

未来数年联储的重要选择

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4月18日在纽约，纽约联储主席杜德利（William C. Dudley）作了题《未来数年联储的重要选择》的演讲。

我将把演讲的重点放在经济前景上，包括近期和更长期。我会讨论一些在未来数年，我的任期结束之后，联储将要考虑的重要货币政策问题。

经济前景

在近期内，经济前景仍然相当乐观。我预计，2018年和2019年，美国经济将继续以高于趋势的速度增长，这将带来足够的压力，促使通胀上升到联邦公开市场委员会（FOMC）的长期2%目标。

对增长前景中的信心来自于几个理由：货币政策保持宽松，金融环境依然宽松，全球经济正处于同步扩张之中。此外，减税和增加联邦支出的重大财政刺激将提振实际家庭可支配收入和企业利润，这将有助于进一步提高消费和资本支出。

在这种情况下，今年头两个月的消费支出放缓并没有多少信号意义。我认为这种放缓主要是由于两个暂时的因素：一是在飓风哈维、厄玛和玛丽亚之后的复苏努力中出现的消费紧缩，以及今年对于部分税收优惠退税的延迟。

强劲的就增长也表明，家庭支出的放缓将是暂时的。在过去的三个月里，每月就业增长达到了20.2万人，略高于2017年的平均水平18.2万。甚至在考虑今年减少个人所得税的影响之前，强劲的就增长加上温和的劳动报酬增长将确保家庭收入继续稳固上升。

就通货膨胀而言，大多数证据表明将缓慢迈向FOMC的2%目标。截至2月，整体个人消费支出（PCE）价格指数和核心PCE价格指数（除波动性较大的食品和能源成分）同比分别上涨1.8%和1.6%，去年夏季为1.4%和1.3%。本月末还有可能进一步上升，因为在一年前手机服务价格的大幅下滑可能会从同比计算中轮出。

在当前的环境下，我认为关于适当的货币政策立场**有三个重要问题**：

- 如何快速移除货币政策宽松——在目前4.1%的失业率下，渐进路径是否仍是合适的？
- 在移除货币政策宽松方面要走多远——在未来几年，货币政策是否必须转向一定程度的限制？
- FOMC如何将财政政策和贸易政策发展纳入其货币政策决策？

在我看来，加息的渐进路径仍是合适的。即使失业率很低，通货膨胀率仍然低于2%的目标。只要这些情况仍然存在，激进收紧货币政策的理由就不那么紧迫。事实上，我们还不清楚，在不显著推升通胀的情况下，失业率到底会下降到多低。我们无法直接观察到非加速通货膨胀率的失业率，即NAIRU（non-accelerating inflation rate of unemployment）。相反，我们只能从劳动力市场收紧时，薪资和价格通胀的反应来推断。

另外，美国的劳动力市场存在可能比4.1%的失业率更多的松弛。在过去的6个月里，尽管就业增长强劲，但失业率仍保持稳定。随着劳动力市场改善，越来越多的人积极寻找工作。因此，尽管劳动力人口不断老龄化，但劳动力参与率已经趋于平稳。此外，由于美国壮年劳动力参与率与许多发达经济体相比较低，劳动力市场在遭遇重大资源限制之前，可能会进一步改善。

话虽如此，**美联储不应过度保持宽松。在劳动力市场变得太紧张以至于薪资和物价的上涨幅度与FOMC的2%目标不一致之前，货币政策回到中性是很重要的。**我们从国会获得的授权是最大限度的可持续就业和价格稳定——不仅仅是在商业周期的某一点达到高水平的就业。

至于FOMC应该在多大程度上移除货币政策宽松，两个主要问题凸显出来。首先，什么是中性货币政策设定？第二，在什么情况下，从中立到限制是合适的？

不幸的是，我们也无法观察到中性的实际短期利率，即r-star。r-star随着经济环境的变化而不断变化，在任何时候都有各种各样的估计。例如，如果其他条件不变，在近期和预期的未来加息中，持续宽松的金融状况意味着r-star可能比先前估计的要高。转向更刺激的财政政策也可能意味着某种程度上更高的r-star，至少是暂时的。

人们对中性利率的看法也可能受到对长期经济环境的评估的影响。例如，如果我们处于“长期停滞”的时期——以长期过剩的全球储蓄和人口老龄化为特征——那么人们就会认为r-star会持续走低。但是，如果我们正处在一个从金融危机中恢复过来的世界中，那么人们就会期望r-star会随着时间的推移而上升。缺乏对环境的清晰性增加了对r-star水平的不确定性。

尽管存在这些不确定性，人们仍然需要有一个观点。在目前的情况下，我认为中期的r-star可能会在1%左右。虽然这比一些模型的估计要高，但我已经上调了我的估计，因为金融状况依然宽松，财政政策在2018年和2019年可能会相当刺激。

如果中性实际利率在1%左右，在货币政策离紧缩还有一定距离。在FOMC的2%通胀目标中，我对r-star的估计意味着**联邦基金利率需要升至3%左右，才能被认为是中性的**。当然，作为影响r-star变化的因素，我对r-star的估计也会随着时间的推移而变化。

货币政策是否需要转向限制关键取决于在通胀没有明显高于2%情况下，失业率能下降到多低。尽管对这个问题还没有定论，但上个月的经济预测总结（SEP, Summary of Economic Projections）很有启发意义。大多数FOMC参与者，包括我，认为失业率在2020年之前将大大低于其对NAIRU的估计，同时通货膨胀率将略高于2%、联邦基金利率高于可能的长期水平。因此，**3月的SEP暗示，大多数FOMC参与者预计，未来几年货币政策将需要变得略微限制。**

近期的财政和贸易政策发展可能会增加距离中性货币政策立场的不确定性，以及FOMC将不得不采取限制性立场的可能性。财政政策向刺激政策的转变在某种程度上是具有挑战性的，因为它发生在一个商业周期的成熟阶段，而且这种转变使国家的财政路径走上了一条不可持续的轨道。根据美国国会预算办公室（CBO）本月早些时候发布的预测，联邦预算赤字预计将在2019年超过GDP的4%，远高于需要维持联邦债务与GDP之比的水平。此外，国会预算办公室预计，未来10年，预算压力将会很大，在整个期间，赤字率预测将在GDP的4%到5%之间。随着联邦债务继续增长、利率进一步上升，偿债成本将在未来几年急剧上升。此外，随着婴儿潮一代的成员继续退休，福利支出可能会大幅增加。

美国在贸易问题上采取更激进的态度也可能增加不确定性。一方面，这可能导致修订贸易协定，为美国提供更多进入外国市场的机会，并更好地保护知识产权。这将提高美国的生产率和实际GDP增速。另一方面，更强硬的谈判可能导致报复和更高的贸易壁垒，无论是在国内还是国外。与第一种情况相反，这一结果将是相当消极的：导致通胀上升、生产率降低、潜在GDP增速放缓。随着时间的推移，美国贸易政策的演变将会对美国经济的表现产生重要影响，进而影响到美国的货币政策。**财政和贸易政策的这些转变可能导致经济前景的不确定性增加，使得FOMC在未来几年实现双重任务目标变得更加困难。**

长期货币政策问题

从长期来看，FOMC还需要解决一些其他重要问题。其中包括：

- 1)确定适当的货币政策长期实施框架，
- 2)决定是否需要调整货币政策决策战略框架，以减轻与短期利率受限于有效利率下限相关的风险。

对于第一个问题，我认为有两种选择：回到金融危机之前的“走廊”类型系统（“corridor”-type system），或者继续沿用自危机以来一直存在的框架——即“地板”系统（“floor” system）。在走廊系统中，银行系统的准备金稀缺，联邦基金利率通过公开市场操作调整准备金的供应来设定。相比之下，在一个地板系统中，准备金是充裕的，因此美联储向超额准备金支付的利率，即IOER，是用来控制联邦基金利率的主要工具。

在我看来，保持现有的地板系统的理由非常有说服力：首先，它运行起来没有走廊系统那么复杂。在当前的机制下，IOER的设定在很大程度上足以维持联邦基金利率处于FOMC目标范围内。与此相反，在走廊系统中，需要预测影响银行准备金余额的许多外生因素，然后在接近每日的基础上进行公开市场操作，以保持准备金与FOMC目标范围一致。由于这些外源因素的波动较大，所以这一任务现在可能更加困难。

其次，走廊系统限制了美联储提供可帮助维持金融稳定的最后贷款人类型的能力。在2008年秋天获得授权为准备金支付利息之前，美联储官员，包括我，面临一个问题：如何定期消耗增加的准备金以保持联邦基金利率可控？这不仅仅是金融危机期间的一个理论问题。最初的拍卖定期拍卖工具（Term Auction Facility, TAF）保持在相对较小规模，部分原因是担心更大的规模将使SOMA经理更难消耗足够的准备金来抵消TAF的增加。类似地，定期证券借贷工具（Term Securities Lending Facility, TSLF）涉及美联储以国债为抵押品与一级经纪商的更低质量抵押品进行互换，被引入的原因很大程度上是因为抵押品互换与现金贷款不同，不影响银行系统的准备金数量。我的总体观点是，由于需要消耗储备以保持联邦基金利率接近FOMC的目标，因此，在走廊系统中，实现具有广泛基础的、开放式的“最后贷款人”机制更加困难。

我认为这是危机前的走廊机制的一个重要缺陷，没有得到足够的重视。当信心动摇和金融稳定处于危险之中时，有能力引入广泛而可信的最后贷款人——以质押担保为保证的担保——是至关重要的。当他们知道一旦经济和金融状况恶化，将会有中央银行的支持，私人部门的参与者更有可能继续与对手方进行接触、借款和贷款。走廊机制可能会导致美联储推迟或避免提供这样的担保，这可能会增加金融稳定风险，导致贷款机构和借贷者相互分离。

尽管FOMC尚未就实施货币政策的未来框架做出最终决定，但会议纪要确认，与会者认识到地板系统的优势。在2016年11月的FOMC会议纪要中提到，“与会者评论使用一个政策实施方法的优点是，不再需要主动管理准备金的供应...人们认为，这种方法可能相对简单、有效，易于沟通，在多种情况下都能有效地控制利率。”

FOMC面临的第二个主要问题是，是否要改变其战略框架，以降低利率回归到有效下限的风险。一旦联邦基金利率接近于零，FOMC进一步降低短期利率的能力就受到限制，而提供货币政策刺激的其他可用政策选择可能会变得不那么有效。如果FOMC无法提供足够的刺激，经济可能难以复苏。反过来，通胀和通胀预期可能会下降——从而提高实际利率——这实际上是收紧货币政策，并使创造可持续复苏的任务变得更加困难。

一些人认为，降低这一风险的理想方法是将FOMC的通胀目标从2%提高到3%或4%。理由是如果通胀目标稍高一些，商业周期后期的名义利率也会更高，这将为FOMC提供更大的空间，以便在必要时降低短期利率，以刺激经济。

虽然认识到有一个合理有效的下限风险，**但我不支持提高通胀目标，原因有三：**

首先，更高的通胀目标是否会被认为与追求价格稳定的国会授权一致。**美联储的就业和通胀目标是由国会制定的，而不是由美联储制定的。**

其次，**被钉在有效的低利率下限的风险可能被夸大了。**在战后只有一次达到了零下限。颠覆几十年的将通胀预期锚定在2%左右的努力以降低有效利率下限的（可能本来就较小的）风险可能代价过高。在这种情况下，重要的是要认识到，FOMC现在有一套更可靠的工具，可以在面临有效利率下限时使用，而在2008年，这些工具基本上没有得到证实。关于短期利率路径和量化宽松政策的前瞻指引在危机后时期的货币政策刺激政策中发挥了作用。现在，我们更广泛地认识到，家庭和企业应该更有信心，美联储有足够的工具在有效利率下限产生可持续的经济复苏。反过来，这种更大的信心应该有助于防止通货膨胀预期的下降，这也会降低与触及利率下限相关的风险。

第三，**与较高的通胀目标相比，有更好的方法来降低与有效利率下限相关的风险。**特别是，国会可以扩大自动财政稳定器的规模和范围，在经济下行期间支持经济活动和收入。例如，国会可以通过立法，当失业率超过某一特定门槛时，就业工资税将自动降低。有了这样的稳定器，家庭和企业面临周期性下行的情况下，会预期获得额外的收入支持。这种方式将比自由裁量的财政行动更为强大，因为这些行动带来了更大程度的不确定性。

另一个有助于更好地锚定通胀预期的选择是，转向价格水平目标（price-level targeting, PLT）。在当前的通货膨胀目标制下，FOMC遵循了“过去的过去”政策：在一个方向的不及目标不会在随后被另一个方向的不及目标所抵消。

因此，当通胀持续低于目标时，政策制定者不会努力在未来将通胀推至目标之上。在这种情况下，风险在于，通胀预期将无法在下行得到锚定。相比之下，在价格水平目标机制下，FOMC将承诺通过允许通胀在必要的时间内超越目标，以消除缺口，从而弥补低于2%目标的不足。这一承诺通过一段时期的高于目标的通货膨胀抵消了低于目标的通货膨胀时期，可能有助于防止通胀预期在下行脱锚。

然而，对称的价格水平目标机制有一个重要的缺点：**在FOMC的2%目标下，有意将通胀率保持在低于2%的水平以弥补通胀的超调将增加钉在有效利率下限的风险。**

因此，包括前美联储主席伯南克在内的一些人提议采用**不对称的价格水平目标制度**。在这样的系统中，只有在受限于有效利率下限时，通胀不及目标将被通胀高于目标所抵消。在正常情况下，通胀超出目标不会被抵消。相反，它们将被视为“过去”，就像目前的情况一样。

然而，建立一个修正的价格水平目标制度会带来一些**挑战**。首先，如果这样的计划需要能有效锚定通胀预期，家庭和企业就必须了解该机制是如何运作的，并将美联储的承诺视为可信的。人们可以想象，在长时间的通货膨胀下行中，这种信誉可能难以维持下去。其次，虽然这样的机制可能有吸引力，但魔鬼在于细节。如果通货膨胀率在几年内低于预期，那么合意的超调路径是什么样的呢？FOMC会在多大程度上允许通胀超出其目标，并持续多久？如果美联储未能完全抵消过去的下跌损失，而累积的超调规模变得相当大，会发生什么呢？

我的观点是，我们应该进一步研究价格水平目标框架在实践中的作用。但是，可能有一种更简单的方法，即在中期内将平均通货膨胀率保持在2%左右。这可能足以更好地锚定通胀预期，同时避免不对称的价格水平目标制度带来的沟通挑战和复杂性。

在这种情况下，我还将评估通货膨胀目标**是否应该将目前的2%目标重新调整为1.5%-2.5%**。范围目标可能比点目标有几个优势。首先，通货膨胀率总是相对于其潜在趋势随机波动可能被认为更现实。也就是说，即使FOMC很好地履行职责，PCE价格指数也很难精确地达到2%。其次，如果有一个相对狭窄的区间，会传递出这样的信息，即FOMC在两种机制之间进行区别对待：一种是通胀在范围内、对通胀的担忧较低，另一种是通胀超出范围、对通胀的担忧更大。

即便如此，我也**不建议现在就转向这样一个范围。只有在FOMC成功且可持续地将通胀推回到2%的目标时，我才会考虑这么做**。考虑到近年来通胀相对于目标的持续不足，做出这样的改变可能被视为“在过程中改变规定”（moving the goal posts）。而且，现在这样做可能意味着对低通胀的不对称方式有更大的容忍度。在通胀预期相对于联邦公开市场委员会的目标过低而不是过高的情况下，这是不可取的。

综上所述，经济总体上是表现良好，短期经济前景依然有利。在个人层面上说，我很高兴我将在FOMC非常接近于就业和通胀目标时离开当前岗位，当然，金融危机的损害也已经发生了很长一段时间。

然而，**贸易政策的不确定性以及我们现在正处于不可持续的财政道路上的事实，已经引发了更长期的风险**。就货币政策而言，FOMC在未来几年将需要做出许多重要选择。我今天概述了我的一些偏好：继续现行的货币政策执行地板体系，以及我们可以采取的一些措施来降低利率在未来回到有效下限的风险。

来源：<https://www.newyorkfed.org/newsevents/speeches/2018/dud180418a>

Important Choices for the Federal Reserve in the Years Ahead

April 18, 2018

William C. Dudley, President and Chief Executive Officer

Remarks at Lehman College, Bronx, New York