

# Brainard-在逆风转向顺风中引导货币政策

本文由智堡翻译，支持智堡请下载智堡APP并订阅我们的黑金会员。

2018年3月6日，美联储理事Brainard在纽约大学货币市场从业人员协会(NYU Money Marketeters)作了题《在逆风转向顺风中引导货币政策》的演讲。

许多前几年抑制美国经济增长和对货币政策施压的逆风力量当前正产生顺风。如今世界各地的许多经济体正在经历同步增长，在2015-2016年间，重要的外国经济体经历了负面冲击和需求乏力。与那段时期的不断下修相比，国际货币基金组织持续并且于今年1月上修了世界经济展望。强劲的国外经济应该增加对美国出口产品的需求，促进美国企业的外汇收入。

上修的外国经济展望也拉近了外国货币政策收紧的预期，从而导致外币的升值和美国进口价格上涨。相比之下，在前一段时期，外国货币走弱，推高美元和压低美国进口价格。自2016年末以来，广义美元汇率已经贬值了近8%，而在2014年中至2016年间升值了25%。

在最近几个季度，油价上涨和强劲的全球需求对商业投资提供了强有力的支持，相比之下，商业投资在2015-2016年间大幅回落。商业固定资产投资支出在2017年增速超过6%，在前两年，钻井和采矿行业拖累了商业固定资产投资增速。

尽管最近金融市场发生波动、金融状况有所收紧，当前的金融状况正支持经济增长。各种股票估值指标与历史常态相比仍然高企，企业债券利差保持压缩。相比之下，在2014年中到2016年下半年，当股票价格持平、美元急剧升值。芝加哥联储的国家金融状况指数提供了有用的汇总统计，根据这一指标，金融状况在2014年中到2016年初显著收紧，而如今的金融状况尽管有所收紧，仍然保持在金融危机以来的宽松范围之内。

最引人注目的顺风力量是美国的财政政策立场的转变从克制转向大力刺激经济接近充分就业。在之前一段时期，经济刚刚经受住财政支持大幅撤出的调整。如今，经济处于接近充分就业的位置，已经做好充分准备吸收1-1.5万亿美元规模的个人和企业所得税减税和3000亿美元的联邦支出增加。预计去年12月通过的税收立法将对本年和明年的实际GDP增速产生0.5%的推动。此外，近期的预算案将提高未来两年的联邦支出，约占GDP的0.4%。

## 实现通胀目标并维持充分就业

尽管经济目前在充分就业并以高于趋势的速度扩张，通胀已经在较长时间保持低迷。在去年，整体PCE通胀率为1.7%，核心PCE通胀率为1.5%，与过去五年的平均水平差别不大。

尽管失业率已经低于大多数的自然失业率，通胀低迷的持久性意味着潜在通胀的风险可能已经软化。

虽然暂时的因素无疑在去年的核心PCE下行中产生作用，各种实证分析表明持续性因素导致了核心通胀的低迷。各种潜在通胀指标可能在FOMC的2%目标下方运行，拖累薪资和物价设定。例如，一些长期通胀预期调查指标目前低于危机前的水平。通胀补偿近期有所上升，但仍然低于危机前的水平。

因此，确保潜在通胀在2%重新锚定对于货币政策很重要。同时，维持充分就业也很重要。

很难精确地知道劳动力市场仍存在多少松弛。如果失业率在未来一年继续以过去数年的速度下降，将达到1960年代末以来前所未有的水平。另一方面，壮年工人的就业人口比保持在低于危机前1%以上达到水平。如果更多的工人加入劳动力市场，劳动力市场可能在不失衡的情况下进一步稳固。但这是一个悬而未决的问题，有多少比例的壮年美国工人处于劳动力市场之外，并且将对劳动力市场状况相对于危机前收紧作出反应，尤其是男性。较有利的场景下，强劲的劳动力市场将吸引一些气馁工人(discouraged workers)回归，并且进入过去几年较具生产力的岗位。我们的褐皮书和劳动力调查表明，雇主们正在扩大范围寻找求职者并且在培训投入更多。

# 引导货币政策

---

虽然去年我们面临持续走强劳动力市场和走弱的通胀的脱节，充分就业和超趋势增长的顺风力量堆积，打破了我考虑的平衡。**随着对实现通胀目标的信心增强，继续逐步提高联邦基金利率很可能是合适的。**

尽管其他国家的经验表明，要提高持续数年运行在政策制定者的目标下方得到潜在通胀是很困难的，更强的顺风力量可能帮助通胀预期在对称的2%的目标得到重新锚定。当然，我们可能在中期看到温和、暂时的通胀超调。**如果发生温和、暂时的通胀超调，这就与FOMC的对称的目标一致，并且可以帮助潜在通胀回到目标。**近期的研究已经强调了通胀和长期通胀预期的下行风险，长期通胀预期受制于名义利率的有效利率下限，确保潜在通胀在新常态下不下滑至目标下方是很重要的。

我们也寻求维持充分就业，并且关注可能损害这一目标的失衡。如果失业率继续沿着当前轨道下降，可能下降至过去五十年都很少看到的水平。从历史上看，这些时期通常存在高企的失衡风险，无论是以早年的高通胀形式，还是近年的金融不平衡形式。当前复苏的显著特点之一是，失业率下降但通胀没有加速，即平坦的菲利普斯曲线。尽管薪资增速已经有些改善，但持续低于金融危机前的增速。

然而对于低失业率的经济，我们没有丰富的经验，无法确定将如何演变。特别是，**我们将保持关注金融失衡风险。**尽管资产估值看似高企，金融系统的整体风险性保持温和，家庭借贷温和，流动性和久期转换相关的风险下降，更重要的是，银行体系资本充足。历史表明，经济繁荣可以导致借贷标准放松，随之而来的过度借贷将导致货币政策的任务复杂化。我们需要保持警惕。

## 结论

---

这些因素对货币政策的路径意味着什么？继续逐步提高联邦基金利率可能仍是适当的，以确保通胀持续上升至目标并维持充分就业。记住，**利率正常化早已在进行中**，资产负债表轮出将在今年晚些时候达到稳定的速度。当然，**如果进展与预期有所不同，我们也应该准备好调整货币政策路径的方向。**

在许多方面，当前的宏观环境是几年前的镜像。在早期，强劲的逆风削弱了经济复苏的动能，拖累了货币政策路径，如今，逆风力量正转向顺风，相反的情况也可能发生。

来源：Navigating Monetary Policy as Headwinds Shift to Tailwinds

<https://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/brainard20180306a.htm>