



邵宇、陈达飞：美联储如何与市场沟通？



意见领袖 | 邵宇、陈达飞

前瞻指引的有效性不仅依赖于知识或信息传播的效率，还取决于央行的声誉



货币政策的有效性部分取决于货币当局与市场的沟通。货币当局需要在规则和相机抉择之间取得平衡，前者可提高政策的透明度，后者则可保持政策的灵活性。“如果你们认为确切地理解了我的讲话的意思，那么，你们肯定是误解了我的意思。”这是美联储前主席格林斯潘的名言，他更强调灵活性。从格林斯潘手中接任美联储主席后，伯南克倾向于提高政策透明度。伯南克认为，“货币政策要发挥影响力，98%靠宣传，2%靠政策本身。”这集中体现在前瞻指引（forward guidance）这项非常规货币政

策工具上，其重要性在联邦基金利率降为零时更加凸显。

不只停留在“咬文嚼字”

在伯南克时代，美联储的前瞻指引更加制度化和透明化，其中的一个重要议程就是建立了通胀目标制。这有助于市场更好地理解美联储的行为模式，还有助于保持政治上的独立性。政策效果上，QE（量化宽松）叠加前瞻指引可更大幅度地降低期限溢价，放大宽松政策的扩张效应。反之，资产负债表正常化（简称“缩表”，QT）叠加前瞻指引则可以最小限度地提高期限溢价，缓解紧缩政策的收缩效应。显示前瞻指引有效性的一个经典案例是 2012 年欧央行行长德拉吉（Mario Draghi）“不顾一切代价”的演讲，几乎是片刻之间扭转了市场对于欧元的悲观预期。

前瞻指引的一个重要内容是“话术”。在 2009 年 3 月启动 QE1 时，美联储表示“联邦基金利率将在很长一段时期内处于异常低的水平”。与格林斯潘时代相比，这种表述已经很直接了，但还不够直白——既没有说明“很长一段时期”到底有多长，也没有指出上调利率的条件。它不是一个可信的承诺，更像是对未来的悲观预期，不仅不能刺激增长，还起到了反作用。这一表述维持了近两年。事后看，其效果并不显著。

伯南克一直在尝试新的表述方式，在 2011 年 9 月例会后的声明中进一步明确，“超低的联邦基金利率至少会持续到 2013 年中期”，即未来近两年时间里，美联储都不会加息。这种时间依赖型的规则更简洁，传达的信息也更明确。但是它牺牲了政策的弹性。假如经济复苏的强度超预期，

美联储将陷入两难。费城联储主席普罗索（Charles Plosser）提倡状态规则——明确某种政策适用的环境。伯南克认为，在当时的环境下，市场需要的是明确的宽松信号，所以更倾向于时间规则。2012年1月和9月的例会将期限分别延长到了“至少到2014年底”和“2015年中”。

2012年12月的例会采纳了芝加哥联储银行行长埃文斯的提议，变更了前瞻指引的表述：“在失业率保持在6.5%以上和通胀率不超过2.5%及长期通胀预期仍然温和的情况下，联邦基金利率目标区间将维持在0-0.25%”。美联储首次明确允许通胀率暂时的超调，以实现就业市场更快速复苏。需要注意的是，6.5%是阈值，而非触发加息的条件——只有当失业率降到6.5%时美联储才会考虑加息问题。从时间规则向状态规则的转换明确了政策的阶段性目标，也增加了政策的弹性。

美联储在前瞻指引方面的革新没有止步于咬文嚼字，在2012年1月发布了其历史上首份货币政策原则与实践和《长期目标和货币政策策略声明》（下称“声明”）。声明开宗明义，称联邦公开市场委员会（FOMC）

“力图尽可能清楚地向公众解释其货币政策决定。信号的明确性有助于家庭和企业信息充分的情况下做决策，减少经济和金融不确定性，提高货币政策的有效性，增强透明度和问责制，这在民主社会中至关重要。”其中，“减少经济和金融不确定性”不仅指美国，也包括美联储货币政策对海外的溢出效应。

声明既明确了2%通胀目标制，也阐明了“最大就业”的含义。FOMC

认为：“2%的通胀率在较长时期内最符合美联储的法定职责。向公众清楚地传达这一通胀目标有助于坚定地锚定长期通胀预期，从而促进价格稳定，维持适度的长期利率，并增强委员会在面临重大经济动荡时促进最大就业的能力。”伯南克认为，2%的通胀目标有助于平衡美联储的双重使命：它既足够低——与价格稳定的使命保持一致，又足够高——可以在利率触及零下限之前提供足够的降息空间，以维持美联储追求充分就业的能力。

那么，为什么不量化“充分就业”目标，例如明确一个合意的失业率水平？声明的解释是：“最大就业在很大程度上是由影响劳动力市场结构与动态的非货币因素决定的。它们可能会随着时间的推移而变化，而且可能无法直接测度。因此，为就业规定一个固定的目标是不适当的。相反，FOMC 的政策必须以对最高就业水平的评估为依据，并认识到这种评估必然是不确定的，并且需要加以修正。”实践中，美联储会广泛地参考劳动力市场指标，如工资、劳动参与率、初领失业救济金人数、不同年龄段人口的就业率等，并将“自然失业率”作为货币政策的一个长期目标。

美联储前瞻指引的另一个重要内容是定期发布和不断完善的宏观经济预测。自 1979 年开始，FOMC 每半年发布一次经济预测，时间跨度为两年，作为提交给国会的《货币政策报告》的一部分，但很少受到关注。在 2007 年 9 月的例会上，FOMC 批准了伯南克的计划，频率提高为每季度发布，时间跨度延长到三年。这就是广受关注的“经济预测摘要”

(Summary of Economic Projections, SEP, 见表)，包含四个变量的预

测：产出增长、失业率、总体通胀和核心通胀。自发布以来，SEP 的内容在不断完善。2009 年 1 月增加了“长期预测”，大致相当于 3 年-5 年。其中，长期失业率预测就是美联储评估的“自然失业率”。长期预测是建立在“合适的货币政策”前提下的，所以，也是在间接传达货币政策目标。2012 年 1 月发布的预测首次包含了联邦基金利率的未来路径，即利率“点阵图”，还包含一幅柱状图，总结了理事们对基金利率首次上调年份的预测。至此，美联储前瞻指引体系日臻完善。

前瞻指引虽然也是非常规货币政策工具的一种，但却不限于在“零利率”时期使用。它是美联储和市场的一种互动。美联储既可以从中洞察市场的想法，也能利用其实现政策目标。当美联储希望改变政策立场时，可以引导市场先行一步，政策跟进时就不会引发市场波动。清晰的规则表面上看是一个约束，但其实也是一种自由——“有约束的相机抉择”

(constrained discretion)。这与美联储在美国的“三权分立”体制中的特殊地位有关。作为“第四权力”机构，美联储拥有的是一种“未经选举的权力”。总统虽然有主席的提名权，但一经国会批准，就不再有罢免权。

明确的规则有助于保持美联储在政治上的独立性 规则本身是明确的 但

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_46586

