降低通货膨胀

作者:Vice Chair Lael Brainard

在过去一年中，美国和世界各地的通货膨胀都很高（图1）。高通胀给所有家庭带来了成本，尤其是低收入家庭。多波疫情，加上俄罗斯对乌克兰的战争，引发了一系列供应冲击，打击了商品、劳动力和大宗商品，再加上强劲的需求，导致了持续的高通胀。随着一系列通货膨胀性供应冲击，特别重要的是要防范家庭和企业可能开始预期通货膨胀在长期内保持在2%以上的风险，这将使使通货膨胀恢复到我们的目标更具挑战性。美联储正在采取行动，以稳定通胀预期，并随着时间的推移将通胀率恢复到2%。1

尽管去年的快速经济增长受到宽松的财政和货币政策以及重新开放的推动，但随着这些顺风减弱，今年的需求有所放缓。财政对产出增长的巨大拖累，加上金融条件的急剧紧缩，导致了经济活动的放缓。2022年上半年，实际国内生产总值（GDP）急剧下降，整体实际消费者支出仅以2021速度的四分之一增长，而住宅投资，这一对利率特别敏感的行业，下降了8%（图2）

强劲的消费支出集中在供应受限的部门，导致了高通胀。消费者支出正处于一个持续但仍不完全的转向大流行前模式的过程中。过去两个季度，商品的实际支出都有所下降，而服务的实际支出则以2021增长率的一半左右的速度增长。即便如此，商品支出水平仍高于大流行前趋势所暗示的水平5%，而服务支出仍低于其趋势4%（图3）。

除了财政拖累和紧缩的金融条件外，高通胀，特别是食品和天然气价格，通过降低实际购买力抑制了消费者支出。虽然食品和能源价格的上涨对所有美国人的自由支配支出造成了压力，但对低收入家庭来说，这一压力尤其大，他们将收入的四分之三用于食品、天然气和住房等必需品，比高收入家庭的31%高出一倍多。3

根据美国汽车协会（American Automobile Association）的数据，自6月份泵的价格大幅上涨以来，7月和8月期间，一加仑普通无铅汽油的全国平均价格每天都在下降，最近一次跌至每加仑4美元以下。4汽油价格的涨跌在夏季通货膨胀的动态中发挥了重要作用，6月份的个人消费支出（PCE）通胀环比上升0.4个百分点，7月份下降0.2个百分点。汽油价格贡献率的0.6个百分点的波动是PCE通胀环比从6月的1%下降到7月的负0.1%的重要驱动因素。

相比之下，食品价格压力继续恶化，反映了俄罗斯对乌克兰的持续战争，以及美国、欧洲和中国的极端天气事件。5食品和饮料的PCE指数今年每月平均增长1.2%，导致该指数今年迄今为止至7月累计增长8-1/2个百分点。就背景而言，在大流行前的整个四年期间，食品和饮料价格指数的净变化仅为0.5%。

不包括波动的食品和能源价格在内的核心通胀率在7月份也有所放缓。核心商品PCE通胀在5月和6月平均为0.5%后，7月环比下降至0.1%。6尽管月度通胀放缓是值得欢迎的，但有必要看到几个月的月度通胀数据偏低，以确信通胀率正在回落至2%。

通胀率回落至2%需要多长时间，将取决于供应限制的持续缓解、需求增长放缓和加价的降低，而这是在预期稳定的背景下进行的。关于供应限制，各种指标显示一些货物的交货时间和供应有改善的迹象。此外，劳动力参与率在8月份就业数据中显示出了令人欢迎的增长，尤其是在25至54岁核心工作年龄段的女性参与率有所提高。即使有了这种改善，参与率仍比大流行前的水平低1个百分点，远远超过了在没有大流行的情况下因退休而导致的参与率下降。

降价也可能对降低定价压力做出重要贡献。去年，面对供应限制，需求快速增长，导致一些经济领域的产品短缺，许多公司利润率高。尽管我们听到一些大型零售商因库存过剩而计划降价的报道，但我们没有总体水平的硬数据表明，企业正在降低利润率，以应对客户对价格的更敏感。从总体水平来看，第二季度，非金融部门的利润相对于GDP的指标仍接近去年达到的战后峰值。7

利用现有的宏观经济数据，很难直接衡量企业相对于成本的涨价幅度。尽管如此，有证据表明，在汽车和零售等领域，行业利润率仍然很高。从去年年初开始，经过几年的密切合作，衡量经销商向客户收取的价格的新机动车消费者价格指数（CPI）与衡量经销商向制造商支付的价格的等效生产者价格指数（PPI）出现了分歧。自那时以来，CPI的增长速度是PPI的三倍（图4）。零售价和批发价之间的这种差异表明零售汽车利润率异常高。随着产量的增加，以及对利率敏感的需求降温，可能很快就会有压力降低汽车利润率和价格，以便将更多的汽车从经销商手中转移出去。

同样，整体零售利润率——零售商为商品收取的价格与零售商为商品支付的价格之间的差额——在过去一年中大幅上升，超过了零售商支付给员工货架和服务客户的平均时薪，这表明零售利润率也可能存在下降的空间。由于零售毛利率约占销售额的30%，目前提高的利润率的降低可能会对降低消费品的通胀压力做出重要贡献。

劳动力需求继续表现出相当的强劲，这很难与更为悲观的活动基调相协调。截至今年8月，工资就业岗位增加了约300万至200万个工作岗位，鉴于上半年支出放缓和GDP下降，这一增长惊人。净失业率从1月份的4%下降到8月份的3.7%。就业成本指数（ECI）的第一季度和第二季度读数可能是劳动力市场紧张的最有力迹象，这表明总时薪增长强劲且基础广泛。第二季度ECI的6.3%是自1982年以来该指标下薪酬的最大季度年化增长。最新的平均时薪数据表明，薪酬可能会有所下降，从7月份的0.5%下降到8月份的0.3%，但重要的是要看到更多的数据。

今年到目前为止，经济活动的减速与自3月份达到顶峰以来，净就业岗位的数量略有减少同时发生。目前相对于求职者的高职位空缺率仍然接近战后历史上的最高水平，这与劳动力市场紧张一致（图5）。在大流行后，经历了前所未有的挑战，恢复或扩大劳动力的企业可能比在经济活动放缓时更倾向于做出更大努力留住员工。这可能意味着，总需求的放缓将导致失业率的上升幅度小于我们在以往衰退中所看到的，但现在得出任何明确的结论还为时过早，我将密切监测各种劳动力市场指标。8

随着我们继续实施将货币政策调整为适当限制性立场的计划，政策利率的提高和资产负债表收缩速度的影响应该会给总需求带来下行压力，尤其是在住房等利率敏感行业。供应条件的持续改善以及消费从商品转向服务的进一步转向，也有助于降低商品价格压力。关于非住房服务，未来几个季度价格压力的大小将取决于支出的总体放缓以及这些部门劳动力供应的改善程度。

自去年转向以来，我们的行动和沟通大幅收紧了金融条件，速度比之前的周期快得多。2022年迄今为止，2年期实际收益率上升了350多个基点，至约1.2%，10年期实际利率上升了近200个基点，目前在2014年至2018年的10年期真实收益率数值范围内为0.85%。货币政策的迅速收紧也反映在预计实际空头利率的大幅上升上：《蓝筹金融预测》（Blue Chip Financial Forecasts）预测，未来12个月内，预计空头利率实际值将超过0.5%，远高于疫情前的水平（图6）。

这些紧缩的金融条件可能需要一段时间才能在整个经济中发挥作用。国内的通货紧缩进程应该通过许多其他国家的需求疲软和紧缩来加强。尤其是在欧洲面临活动下行风险和俄罗斯对乌克兰战争造成的严重能源短缺的情况下，以及在消费疲软的背景下，中国保持零新冠疫情方针的情况下。

在紧缩周期的某个时刻，风险将变得更加双重。紧缩周期的快速性及其全球性质，以及紧缩金融条件对总需求的影响速度的不确定性，都会产生与过度紧缩相关的风险。如果历史可以作为指导，那么避免过早撤退的风险是很重要的。在商品、劳动力和大宗商品的一系列不利供应冲击之后，再加上强劲的需求，导致通货膨胀达到数十年来的高点，我们必须保持风险管理态势，以捍卫通胀预期锚。9尽管我们无法控制对食品、能源、劳动力或半导体的供应冲击，但我们有能力也有责任保持稳定的通胀预期和价格稳定。

只要通胀下降，我们就一直处于这种状态。到目前为止，我们已迅速将政策利率提高到上一周期的峰值，政策利率还需要进一步提高。截至本月，资产负债表的最大月度减少将是上一周期水平的近两倍。10总之，政策利率的提高和资产负债表的减少应该有助于使需求与供应保持一致。货币政策需要在一段时间内采取限制性措施，以提供信心，使人们相信通胀正在下降到目标水平。经济环境高度不确定，政策的路径将取决于数据。虽然具体的行动方案将取决于前景的演变，但我相信我们将实现2%的通胀率。我们的决心是坚定的，目标是明确的，我们的工具能够胜任任务。

1.我感谢联邦储备委员会（Federal Reserve Board）的库尔特·刘易斯（Kurt Lewis）协助编写本文本，并感谢肯尼斯·伊娃（Kenneth Eva）编制数据。这些观点是我自己的，并不一定反映联邦储备委员会或联邦公开市场委员会的观点。返回到文本

2.相比之下，实际国内总收入（GDI）的替代活动指标在今年上半年的增长率略低于潜在增长率。国民收入和产品账户包含两种衡量总经济产出的方法，通过支出法（更常见的GDP）或收入法（GDI）来衡量。这两个系列通常相互跟踪得相当近，但研究表明，在每个系列中都可以找到一些关于商业周期的独立信息。第二季度国内生产总值和国内生产总值之间的差距（称为统计差异）超过7500亿美元，是迄今为止最大的历史规模。有关这些系列和商业周期的讨论，请参阅Jeremy J.Nalewaik（2010），“美国产出增长的收入和支出方面估计”，（PDF）布鲁金斯经济活动论文，春季，第71-106页。返回文本

3.有关这一差异的更多细节以及关于通货膨胀影响如何在家庭间变化的更多信息，请参见Lael Brainard（2022），“家庭通货膨胀体验的变化”，在明尼阿波利斯联邦储备银行机会与包容性增长研究所2022年春季研究会议上发表的演讲，4月5日。返回文本

4.有关更多信息，请参见https://gasprices.aaa.com.返回到文本

5.例如，参见Kim Chipman和Tarso Veloso Ribeiro（2022），“从中国到爱荷华州的干涸农场将给食品价格带来压力”，彭博社，8月27日。返回文本

6.非耐用品价格上涨放缓，二手车以及除机动车以外的耐用品价格下跌抵消了新车和卡车价格的进一步上涨。7月份，不包括能源和住房在内的PCE服务价格下降了0.1%，这是自2020年11月以来该类别的首次价格下降。返回文本

7.第二季度，非金融企业部门的税后利润，经库存估值和资本消耗调整后，占名义GDP的比例为13%。这略低于2021第二季度创下的自1947年以来的13.5%的系列高点

8.这方面的辩论可以在最近的两篇文章中看到。参见Andrew Figura和Chris Waller（2022），“关于软着陆的可能性，贝弗里奇曲线告诉我们什么？”联邦储备系统说明（华盛顿：联邦储备系统理事会，7月29日）；和Olivier Blanchard、Alex Domash和Lawrence H.Summers（2022），“贝弗里奇空间给美联储带来的坏消息”，彼得森国际经济研究所，政策简报22-7（华盛顿：PIIE，7月），https://www.piie.com/sites/default/files/documents/pb22-7.pdf.返回到文本

9.Ricardo Reis（2022），“2021至2022年的高通胀爆发：我们是如何以及为什么来到这里的？”工作文件。返回到文本

10.截至2022年9月，美国国债和抵押贷款支持证券的月径流上限为每月600亿美元和350亿美元，而2017年至2019年分别为300亿美元和200亿美元。返回文本

**原文链接:**<https://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/brainard20220907a.htm>