

什么是央行眼中的就业？——美联储

海外专题

谈到美联储眼中的就业，主要指两方面：一是美联储的就业目标，即实现最大水平就业（maximum level of employment）；二是指美联储如何评估劳动力市场状况。

如何理解最大水平就业？

最大水平就业有着丰富的法律、经济学内涵。其重要性不仅在于为每个人提供一份工作，而且而且减贫、不平等，减少歧视和犯罪，以及改善所有人的生活质量都有重要意义。

在货币政策层面，对最大水平就业的理解必须基于美联储货币政策的双重目标。尽管有过调整，但基于美联储货币政策的双重目标，最大水平就业其实有着一贯的政策内涵，指的是排除了周期性因素影响的、能够与长期通胀目标相适应的自然失业率水平。

“新声明”下，当前联储更侧重于就业目标，放松了短期通胀对宽松政策的制约，最大水平就业的内涵具体可以理解为不会加速长期通胀的自然失业率水平，只是“新声明”中评估劳动力市场的决定性指标有所调整。

美联储如何评估劳动力市场？美联储基于相应时期的货币政策框架，发展了一套基于一系列广泛指标，且能够与微观调查数据相互验证的指标体系。

在“新声明”下，决定性指标是当前就业与最大水平就业的缺口。参考鲍威尔与耶伦的一系列发言推测，就业指的是非农就业人数，当前美联储参考的最大水平就业应该是疫情前（2020 年 2 月）的非农就业水平。但美联储也强调，对最大水平就业的评估必然是不准确的、且可能调整的。

此外，美联储综合评估劳动力市场基于的一系列更广泛的指标体系还包括传统的失业率、结构性指标、薪酬指标与预期指标，覆盖了包含性别、种族、收入、家庭特征等差异性在内的新兴结构性指标，并持续通过对 ADP 高频数据的监测来补充官方统计数据。

在 6 月议息会议的发布会上，鲍威尔称“相信当前劳动力市场的复苏是强劲的”，但仍呼吁市场保有耐心，希望看到更多数据。如何理解？

接近连续一个季度的非农就业数据显示，美联储评估劳动力市场的决定性指标“就业缺口”仍处在较高水平，但美联储综合评估劳动力市场的更广泛指标体系的其余指标均指示了劳动力市场几乎确定性的强劲复苏。

基于合理推测，决定性指标与更广泛指标体系的明显背离，可能要归因于美国当前过分慷慨的失业救济金政策。鉴于美国当局已经意识到上述问题，并采取了相应措施。如果上述推测正确，那么美联储最快在 7 月初发布的 6 月非农就业报告中就能够看到决定性指标“就业缺口”的快速修复，届时美联储可能也会有所表示。因此鲍威尔一边表示对劳动力市场充满信心，一边呼吁市场保有耐心。

风险提示：美国经济与就业恶化或复苏超预期，美国货币政策传导不畅，美国疫情扩散超预期，美国货币政策转向超预期。

作者

孙彬彬 分析师
SAC 执业证书编号：S1110516090003
sunbinbin@tfzq.com

陈宝林 分析师
SAC 执业证书编号：S1110519080002
chenbaolin@tfzq.com

廖翊杰 联系人
liaoyijie@tfzq.com

近期报告

- 1 《固定收益：伯特转债，精研机械制动，拓展电控制动-申购建议：积极参与》 2021-06-27
- 2 《固定收益：每月一问：7 月，稳吗？- 宏观利率周报（2021-06-27）》 2021-06-27
- 3 《固定收益：产业债利差中高等级下行，低等级上行-产业债行业利差动态跟踪（2021-06-25）》 2021-06-27

内容目录

1. 如何理解最大水平就业？	4
1.1. 非货币政策层面的内涵	4
1.2. 货币政策层面的内涵	6
1.2.1. 格林斯潘（1987.8-2006.1）：高通胀阴影下的最大水平就业	6
1.2.2. 伯南克（2006.2-2014.1）：劳动力疲软下的最大水平就业	7
1.2.3. 耶伦（2014.2-2018.2）：货币政策回归正常化下的最大水平就业	9
1.2.4. 鲍威尔（2018.2 至今）：后疫情时期的最大水平就业	10
2. 美联储如何评估劳动力市场？	12
2.1. 决定性指标：就业与最大水平就业的缺口	12
2.2. 更广泛指标：从失业率到更具包容性的指标	12
2.3. 大数据指标：从低频宏观到高频微观指标	14
3. 小结	17

图表目录

图 1：1929.4-1942.6 的美国失业率（%）	4
图 2：1948.1-2021.3 的美国失业率（%）	4
图 3：美国实际经济增速、潜在增速与失业率（%）——奥肯定律	5
图 4：美国名义工资增速与失业率（%）——菲利普斯曲线	5
图 5：格林斯潘时期美国的 PCE、失业率与自然失业率（%）	6
图 6：FOMC 明确通胀目标的演变过程	7
图 7：伯南克时期美国的 PCE、失业率与自然失业率（%）	8
图 8：耶伦时期美国的 PCE、失业率、自然失业率与联邦基金（%）	9
图 9：国际油价与通胀（美元/桶、%）	10
图 10：鲍威尔时期美国的 PCE、失业率、自然失业率与联邦基金（%）	10
图 11：美债 10 年、美债 2 年、美债 10-2 年利差与联邦基金利率（%）	11
图 12：美国制造业、非制造业 PMI	11
图 13：美国对中国、墨西哥出口同比（%）	11
图 14：不同口径失业率（%）	13
图 15：劳动力市场状况指数（LMCI）与失业率（%）	14
图 16：非农就业人数变动（百万人）	15
图 17：休闲服务就业人数变动（百万人）	15
图 18：非农就业缺口（千人）	15
图 19：ADP 就业缺口（千人）	15
图 20：美联储评估劳动力市场的指标体系-1	16
图 21：美联储评估劳动力市场的指标体系-2	16

表 1：不同口径失业率的含义	13
表 2：堪萨斯联储 LMCI 指数的 24 个构成指标.....	14

谈到美联储眼中的就业，主要指两方面：一是美联储的就业目标，即实现最大水平就业（maximum level of employment）；二是指美联储如何评估劳动力市场状况。

1. 如何理解最大水平就业？

二战结束后逐渐形成立法。二战结束后，联邦当局担心数百万的返乡士兵将面临大萧条时期的失业环境，“联邦政府对充分就业负有责任”逐渐成为了法定的表达。在 1964 年通过的《就业法》中，国会指示联邦政府“为有能力、有意愿和寻求工作的人提供有利的就业条件，并促进最大的就业、生产和购买力”。

1978 年成为美联储货币政策的法定目标。1976 年，随着对就业问题担忧的再次提升，参议员休伯特与国会议员奥古斯都共同发起了促进充分就业的立法。随着 1977 年《联邦储备法案》的修正与 1978 年《充分就业和平衡增长法》（即《汉弗莱·霍金斯法案》）的通过，美联储的货币政策责任最终通过立法明确为当前的促进“最大水平就业，稳定价格与合适长期利率”，美联储对实现价格稳定与促进最大水平就业的责任也被称为双重目标。

图 1：1929.4-1942.6 的美国失业率（%）



资料来源：FRED、天风证券研究所

图 2：1948.1-2021.3 的美国失业率（%）



资料来源：WIND、天风证券研究所

最大水平就业的内涵是非常丰富的，具体该如何理解？

1.1. 非货币政策层面的内涵

在梳理最大水平就业的政策层面内涵前，有必要了解其法律、经济学等基础性含义。

第一，考虑法定内涵。美国国会在推动充分就业立法时，就强调了最大水平就业的重要性不仅在于为每个人提供一份工作，而且对减贫、不平等，减少歧视和犯罪，以及改善所有人的生活质量都有重要意义。

对此，1978 年通过的《充分就业和平衡增长法》有明确表述¹，“增加工作机会和充分就业将极大地消除基于性别，年龄，种族，肤色，宗教，国籍，残障或其他不适当因素的歧视”，并且该法案要求美联储定期向国会报告货币政策如何支持该法案的目标。

第二，考虑经济学内涵。最大水平就业与充分就业（full employment）的含义类似，是失业率达到自然失业率水平（Natural Rate of Unemployment, NAIRU）的状态，是劳动力市场长期可持续的繁荣水平。一般国内市场也直接称其为充分就业，但充分就业常用的英文表述容易与完全就业（full employment）相混淆，因此美联储将就业目标表述为最大水平就业可能更为准确，本文也倾向于使用直译表达。

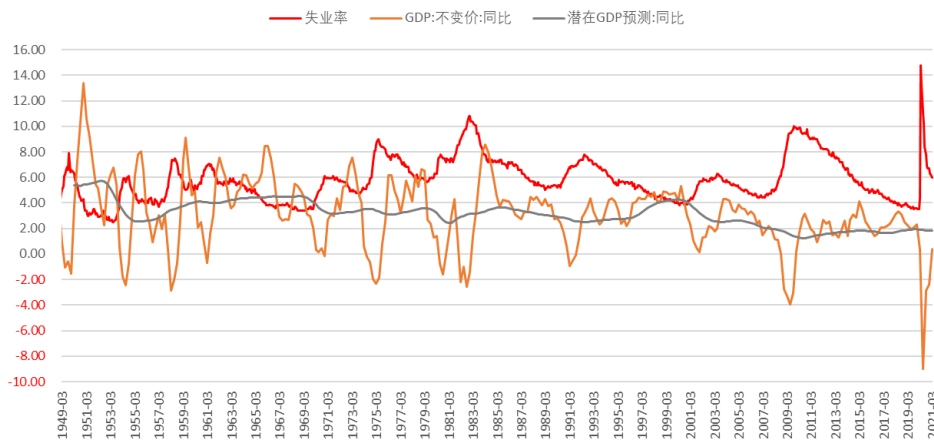
最大水平就业并不意味着每个人都能找到工作。即使在最健康的经济体中，摩擦性失业也是存在的，因为适当的摩擦性失业能够促进劳动力与岗位的更好匹配²。在最大水平就业的情况下，劳动力市场不存在导致由周期性因素导致的疲软，失业率水平由摩擦性失业与受货币政策影响很小的结构性失业决定。

¹ <https://www.federalreservehistory.org/essays/humphrey-hawkins-act>

² <https://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/yellen20170118a.htm>

第三，考虑规律性内涵。一个代表性的规律是由经济学家、兼前总统顾问亚瑟·奥肯确定的一条经验法则——奥肯定律。该经验法则描述了观察到的失业率变化与实际国内生产总值增长率之间的关系，由于劳动力规模和生产率水平的持续增长，为了保持失业率稳定，需要实际经济增速接近其潜在水平³。因此，可以将最大水平就业理解为经济位于潜在产出附近时对应的稳定失业率水平。这也是各央行关注经济潜在产出的重要原因之一。

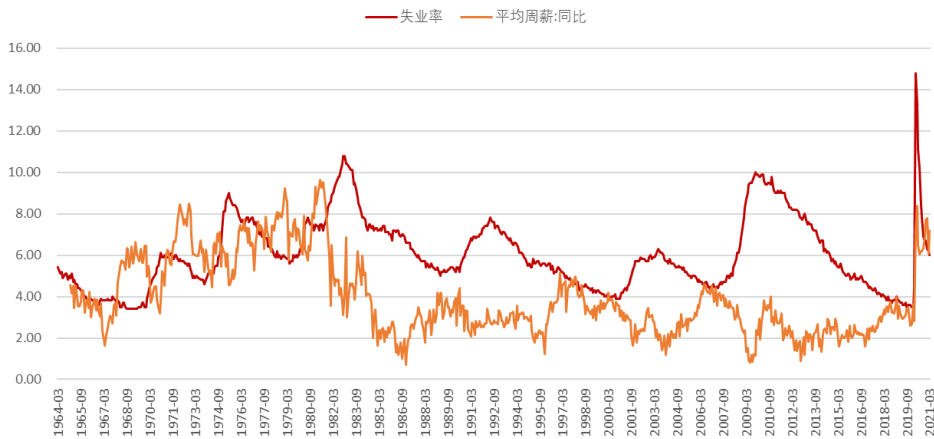
图 3：美国实际经济增速、潜在增速与失业率（%）——奥肯定律



资料来源：WIND、天风证券研究所

另一个代表性的规律是菲利普斯曲线。该曲线描述了失业率与通胀间存在的交替关系，即根据菲利普斯曲线，低通胀与低失业率、高通胀与高失业率通常是不能共存的⁴。失业率持续低于自然失业率可能导致经济过热，进而推升通胀水平。因此，也可以将最大水平就业理解为与长期通胀目标相适应的可持续的就业水平。

图 4：美国名义工资增速与失业率（%）——菲利普斯曲线



资料来源：WIND、天风证券研究所

在 2012 年的演讲《劳动力市场的近期发展》中，时任美联储主席伯南克明确了美联储对上述两方面有关劳动力市场规律的持续关注。并且指出，上述两方面规律性内涵虽然在特定历史时期有其适应性，但在 2000 年后的美国劳动力市场都有所失灵，背后原因可能是全球化、老龄化等非货币性因素。⁵

³ <https://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/bernanke20120326a.htm>

⁴ <https://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/bernanke20071114a.htm>

⁵ <https://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/bernanke20120326a.htm>

1.2. 货币政策层面的内涵

最大水平就业的非货币政策内涵如何表现在货币政策层面？

首先明确，对最大水平就业的理解必须基于美联储法定的双重目标。美联储力求平等对待价格稳定与实现最大水平就业两个目标，这意味着，**美联储不会因为其中一个目标已经实现，就放弃追求另一个目标，除非其中一个目标已经产生了非常严重的偏离。**

长期来看，**双重目标不存在矛盾**。价格稳定是实现资源最优配置的基础，也是促进最大水平就业的前提条件，因此价格稳定的实现不会阻碍充分就业，还是充分就业的有效工具。正如前任美联储主席格林斯潘所言，价格稳定既是美联储货币政策的目标，也是美联储货币政策的工具。⁶

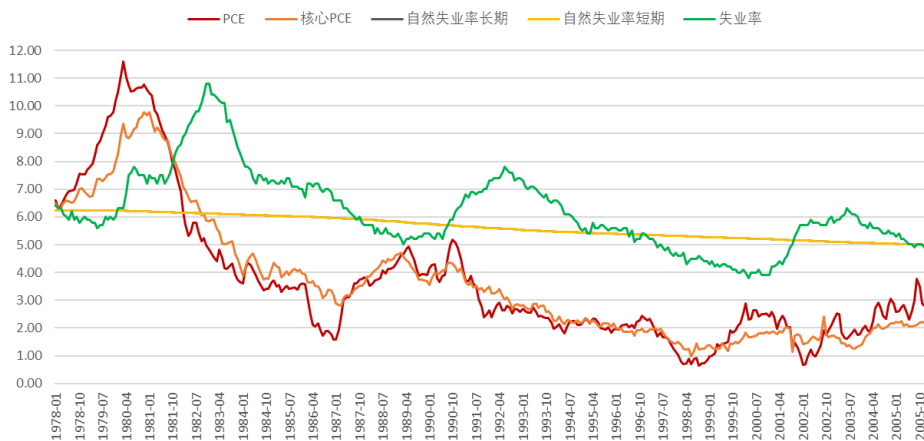
但双重目标的短期冲突也是难以避免的。这也是为什么，在一定时期内，相对简单的泰勒规则确实可以对联邦基金利率的实际水平变动起到具有稳定性的指导作用，美联储也愿意通过泰勒规则向公众更好地解释自己的货币政策目标与策略。但在更多时候，美联储的货币政策目标与策略并不能够完全由简单的规则所解释，自由裁量权也是美联储货币政策目标与策略的关键组成部分，因此基于泰勒规则的预测并不总是正确的、适用的。⁷

如果双重目标存在短期冲突，美联储将如何权衡？为了回答上述问题，我们遍历了美联储公开发布的、回溯至 1996 年以来有关的演讲，整理了从格林斯潘到伯南克、耶伦、鲍威尔四任主席的相关应对。

1.2.1. 格林斯潘（1987.8-2006.1）：高通胀阴影下的最大水平就业

理解美联储如何在短期权衡双重目标，还要理解“工资刚性”的概念。“工资刚性”指企业通常无力或不愿消减名义工资，即使在经济下行的情况下，企业也并不会明显降低名义工资。待到经济上行，企业也可能会发现他们不需要通过大幅提高工资来吸引工人。

图 5：格林斯潘时期美国的 PCE、失业率与自然失业率（%）



资料来源：WIND、FRED、天风证券研究所

格林斯潘时期，最大水平就业指的是不会加速通胀的自然失业率水平（NAIRU）。格林斯潘接任美联储主席时，美国经济面临的重大挑战是高企的通胀问题，尽管前任保罗·沃尔克采取了强力的抗通胀措施，但笼罩在美国经济上空的高通胀阴影仍未消散。当时美国经济与劳动力市场非常强劲，企业扩张迅速，也愿意提高工人薪酬，较快的薪资增长甚至是高通胀重要来源，也就使得“工资刚性”非常明显。

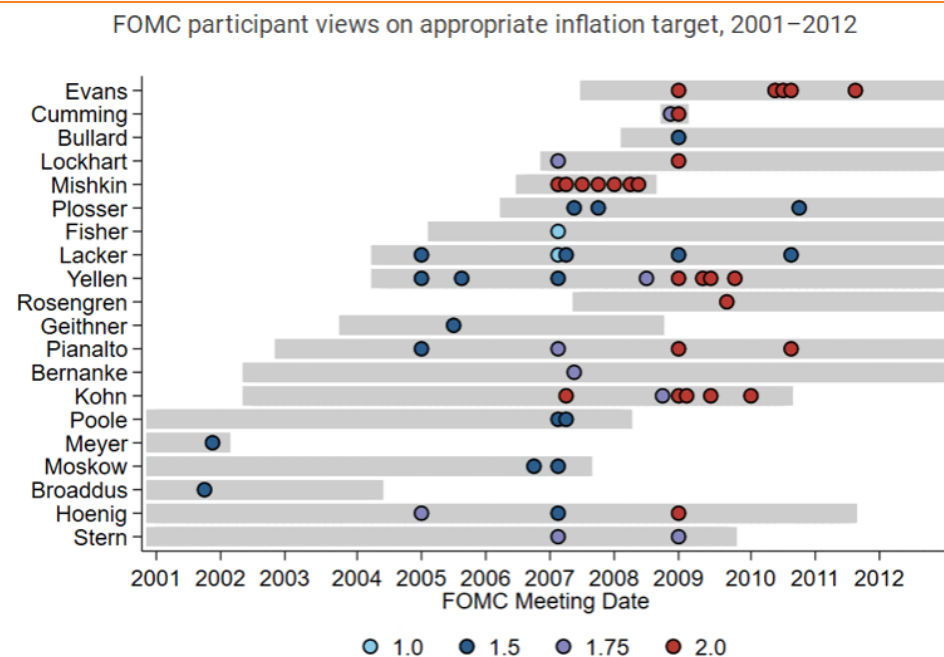
结果就是，在经济复苏时期，企业不需要大幅提高工资就能够招募到足够的员工。较低的薪酬增长也降低了通胀压力，因此促进最大水平就业的目标通常能够在通胀达到目标阈值前实现。**如果通胀加速上行，说明就业市场已经足够强劲。**

⁶ <https://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/bernanke20060224a.htm>

⁷ <https://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/yellen20150327a.htm>

需要说明的是，直到 2012 年美联储才发布了 2% 的锚定制通胀目标。在此以前，格林斯潘将价格稳定目标理解为，“通胀率必须足够低，以至于不必将其纳入商业决策之中”，美联储一篇工作论文回溯了当时的会议纪要发现⁸，这一足够低的通胀目标水平大致在 1% 到 2% 之间。

图 6：FOMC 明确通胀目标的演变过程



1.2.2. 伯南克（2006.2-2014.1）：劳动力疲软下的最大水平就业

伯南克接任美联储主席时，美国经济已经逐步走出高通胀的阴霾。但在全球化、老龄化与技术进步等多重因素的共同影响下，随着长期通胀基础的走弱，劳动力市场也走向疲软。

事实上，金融危机前美国劳动力市场就已经初现疲软。只不过在经济上行周期中，失业率整体仍然有较好表现，仍在较长时期低于 NAIRU。

金融危机后，劳动力市场疲软的负效应开始集中爆发。美国劳动力市场疲软的典型表现，就是劳动岗位的流逝与工人就业意愿的降低。正如伯南克所总结的，在经济下行导致企业倒闭、工人失业的同时，产业和就业也借机加速转移到海外市场。待到经济复苏时，企业已无力维持原有的市场地位，进而不愿意为招聘提高薪酬，由于缺少心仪的岗位失业工人的就业意愿也明显降低，结果就是复苏期间的薪酬增速与就业复苏的明显偏慢。

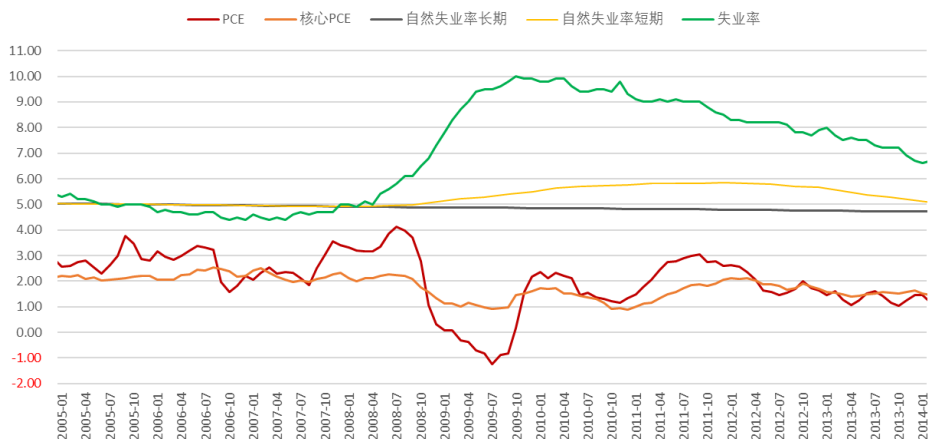
根据美国国会预算局的测算，美国经济潜在的长期自然失业率（NROU）与短期自然失业率（NROUST）首次出现了明显偏离。并且解释到，“（长期）自然失业率是除总需求波动以外所有来源引起的失业率。短期自然失业率包含了结构性因素，这些因素从 2008 年开始暂时提高了（长期）自然失业率。短期自然失业率可以用来衡量劳动力市场当前的和预期的疲软程度。”

为了支撑疲软的劳动力市场，美联储需要宽松货币政策，而就业市场恢复的缓慢，则使得通胀上行远远早于失业率下降，美联储双重目标的短期冲突也就出现了。

尽管有一系列证据（例如劳动参与率、离职率降低与长期失业率走高）可以表明当时的美国劳动力市场非常疲软且不存在长期通胀基础。事后看来，这些证据也确实为伯南克实施三轮量化宽松的基础。但当时的市场并不一定能够接受上述观点，为了提高美联储货币政策的有效性、稳定长期通胀预期，美联储在 2012 年发布了《中长期货币政策的目标与策略声明》（简称“声明”）。

⁸ <https://www.frbsf.org/economic-research/publications/economic-letter/2019/april/evolution-of-fomc-explicit-inflation-target/>

图 7：伯南克时期美国的 PCE、失业率与自然失业率（%）



资料来源：WIND、FRED、天风证券研究所

在价格稳定方面，“声明”首次明确了锚定 2% 的通胀目标。在促进最大水平就业方面，“声明”的表述更为详尽，“最大水平就业是一个广泛的、包容性的目标，它无法被直接度量，会随着时间变化，并且主要受影响劳动力市场结构和动态的非货币性因素影响。因此，无法给出一个合适的具体失业率目标。更合理的是，委员会将评估就业水平与最大水平就业的偏离程度，并且要意识到这一评估必然是不确定的、且可能会进行调整的。委员会在进行评估时会考虑一系列指标。”

不难理解，基于双重目标，如果美国经济不存在长期通胀基础，那么美联储还是可以放松短期通胀对实现最大水平就业目标的约束，将最大水平就业的内涵调整为不会加速长期通胀的自然失业率水平。

根据“声明”，实现最大水平就业与是否加息有关。那么对于加息之前的 TAPER，美联储又是如何决定的？

不妨回溯四个时点：分别是 2010 年 6 月结束 QE1、2011 年 6 月结束 QE2、2013 年 6 月伯南克公开讨论 TAPER、以及 2013 年 12 月美联储正式宣布 TAPER。

2010 年 6 月 FOMC 的会议纪要显示⁹，“第二季度经济复苏步伐温和，4 月和 5 月尽管失业率仍居高不下，但企业就业增长并延迟工作时间。……能源价格下跌压低了 4 月和 5 月的总体通胀，但核心通胀小幅上涨。……劳动力参与率高于一季度，兼职比例与长期失业比例趋于平稳，首申失业金人数变化不大。”结果为，QE1 结束后就业市场复苏的趋势中断，通胀持续表现疲软，2010 年 8 月美联储开启 QE2。

2011 年 6 月 FOMC 的会议纪要显示¹⁰，“近几个月经济复苏步伐放缓，劳动力市场改善有所放缓。通胀指标有所回升，但长期通胀保持稳定。……首申失业金人数增加，劳动力参

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_20398

