



徐奇渊：等待九月，美联储 货币政策形势将更明朗



文/意见领袖专栏作家 徐奇渊 杨子荣

确认到底是否取得“实质性进展”，需要对就业和通胀形势进行确认。但是，目前美国经济数据仍然存在扭曲和噪音。……笔者认为，2021年9月前后，就业、通胀的暂时性扭曲因素将在很大程度上被消除，因此9月是观察本轮美联储决策的重要时点。届时美联储面临的形势将更加明朗，这也将使得美联储对货币政策做出更加明确的决断。



——徐奇渊 中国金融四十人论坛（CF40）研究部主任、中国社会科学院世界经济与政治研究所研究员；杨子荣 中国社会科学院世界经济与政治研究所副研究员



当地时间 2021 年 7 月 28 日，美国肯塔基州正在举行招聘会。

图片来源：人民视觉

美国时间 2021 年 7 月 28 日，美联储公布了议息会议声明。一方面，声明认为美国经济朝着就业和通胀目标取得了进展。但另一方面，议息会的声明也确认，美联储的主要货币政策均维持不变，货币政策协调也没有变化。同时，市场对于美联储在明年初开启退出过程的主流预期也基本没有发生变化。

随后美联储主席鲍威尔接受采访时指出，“我们还在期待进一步的进展”，“我认为距离实现最大就业目标所需要的实质性进展（substantial further progress）还有一段距离，我希望看到一些强劲的就就业数据”。

确认到底是否取得“实质性进展”，需要对就业和通胀形势进行确认。但是，目前美国经济数据仍然存在扭曲和噪音。对于就业、通胀指标，不同的意见领袖也有相当大的分歧。笔者认为，2021年9月前后，就业、通胀的暂时性扭曲因素将在很大程度上被消除，因此9月是观察本轮美联储决策的重要时点。届时美联储面临的形势将更加明朗，这也将使得美联储对货币政策做出更加明确的决断。

当前美联储货币政策取向不明

甚至陷于纠结

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，高通胀的影响暂时不是主要问题。

就业形势未明，这是影响美联储 QE 退出时间的主要不确定性因素。首先，考虑到劳动参与率的非正常大幅下滑，美国的失业率被明显低估。若以2020年2月的劳动参与率为基准，2021年6月美国固定劳动参与率失业率仍高达8.4%，显著高于同期官方发布的失业率（5.9%）。官方失业率可能严重高估了就业恢复进展。与疫情前相比，6月非农就业人数损失仍超过670万，若以上半年新增就业月均54万来计算，非农就业人数恢复至疫情前水平仍需一年左右时间。然而，每月新增非农就业人数极不稳定，就业复苏进程存在较大不确定性。

当前的美国劳动力市场，在高额个人救助政策之下，一些低收入行业

又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。以休闲和酒店行业为例，6月该行业平均周薪为483.1美元，同比涨幅10.4%，但仍低于联邦政府和州合计发放的失业救济标准，因此，该行业的失业率和职位空缺率皆高于平均水平。因此，个人救助可能严重扰乱了劳动力市场的价格信号和失业率应有的政策含义。

高通胀率也受到暂时性因素干扰，具体包括去年基期物价过低、劳动力就业意愿低、芯片和航运等环节的供应链紧张等等。美国6月份美国核心CPI攀升至4.5%，其中存在较大的基数效应。如果使用两年复合通胀率，6月的核心CPI实际为2.7%。这里我们没有计算核心PCE，这是因为核心PCE尚未找到环比增速，因此无法计算两年口径的复合通胀率。按照历史数据来看，核心PCE呈现出系统性低于核心CPI的特征。也就是说，6月核心PCE同比增速甚至还应低于2.7%。可见较低的基期因素对于通胀率有显著的扰动作用，尤其是涨幅最高的交通项更是深受基期因素的影响。

此外，劳动力就业意愿低也使得5月-6月美国的服务业价格（不含房租的口径）同比增速上升到4%左右，远远高于过去10年不到2%的均值水平。而劳动力就业意愿低，和疫苗未全面普及、学校未正常开学、政府提供高额的个人救助有关。显然，这些影响因素也具有暂时性特征，一旦疫苗普及、政府终止个人救助，则这些干扰因素将出现消退。

在上述干扰因素消退之后，预计通胀压力将有所缓和。而且在劳动力大量回归工作岗位的正常化过程中，服务业的需求、供给将同步得到恢复，

制造业的供求缺口也将显著收窄。因此，美联储坚持认为高通胀只是暂时的，这当然有其依据。但是，如果疫苗普及、个人救助政策终止之后，美联储如果仍然看到、并且有理由认为——通胀率仍将维持在高位较长时间，那么这种情况就比较棘手了。

什么时候这种局面会比较清晰呢？九月。

九月是观察美联储货币政策转向的重要时点

劳动力市场有望在 9 月走向正常化。当前限制劳动力重回市场的诸多因素将在九月以及之前逐渐消退。首先，截至 7 月 25 日，美国每百人接种疫苗剂数为 102 剂，尚未达到全民免疫的标准。随着疫苗进一步接种，将缓解劳动力对于病毒的恐惧，可能使得部分劳动力重回市场。当然，面临变异病毒，疫苗的有效性也面临一些挑战，不过在控制重症率和病死率方面现有疫苗仍然非常有效。其次，9 月学校正常开学复课，因为照顾家庭而退出的部分劳动力将重回市场。最后，9 月是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，这也将驱动劳动力重回市场。

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_32916

