经济展望是时候让数据说话了

作者:Governor Christopher J. Waller

谢谢你，克劳斯，谢谢你邀请我在这个研讨会上发言，我从2004年开始就一直参加这个研讨会。这个会议让我几乎每年都会回来，我喜欢的一点是它的传统，一方面是开放式的调查，甚至是一些有趣的事情，另一方面是结合严谨、批判性的分析。我是严格批评的支持者，我想也是一名实践者，因为正如你可能听说的那样，每年为“杰出评论家”颁发的会议奖是为我命名的。根据我设定的标准，获奖者也被称为“最讨厌的参与者”。“我想，像我这样喜欢提出批评的人最终会得到一份得到大量批评的工作，这只是因果报应。开玩笑的是，我确实认为，作为这个奖项的得主是一种莫大的荣誉，为了确保我不会太自大，按照传统，会议组织者故意把我的名字拼错了。

我今天的主题是美国经济前景和美联储正在进行的降低通货膨胀和实现2%目标的运动。我今天的演讲有三个要点。首先，通货膨胀太高，现在说通货膨胀是否有意义地持续下降还为时过早。联邦公开市场委员会（FOMC）承诺采取行动，将通胀率降至2%的目标。这是一场我们不能也不会回避的斗争。第二个收获是，对今年上半年开始的衰退的担忧已经消退，而强劲的美国劳动力市场正为我们提供灵活性，使我们能够积极应对通胀。因此，我支持继续提高联邦公开市场委员会的政策利率，根据我今天所知，我支持在9月20日和21日的下一次会议上大幅提高政策利率，以使政策利率达到明显限制需求的水平。最后一个结论是，我认为在紧缩周期的这个阶段，前瞻性指导的作用越来越小。未来关于加息规模和本周期政策利率目标的决定应完全取决于即将到来的数据及其对经济活动、就业和通货膨胀的影响。

根据自联邦公开市场委员会上次会议以来我们收到的所有数据，我相信下一次会议的政策决定将是直截了当的。由于劳动力市场强劲，目前美联储的就业和通胀目标之间没有权衡，因此我们将继续积极对抗通胀。通货膨胀是普遍存在的，其原因是刚开始缓和的强劲需求，劳动力参与持续滞后，以及供应链问题，这些问题可能在某些地区有所改善，但仍相当严重。出于这些原因，我预计通胀率要回到2%的目标还需要一段时间，而联邦公开市场委员会将在2023年收紧政策。但“通胀率有多高？”“持续多久？”将完全取决于传入数据。

自从我上一次在7月份发言以来，我认为我们在2022年上半年进入衰退的争论已经基本结束，我们没有。每过一周，在支出或就业数据中都没有任何衰退迹象，这一衰退论调就越陷越深。我们了解上半年降低国内生产总值（GDP）数字的一些因素，而关于其他可能因素的争论仍在继续，如计量错误、可能低估GDP。我们可以说的是，在美联储在2021后几个月宣布其政策转向紧缩，并在今年第一季度开始加息后，需求和经济活动在2021的强劲步伐基础上在2022年上半年放缓。数据表明，第三季度的消费增长有所上升。与此同时，亚特兰大联储的GDPNow模型预测本季度实际GDP将增长2.6%，尽管其他估计略低于这一预测。

支出数据支持持续扩张。7月份名义零售额总体持平，但这主要是因为汽油和汽车价格下跌（这是一个好消息）阻碍了这些行业的销售。除此之外，零售额增长0.7%，表明可自由支配支出稳步增长。企业也继续扩大生产和支出。7月份，工业总产量增长0.6%，比一年前水平高3.9%。制造业活动的前瞻性指标，如各种制造业调查中的新订单指数，比今年早些时候更为疲软，但大多数（尤其是ISM 8月份的积极数据）并不表明制造业活动出现实质性回调。与此同时，非制造业ISM报告显示，其新订单指数上个月上升至稳定水平，继续增长。

但经济活动有缓和的迹象，这正是联邦公开市场委员会试图通过收紧货币政策来实现的。毫不奇怪，今年更高的利率正在减缓房地产市场的活动。几个月来，独栋住宅的建造量一直在下降，7月份的许可证和开工量都在下降。现有和新建独栋住宅的销售也有所放缓。7月份，现房销售下降5.9%，经季节性调整后的年销售额为480万套。尽管住房供求之间的不平衡仍然严重，但它已经得到了有意义的改善。自1月份以来，未售出的新房和现房库存翻了一番多。尽管三个月的现房供应量仍低于疫情前的水平，但11个月的新房库存量是自2009年春季以来的最高水平。后一项统计数据引发了一些人的担忧，即房地产市场即将出现严重衰退，但一个重要的警告是，当前库存的增加反映了由于持续的供应限制，近期房屋完工率较低。许多待售新房仍在建设中，随着供应限制的缓解，建筑商将能够向现有住房供应仍然紧张的市场交付更多完工的住房。尽管如此，房地产市场是货币政策的重要渠道，我将密切关注这一领域。

联邦公开市场委员会（FOMC）的目标是，货币政策的收紧减缓了总需求，从而使其与经济所有部门的供应更好地保持一致。我的预期是，强劲的家庭储蓄、紧张的劳动力市场以及随着供应链限制的持续解决，制成品的额外供应将允许家庭进行期待已久的购买，这将部分抵消紧缩政策的影响。这将支持需求放缓，而不是萎缩。

谈到非常强劲的劳动力市场，在过去几个月里，私人工资就业人数平均每月增加近40万人。8月份，失业率上升了十分之二，达到3.7%，部分反映了劳动力参与率的提高，但仍处于非常低的水平。参与人数的增加是一个值得欢迎的消息，但这一比率仍远低于大流行前的水平，当时失业率大致与今天一样低。我们在许多经济部门都面临工人短缺的问题。职位空缺已经开始有所下降，但仍然很高。这些数据证实，美联储正在达到其充分就业的目标，所以我的注意力都集中在降低通胀上。

7月份通货膨胀放缓，这是一个非常令人鼓舞的发展。消费者价格指数和个人消费支出指数（PCE）（美联储的首选指标）的整体通胀放缓，主要原因是汽油和其他石油产品价格持续下跌。除去波动的能源和食品价格，这两个指数的核心通胀也从今年早些时候的快速增长中有所下降，但现在说通胀正在有意义地持续下降还为时过早。

通货膨胀仍然很普遍。无论是整体通胀还是核心通胀，至少60%的不同商品和服务的基本类别增长了3%或更多。住房服务价格不断上涨。核心商品通胀继续远高于疫情前的水平。过去一年，不包括住房在内的服务业的通货膨胀有所上升，部分原因是随着社交距离的缓解，消费者转向了家庭以外更正常的活动。

展望未来，我将关注影响通货膨胀的若干因素。关于住房服务租金和所谓的业主等效租金-我预计，随着最近新租金的上涨，这一通胀因素在一段时间内会有相当大的增长，并将其转化为综合价格指标，一些分析师预测，2022年消费者价格指数中的租金通胀率可能会翻一番，到目前为止，这一速度将超过一倍，我预计，随着未来新租赁或续租的增长放缓，以及货币政策紧缩的全面影响，这些因素对通胀的上行压力将有所缓解。除了住房，我预计商品价格通胀将继续放缓，因为现在和未来的货币政策将减缓总需求的增长速度，供应问题将缓解，供需将达到更好的平衡。有一些证据表明，与大流行相关的商品供应生产和交付问题正在改善，供应商交付时间和短缺物品报告持续下降。就服务价格通胀而言，上个月我们看到机票和其他与旅行相关的服务价格有所下降，但我不确定这些服务、食品服务和非市场服务价格将如何发展。

名义工资一直在快速增长，我将密切关注工资增长如何演变并导致通货膨胀。亚特兰大联储的工资增长跟踪系统7月份创下了24年来的又一纪录，12个月工资增长率为6.7%。除非劳动力市场出现明显的疲软，否则我预计工资增长不会有多大的缓和。预测未来工资增长的一种方法是通过离职率。大多数辞掉工作的人都搬到了薪水明显更好的地方，所以我认为辞职是一个信号，表明工资在短期内会走向何方。失业率接近政府追踪的22年来的最高水平，但从今年年初开始有所下降，进一步下降将使失业率接近大流行前的水平，当时工资增长比今天慢得多。

我将密切关注的另一个因素是长期通胀预期，我认为这会显著影响通胀。随着过去一年半通货膨胀率上升，短期通胀预期指标明显上升，但长期通胀预期指标仅略有上升，总体上接近疫情前几年的水平，当时通胀率较低。事实上，在过去的几个月里，长期预期的几个指标都有所下降。对我来说，这意味着公众对美联储能够在中期控制通货膨胀保持信心。

总而言之，尽管我欢迎有关通胀的乐观消息，但我还没有看到令人信服的证据表明，通胀正在有意义地持续下降，以达到2%的目标。我记得，一年前，我们看到了类似的有希望的证据，表明通货膨胀在几个月内有所放缓，随后又上升到很高的水平。这些早期的通胀数据可能将我们转向紧缩货币政策的时间推迟了几个月。如果另一个误判损害了美联储的信誉，那么被暂时的通胀软化所蒙蔽的后果现在可能会更大。因此，在我看到核心价格上涨有意义且持续放缓之前，我将支持采取进一步的重大措施收紧货币政策。

现在让我来阐述一下这一前景对货币政策的影响。自3月以来，联邦公开市场委员会已将我们的政策目标范围从接近零上调至2-1/4%至2-1/2%。这使得当前目标区间的上限处于联邦公开市场委员会参与者对政策利率的长期预测的中位数，如6月份经济预测摘要（SEP）所记录的那样。这一长期利率实际上是参与者认为当经济增长达到其潜力，通货膨胀达到我们2%的目标时，政策利率就会稳定下来。当就业和通货膨胀接近我们的目标且不需要货币政策的帮助时，这是成功的一个很好的定义。但现在情况并非如此；通货膨胀离我们的目标很远，因此需要采取更多行动。政策利率必须有意义地高于这一中性水平，以进一步抑制总需求，并对价格施加更大的下行压力。

展望下一次会议，我支持再次大幅提高政策利率。但是，展望未来，我无法告诉你政策的正确路径。峰值范围以及我们将以多快的速度到达，将取决于我们将收到的有关经济的数据。今年早些时候，当我们结束资产购买时，通货膨胀相当高，我们正在将目标区间从有效下限上调，因此提供前瞻性指导以帮助传达联邦公开市场委员会对紧缩货币政策的紧迫感是有意义的。前瞻性指导有助于公众了解我们预期紧缩的速度，我们看到长期利率由于这些沟通而迅速上升。此外，额外的加息应该会进一步抑制总需求。随着我们继续提高利率，我们需要逐月了解家庭和企业如何适应更为紧缩的金融条件，以及这种调整如何影响通货膨胀。我们不应该估计目标区间的峰值水平是多少，以及我们到达目标区间的速度有多快，因为这些细节更多地取决于新的经济数据告诉我们什么，而不是联邦基金利率的唯一方向是不断上升。

这并不是说我预计加息很快就会停止。我预计，要使通胀率有意义地持续下降，达到2%的目标，至少要到明年年初，联邦基金利率的目标区间才会有所提高。但不要问我策略路径，因为我真的不知道它将取决于数据。六个月前，我不会想到，在通过一系列大幅加息和缩减资产负债表大幅收紧政策后，我们会走到今天的地步，通胀率远未达到我们的目标。

然而，经济将如何表现有一系列可能性，我们可以谈谈这一范围的含义。例如，假设通货膨胀遵循6月至9月期间制定的路径，其中核心PCE通货膨胀率在2022年第四季度降至4.3%，然后在2023年和2024年期间上升至2%。在这种情况下，我支持我们的政策利率达到接近4%的峰值。但是，根据过去一年半的经验，对这条看似合理的道路会实现表示极大的信心是愚蠢的。相反，重要的是要考虑各种可能性和适当的政策反应。例如，如果今年通货膨胀没有缓和或进一步上升，那么，在我看来，政策利率可能需要远高于4%。或者，如果通货膨胀突然减速，那么在我看来，政策利率可能会在4%以下达到峰值。

随着资产负债表中到期证券的流失，美联储资产持有量的减少，是一件更可预测的事情，也会随着时间的推移对紧缩政策产生重大影响。从本月开始，美联储将每月削减600亿美元的国债，每月削减高达350亿美元的机构抵押贷款支持证券。这一行动有效地增加了私人投资者手中的证券供应，从而给利率带来上行压力，因为现在必须吸引私人投资者持有这些资产。

总之，联邦公开市场委员会今年采取了前所未有的果断政策行动，以迅速提高政策利率，以应对高通胀。但我们现在的处境还不够好。尽管劳动力市场强劲，但通货膨胀太高了。因此，我支持两周内再次大幅加息。此后，紧缩政策将继续下去，直到我们看到明确而令人信服的证据，表明通货膨胀正在有意义地持续下降到2%的目标。紧缩步伐不确定；这将取决于数据。不管怎样，我已经准备好并愿意尽一切努力降低通货膨胀。

1.这些观点是我自己的，不代表理事会或其他美联储决策者的任何立场。返回到文本

2.最近要价租金和新租赁合同的上涨被纳入了具有滞后性的总价格计量，因为消费者价格指数住房调查调查的许多房产每月都没有新的租赁合同。此外，官方统计中的住房部分是基于前六个月的平均变化。返回到文本

3.见Christopher J.Waller（2022），“炙手可热的住房市场：政策的作用和对住房负担能力的影响”，3月24日在“最近的财政和货币政策：对美国和以色列房地产市场的影响”会议上发表的演讲。返回文本

4.2021，租房者的租金上涨了3.3%，到2022年前7个月，又上涨了4.3%，今年的增长速度超过了一倍。同样，2021业主的同等租金上涨了3.8%，今年前7个月又上涨了3.8%。返回到文本

**原文链接:**<https://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/waller20220909a.htm>