

德拉吉到底说了什么？

2017-06-28 15:07:18

加入见智研究所的[见识圈子](#)，如果您喜欢见智研究所的内容，欢迎订阅[见闻研究](#)（此为华尔街见闻见智研究所独立管理的付费特辑），了解我们的特辑请[点击这里](#)。

金融危机多年以来，发达经济体的经济表现欠佳。现在，**全球复苏正愈发稳固而广延**。决策者面临的一个关键问题是确保这一萌芽的增长期变得可持续。

推动更高生产力增长的投资对于这一点至关重要，反过来又是货币政策最终常态化的关键。

投资和生产力的增长可以协同创造良性循环，使强劲的经济增长变得**持久且自立**，最终不再依赖于大规模的货币政策刺激。

在接下来的两天里，我们将会进行讨论，尤其是理解生产力增长放缓和投资持续低迷的难题，这与经济发展道路和货币政策密切相关。

但是，当我们预测未来会面对的问题时，我们也要解决当下的问题。对于中央银行来说，这意味着处理一个不寻常的情况。我们在欧元区看到了**高于趋势水平的增长**，但**通货膨胀情况仍然比基于产出缺口估计和历史数据的预期更为疲软**。

对这种明显矛盾的准确诊断对于提供适当的政策回应是至关重要的。总而言之，**货币政策正在努力建立通货膨胀压力**，但由于**外部价格冲击**，**劳动力市场更加松弛**以及**松弛与通货膨胀之间的变化关系**，**这一过程正在放缓**。过去的低通胀期也使这些动态持续下去。

然而，**这些影响总的来说是暂时性的**，只要货币政策继续保持通胀预期的稳定，**就不应该导致通货膨胀在中期内偏离其（上行）趋势**。

因此，我们可以相信，我们的政策正在发挥作用，**对通货膨胀的全面影响将逐渐实现**。但是对于这一点，我们的政策需要坚持下去，我们需要谨慎地调整参数来改善经济状况。

| 货币政策有效地提高需求

了解通货膨胀动态需要我们把通货膨胀进程分为两条腿：**货币政策对总需求的影响**；以及**总需求对通货膨胀的影响**。所有的证据表明，**第一条腿工作正常**。

虽然欧元区复苏比其他发达经济体起步较晚，但我们现在已经连续增长了16个季度，国内生产总值和就业增长率的各国差异跌至历史最低水平。在2017年第一季度，欧元区所有部门中有正增长的数字的比例将高达84%，远高于74%的历史平均水平。自复苏开始以来，欧元区已创造了约640万个就业机会。

货币政策在这个增长阶段的作用明确的。自2014年中以来，我们的货币政策立场是由三种手段的结合决定的：**第一，低政策利率，二是金融市场资产购买和对银行长期再融资政策；第三，对两者实施前瞻指引。**

这对融资成本造成了巨大的下行压力，不同资产类别、不同期限和不同国家以及不同类别的借款人的利率都急剧下降。融资条件反过来又促进了需求的上升。

据我们的“银行贷款调查”统计，我们最新的宽松政策阶段恰好与消费信贷需求强劲反弹共振，购买耐用品、固定资产贷款需求也逐渐得到确认。同时，借款成本下降降低了利息支付负担，促进了去杠杆化，这是自1999年以来几乎第一次支出一直在上涨而债务下降的原因之一。这表明复苏可能变得更加可持续。

自从2015年1月以来，也就是说，随着扩大的资产购买计划（APP）的宣布，欧元区的国内生产总值增长了3.6%。这比美国QE1或QE2之后的同期高出一个百分点，低于QE3之后的一个百分点。自从我们宣布扩大的APP，与美国的QE2和QE3相比，欧元区的就业也增加了四百多万，远高于QE1。

然而，为了使货币政策传导过程发挥作用，强劲的增长和就业应该转化为更高的产能利用率、生产要素短缺以及对工资和价格的压力。这也是我们所看到的。

失业率缺口 - 实际失业率与NAIRU之间的差距正在缩小，政策委员会预计将在未来两年内完全封闭。产能利用率调查结果表明当前高于其长期平均水平。通货膨胀正在复苏。在2016年至2019年间，估计我们的货币政策将通货膨胀率提升了1.7个百分点。

然而，通货膨胀过程的第二步 - 从需求上升到通货膨胀率上升的转变，比过去更为疲软。这怎么解释？

产出和通货膨胀之间的联系由三个主要因素决定：**外部价格的冲击；产出缺口的大小及其对通货膨胀的影响；以及当前通货膨胀对价格和工资决定的程度。**以不同的方式，这些因素都与通货膨胀对经济复苏的延迟反应有关。

临时性的外部冲击

从外部因素出发，对通货膨胀缓慢改善的一个解释是，我们仍然受到全球能源和商品市场价格冲击的影响，导致产出和通货膨胀走向不同。

通货膨胀确实受到近年来的价格冲击，尤其是2014-15年石油和商品价格的崩溃。这不仅降低了进口能源的成本，更降低了全球生产者价格。欧洲央行的分析表明，近年来欧元区通货膨胀表现不佳的全球成分相当可观。**在2015-16年度，欧元区总体通货膨胀与基于模型的平均值偏差的三分之二可以通过与油价相关的全球冲击来解释。**

尽管过去油价下跌对通货膨胀的下行压力现在正在下降，但石油和商品价格仍然有拖累的影响 - 只是因为它们缺乏明显的上涨趋势。事实上，与2017年3月预测相比，石油和食品价格下降是我们最新通货膨胀预测下调的一个重要因素。

石油相关的基数效应也是我们在欧元区看到并将会看到的总体通货膨胀波动的主要动力。

进口价格下降部分地解释了核心通货膨胀的疲软表现。这是因为进口消费品占欧元区工业品的15%左右。同样，商品价格的变化也会输入到一些服务项目，并输入至能源强度较高的工业品。因此，2017年第一季度，石油敏感项目仍然阻碍了核心通货膨胀。这表明，核心通货膨胀并不总是让我们清楚地看到潜在的通货膨胀情况。

因此，全球因素确实施压了通货膨胀的前景。但我们的分析表明，目前低油价的驱动因素主要是供应因素。即使供应因素影响了通货膨胀前景一段时间，通货膨胀预期保持稳定，这些因素不应会最终影响通货膨胀的趋势。

经济松弛的不确定性及其对通货膨胀的影响

关于实际经济发展和通货膨胀之间差异的第二个解释是**产出缺口的大小及其对通货膨胀的影响的不确定性**。这可能是由于各种原因而产生的。

一个可能的原因是我们正在**经历积极的供给发展**。特别是我们看到，随着经济复苏的加强，**劳动力供应也在上升**。过去几年来，劳动力的参与率一直在持续增长，特别是老年工人的参与率上升。我们也看到一些证据表明，由于移民，劳动力供应变得更有弹性，特别是在诸如德国等强劲增长的经济体。**自2007年以来，欧元区劳动参与率上升了约1.5个百分点，而美国则在同期下降了3个百分点以上。**

劳动力市场的结构性改革一直是劳动力供应增加的一个因素。

同样，过去的产品市场改革也可能通过降低价格上涨，提高生产力和提高增长潜力对供应方产生积极的影响。

经济松弛的不确定性的另一个原因是失业的正确概念 - 也就是说，在总体失业测度中，劳动力市场上的一些松弛情况未被捕捉到。在这场危机期间，欧元区的失业人数已经增加，而未充分就业的工人人数（意味着他们想工作更多的时间），或者有临时工作，或追求永久工作的人数也在增加。这对通货膨胀有影响，因为这些人可能会在就业谈判中优先考虑更多的工时或更高的工资。

如果使用更广泛的劳动力市场松弛的指标，包括失业人员，就业不足人员和边际劳动力（即所谓的“U6”） - 这一测度目前涵盖了18%的欧元区劳动力。采用这一测度的菲利普斯曲线模型在预测通货膨胀方面似乎更为成功。

松弛可能更大的第三个原因是所谓的“全球松弛”的影响。全球化使全球劳动力供给特征更加统一，劳动力市场更具竞争力。因此，国内劳动力市场的状况可能会对国内通货膨胀产生抑制作用，即使国内经济萎缩。

然而，证据并不明确。例如，欧洲央行的新的分析只能有力地支持**全球经济疲软对欧元区通货膨胀的影响，超过其对全球价格的影响。**

除了松弛的水平之外，还有松弛对通货膨胀的影响。这是对菲利普斯曲线斜率的众所周知的辩论。确实有理由相信，在危机期间，欧元区的工资和价格制定行为可能会改变，以减缓通货膨胀的反应。

例如，提高公司层面工资谈判的结构性改革可能会使工资向下弹性，但不一定向上。

同样，我们今天看到，**由于未来需求的不确定性，公司正在通过较低的利润来吸收投入成本，这也将降低价格压力。事实上，欧洲央行的估计显示，如果我们考虑到过去几年的异常的且持续的冲击，最近核心通货膨胀的菲利普斯曲线可能会更加平坦。然而，只要菲利普斯曲线的斜率非线性地依赖于经济在周期中的位置，当经济达到并超过全部潜在水平时，它可能再次变得陡峭。**

虽然各种原因可能会拖延我们的货币政策向价格的传导，**但不会在根本上阻止它。**随着经济周期的成熟，供需发展带来的更高需求将加速价格压力，而企业的定价能力将会增加，劳动力市场松弛的测度也将趋于一致。

如美国所示，总体失业率与这些更广泛的测度之间的差距通常在经济衰退和扩张缩小的情况下开始。目前，它正在趋同于2001年和2007年衰退之前记录的最低水平。

就像石油和商品价格的冲击一样，我们可以相信，我们看到影响通货膨胀向下的力量是暂时的 - 只要它们不会持续地影响通货膨胀。

低通货膨胀输入价格和工资设定

这给我们提出了为什么增长可能与通货膨胀分歧的第三个可能的解释：一个持续的低通胀期实际上以更持久的方式输入了价格和工资设定的假设。

清楚的是，我们的货币政策措施已经成功地避免了通货紧缩的螺旋，并确保了通胀预期的固定。过去，随着利率接近零，有些人质疑我们有能力增加足够的宽松来应对长期过低的通货膨胀。我们回应了这些质疑，表示我们将在我们的操作允许的范围内采取必要措施来履行我们的任务，这些措施有效地进一步缓解了金融状况。通缩风险溢价在2014年和2015年一直在增长，现在已经或多或少地从市场为基础的通货膨胀预期中挤出。

话虽如此，长期的低通货膨胀总是可能由于诸如工资指数等制度因素而产生的工资和价格形成的后顾观察而加剧。

这显然在欧元区出现了。欧洲央行分析发现，与长期平均水平相比，2014年至2016年期间，过去的低通货膨胀率每年将工资增长率拖累了约0.25个百分点。

关于后顾式行为是否有所增加的证据是混合的。有迹象表明，在危机的早期阶段，指数下滑，欧洲央行的实证估计显示，过去通货膨胀在当前通货膨胀中的重要性已经下降。然而，也有证据表明，一些大型欧元区国家已经回归指数化。例如，在意大利，后顾的工资指数化现在占私营部门雇员的三分之一左右。

然而，即使指数化兴起，这只会价格形成中产生惯性：它不会阻碍传导过程。随着经济松弛收缩，价格上涨压力将逐渐输入指数化。

所以再次看到工作中的临时力量不应该会影响中期价格的稳定。而我们今天在市场化的通货膨胀预期中，我们所看到的情况大致如此。情况与我们预期政策有效的情况是一致的，但它的全部效果需要时间来实现。

协助经济复苏

那么这些解释对我们的货币政策立场意味着什么呢？

第一点是，**我们今天面临着与三年前遇到的情况完全不同的态势。**——当时我们面临着全球的冲击，劳动力市场的松弛。复苏还处于起步阶段。全球经济增长放缓，抑制进口价格和净出口。财政政策的支持更少。总体通胀远低于今天，通胀预期更为脆弱，造成较低通货膨胀风险愈演愈烈。

在这种情况下，我们也面临另一个风险：**通过所谓的“滞后效应”对经济造成永久性损害。鉴于当时的松弛程度很严重，风险在于如果产出低于潜在水平太久，我们将看到生产能力的永久性破坏。产出缺口将可能造成永久损失。**

当我们说我们希望我们的政策在没有不适当的拖延的情况下实现效果时，**我们意味着我们希望产出缺口能够“向上”封闭** - 并且在这种滞后效应出现以前做到这一点。这就是为什么我们必须采取有力的行动。

现在我们可以相信，我们的政策是有效的，风险已经减轻了。通货紧缩的威胁已经消失，再通胀的力量正在发挥作用。而由于今天通货膨胀的驱动因素之一是积极的供应情况，所以这应该反馈到潜在的产出，而不是产生滞后。在这些情况下，我们可以比几年前更放心通货膨胀回到我们的目标。

通过我们对前瞻指引的调整，我们的货币政策立场已经反映出这种更有利的风险平衡。

三年前的另一个重大变化是澄清了欧元区的政治前景。多年来，**欧元区一直处于不确定的境地**（在国内和欧盟两个维度实施必要的改革存在不确定性）。这是对信心和投资的制约，这等于隐性收紧的经济状况。当下，事情发生了变化。政治风向正在变成顺风。人们对改革进程有信心，欧洲凝聚力也在回复，有助于释放需求和投资。

然而，我们仍然处于持续松弛的局面，长期的低通胀转化为通货膨胀无法迅速地达到我们的目标。通货膨胀的动态不能持久，而且无法自持续。所以我们的货币政策需要坚持下去。

这就是为什么理事会一再强调，在通货膨胀压力加大的同时，仍然需要非常大规模的货币宽松，并在中期内支持总体通货膨胀。这反映在我们关于净资产购买和利率的前瞻指引，以及我们决定在APP上收到的本金支付进行再投资。

随着通货膨胀情况的缓和，我们现在需要确保总体融资条件继续支持通货膨胀的进程，直到它们更加持久和自持。

随着经济继续复苏，可持续的政策立场将变得更加宽松，中央银行可以通过调整其政策工具的参数来配合复苏，**不是为了收紧，而是保持不变（宽松）。**

但是我们需要考虑一点。融资条件不仅取决于中央银行工具的校准，也取决于其他的市场价格，其中一些受全球发展的影响。

过去，特别是在受到全球不确定性扰动的时代，金融市场价格波动有时导致了金融状况的无理收紧，这就需要货币政策做出反应。

因此，在目前全球不确定性仍然很高的情况下，即使伴随复苏，货币政策参数调整仍有谨慎的理由。必须逐步对我们的立场进行调整，只有当证明这些改变显得足够安全的时候。

结论

让我总结一下。我们对通货膨胀和货币政策前景的评估可以总结为三个要点。

首先是货币政策有效的信心，传导过程将会奏效。现在所有的迹象表明，欧元区的复苏步伐加强。通货紧缩已经被再通胀所取代。

虽然仍然存在着对通货膨胀产生负面影响的因素，但目前它们都被中央银行视为临时性因素。然而，通货膨胀的情况仍然需要相当程度的货币宽松，才能持久和自持。所以我们要保证通货膨胀回归到我们的目标，我们需要坚持我们的货币政策。

最后，我们要谨慎。随着经济复苏，在调整政策参数时，我们需要逐步进行调整，以确保我们的刺激伴随着不确定因素推进复苏。