

# 耶伦谈美联储货币政策取向

乔慧

2017年1月和2月，美国联邦储备委员会主席耶伦分别在美国加州联邦俱乐部和斯坦福大学演讲，并出席参议院金融委员会听证会，较系统介绍了美联储的货币政策目标和已取得的成果。耶伦认为，2017年美国将温和扩张，货币政策将适度宽松，强调货币政策没有预设模式，联邦公开市场委员会（FOMC）将针对未来各种不确定性，做出最适宜的货币政策决策，渐进式加息仍是审慎合理选项。

## 美联储已接近实现就业和通胀双重目标

近年来，美联储在实现就业和通胀双目标上成果显著。

一是劳动力市场显著改善，处于或接近充分就业。美国近7年来新增工作岗位约1550万个，2016年平均月增就业人口18万人，高于长期可持续就业人口增速7.5—12.5万人/月阈值。2017年1月失业率为4.8%，比2010年的最高值低5个百分点，处于FOMC预测的长期正常水平范围。工时利用率指标显著提高。薪酬增速有所改善。尽管劳动参与率和就业率仍低于十年前，但周期性不利因素已大幅消失，目前主要是人口老龄化等长期因素影响就业市场。美国失

业率已接近长期正常水平。

二是劳动力市场的持续改善伴随着经济活动进一步温和扩张。2016年美国实际GDP年增长率1.9%，与2015年持平。随着收入稳步增加，家庭金融资产和房产增值，在低利率的支持下，消费者支出继续健康增长。尽管2016年商业投资较疲软，但近期商业投资意愿明显提高。房地产业继续温和上涨。

三是通胀率接近2%目标值。2016年个人消费支出（PCE）物价指数同比增长1.6%，核心PCE同比增长1.75%，接近美联储的2%通胀目标；CPI同比增长2%，核心CPI通胀率2.25%。早期能源价格和非能源进口商品价格大幅下跌对通胀的不利影响正在消退。除非未来油价和美元汇率大幅波动，否则在强劲就业市场支持下，通胀率将在十年内超过2%。

## 货币政策仍将适度宽松

美国经济并未过热，预计2017年货币政策仍将适度宽松。

首先，劳动力市场并未过热。原因有以下几点：一是某些岗位人才紧缺是劳动力市场正常表现，市场整体并未出现用工短缺。二是小时薪酬的平均增幅仍较小，且劳动力市场增速明显放缓。

如失业率在2014—2015年下降1.75%，而2016年仅下降0.25%。三是尽管就业市场紧缩会带来工资上涨压力，推高核心通胀率，但当失业率低于长期正常水平时，核心通胀率只小幅上扬。四是随着各国货币政策逐渐收紧，美国出口将持续减少，经济增长不会大范围明显提速。

其次，整体经济并未过热。制造业资本利用率仍低于历史平均水平。更重要的是，尽管核心通胀率逐渐从低点回升，但其诱因主要是美元从弱势回归，而非资本利用率提高。美国的劳动生产率增长仍很缓慢。近六年劳动生产率平均增速为0.5%，近十年平均增速为1.25%，而金融危机前三十年平均增速超过2%。生产率增长对美国经济发展意义重大，每年2%的生产率增速意味着生活水平每35年翻一番，即儿女们的生活水平可以比父母提高一倍。而每年1%的生产率增速意味着生活水平翻倍需要70年。生产率增速下滑的原因尚无定论，可能由于科技进步和转化为生产力的速度变慢、高校毕业生增速降低、企业创新减少等原因。

因此，受缓慢的生产率增长以及海外市场等诸多不利因素拖累，美国经济将温和扩张。美联储货币政策仍将适



度宽松，以确保美国经济强劲增长经得起未来不确定因素的冲击。而且，当前通胀率低于2%目标值，劳动力市场也有改善空间。预计未来美联储将逐步加息，至2019年末使联邦基准利率接近3%的中性利率水平。

### 面对各种不确定性，美联储将尽可能做出适宜决策

美国的货币政策将逐渐转向中性，即当经济达到潜在增长水平时，联邦基准利率为中性利率，既不扩张也不紧缩，既不给经济踩油门加速也不踩刹车减速。中性利率的数值尚无法直接估算。当前美联储将3%定为长期中性利

率，比三年前的估值低1个百分点，反映出生产率增速缓慢，全球经济增长疲软，以及对长期国债等安全资产的旺盛需求。生产率增速低会拉低中性利率；生产率缓慢增长，企业投资将减少，个人储蓄增加，而利率的机制是要调节社会资金的供给和需求，使二者接近平衡。因此，更多的储蓄和较少的借贷意味着较低的中性利率。美联储预测，未来这些抑制因素将逐渐消失，中性利率会有提高，但以历史标准衡量仍偏低。

面对各种不确定性，货币政策没有预设路径。如生产率增长是确定中性利率的关键指标，而重拾生产率增速的时间有高度不确定性；全球经济增长也将

通过贸易和金融渠道对中性利率产生重要影响，这其中的突发事件也很多。此外，货币政策回归中性路径的规模、时间、工具组合等也都不确定。重视决策中的有限不确定性，并随时评估和更新判断非常重要。FOMC基于大量数据进行分析，包括金融市场和信贷投放量、劳动力市场状况和整体经济活动情况、薪酬增长以及国际经济形势等，还会评估一系列经济模型，预测未来经济的主要风险，模拟不同货币政策可能产生的结果。委员们也会提出个人的判断和见解。FOMC综合以上各因素，尽可能作出最适宜的货币政策决策。

### 渐进式加息是审慎合理的

随着就业和通胀双目标的实现，美联储若一直维持当前宽松货币政策，必将导致实际通胀率高涨和金融失衡，最后不得不快速加息，影响金融市场稳定，甚至使经济再次陷入衰退。因此，成熟的做法是渐进加息，保证经济平稳可持续增长。

FOMC委员们认为，尽管经济展望受制于很多不确定因素，目前来看，渐进式加息仍然是适宜的，有利于美联储实现就业和通胀双目标。如果未来经济形势与委员会判断不符或经济展望明显改变，美联储需采取与当前不同的政策路径，则前瞻指引需及时调整。相关风险包括：特朗普政府出台大规模扩张性财政政策带来经济上行风险，通胀快速上升的压力，伴随美元大幅贬值的经济下行风险等。如果劳动力市场和通胀率数据符合甚至强于当前预期，或超过美联储最大就业和通胀目标的风险增加，则“很快”执行再次加息是适宜的。预计未来经济数据将进一步证明，渐进提高联邦基准利率有利于美联储就业和通胀双重目标的实现。□

（作者单位：财政部国际财经中心）

责任编辑 黄悦