

研究简报

(2015 年 第 12 期 总第 12 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。

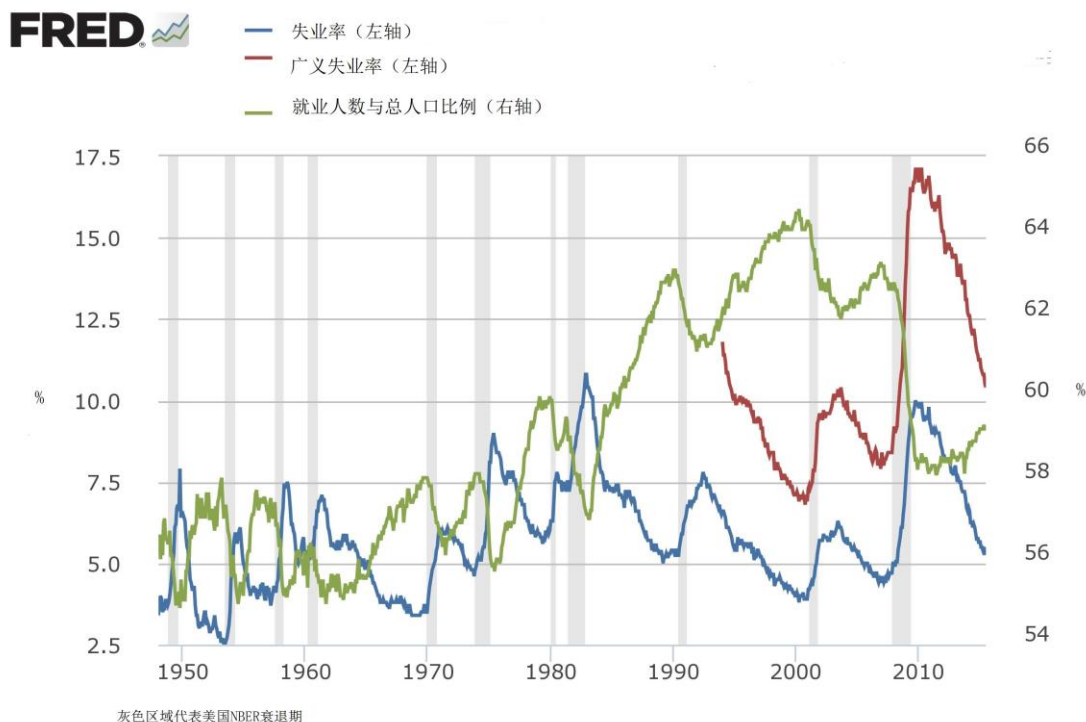


图1 美国失业率、广义失业率以及16岁以上人口劳动参与率

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。

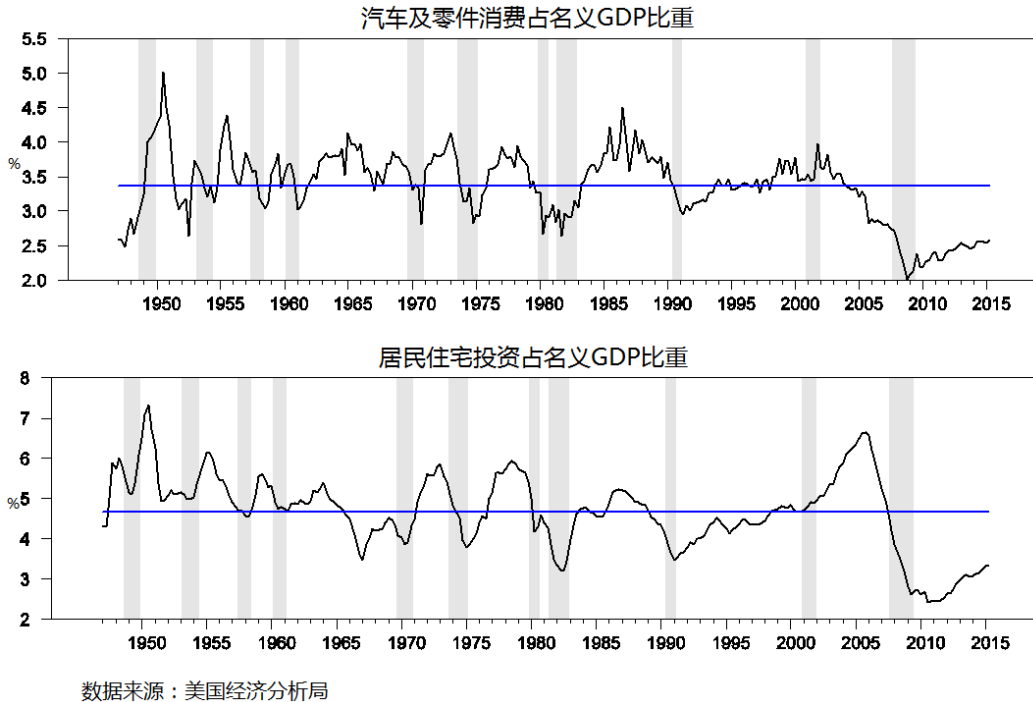


图2 美国汽车消费和住宅投资占名义GDP比重

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。

（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：人民银行周小川行长，易纲副行长、潘功胜副行长，张晓慧行长助理。

联 系 人：刘晨茹

电 话：62792735、18611298328
