

鲍威尔敞开降息大门：

# 就业下行风险显著 或接近停止缩表

在本月末美联储会议静默期前的最后一次经济和货币政策相关公开讲话中，美联储主席鲍威尔暗示，美国的劳动力市场持续恶化，尽管政府关门影响了对经济的判断，仍保留了本月降息的可能性。他还称，联储可能会在未来几个月内停止缩减资产负债表（缩表）这一量化紧缩（QT）行动。

在事先准备的讲稿中，出席全美商业经济协会(NABE)今年年会的鲍威尔表示，自上月美联储决策会议以来，将近一个月时间内，美国的就业和通胀前景并没有多大改变。他说，虽然一些重要的经济数据因美国联邦政府关门而推迟发布，但“根据我们掌握的数据，可以公平地说，自四周前我们9月的会议以来，就业和通胀前景似乎没有太大变化。”

紧接着鲍威尔指出，政府关门前的数据表明，经济增长可能比预期更为稳健。失业率8月保持低位，工资增长大幅放缓，可能部分源于移民减少和劳动力参与率下降导致劳动力增长放缓。

“在这个活力不足且略显疲软的劳动力市场中，就业的下行风险似乎有所增加。”

鲍威尔在讲稿中重申，因为就业下行风险增加，联储对就业和通胀目标所面临风险平衡的评估改变，因此9月决定降息。为了应对双重目标的紧张关系，“不存在毫无风险的政策路径”。他提到，现有的数据和调查依然表明，“商品价格上涨主要反映了关税，而非更广泛的通胀压力。”

在问答环节，被问及关税会不会对通胀产生缓慢且持续的影响时，鲍威尔承认，关税是一种风险，但他指出，劳动力市场存在“相当大的”下行风险。劳动力市场略为供不应求。

鲍威尔说，美联储试图平衡达成就业和通胀双重使命所采取行动的风险，降息过快可能“导致通胀任务未完成”，降息过慢则可能导致“就业市场遭受惨痛损失”。他再次重申利率路径并非毫无风险，说：“现在确实没有一条无风险的道路，因为(通胀)似乎正在继续缓慢上升……而现在劳动力市场已经显示出相当大的下行风险。劳动力的供给和需求都急剧下降。”

鲍威尔说，虽然劳动力市场疲软，经济数据却“意外上行”。

鲍威尔周二多次指出招聘速度缓慢，并指出就业率可能进一步下降。他说：“目前职位空缺数进一步下降，很可能反映在失业率上。经历一段直线下降的时期后，我认为，最终会到失业率开始上升时。”

鲍威尔没有给出具体的数字说明，他认为就业增长的盈亏平衡点在哪里，也就是保持失业率稳定的底线水平。他表示，失业率显然已经“大幅下降”。他表示，在就业增长放缓的情况下，失业率几乎没有变化，这“非常引人注目”。

**准备金充足 有迹象显示流动性收紧 将谨慎行动避免“缩减恐慌”**

鲍威尔预计，美联储可能未来几个月内停止缩表。他在讲稿中表示，联储长期以来的计划是，当准备金略高于联储判断与充足相符的水平时，就停止行动。

“我们可能在未来几个月内接近这一水平，我们正在密切关注各种指标，以便为这一决定提供依据。”

鲍威尔承认，有迹象显示流动性正在逐步收紧，但提到，美联储制定的“计划表明，他们将采取谨慎的措施，避免出现2019年9月那

样的货币市场紧张局面”。评论认为，鲍威尔是指，要避免缩减QE带来的“缩减恐慌”市场波动。

2019年9月，美国短期融资市场爆发“钱荒”，隔夜回购利率飙升至10%，美联储被迫十年间首次启动隔夜回购操作，向货币市场投放巨资。华尔街见闻曾提到，主流研究认为，2019年9月的回购危机是流动性偏紧状态下的偶发性事件所致。罪魁祸首是超额准备金稀缺，同时叠加缴税日、财政大量发债、大银行因日内流动性监管措施而必须大量预留准备金这些因素。

在问答环节，鲍威尔表示，美联储关注的指标显示，银行系统的准备金仍然“充足”，但随着回购利率上升，货币市场状况出现了一些收紧的迹象。

**不能支付准备金利息将失去利率控制 对市场破坏更大**

今年一些议员对美联储为商业银行所持准备金支付利息提出批评和质疑。在本周二的讲稿中，鲍威尔为重要工具准备金机制辩护，称联储的准备金制度非常有效，运作良好，警告若联储被剥夺支付准备金利息的能力，联储将失去对利率的控制，对市场造成更大的破坏。

本周二，鲍威尔提到美联储在考虑调整资产持有构成，增持短期资产。

Collins评论称，增持短债等短期资产不是什么新想法。一些投资者认为，如果美国财政部增加发行短债，而美联储购买其中相当一部分，就相当于某种隐形的QE，因为那样一来，未偿还国债的总体加权平均利率就会更低。

但Collins指出，财政部发行更多短债不一定会使收益率曲线变平。主要驱动美债收益率曲线的仍然是政策预期，而不是净供应变化。

**其他指标无法替代官方数据 被问及金价上涨**

在问答环节，鲍威尔称，由于政府关门造成非农就业报告等数据缺失，所有人都看着同样的就业数据——由民间部门披露。他强调调了州一级的就业数据和有“小非农”之称的ADP就业报告，同时表示，这些数据都无法取代构成官方统计数据的黄金标准。

谈到替代数据，鲍威尔表示，有些指标可以作为官方政府统计数据的补充，但并不能取代这些数据。他指出，在没有政府报告的情况下，准确解读价格尤其困难。

被问及金价上涨时，鲍威尔表示：“我不会对任何特定资产价格发表评论。”

被问及人工智能(AI)的影响时，鲍威尔引用了诺贝尔经济学奖得主Robert Solow关于新技术将如何影响生产力的名言：“你可以在任何地方看到计算机，但在生产力统计数据中不能。”他补充道，“这可能是一回事。”

鲍威尔表示，美联储官员保持低调，远离政治。“我们不会与任何人来回争论。那样很快就会变成政治话题。” 美联储的唯一目标是为公众做好工作。不过他又说：“不要追求完美。这些都是必须实时做出的紧急决定。”

鲍威尔表示，美联储不会对移民政策发表意见，但他指出，特朗普政府的这类政策比许多人预期的要强硬。他表示，劳动力增长和入境人数已经急剧下降，这可能导致劳动者减少。但我们才刚刚开始看到这些政策的效果。

以下为鲍威尔以解读美联储资产负债表为题的演讲稿全文：

**解读美联储的资产负债表**

美联储主席杰罗姆·H·鲍威尔在宾夕法尼亚州费城举行的全美商业经济协会第67届年会所发表讲话。

谢谢你，艾米丽。也感谢全美商业经济协会授予我亚当·斯密奖。能够与历届获奖者，包括我的前任珍妮特·耶伦和本·伯南克一起获奖，我深感荣幸。感谢你们的认可，也感谢今天有机会与你们交流。

当公众了解美联储的运作方式及其原因时，货币政策才能更加有效。考虑到这一点，我希望加深公众对美联储资产负债表的理解决，这是货币政策中较为晦涩且技术性较强的一个方面。一位同事最近将这个比喻去看牙医，但这种比喻对牙医来说可能并不公平。

今天，我将讨论我们的资产负债表在(新冠)疫情期间发挥的重要作用，以及一些经验教训。然后，我将回顾我们充足的准备金实施框架，以及我们在实现资产负债表规模正常化方面取得的进展。最后，我将简要谈谈经济前景。

**美联储资产负债表背景**

央行的一个主要职责是为金融体系和更广泛的经济提供货币基础。这一基础由央行的负债构成。截至10月8日，美联储资产负债表的负债总额为6.5万亿美元，其中约95%由三类资产构成。首先是总额2.4万亿美元的美联储票据(即实物货币)。其次是总额3万亿美元的准备金(即存款机构在美联储银行持有的资金)。这些存款使商业银行能进行收付款，并满足监管要求。准备金是金融体系中最安全、流动性最强的资产，只有美联储才能创造它们。准备金供应充足对我们银行体系的安全稳健、我们支付系统的弹性和效率、以及最终对我们经济的稳定都至关重要。

第三类是目前约为8000亿美元(余额)的财政部一般账户(TGA)，它本质上是联邦政府的支票账户。当财政部收付款时，这些资金流动会一美元一美元地影响体系中准备金或其他负债的供应。

**资产负债表是重要工具**

美联储的资产负债表是一项关键的政策工具，尤其是在政策利率受到有效利率下限(ELB)约束的情况下。2020年3月新冠疫情爆发时，经济几乎停滞，金融市场失灵，一场公共卫生危机有可能演变成一场严重且持续的经济衰退。

为此，我们设立了一系列紧急流动性安排。这些项目得到了国会和政府的支持，为市场提供了关键支持，并在恢复信心和稳定方面非常有效。这些安排提供的贷款2020年7月达到峰值时总额略高于2000亿美元。随着形势稳定，这些贷款大多迅速解除。

与此同时，美国国债市场——通常情况下全球最深厚、流动性最强的市场，也是全球金融体系的基石——正承受着巨大的压力，濒临崩溃。我们通过大规模购买证券恢复国债市场的正常运转。面对前所未有的市场失灵，美联储在2020年3月和4月以惊人的速度购买了美国国债和机构债券。这些购买支持了信贷流向家庭和企业，并营造了更为宽松的金融环境，以支持最终到来的经济复苏。这一政策宽松来源至关重要，因为我们当时将联邦基金利率降至接近零的水平，并预计该水平将维持一段时间。

到2020年6月，我们将资产购买速度放缓至每月1200亿美元，但规模仍可观。2020年12月，由于

经济前景仍然很不确定，联邦公开市场委员会(FOMC)表示，我们预计将维持这一购买速度，“直至委员会在实现最大就业和物价稳定目标方面取得实质性进展”。该指引确保了，面对前所未有的环境，美联储不会在经济复苏依然脆弱的情况下过早撤回支持。

我们将资产购买速度维持到2021年10月。到那时，已经很明显，如果没有强有力的货币政策应对措施，高企的通胀不太可能消退。在2021年11月的会议上，我们宣布逐步停止购买资产。在12月的此后一次会议上，我们将缩减资产购买的速度提高了一倍，并表示资产购买将在2022年3月中旬完成。在整个购买期间，我们的证券持有量增加了4.6万亿美元。

关于我们购买(资产)的构成，鉴于疫情期间房地产市场强劲复苏，一些人质疑是否应该纳入购买机构MBS。除了专门用于市场运作的购买之外，购买MBS的主要目的与我们购买美国国债一样，在政策利率被限制在ELB时，是为了缓解更广泛的金融环境。在此期间，购买这些MBS对房地产市场状况的影响程度难以确定。许多因素影响抵押贷款市场，而抵押贷款市场以外的许多因素也影响着更广泛的房地产市场的供求关系。

**我们的充足准备金框架运作良好**

回到我的第二个话题，事实证明，我们充足的准备金制度非常有效，在各种有挑战的经济条件下都能有效控制我们的政策利率，同时促进金融稳定，并支持具有韧性的支付体系。

在这一框架下，充足的准备金供应确保了银行体系的充足流动性，而我们通过设定管理利率(准备金余额利率和隔夜逆回购利率)来控制政策利率。这种方法使我们能够在不受资产负债表规模影响的情况下保持利率控制。鉴于私营部门的流动性需求波动大且不可预测，以及影响准备金供应的自主因素(例如TGA)的大幅波动，这一点至关重要。

我们长期以来的计划是，当准备金略高于我们判断充足条件相符的水平时，就停止缩表。我们可能在未来几个月内接近这一水平，我们正在密切关注各种指标，以便为这一决定提供依据。一些迹象开始表明流动性状况正在逐步收紧，包括回购利率普遍走强，以及在特定日期出现更明显但暂时的压力。(FOMC)委员会的计划表明，将采取谨慎的做法，避免出现2019年9月那样的货币市场紧张局面。此外，我们实施框架中的工具，包括常备回购工具和贴现窗口，将有助于控制融资压力，并在向较低准备金水平过渡期间，将联邦基金利率保持在目标区间内。

资产负债表规模的正常化并不意味着回到疫情前的水平。长远来看，我们资产负债表的规模取决于公众对我们负债的需求，而非我们与疫情相关的资产购买。目前，非准备金的负债比疫情前高出约1.1万亿美元，因此要求我们持有同等数量的证券。准备金的需求也有所上升，这在一定程度上反映了银行体系和整体经济的增长。

关于我们证券投资组合的构成，相对于未偿还的美国国债，我们的投资组合目前偏重长期证券，低配短期证券。长期构成将是委员会讨论的主题。将逐步且可预测地过渡到我们期望的构成，以便市场参与者有时间调整，并将市场混乱的风险降至最低。与我们长

期以来的指导方针一致，我们的目标是在长期内建立一个主要由美国国债组成的投资组合。

有人怀疑我们支付的准备金利息是否会给纳税人带来沉重的负担。事实并非如此。美联储的利息收入来源于支持准备金的美国国债。大多数情况下，我们从持有美国国债中获得的利息收入足以覆盖准备金的利息支出，因此为财政部带来巨额汇款。法律规定，我们在支付费用后，所有利润均须上缴财政部。自2008年以来，即使计入近期为负的净收入，我们上缴财政部的总额也已超过9000亿美元。由于为控制通胀而快速加息，我们的净利息收入暂时为负，但这极为罕见。我们的净收入很快就会转正，就像我们历史上常见的情况一样。当然，净收入为负并不影响我们执行货币政策或履行财务义务的能力。

如果我们无法支付准备金和其他负债的利息，美联储将失去对利率的控制。货币政策立场将不再与经济状况相适应，并将使经济偏离我们的(充分)就业和物价稳定目标。为了恢复利率控制，需要在短期内大量出售证券，从而缩减我们的资产负债表和系统中的准备金。抛售的规模和速度可能会给国债市场运作带来压力，并损害金融稳定。

**当前经济状况和货币政策展望**

最后，我将简要讨论一下经济和货币政策前景。虽然一些重要的政府数据因政府停摆而被推迟发布，但我们会定期评估仍然可用的各种公共和私营部门数据。我们还通过各(地方)联储建立了一个全国性的联系人网络，他们提供了宝贵的见解，这些见解将在明天的(美联储)“褐皮书”中总结。

根据我们掌握的数据，可以公平地说，自四周前我们9月的会议以来，就业和通胀前景似乎并没有发生太大变化。而政府停摆前获得的数据显示，经济活动的增长轨迹可能比预期更为稳健。

虽然8月失业率保持在低位，但工资增长大幅放缓，这可能部分源于移民和劳动力参与率下降导致劳动力增长下降。在这个活力不足且略显疲软的劳动力市场中，就业的下行风险似乎有所上升。虽然9月官方就业数据有所延迟，但现有证据表明，裁员和招聘人数均保持在低位，家庭对可获得就业岗位的感知和企业对招聘难度的感知均继续呈下降趋势。

同时，(截至)8月的12个月内核心个人消费支出(PCE)通胀率为2.9%，较今年初略有升高，原因是核心商品通胀率的上升超过了住房服务通胀持续下行的势头。现有的数据和调查继续表明，商品价格上涨主要反映了关税，而非更广泛的通胀压力。与这些影响一致，今年短期通胀预期普遍上升，而大多数长期通胀预期指标仍与我们2%的目标保持一致。

就业下行风险增加改变了我们对风险平衡的评估。因此，我们认为，9月的会议更适宜采取更中性的政策立场。在我们努力应对就业目标与通胀目标之间的紧张关系时，不存在毫无风险的政策路径。这一挑战在9月会议上委员会成员预测的差异中显而易见。我要再次强调，这些预测应理解为一系列潜在结果，随着新信息不断影响我们逐次会议的决策，(预测)发生的概率会变化。我们将依据经济前景和风险平衡的演变制定政策，而不是遵循既定的路径。