



## 就业市场复苏尚未稳定，美联储维持鸽派

——美联储7月议息会议点评

联系人 李婷  
电子邮箱 jytzzx@jyqh.com.cn  
电话 021-68555105

### 主要观点

此次会议美联储延续宽松的政策基调，对通胀与经济复苏等问题继续持鸽派观点。就业市场的持续复苏尚未明朗，是影响美联储QE退出时间的主要不确定性因素。而缩减QE的时间点将取决于经济数据，特别是就业数据。9月是美国延长的失业救济政策截止日期，在疫苗普及、财政支出压力的背景下，个人救助政策大概率将会终止，这将会驱动劳动力重回市场。九月是观察美联储货币政策转向的重要时点，需密切关注美联储九月议息会议的新动向。

我们认为，美联储货币政策边际收紧的趋势没有改变，因近期疫情反弹扭转这个趋势的概率很低。下半年美国的实际利率和美元有效汇率都有上行的空间，相应的大宗商品价格上行动力将会减弱，贵金属价格处于阶段性调整之中。

风险因素：疫情控制不及预期

美联储在 7 月议息会议按兵不动，继续维持联邦基金利率在 0-0.25% 区间不变，维持超额准备金利率 (IOER) 在 0.15% 不变，维持贴现利率在 0.25% 不变；并继续每月增持至少 800 亿美元的国债，以及至少 400 亿美元的住房抵押贷款支持证券，直到充分就业和物价稳定的目标取得实质性进展；建立美国国内和国外常备回购便利工具 (SRF)。

鲍威尔在会后声明上表示：疫情持续构成风险，将监测德尔塔毒株的影响，但经济距离全面复苏尚有距离，通胀是临时走高，因此不应急于收紧货币政策。他还称，美联储尚未就减码 QE 的时间和方式作出决定。市场对会后鲍威尔的鸽派发言相对更敏感。受此影响，美元指数下跌，美股上涨、贵金属上涨。

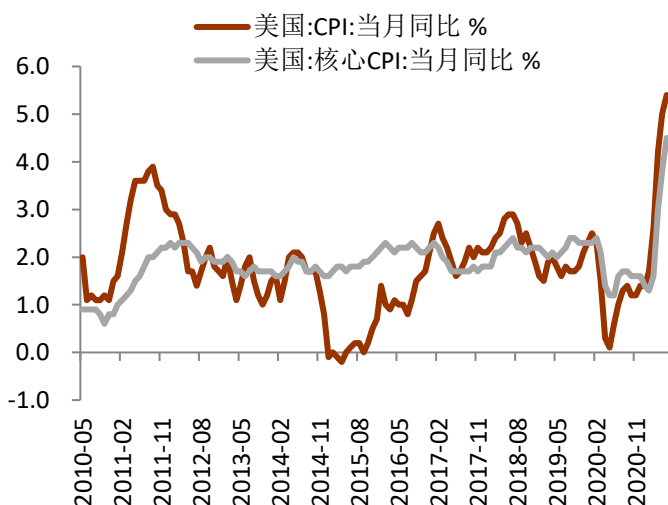
本次美联储议息会议及鲍威尔的会后讲话鸽派超预期，具体来看，表达了这样几个观点：

### 一、通胀走高是暂时现象，中期会回落

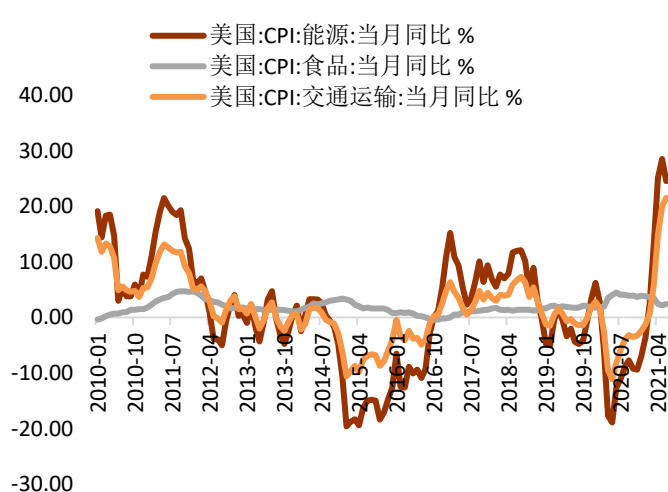
美联储主席鲍威尔重申通胀的上行依然是暂时性的观点。在承认短期通胀水平将继续超过 2% 的基础上，强调并未看到明显的通胀上行风险。从通胀指标来看，美通胀形势持续高涨。6 月，美国 CPI 同比升至 5.4%，较前值提高 0.4 个百分点；核心 CPI 为 4.5%，较前值提高 0.7 个百分点。6 月份通胀数据飙升，很大程度上去年同期低基数产生的效应。从细分项来看，6 月 CPI 同比走高主要受能源、交通运输分项的影响最大。原油价格去年同期处于低位，而今年同比上涨了近一倍，导致今年能源价格同比大幅上涨。能源分项虽然同比增长 24.5%，但环比回落。由于汽车市场持续火爆，交运分项 CPI 增速升至 21.5%，且继续攀升；居民出行、线下餐饮和电影票房的恢复，则使娱乐分项 CPI 增速较上月升高 0.8 个百分点，至 2.4%。美国第二季度核心 PCE 物价指数上升 6.1%，创 1983 年第三季度以来新高。

针对不断攀升的物价走势，鲍威尔在 7 月中旬的国会证词中坚持鸽派立场，重申当前及未来一段时间物价高企主要受基数效应、供应瓶颈等短期因素影响，相信随着瓶颈因素的消退，通胀形势可能会部分逆转。美联储认为，通胀高于预期仅与少数因素有关，短期内通胀风险倾向上行，有信心中期通胀将回落。

图表 1 美国 CPI、核心 CPI 变化



图表 2 美国 CPI 分项重能源、交通运输涨幅最大



资料来源：Wind，Bloomberg，铜冠金源期货

## 二、就业市场复苏尚未稳定，离充分就业还有一定距离

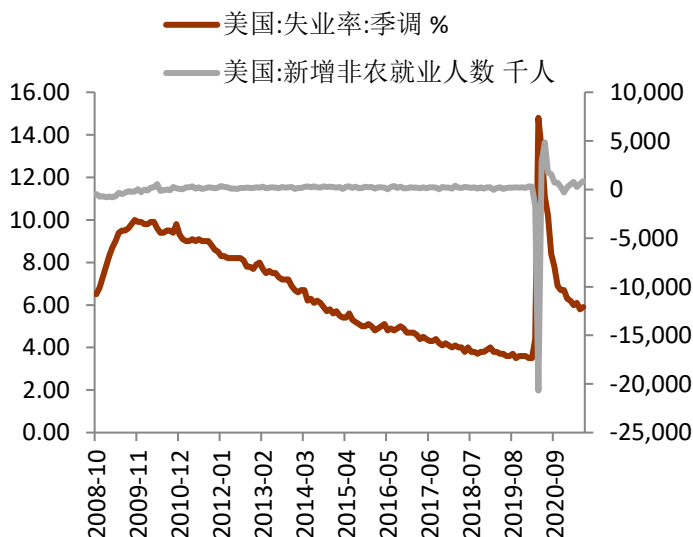
当前美联储 QE 退出时间表难以确定，主要源于就业复苏存在较大不确定性。随着疫苗接种的推广与旅行限制的逐渐解除，今年美国就业市场有明显复苏。但德尔塔变异病毒扩散的影响，局部疫情再度发酵，美国就业市场的复苏出现一定的波动。6 月美国新增非农就业人数恢复到 85 万人的较高水平，显著超出 72 万人的市场预期。其中，美国失业率 5.9%，较 5 月提升 0.1 个百分点，超出 5.6% 的市场预期；劳动参与率保持 61.6% 的前值水平不变。失业率与非农就业人数走势出现背离。非农就业人数的超预期复苏与服务业就业形势持续好转密切相关。劳动参与率与疫情前的水平相比还有一定的差距。

在高额纾困救助金的政策之下，当前的美国劳动力市场就业意愿较低，一些低收入行业普遍出现了高失业率、高职位空缺率和高工资涨幅共存现象。与疫情前相比，截至 6 月非农就业人数减少仍超过 670 万，非农就业人数要恢复至疫情前水平仍需很长一段时间。考虑到劳动参与率的非正常下滑，美国的失业率被低估。

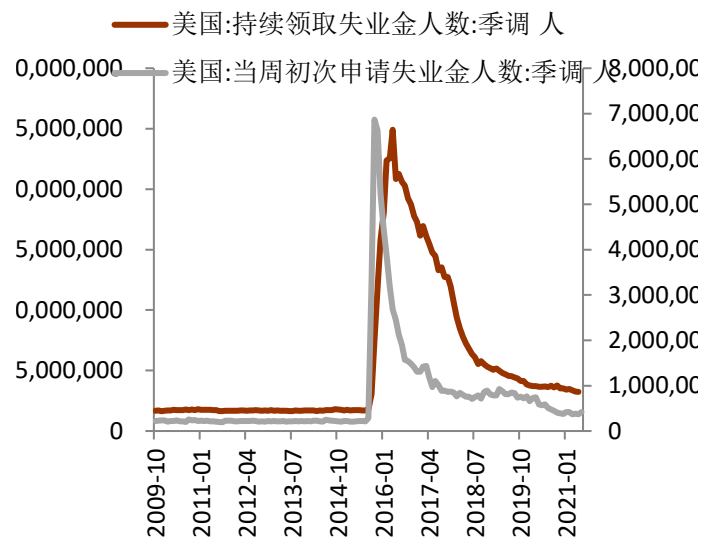
虽然美国居民消费保持复苏态势，但近期部分指标也开始边际回落。密歇根大学消费者信心指数于 6 月升至 85.5 的高点后，7 月回落到 80.8；个人消费支出 5 月增速较前值回落 10 个百分点，至 14.5%；耐用品新增订单 6 月同比 24.2%，较前值回落 8.5 个百分点。

鉴于就业市场及消费数据的波动，美国距离充分就业还有一定的距离，所以联储还没到收紧政策、特别是加息的时候，短期还会持续宽松。

图表 3 美国失业率、非农就业人数变化



图表 4 美国周度初请、续请失业金人数变化



资料来源：Wind，Bloomberg，铜冠金源期货

## 三、德尔塔病毒可控，不会影响美国经济复苏

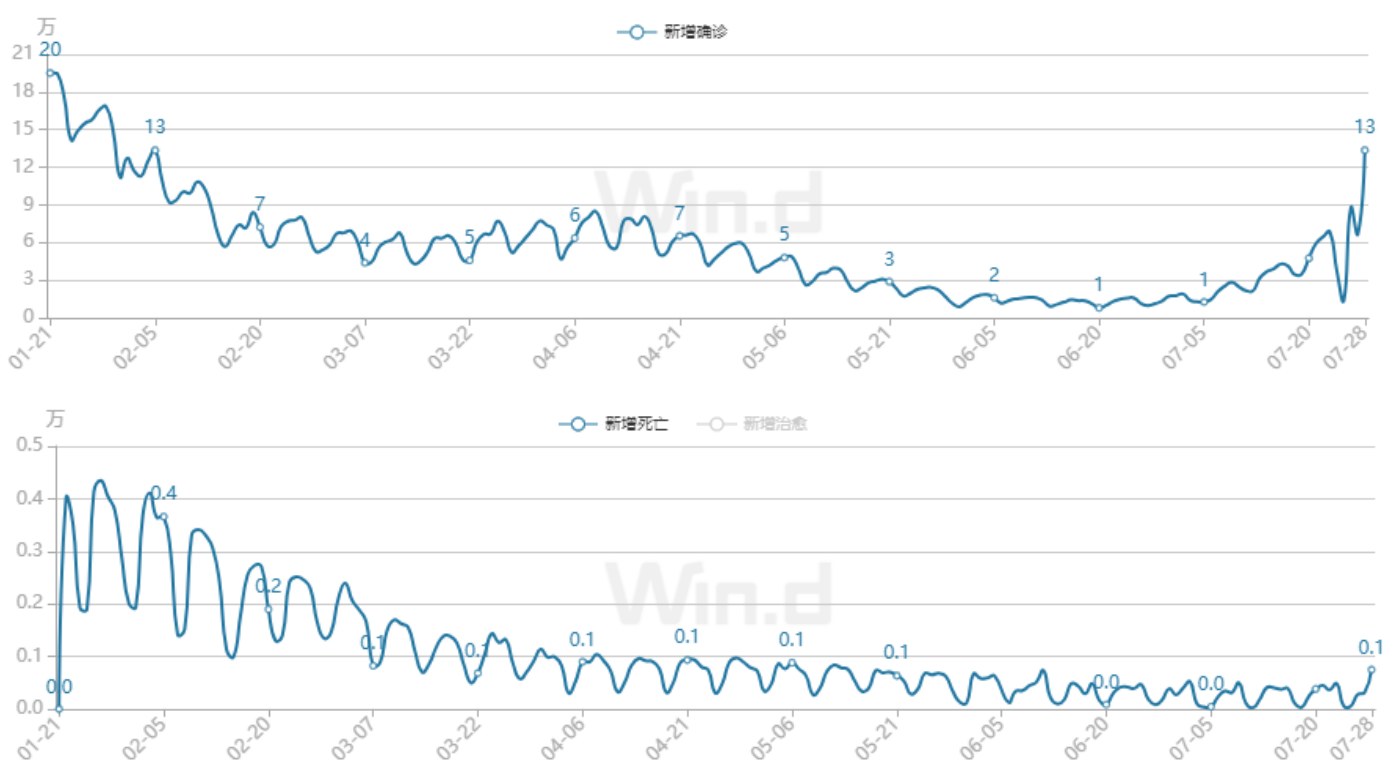
目前德尔塔变异病毒在美国扩散，疫情又有卷土重来之势。美国每日新增的新冠确诊病例从 6 月底不到 1 万人升至 13 万以上。7 月议息会议声明删除了“疫苗接种抑制新冠病毒在美国传播”的表述，不过还是强调疫苗接种和强有力政策的支持，利好经济活动和就业复

苏。受疫情冲击比较大的行业，7月议息会议声明也从“疲软但是逐步改善”变成“改善但是并未完全复苏”，显示出相对谨慎乐观。

声明指出，美国经济改善但尚未全面复苏，强调美经济状况正朝着预定目标迈进，并已取得一定进展。从货币政策声明看，美联储暂未因为疫情而改变对经济前景的积极看法。美联储认为近期疫情传播再度恶化，不会威胁整个经济复苏过程，也不会对于美联储货币政策有方向性的影响。

最新公布的数据显示，因政府支出、住宅投资和库存拖累经济增长，美国二季度GDP折合年率仅增长6.5%，远不及市场预期值8.4%，第一季度数据则被小幅下修至6.3%。这也验证了美国经济虽已一定程度摆脱新冠疫情束缚，但距离完全复苏仍有距离。

图表 5 美国新增确诊病例和新增死亡病例趋势图



资料来源：Wind，Bloomberg，铜冠金源期货

#### 四、常备回购工具推出超预期，美联储态度维持鸽派

此外，此次美联储还宣布新增两项隔夜回购便利，一项是常备回购便利（SRF），总额度5000亿美元，面向美国境内的存款类机构和其他金融机构，回购利率为25个基点；另一项是临时外国/国际货币当局回购便利（FIMA Repo），单个交易对手限额是600亿美元，回购利率也是25个基点。

鉴于市场对Taper已有预期，正回购工具的超预期推出实际代表美联储的鸽派态度。在临近退出非常规政策之际，美联储仍然极力呵护市场情绪和流动性。金融稳定仍是美联储决策的重要考量因素。

总体来看，正如之前市场所预期，此次议息会议美联储延续宽松的政策基调，对通胀与

经济复苏等问题继续持鸽派观点。就业市场的持续复苏尚未明朗，是影响美联储 QE 退出时间的主要不确定性因素。而缩减 QE 的时间点将取决于经济数据，特别是就业数据。9 月是美国延长的失业救济政策截至日期，在疫苗普及、财政支出压力的背景下，个人救助政策大概率将会终止，这将会驱动劳动力重回市场。九月是观察美联储货币政策转向的重要时点，需密切关注美联储九月议息会议的新动向。

我们认为，美联储货币政策边际收紧的趋势没有改变，因近期疫情反弹扭转这个趋势的概率很低。下半年美国的实际利率和美元有效汇率都有上行的空间，相应的大宗商品价格上涨动力将会减弱，贵金属价格处于阶段性调整之中。

风险因素：疫情控制不及预期

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\\_24211](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_24211)

