

中银研究产品系列

- 《经济金融展望季报》
- 《中银调研》
- 《宏观观察》
- 《银行业观察》
- 《人民币国际化观察》
- 《国别/地区观察》

作者：赵廷辰 中国银行研究院
电话：010 - 6659 1558

签发人：陈卫东
审稿：钟红 赵雪
联系人：王梅婷
电话：010 - 6659 1591

* 对外公开
** 全辖传阅
*** 内参材料

从“以拖待变”看美国货币政策*

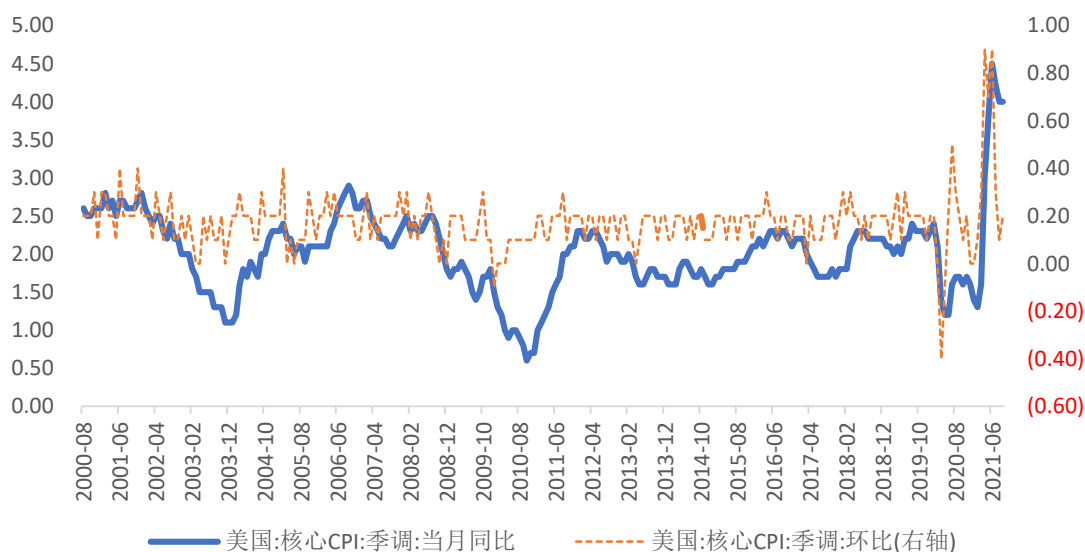
由于无法控制新冠肺炎疫情蔓延，美国只得采取“以拖待变”策略：通过财政、货币政策大放水拖住经济不崩溃，被动等待疫情出现转机。因此判断货币政策何时调整的关键，即在于判断疫情之“变”是否到来。2021 年以来，美国一方面新增病例数居高不下，劳动力参与率稳定地低于疫情前水平；另一方面，居民对疫情重视程度明显降低，失业率大幅下降——这一复杂局面干扰了美联储的判断，迟滞了收紧货币政策的时间点，从而加剧了通胀。从疫苗接种量和劳动力参与率来看，美国疫情可能在 2021 年 5 月左右进入了新阶段并持续至今，这促使美联储终于在 11 月下定决心缩减量化宽松政策。未来，观察新增病例数、患病致死率、疫苗接种量等指标，可帮助判断美国是否还需“以拖待变”，从而判断货币政策走向。

从“以拖待变”看美国货币政策

2021 年 11 月，美联储在联邦公开市场委员会（FOMC）会议后宣布未来每月将减少 150 亿美元的资产购买（包括 100 亿美元的国债和 50 亿美元的机构抵押贷款支持证券（MBS）），并在 2022 年年中结束购债¹；但如果经济形势出现变化，也可能随之调整 Taper 的实施节奏。美联储开始缩减量化宽松政策，无疑将是影响全球金融市场的重要事件。

回顾 2021 年以来美国的经济指标和美联储货币政策操作可以发现，一方面，经济指标已明显变化。调整后的月度失业率由 2020 年 4 月顶峰时的 14.8% 持续降至 2021 年 10 月的 4.6%。此外，调整后的核心 CPI 当月同比在 2021 年 6 月后维持在 4.0% 以上，去除基数效应的月度环比在 4-6 月分别达到 0.9%、0.7% 和 0.9%——同比和环比增速均为 2000 年以来的最高。

图 1 美国核心 CPI 同比和环比增速



资料来源：美联储

¹ 此前，美联储的联邦基金目标利率范围为 0-0.25%，并维持每月购入 800 亿美元国债和 400 亿美元 MBS 的量化宽松政策。市场焦点在于美联储何时会逐渐缩减量化宽松购债规模（即所谓的“Taper”），以及何时会加息。

但另一方面，美联储对于收紧货币政策却表现得非常克制。例如，在年中市场已开始担忧通胀、并且 6 月 FOMC 会议公布的点阵图显示更多货币政策委员会委员认为加息可能性增大的情况下，货币政策仍无实质性变化。直到近期 CPI 数据持续走高，美联储才正式宣布 Taper，但鲍威尔对何时加息始终含糊其辞。

众所周知，由于货币政策传导存在时滞，政策制定要有前瞻性，应在衰退将至未至之时开始宽松，在繁荣将来未来之时开始紧缩。但观察 2021 年美联储货币政策，其表现却与此不尽一致。其中的原因，值得我们深入探讨。

一、美国政府的抗疫策略是被动的“以拖待变”

由于种种深层次原因，美国政府坐视疫情星火燎原，等全国确诊病例达到几十万后，即使再想严控病毒蔓延、保持疫情动态清零也已实现不了。此后，只得采取被动的“以拖待变”策略。具体而言，在 2020 年 2 月，期待随着天气转暖，到 4 月疫情自动消失；在 2020 年年中，期待出现病毒特效药；到 2020 年下半年以后，转而期待因接种疫苗带来全民群体免疫。但这样被动等待，疫情是否会“变”、何时会“变”是不确定的，期间美国经济必遭重创，社会秩序大乱，因此美国政府必须尽全力“拖”住使经济不崩溃，干等疫情之“变”。“拖”的总体思路是财政、货币政策齐发力，全力维持企业资金链不断裂、金融机构保持流动性，只要企业稳、金融稳，出现系统性危机的可能性就不大，也可尽量减少失业，对于已经失业的居民，要提供财政补贴以维护稳定。

具体来看，美联储的做法主要包括几项。一是将联邦基金利率的目标范围降至 0-0.25% 的历史低位，压低短期利率。二是重启量化宽松政策，2020 年 3 月美联储宣布将 unlimited 购买美国国债和 MBS，压低长期利率。降息和量化宽松政策，系统性地降低了资金成本，为金融机构注入充足的流动性。三是采取了针对企业和家庭的非常规扶持政策，例如薪资保护计划流动性工具（PPPLF）²、主街贷款计划（MSLP）³等，央行

² 2020 年 4 月，美联储推出薪资保护计划流动性工具，可向符合条件的金融机构提供流动性，支持这些金融机构向中小企业发放贷款，以保障居民就业。

³ 2020 年 4 月，美联储推出主街贷款计划，银行可向符合条件的企业发放不超过 6000 万美元的贷款，并可以较高利率将 95% 的贷款转售给美联储，这对缓解中小企业资金压力有一定效果。

传统的“最后贷款人”角色发生了重要转变，开始亲自参与稳就业、稳企业。疫情冲击下，美联储主动扩张资产负债表、实施宽松政策的力度是空前的，甚至超过了 2008 年金融危机。从美联储总资产占美国 GDP 比例来看，2008 年金融危机后该比例由危机前的略大于 60%，升至 2010 年年底 160% 左右，增长了近 100 个百分点；而新冠肺炎疫情后该比例由危机前的约 190%，升至 2021 年 9 月的约 360%，增长了约 170 个百分点。

虽然特朗普与拜登的执政理念大相径庭，美国财政部与美联储的使命并不相同，但疫情之下美国各方推行宽松政策的做法却高度一致，这说明“以拖待变”是各方的共识，是当时最可行的方案⁴。

二、疫情之变与美联储货币政策之变

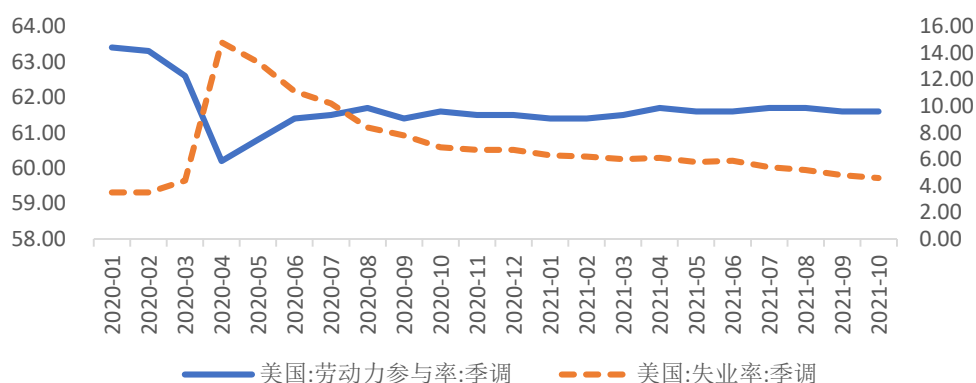
既然美联储空前的宽松政策根源于“以拖待变”，那么判断政策是否会收紧的关键就在于判断疫情之“变”是否已经或者即将到来。但是，美国抗疫不力，疫情形势变得非常复杂，给美联储判断经济形势、调整政策方向造成了严重障碍。

一方面，疫情似乎仍在深度困扰美国经济。即使到 2021 年 10 月，美国单月新增确诊病例仍超过 250 万例。面对这样惊人的确诊数据，很难认为疫情已被有效控制。美国的劳动力参与率⁵从 2021 年 4 月起持续保持在 61.6%、61.7% 左右，较疫情暴发前的 2020 年 2 月稳定存在 1.6 个百分点的落差。这意味着相比疫情前，在最近半年多中持续有超过 500 万具有劳动能力的美国人不愿参加工作。有评论认为美国政府的大额失业补贴，抑制了居民的工作意愿。但随着 2021 年下半年各州补贴陆续到期，美国劳动力参与率未随之明显升高，说明疫情可能才是阻碍大量劳动力重返工作岗位的主要原因。

⁴ “以拖待变”是除中国外包括美、欧、日在内全球多数经济体推行宽松刺激政策的主要逻辑。

⁵ 与就业相关的几个概念的关系如下：总人口=劳动力人口+非劳动力人口=（就业人口+失业人口）+非劳动力人口；劳动力参与率=劳动力人口/总人口；失业率=失业人口/劳动力人口=失业人口/（就业人口+失业人口）。

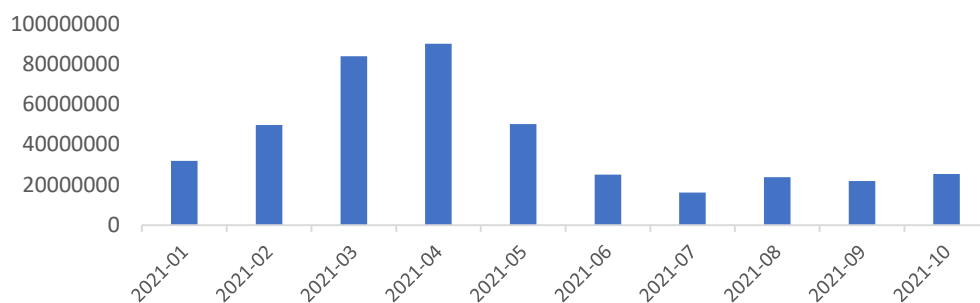
图 2 美国劳动力参与率与失业率



资料来源：美国劳工部

但另一方面，美国经济似乎又对疫情越来越不敏感。美国累计确诊病例与累计死亡病例之比已逐渐降低并稳定在了 1.61% 左右，而且死亡病例以老年人为主。美国新冠肺炎疫苗单月接种量，从 2021 年 4 月的约 9000 万剂次，断崖式下跌至 5 月的约 5000 万剂次，到 10 月只有约 2500 万剂次。这绝不是因为大部分美国人已经足量接种了疫苗——美国每百人新冠疫苗接种量只有约 130 剂次，在发达国家中位居下游⁶——而是因为许多美国人对注射疫苗态度消极，侧面反映出美国人对疫情的重视程度已明显降低。与之相关的是，2021 年年中美国各地经济已基本重启；美国失业率改善趋势非常明显。

图 3 美国单月新增疫苗接种剂次



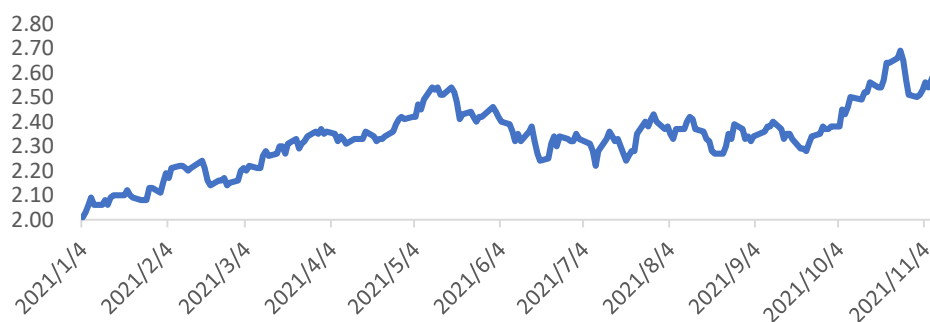
资料来源：wind

⁶ 美国白宫首席医疗顾问福奇 2021 年 10 月 17 日表示，美国仍有约 6600 万有资格接种新冠肺炎疫苗的居民未接种疫苗。另据媒体报道，2021 年 3-9 月，美国浪费了至少 1500 万剂疫苗。

一方面每月仍有大量新增病例，另一方面居民对待疫情却越来越不重视，美国疫情之变究竟来没来到？一方面劳动力参与率仍稳定地低于疫情前，一方面失业率持续降低，美国经济是否正在迈向充分就业？只有当美联储能够以较大把握对这些问题做出明确回答时，才能有较强信心去调整货币政策方向。但在较长时间中，就这些问题做出准确判断是困难的，因此美联储在制定货币政策时表现的非常谨慎。

2021 年二季度通胀已明显升温，但美联储没有采取加息乃至缩减 QE 等有力政策，而是以类似“窗口指导”的方式去侧面引导市场预期——鲍威尔一再公开表示“通胀是暂时的”。可能得益于近四十年来美联储在控制通胀方面积累的良好声誉，市场一度倾向于相信这一表态。以十年期盈亏平衡通货膨胀率⁷衡量的市场通胀预期在持续升高后，在 2021 年 5 月有所下跌，并保持相对稳定直到 9 月。但从 9 月中旬开始，盈亏平衡通货膨胀率再度急升，到 10 月底一度接近 2.7%，大大超过了美联储 2.0% 的通胀率目标水平⁸。

图 4 美国十年期盈亏平衡通货膨胀率



资料来源：美联储

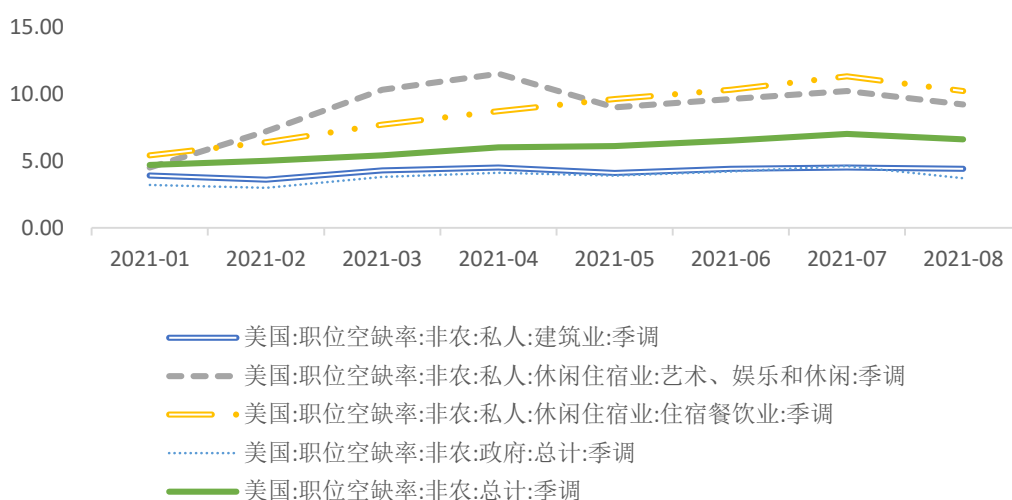
这显示出，美国的疫情之变可能已经来到，但美国疫情的新形势，既不同于疫情之初的百业凋零、供需两弱，也不同于中国的动态清零、有效复工，而是呈现出三个特征。第一，从总体来看对疫情的容忍度大大提升，不再视疫情为经济运行的严重阻碍，对

⁷ 主要有两类方法可以估计通胀预期。一是对消费者或者财经专家进行问卷调查，但这种方法时间间隔较长，可能存在样本误差。二是参考十年盈亏平衡通胀率，即十年期美国国债名义收益率与十年期美国国债通胀保护证券（TIPS）的收益率之差，后者的收益率与 CPI 的变化挂钩，所以两者之差可近似（但不是完全相等）视为市场的通胀预期。如果投资者预期通胀率上升，他们将购买十年期 TIPS 而非国债，从而压低 TIPS 收益率，推高盈亏平衡利率。

⁸ 美联储发布的共同通胀预期指数（CIE）同样显示，2021 年以来美国通胀预期持续升高且已明显超过 2.0%。

那些愿意工作的人而言，失业问题正在明显改善。第二，尽管如此，仍有约 500 万人因疫情而不愿工作，即使失业补贴到期，回归工作岗位的意愿也不强。第三，从职位空缺率来看，建筑业、公务员等行业职位空缺率与疫情前相比已差距不大，但住宿餐饮业、艺术娱乐和休闲业的职位空缺率较疫情前大大升高，这反映了疫情仍对不同行业造成了结构性的冲击。

图 5 疫情对美国不同行业的结构性冲击



资料来源：美国劳工部

大部分居民和行业对疫情的容忍度大增，全国经济重启，一部分居民和行业仍深受疫情困扰——这就是具有结构性特征的美国疫情新形势。从疫苗接种数量和劳动力参与率来看，这一新形势可能在 2021 年 5 月左右就已经出现，并持续至今。超级宽松

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_30410

