



缩减 QE 与疫情重燃交叠， 风险临近



【财新网】(专栏作家 白雪石 特约作者 沈非若 吴浪)

一、近期美联储对宏观经济的判断

1、通胀暂时性的判断不变，但在高位时间更长

美联储仍然坚持通胀上升主要反映暂时性的因素，但在 6 月以来的两次 FOMC 会议中，与会者对未来通胀上行风险的预测有所上升，供给瓶颈的广泛存在和需求增加的程度均超出预期。7 月的《褐皮书》提到，许多联系人均对供应瓶颈的缓解持有不确定或悲观的态度，并认为未来几个月通胀将会进一步上行。

在 7 月的 FOMC 会议中，一些与会者表示，供给瓶颈的不确定性以及投入成本的增加，可能会在 2022 年维持对价格的上行压力。鲍威尔在 7 月会议后新闻发布会上表示，通胀可能比预期更高更持久，但仍然认为是短期供应压力所致，如果看到迹象表明通胀路径持续超出预期将随时调整政策立场。

2、就业复苏进展是决定货币政策变化的边际因素

首先，美联储认为美国劳动力市场复苏仍不平衡。一是目前失业率下降不能完全反映就业市场总体情况，美联储在《半年度货币政策报告》中表示，如果对因疫情因素退出劳动力市场以及因临时失业被划入非劳动力人口的劳动力进行调整，美国 6 月份失业率将从 5.9%上调至 8.7%；低学历群体、黑人群体的就业恢复情况较落后，7 月份高中学历以下群体和黑

人群体就业人数/劳动年龄人口总数分别低于疫情前水平的 5.3%和 3.4% (图 1)。二是就业在美国不同地域存在较大差异。美联储 7 月份发布的《褐皮书》表明, 大约 75%的联储辖区就业仅略微增长, 仅约 25%的联储辖区就业增长强劲。我们使用州一级的就业数据进行分析, 美国沿海地区就业恢复程度确实不如内陆地区, 沿大西洋州的就业人数较疫情前水平低 4.9%, 而内陆州仅低 3.0% (图 2)。

图 1: 就业恢复在教育、种族和年龄层面的不平衡

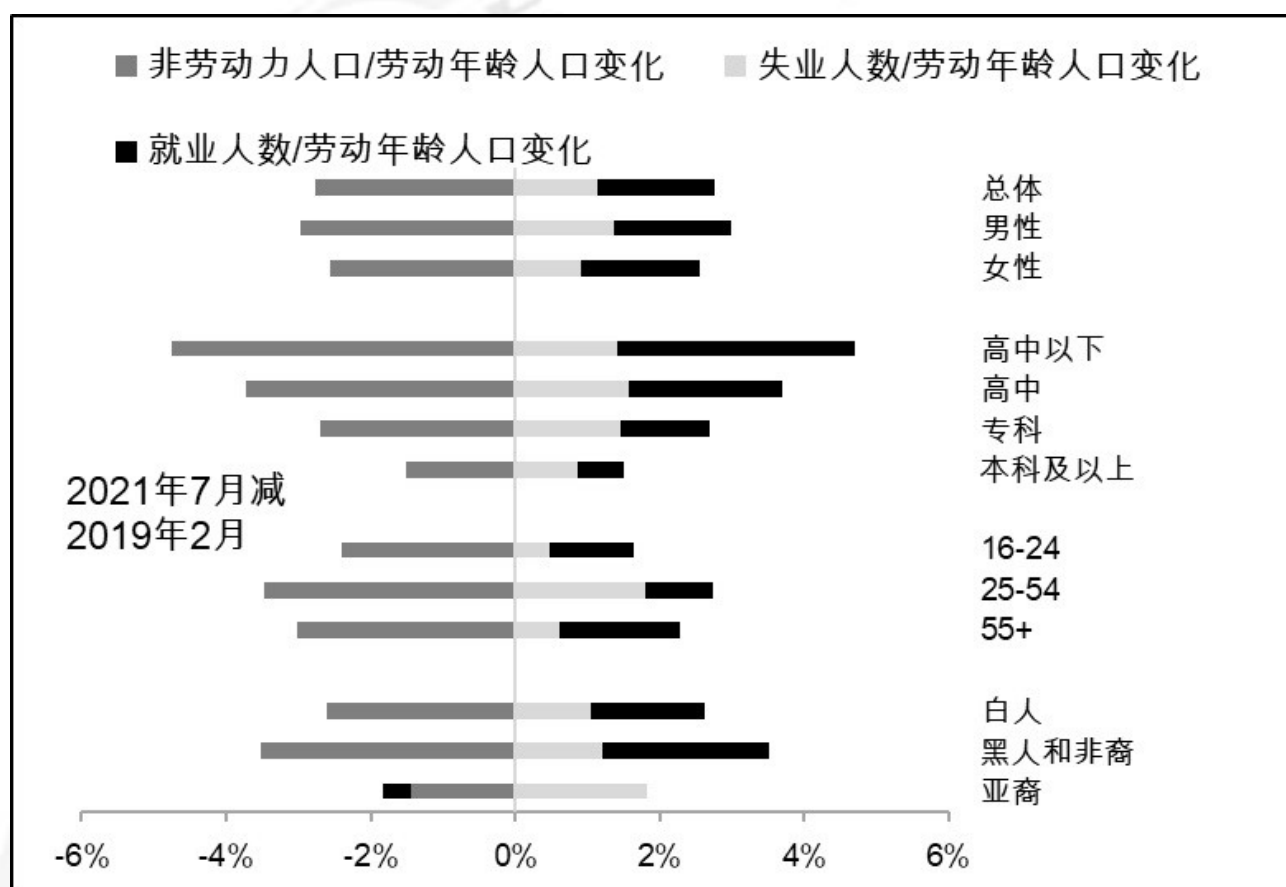
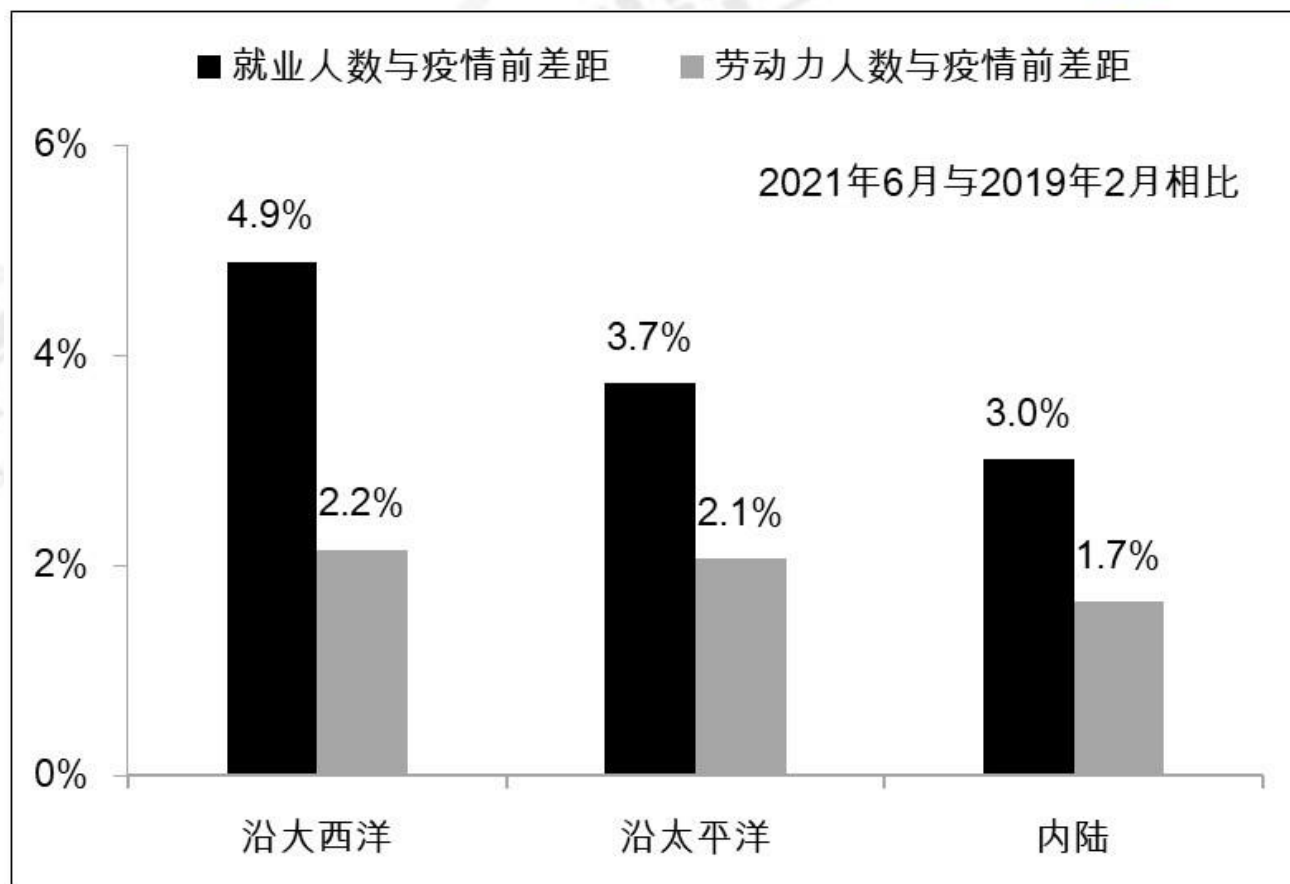


图 2: 就业恢复在地域之间复苏不平衡

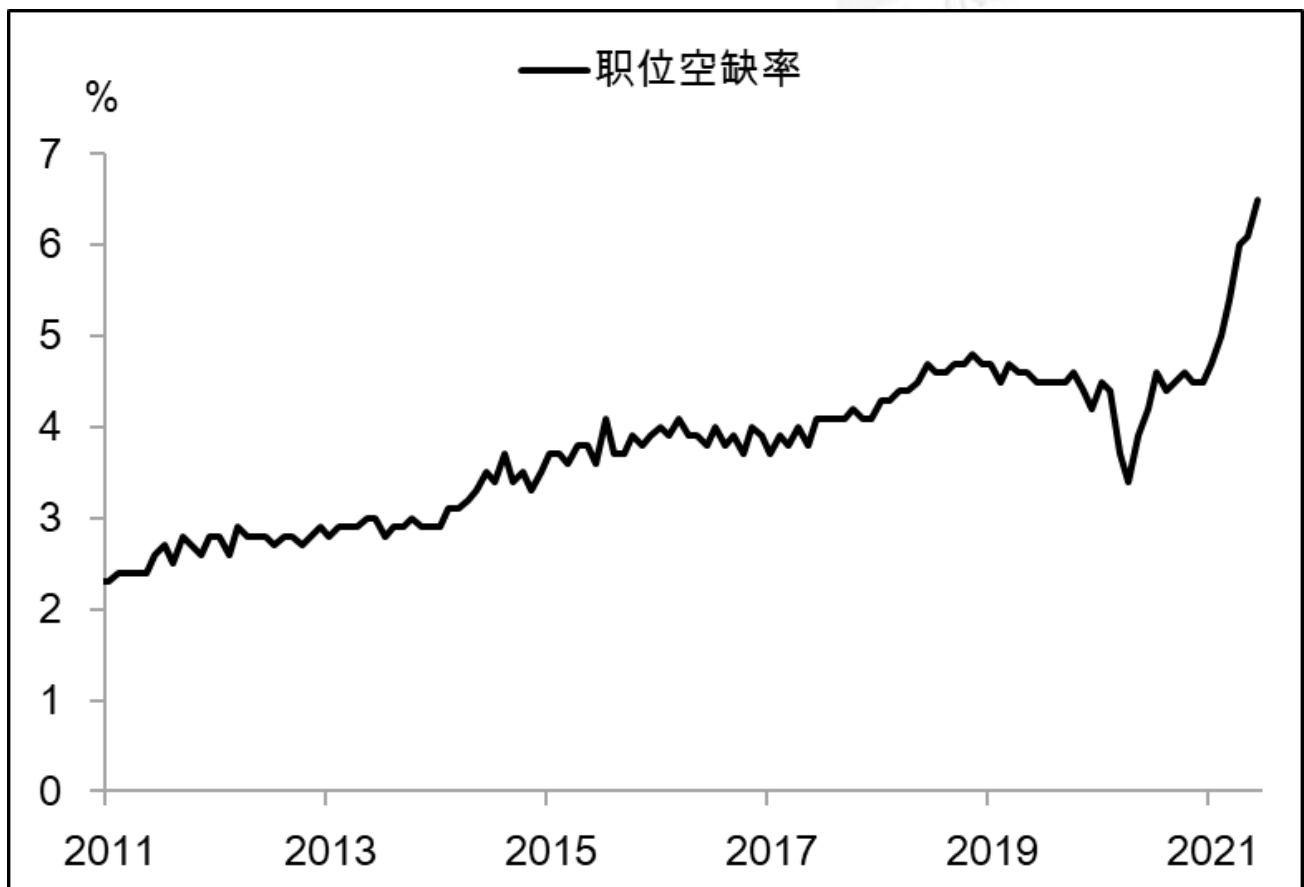


注：根据维基百科对美国 50 个州的划分：沿大西洋州份包括缅因州、新罕布什尔州、马萨诸塞州、康涅狄格州、纽约州、新泽西州、特拉华州、马里兰州、弗吉尼亚州、北卡罗来纳州、南卡罗来纳州、佐治亚州、佛罗里达州。沿太平洋的州包括：华盛顿州、俄勒冈州、加利福尼亚州、夏威夷州、阿拉斯加州。其余为内陆州份。

其次，美联储认为劳动力需求旺盛，就业恢复的瓶颈在于劳动力供给。在需求方面，鲍威尔 6 月底在国会听证会上表示，劳动力需求非常强劲，预计后续将有一系列强劲的就就业数据出现；7 月《褐皮书》中显示美国大部分地区均有较高的劳动力需求，其中市场对低技能岗位的需求最强劲。7 月 FOMC 会议关注到职位空缺创在 2000 年调查开始以来的最高水平（图

3)。在供给方面,《褐皮书》指出一些企业因员工短缺不得不推迟扩张甚至缩减业务规模。此外,全美都出现越来越多的企业通过使用非工资现金的激励措施来吸引和留住工人的现象。7月 FOMC 会议指出,家庭看护需求、对病毒的担忧、退休人数增加和失业保险金增加等因素对劳动力参与和就业增长造成压力。

图 3: 美国职位空缺率创历史新高



二、美联储 9 月宣布缩减 QE 的时机已经成熟

1、美联储内部分歧在逐渐缩小

在减少资产购买的结构上最先达成共识。6 月 FOMC 会议上,还有一

些官员表示应该更快或更早地降低 MBS 的购买速度。但是到了 7 月会议，绝大多数 (most) 与会者都赞成两者同步缩减。鲍威尔在 7 月会议的新闻发布会上也明确支持同时缩减 MBS 和国债的购买。

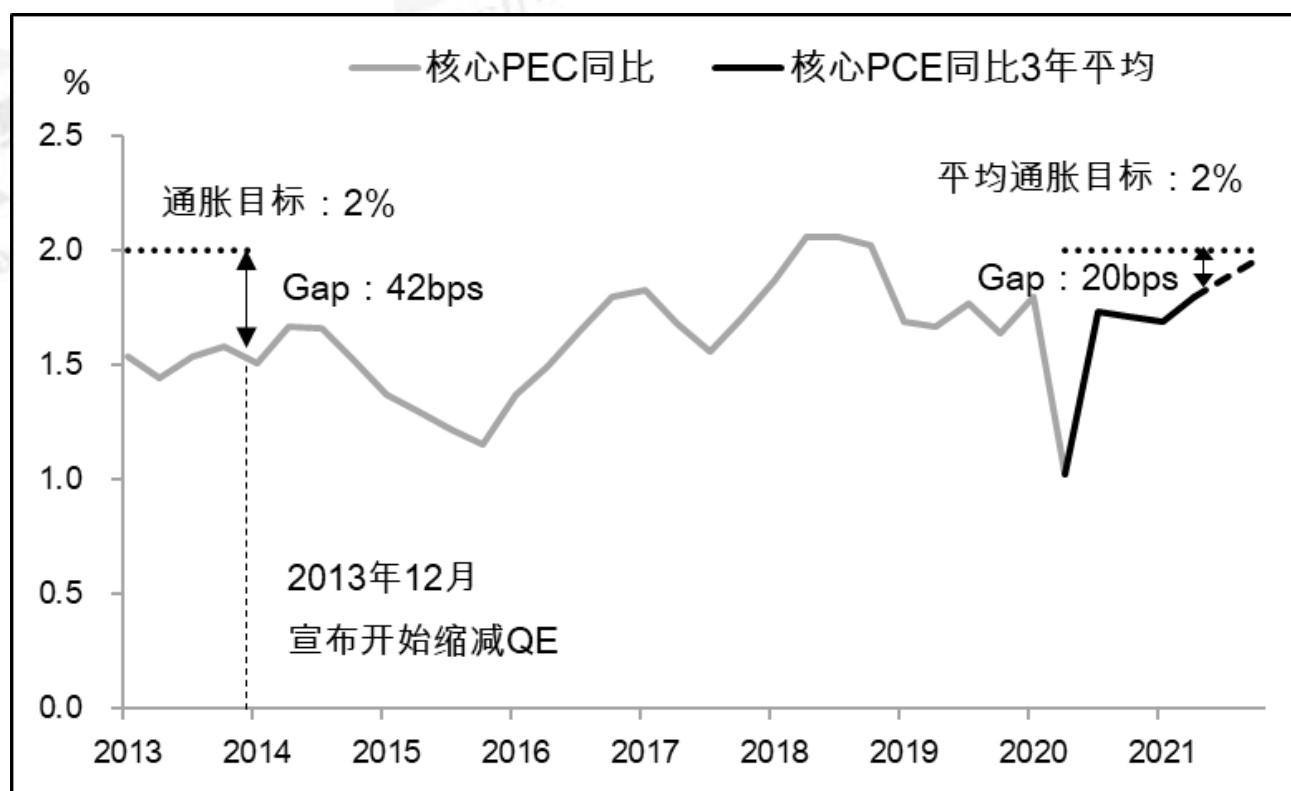
在减少资产购买的时间方面也在逐渐接近一致。从前瞻指引看，7 月会议所有的参与者都认为，自从 2020 年 12 月美联储提出资产购买计划的前瞻指引以来，货币政策已经朝着充分就业和价格稳定两大目标取得了进展 (progress)，这意味着美国经济距离美联储一直强调的实质性进展 (substantial further progress) 更近一步。从官员言论看，绝大多数 (most) 与会者预期年内开始缩减宽松。特别是在 7 月强劲的就就业数据公布后，美联储理事 Waller、波士顿联储主席 Rosengren、达拉斯联储主席 Kaplan 和圣路易斯联储主席 Bullard 等公开呼吁 9 月份宣布缩减购债规模。一些反对的声音预期也更加委婉，比如美联储理事 Brainard 表示希望看到 9 月份的学校开学和经济数据后再做决定，不像此前公开宣称现在宣布缩减还太早。

2、通胀水平恢复程度已经达到了 2013 年宣布缩减时的进展

美联储 7 月货币政策会议纪要显示，绝大多数 (most) 与会者认为在价格稳定目标方面已经达到了“实质性进一步进展”的标准。即使考虑到美联储新的货币政策框架下，以 3 年平均的通胀水平作为参考，当前的 3 年平均核心 PCE 通胀已达 1.8%，与 2% 的平均通胀目标差距仅为 20bps，这与 2013 年 12 月宣布缩减 QE 时 42bps 的差距相比，通胀恢复的进度

已经足以支持美联储立即宣布缩减 QE（图 4）。

图 4：通胀恢复程度的比较

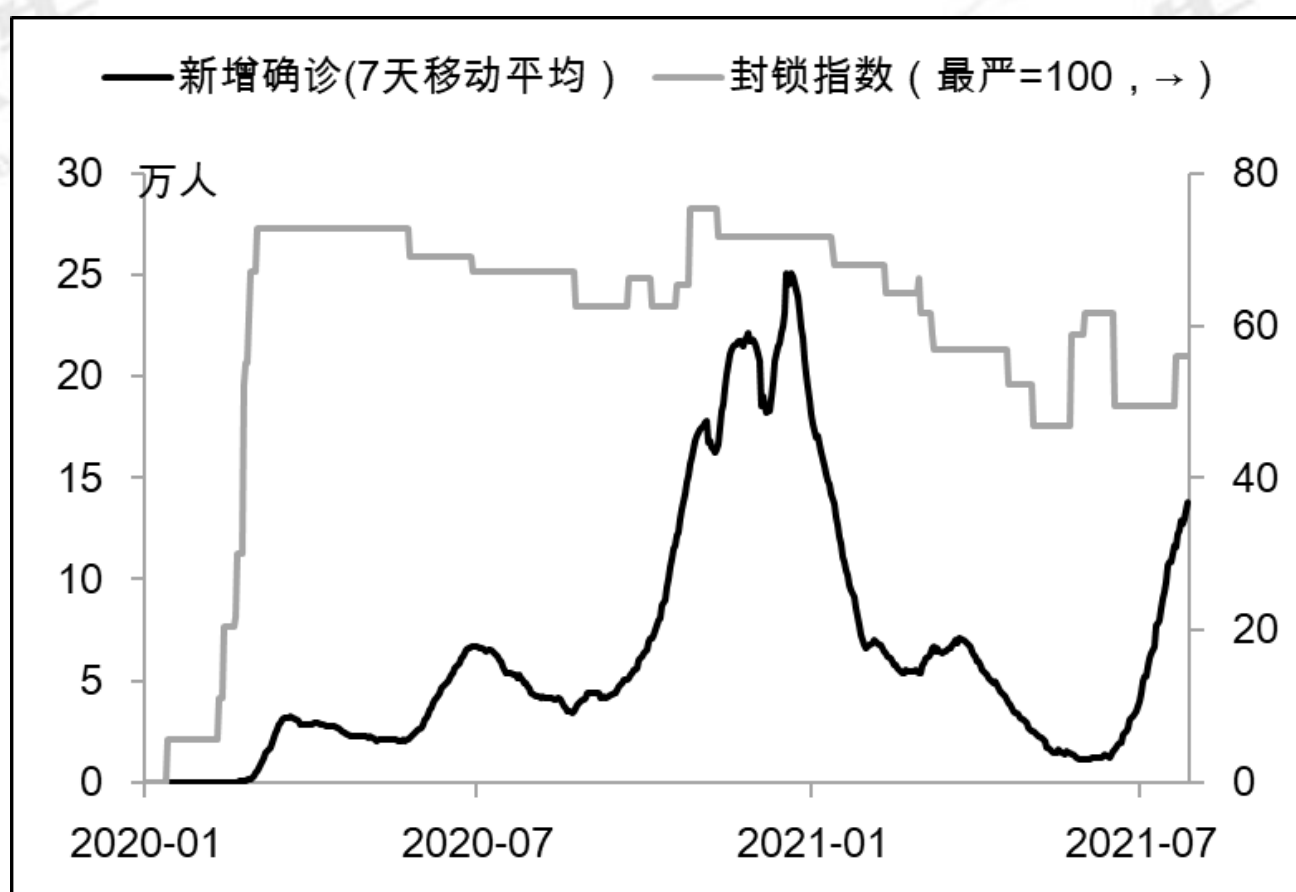


3、就业水平恢复程度将在 8 月底达到 2013 年宣布缩减时的进展

预计在劳动力需求保持强劲的背景下，影响劳动力供给因素的缓解将继续支持美国 8-9 月的就业强劲增长。来自《褐皮书》对企业的调查和美联储 6 月会议的预判都指出，秋季后劳动力的供给限制将得到缓解。而失业救助金政策也已开始收紧，超过 25 个州宣布在 7 月中旬前结束疫情相关的失业救助金，即使目前仍有一部分州在发放救济金，要求也越来越严格，这将导致部分人群重回就业市场，7 月中旬以来申请失业金的人数逐步下降，8 月 14 日当周申请失业金人数创疫情以来新低。随着秋季开学的临近，家庭看护需求的下降将会使更多女性返回就业市场。德尔塔病毒并显著影

响美国劳动力市场的复苏进程，即使 7 月份新增确诊人数上升，美国疫情封锁指数并未大幅上升（图 5）。

图 5：美国并未对新一波疫情进行严厉封锁



预计美国劳动力市场将在 8 月底达到上一次宣布缩减的水平。在衡量

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_34557

