从住房市场看经济前景

作者:Governor Christopher J. Waller

谢谢你，吉姆，感谢肯塔基大学今天给你机会和你讲话。很高兴回到蓝草州，见到老朋友和同事。我从1998年到2003年在英国教书，当时我的一位同事是马克·伯杰，他去世的年龄太小了。马克是一位好朋友，我很荣幸能在这个以他的名字命名的系列研讨会上发言。

我的主题是美国经济和通货膨胀的前景，以及美联储控制通货膨胀的努力。1我将从经济前景开始，重点关注通货膨胀，然后转向对住房市场的讨论，在住房市场，强劲的需求超过了有限的供应，导致住房价格大幅上涨，而住房价格是通货膨胀的重要组成部分。由于房地产市场对利率变化和货币政策敏感，因此我将通过讨论联邦公开市场委员会（FOMC）为实现最大就业和稳定价格的双重任务所做的努力如何影响房地产。

最近的经济活动数据表明，在今年上半年国内生产总值（GDP）略有收缩之后，下半年经济将出现温和但低于趋势的增长。与此同时，劳动力市场仍然强劲且非常紧张。8月份，雇主增加了31.5万个工作岗位，远远高于跟上人口增长所需的速度。尽管失业率上升，但这在很大程度上是由于近80万人加入了文职劳动力队伍，其中许多人被充足的就业机会和快速的工资增长所吸引。失业率为3.7%，低于联邦公开市场委员会参与者对长期失业率的预测中值。此外，最初的失业救济申请非常低且稳定。明天我们会收到另一份就业报告。预计就业岗位将增加约26万人，这将低于最近几个月，但与过去的经验相比非常健康。在这个范围内的就业人数以及周二报告的就业空缺率将表明劳动力市场正在放缓，但仍相当紧张。因此，我预计明天的就业报告不会改变我的观点，即我们应该百分之百专注于降低通货膨胀。

自从我上次在9月9日谈到经济前景以来，我们收到了8月份通货膨胀的两个重要数据，即消费者价格指数（CPI）和个人消费支出价格指数（PCE）。2两份报告都证实，8月份的总体通胀率仍然过高。尽管汽油价格下跌，这对消费者来说是一个非常好的消息，但食品价格却显著上涨。剔除食品和能源等波动类别的核心PCE通胀率本月上升至0.6%，这意味着核心商品和服务的年化通胀率约为7%。此外，核心PCE通胀率不仅很高，而且非常持续，今年核心PCE通货膨胀率的月平均年率约为5%。这些数据表明，通胀远未达到联邦公开市场委员会的目标，而且不太可能迅速下降。

这并不是我所期望的通胀结果，以支持加息速度放缓或最终政策利率低于2022年9月9月预测的水平。而且，尽管还有更多数据即将到来，但在我看来，我们尚未在通胀方面取得有意义的进展，在这一进展既有意义又持久之前，我支持继续加息，以及美联储资产负债表的不断缩减，以帮助抑制总需求。就实现我们的双重任务而言，这是一场单方面的战斗。我们目前没有面临就业目标和通胀目标之间的权衡，因此货币政策可以而且必须积极地用来降低通胀。

让我谈谈令人不安的持续通货膨胀。在过去的几份通货膨胀报告中，住房服务是衡量通货膨胀的主要因素。在最新的通货膨胀报告中，住房价格每月上涨0.7%。住房在价格指数中占有很大比重，因为家庭将相当大的收入用于住房服务。高月度通货膨胀率和衡量整体价格的重要权重相结合，意味着住房通货膨胀是整体通货膨胀的关键驱动因素。此外，住房通货膨胀是通货膨胀中一个特别持久的组成部分，这也是为什么我在决定美国通货膨胀前景时会密切关注住房通货膨胀的原因。不幸的是，信息是，住房通胀可能会在几个月内保持高位，这意味着整体核心PCE通胀将持续居高不下。

一段时间以来，住房供求之间存在着相当大的不平衡。住房对利率也很敏感，因此对货币政策也很敏感。因此，在接下来的几分钟里，我想重点关注自住和租赁市场的供需失衡是如何产生的，它如何影响当前和未来的住房价格，以及住房可能如何影响联邦公开市场委员会将通胀恢复到2%目标的努力。

在大流行之前的几年里，住房需求强劲增长，这是由于相对较低的利率、新家庭的形成和收入的增加。在疫情期间，随着人们在家的时间越来越多，住房需求随之激增，最初每户的住房面积越来越大。公寓里的夫妇希望有更多的空间在家工作，并选择了更大的公寓或房子。此外，远程工作使人们能够在更好的地点工作，因此对第二套住房的需求激增。随着疫情的持续，对住房的需求也大幅增加，这意味着更多的家庭成员，因为共享公寓的室友现在想在家继续工作，他们想自己生活。成年儿童开始搬出父母的家。所有这些因素导致了更高的家庭形成率和更大的住房需求。因此，到2021年底，这场大流行正在推高双方的住房需求。

与此同时，大流行的供应限制导致建筑材料和建筑工人短缺，限制了新住房的供应。直到今年早些时候，住房需求激增和供应有限，这意味着住房市场存在大量的过剩需求，这反映在住房成本的大幅上升上。

但现在，自住市场的失衡已经开始发生变化。由于美联储实际和预期的紧缩货币政策，抵押贷款利率已从去年年底的不到3%上升到最近的近7%。更高的借贷成本使得家庭购买住房的成本更高，无论他们是首次购房者还是将现有住房换成另一套住房。因此，我们看到今年的房屋销售大幅下降。新屋和现房的月销售额现在已回到疫情前几年的平均水平以下。上周公布的8月份待售房屋销售下降表明，销售将进一步下降。反映出销售放缓的是，建筑商的反应是减少新建独栋住宅。

到目前为止，住房需求的收缩比供应的变化更为明显，因此待售房屋的库存也有所增加。虽然从历史角度来看，现有住房的库存仍然很低，但新住房的库存增长了很多。根据目前的销售速度，对新房供应月数的估计已经猛增，目前已接近2008年上一个住房周期的峰值。

住房需求的缓和也可以从房价上涨的放缓中看出。在全国范围内，截至5月的12个月内，现房价格上涨了约20%，而最近几个月的年涨幅不到10%。该国一些地区的物价甚至有所下降，尤其是前两年涨幅最大的地区。据报道，许多建筑商正在降低标价，并提供更大的激励措施。

降价和新的单户住宅建设放缓的结合应该有助于建筑商消除过剩的库存，继续使市场达到更好的平衡。此外，抵押贷款利率稳定后，其对住房需求的拖累应该会减弱。虽然这一市场调整可能相当温和，但我不能排除在市场正常化之前需求和房价大幅下降的可能性。

尽管房价可能出现重大调整，但有几个因素有助于减轻我的担忧，即这种调整会引发一波抵押贷款违约，并可能破坏金融体系的稳定。其中一个原因是，由于2010年代抵押贷款承销相对紧张，如今抵押贷款借款人的信用评分普遍高于上一次住房调整前的水平。此外，上一次修正的经验告诉我们，大多数借款人除了在抵押贷款上陷入困境之外，只有在收入受到负面冲击时才会违约。

由于人们仍然需要一个居住的地方，对租赁住房的需求仍然相当强劲。租金空置率很低。反映这一事实的是，今年多户型建筑数量相当高，这是自20世纪80年代中期以来的最高水平，当时对建筑投资的税收待遇比现在优惠得多。但需求仍远大于供应，因此租金持续飙升。

那么这一切对通货膨胀意味着什么？美国最受关注的通货膨胀指标试图衡量家庭消费的商品和服务的价格。对于住房而言，这意味着衡量住房和其他服务的消费价格。住房的价格最容易用租金来衡量。当然，自住房屋的租金是不可接受的。对于这些房屋，住房的价格估计为业主根据附近租赁单元的租金支付的租金。房屋的购买价格没有纳入这些通货膨胀指标，因为它反映的是投资房地产资产的成本，而不是消费住房提供的住房的价格。

正如我前面提到的，最近租金增长非常高。8月份，PCE价格指数中的住房服务部分略高于0.7%，略高于前三个月的平均水平。我预计类似的速度将持续一段时间，直到明年。为什么？住房通货膨胀衡量家庭实际支付的租金。只有一小部分家庭在一个月内签订新租约或每月续租。因此，当计算每月住房通胀时，它包括了租金没有变化的大部分租赁住房。因此，市场状况的变化只在几个月的通货膨胀统计数据中出现。此外，通货膨胀统计数据在计算租金增长时使用了六个月的平均值。一年多来，确实反映了当前租赁市场状况的新租赁合同的要求租金和租金一直在快速上涨。今年迄今为止，这些增长加剧了住房通胀，而且至少在未来六个月内应该会持续下去。也就是说，在最近的要价租金读数中，有一线希望，涨幅有所下降。这种放缓的速度最终会导致住房通胀放缓，尽管这可能要到明年晚些时候才能看到。

因此，现在让我们来考虑一下当前和未来住房市场对整体通胀和货币政策的影响。如果我们假设最近住房成本的通货膨胀率仍在继续，那么商品和其他服务的价格需要缓和多少才能有意义地将总体通货膨胀降低到3%？

在谈到未来通货膨胀时，最有助于集中精力衡量核心通货膨胀。因此，如果住房服务价格指数在未来几个月继续以最近0.6%左右的月平均增长率增长，那么其他核心价格增长将需要大幅放缓，月平均增长幅度略低于0.2%。3这将大大降低8月份的通货膨胀率，核心通货膨胀率为0.6%，非住房服务和核心商品的增长率均超过0.5%。

如果非住房核心通胀率持续数月，那么这种下降将是通胀率的一大改善。我认为，由于迄今为止货币政策的大幅收紧以及预期的进一步收紧，很有可能实现这一目标。但这一实践表明，为什么联邦公开市场委员会（FOMC）为了缓和需求而将重点放在适当的货币政策路径上如此重要。虽然住房似乎可能在短期内继续导致高通胀，但在中期，随着住房需求的降温，较高的抵押贷款利率应该会减缓通货膨胀中的住房部分。同时，提高更广泛的利率将有助于缓和需求，抑制其他部门的通货膨胀。因此，在各个部门，需求的缓和应该有助于将通胀率降至2%的目标。

当我们考虑今年剩余时间的政策行动时，我们可以看看联邦公开市场委员会在上个月的会议上发布的《经济预测摘要》。这些预测显示，参与者预计到年底将进一步收紧100至125个基点，这意味着在我们剩下的两次会议上，要么上调50个基点，要么在11月上调75个基点，在12月上调50个百分点。当然，政策的确切路径将取决于我们从现在到年底收到的数据。

在11月1日至2日的下一次会议之前，不会有太多的新数据对我如何看待通货膨胀、就业和其他经济增长产生重大调整。明天我们将获得9月份的就业数据，以及本月晚些时候的CPI和PCE通胀报告。我不认为这种程度的数据可能足以显著改变我对经济的看法，我预计大多数决策者也会有同样的感受。我想，我们将在下次会议上就紧缩的步伐进行非常深入的讨论。

因此，截至今天，我认为货币政策的立场略有限制，我们开始看到对住房等利率敏感行业的过度需求有所调整。但还需要做更多的工作来有意义地、持久地降低通货膨胀。我预计明年初还会有更多加息，我将仔细观察数据，以决定随着我们继续进入更严格的领域，适当的紧缩步伐。

在考虑可能会发生什么改变我对政策路径的预期时，我最近读到了一些猜测，即金融稳定的担忧可能会导致联邦公开市场委员会减慢加息速度或比预期更早停止加息。让我明确一点，这不是我正在考虑或相信的很可能的发展。

我对这种猜测有点困惑。尽管最近金融市场的波动性和流动性压力有所增加，但总体而言，我相信市场正在有效运行。近年来，银行和金融监管机构的行动大大加强了金融体系。银行资本充足。财政部、股票和大宗商品市场的运作仍然有序。

可能有助于稳定金融体系的一个因素是货币政策工具的存在，它可以在金融压力时期作为流动性的备用来源。例如，美联储与其他央行保持的互换额度在过去曾被有效地用于缓解金融系统的压力，我认为这些贷款的可用性在其他时候往往是一种稳定力量。此外，为了帮助实施货币政策，美联储于2021 7月建立了新的长期回购协议（repo）授信，一项针对国内交易对手，另一项针对外国和国际货币当局。这些设施能够应对可能给货币市场利率带来上行压力的压力，但我认为它们的存在很可能是一种稳定力量。随着监管框架的完善，我相信我们已经有了解决任何金融稳定问题的工具，不应该指望货币政策达到这一目的。货币政策的重点需要是对抗通货膨胀。

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

2.参见克里斯托弗·J·沃勒（Christopher J.Waller，2022），“经济展望：让数据说话的时候了”，在奥地利维也纳第17届年度维也纳宏观经济学研讨会（2022）上发表的演讲，9月9日。返回文本

3.这一估计是针对PCE价格通货膨胀计算的，其中住房服务占PCE价格指数衡量核心通货膨胀的17%。返回到文本

**原文链接:**<https://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/waller20221006a.htm>