

2021 年 04 月 25 日

从就业市场，看美联储退出 QE 的时点

宏观研究团队

——宏观经济专题

赵伟（分析师）

zhaoweil@kysec.cn

证书编号：S0790520060002

徐骥（分析师）

xuji@kysec.cn

证书编号：S0790520070008

曹金丘（联系人）

caojinqiu@kysec.cn

证书编号：S0790120080057

随着美国疫情形势改善、经济加速回归常态，市场对美联储的政策立场越发关注。美联储年内会不会退出 QE，可能的时点及触发因素？本文梳理，供市场参考。

● 历次美联储退出宽松的触发因素：就业显著改善

近期美联储官员为何频频淡化通胀风险、强调不会收紧货币？因为相比通胀，他们更关注就业。3 月以来，美国通胀水平加速抬升，通胀预期更是刷新 2013 年来新高。但美联储对此不以为意，多位官员反复强调通胀可控、不会收紧货币。这背后的根源，在于美联储更关注就业，认为只有就业改善，才会引发持续性通胀压力。

1990 年以来，历次美联储政策趋势收紧的触发因素，都是就业大幅改善。2008 年前，在就业水平恢复或超过前一轮周期高点阶段，美联储往往开启加息。2008 年后，美联储继续紧盯就业。例如，2013 年 5 月，伴随金融危机时缩减的就业数恢复了 75%，释放退出 QE 信号；2014 年 10 月，就业恢复超 100%后，正式退出 QE。

● 美国就业目前状况：疫情与财政“发钱”拖慢了修复进程

截至 3 月，美国前期受疫情冲击而萎缩的就业规模仅恢复了 62%左右，服务业的就业修复尤为缓慢。疫情爆发后，美国非农就业规模共减少 2153 万人，占总就业人数的比重达到 15%。虽然 2020 年 5 月以来，就业跟随经济重启逐步修复，但截至 3 月，此前减少的就业规模仅恢复了 62%左右。分行业来看，商品生产行业的就业规模已恢复近 7 成，而就业“大户”服务业的就业恢复程度刚刚超 65%。

疫情反复拖慢复工复产节奏、财政“发钱”拉低工作意愿，是美国就业修复缓慢的主因。美国就业、尤其是服务业就业修复缓慢，一方面与疫情此前频频反弹有关，后者导致餐馆、酒吧等服务业场所的经营受限，无法正常开放。连续多轮的财政“发钱”，也降低了部分劳动力的工作意愿，影响了整体就业的修复。数据显示，因为人手短缺，美国在岗劳动力的工作强度、报酬水平双双刷新了历史新高。

● 未来演绎方向：就业或将进入加速修复通道，警惕美联储下半年政策态度转向伴随疫苗大规模推广、经济活动加快回归常态，以及财政“发钱”接近尾声，美国就业或将进入加速修复通道。2 月以来，疫苗推广、疫情改善下，美国各州纷纷加快推动经济回归常态，取消对酒吧、餐馆等的运营限制。同时，财政“发钱”接近尾声，及房贷等偿还压力的上升，也开始推升劳动力的工作意愿。数据来看，美国非农新增就业已连续 2 个月加速改善，初次申请失业金人数持续快速下滑。

中性情形下，美联储可能在下半年释放退出 QE 信号，并在 2022 年下半年前后正式退出 QE。假设非农就业未来月均新增 40~60 万人，美国此前减少的就业规模将在下半年恢复 75%，并于 2022 年下半年前后完全修复。综合 2013 年经验及就业修复进程来看，美联储可能随之分别释放退出 QE 信号、及退出 QE。当然，若拜登基建法案提前落地等、带动就业更快修复，美联储政策态度将更早转向。

重申观点：美国经济修复持续加快、通胀压力加速累积，叠加美联储政策态度逐步转向背景下，需警惕 10Y 美债利率破 2%风险及对全球资本市场的影响。

● 风险提示：病毒变异导致疫苗失效等。

相关研究报告

《宏观经济点评-经济的动能》- 2021.4.16

《宏观经济点评-3 月出口回落，结构继续切换》-2021.4.13

《宏观经济点评-信用“收缩”的结构特征》-2021.4.12

目 录

1、 周度专题：从就业市场，看美联储退出 QE 的时点	4
1.1、 历次美联储退出宽松的触发因素：就业显著改善	4
1.2、 美国就业目前状况：疫情与财政发钱拖慢了修复进程	6
1.3、 未来演绎方向：就业或将进入加速修复通道，警惕美联储下半年政策态度转向风险	8
2、 大类资产回溯：全球主要股指多数下跌	12
3、 重点关注：美联储 4 月会议、美欧 1 季度 GDP	14
4、 数据跟踪：美国 3 月新屋销售创新高	14
4.1、 美国数据	14
4.1.1、 美国 3 月成屋销售总数继续回落，3 月新屋销售总数创新高	14
4.1.2、 当周 EIA 原油库存意外增加，当周初请失业金人数续刷新低	15
4.2、 欧洲数据	15
4.2.1、 欧元区、英国 4 月制造业 PMI 指数双双创新高	15
5、 风险提示	15

图表目录

图 1： 新政策框架下，美联储进一步强化了就业目标的“核心地位”	5
图 2： 1994 年，就业大幅修复后，美联储启动加息	5
图 3： 2004 年，就业大幅修复后，美联储启动加息	5
图 4： 2008 年后，美联储依然“紧盯”就业指标	6
图 5： 伴随就业稳固改善，美联储逐步收紧货币政策	6
图 6： 自 2020 年 5 月以来，美国就业市场稳步修复	6
图 7： 美国前期萎缩的就业规模，恢复了 62% 左右	6
图 8： 分行业来看，就业“大户”服务业的就业修复缓慢	7
图 9： 商品生产、服务生产、政府的就业修复进程分化	7
图 10： 教育和保健服务等为服务生产部门的就业“主力”	7
图 11： 教育和保健服务、休闲和酒店业的就业恢复较慢	7
图 12： 疫情反复，直接影响美国政府的管控力度	7
图 13： 疫情反复，直接影响美国服务业的复工复产进程	7
图 14： 财政刺激政策包括了直接向居民提供现金援助	8
图 15： 大规模转移支付下，美国居民收入水平飙升	8
图 16： 疫情扩散以来，美国薪资增速处于历史高位	8
图 17： 疫情扩散以来，美国每周工时也处于历史高位	8
图 18： 美国疫苗每日接种速度稳定在 300 万剂/日以上	9
图 19： 2021 年初以来，美国疫情形势持续改善	9
图 20： 美国大部分州均已放松对商业活动的限制措施	9
图 21： 美国大部分州均已取消居家令等措施	9
图 22： 截至 4 月 14 日，美国已累计发放 3760 亿纾困款	9
图 23： 美国居民持续大幅举债	9
图 24： 最近几周，美国每周初请失业金人数加速下滑	10
图 25： 1 月以来，美国每个月非农新增就业稳步提升	10
图 26： 美国损失的就业人数，有望在 4 季度恢复 75%，在 2022 年底前后完全修复	10

图 27: 民主党内的高度认可, 有利基建计划提前落地.....	11
图 28: 拜登基建计划将创造大量的就业机会	11
图 29: 2013 年, 因美联储提及的收紧政策的时点早于市场预期, 10Y 美债利率 3 个月内上行了 100bp	11
图 30: 当周, 美元下跌, 欧元、英镑上涨	12
图 31: 当周, 美元指数继续下跌	12
图 32: 当周, 主要国家 10Y 国债收益率表现分化.....	13
图 33: 当周, 10Y 美债收益率震荡下行	13
图 34: 当周, 全球主要股指多数下跌	13
图 35: 当周, 纳斯达克下跌、恒指上涨	13
图 36: 当周, WTI、Brent 原油价格双双下跌	13
图 37: 当周, COMEX 黄金价格上涨.....	13
图 38: 美国 3 月成屋销售总数继续回落	14
图 39: 美国 3 月新屋销售创 2006 年 9 月以来新高	14
图 40: 美国当周 EIA 原油库存意外增加	15
图 41: 美国当周初请失业金人数续刷新低	15
图 42: 欧元区 4 月制造业 PMI 创历史新高	15
图 43: 英国 4 月制造业 PMI 创 2011 年 3 月以来新高.....	15
 表 1: 3 月以来, 美联储官员频频发表讲话, 淡化通胀失控风险、强调不会收紧货币政策	4
表 2: 海外重点数据发布日期情况	14

1、周度专题：从就业市场，看美联储退出 QE 的时点

事件：3月以来，虽然美国通胀水平加速抬升，但美联储官员持续淡化通胀失控风险、强调不会收紧货币政策。

资料来源：Fed

1.1、历次美联储退出宽松的触发因素：就业显著改善

3月以来，美联储官员频频发表讲话，淡化通胀失控风险、强调不会收紧货币政策。3月，美国CPI同比录得2.6%、较2月大幅提升0.9个百分点，通胀预期更是刷新2013年以来新高。虽然通胀压力快速抬升，但美联储对此“不以为意”，多位官员反复强调通胀风险可控、不会收紧货币。以美联储主席鲍威尔为例，他在4月20日公开表示，美国未来数月的高通胀将是暂时性的，只有在物价出现真正的、持续性上涨后，美联储才会考虑收紧货币政策。

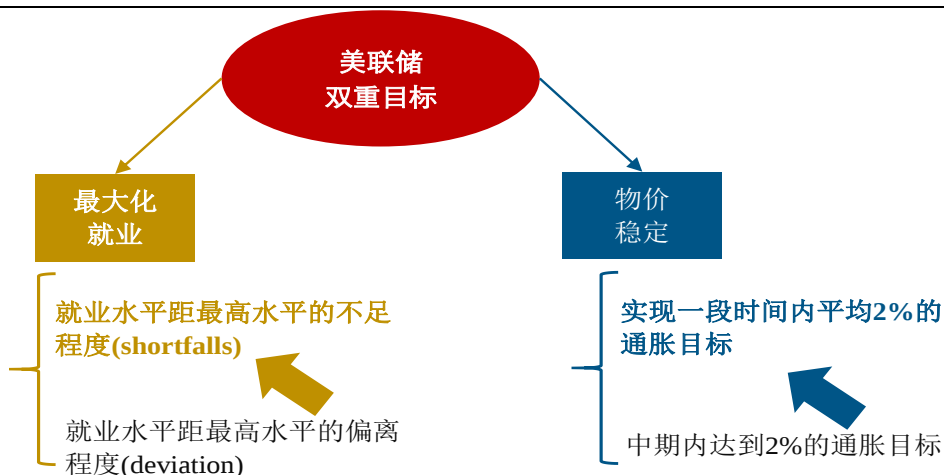
表1：3月以来，美联储官员频频发表讲话，淡化通胀失控风险、强调不会收紧货币政策

姓名	职位	立场	投票状态	最新表态
Jerome Powell	主席	中立	常任	只有在物价出现真正的、持续性上涨后，美联储才会考虑收紧货币政策
Richard Clarida	副主席	中立	常任	只有在就业指标回到与最大就业目标大致相符的范围时，美联储政策将对通胀数据本身作出反应
John C. Williams	纽约联储主席	中立	常任	美国离充分就业还有很长的路要走
Randal Quarles	金融监管副主席	中立	常任	如果通胀保持在2%上方，美联储将感到满意
Lael Brainard	理事	中立	常任	美联储仍远未达到就业最大化的目标
Michelle Bowman	理事	中立	常任	
Chris Waller	理事	中立	常任	只要通胀预期稳定在2%，美联储就乐意让通胀超过2%
Thomas I. Barkin	里士满联储主席	鸽派★	2021年	经济持续复苏下，通胀水平的短暂上升不足为虑
Raphael W. Bostic	亚特兰大联储主席	鸽派★★	2021年	美联储不会为了避免经济过热而“先发制人”采取行动
Mary C. Daly	旧金山联储主席	鹰派◆	2021年	通胀上升是暂时的，经济距通胀和就业目标还很远
Charles L. Evans	芝加哥联储主席	鸽派★	2021年	

资料来源：Fed、开源证券研究所

美联储为何淡化通胀风险？因为相比通胀，美联储更关注就业。美联储虽然有着双重政策目标——最大化就业与物价稳定，但这两个目标的“权重”并不相同。其中，因为就业对美国经济基本面及通胀压力的刻画（菲利普斯曲线理论）更加稳健，而通胀时常容易受非经济因素（如地缘政治事件）的干扰，美联储对就业的重视程度往往更高。2020年8月，美联储在公布的最新货币政策框架中，公开强调就业比通胀更加重要，进一步强化就业目标的“核心地位”。

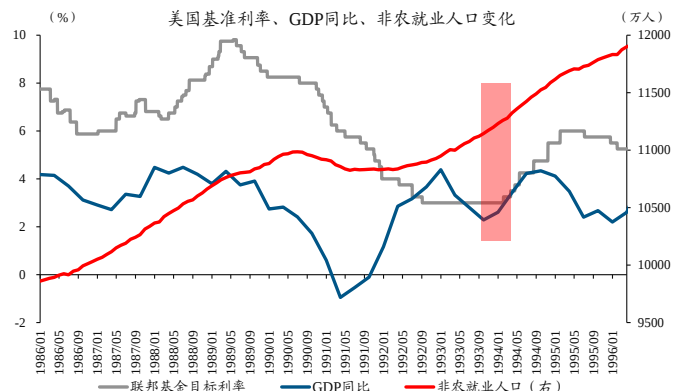
图1: 新政策框架下, 美联储进一步强化了就业目标的“核心地位”



资料来源: Fed、开源证券研究所

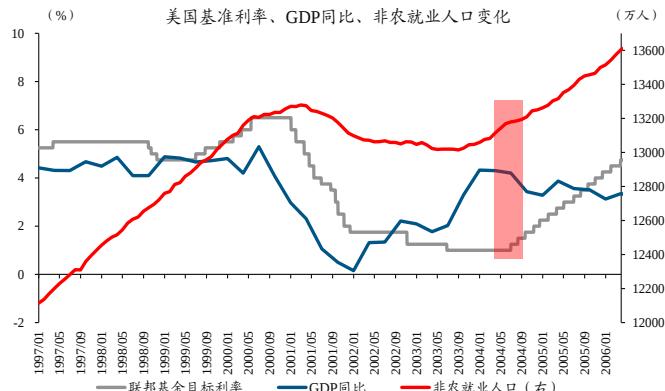
以史为鉴, 2008 年前, 美联储开启加息周期的触发因素, 都是美国就业大幅改善。2008 年前, 美联储主要通过加息或降息, 来平抑经济波动。结合美联储历次开启加息时所处的宏观环境来看, 只有就业均处于大幅改善状态, 通胀或其他经济因素的表现不一。例如, 1994 年 2 月和 2004 年 6 月, 在美国非农就业人数恢复至上一轮周期的高点附近时, 美联储均开启了加息。1987 年 1 月、1999 年 6 月, 触发美联储加息的核心因素, 也是美国非农就业大幅改善。

图2: 1994 年, 就业大幅修复后, 美联储启动加息



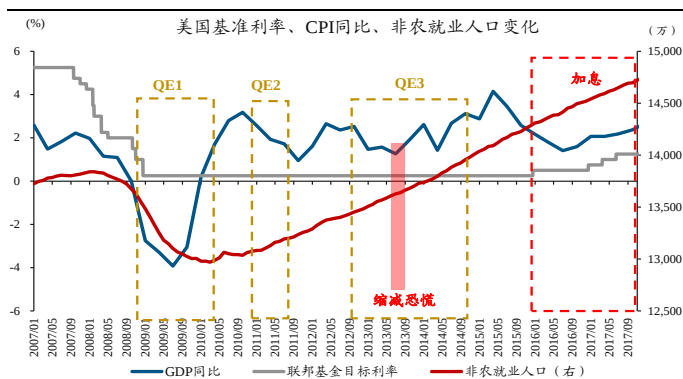
数据来源: Wind、开源证券研究所

图3: 2004 年, 就业大幅修复后, 美联储启动加息

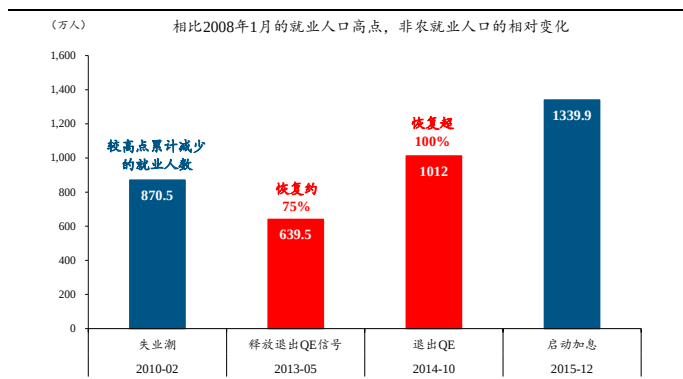


数据来源: Wind、开源证券研究所

2013 年至 2015 年, 美联储从释放退出 QE 信号到开启加息, 依然是基于美国就业的改善进程。2008 年金融危机后, 虽然美联储引入了 QE 等非常规货币政策工具, 但在从宽松转向紧缩的政策拐点阶段, 紧盯的还是就业。具体来看, 2013 年 5 月, 随着金融危机时期损失的非农就业数恢复了 75%左右, 时任美联储主席伯南克表示就业市场已取得实质性进展, 并首度公开向市场释放退出 QE 的信号。2014 年 10 月, 在非农就业人数超过金融危机前高点后, 美联储决定正式退出 QE。2015 年 12 月, 就业的进一步改善, 触发了美联储开启新一轮加息周期。

图4：2008年后，美联储依然“紧盯”就业指标


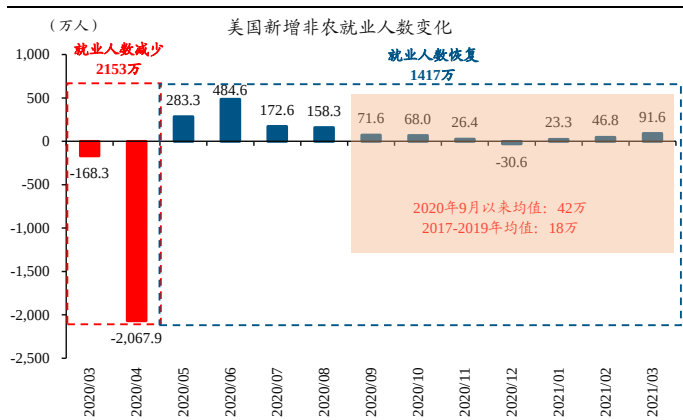
数据来源：Wind、开源证券研究所

图5：伴随就业稳固改善，美联储逐步收紧货币政策


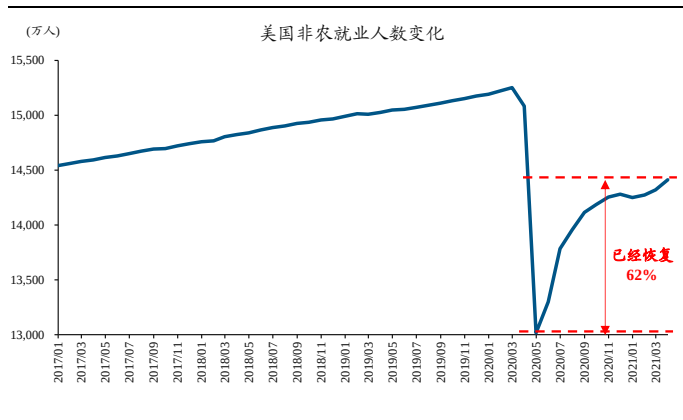
数据来源：Wind、开源证券研究所

1.2、美国就业目前状况：疫情与财政发钱拖慢了修复进程

截至3月，美国前期受疫情冲击而萎缩的就业规模，恢复了62%左右。2020年疫情爆发后，美国非农就业人数在2个月内大幅减少了2153万人，占总就业人数的比重高达15个百分点。疫情引发的大规模失业潮，直至2020年5月美国“解封”经济、推进复工复产后，才开始得到缓解。从3月最新公布的非农就业报告来看，2020年5月至今，美国非农就业人数已累计增加1417万人，占前期受疫情冲击而萎缩的就业规模（2153万）的62%左右。

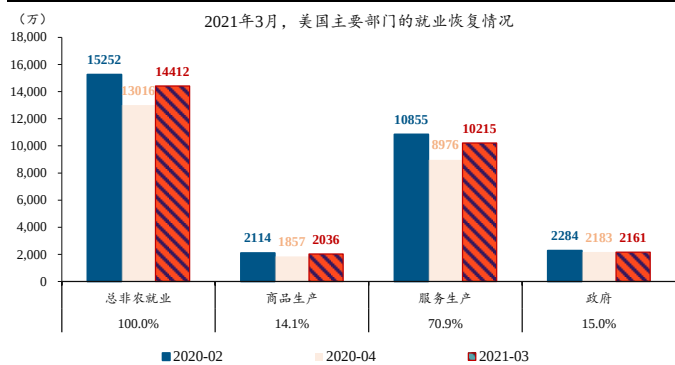
图6：自2020年5月以来，美国就业市场稳步修复


数据来源：Wind、开源证券研究所

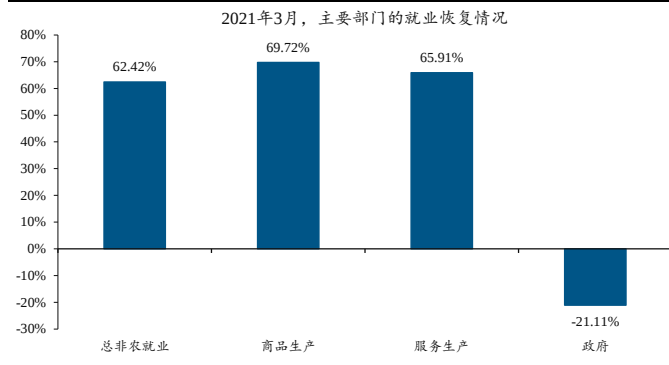
图7：美国前期萎缩的就业规模，恢复了62%左右


数据来源：Wind、开源证券研究所

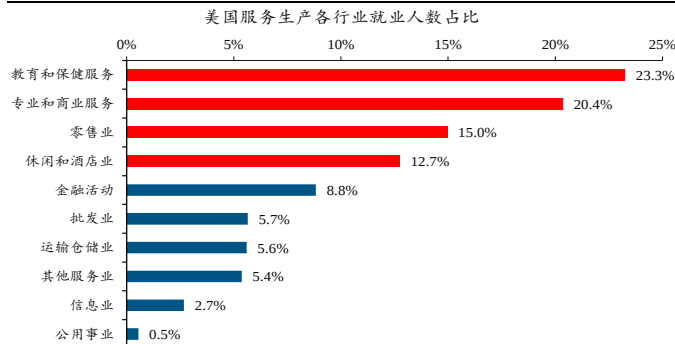
分行业来看，美国商品生产行业的就业修复相对较快，而就业“大户”服务业的就业修复缓慢。美国就业市场中，服务业吸纳的就业人数最多、占比高达71%，政府部门、商品生产行业的就业人数相对少一些，占比分别为15%、14%。从不同行业的就业表现来看，2020年5月至今，商品生产行业因疫情冲击而萎缩的就业规模已经恢复近7成，速度最快。服务业的就业修复进程相对较慢，仅恢复66%左右。服务业中，就业人数靠前的教育和保健服务（占比约23.3%）、休闲和酒店业（占比约12.8%）的就业恢复率更是分别只有58.8%、61.9%。

图8：分行业来看，就业“大户”服务业的就业修复缓慢


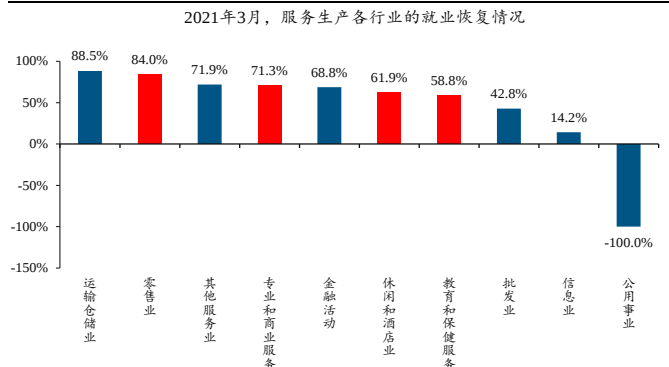
数据来源：Wind、开源证券研究所

图9：商品生产、服务生产、政府的就业修复进程分化


数据来源：Wind、开源证券研究所

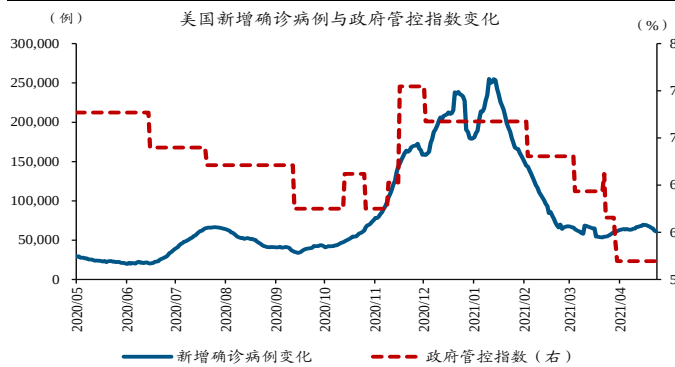
图10：教育和保健服务等为服务生产部门的就业“主力”


数据来源：Wind、开源证券研究所

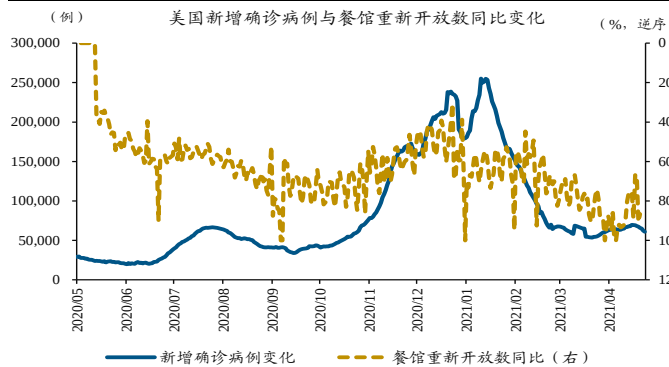
图11：教育和保健服务、休闲和酒店业的就业恢复较慢


数据来源：Wind、开源证券研究所

美国服务业就业修复缓慢，与此前疫情频频反弹、拖慢了服务业的复工复产进程有关。2020年，美国疫情前后出现了多轮反弹。每一轮疫情反弹后，美国部分州及地方政府均重新加强了疫情防控，包括限制餐馆、酒吧、电影院等线下人员流动频繁的服务业场所的开放。这些限制措施实施后，服务业的就业直接受到拖累。以餐馆为例，2020年以来，美国国内餐馆开放数的变化与疫情形势的演变高度相关。因为疫情频频反弹，导致餐馆开放数迟迟未能恢复到疫情前水平，美国与餐饮消费相关的就业截至3月仅修复了64.8%。

图12：疫情反复，直接影响美国政府的管控力度


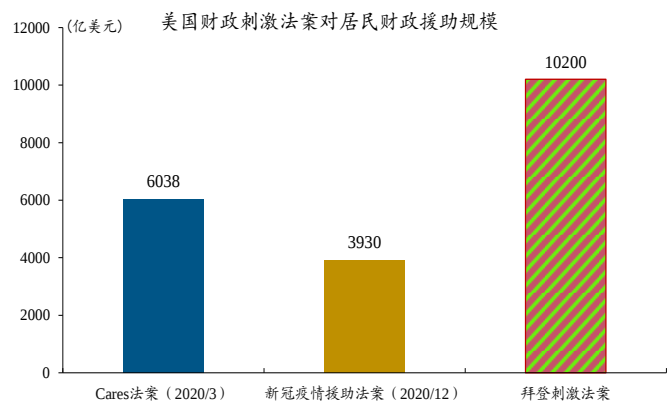
数据来源：Wind、开源证券研究所

图13：疫情反复，直接影响美国服务业的复工复产进程


数据来源：Wind、开源证券研究所

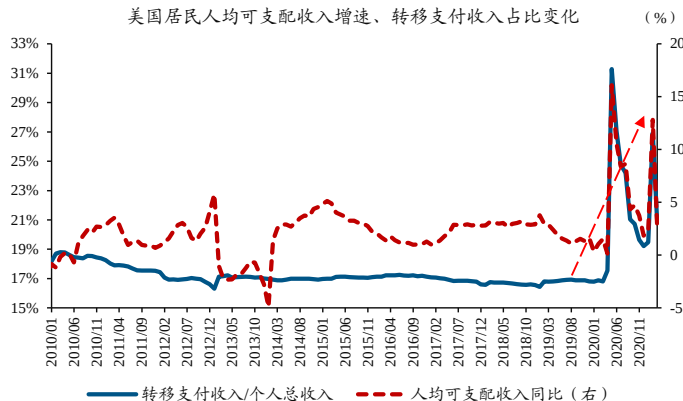
连续多轮的财政“发钱”，也降低了部分劳动力的就业意愿，影响了整体就业的修复进程。疫情爆发后，美国政府连续3轮的大规模“发钱”，让美国居民收入水平“不升反降”、储蓄激增。大规模的财政“发钱”，有效地减轻了失业潮对美国居民的冲击，但同时也带来了明显的“负作用”——降低了部分居民的就业意愿。数据来看，2020年3月以来，因为存在部分劳动力不愿意重返就业市场，美国在岗劳动力的工作强度（每周平均工作小时数）及工作报酬（时薪增速）双双刷新历史新高，并且持续位于历史高位。

图14：财政刺激政策包括了直接向居民提供现金援助



数据来源：White House、开源证券研究所

图15：大规模转移支付下，美国居民收入水平飙升



数据来源：Wind、开源证券研究所

图16：疫情扩散以来，美国薪资增速处于历史高位

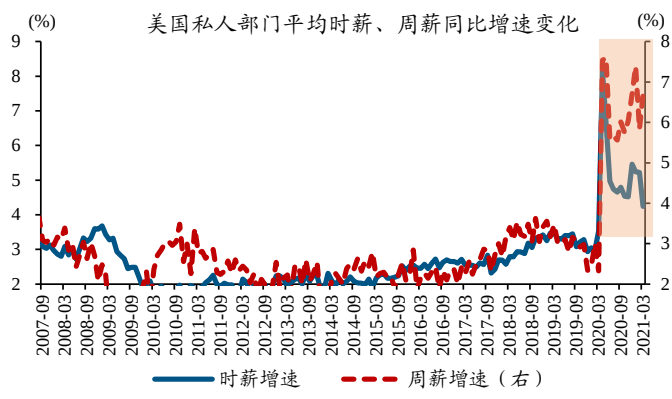
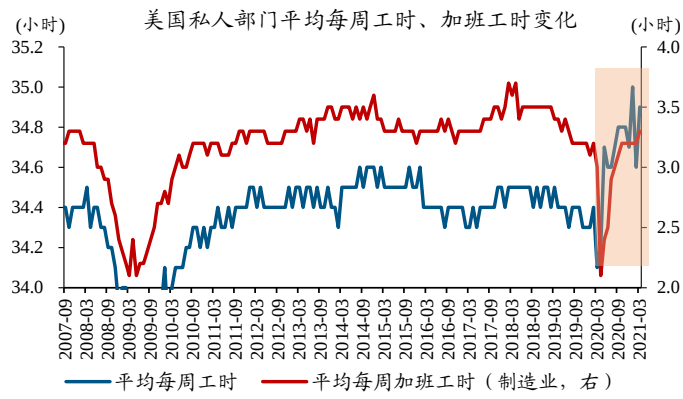


图17：疫情扩散以来，美国每周工时也处于历史高位



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_19414

