

什么是“正常”的货币政策？

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。

谢谢你们，下午好。真的很荣幸，在由哥伦比亚大学国际和公共事务学院和纽约联邦储备银行共同组织的货币政策实施研讨会上发言。这是在我从西海岸奔赴东海岸之后（译者注：Williams历任旧金山联储执行副主席暨研究主管、旧金山联储主席暨首席执行官，2018年6月18日接替提前退休的William C. Dudley，履任纽约联储主席暨首席执行官），关于经济和货币政策前景的第一次演讲——很高兴来到这里，特别是在这个炎夏将尽、寒冬未至的大好季节！这次研讨会上涵盖了很多重要和紧迫的议题——包括削减准备金，货币市场和未来框架。而且，它代表了美联储与金融界和学术界开展充分对话的传统的延续，因为我们希望在不断变化的金融市场条件和结构中，更好地了解我们做出的政策决定的影响。

在我今天的发言中，我将着重讨论货币政策，在我们退出危机衰退之后的非常规刺激措施的当下，尤其要强调美联储在政策行动和沟通上的演进。好消息是危机爆发的10年后，美国经济整体表现良好。**从美联储充分就业和价格稳定的双重使命的角度来看，老实说，现在的状态就是最好的结果了。**下一步，美联储的货币政策自然而然会向更加“正常”的方向发展。

这就引出了我今天演讲的一个关键主题：“**正常**”的货币政策究竟是什么样的？在我展开进一步讨论之前，我提请各位注意我所说的话仅代表了我自己的观点，而不一定是联邦公开市场委员会 (FOMC) 或联邦储备系统中的任何其他人的观点。

强劲，强劲，强劲

最近的FOMC政策声明很好地总结了我对经济的看法，短短四个段落中我们使用“强劲”一词的变体多达五次。该声明提到了“**强劲**”的劳动力市场状况，“**强劲**”的就业增长，以及**经济活动、家庭支出和商业固定资产投资**的“**强劲**”增长。虽然这可能反映出我们真的需要去多翻翻同义词库，但至少我们想表达的意思一点都不含糊。

美联储实现了充分就业和价格稳定的双重任务目标，大多数指标确实指向了非常强劲的劳动力市场——包括低于4%的失业率——以及非常接近2%长期目标的通胀率。

由于财政刺激和有利的金融条件为经济提供了顺风，未来前景也是大致如此。这里我要列举一些硬数据：**我预计今年实际GDP将增长3%，2019年将增长2.5%。这种高于趋势的增长速度，将带来就业人数的持续稳定增长，以及失业率的进一步下降。我预计明年失业率将略低于3.5%，是近50年来的最低水平。**

为了与强劲的经济保持一致，**我预计价格通胀将略高于2%，但不认为有任何通胀压力增大的迹象。**而且，我依旧预计利率的渐进提高，最有利于促进持续的经济扩张和实现我们的双重任务目标。

不过我应该补充一点，即**并非所有人都平等享受到强劲经济表现所带来的好处。**我在第二辖区内的旅行中，随处可见经济复苏的不平衡，例如纽约州北部的经济复苏就持续落后于整个国家。因此，虽然国民经济处于良好状态，但长期以来的经济挑战，意味着并非所有美国人都从经济改善当中受益。除了支持强劲的整体经济外，货币政策在这些问题上的能力有限，最好通过其他方式解决，例如教育投资、劳动力开发和经济开发。

货币政策正常化的三个阶段

在考虑货币政策的前景时，回想我们是如何达到今天的状态大有裨益。金融危机和随后的经济萧条促使FOMC将联邦基金利率目标降至接近零，并如此保持了七年。这个近零水平的漫长咒语反映了危机的长期阴影——在随后的低迷增长和通胀表现中显而易见——以及经济在遭受巨大创伤后康复的必要性。由于失业率居高不下而通胀率低迷，美联储开始了在非常规货币政策这个“未知领域” (*terra incognita*) 中的漫长征途，包括大规模资产购买计划和未来利率路径

的前瞻导引。我们并不孤单：事实上，有些国家的中央银行甚至在非常规政策的道路上走得更远。

在包括美联储行动在内诸多因素的推动下，美国经济逐渐复苏，因此FOMC也缓慢但坚定地推动货币政策向“恢复正常”的方向发展。这个过程可分为三个阶段。

- 第1阶段：抬升利率目标

政策正常化的第一阶段，集中在抬升处于近零水平的联邦基金利率目标上，并在2015年12月成功执行。但早在执行该操作之前，FOMC付出了巨大努力，就其意图与公众进行沟通，为即将到来的政策变化做好铺垫。重要的是，我们还做了大量的准备工作，在规模庞大的美联储资产负债表和银行准备金的背景下，确保我们已做好完全准备，能够根据需要提高利率。为了动用银行准备金和隔夜逆回购协议所产生的利息，让联邦基金利率保持在FOMC的目标范围内，我们还公示了相关计划，尽力确保美联储行动的透明度。

当时——鉴于经济复苏缓慢和通胀低迷——**FOMC非常注重于在过早取消宽松措施的风险与经济最终可能出现过剩的担忧间寻求平衡。**最后，抬升利率目标的行动顺利执行。当时发展出的方式方法在调控联邦基金利率方面起到了极大的作用，而且随着市场条件的演变已被证明可以灵活应变。我稍后会回到这一点。

- 第2阶段：正常化

在抬升利率目标之后，政策正常化的第二阶段涵盖两个过程：**1) 将联邦基金目标提高到更接近正常水平，反映经济状况的持续改善，以及2) 在我们致力于停止危机期间实施的资产购买政策的同时，逐步缩减美联储的资产负债表规模。**

让我们从利率正常化开始。自抬升利率目标以来，随着经济走向充分就业并逼近2%的长期通胀目标，我们决定开始加息。本周的最近一次加息，也是这一过程的延续。我们自始至终都在强调这将是一个渐进式正常化的过程，反映出为了实现目标所必要的风险平衡。特别是在极低利率的环境下实现就业和通胀目标的努力始终面临下行风险，这也成为采取审慎和相对可预测的政策路径的有力论据。这种做法证明了它的价值：美联储多次加息之后，经济仍然在以健康的速度继续扩张。

我现在简单谈谈资产负债表的正常化；大约一年前我们开启了缩表进程。在现在已成为标准范式的**沟通、沟通、再沟通**的美联储实践中，我们提前公布了详细的缩表计划，包括我们将如何逐步和可预测地缩减资产负债表的规模。与抬升利率目标时一样，缩表进程得以顺利推进，其间没有造成市场中断或波动——而这也正是我们所喜欢的方式。

- 第3阶段：“新常态”

这也将话题引入了第三阶段，即“正常”的货币政策。利率已抬升至远离零点的水平，资产负债表也开始收缩，由此引出一个自然而然地问题：正常的货币政策究竟是什么样的？和前文一样，我将从利率政策开头，并以资产负债表收尾。

对于那些密切关注美联储动向的人来说，应该已经注意到FOMC一直在缩减其声明的内容，针对未来政策路径的前瞻导引也在减少。这方面的一个例子，就是本周的FOMC声明中删去了保持货币政策宽松的对应语句。**我想澄清的是，这些更为简洁的声明，并不意味着美联储货币政策方针的转变。**相反，它们代表了政策语言的演变，在经济前景强劲和通胀接近2%长期目标的背景下，陈述了影响美联储政策决定的因素。在政策观点沟通方式上的这些变化，表明我们**即将接近正常化进程第2阶段的尾声，距离正常货币政策的实施也越来越近。**

有人甚至会说，货币政策已经“正常”很长时间了，也就有必要详细描述一下正常状态是什么样的。在最基本的层面上，政策制定将保持不变：利率的路径将继续由我们的双重任务目标提供战略上的指导，而在战术层面上则通过宏观数据及其对经济前景的影响塑造。而美联储对经济和货币政策的看法，也将继续保持对外透明。

但是，不断变化的外部条件，要求FOMC在沟通其政策观点的方式做出一些改变。当下利率已远离零点，经济也在强劲增长，对于未来政策行动提供强有力的前瞻性指导似乎已经不再必要。**首先，政策的未来方向将不再像过去几年那样清晰。**当利率极低时，很明显利率的方向应该是向上的，朝向更正常的水平，我们的前瞻导引也正强化了这一点；而在未来的某个时间点，利率的方向是需要向上还是向下将不再明确，关于未来政策路径的明确前瞻导引将不再适用。

此外，鉴于利率已经远离近零水平，**有必要摆脱以某个“中立”利率水平（常被称为“r-star”）为基准实施货币政策立场正常化的惯性思维。**

我花了很多时间研究r-star，我发现它在描述经济较长期行为是一个有用的概念。话虽如此，有时r-star在关于美联储政策的评论中，实际上得到了过多的关注。当利率远低于中性水平时，r-star能够恰如其分地成为导航的北极星。但是，随着我们越来越接近中性的估值范围，曾经明亮的光点就变得愈发模糊，反映了衡量r-star的内在不确定性。不仅如此，r-star不过是影响我们决策的一个因素，其他还有经济和劳动力市场指标，薪资和价格通胀，全球发展阶段，金融状况，前景风险.....我想你们也明白我的意思。

回到资产负债表上，美联储仍在就“新常态究竟是什么样”不断进行分析和讨论。我们已经公开表示，**计划将资产负债表缩小到能够保证货币政策的有效高效执行的最小规模，并且从长远来看，资产负债表的资产类型将以国库券为主。**这是我们的战略，但其执行将取决于货币政策的运作框架，以及其他因素。

在政策运作框架上，美联储基本上有两种选择。我们可以回到一套与金融危机前相似的系统，其中银行系统的准备金供应保持相对稀缺，并通过公开市场操作频繁调整准备金来设定利率水平。或者，我们可以沿用自危机爆发以来一直使用的系统，其中银行准备金充足，联邦基金利率目标是通过调整（准备金）管理费来实现的。正如上文所述，这种方法在调控利率方面表现得非常好，并且已经证明易于沟通和适应。美联储将在未来几个月就这些方案开展密切讨论，并将对未来的运作框架做出决定。而且，正如美联储的标准做法一样，我们一定会尽快且尽可能彻底地就这一议题向外界沟通我们的想法和决定。

结论

货币政策制定可能从未像后危机时代这样极富挑战性。但是，随着我们采取更加“正常”的货币政策行动，我们不应该轻易放松，自以为不需要再面对未来的挑战。今天摆在我们面前的最重要挑战，是如何在维持长期经济扩张的同时，遏制风险的增长防止其破坏经济繁荣。无论未来会发生什么，我都将以我们的双重使命，对数据的重度依赖和坚定的透明承诺为纲。

谢谢大家。

译者：张一葶

来源：Williams, John C., *'Normal' Monetary Policy in Words and Deeds*, Federal Reserve Bank of New York, Sep. 28th 2018