

从泰勒规则到伊文思规则

——美联储利率决策框架的演变及未来发展

陆晓明

内容摘要：本文对美联储 20 世纪 90 年代以来的利率决策规则的演变作了分析论述，并将该演变过程划分为三个阶段。本文着重对最近的创新规则——采用通货膨胀预期和失业率作为利率决策阈值的“伊文思规则”作了分析和比较，并对其局限与挑战以及近期可能的走势作了分析和预期。在此基础上，本文对美联储未来可能的利率决策规则的理论基础、关键要素、决策框架作了分析预期，并作出前瞻性猜想，提出美联储未来在常规状态下的利率决策规则可能回归传统泰勒规则，同时纳入名义 GDP 要素，同时将更加注重经济增长率目标和货币供应总量指标，并可能更加倾向于采用灵活的通货膨胀目标，以及前瞻性数据。

关键词：美联储利率政策 泰勒规则 伊文思规则 名义 GDP 市场货币主义

中图分类号：F831

文献标识码：A

美联储的利率决策对美国乃至全球经济走势至关重要。美联储利率决策的框架在以往发展的基础上，目前又进入了一个新的转折时期。2012 年 12 月 12 日，美联储货币政策委员会 FOMC 会议决定：在继续维持 0-0.25% 联邦基金利率目标不变的同时，在其前瞻性引导中采用定量经济指标-失业率及通货膨胀率代替具体时间，作为未来提升 0-0.25% 超低利率的临界值。这一全新决策框架在美联储乃至在全球央行货币政策史上都堪称前所未有，并引起了广泛关注和讨论。

本文拟评估美联储利率决策框架的沿革，讨论新框架的内容、涵义、发展、影响，并分析和预测美联储未来利率决策框架的发展方向。

一、美联储利率决策框架的演变： 从泰勒规则到伊文斯规则

美联储自 1993 年开始采用利率取代货币供

应量作为货币政策中介目标，并尝试采用基于规则的利率决策取代相机抉择的决策模式。从那时至今，美联储采用的利率决策规则大约经历了以下发展阶段。

第一阶段（1993-2008/11）：采用传统泰勒规则（Taylor's Rule）的时期。格林斯潘及伯南克时代的美联储都对该规则在央行利率决策中的贡献作了充分肯定，并且在实践中采用该规则作为制定联邦基金利率目标的主要参考标准和模型。

泰勒规则表达式（除 α 外，均为%）：

$$\text{FFR}_t = r^* + \pi_t + \alpha^1 (p_t - p^*) + \alpha^2 (y_t - y_t^*) \quad (1)$$

$$= 2 + p_t + 0.5 (p_t - 2) + 0.5 (y_t - y_t^*)$$

FFR_t ：未来联邦基金利率目标

r^* ：均衡实际 $\text{FFR}=2\%$

p_t ：通货膨胀率（过去 4 个季度平均值）

p^* ：目标通货膨胀率=2%

$(p_t - p^*)$ ：通货膨胀缺口

y_t ：实际 GDP 增长率（过去 4 个季度平均

作者简介：陆晓明（美），经济学博士，中国银行纽约分行资深经济学家，中国国际金融学会理事。

值)

y_t^* : 潜在 GDP (由国会预算署 CBO 定期公布)

$(y_t - y_t^*)$: 产出缺口

α^1 : 通货膨胀缺口系数=0.5, 表明 FFR 对通货膨胀缺口反应的程度

α^2 : 产出缺口权数=0.5, 表明 FFR 对产出缺口反应的程度

这是美联储在实践中采用的基本利率反应函数。其最大特征是, 在通货膨胀与增长目标之间均衡分配权重, 以期通过对利率的调整均衡实现两个目标。基于长期通货膨胀目标 2%, 长期均衡实际联邦基金利率为 2%, 在产出和通货膨胀缺口为 0 的均衡状态下, 联邦基金利率目标的长期水平为 3.5%—4%。但美联储在过去 30 年的政策实践中, 实际上始终将物价稳定置于首位。美联储淡化增长目标的理论依据是: 货币政策在长期内对增长和就业没有促进效果, 而通货膨胀在长期内则是一种货币现象, 必须采取货币政策控制。在实践中, 物价稳定是所有央行的首要甚至单一目标, 所以美联储的这一做法也与全球央行一致。

过去 20 多年的历史证明, 泰勒规则可在很大程度上解释和预测美联储利率目标决策。对 1988—2008 年美联储根据泰勒规则模拟的联邦基金利率目标与真实目标作回归分析, 发现其间拟合优度 R^2 为 0.81。而与之相伴随的, 则是长达 20 多年的大平稳时期 (great moderation), 其间经济增长相对稳定, 通货膨胀及其预期则大幅下降并且稳定。

但问题是, 美国的货币政策体系为美联储调整利率决策框架留下了很大空间。

首先, 联邦储备法明确规定美联储货币政策的最终目标为: 最大就业、物价稳定, 此外还有适中的长期利率。将就业置于首位的双重目标, 从法理上为美联储采用经济/就业增长取代通货膨胀作为利率决策首要目标留下空间。

其次, 美联储虽以相对固定的规则作为决策基础, 但它所采用的泰勒规则中大部分要素是可由决策者调节的变量, 包括:

(1) 长期或中立实际利率: 在经济衰退或低通货膨胀环境下可下调该值;

(2) 两个权重 α^1 、 α^2 : 根据经济增长与通货膨胀风险的变化以及相应的经济政策倾斜, 可阶段性地调高或调低这两个权重;

(3) 潜在 GDP 增长率: 由国会阶段性地估算确定;

(4) 通货膨胀目标: 由美联储制定, 通常为 2%, 但在特殊环境下可上调。

该规则具有原则性与灵活性, 因而具有更强的可操作性和实用性, 容易为决策者接受。但它同时也给决策者站在各自立场调整变量留下空间。特别是在非常规经济环境下, 规则随时可能被修订或放弃。

第二阶段 (2008/12—2012/12): 采用修订版泰勒规则的过渡时期。面对 2008 年以后发生的大衰退这一特殊环境, 美联储采取了一系列特殊、创新政策工具以应对, 其中之一正是修订传统泰勒规则, 使利率决策明确倾向于增长/就业一边。其中的关键修订项包括将产出缺口系数 α^2 从 0.5 提高到 1.0, 将中立实际利率从 2% 降到 0, 以 2.5% 近期通货膨胀上限值替代 2% 长期通货膨胀目标值。由此形成以下修订版泰勒规则:

$$FFR_t = p_t 0 + 0.5 (p_t - 2.5) + 1.0 (y_t - y_t^*) \quad (2)$$

根据 2009 年美国数据: p_t (通货膨胀率, 美联储采用的是消费支出价格指数 PCE): 0.1%; y_t (GDP 增长率): -3%; y_t^* (潜在 GDP): 2.3%。按照修订版泰勒规则, 联邦基金利率应为 -3% 上下。由于名义利率具有 0 下限, 而实际利率 (名义利率 - 通货膨胀率) 无此下限, 所以, 美联储在维持 0 利率的同时, 采用了两项创新措施弥补短期利率工具之不足以使得实际利率为负: 购买大额资产 QE; 采用前瞻性引导沟通手段, 帮助市场了解美联储维持 0 利率水平的时期及未来走势。

2010 年美国通货膨胀率回升到 1.9%, 实际 GDP 增长率回升到 2.29%。即使采用修订版泰勒规则, 联邦基金利率也应接近 2%。但主张宽松货币政策的鸽派伯南克等人一直是美联储货币决策主流和实权派, 他们面对缓慢的经济增长, 特别是高失业率, 仍决定将联邦基金利率维持为接近 0, 并主张即使在经济开始增长以后, 也继续长时间维持这一水平。所以, 自

2008年末至2012年12月,美联储利率决策实际上采用的是比修订版泰勒规则更宽松的决策规则。规则若过于灵活则不成其为规则。在这段时间的美联储决策实践中,规则实际上已不再主导,相机抉择占了很大比重。

第三阶段(2012/12—2018):采用“伊文思规则”的过渡时期。美联储认为,在经济深度衰退之后的复苏阶段,相对长时间地维持超低利率才是最优决策。基于这一思想,美联储在2012年12月FOMC会议上进一步修订了泰勒规则,在新的前瞻性引导中,确定了采用预定经济指标及其临界值以取代原定的具体时间——2015年中旬作为未来上调利率的新规则。由于该规则由芝加哥美联储总裁伊文思(Charles Evans)最早提出,所以也称为“伊文思规则”。

二、伊文思规则对美联储利率决策框架的发展

由于美联储新的利率决策实践刚开始,美联储也未对其做出明确解释和论述,对其认识和评估尚需时日。以下就现有信息分析其内容及影响。

(一) 伊文思规则形成的背景及内容

2008年末,联邦基金利率目标触及了0底线,美联储开始采用量化宽松手段QE及前瞻性引导沟通手段继续刺激经济。由于这两个创新政策手段对美联储而言都没有实践经验可依,只能不断纠错和调整。关于前瞻性引导方式中0利率水平可能延续的时期,美联储在FOMC会议公报中即作过以下调整:

一是最初采用定性的模糊语言描述0利率延续的时间。并且从2009年1月的“某些时候(some time)”在3月调整为“相当长的时期(extended period)”;

二是从2011年8月开始,采用具体时间取代模糊时间,并对具体时间也做过几次延长:从2013年年中延长到2014年底,再延长到2015年年中;

三是2012年12月进一步采用经济指标取代以时间作为上调联邦基金利率的临界值,正

式采用伊文思规则。

1. 伊文思规则的关键内容

采用经济指标作为提升0利率的临界值。包括失业率 $>6.5\%$;未来1-2年内通货膨胀率预期 $<2.5\%$,并且稳定。

6.5%并非美联储的长期失业率目标,也非上调利率的触发点,而是一个临界值或阈值(threshold)。在该值达到后未必立即上调0利率,但在该值达到之前肯定不上调。所以它是一个必要条件,而非充分条件,更非充要条件。并且,只要通货膨胀及其预期温和,即使失业率降到6.5%以下,美联储仍可能按兵不动。

考虑到货币政策的滞后效应,阈值定得高于美联储长期失业率目标5.2%—6%。这样可在充分就业达到之前即开始提升利率,以免过度宽松造成通货膨胀压力,也有利于采用更渐进方式提升利率,减小对市场冲击。

2. 伊文思规则的含义

它使得货币政策双重目标经济增长和物价稳定不再限于法律和理论,而成为实实在在的决策要素。

将货币政策与经济指标,特别是就业直接挂钩,旨在向市场传达美联储关注经济增长,特别是就业增加的空前决心,以增强个人和商家支出的信心。

采用经济指标取代具体时间旨在提高美联储决策透明度和可预测性,让市场根据自己对经济状态及其走势判断,调整对美联储利率决策走势的预期,并相应调整长短期利率,以发挥市场资金供求“自动稳定器”作用。

新规则并未改变FOMC关于未来联邦基金利率走势的预期,因为美联储明确预期失业率不大可能在2015年年中降到6.5%以下。而且这种方式进退更灵活:就业增长若加速则利率上调可能早于2015年年中。

美联储这一决定有两个出乎市场意外之处:采用这一规则的时机早于市场预期的2013年;6.5%的失业率目标低于市场预期的7%。

(二) 伊文思规则对传统及修订版泰勒规则的进一步修订及其意义

伊文思规则与泰勒规则都是一个短期利率反应函数,而且都基于双重目标——通货膨胀

和实体经济状态，并采用两变量均衡方法。但它进一步修订了传统及修正版泰勒规则。

一是修订版泰勒规则已将通货膨胀目标从长期目标值 2% 改为近期内限值 2.5%，但并未明确表述；而伊文思规则作了明确表述。

二是传统和修正版泰勒规则都采用 GDP 作为增长指标；伊文思规则则采用失业率取代 GDP 作为反映实体经济状态的增长指标。整个经济增长项变成 $\alpha^2 (y_t - y_t^*) = 2.0 (5.5 - U)$ 。其中 U = 实际失业率，5.5% = 美联储的失业率目标，2.0 = 系数，该系数根据奥肯法则 (Okun's Law) 关于失业率与 GDP 之间关系得出 (Rudebush, 2009; Carlstrom, 2012)。

三是传统和修订版泰勒规则采用历史数据；伊文思规则采用未来 1-2 年通货膨胀预期数据，具有前瞻性。其旨在与联邦基金利率目标决策的前瞻性相适应，并且避免间歇性价格波动，例如能源价格暂时上升对决策的干扰。前瞻性是伊文思规则的最主要体现。

伊文思规则表达式因而可概述为：

$$FFR_t = 2 + p_{t+1} + 0.5 (p_{t+1} - 2.5) + 2.0 (5.5 - U) \quad (3)$$

传统和修订版泰勒规则中的利率反应函数是连续的，随自变量的变化而连续平滑改变。在长期实践中，鉴于利率政策的效果具有不确定性。美联储也很注意采用渐进、小幅多次利率调整方法，避免对市场造成大的冲击；伊文思规则却对自变量明确规定了一个临界值，在该值达到之前，利率不会有反应，新的反应函数也就不再具有连续性。



资料来源：John Taylor (2012)

图1 泰勒规则和联邦基金利率及预期
(预期部分均基于美联储的预期)

(三) 伊文思规则及其实施的局限与挑战

伊文思规则并非美联储利率决策的理想模

式，只是特殊环境下采用的过渡方法。该规则是美联储对货币政策工具的又一次大胆创新，难免在理论上具有许多局限性，并且在实施中面临诸多挑战及难点。

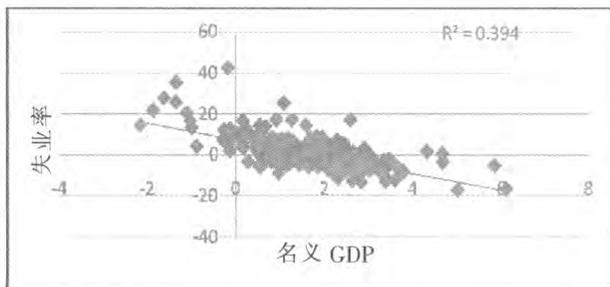
1. 伊文思规则采用失业率替代 GDP 的前提，是失业率与 GDP 之间具有稳定的因果关系：失业率随 GDP 增长按一定比例下降。长期以来，描述这二者之间数量关系的是奥肯法则。而伊文思规则中的失业率系数 2.0 正是根据奥肯法则推算得出。其假定前提是，目前的失业率并不具有结构性，仍会随 GDP 周期性增长而下降。但美联储无法解决以下难题：

(1) 失业率与 GDP 的关系正变得越来越不确定，美联储认定的 5.2%—6% 的新的自然失业率水平（不会引起通货膨胀的长期均衡水平）也缺乏依据。失业率有可能不再随 GDP 显著下降，而高于历史水平的失业率有可能成为新常态。这意味着即使 GDP 显著超过潜在水平（未来若干年为 2.2%），失业率也仍有可能高于 6.5%。

实证考察不难发现，自上世纪 90 年代以来，就业增加滞后于 GDP，所谓无（低）就业增加已是事实。而在最近的衰退中，这一现象更明显，并且目前无法解释其真正原因。在过去 60 多年的历史中，美国名义 GDP 与失业率季度提高之间存在 $R = -0.63$ 负相关关系，意味着失业率随 GDP 上升而下降。但自 2009 年第三季度经济复苏以来，二者关系与 $R = 0.133$ 正相关。同期，失业率缺口缩减的速度也明显滞后于 GDP。例如，按美国国会预算署估算，美国 2012—2017 年潜在年均实际 GDP 为 2.2%，而 2012 年已达 2.2%，二者缺口为 0；但 2012 年失业率仍为 8.1%，2013—2014 年预计为 7.7%、7.3%，与目标水平 5%—6.2% 缺口很可能会持续存在。美联储在 2013 年 1 月发布的黄皮书也显示，最近季度美国经济持续扩张，但就业市场变化不大，说明这一状态仍在持续。

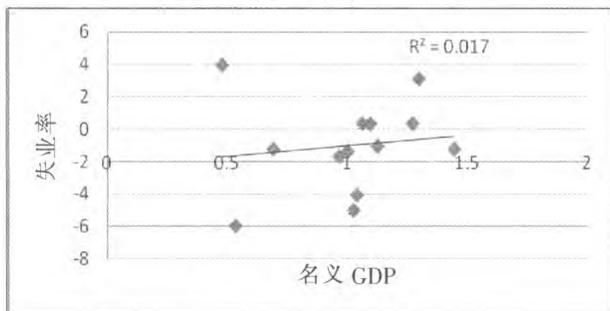
(2) 联邦基金利率水平与失业率之间长期呈明显负相关。这和利率下降具有降低失业率作用的命题背离。

从理论上讲，在长期内，宽松货币政策对就业和经济增长没有促进作用，只会促使物价水平上升。而利率与失业率呈负相关则显示，



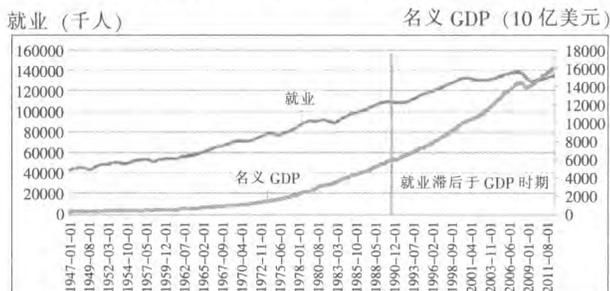
资料来源：美国劳工部、美国经济分析局、作者计算

图2 1948Q2-2012Q3 失业率与名义 GDP 关系 (季度环比, %, $R=-0.63$)



资料来源：同图2

图3 2009Q3-2012Q3 失业率与名义 GDP 关系 (季度环比, %, $R=0.133$)



资料来源：同图2

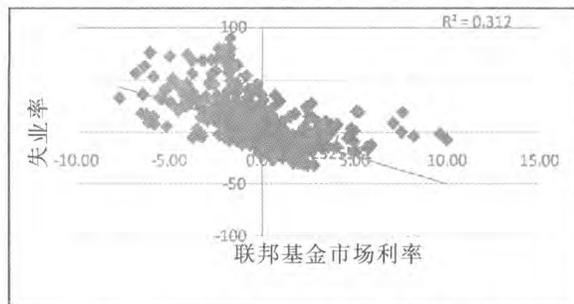
图4 90年代以来就业增长滞后于名义 GDP (1947-2012)

失业率更多是利率变动的结果，失业率上升（下降）导致美联储降低（提高）联邦基金利率目标，而非相反。

从计量经济因果关系分析看，采用美国1956-2012 联邦基金市场利率与失业率月同比数据，作格兰杰因果关系分析。单位根检验发现这些数据不具有单位根，是平稳性数据；采用0.05 作为显著性水平，对这两组变量进行p 值检验，结果发现：

一是2个月以内，利率与失业率互为因果关系；

二是2个月以后，利率不再是失业率的格兰杰原因；而失业率依然是利率的格兰杰原因。这一结果与理论经济学的结论一致：宽松货币政策在长期内对经济增长不起作用。若将降低失业率作为利率决策基础，则可能误导决策。



资料来源：美联储、美国劳工部、作者计算

图5 联邦基金市场利率与失业率的关系 (1956-2012, 月同比, $R=-0.56$)

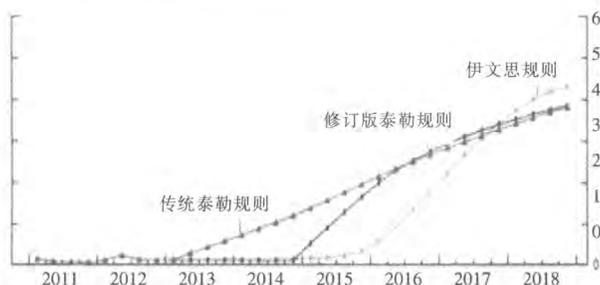
从历史上看，采用失业率作为货币政策目标的教训已经有过。例如，20世纪70年代美联储曾尝试将利率政策与失业率挂钩。当时，由于结构性因素，主要是婴儿潮进入就业市场，导致劳动力基数大幅上升。但美联储却仍将失业率目标定在4%的低水平，并试图通过降低利率来降低失业率。结果是，低利率对降低结构性失业没有明显作用，却导致了70年代末至80年代初两位数通货膨胀。同样，伊文思规则以降低失业率为目标而长期维持0利率，可能再次出现失业率下降滞后于通货膨胀预期上升的情景，使美联储再次陷入政策两难。

2.采用传统或修订版泰勒规则，美联储应在2015年以前即开始上调利率，这样可形成相对平缓的上升路径。而即使按照伊文思规则，即公式(3)，并采用美联储假定通货膨胀预期2%、通货膨胀目标2.5%、长期失业率目标5.5%估算，在失业率降到6.5%（也就是美联储预期的2015年）时，利率目标也应大致为1.75%，而非依然为0：

$$FFR_t = 2 + 2 + 0.5(2 - 2.5) + 2.0(5.5 - 6.5) = 1.15$$

这意味着，当失业率降到6.5%以下，美联储可能不得不连续上调利率直到接近中等水平4%，形成向上的悬崖效应，对经济造成大的冲击。对此美联储表示，6.5%阈值达到后，仍会继续采取特殊时期的利率政策，按照低于泰勒

规则的渐进式步幅上调利率。根据三种不同规则决定的联邦基金利率目标及其预期呈现出三种不同状态：传统泰勒规则升息日应在 2013 年初，升幅最平缓；修订版泰勒规则升息日应在 2014 年末，升幅相对陡峭；而伊文思规则升息日应在 2015 年下半年，升幅最陡峭，并加速上升，对市场冲击也最大。



资料来源：美联储，Yellen (2012)

图 6 按照传统泰勒规则、修订版泰勒规则、伊文思规则决定的联邦基金利率目标及预期 (%)

3. 美联储采用经济指标代替具体时间旨在让市场根据预定指标及阈值自行调整利率走势预期，提高政策透明度及可预测性。但由于经济指标的不确定性以及市场对经济数据的解读和预测各异，对经济走势及利率变动预测的结论可能与美联储冲突，使美联储的利率决策更加被动。

4. 对美联储采用的经济指标衡量的准确性及其与市场的一致性存疑。首先，失业率指标难以全面反映就业及整体经济状态。其次，美联储一贯采用消费者支出价格指数 (PCE) 衡量通货膨胀，该指数通常低于市场普遍采用的 CPI。例如过去 50 年，PCE 月同比均值为 3.57%，低于 CPI 的 4%。并且，美联储习惯采用 PCE 核心指数，该指数又低于 PCE 指数整体。最后，美联储通货膨胀预测方法及预测结果可能与市场不一致。这也是实施伊文思规则及其充分发挥作用的难点。

5. 如果说经济增长/物价稳定两变量的政策操作难度大，那么经济增长/失业率/物价稳定三变量的伊文思规则操作难度和效果不确定性更大。特别是考虑到其中经济增长和失业率之间关系的改变及不确定性上升，合理利率目标的确定更加困难。

三、美联储未来利率决策框架猜想： 名义 GDP+ 传统泰勒规则

伊文思规则是特殊环境下的临时举措，而非美联储的最优利率决策模式。美联储迟早会结束特殊利率决策方式向常规决策方式回归。但目前有两个不确定：

一是回归时机不确定。美联储最近描述的政策路径：阈值达到并开始提升利率后，仍然按照低于基线水平的步幅直到 2018 年。这意味着，2015-2018 年可能是美联储从特殊政策向正常回归的转轨时期；2018 年以后才会完全回归正常。

二是更大的不确定则是美联储在未来的长期内将会采用何种常规决策框架和机制。

下面综合危机以来美联储的实践及最近信息、危机后经济理论关于货币政策的新进展、市场倾向性预期以及全球央行主流趋势等关键因素，对美联储未来利率决策框架及机制进行定性、定量描述与猜想。

(一) 基本猜想

1. 猜想之一

2013 年 1 月，FOMC 会议陈述表示：美联储结束宽松政策期之后，将会采用一种与最大就业及 2% 通货膨胀率长期双重目标一致的均衡方法。而传统泰勒规则以通货膨胀、经济增长作变量，符合美联储法定长期双重政策目标，有助于目标的均衡实现；并且它是唯一在几十年实践中不断被证明是有效的利率规则。而美联储实际上也从未真正放弃该规则，只是在特殊环境下不断修订之。所以，未来美联储很可能继续将泰勒规则作为利率决策基础。

2. 猜想之二

但美联储不大可能完全回归传统泰勒规则，而危机中形成的伯南克遗产包括修订版泰勒规则、伊文思规则的元素很可能被传承下去。主要有：

(1) 决策要素中不再采用通货膨胀单一目标，而更注重就业与增长，使通货膨胀/增长双重目标成为决策实践的常态；

(2) 采用更灵活的通货膨胀目标，而非 2%

的不变目标；

(3) 采用预期数据替代历史数据，使决策更具动态性和前瞻性；

(4) 基于临界值的方法具有过渡性不会继续采用，但基于经济数据的前瞻性引导可能成为常规。

3. 猜想之三

在利率决策框架中引进新的元素——名义 GDP。

(二) 名义 GDP 水平目标可能成为美联储新的利率决策元素

美联储在 80 年代曾经考虑过采用名义 GDP 增长率（以下简称“NGDP”）目标作为货币政策目标，但最终未选择该目标，而是选择了通货膨胀与实际 GDP 增长率（以下简称“RGDP”）目标。尽管 $NGDP = \text{通货膨胀} + RGDP$ ，但在长期实践中它很少被提及，最常用的指标是分离的通货膨胀与 RGDP。

次贷危机以来，关于最优利率决策的探讨中，基于 NGDP 目标的货币决策规则被推到前台。其主要倡导者是 2009 年博客上出现的新学派——“市场货币主义 (market monetarism)”。其基本主张是：将美联储的双重目标转化成 NGDP 年增长率公开目标，例如 5% (RGDP3% + 通货膨胀 2%)；美联储的作用则是同时采用利率和货币供应量工具，将货币基数和短期利率设定在达到 NGDP 目标的水平。同样主张采用规则，反对非相机抉择的货币决策框架，但 NGDP 目标规则既包含了货币供应量也包含了利率手段。所以，它是传统货币主义货币供应量规则与泰勒利率规则的综合。

1. NGDP 目标规则的理论基础及核心内容

(1) NGDP 目标继承和发展了传统货币主义

一是 NGDP 目标不仅以货币供应量而且以利率作为政策工具。

二是不同于传统货币主义采用通货膨胀及货币供给作为货币政策目标和手段，该学派主张采用 NGDP 作为政策目标。但 NGDP 目标与货币供应量目标又十分相似，因为该学派认为需求总是一种货币现象，增加货币供给就是增加总需求。就长远来说，追随固定的 NGDP 规则相当于追随固定的货币规则。

三是他们都承认市场预期在货币政策中的作用，但不同于传统货币主义关于货币政策滞后效应的假定。该学派认为，人们会根据关于货币政策走势的预期立即调整自己的行为，例如调整资产/负债组合及支出、货币政策的预期效果因而会立即传导到实体经济。

(2) NGDP 目标继承和发展了泰勒规则，很大程度上是泰勒规则的特例

一是 NGDP 目标不仅以利率而且以货币供应量作为政策工具。

二是他们都同时考虑通货膨胀与经济增长，因为 $NGDP = \text{通货膨胀} + RGDP$ 。但泰勒规则采用通货膨胀目标和潜在 GDP 作为产出和通货膨胀的基准。而 NGDP 目标则只有一个目标，没有这两个基准。他们还主张央行明确制定、公布并维持一个长期 NGDP 目标，例如 5%–6%，而无论其中通货膨胀与实际增长的比重如何，都让市场形成美联储在长期内维持这一目标平均值的预期。

三是 NGDP 目标更加注重 NGDP 及价格指数总量水平增长，而非变动率。

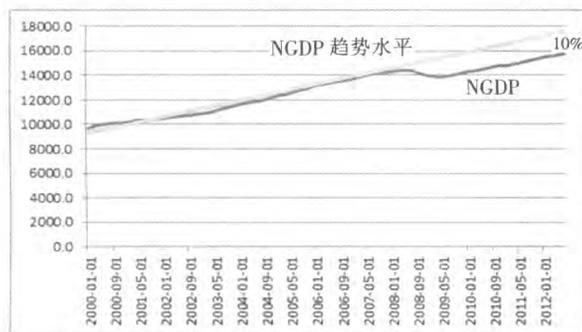
四是 NGDP 衡量货币政策松紧的指标不仅有利率绝对水平，而且有与 NGDP 目标相比的利率及货币供应量相对水平——当 NGDP 低于目标水平，利率即使为 0 也不能表明货币政策已经足够宽松。

2. NGDP 目标规则的含义及可能的优越性

(1) 衡量货币政策包括利率和货币供应量紧（松）必须以决策者的政策目标为基准，否则可能误导。利率及货币供应量紧（松）的充/要条件都是 $NGDP > (<) \text{美联储预定的目标}$ 。NGDP 目标集中于总需求。增加总需求途径之一是增加货币供给。所以，在利率为 0，经济增长仍然乏力的条件下，它可以市场自然预期货币政策的进一步宽松路径——增加货币供应量或 QE，避免关于货币政策走向的争执和不确定性。从总需求方面保持名义量稳定增长，实际上是货币政策应该也能够做的。

(2) 实现 NGDP 目标可同时采用利率工具和货币供应量工具以及中介目标，消除泰勒规则单一利率工具及中介目标的局限。市场货币主义还认为，美国经济最近的深度衰退之所以

延绵不断，正是因为美联储未能制定明确的 NGDP 目标，并以之作为货币政策标准。根据是，按照泰勒规则的利率指标，目前的 0 利率表明货币政策高度宽松；但若按 NGDP 目标，目前的货币政策不是过于宽松而是过于紧缩。这表明，货币政策在利率为 0 的情况下，还可采用货币供应量工具推动 NGDP 上升。并且，在资源尚未饱和的条件下，货币供应量增长推动的是 NGDP 中的 RGDP，而非价格。美联储若公开明确采用 NGDP 目标，则可使货币供应量手段 (QE) 名正言顺地补充利率政策，避免市场出现的不确定性及争论。



资料来源：美国经济分析局、作者计算

图7 衰退以来 NGDP 低于 2007 年前趋势水平 (万亿美元)

(3) NGDP 按现值计算的全部支出，以其作为目标简洁明了容易理解。

首先，它避免了潜在 RGDP 这一难以估算且不确定的变量；避免了关于采用何种通货膨胀指标 CPI、PCE 价格指数、GDP 价格指数，核心指标还是整体指标的争执，特别是避免了价格篮子筛选及加权计算对实际通货膨胀状态可能的曲解。

其次，NGDP 也可避开泰勒规则中关于权重、潜在 GDP 等复杂变量的争执及计算误差。

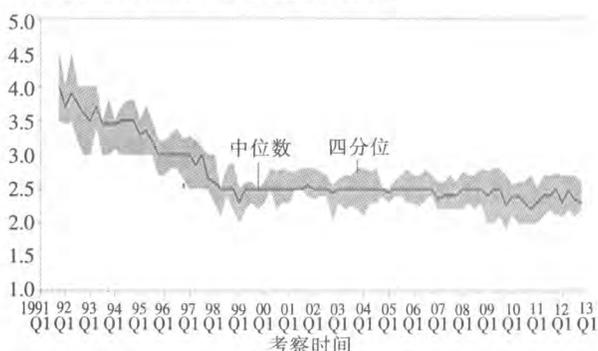
最后，它是基于长期趋势水平的目标，也可避免通货膨胀暂时波动例如能源价格上升对决策的误导。

(4) 市场可容易地根据 NGDP 数据与目标的比较自动调节对货币政策走向的预期：NGDP

低于趋势水平，货币政策将会宽松，否则将会紧缩。这种预期直接指导工商业和个人支出及资产组合调整，有助于形成逆周期稳定器作用。

3. NGDP 目标采用的现状

就 NGDP 目标实施的可能性与可操作性看，采用 NGDP 目标的重要前提之一是通货膨胀预期相对稳定。自 20 世纪 90 年代以来，美国的通货膨胀及其预期大幅下降并保持稳定。例如，据专家预测考察 (SPF)，2012-2021 年 CPI 年均值为 2.30%，PCE 价格指数为 2.10%。这为 NGDP 目标的应用创造了条件。



资料来源：Survey of Professional Forecasters

图8 基于专家考察 (SPF) 的未来 10 年 CPI 年均增长率预期 (2012Q4 数据，%，这是美联储决策通常采用的通货膨胀预期)

从 NGDP 目标对货币决策者的影响看，主张 NGDP 目标的市场货币主义学派发起人大多为资历不深的教授和经济学家。但随后该学派及 NGDP 目标迅速为主流经济学家及部分央行领导所接受。^①美联储最近首次提及 NGDP 目标是在其 2010 年 9 月 FOMC 会议纪要中，但只是将其作为提高短期通货膨胀预期的手段，并未作为未来长期决策目标。2011 年，伯南克公开表示，美联储讨论过 NGDP 目标，并打算将之纳入重要经济指标，但尚未计划采用这一目标取代 2011 年初开始采用的灵活通货膨胀目标。2012 年，FOMC 成员中第一个对该主张表示支持的是伊文思。他曾是 NGDP 目标主要代表 McCallum 的博士研究生。美联储理事会副主席 Janet Yellen 的讲话也倾向支持这一主张。这似

^①市场货币主义主要代表：加拿大央行行长 Mark Carney，著名货币经济学家 Scott Sumner，Michael Woodford，Jeff Frankel，Brad DeLong，Bennett McCallum，诺贝尔经济学奖得主克鲁格曼，总统经济顾问委员会前主席 Christina Romer，美联储前理事 Frederic Mishkin 等。

乎增加了美联储用 NGDP 目标规则取代伊文思规则的可能性。实践也证明,提高通货膨胀目标是个敏感的话题,即使在经济深度衰退中,美联储鸽派也直到 2012 年 12 月才宣布提高通货膨胀预期上限,还未敢触及长期目标。而提高 NGDP 目标则没有那样敏感,容易被市场接受,也可被美联储鸽派及鹰派接受。但由于其实际效果尚未取得及信誉尚未建立,特别是它是否有可能破坏长期通货膨胀目标尚难确定,所以美联储即使接受该工具,也不可能一蹴而就。

(三) 美联储未来货币和利率决策框架总体猜想

基于以上分析,可以预期美联储在后伊文思规则时代的货币和利率决策模式可能是:

1. 以 NGDP 作为整个货币政策松紧的基准;
2. 以具有前瞻性的传统泰勒规则作为联邦

基金利率目标决策和微调的反应函数;

3. 货币政策可能不仅采用利率而且采用货币供应量作为中介目标和工具,将 NGDP 维持在目标水平。

这种决策框架吸收了货币主义和泰勒规则的合理内核,消除了各自的缺陷,经历了一次肯定-否定-否定之否定,在更高层次上回归。相应地,在这种框架之下,美国可能更加趋向采用一种经济增长和通货膨胀均高于趋势水平的发展模式。

特别值得指出的是,危机后许多主要央行货币政策的决策机制中通货膨胀权重下降,增长权重上升,对这一趋势及其对全球经济的长期影响需要持续关注。

(责任编辑 李楠)

参考文献:

- [1] 陆晓明,边卫红.美国二元利率定价机制分析及对我国的启示[J].国际金融研究,2012(10)
- [2] Clark, Todd. Policy Rules in Macroeconomic Forecasting Models [R]. EconPapers, 2012(10)
- [3] Evans, Charles. Monetary Policy in Challenging Times [R]. Federal Reserve of Chicago, 2012(11)
- [4] Evans, Charles. The Fed's Dual Mandate Responsibilities and Challenges Facing U.S. Monetary Policy [R]. Federal Reserve of Chicago, 2011(9)
- [5] Frankel, Jeff. Central Banks Can Phase in Nominal GDP Targets without Losing the Inflation Anchor [R]. Econintersect, 2012(12)
- [6] Hatzius, Jan. The Case for a Nominal GDP Level Target[R]. Goldman Sachs, 2011(12)
- [7] Koenig, Evan. All in the Family: The Close Connection between Nominal-GDP Targeting and the Taylor Rule [R]. IDEAS Working Paper, 2012(3)
- [8] Lazear, Edward. The United States Labor Market: Status Quo or a New Normal? [R]. NBER Working Paper No. 18386, 2012
- [9] McCallum, Bennett. Nominal GDP Targeting [R]. marketmonetarist.com, 2011(10)
- [10] Nikolsko-Rzhevskyy, Alex. Taylor's Rule versus Taylor Rules [R]. SSRN, Working Papers, 2012(9)
- [11] Sumner, Scott. Re-targeting the Fed [J]. National Affairs, 2012(Fall), Issue Number 9
- [12] Wong, Richard. Easy Money, Tight Money, and Market Monetarism [R]. Marketmonetarist, 2011(11)
- [13] Yellen, Janet. Revolution and Evolution in Central Bank Communications [R]. Federal Reserve, 2012(11)
- [14] Yellen, Janet. The Economic Outlook and Monetary Policy [R]. Federal Reserve, 2012(6)

Abstract: This paper analyzes and compares the development of the Fed's rule for interest rate decision since 1990s. The focus of the paper is the newly adopted Evens Rule, which applies inflation and unemployment rate as the threshold for interest rate hiking to end the accommodative policy, and predicts its future trend as well. Based on the past analysis, the paper predicts the regular rule that the Fed might adopt in the future. The preliminary conclusion is: the Fed will likely resume the traditional Taylor Rule, but will pay more attention to nominal GDP, and apply a more flexible inflation rate, more forward looking data, and place more weights on growth as well as money supply.

Keywords: Federal Reserve's Interest Rate Policy; Taylor Rule; Evens Rule; Nominal GDP; Market Monetarist