欧元区货币政策

作者:Christine Lagarde

今天晚上，我很荣幸地发表了卡尔·奥托·波尔（Karl Otto Pöhl）关于欧元区货币政策的演讲。

在欧元区通货膨胀率长期处于过低水平之后，现在已经过高了。我们已经连续第十个月处于创纪录的高通货膨胀率，我们可能会看到这种连胜在短期内持续下去。

通货膨胀是由一系列前所未有的冲击造成的，这些冲击导致了全球经济的转折点。因此，事实证明，价格压力比最初预测的要大得多，也更持久。

在这种情况下，货币政策制定者必须确保通货膨胀不会根深蒂固，并在中期内回到目标水平。我们的政策应对需要考虑到我们在欧元区面临的特殊冲击组合。

在今晚的发言中，我想谈两个问题。

首先，我们今天在欧元区面临的通货膨胀冲击的性质，其次，这对现在和未来货币政策的影响。

**冲击欧元区经济的冲击**

在我们的货币政策战略中，对通胀偏离目标的适当反应取决于三个因素：偏离的来源、规模和持续性。

通常，当通胀冲击的来源主要来自需求时，货币政策将积极应对，以防止经济过热。当面临供应冲击时，如果这种冲击被视为对通货膨胀没有持久影响，央行将“审视”并在必要时延长中期政策期限。

但这样一个清晰的分类并不能充分反映我们今天在欧元区所面临的情况。

我们没有看到美国出现的需求导向型过热，尽管劳动力市场紧张，但迄今为止，工资价格螺旋上升的风险似乎仍然得到控制。

相反，欧元区的通胀率在两次前所未有的冲击下上升。这些冲击限制了全球供应，但也改变了需求，导致了大规模持续的通货膨胀反应。

第一个冲击是大流行。与疫情相关的供应瓶颈和价格上涨相互强化，企业通过提前订购更多产品来应对短缺威胁。这种“牛鞭效应”[1]推动了价格链上的价格上涨。

与此同时，应对疫情的财政和货币政策成功地保护了名义收入，从而在我们的经济重新开放时支持了需求的快速复苏。收入的弹性反过来引发了各部门需求的大幅波动。

在封锁期间，尤其是由于电子商务，消费集中在耐用品上。然后，当经济重新开放时，我们看到了对服务的强烈压抑需求。自大流行开始以来，耐用品消费的波动性比前二十年几乎高出十倍，服务业几乎高出30倍。

这导致通货膨胀扩大到工业品和服务业。如今，核心通胀篮子中约四分之三的项目的通胀率高于2%。

第二个震惊是俄罗斯无理入侵乌克兰。

甚至在入侵之前，OPEC+减产和对美国页岩生产商的资本限制都在限制能源供应。这导致能源价格飙升，这是我们低估通货膨胀的主要因素。[2]

但入侵极大地加剧了供应紧张，并将能源价格推到了非常高的水平，这使得预测通货膨胀变得更加困难。自入侵前几个月以来，欧洲天然气和电力价格分别上涨105%和75%[3]，自2021上半年以来，分别上涨约650%和450%。

自今年年初以来，能源价格的飙升直接导致了整体通胀率的30%左右，间接加剧了整个经济的价格压力。事实上，国家中央银行使用的模型表明，能源成本上升的间接影响目前对核心通货膨胀的贡献约为三分之一。

**通货膨胀的持续性**

总的来说，这些冲击使通货膨胀离我们的目标有很大的距离。截至2020年12月，整体通胀为负，从大流行期间的低谷上升到上月的峰值，上升了9.4个百分点。核心通货膨胀率上升了4.1个百分点。

最近，弹性的全球供应意味着对生产或能源的冲击最终消散。例如，1990年代伊拉克入侵科威特后，油价在大约五个月后跌至战前水平以下。在2011年日本地震和核灾难之后，日本公司的生产估计在仅仅七个月后就恢复正常

但大流行和战争引发的冲击也创造了我之前所称的经济关系“新的全球地图”。[5] 这张新的全球地图上的经济转折点意味着，供应限制可能会比过去持续更长时间。这反过来意味着，这些冲击的通胀效应需要更长时间才能消退。

这里有两个问题值得考虑。

首先，地缘政治动摇了欧洲能源市场。

俄罗斯入侵导致的天然气供应减少已经成为一个重大的结构变化，将在未来几年产生影响。例如，在20世纪70年代的两次石油冲击——欧佩克禁运和伊朗革命之后，油价在三年后仍然持续受到影响。这是因为，在这两种情况下，冲击都与地缘政治格局的持续变化有关，石油供应的减少无法被其他来源的石油完全抵消。[6]

今天，尽管欧盟的反应将缓解能源成本的上升，但化石燃料价格可能会在一段时间内走高。从短期来看，完全替代欧洲进口的俄罗斯化石燃料是一项挑战，尽管替代效应的例子越来越多。[7]

从长远来看，这场战争可能会加速欧洲的绿色转型，包括转向可再生能源。这将需要大量的绿色投资，但也会在过渡阶段对石油和天然气生产的投资造成压力。这可能会给化石燃料价格带来上涨压力，而对这些燃料的需求仍然很高。

如果能源价格在过渡期间持续上涨，可能会对欧洲的工业生产产生影响，影响供应和价格。这当然是欧元区企业的看法。在欧洲央行最近的一项调查中，至少80%的受访者预计，正在进行的转型将使他们使用的原材料和能源更加昂贵，从而导致产品价格上涨。[8]

其次，全球化正在并将发生变化。

大流行造成的破坏、脆弱性的暴露、新的地缘政治格局以及能源和运输成本上升的前景，似乎将引发对全球价值链的重新评估。

虽然我怀疑我们会看到去全球化，但企业可能会长期持有更高的库存，并缩短供应链，以转移高价值服务和研发中心。在战略考虑起作用的地方尤其如此。我们还可能看到，由于当前能源价格冲击的不均衡影响，能源密集型生产正在迁移。除此之外，过渡的速度和新的能源组合将有助于物质转化。

最近的一项调查发现，到2021年底，约60%的公司增加了关键产品的库存，近90%的公司预计在未来三年内将生产区域化。[9] 这可能会降低效率并增加成本，这可能会在供应链调整的同时产生通货膨胀压力。这也可能使经济周期更加动荡

然而，随着时间的推移，我所确定的转折点也可能减弱对价格的影响。例如，绿色转型最终应该导致电价下降。就库存周期而言，当库存在低迷时期被清算时，它将成为价格下跌的乘数。

**欧洲央行的货币政策反应**

因此，综上所述，我们目前面临的情况是，挥之不去的供应限制是导致高于目标的通胀持续更长时间的一个重要因素，而被压抑的需求的释放加剧了其影响。在这种情况下，货币政策需要避免偏离我们的目标变得根深蒂固，并在中期将通胀率恢复到2%。

这里有两个注意事项很重要。

首先是货币政策的目的地：我们需要使政策正常化，并准备好调整利率，以达到中期通胀目标。

第二个考虑因素是加息速度：由于利率从非常低的水平上升，加息速度可以直接调动货币政策的信号渠道。

让我依次讨论这些要点。

**货币政策的目的地**

首先，当通胀高企，增长受到非弹性供应的制约时，货币政策不能保持扩张性，并通过推高需求来增加通胀压力。因此，推行货币政策正常化战略是恰当的。正如我在今年早些时候的一篇博客文章中解释的那样，[11]正常化意味着结束净资产购买，然后将利率提高到中性水平——即既不具有扩张性也不具有限制性的水平。

这就是为什么欧洲央行不仅开始加息，而且传达了我们预计在未来几次会议上进一步加息的信息。为了确保我们政策立场的这些变化是有效的，我们在过去几个月里做出了几项决定，以保持我们的立场在整个欧元区的有序传递。[12]

在我们前进的过程中，我们将重新评估正常化战略是否足以在中期内将我们的通胀率带回2%。归根结底，我们徒步旅行周期结束时的最终速度必须与持续回到我们目标的通货膨胀率相适应——而这个速度将取决于我们周围的经济环境如何演变。

一个关键因素是，我们所面临的冲击的持续性如何影响通胀预期和潜在产出。如果有证据表明高通胀有可能使通胀预期脱锚，那么与我们的目标相一致的政策利率将处于限制范围内。同样，如果我们得出持续的供应冲击持续降低了经济潜力的结论，我们就必须确保需求与供应保持一致。

另一个关键因素将是增长前景如何影响通货膨胀。负供应冲击将导致增长放缓，这可能会对当前的通货膨胀率产生影响。在上世纪70年代欧元区过去的衰退中，一年后整体通胀率下降了约1.1个百分点，而核心通胀率下降约一半。[13]

但这并不是一个硬性规定：在一些衰退时期，比如供应条件恶化引发的衰退时期，通货膨胀保持不变甚至上升。在我们的下行情景中，除了其他冲击外，还捕捉到俄罗斯天然气完全切断的影响，我们预计经济将在明年收缩，然后在2024年回升。但预计预测期结束时通胀将高于基线情景。[14]

第三个因素是政府的行动。货币政策将采取一切必要措施，使通货膨胀恢复到我们的目标。但真正的欧洲方法，货币和财政政策相辅相成，可以改善通胀前景。

特别是，财政政策如何支持企业和家庭度过未来艰难的冬季，将在通胀动态中发挥重要作用。需要有针对性的、临时的和量身定制的措施，以保护最弱势群体的收入，同时防止由于减产和破产而导致的产能严重损失。

但除此之外，财政政策是主要关注公共消费和转移（这可能会加剧通货膨胀压力），还是关注公共投资和债务可持续性，都将产生影响。由于今天通货膨胀的许多来源都在供应方面，政府政策提高供应并将投资转向需要的地方，这是支持可持续增长所必需的。

**增长速度**

应对当前通货膨胀的第二个考虑因素是加息速度。

当通货膨胀长期处于高位时，货币政策的一个重要作用是确保通货膨胀预期在经济冲击过程中保持稳定。如果预期失去锚定并引发工资价格螺旋上升，那么即使在冲击消失后，也可能导致通货膨胀持续。

提高利率对需求和通胀产生机械影响，进而影响通胀预期。但是，当利率从异常低的水平开始时，如果加息也会产生直接影响预期的信号效应，那么加息会更有力。

在这种情况下，尤其是与传统的以25个基点为增量的做法相比，调整加息速度是一个关键工具，可以表明我们决心履行我们的任务，保持通胀预期得到控制。而且，在徒步旅行周期开始时加快步伐，清楚地传达了我们将通胀降至中期目标的承诺。

目前，通胀预期在一系列措施中保持相对稳定。但有两个原因，为什么把这视为理所当然是不明智的。

首先，冲击严重影响了食品杂货和汽油等消费品的价格，这些消费品对家庭的通胀预期影响最大。[15] 欧洲央行的消费者预期调查显示，自今年2月以来，对未来三年通胀的平均预期和中值均上升了约1个百分点。

第二，我们看到了经济环境的快速变化，通货膨胀从很低转变为极高。历史表明，这可能会给人们的期望留下伤疤。

例如，研究发现，前东德和西德人之间的通胀预期差异在很大程度上可以用统一后通胀冲击的持续效应来解释。这与德意志民主共和国公认的零通货膨胀标准形成强烈对比，似乎导致前东德人过度适应物价上涨的环境。[16]

这一稳定通胀预期的必要性有助于解释为什么在欧洲央行理事会最近两次政策会议上，我们将关键利率总共提高了125个基点。这是我们历史上利率变化最快的一次，它发出了强烈的信号，表明我们决心及时将通胀恢复到中期目标。这一重大举措还考虑到利率水平异常低，以及在徒步旅行周期开始时反应过度的风险有限。

今后，未来加息的适当速度将在逐次会议的基础上决定。事实上，正如我们一再强调的，我们将在所有场景中保持数据依赖性。利率最终在何处结算，以及我们采取的步骤的大小，将取决于我们前进过程中通胀前景的演变。

**结论**

让我总结一下。

事实证明，欧元区的通货膨胀比原先预测的要高得多，也更持久。这反映了我们面临的一系列前所未有的冲击，以及这些冲击导致我们经济环境出现转折的事实。

货币政策无法阻止这些冲击的第一轮效应。但它可以确保它们不会被嵌入。这就是欧洲央行正在做的事情。

我们已经在货币政策正常化的道路上采取了重大步骤，为我们的加息做了准备。这表明我们决心及时将通胀率恢复到2%的中期目标，并确保通胀预期保持稳定。

我们不会让这一阶段的高通胀影响经济行为，并造成持久的通货膨胀问题。我们的货币政策将牢记一个目标：实现我们的价格稳定任务。

**原文链接:**<https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2022/html/ecb.sp220920~c3afc1a441.en.html>