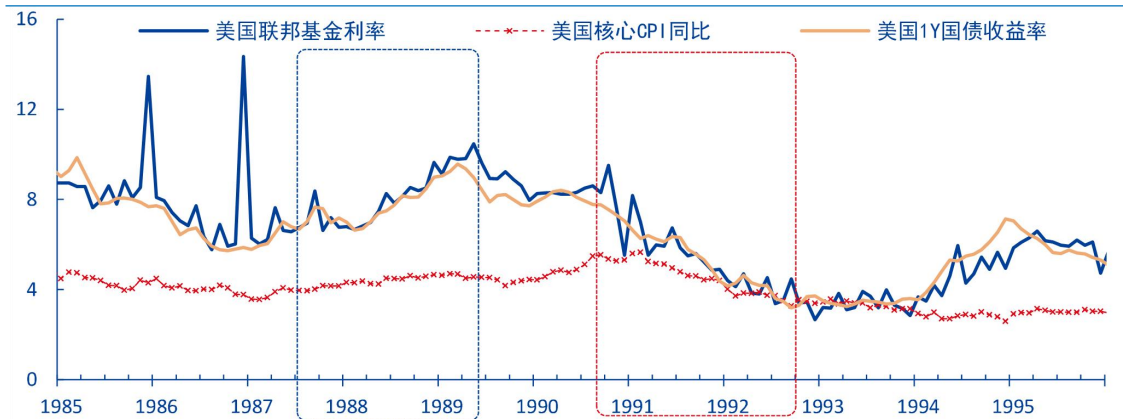
资料来源: CEIC, 华金证券研究所

格林斯潘任内初期强化了中介利率目标的重要性，并开始实施领先于通胀走势的“先发制人”操作策略，初步的成功令美联储开始具备引导和塑造市场预期的能力，这一点对于后来美国联邦基金利率的波动大幅减弱、美联储操作有效性的显著提升具有重要的基础性作用。从1987年9月到1989年3月，美联储连续上调贴现率150BP，从5.5%升至7.0%。在两层次中介目标中，美联储一方面通过正式放弃M1目标对数量目标进行了一定的弱化，另一方面仍坚持使用联

邦基金利率目标区间这一中介目标，并在 1988 年内对联邦基金利率目标区间进行了 3 个百分点的整体上调，从 4%-8% 上调至 7%-11%。从 1987 年 9 月至 1989 年 5 月，联邦基金利率从 6.95% 波动上升至 10.48%，上行超过 3.5 个百分点，联邦基金利率开始呈现出比贴现率更具波动敏感性和更大政策传导效率的良好特征。本轮紧缩与此前十五年间美联储的历次紧缩存在一个重大的差异，即本次紧缩开始时美国的核心通胀水平仍然相对较低，只是“预期可能会出现更为严重的通胀”，1987 年 9 月美国核心 CPI 同比仅为 4.0%，与此前七个季度均值水平一致，甚至比 1984-1985 年均值低 0.8 个百分点。但当时美联储的多项研究已经通过总结 1970 年代以来的变化，对政策传导的时滞给予了充分的关注，普遍认为美联储实施的政策操作传导至通胀需要 1-2 年的时间，因而格林斯潘希望美联储的操作能够提早于通胀开始飙升前 1-2 年即开始实施紧缩。

这一方面对美联储的通胀预判能力无疑提出了更高层次的要求，另一方面也意味着美联储开始建立“熨平周期”的先发制人式的政策框架，一旦成功将大幅提升企业、居民、金融机构等市场参与者对于美联储货币政策操作效果的信心，并由此可以通过引导市场预期而形成更好的货币政策效果，这是美联储的一次重大的货币政策框架体系的升级。事后回顾，美国核心通胀表现出即时的飙升趋势始自 1990 年初，恰好滞后于美联储开始紧缩的时点约 2 年左右，最大上行幅度出现在 13 个月之后，上行 1.3 个百分点，此后即进入新一轮快速回落的阶段。美联储本轮操作实际上相当于通过提前 2 年左右的 3.5 个百分点左右的联邦基金利率的抬升，成功将核心 CPI 的上行幅度控制在二分之一以内，预期目标的实现为美联储积累了广泛的政策声誉，市场参与者自此更加愿意相信美联储对于未来 2 年内美国经济和通胀的预测、以及由此提前采取行动所以可以实现的熨平周期效果。

图 18：美联储的利率目标开始领先于通胀走势，“先发制人”策略的成功令美联储具备引导市场预期的能力



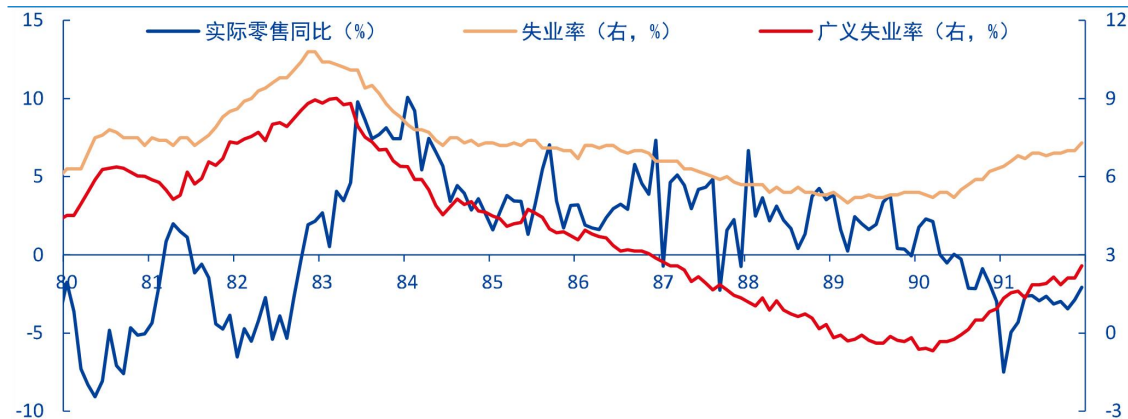
资料来源：CEIC，华金证券研究所

3. 全球动荡再度宽松，正式放弃外部平衡目标（1990-1993）

美国经济政策历经十年的大开大合，与国际政经环境的剧变形成共振，1990-1991 年美国再度陷入衰退。整个八十年代，货币和财政政策的大开大合贯穿了美国经济的巨大波动，八十年代的严厉紧缩导致了 1982 年的经济衰退和持续到 1985 年的美元大幅升值，而此后的广场协议、转向宽松的货币操作，辅之以愈演愈烈的（约束他国性质的）贸易壁垒，给了美国工业生产以新的希望，但包括汽车在内的投资高涨，又适逢美国政府削减财政支出和政府债务、以及格林斯潘上任伊始的先发制人紧缩战略，美国经济总需求在 1990-1991 年出现了大幅收缩，包

括汽车在内的工业生产主要部门被动缩减资本开支。适逢两德统一、苏联解体、中欧经济剧变，全球经济的动荡加剧了这一时期美国经济所面临的困难。即便美国发动海湾战争，并通过军费收入较大幅度的实现了经常账户逆差收窄，仍无法阻止经济滑向衰退深渊。1990年美国实际GDP同比从Q1的2.8%，连续滑落至Q4的0.6%，1991年前三个季度陷入负增长。1990年初至1992年6月，失业率自5.4%上行至7.8%。

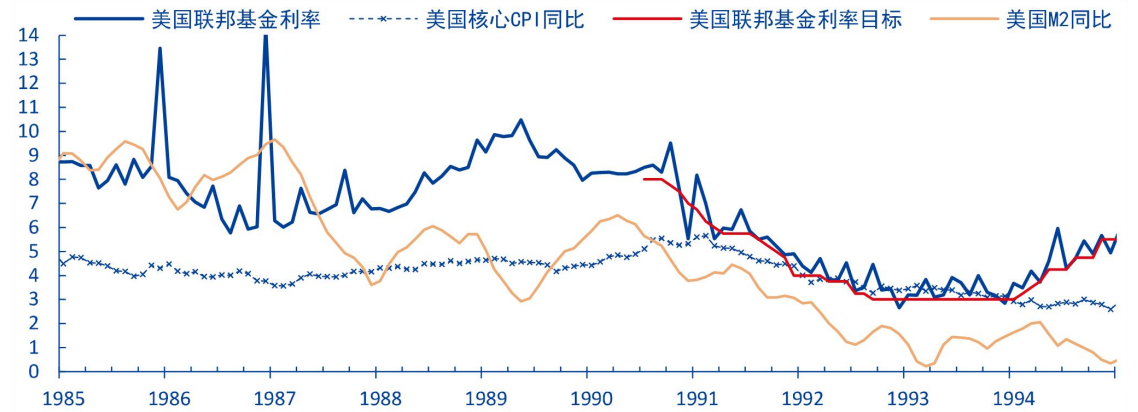
图 19：1990-1991 年美国的经济衰退呈现供需同步收缩的格局



资料来源：CEIC，华金证券研究所

美联储在新一轮货币宽松的过程中，正式确认了联邦基金利率中介目标的核心地位，并明确放弃了外部平衡目标，正式确立了聚焦国内的“二元长期目标”体系。面对国内经济衰退、国际贸易格局突变的复杂局面，美联储从1990年10月至1992年9月转而实施连续的货币宽松操作，并将相对宽松的货币环境保持至1993年底。具体来看，首先，美联储在1990年下半年不再按照此前的400BP区间给出联邦基金利率容忍波动的区间，转而开始暗示将联邦基金利率目标水平作为更为明确的中介目标，并实施15次合计500BP的降息，联邦基金利率目标自1992年10月至1994年1月均维持在3.0%的水平，短端实际利率降至负区间。适逢1980年代中期开始的一轮金融自由化过程，美国直接融资市场迎来大发展，广义货币的定义日渐模糊，M2、M3目标因指导意义大幅下降而进一步受到弱化，利率作为中介目标的作用进一步夯实，尽管并未公开承认。第二，继1984年进一步弱化外部均衡目标为“促进形成改善的国际交易模式”之后，于1991年正式放弃了国际收支目标，确立了“促进物价稳定”和“促进可持续的产出增长”两大支柱共同组成的聚焦国内的“二元长期目标”体系。由此美联储的货币政策体系正式将关注点全部转回美国国内，为日后进一步加强政策传导的前瞻性研究和实践、以及强化对金融市场和实体经济之间传导关系的深入理解奠定了制度基础。在此基础上，泰勒规则才得以最终被提出，并以多个修正的形式在不同程度上指导美国的货币政策操作至今。而汇率和国际收支的波动，则成为美联储货币操作之后的外溢效应，单边对外地产生蝴蝶效应式的影响。

图 20: 1990-1992 年的货币宽松期间，联邦基金利率重要性提升，金融自由化令 M2 增速持续低于通胀



资料来源: CEIC, 华金证券研究所

4、最后贷款人职能的凸显：对金融市场稳定的进一步关注

1987年10月美股遭遇“黑色星期一”暴跌，格林斯潘明确承诺向包括证券业在内的金融体系提供充足流动性，自此彰显出美联储对“最后贷款人”职能的重视，美联储自此开始稳定金融体系和金融市场预期的作用明显强化。始自1987年9月的这一轮货币紧缩比此前十年美联储采取收紧的货币政策立场时所面对的现实的通胀环境都更为温和，同时当时的全球经济增长中枢水平也已经从战后复苏期的持续高增阶段降温下来，美国居民和企业部门对此缺乏充分的心理准备，在1987年10月19日美股出现“黑色星期一”暴跌，当日道琼斯工业指数、标普500分别下跌达22.6%和20.5%，股灾令美国居民企业部门担忧1929-1933年大萧条的极端情况重演，市场信心遭遇重挫。尽管刚刚启动新一轮货币紧缩周期的初期阶段，格林斯潘并没有拘泥于中期的货币政策立场，而是果断决定在次日开盘前明确宣布“愿意充当经济和金融体系所需的流动性的来源”，并明确表示美联储会向任何有意愿向证券业贷款的商业银行提供贴现贷款支持。美联储的流动性支持宣言有效稳定了市场预期，周二至周三，包括纳斯达克市场在内的美国主要股票市场均实现企稳和小幅反弹，五个季度后，当日的暴跌幅度均基本收复。1990年代以来，伴随着美联储对大萧条时期货币政策确实导致金融市场恐慌转化为严重的流动性枯竭，加剧了实体经济的信心崩溃问题进行了更为深度、连续的研究，格林斯潘及之后历任美联储主席都对于金融市场稳定性、银行体系流动性风险、避免恐慌蔓延形成实体经济和金融体系螺旋收缩的恶性循环等问题保持了极高的关注度。正是在对流动性风险的极大优先级关注度的指导下，美联储在2008年全球金融危机之后创造了非传统货币宽松政策框架，并在2020年大流行冲击发生后、2023年银行业动荡爆发后再度沿用甚至探索至更深更远的边缘。

图 21：1987 年 10 月美国“黑色星期一”股灾期间美联储迅速承诺向市场投放充足的流动性



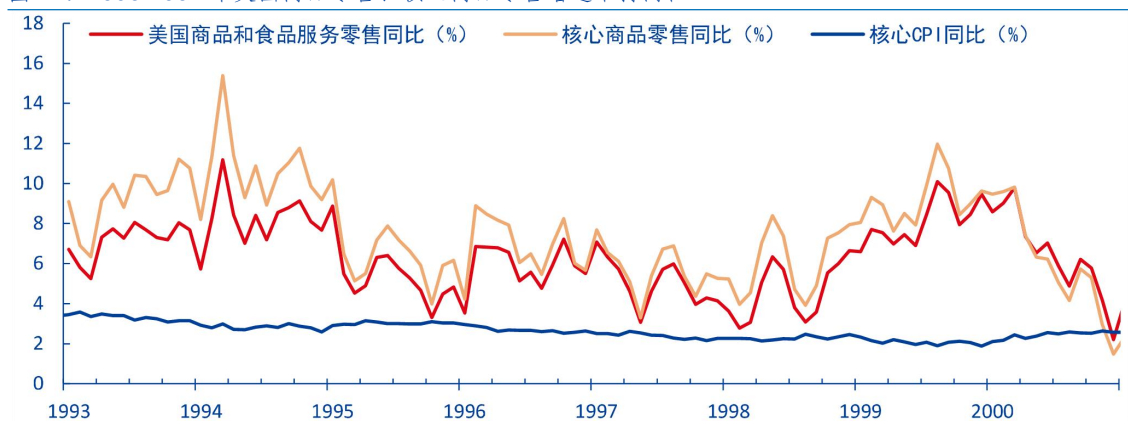
资料来源：CEIC，华金证券研究所

三、全球铸币税之觉醒与美国主导的全球化加速初期(1994-97)

1、1993-1994 年经济的明显改善令美联储决定加息

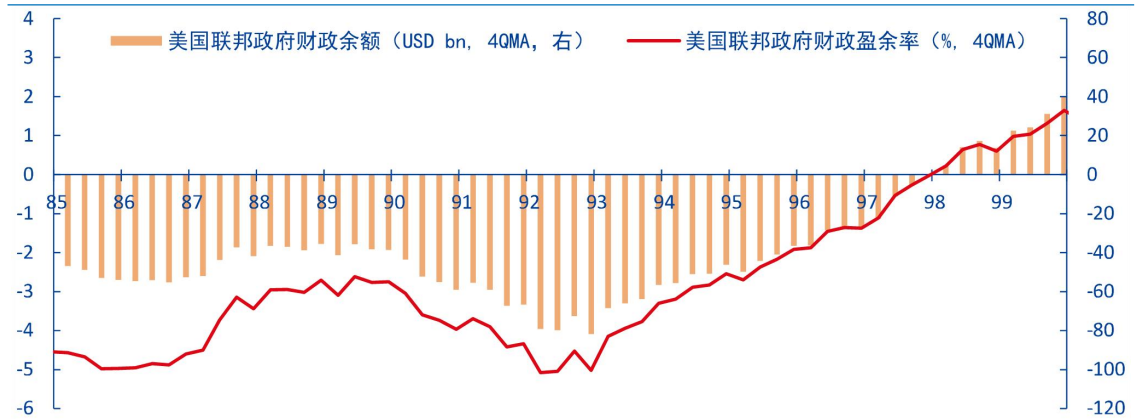
经过两年的宽松，美国经济在 1993-1994 年出现了总量到结构的显著改善。居民消费需求增速上行并维持高位，克林顿政府实施的财政紧缩在这一时期并未导致总需求的明显下降，技术进步的加快令私人资本快速积累，经济增速大幅上行。1993-1994 年，美国零售、核心商品零售同比均值分别达到 7.7%和 10.0%，居民消费增长旺盛。与此同时，刚刚入主白宫的克林顿逐步将其大选期间缩减财政赤字的承诺付诸实施，1993、1994 年美国财政赤字率分别从 1992 年的 5.0%下降至 3.3%和 2.5%。但财政收缩并未导致总需求的减少，在信息化等技术进步浪潮中，美国企业资本开支维持了较高的增速。此外因克林顿的财政收缩主张在真正落地前有长达一年左右的密集宣传期，金融市场对此充分消化，10Y 美债收益率在核心通胀几乎没有波动的情况下，自 1992 年底至 1993 年三季度出现了 1.3 个百分点的大幅下行，也对美国投资的高增形成了实质性的促进作用。1992-1994 年，美国实际 GDP 同比增速分别为 3.4%、2.9%、4.1%，1994 年已经出现比较明显的增长过热迹象。

图 22：1993-1994 年美国商品零售、核心商品零售增速维持高位



资料来源：CEIC，华金证券研究所

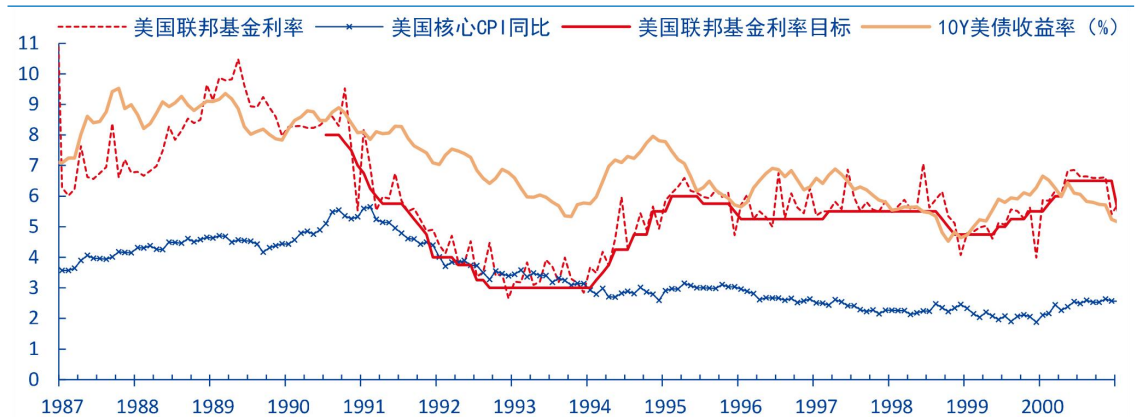
图 23：1993-1994 年美国财政赤字率快速收窄



资料来源：CEIC，华金证券研究所

美联储于 1994 年 2 月至 1995 年 2 月累计加息 7 次，合计抬升联邦基金利率和贴现率 300BP，将前者从 3.0% 抬升至 6.0%，这也是美联储第一次正式地以利率中介目标而非货币供给量作为货币紧缩的锚。格林斯潘自 1993 年下半年起就对经济走向过热抱有警惕，1993 年 12 月美国失业率比一年前下降 0.9 个百分点至 6.5%，美联储自 1994 年 2 月开始新一轮的货币紧缩过程，至 1995 年 2 月间，合计加息 7 次，其中前 3 次均为 25BP，1994 年 5 月、8 月的加息幅度为 50BP，1994 年 11 月进一步加快至 75BP，最后一次加息也是 50BP。这次美联储的货币紧缩过程中，没有对 M2、M3 增速目标进行频繁调整，而是选择将贴现率和联邦基金利率目标进行同等幅度的抬升。这是美联储 1989 年以来的首轮货币紧缩，也是第一次正式地以利率中介目标而非货币供给量作为货币紧缩操作的锚，利率中介目标强化了美联储将对通胀压力的跟踪转化为货币政策行动的能力。

图 24：1994.2-1995.2 美联储累计加息 7 次，合计加息 300BP（图内单位：%）



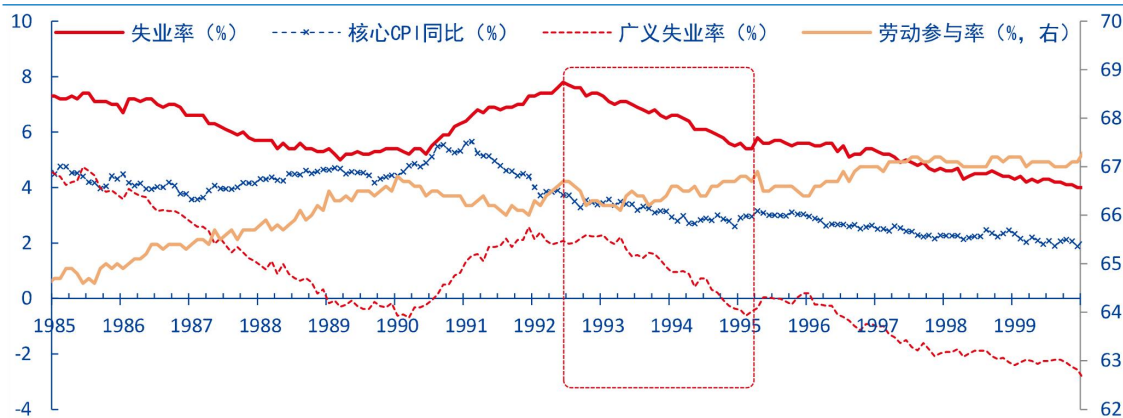
资料来源：CEIC，华金证券研究所

2、但通胀并未出现预期中的抬升，美联储在随后两年实施反向微调

这一次格林斯潘对潜在的未来通胀上行的担忧似乎是有些过度的，失业率的连续下行并未转化为核心通胀的上行，美联储在 1995-1996 年对联邦基金利率进行了反向的微调。自 1970 年以后的 20 年间，每当美国失业率下行较快时，都会出现较为同步或稍有滞后的核心通胀上行。1993 年开始的一轮失业率下行至当年下半年已经开始引发美联储的警惕，叠加 1994 年中、1995

年初油价一定幅度的上涨，令格林斯潘的本轮货币紧缩同样具有鲜明的“先发制人”特征，但实际情况日益证明美联储对通胀的担忧很大程度上是过度的，1994年底美国核心CPI同比反而进一步下行至2.6%，1995年上半年反弹的最高峰值也只有3.2%，此后再度回落至3.0%附近并相当平稳地保持至1995年底，1996年至1998年中甚至启动了新一轮的通胀中枢下移过程，至1998年4月美国核心CPI同比降至2.1%。而到1995年2月，美国失业率已经降至比1992年底低2个百分点的水平，1990年代失业率的回落整体都没有带来新一轮核心通胀的反弹。这种独特的现象令美联储不得不在1995年7月、12月和1996年1月分别小幅降息25BP，对相对于通胀过高的联邦基金利率水平进行反向微调。

图 25：连续大幅加息未阻止失业率下行，也没有带来通胀压力

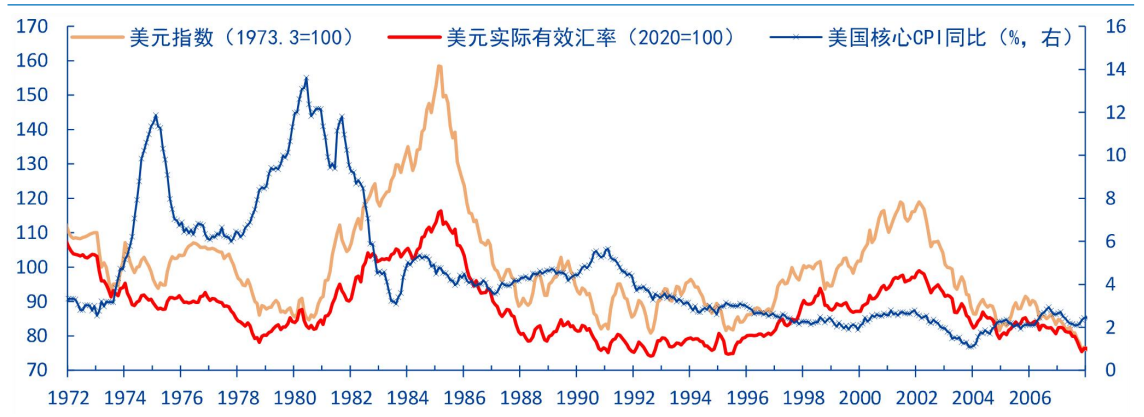


资料来源：CEIC，华金证券研究所

3、美国主导的全球化与铸币税意识觉醒

1990年代美联储的货币政策操作中有一个往往被忽略的重大变革，就是美联储在这一时期越来越强烈的意识到，作为具有唯一全球定价能力的货币，美元汇率的波动和美国的通胀之间并不存在必然的负相关性，这一逻辑的日益强化对美联储在进入二十一世纪之后先是纵容美国房地产市场的“非理性繁荣”、演化为全球金融危机之后又果断实施远超合理幅度的非传统货币宽松政策提供了重要的理论支持。纵观1970年代至1990年代的三十年，很大意义上就是美联储对全球浮动汇率制和美元在其中所处的特殊优势地位的认识日益强化、并在此基础上不断修正决策框架以更为充分地利用这一独一无二的全球铸币税地位的过程。事实上，只要美元仍被作为全球唯一的国际通行定价货币，就意味着在货币政策和国际货币体系领域，美联储的地位唯一性地与其他国家完全相反。当其他国家本币相对于美元贬值时，其进口商品的本土价格会上升，“输入性通胀”压力往往较国内的结构性通胀压力更快显现，迫使其货币当局采取果断的紧缩政策以避免通胀走向恶性循环的极端。而对美国而言，美元相对于其他国家货币的贬值并不改变美国进口商品的国内价格，甚至当全球其他经济中涌现出某些生产能力增长极快的经济体，同时这一经济体在中期维度上又不具备以其本币定价全球商品的能力时，美联储甚至可以同时实现本国的货币宽松、利率下降、经常账户逆差扩大和持续偏低的通胀，而这在作为价格接受者的小型经济体的框架内是永远不可能实现的。

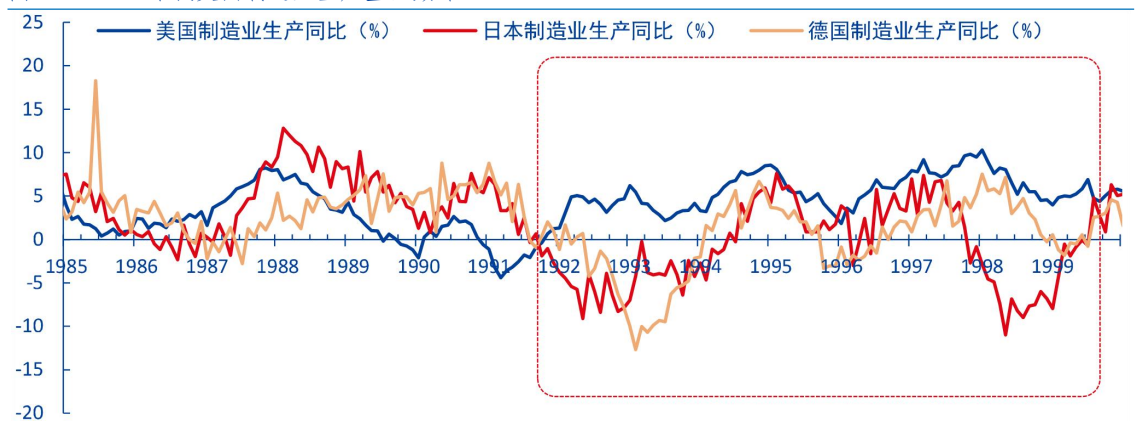
图 26: 美国的核心通胀水平在 1990 年代之后与美元指数脱钩



资料来源: CEIC, 华金证券研究所

1994 年美元指数短暂经历了“反常的贬值”，这一过程中经常账户逆差的扩大是伴随着美国核心通胀的回落的，这种现象佐证了美元享有唯一的全球铸币税特权，也佐证了美联储从固定汇率制度时期的“三元长期目标”向浮动汇率制度时期日渐清晰的“二元长期目标”演进的合理性。在美联储实施果断紧缩的 1994 年，美元不但没有出现明显升值，美元指数反而下跌近 10%。考虑到当时日本、德国等国家货币政策环境整体宽松，这一反常的现象被一些研究者称为“1994 年美元贬值之谜”。实际上汇率的长期中枢中包含有诸多市场预期的指标，我们认为当时美元指数在货币紧缩周期中的反常贬值可能主要原因在于市场尚未充分预期到美国在 1990 年代制造业和工业生产会再度走强并超过日德等其他发达经济体，从而低估了美元汇率的长期中枢，1995-1998 年美元指数旋即出现一轮大幅上行，并一直持续至 2002 年初，最大累计升值幅度高达 37.3%。但无论是在 1994 年的汇率低迷还是此后的升值过程中，美国核心通胀趋势单边下降，直至 2019 年大流行爆发之前都没有再出现过类似于 1970-1980 年代的严重通胀局面。

图 27: 1990 年代美国制造业生产重回巅峰

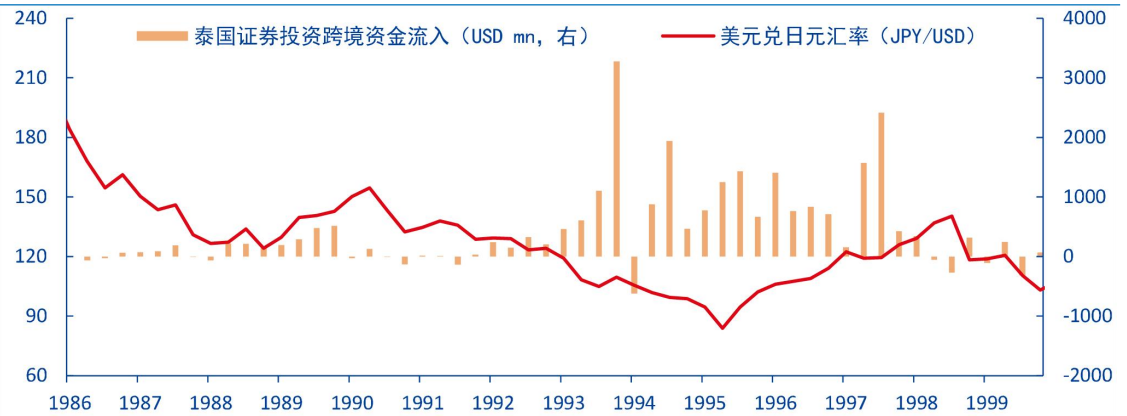


资料来源: CEIC, 华金证券研究所

全球定价者 (Price Maker) 的定价权最终来自于其对于先进产业链全球化大分工生产的领导和带动能力，而不是以逆全球化先锋身份出现的、对全球产业链深度合作的杀伤力。一种货币能否具有全球定价者的能力，是深度依托于这个经济体在可贸易品部门的生产技术领先程度、以及凭借这种领先优势充分高效整合全球潜在产能以构造更高效更低成本的全球化大生产的能力基础之上的。1994 年是全球经济中一个具有里程碑意义的年份，这一年中国实现了人民币对美元汇率的“两轨合一轨”以及与之相伴随的官方汇率一次性贬值到位，以此展现出积极融入全

全球化分工体系的意愿；同样在这一年，美国主导的北美自由贸易区正式成立，美国经济政策开始在马歇尔计划之后，面向更具后发潜力的新兴经济体主导构建新一轮全球化产业体系；也正是在这一年，日元相对美元升值到了战后最高水平，日资最后一次加速向东南亚国家金融市场和产业链形成投资输出，日本在广场协议之后以国内经济的泡沫化为代价而试图构建的日本主导的区域性的跨国生产体系已经开到荼蘼，日元汇率和东南亚国家的国际收支风险已经累积到接近临界点，美国先进制造业和领先的科技型企业已经走向全球化的前台。这是美国货币政策框架在实体经济结构性支持意义上的高光时刻和黄金时代。2001年之后，对于美联储来说，风险就将替代繁荣，成为挥之不去又不得不面对的巨大挑战。

图 28：广场协议后，日元升值驱动日资向东南亚产业和金融市场大量投入，直至日元重新进入贬值通道



资料来源：CEIC，华金证券研究所

四、启示：逆全球化是高通胀的导火索

1980 年代中期至 1990 年代末，美联储首先试图通过汇率调控实现外部平衡，在尝试效果不佳之后充分意识到了全球铸币税地位对美国具有重大利益之后放弃了外部均衡目标，并通过美国主导的一轮全球化的深入推进成功将通胀中枢有效压降至战后较低水平，为后续美联储向“熨平周期”的配合性操作框架转型提供了可能性。这一时期美联储货币操作框架的演变和复兴，对我们当前形势下分析研判美联储的操作有两点重要启示。

一、通胀的决定因素是供需两方面的，货币政策对通胀的影响是局部的，更大意义上来说通胀是货币政策决策的输入变量而非相反。美国的通胀中枢更多由实体经济的供需两侧结构所决定，货币政策只可能对总需求形成影响，而且在不同的经济发展阶段和中长期结构性特征下，货币政策对当期总需求的影响程度是不同的。80 年代中期至 90 年代末，供需两侧、特别是供给侧中长期结构的深远变化令美国通胀中枢高位开始逐步下降，美联储操作框架相应配合性从长期偏紧转向逐步偏松。与之相对比，当前美国结构性高通胀环境下，可能要求美联储维持限制性的货币政策更长的时间，而并非短期多次尝试转向扰乱市场预期。

二、美联储在 1990 年代以来已经充分意识到全球浮动汇率制度下美元作为国际货币锚所享有的全球铸币税地位所能够给美国经济带来的巨大好处，在此之后美联储已经不再将压降美元汇率作为其货币政策目标。广场协议之后，美元指数的大幅贬值并未能够有效带动美国经常账户差额收窄，反而令美联储日渐加深了对于全球铸币税优势地位的认识。美国的经常账户失衡是经济供需两侧的结构性问题，高通胀时期如果美元指数走低，可能会加剧美联储对“输入性”通胀黏

性的担忧，在美联储于 1990 年代初已经明确放弃外部均衡长期目标之后，当前美元指数高位不会对美联储未来的潜在操作路径产生单边影响。

三、全球化是美国低通胀的主要原因，逆全球化是高通胀的导火索。全球化程度的加深对作为全球最大货物贸易逆差国的美国通胀中枢的下移具有重要的积极作用，而在逆全球化的阶段，美联储也将不得不将其大部分政策注意力放在应对因全球产业链趋于破碎化而导致的商品高通胀黏性问题上。

风险提示：当前美联储加息存在超出市场预期的风险，并可能产生紧缩性外溢效应。

分析师声明

秦泰声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

办公地址：

上海市浦东新区杨高南路 759 号陆家嘴世纪金融广场 30 层

北京市朝阳区建国路 108 号横琴人寿大厦 17 层

深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 10 楼 05 单元

电话：021-20655588

网址：www.huajinsec.cn