

研究报告

(2015 年第 7 期 总第 7 期)

清华大学国家金融研究院

2015 年 8 月 10 日

美国经济复苏态势明显 联储九月加息可能性较大（摘要）

清华大学国家金融研究院课题组

近期经济数据显示，美国经济正经历较为强劲的复苏。失业率持续下降，GDP 增速强劲反弹，汽车消费和房地产投资扩张加快，都确认美国经济正进入一轮上升周期。尽管劳动参与率仍然较低，工资和价格增速也较慢，劳动生产率增长停滞，但这些并不会影响美联储对美国经济已做好加息准备的总判断。总的来

看，我们预计美联储在今年9月份宣布加息的可能性较大。

一、近期美国经济复苏态势明显

一是劳动力市场持续改善。6月份，失业率已降至5.3%，已十分接近美联储设定的自然失业率区间。首次申请失业救济的人数已连续15周保持在30万人以下，近期更降至40年来的最低点。部分经济学家将失业率的下降归因于劳动参与率的降低。7月份16岁以上年龄人口的劳动参与率仅为59.3%，相对较低，但经济学家Hornstein、Kudlyak和Lange（2014）的研究表明，即使在考虑了劳动参与率的因素后，传统的劳动市场指标，如失业率、首次申请失业救济人数，仍然能够非常准确地衡量劳动力市场的状况。这进一步确认了劳动力市场的持续改善。

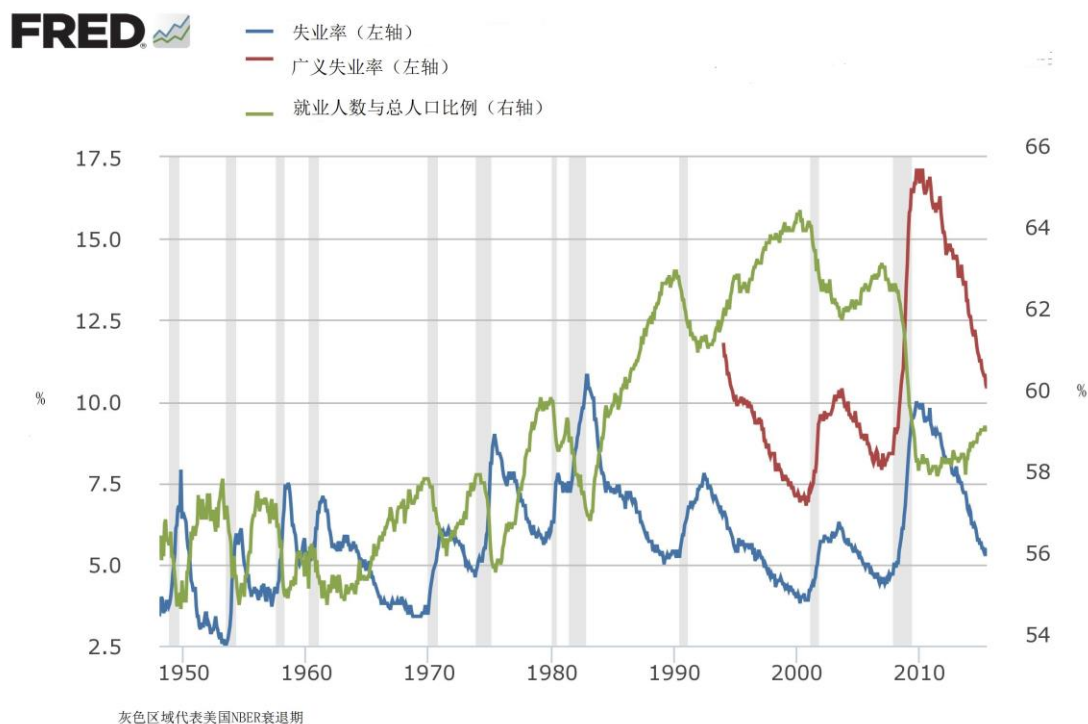


图1 美国失业率、广义失业率以及16岁以上人口劳动参与率

二是 **GDP 增速反弹**。尽管存在恶劣天气的影响，但今年一季度经济起步仍相对较强，一季度 **GDP 增速**（环比折年率，下同）从负增长-0.2%上修为正增长 0.6%。二季度增长更加强劲，**GDP 增速**跳升至 2.3%，尤其是个人消费支出大幅增长 2.9%。

三是**汽车消费和房地产投资扩张加快**，显示经济进入上升通道。汽车消费和住宅投资占 **GDP** 的比重是最重要的周期性变量。当经济复苏时，汽车消费和住宅投资扩张将比 **GDP** 更快，并带动整个经济扩张。这两项指标目前仍然远低于历史平均水平，显示美国经济复苏空间较大。一旦这两项指标开始回归历史均值，将给整体经济带来强大的动力。事实上，2010 年以来这两项指标已开始持续回升。

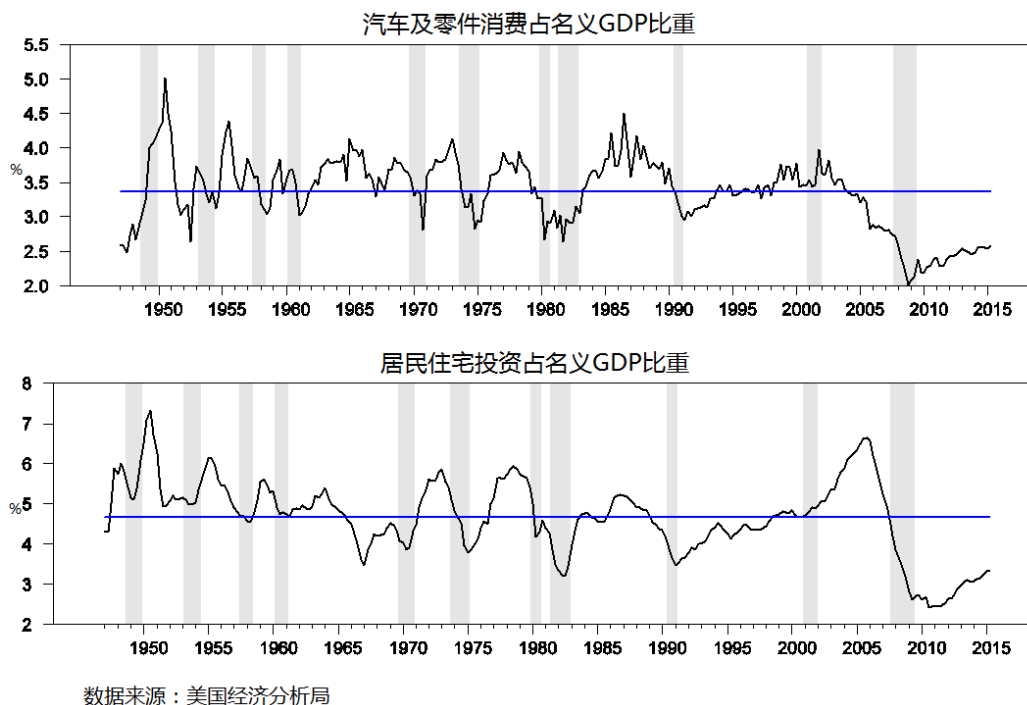


图 2 美国汽车消费和住宅投资占名义 GDP 比重

二、部分指标显示美国经济复苏也不尽如人意

一是工资增长过缓。工资增长率是美联储升息的关键指标。雇佣成本指数（ECI）同比增速已经连续7年低于3%，而2008年金融危机之前，ECI每年会有3%到4%的增长。二季度雇佣成本环比增长率只有0.2%，创1982年以来新低。

二是劳动生产率增长乏力。2014年四季度和2015年一季度非农劳动生产率环比连续下降。新技术部门投资缺乏可能预示着生产率会持续低迷，并影响经济增长。生产率增长减缓还将危害企业利润率，这一点还没有完全显现。标准普尔500指数中的大部分公司每股收益还在上升，但一些对冲基金已经开始减持股票，说明市场担心生产率会对公司盈利产生影响。

三是通胀率尚未达到美联储预设2%的目标。近几个月，受油价大跌等因素影响，通货膨胀率偏低，上个月CPI同比增长0.2%，核心PCE也维持在1.4%左右的水平。如果说良好的就业市场数据为加息开了绿灯，那么通胀率数据可能为升息加上了一个限速。

三、美联储对于升息的态度渐趋明确

与过去做出准确的政策承诺不同，耶伦治下的美联储采取了更加灵活的、以经济数据为先导的政策制订方式。市场需要通过经济数据和美联储的表态来猜测并验证美联储的政策意图。从美联储近期对外传达的信号来看，其对于升息的态度已渐趋明确。

美联储认为美国经济已做好加息准备。耶伦7月份讲话认为经济已经从一季度的低迷中走出；针对工资增长过缓、劳动生产

率增长乏力等问题，耶伦表示这不是货币政策的作用范围；欧洲和中国市场的不稳定并不对升息决策构成影响，外部的不确定性每时每刻都存在，这不可避免。

美联储还修正了关于加息时点的表述。7月29日发布的美联储公开市场委员会会议纪要显示，此前升息将发生在“就业市场有更进一步改善”(further improvement)时的表述被修正为“就业市场有一定的改善”(some further improvement)，这种微小的改动虽未大幅改变升息预期，但仍然提高了9月升息的可能性。而8月7日的劳动力市场数据相当好，为9月加息开了绿灯。耶伦在讲话中也提到，如果推迟升息，这意味着后续升息力度会比较大，速度也会比较快，而如果早一些开始升息，可以使后续升息过程平稳缓慢，这将更有利于美国经济的持续发展。亚特兰大联储主席也明确表示，央行已经开始为九月加息做市场准备。

另外，8月7日的劳动力市场报告发布之后，市场反应强烈，市场参与者对9月加息的信心更强，联邦基金期货推断的9月加息概率从此前的50%上升至58%，短期国债市场面临卖盘压力。

综合近期美国经济走势和美联储对外传达的政策信号，我们认为美国经济正处于复苏轨道之上，美联储认为美国经济已经具备了加息的条件，在9月份宣布升息的可能性较大，但由于通胀率、工资等仍未达到预期的水平，升息的速度和力度都不会太大。

美国经济复苏态势明显 联储九月加息可能性较大

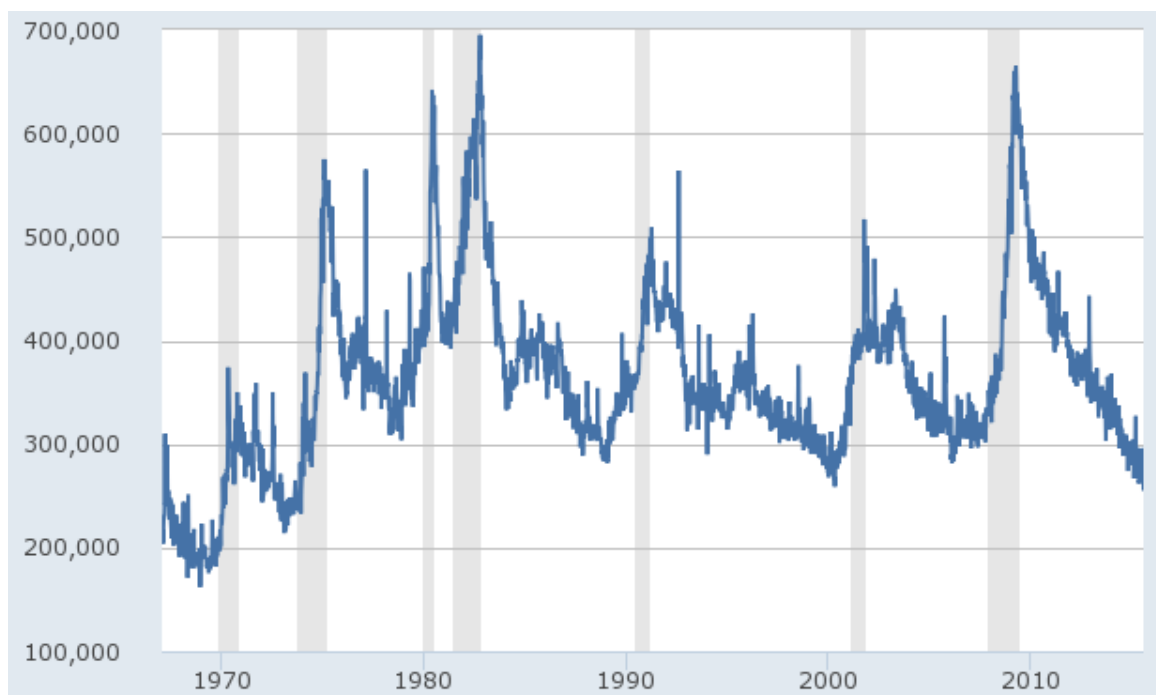
清华大学国家金融研究院课题组

即将到来的加息，是美联储自 2006 年以来的首次升息，在如此重大的政策决策中，劳动力市场的表现是政策决策者最为关注的经济指标，与劳动力市场紧密相关的还有劳动生产率的增长以及进而影响到的 GDP 的增速和通货膨胀率。虽然美国的经济数据有喜有忧，市场上对于何时进行第一次升息还是存在不同的声音，对数据的解读也由于立场不同而各执一词，但是总体说来，劳动力市场大部分数据，比如失业率等，非常漂亮，并且基本上可以比较准确地反应就业市场的真实状况，美中不足在于工资增长缓慢和劳动生产率出现负增长，但事实上加快工资和劳动生产率增长已经在货币政策能力之外，持续过于宽松的货币政策并不能对此有所帮助；GDP 已经从第一季度的低迷中走出增长强劲，尽管与历史数据相比仍存在差距，但是这与潜在长期增长率降低有关，而且种种迹象表明我们对 GDP 的增长还是应该保持乐观并充满期待的。根据对数据的客观分析和耶伦最近的讲话所透露出的立场和信号，九月份进行首次加息的可能性非常大。

下文着重分析了美国劳动力市场状况、劳动生产率、GDP 增长以及美联储对经济数据和九月份升息的态度。

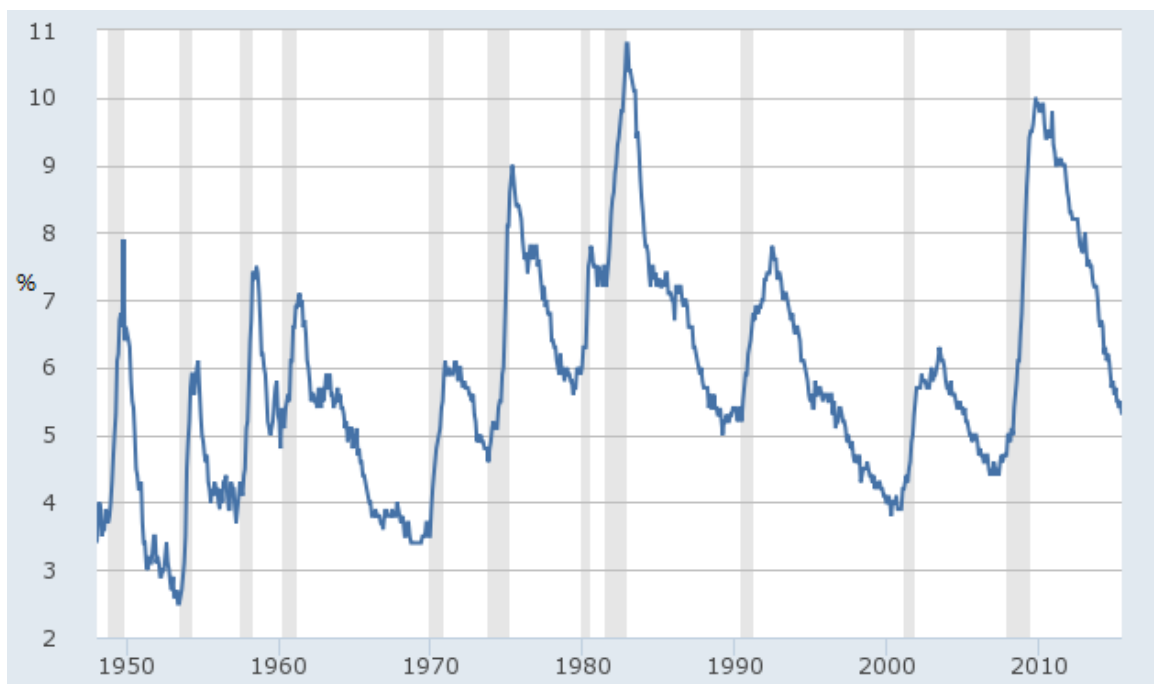
1. 劳动力市场

根据美国劳工统计局发布的报告，今年六月，非农就业整体增加了 223, 000，失业率降低至 5. 3%。上周首次申请失业救济的人数已经降至 40 年来的最低点，而且这个人数已经连续 15 周都保持在 300000 以下。上个月的就业市场职位空缺个数仍然保持在 540 万的高位，新增雇佣人数仍然保持在 500 万，而就业人员脱离工作的数量为 470 万，其中辞职的比率为 1. 9%，解雇的比率为 1. 2%。劳动力市场发展的势头还是很好的。低解雇人数说明厂商对后续的经济复苏和需求很有信心。雇佣率也在上升。业界的经济学家普遍认为劳动力市场仍然很强，总体向好的趋势依然没有改变。



每周首次申请失业救济人数

数据来源：美国就业及培训管理局



失业率

数据来源：美国劳动统计局

但是如果仅仅简单地计算就业人数占 16 岁以上人口的比重就会发现，这一比率仅有 59%。这个数字虽然比危机时候的最低点高出了一些，但是仍然显著地低于过去二三十年的水平。传统失业率的降低并不一定代表着劳动力市场的好转，极有可能是一些长期失业者退出劳动人口导致的——这是反对升息派以及对美国经济持担忧态度的市场参与者反复强调的一点。



就业人数占总人口比重

数据来源：美国劳动统计局

上面两张图之所以展示了如此不同的劳动力市场状况，原因就在于那些没有工作而又没有被计算在失业人口中的人，这些人大部分都是因为退休、残疾、求学或者其他原因而不想或者无法工作，也有一些想要工作也可以工作，但是他们在前一个月并没有积极地找工作，因此并没有被划入失业人口或劳动力的范畴。广义的失业率是把这类人也考虑了进来。美国上个月的广义失业率达到了 10.5%。

究竟哪一种统计量对劳动力市场的描述更加准确呢？既然我们无法从劳工统计局发布的数据得到一个肯定的答案，那么我们不妨看一看被广义的失业人口和传统的失业人口分别定义的这些人，他们的求职状况（在下一个月找到工作的概率）分别是怎样的。

失业人员分类	求职率 (%)
传统失业人口	

失业小于 26 周	28.0
失业大于 26 周	14.4
没有工作但希望工作	
广义失业（气馁的工人）	13.1
广义失业（其他）	12.7
广义失业（未找工作）	14.5
没有工作并不想或不能工作	
残疾	1.7
退休	1.4
其他（求学）	8.5
其他（非求学）	7.5

以上数字说明广义失业范畴中没有工作但是仍然希望工作的人和传统失业率中的长期失业者在下一个月找到工作的概率是非常相近的，因此我们应该把这两种人同等考虑。Hornstein, Kudlyak, and Lange (2014) 提出了一个“非就业人口指数”，把广义失业人口的影响考虑了进来，根据他们的指数来衡量当前劳动力市场状况。他们的研究表明传统的劳动力市场的统计量，比如传统的失业率，首次申请失业救济人数等，仍然能够非常准确地衡量目前劳动力市场状况，与非就业人口指数得出的结论非常近似。

此外，劳动力资源的利用率在上一次的政策会议上就已经得到了显著改善，并且这一改善还在持续。因此，劳动力市场的良好表现是

毋庸置疑的。在上一次为期两天的政策会议上，联储官员已经上调了他们对劳动力市场和整体经济的评价。

诚然，一些人由于找不到全职工作，不得不做兼职工作，而且气馁的工人仍然很多，正如耶伦指出的，虽然劳动力市场已经明显得到改善，但是由于周期性的劳动力市场薄弱仍然存在，进一步提高的空间依然存在。然而，美联储对于劳动力市场的考量目前集中在工资增长过缓，工资增长率是美联储升息的关键指标。雇佣成本指数(ECI)已经连续7年低于3%，而Great Recession之前，ECI每年会有3%到4%的增长。最新一个月的数据表明，上个月工资增长率为1982年以来最低，平均每小时工资零增长，雇佣成本增长率只有0.2%，远低于0.6%的华尔街预期。新的数据对升息是“不友好的”，但不少市场人士认为，美联储会向好的方向解读数据，而且继续维持零利率也不会对工资增长起到直接的正面作用。

2. 劳动生产率

劳动生产率的降低虽然在上一次美联储政策会议上未被提及，但是市场对此还是十分担忧。过去六个月劳动生产率的下降在过去20年是最大的。新技术部门投资缺乏可能预示着生产率将会持续低迷并限制经济扩张的可能。上升的劳动力成本在没有上升的效率同时存在的情况下会危害商业收入，进而限制劳动力需求。近两年来预测生产率最好的经济学家指出技术繁荣和技术投资的红利正逐渐消失。生产率增长减缓还将危害商业利率，只是这一点到目前为止还没有完全显

现。标准普尔 500 指数中的公司仍有大部分每股收益是上升的，但是
一些对冲基金已经开始减持股票，说明大家已经开始担心生产率对公
司盈利的影响。 尽管劳动生产率降低对经济的负面影响是毋庸置疑
的，但是并没有数据和理论支持持续宽松的货币政策可以帮助劳动生
产率提升。

3. GDP

今年第一季度 GDP 年化增长率首次公布为-0.2%。一些经济学家
和市场参与者当时仍然对第一季度的下跌保持谨慎的态度，他们认为
仅仅用严寒天气和进口解释是不足的，他们认为有更加深层的结构性的
原因：就业机会、能源部门以及相关产业投资的回落，全球经济不
确定性和美元走强。但是也有很多经济学家对这个数字持乐观态度。
当时影响 GDP 增长的最重要的因素是强于预期的进口增长和较弱的
库存投资。这两者原本就非常不稳定，因此不能将此作为经济下行的
标志。另外，除了从支出的角度估算 GDP，根据 BEA 的新数据，我们
还可以从收入的角度做出一个新的对 GDP 的估算。由于数据来源不
同，这两种估计的值也会不同。区别于用第一种方法估算出的负的
GDP 增长率，第二种方法估算出的数值是 1.4%。Aruoba, Diebold,
Nalewaik, Schorfheide, and Song (ADNSS) 综合两种方法和数据做
出的估计是 2%。除此之外，新开建房屋的数据在四月份非常稳健而
且好于预期，位于 2007 年以来的最高点；就业数据持续走强，显示
很强的动量；作为 GDP 中最为稳定的部分，个人消费和固定资产投资

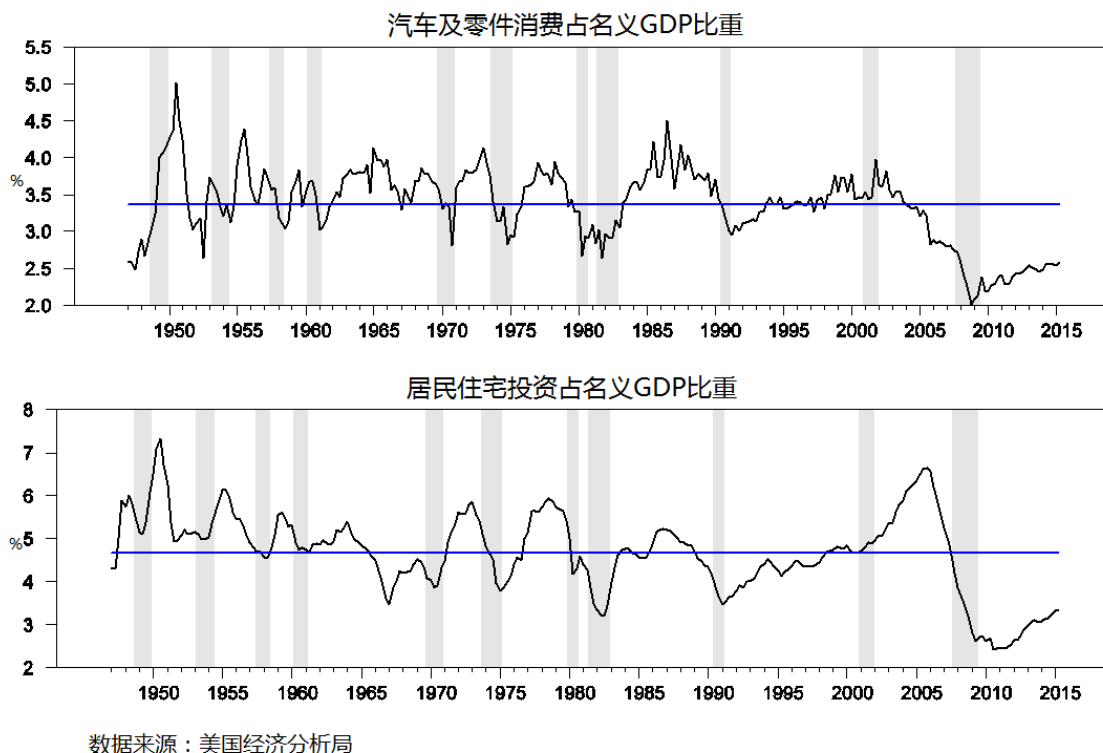
在过去的一年中增长了 3.4%，如此稳固的长期趋势是在就业机会增加和失业减少之上对经济形势向好的又一补充。

而上周最新发布的数据也在很大程度上帮助人们消除了对美国经济增长的悲观和担忧的情绪：最新数据表明，美国经济在第二季度加速，过去三个月的年化增长率达到了 2.3%，而此前第一季度的负增长估计也被更正为 0.6%。因此今年年初尽管经历恶劣天气的影响，美国经济还是有一个相对较强的起步，而接下来的第二季度增长更加强劲。

当然，我们还是要客观理性地看待和分析这组数据。即使今年第二季度的 GDP 增长率有 2.3%，远高于低迷的第一季度，但是和历史数据相比表现又怎么样呢？2009 年第二季度至今的平均 GDP 增长率只有 2.1%，比 1947 年到 2015 年的均值整整低了 1%。从历史数据的标准来看，2009 年以来的经济扩张可以说是相当温和的，而近几个季度以来扩张的力度更弱。此外，今年第二季度的加速增长主要获益于家庭消费支出的增加。第二季度，个人消费支出大幅增长，增幅达到 2.9%，而消费的增加很大程度上是由自去年以来的低油价诱发的。耶伦此前表示，大额消费品例如汽车的支出已经增加，与此同时，储蓄率也相应由此前的 5.2% 降至 4.8%。劳动力市场的改善和低通胀低油价导致的家庭消费的繁荣是经济持续强劲增长的关键。

对比历史数据，美国的经济形势其实并没有想象中乐观，但为何美联储和很多经济学家仍然持续看好美国经济呢？下面的两张图（汽车业和房地产业在 GDP 中的比重）是非常值得持续关注和研究的，从

中可以找到他们信心的来源。



消费者对汽车及其零件的支出以及住宅建造占 GDP 的比重是两个最重要的周期性变量，在经济扩张时这两个比重都会显著上升，而在经济衰退时它们又会显著下降。换句话说，当经济复苏的时候，汽车的支出和住宅建造将比 GDP 扩张得更快，并带动整个经济的扩张。这两项指标目前仍然远低于历史平均水平，一旦这两项指标开始回归历史均值，将给整体经济带来强大的动力。事实上，我们已经看到了这两项指标的复苏。一旦房地产市场反弹，也将会带动相关投资的大幅增加。因此，市场和经济学家还是对美国未来的经济发展充满的信心和期待的，GDP 增速的进一步改善只是时日问题。当然，必须承认，这并不代表我们在长期仍旧可以达到 3.1% 的历史平均增长率，鉴于

处于劳动年龄人口增速的进一步减缓，无论货币政策如何，3.1%的增长率应该很难达到了。

4. 通货膨胀率

近几个月，受油价大跌等因素影响，通货膨胀率偏低，上个月CPI同比增长0.2%，核心PCE也维持在1.4%左右的水平。而美联储对通货膨胀的目标定在了2%。现实数据和目标仍有差距。但是通胀率达到2%并不是升息的必要条件，美联储对升息的通胀前提的公开表述是“对通胀率回到2%有合理的信心”。如果说良好的就业市场数据为加息开了绿灯，那么通胀率数据可能为加息加上了一个限速。

5. 美联储的态度

不同于过去给出准确的升降息承诺，耶伦的美联储采取更加灵活的、以经济数据为指导的政策实施方式。正确地理解美联储对数据的解读以及释放出的政策信号，对判断何时加息十分重要。

虽然劳动力市场、劳动生产率和GDP增长都存在的问题，反对升息的人士也用这些问题大作文章，但是，耶伦对于升息的态度是非常明确的。针对工资增长过慢、劳动生产率低、经济增长仍然不稳定、以及外部市场不确定性大这些质疑，耶伦早前曾经表示工资增长过慢和劳动生产率低是货币政策无法改变的；她认为经济已经从一季度的低迷走出，美国经济已经完全做好了升息的准备；欧洲和中国市场的不稳定并不对升息决策构成影响，外部的不确定性每时每刻都

存在，是不可避免的。耶伦还曾表示如果继续推迟升息，那么意味着首次升息之后，后续的升息力度会相对较大，速度也会相对较快，而如果早一些进行首次升息，可以使将来的后续升息过程平稳缓慢，这将更有利于美国经济的持续发展。

于7月29日发布的上次FOMC会议纪要显示，美联储将此前“就业市场有更进一步改善”（further improvement）的时候将进行升息的表述，被精巧地修正为“就业市场有一定的改善”（some further improvement），这种微小的改动虽然对于升息预期没有革命性的意义，但是作为美联储的政策信号，仍然提高了9月升息的可能性。联储官员还表示美国经济温和扩张，保持在升息的通道上。这为在接下来九月的FOMC会议升息提供了通行证。而8月7日的劳动力市场数据相当好，更加为9月加息开了绿灯。因此尽管经济数据总体向好之余仍有美中不足之处，但是耶伦对尽快加息的立场还是非常明显的。亚特兰大联储主席也明确表示，央行已经开始为九月加息做市场准备。

另外，8月7日的劳动力市场报告发布之后，市场反应强烈，市场参与者对9月加息的信心更强，联邦基金期货推断的9月加息概率从此前的50%上升至58%，短期国债市场面临卖盘压力。

基于对经济数据的分析和美联储高级官员的表态，可以认为美国经济已经具备了加息的条件，而美联储在九月份的政策会议上宣布首次升息的可能性非常大，但由于通胀率、工资数据等仍有待进一步加

强，升息的速度和力度都不会太大。

以上观点基于对新闻、政策报告、经济数据、以及学术研究的分析和整理。

(2015年8月10日)

(本课题牵头人为清华大学国家金融研究院副院长周皓 课题组成员张际)

印 送：中财办四局、发展改革委宏观研究院、人行金融研究所、国务院研究室
办公厅、国务院参事室办公厅、国研中心金融研究所、银监会研究局、
证监会研究中心、保监会研究局、社科院金融研究所。

校内发送：文科处、国家金融研究院学术委员会。

联系人：刘晨茹

电 话：18611298328
