前瞻性指导作为货币政策工具对当前经济环境的考虑

作者:Governor Michelle W. Bowman

感谢《货币市场人》邀请我分享我对当前高通胀环境下货币政策的实施的看法。很高兴今晚能和你在一起。

我今天的发言将集中于明确的前瞻性指导作为货币政策工具的使用。1在我开始之前，让我简要讨论一下近期货币政策。你可能已经知道，在过去几次会议上，我完全支持联邦公开市场委员会（FOMC）的决定。这些决定是将联邦基金利率的目标区间提高75个基点，联邦基金利率目前为3%至3-1/4%。通货膨胀太高了，我坚信，将通货膨胀恢复到我们的目标是实现国会规定的价格稳定和可持续最大就业目标的必要条件。

当然，现在的焦点是在下一次联邦公开市场委员会会议上以及以后会发生什么。在这一点上，对我来说，归根结底是即将到来的数据和其他经济信息将告诉我们通胀前景。如果我们没有看到通胀正在下降的迹象，我的观点仍然是，联邦基金利率目标区间的大幅上调应该继续摆在桌面上。然而，如果通货膨胀开始下降，我相信缓慢的加息速度是合适的。为了以一致和持久的方式降低通货膨胀，联邦基金利率需要提高到限制性水平，并保持一段时间。然而，目前尚不清楚我们将需要将联邦基金利率提高到多高，以及在我们开始看到通胀以持续和持久的方式回落之前需要多长时间。

我的总体观点是，通货膨胀太高了，通货膨胀的前景仍然非常不确定。这种不确定性使得为联邦基金利率的路径提供精确的指导变得非常困难。考虑到这一点，我将转向我今天要讨论的主要主题，即明确的前瞻性指导作为货币政策工具可以发挥的潜在作用。

前瞻性指导是联邦公开市场委员会（FOMC）的官方沟通，旨在向公众发出未来货币政策可能走向的信号。在我今天的发言中，我将把明确的前瞻性指导称为前瞻性指导，指的是在委员会采取或考虑采取特定政策行动之前需要实现的具体经济成果，或需要经过的特定时间。2要被视为前瞻性指导，声明不需要明确未来的政策行动或潜在行动的时机。在描述未来可能采取的政策行动时，它可能更具定性，在某些情况下，它可能只描述联邦公开市场委员会将如何思考其未来决策，而不是发出未来政策行动的可能方向。所有前瞻性指导的目的是影响公众对联邦公开市场委员会未来货币政策行动的预期，并以此影响长期利率和更广泛的金融状况，以帮助支持通货膨胀和经济活动的道路，从而实现委员会的价格稳定和最大就业目标。

如你所知，在过去20年左右的时间里，美联储提高了与公众沟通的透明度和频率，包括在描述其货币政策决策时更频繁地使用前瞻性指导。让我在这里强调，我认为美联储与公众进行清晰透明的沟通对于更好地理解和加强我们货币政策行动的有效性至关重要，所有这些都有助于我们对公众负责。在过去10年中，明确的前瞻性指导已经成为美联储货币政策工具包的一个组成部分。事实上，当委员会的主要货币政策工具（改变联邦基金利率）的使用受到限制时，许多人普遍认为明确的前瞻性指导尤其有用。这是利率降至零的时候，我们也称之为有效下限。

值得注意的是，委员会的前瞻性指导意见中所包含的具体程度需要权衡。明确的前瞻性指导并不总是被视为对货币政策工具包的有益补充，尤其是在2008年金融危机之前。在那之前，虽然有人承认前瞻性指导可能会对财务状况产生重大影响，人们对提供此类指导的“成本和风险”非常担忧。3这些成本和风险包括如果公众不完全理解委员会的前瞻性指导，可能导致的混乱和潜在的金融市场波动。另一个普遍关注的问题是，如果委员会不得不过于频繁地改变其前瞻性指导方针，以应对快速变化的经济状况，其前瞻性指南可能会变得无效（这意味着公众可能会对指导方针大打折扣或干脆无视），更糟糕的是，公众可能会质疑委员会的整体信誉。

一个相关的担忧是，如果委员会过于迟缓而无法改变其前瞻性指导方针，或许是因为担心市场反应过大或货币政策失去可信度，那么货币政策可能更可能会落后于曲线。在这方面，提供明确的前瞻性指导的一个代价是失去了应对经济条件变化所需的灵活性，这是我们追求价格稳定和最大就业目标所需要的。总的来说，在本世纪之交之前，人们达成了一个共识，即成本效益考虑不赞成使用明确的前瞻性指导作为货币政策工具。当提供此类指导的好处可以以更直接的方式实现时，尤其如此。这可以通过两种方式实现：第一，通过简单的联邦基金利率变化；第二，依靠公众根据他们自己对联邦公开市场委员会对通货膨胀和经济活动发展可能做出的政策反应的评估来推断政策利率的未来变化。

随着时间的推移，美联储官员开始更加认真地考虑前瞻性指导可能会给联邦公开市场委员会货币政策决策的有效性带来的好处，通过影响长期利率，帮助委员会实现法定价格稳定和最大就业目标。从1999年开始，联邦公开市场委员会开始在每次会议后发布一份公开声明。从2000年开始，除了描述当前的政策决定，会后声明中有一段关于“风险平衡”的内容，意在说明委员会如何“在可预见的未来评估通胀压力加剧或经济疲软的风险”根据委员会对经济前景的评估作出政策决定。从2003年开始，联邦公开市场委员会的会后声明开始包括关于联邦基金利率未来路径的更直接但仍定性的前瞻性指导。5值得注意的是，该前瞻性指导并未提及指导联邦公开市场公司未来政策决策的明确结果或具体时间表。证据表明，联邦公开市场委员会（FOMC）在21世纪初向更透明的沟通转变，包括使用前瞻性指导，使金融市场参与者能够更好地预测货币政策立场的变化，这些变化随后反映在更广泛的金融状况中。6

2008年金融危机极大地改变了对提供更明确的前瞻性指导的成本和收益的大多数评估。由于联邦基金利率在那场危机后的几年里一直保持在接近零的水平，委员会不得不寻找新的工具来改变其政策立场并影响金融状况。明确的远期指导和大规模资产购买很快成为货币政策的两个主要新工具。

在某种程度上，明确的前瞻性指导被视为在当前联邦基金利率设置无法实现时提供货币政策通融。7通过就联邦公开市场委员会考虑提高联邦基金利率目标区间之前需要实现的具体结果提供指导，委员会可以帮助减少未来政策决策的不确定性，并随着经济复苏的进展保持较低的长期利率。8此外，由于在金融危机之后的几年中，人们普遍认为前景的风险倾向于下行，因此，使用明确的前瞻性指导来表明“长期低利率”政策并不被视为对委员会的信誉构成重大风险，因为在这几年中短期利率通常会保持异常低的水平。然而，我应该注意到，即便如此，长期低利率政策确实引发了一些金融稳定问题，比如与收益率行为相关的问题。此外，联邦公开市场委员会（FOMC）在金融危机后几年采用的基于结果的前瞻性指导明确承认了通胀压力可能出现的可能性。它在前瞻性指导意见中加入了一个“免责条款”版本，如果出现这种通胀压力，将促使重新考虑政策立场。特别是在其2012年12月的声明中，委员会指出，它预计联邦基金利率的目标区间将保持在0至1/4“至少只要失业率保持在6-1/2%以上，预计未来一至两年的通胀率将不会超过委员会2%的长期目标的半个百分点，长期通胀预期将继续保持稳定。”9

当然，今天的情况与我们在2008年金融危机之后的十年中所面临的情况大不相同。我将在这里集中讨论我们当前环境的两个特征，我认为这两个特征对于评估明确的前瞻性指导作为货币政策工具在当前货币政策实施中的作用尤为重要。第一个原因是，由于通货膨胀高得令人无法接受，因此迫切需要取消货币政策宽松，联邦基金利率不再接近零。委员会现在可以通过改变联邦基金利率的目标范围来表明其货币政策的预期立场，而不是依靠更非常规的货币政策工具，如远期指导和资产负债表政策，作为货币政策立场的主要指标。第二个问题是，通货膨胀和经济活动的前景尤其不确定，具有重大的两面性风险。前景风险偏向下行的日子一去不复返了，尤其是在通胀方面。公众也广泛认识到经济活动的两面性风险，媒体报道劳动力市场过热的同时，也经常讨论经济衰退风险高或上升的问题。

在我们目前的环境中，我认为提供明确的前瞻性指导的好处低于2008年危机后的几年。鉴于联邦基金利率现在远高于零，联邦公开市场委员会可以通过联邦基金利率目标区间的变化来传达货币政策立场的变化，而不必像联邦基金利率处于有效下限时那样依赖明确的远期指导。

我认为，提供明确的前瞻性指导的成本和风险现在高于上一次金融危机后的十年。例如，相对于目前的情况，在当时提供明确的前瞻性指导更容易，风险也更小（尤其是对长期品种的低指导）。毕竟，在那时，经济仍然受到2008年金融危机的后遗症的拖累，通货膨胀持续低于2%的目标。

让我们将这些情况与我们今天面临的情况进行对比。由于经济前景的不确定性今天异常高，2000年前对提供明确的前瞻性指导的担忧重新恢复了相关性。对前景的高度不确定性使得灵活性更为重要，如果委员会认为频繁更改其前瞻性指导会带来成本，那么提供明确的前瞻性指导可能会降低委员会应对经济状况意外变化的灵活性。

委员会去年下半年的经验说明了这一点。回顾过去，有人可能会合理地认为，在这段时间里，委员会对联邦基金利率和资产购买的明确前瞻性指导导致了这样一种情况，即货币政策的立场在太长时间内仍然过于宽松，即使通胀正在上升，并显示出基础比以前想象的更加广泛的迹象。实地的事实正在迅速发生重大变化，但我们的政策立场的传达没有跟上，这意味着我们的政策态度没有跟上。

截至2021 11月，我们的前瞻性指导仍然表明，委员会打算将联邦基金利率的目标范围保持在0%到1/4%之间，“直到劳动力市场条件达到与委员会对最大就业和通货膨胀的评估一致的水平，并已上升到2%，并有望在一段时间内适度超过2%。“10尽管我们在2021 11月宣布，我们将在12月开始放缓购买步伐，但我们仍在以今年早些时候的速度购买资产。11事后来看，人们可能会问，如果我们在前几个月没有对我们的远期指导如此明确，我们是否会更快地取消货币政策宽松早期的指导意见为我们的资产购买放缓和开始加息设定了如此高的门槛。当然，一些与我们的决策直接相关的数据并没有准确反映当时的经济状况，并且随后进行了修订，这一事实也可能导致2021取消货币政策通融的延迟。

更一般地说，我会注意到，前景的高度不确定性和两面性风险为在当前货币政策环境中使用明确的前瞻性指导提出了一些实际问题。例如，当整体宏观经济的不确定性使委员会更难事先了解其未来政策行动的规模和时机时，委员会如何就联邦基金利率的路径提供明确的前瞻性指导？

综上所述，在当今的经济环境中，我们可以从中吸取哪些教训来使用明确的前瞻性指导？对我来说，一个关键点是，一个类似于我刚才在这里讨论的成本效益分析表明，与2008年金融危机之后的几年相比，明确的前瞻性指导在今天的吸引力要小得多。我自己的观点是，关于使用明确的前瞻性指导作为政策工具的讨论应该受到限制。当委员会因有效下限而无法将联邦基金利率调整得更低时，以及当委员会有合理的信心认为联邦基金利率需要在一段时间内保持在接近零的水平以刺激增长时，以及预期通胀压力将被抑制时，应使用该利率。即使在这样的时期，委员会也应认识到长期货币政策立场可能存在的风险，包括通胀上行风险，并提供免责条款，详细说明导致委员会重新评估其政策立场的情况。

除此之外，我们的重点应放在联邦基金利率目标范围的变化上，联邦基金利率是委员会执行货币政策决定的主要工具，传达货币政策的立场，并就委员会如何思考其未来政策决定提供更定性的指导。我们最近在会后发言中使用定性前瞻性指导的经验说明了这一点。今年上半年，当委员会开始发出信号，表示将提高联邦基金利率的目标区间，并预计“目标区间的持续上调将是适当的”时，长期利率上升，金融状况收紧。12然而，在我们的沟通中更明确地说明未来每次会议的目标范围可能增加的规模，在这段时间内是没有帮助的，因为我们的决定取决于即将到来的数据及其对前景的影响。

在我结束之前，我将再次强调，尽管我对明确的前瞻性指导持保留意见，但我坚信沟通在货币政策实施中的作用。与公众进行清晰透明的沟通可以加强我们货币政策的有效性，并使我们对公众负责。然而，在目前的情况下，我们在公共传播方面所能做的最好的事情是，首先，继续强调我们坚定不移的决心，采取必要措施恢复价格稳定。第二，正如鲍威尔主席最近指出的那样，我们应该承认，通货膨胀和经济活动的前景存在异常的不确定性，因此，我们将在逐个会议的基础上作出政策决定。第三，我们应该继续重申，我们将“高度关注通胀风险”。13这可能是我们目前能够提供的最好、最明确的前瞻性指导。

再次感谢您今天有机会与您分享我的观点。

1.我要感谢Antulio Bomfim和Rebecca Zarutskie在准备这些发言时提供的帮助。返回到文本

2.值得注意的是，联邦公开市场委员会于2022年5月发布的《资产负债表规模缩减计划》中规定的日期和充足的准备金结果在这方面不被视为明确的前瞻性指导。在资产购买的情况下，这里定义的明确的前瞻性指导意味着在委员会考虑改变资产购买的速度或其他细节之前，必须明确经济结果，如劳动力市场或通货膨胀状况。例如，在2012年12月的声明中，联邦公开市场委员会发布了其资产购买的前瞻性指导意见，指出“如果劳动力市场的前景没有明显改善，委员会将继续购买财政部和机构抵押贷款支持证券，并酌情使用其他政策工具，直到在价格稳定的情况下实现这种改善”；参见联邦储备系统理事会（2012年），“联邦储备委员会发布FOMC声明”，新闻稿，12月12日。返回正文

3.关于2008年之前时期美联储官员对使用远期指导意见的演变的讨论，请参阅Edward Nelson（2021），“远期指导作为货币政策工具的出现”，2021-033金融和经济讨论系列（华盛顿：美联储理事会，5月）。返回到文本

4.参见联邦储备系统理事会（2000年），“联邦公开市场委员会今天宣布，在其12月21日的会议上批准了对其披露程序的修改”，新闻稿，1月19日。第一个这样的“风险平衡”语言出现在2000年2月的会后声明中：“鉴于其价格稳定和可持续经济增长的长期目标以及目前掌握的信息，委员会认为，风险主要是针对在可预见的未来可能产生更大通胀压力的情况”；参见联邦储备系统理事会（2000年），“联邦公开市场委员会声明和委员会贴现率行动”，新闻稿，2月2日。返回正文

5.2003年8月的联邦公开市场委员会声明中首次出现了此类定性前瞻性指导。特别是，该声明包括以下措辞：“委员会认为，总的来说，在可预见的未来，通货膨胀率低得令人不快的风险很可能是主要关注的问题。在这种情况下，委员会认为政策通融可以维持相当长的一段时间”；见联邦储备系统理事会（2003年），“联邦公开市场委员会声明”，新闻稿，8月12日。返回正文

6.米德和其他人（2015）发现，由于联邦公开市场委员会的沟通，金融市场参与者提前预计了2004年的货币政策紧缩，但在没有此类沟通的情况下，他们没有预计到1994年的政策紧缩。参见Ellen E.Meade、Yoshio Nozawa、Lubomir Petrasek和Joyce K.Zickler（2015），“1994年和2004年政策收紧前联邦公开市场委员会沟通的影响”，联邦储备委员会注释（华盛顿：联邦储备系统理事会，9月24日）。返回到文本

7.联邦公开市场委员会在2008年金融危机之后的一段时间内采用了基于日期和基于结果的明确前瞻性指导，以及更定性的前瞻性指导。关于联邦公开市场委员会在2008年至2015年期间采用的前瞻性指导语言的更详细讨论以及对此类前瞻性指导效果证据的审查，请参见杰弗里·坎贝尔、托马斯·B·金、安娜·奥利克和丽贝卡·扎鲁茨基（2020），“关于使用政策利率工具的问题”，《财经讨论系列2020-070》（华盛顿：联邦储备系统理事会，8月）。返回到文本

8.联邦公开市场委员会在2012年12月的声明中引入了基于结果的前瞻性指导。2011年8月至2012年11月，联邦公开市场委员会使用了基于日期的明确远期指导。例如，2011年8月的联邦公开市场委员会声明指出，联邦公开市场管理委员会可能会将联邦基金利率保持在异常低的水平，“至少到2013年年中”。在2012年1月的会议上，远期指导意见中的日期更新为“至少到2014年底”，在2012年9月的会议中再次更新为“到2015年年中为止”。见联邦储备系统理事会（2011年），“联邦公开市场委员会声明”，新闻稿，8月9日；联邦储备系统理事会（2012年），“联邦储备委员会发布FOMC声明”，新闻稿，1月25日；联邦储备系统理事会（2012年），“联邦储备委员会发布FOMC声明”，新闻稿，9月13日。返回文本

9.参见联邦储备系统理事会（2012年），“联邦储备委员会发布FOMC声明”，新闻稿，12月12日。返回文本

10.2020年9月FOMC声明中引入了关于联邦基金利率目标区间的基于结果的前瞻性指导语言；参见联邦储备系统理事会（2020），“联邦储备委员会发布FOMC声明”，新闻稿，9月16日。返回文本

11.2020年12月联邦公开市场委员会的声明包括关于资产购买的前瞻性指导，其中规定委员会将继续以同样的速度进行购买，直到“在实现委员会的最大就业和价格稳定目标方面取得实质性进展”；参见联邦储备系统理事会（2020），“联邦储备委员会发布FOMC声明”，新闻稿，12月16日。返回文本

12.参见联邦储备系统理事会（2022年），“联邦储备委员会发布FOMC声明”，新闻稿，3月16日。返回文本

13.参见联邦储备系统理事会（2022年），“联邦储备委员会发布FOMC声明”，新闻稿，9月21日。返回文本

**原文链接:**<https://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/bowman20221012a.htm>