

美联储理事Brainard：谈论中性利率时 我们在谈论什么

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。

很高兴来到底特律。我的职业生涯始于这座汽车之城，自那之后我始终关注着该地区的命运。几年前我和当地官员曾一道访问了底特律的一些街区，当时金融危机造成的破坏仍历历在目。虽然这座城市的许多街区如今依旧面临挑战，但大都会区的商业活动和投资已见起色，失业率继续呈下降趋势，最近降至4.3%。（在此鸣谢联储理事会的John Roberts在准备本稿时提供的帮助。文中言论仅代表我个人的观点，不一定代表联邦储备理事会或联邦公开市场委员会的立场）

从底特律可以管窥更广泛的全国经济表现。虽然许多人的生活仍面临挑战，但总体增长是强劲的，经济正逐步实现我们的充分就业和通胀目标。结合这样的前景，联邦公开市场委员会 (FOMC) 从危机时代的低点渐进加息，并在最近的政策声明中指出进一步渐进加息是合适的，也就不足为奇了。不过在讨论前景之前，首先应当探讨一下在阐释利率路径时会用到的重要概念。

什么是中性利率？

当我们在考虑如何设置联邦基金利率 (federal funds rate) 的时候，很多决策者和经济学家都将中性利率 (neutral rate of interest) 的概念视作有用的参考框架。那么，中性利率究竟是什么意思？言简意赅地说，我认为**名义中性利率是将联邦基金利率保持在这样一种水平，以令经济产出在充分就业和稳定通胀的环境中能够围绕其潜在利率增长。**

（与此密切相关的自然利率概念——即在充分就业时令投资和储蓄达到平衡的利率水平——最初应归功于瑞典经济学家Knut Wicksell；自然利率和中性利率是密切相关的概念，其在技术层面上的不同对经济理论和估算而言很重要，但对于此处的直观讨论来说无甚区别）

首先应关注“**较短期中性利率 ("shorter-run" neutral rate)**”，这不是一个固定的数字，而是随着经济状况的重大变化而波动。例如，减轻税负和增加开支带来预算赤字增加的法案若获通过，可以预见其会对国内需求造成影响，从而推高较短期中性利率。投资者的风险偏好上升同样可以推高较短期中性利率。与之相反，引发金融危机的诸多力量——例如企业和家庭的恐慌和不确定性——则可能令中性利率下降，同时外国对美国出口商品的需求也会下降。

在许多情况下，货币政策可以通过调整政策利率，来反映较短期中性利率的变动，从而帮助经济保持在充分就业的可持续发展道路上。在这样的背景下，**评估货币政策立场的适当参考依据，就是政策利率与名义较短期中性利率之差。**

讲到这里，始终都是在较短期中性利率的范畴中，而这种利率会对需求面的顺风或逆风作出反应。**较长期均衡利率 (longer-run equilibrium rate)** 则是另一个相关的概念。所谓“较长期”的基本概念，通常是指在达到FOMC充分就业和通胀目标的环境下，剔除顺风或逆风的短暂影响之后，按照较长期趋势增长的经济产出水平。

FOMC参与者在其经济预测总结 (Summary of Economic Projections, SEP) 中估计的**较长期联邦基金利率 (longer-run federal funds rate)**，符合较长期均衡利率的定义（正如FOMC SEP所定义的那样，“较长期预测代表了在货币政策适当且在经济未受到进一步冲击的情况下，每个参与者对各种变量预期收敛的利率水平评估”）。值得强调的是，较长期联邦基金利率是FOMC预测报告中的唯一——一个中性利率。**但较短期中性利率，而非较长期联邦基金利率，才是在存在顺风或逆风时，评估近期货币政策路径的有效基准。**

估算中性利率

与其他均衡宏观经济概念（如潜在GDP和自然失业率）类似，较短期和较长期中性利率的水平并不能被直接观察到，因此必须根据可观察变量，如市场利率、通胀率、失业率和名义GDP等的变化，估计或推断其水平。近年来，（美联储）在推算较长期均衡利率的估计值上做了大量的工作，所使用统计技术捕捉到的结果，有时甚至可视为中性利率中高度连续的成分。这些估计值反映出一种核心趋势，即**较长期趋势利率 (the longer-run trend rate) 的名义值落在2.5%至3.5%的区间内**。这一区间与FOMC SEP对中长期联邦基金利率的最近中位数估值（略低于3%）相吻合。根据这些估值判断，与前几十年的4%至5%估值区间相比，较长期中性利率已大幅走低（对这种下降趋势已有各种假设做出解释，包括劳动力增长放缓，生产力增长放缓以及储蓄倾向上的增加）。

再来看较短期中性汇率，虽然估计值对模型存在依赖，且结果存在不确定性，但我们可以对其近期演变提出一些总体推论，这些推论很大程度上与特定模型的细节无关。估计值表明，**较短期中性汇率呈现出一定的周期性，在衰退期走低，而在扩张期上升，当前的这一轮扩张似乎也不例外**。

失业率去年恢复到了危机前的水平，而这要求近10年中的实际利率始终低于零。今年失业率还出现了进一步下降，就业市场增长得到进一步加强，而联邦基金利率也在上升。从各方面表现来看，较短期中性利率可能也有所上升。而若是在联邦基金利率上升的同时，中性利率的水平保持不变，我们则会得出劳动力市场增长将放缓的预期。这种推论与正式模型的估计一致，表明随着经济扩张的稳步推进，较短期中性利率已经上升。观察结果还表明，在联邦基金利率走高的同时，各种指数衡量下的整体金融状况仍然相当宽松。

在最新的FOMC SEP中位数路径中，预计到明年年底，联邦基金利率将上升到超出较长期联邦基金利率的水平，实际GDP将以超过其长期增速的步伐增长，而失业率还将继续下降。从逆风向顺风的转变，可能会推动较短期中性利率在未来一两年内超出其长期趋势水平，正如它在金融危机爆发之后跌破较长期均衡利率水平一样。尤其应当注意的是，**可观规模的财政刺激计划**可能会继续推高未来两年的较短期中性利率。相对于历史水平而言，**流动资产的较高估值**是推动较短期中性利率高于其长期水平的另一个因素。正如近期FOMC会议纪要所指出的那样，即使考虑到当前的低利率环境，**企业信贷利差仍处于异常低的水平**，而股票估值则高于历史水平。**企业和消费者信心高涨**，也与较短期中性利率的上升相一致。

前景

在为（美联储）评估政策路径的方式方法提供了一些背景之后，我们将话题转向对前景的观察。不论用哪种标准来衡量，（美国）二季度的整体增长都是强劲的。**年化实际GDP增速提高至4.25%，考虑到经济扩张已进入九年，这样的增长步伐是非常迅速的**。展望未来，经济增长似乎仍将保持稳健。市场信心高涨，国内私人需求势头强劲，近期出台的财政刺激措施将继续在整个经济体当中发挥作用，效果至少会持续到明年。

劳动力市场也很强劲。今年年初以来，就业增长平均每月超过20万人，比2017年的步伐更快，且远高于吸收新劳力以满足市场所需的预期步伐。**在壮年工人当中，就业人口比率为79.3%，比去年提高了近1个百分点**。这些发展令人振奋，表明紧张的劳动力市场正在为更多的美国人提供就业机会。尽管如此，该数字仍然比上一轮周期的峰值低约1个百分点，表明**还存在进一步上涨的空间**。

另一个令人鼓舞的发展，则是**8月报告中的薪资增长，达到自金融危机谷底以来的最高水平**；尽管按历史标准来衡量，薪资增速仍相对温和。虽然过去一年各种薪资刺激措施都在加速，而且部分部门和地区存在工人短缺的实证证据，但并没有迹象表明总体工资指标的加速过快。

8月份失业率为3.9%，比去年同期低约0.5个百分点。**如果失业率继续照过去一年的速度下降，我们很快就会达到自20世纪60年代以来所未见的失业率水平**（译者注：10月5日公布的美国9月失业率下降至3.7%，为1969年以来新低，Brainard演讲中的“预言”业已兑现）。从历史上看，资源利用处于同样紧张程度的几个时期中，往往伴随着通胀加剧或金融失衡的风险。举例而言，通胀过程可能会以意想不到的方式发生变化。

到目前为止，通胀方面的数据仍然令人鼓舞，**一方面并未出现通胀爆发的信号，另一方面则保证了通胀持续接近2%的基本趋势**。核心个人消费支出（PCE）价格在过去12个月中上涨了2%，与FOMC的目标一致。通胀预期的调查指标稳定于历史区间的下沿，而基于市场的通胀补偿措施则稳定于2016年低点的上方。潜在趋势通胀的各种标准衡量出的结果，在一段持续的时间内始终低于我们2%的目标；可持续地实现2%左右的通胀率尤为重要，以防止下次经济面

临衰退而联邦基金利率触及下限时，潜在趋势通胀受到负面影响。

历史经验表明，每当失业率降至明年（2019）预期中的低水平时，经济过热的迹象最终会以金融部门失衡，而非加速通胀的形式出现。美联储的评估指出，金融脆弱性正在形成，在经过长期的经济扩张和极低的利率环境后这是可以预见的。**风险的攀升在企业部门尤其引人注目，企业部门的低信贷利差和宽松信贷条件，反映在企业债务规模的不断攀升；一旦出现意料之外的不利事件，这些企业极易受到评级调降的影响。**杠杆贷款的活动也再度上升；杠杆贷款和由这些贷款支持的证券化产品利差水平都非常低，理事会高级信贷员对银行贷款业务的调查报告 (Senior Loan Officer Opinion Survey on Bank Lending Practices, SLOO) 显示，杠杆贷款的承保标准可能会下降至2005年以来的最低水平。

虽然紧俏的资源利用和宽松的金融环境呈现出上行风险，但近期海外的一系列事件发展则反映出下行风险。贸易政策带来了不确定性。欧洲和日本的经济增长趋于缓和，不及去年的强劲步伐，而意大利等国家的政治风险再次抬头。中国正疲于应对“去杠杆”和增速放缓，以及充满挑战的贸易环境。**由于美国的经济增速已经将外国增速甩在了后面（其中部分反映了各国财政政策的分歧和货币政策进一步分歧的预期），导致今年上半年美元的上行压力加大。**由此造成的货币调整，加之不可预测的贸易环境以及渐进提高的利率，加剧了一些新兴市场经济体面临的重重挑战。虽然到目前为止，资本流动的逆转大致上被遏制在了几个特别脆弱的国家境内，但我担心新兴市场经济的回撤风险可能会进一步扩大。

政策路径

那么上述这些，对政策有何影响？**在未来一两年内，除非出现意料之外的发展，联邦基金利率的持续渐进上升仍将是维持充分就业、保证通胀接近其目标的合适路径。**由于政府的刺激计划在未来两年内为需求提供了顺风，因此预计较短期中性利率会上升并超过较长期中性利率的水平，是一个合理的结论。而再往后的政策路径，则取决于经济如何演变。

这些发展同样也意味着，**在未来的某个时间点，委员会设定的联邦基金利率，将超过目前对较长期联邦基金利率的估计值。**实际上，SEP中的中位数预测就具有这一属性。如果期限溢价没有从目前非常低的水平回升，将提高收益率曲线扁平化或倒挂的可能性（标准期望假设模型中将较长期利率分解为两个组成部分，分别代表未来短期利率预期和“期限溢价”所带来的影响。大多数基于模型的期限溢价估值表明，近期溢价一直处于非常低的水平，甚至有人认为整条收益率曲线上的期限溢价大致为零。如果期限溢价保持在极低的稳定水平上，那么长期利率的变动将由与未来短期利率预期相关的因素主导）。

与你们当中的许多人一样，我也知道从历史数据来看，每当美国3月期和10年期美债收益率的曲线倒挂，经济衰退往往接踵而至，而且这些记录相对可靠。但与这些历史时期不同的是，**今天的10年期国债收益率处于非常低的水平，约为3%，远低于危机前几十年的平均6.25%。**

如前所述，10年期美债收益率异常低的部分原因，是市场对长期利率的预期本身就相当低。10年期美债收益率非常低的另一个重要原因，则是（相对于历史水平）业已降至非常低水平的期限溢价。根据美联储工作人员的估算，长期为负的溢价直到最近才转正，并且仍保持在非常低的水平；作为对比，3月期和10年期美债收益率之间的利差在2010年年初达到325个基点的峰值时，溢价曾一度接近100个基点。这样一来，从历史收益率曲线关系（以远高于今天的期限溢价水平为特点）当中得出的结论，就必须做出相应的调整。**如果溢价始终保持在非常低的水平，任何数量的货币政策紧缩都会导致倒挂更快来临，即使是在过去不会导致倒挂的适度紧缩，现在也可能造成收益率曲线倒挂。**

期限溢价低于过去的一个原因，是股票和债券收益之间的相关性发生了变化，可能与预期通胀结果的变化有关。全球期限溢价较低的另一原因是几大主要经济体央行的资产购买操作。在这些前提下，**期限溢价若随着资产购买计划影响的逐渐减少而一路上升，其效果可能会阻止长期收益率曲线的倒挂。**

值得强调的是，SEP中位数所表明的扁平化收益率曲线，与为满足维持充分就业和通胀目标而制定的政策路径相关联。因此，虽然我会密切关注收益率曲线作为反映金融状况的重要信号，但我想强调，对收益率曲线变动的理解，只是制定适当政策的几个考量因素之一。

实际上，政策路径会造成意想不到后果的可能性，正是支持渐进加息的一个令人信服的理由。SEP中位数路径预期的渐进加息，应当给我们留下一些时间来评估政策造成的影响。

虽然我们今天可获得的数据表明，渐进加息的路径是合适的，但如果情况发生变化，我们会毫不犹豫地果断采取行动。例如，如果潜在通胀突然出现并意外走高，那么脱离渐进路径可能是合适的。**稳定的通胀预期是中央银行在过去几十年中取得的关键成就之一，我们会尽最大努力捍卫这一遗产。**

结论

我们所面临的挑战，是维持充分就业和2%的通胀水平，而这可能需要联邦基金利率继续渐进上行。由于财政刺激措施和支持增长的金融条件，较短期中性利率可能会进一步上升，并可能在一段时间内超过较长期均衡利率。而在短期之外，中性利率可能会上升多少，以及它是否会进一步趋于扁平或缓和，将取决于各种事件发展——例如财政刺激措施到期后是否延长，外国和贸易风险是加剧还是消退，以及金融系统脆弱性是否进一步扩大。因此，SEP的中位数政策路径所反映的渐进加息步伐中包含了一定程度的审慎，在我看来这是合适的。

译者：张一葶

来源：Brainard, Lael, What Do We Mean by Neutral and What Role Does It Play in Monetary Policy?, Remark at the Detroit Economic Club, Sep. 12th 2018