在不确定的经济环境中恢复价格稳定

作者:Vice Chair Lael Brainard

很高兴参加今天的讨论。1美国和世界各地的通货膨胀率居高不下，反映出大流行和俄罗斯对乌克兰的战争造成的强劲需求和有限供应之间的长期不平衡。全球供应链已经明显缓解，但从某些方面来看，它们仍然比自20世纪90年代末以来的任何时候都更加受到限制。2高通胀给所有美国人带来了负担，尤其是低收入家庭，他们将收入的四分之三用于必需品，比高收入家庭的两倍还多。美联储（Federal Reserve）已大力收紧政策，以降低通货膨胀，而与此同时的外国紧缩政策也加剧了美国的紧缩。我们开始看到一些领域的影响，但累积性紧缩需要一段时间才能传导到整个经济，并降低通货膨胀。不确定性仍然很高，我正在密切关注前景的演变以及全球风险。

更高的利率有助于缓和需求，使其更好地与供应保持一致，而供应仍然受到限制。今年迄今为止，产出减速幅度超过预期，这表明政策紧缩正在产生一定效果。上半年，实际国内生产总值（GDP）以每年约1%的速度下降。实际私人国内最终购买量从去年的6.4%下降到今年上半年的1.3%。

最近对国民收入和产品账户数据的修订表明，目前家庭持有的超额储蓄存量较低，并且在最近几个季度比之前估计的更快地减少。事实上，根据董事会工作人员的估计，这些修订意味着家庭所持有的超额储蓄存量要低25%左右，这可能意味着未来消费者支出的速度比预期的要慢。

市场对年底政策利率水平的预期现在是七个月前的两倍多。由于利率的大幅提高和更广泛的金融状况的相关紧缩，我现在预计下半年的反弹将有限，今年的实际GDP增长将基本持平。3

到目前为止，由于货币政策紧缩而导致的需求放缓只是部分实现。紧缩政策的传导最明显地体现在对利率高度敏感的行业，如住房行业，在这些行业，抵押贷款利率今年以来已翻了一番多，房价在最近几个月大幅下跌，并有望很快持平。在其他部门，传导滞后意味着迄今为止的政策行动将对未来几个季度的活动产生全面影响，对价格制定的影响可能需要更长时间。同时，全球货币政策的迅速收紧应加强需求的缓和。

在产出增长放缓的背景下，我们看到了劳动力市场重新平衡的一些初步迹象。轶事报告表明，工人的可用性和保留率正在提高。4连续第二个月，月工资就业增长放缓，从8月的3150000人降至9月的263000人。在7月至8月的职位空缺和劳动力流动调查（JOLTS）中，职位空缺大幅减少了110万个。职位空缺与求职者的比率下降到1.7；为了进行比较，这一比率在大流行前为1.2。5在最初申领人数保持在较低水平的情况下，职位空缺急剧下降，这为以下可能性提供了支持：在大流行后，面临重大挑战的企业在寻找和留住合格工人方面可能比过去更倾向于留住而不是在需求减弱时裁员。特别是，与疫情前相比，当面服务部门的就业水平仍有120万人的巨大缺口，这占了9月份工资增长的大部分，这表明这些部门的企业可能仍在努力缩小这一差距。6

尽管如此，多种指标表明劳动力需求仍然强劲，而劳动力供应仍低于疫情前的水平。失业率目前处于大流行前的极低水平，辞职人数仍在上升。7劳动力市场的这种供需失衡反映在强劲的工资增长上。就业成本指数在第二季度以6.3%的年增长率增长，这是几十年来的最高水平。更及时的数据来源，平均每小时收入，在第三季度略有下降，年增长率为4.4%，低于第二季度的4.6%。尽管工资增长远高于2%的通货膨胀率，但工资增长一直低于当前的通货膨胀率。

强劲的工资增长以及高昂的租金和住房成本意味着，核心服务业的通货膨胀预计只会从目前的高水平缓慢缓解。相比之下，由于需求从商品转向服务，再加上供应链的修复和核心进口价格的下降，预计核心商品将恢复到更接近大流行前温和的通缩趋势。核心商品的通货膨胀将有助于抵消服务业的通货膨胀压力。在危机前的五年里，核心商品对通货膨胀的贡献很小。2021，核心商品对通货膨胀的贡献急剧上升，并在2022年中期开始有所下降。8月份通货膨胀数据中令人惊讶的是，在大流行后复苏的某个时刻，核心商品通货膨胀对整体通货膨胀的贡献很大，当时许多预测预计这一贡献将继续放缓。

自大流行以来，严重的供需失衡与几个行业的零售贸易利润率大幅增长同时发生。在某些部门，零售贸易利润率的增长超过了同时支付给从事零售贸易的工人的工资增长，尽管食品和服装行业并非如此。考虑到零售毛利润率约占总销售额的30%，零售利润率恢复到正常水平可能有助于减轻一些消费品的通胀压力。

例如，在一般商品零售商中，实际库存与销售额之比比大流行前的水平高出20%，自大流行开始以来，零售利润增长了20%，大约是该行业员工平均每小时收入增长9%的两倍。9在汽车行业，实际库存与销售比率比疫情前水平低20%，自2020年2月以来，经销商销售的汽车零售利润率增长了180%以上，是该行业平均每小时收入增长的10倍。10因此，随着需求降温、供应限制缓解和库存增加，有充足的空间进行利润重组，以帮助降低商品通胀。

尽管一系列商品和服务的价格较高，但基于市场和调查的长期通胀预期指标与中期通胀将恢复至2%的预期保持一致。11基于财政部通胀保护证券的五年期、五年期盈亏平衡通胀补偿措施目前为2.15%，比年初水平低约10个基点。密歇根州调查显示，未来5至10年的通胀预期中值在9月份下降至2.7%，低于自2021 7月以来一直波动的2.9%至3.1%的范围，并回到2015年该指标下降之前的普遍范围内。12目前，调查答复中对未来通货膨胀的看法比以往更为分散。此前，这反映了对通胀大幅高于目标的预期上升，但现在，这种分散也反映了四分之一受访者的预期，即未来5至10年内价格可能与当前水平相同或低于当前水平。

为了降低通货膨胀并将通货膨胀预期稳定在2%，美联储在过去七个月将联邦基金利率目标区间提高了300个基点，市场和政策制定者的调查都表明，到今年年底和明年还会有额外的增长。此外，资产负债表收缩目前正以最大速度进行，强化了向限制性立场的转变。作为回应，美国整体金融状况迅速收紧：两年期国债收益率自2007年以来首次升至4%以上，10年期债券收益率接近10多年来的最高水平3.9%。公司债券收益率上升幅度更大，投资级和投机性公司债券利差在过去一年中分别上升了约80个基点和170个基点。自年初以来，抵押贷款利率翻了一番多。美联储的广义美元指数今年迄今已升值11%。13

国外货币政策也在迅速收紧。在过去六个月里，许多大型经济体的中央银行已经将利率提高了125个基点或更多，加拿大、英国和最大的欧元区经济体的10年期主权债务收益率今年已经上升了190至360个基点。14

同时全球紧缩的综合效应大于其各部分的总和。美联储考虑到了利率上升、美元走强、外国经济体对美国的需求减弱以及反向的溢出效应。我们关注进一步不利冲击的风险，例如俄罗斯对乌克兰的战争、大流行或中国的零新冠肺炎政策。我们也非常清楚，利率和汇率意外变动的跨境影响，以及日益恶化的外部失衡，在某些情况下可能与金融脆弱性相互作用。在这种环境下，风险情绪或其他难以预测的风险事件的急剧下降可能会被放大，尤其是考虑到核心金融市场的流动性脆弱。在一些国家，这些风险的实现可能会对政策带来挑战性的权衡。

这就是说，实际收益率曲线现在完全处于稳定的正区域，除了最短的期限外，整个实际收益率将很快进入正区域，预计未来几个季度通胀将进一步收紧和减速。货币政策将在一段时间内受到限制，以确保通胀率随着时间推移回到目标水平。紧缩货币政策的累积效应需要时间才能在整个经济中发挥作用，并降低通货膨胀。鉴于全球经济和金融不确定性加剧，以数据依赖的方式谨慎推进将使我们能够了解经济活动、就业和通货膨胀如何适应累积紧缩，以便为我们对政策利率路径的评估提供信息。

1.我要感谢联邦储备委员会的库尔特·刘易斯和丹尼尔·维拉尔对这些言论的帮助。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.纽约联邦储备银行全球供应链压力指数，2022年9月。返回文本

3.《经济预测摘要》（SEP）和私营预测机构均显示，今年早些时候的2022年增长趋势将高于预期。3月的SEP显示，2022年GDP增长中位数预计为2.8%，政策利率路径到年底几乎达到2%。在2022年3月的《蓝筹股经济指标》中，2022年第四季度/第四季度实际GDP增长的普遍预测为2.6%，而在同月的《蓝色筹股财务预测》中，对2022年年底的政策预期为1.3%。从第四季度到第四季度，9月份蓝筹股对2022年实际GDP增长的共识是下降0.1%。9月9月第四季度实际GDP增长预期中值为0.2%。返回到文本

4.例如，《9月褐皮书》中的讨论指出，“总体劳动力市场状况仍然紧张，尽管几乎所有地区都强调了劳动力可用性的改善，尤其是在制造业、建筑业和金融服务业联系人中。此外，雇主注意到，总体而言，工人保留率有所提高。“参见联邦储备系统理事会（2022年），褐皮书（华盛顿：理事会，9月7日）。返回文本

5.当前比率的计算方法是，最近一次JOLTS发布的8月底的职位空缺数除以2022年9月当前人口调查报告的失业人数。返回到文本

6.与2020年2月相比，2022年9月零售贸易、教育服务、地方政府教育、医疗保健和社会援助以及休闲和酒店业的就业水平总缺口为116万人。返回到文本

7.如亚特兰大联邦储备银行的工资增长跟踪系统的数据所示，截至8月，跳槽者的12个月工资增长中位数的移动平均值比继续担任同样职务的人高出近2个百分点，跳槽的人增长6.9%，而继续担任同样职位的人增长5.0%。有关详细信息，请参见https://www.atlantafed.org/chcs/wage-growth-tracker.返回到文本

8.按年度计算，2021核心商品对PCE总通胀的月平均贡献率为1.6%。对于1987年的数据，以12个月为基础，核心商品对PCE总通胀的贡献在2022年2月达到峰值，为1.8个百分点，2022年8月达到1.3个百分点。返回文本

9.例如，参见Josh Ulick和Suzanne Kapner（2022）“从沃尔玛到Gap，哪些零售商的库存过剩最多？”《华尔街日报》，6月9日，https://www.wsj.com/articles/from-walmart-to-gap-which-retailers-have-the-most-excess-inventory-11654776000.返回到文本

10.有关更多信息，请参见Alana Semuels（2022），“我为我的新车支付了高于贴纸价格3000美元的价格。你可能也会”，《时代周刊》，9月29日，https://time.com/6218046/new-car-prices-over-msrp.返回到文本

11.尽管《专业预测师调查》发现，2022年和2023年第一季度和第三季度调查期间的预期通胀大幅上升，反映了2月和8月进行调查期间的通胀冲击，但在2022年迄今为止进行的调查中，5年至10年的隐含通胀预期仍保持在2%https://www.philadelphiafed.org/surveys-and-data/real-time-data-research/survey-of-professional-forecasters.返回到文本

12.有关更多信息，请参见https://data.sca.isr.umich.edu.返回到文本

13.美联储的广义贸易加权美元指数基于美国主要贸易伙伴的26种货币。该报告发表在统计公报H.10“外汇汇率”中，可在美联储委员会网站https://www.federalreserve.gov/releases/h10/current/default.htm.返回到文本

14.美国、英国、加拿大、欧元区、澳大利亚、新西兰、挪威、瑞典和瑞士的中央银行合计占按市场汇率计算的全球名义GDP的49%。在过去六个月里，这些央行都将其政策利率提高了至少125个基点。返回到文本

**原文链接:**<https://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/brainard20221010a.htm>